

盖世食品 (836826. BJ)

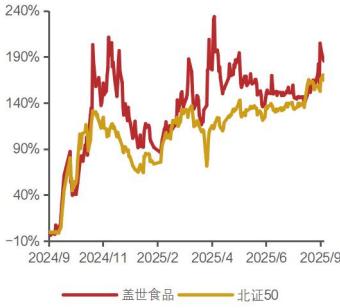
投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年09月09日

收盘价 (元)	14.39
一年内最高 / 最低 (元)	18.82/4.83
总市值 (百万元)	2,022.02
流通市值 (百万元)	866.03
总股本 (百万股)	140.52
资产负债率 (%)	34.42
每股净资产 (元/股)	2.57

资料来源：聚源数据

——预制凉菜领军企业，拟发行可转债加码产能布局

投资要点：

- **2025年水产预制菜市场规模有望突破2000亿元，下游以B端客户为主。**根据公司年报，2023年我国预制菜市场规模达到3,616亿元，同比增长23%。在供需两端的助力下，我国预制菜市场规模在2025年有望突破6000亿元。在B端市场，需求方主要分为大型连锁餐饮企业、高级酒店、外卖专门店、小餐饮门店、团餐、乡厨等几大类。在C端消费市场，2023年畜禽类预制菜在电商平台上的销售额占比最高，达到37.0%。值得注意的是，占比第二的水产预制菜2023年销售额增速较快，同比增长超35%。目前预制菜C端和B端的比例大约为2:8，其中预制菜在外卖中渗透率较高。
- **实际控制人穿透持股56%，2024年藻类产品占公司营收41%。**截至2025H1，上海乐享家实业有限公司持有盖世食品48.32%的股份，是持股比例最大的股东，盖泉泓直接持股盖世食品7.61%的股份，同时持有上海乐享家实业有限公司99.90%股份，故盖泉泓穿透持股盖世食品56%的股份，为公司实控人。公司有20余年食品出口经验，主营海洋蔬菜系列、营养蘑菇系列、健康素菜系列、海珍品系列、鱼籽系列等五大产品系列，300+种产品，1000+SKU，并充分利用国内、国外两个市场。藻类为公司的主要产品。2022-2024年藻类占营业收入比例分别为46%、43%、41%。公司产品结构不断调整，藻类业务虽然占比最大但略有下降，鱼籽和海珍味业务占比增长较为明显；毛利率方面，藻类业务毛利率较高，是公司利润的重要来源。公司2024年国外业务营收占比52%，国内业务毛利率波动较大，而国外业务毛利率相对稳定，且始终高于国内。2024年公司营收5.34亿元(yoy+9.04%);归母净利润为4107.57万元(yoy+17.79%)。
- **国内外建设产能支撑公司成长，逐步发展C端业务。**公司2024年公司起草的《预制凉菜》行业标准已获国家工信部立项，截至2024年末，已获得专利46项（其中发明6项、实用新型40项），具备较强的研发能力。国外市场方面，2024年公司在新加坡设立了全资子公司，并且同年由新加坡全资子公司在泰国设立控股孙公司，泰国工厂目前前期的设备调试已基本结束，并已开始小规模生产，设计产能6000吨。国内市场方面，盖世食品（江苏）有限公司于2024年5月正式开业，公司国内进入“双工厂”阶段。2025年公司拟向特定对象发行可转换公司债券，募集资金总额不超过1.5亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于年产7000吨预制水产及肉类智能制造建设项目。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润为0.45、0.53和0.62亿元，截至9月9日收盘价，对应PE为45、38、33倍，我们选取安井食品、三全食品、味知香、日辰股份作为可比公司。公司为中国预制凉菜领导品牌，国内外产能逐步释放，我们看好其凭借研发实力、销售渠道拓展以及丰富的客户资源不断提高产品在细分品类的市占率，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：市场竞争加剧风险、汇率变动风险、人工成本上升风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	490	534	600	678	770
同比增长率 (%)	34.75%	9.04%	12.36%	13.03%	13.52%
归母净利润 (百万元)	35	41	45	53	62
同比增长率 (%)	8.08%	17.79%	9.84%	17.94%	16.03%
每股收益 (元/股)	0.25	0.29	0.32	0.38	0.44
ROE (%)	10.90%	11.97%	12.10%	13.01%	13.67%
市盈率 (P/E)	57.98	49.23	44.82	38.00	32.75

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.45、0.53 和 0.62 亿元，截至 9 月 9 日收盘价，对应 PE 为 45、38、33 倍，我们选取安井食品、三全食品、味知香、日辰股份作为可比公司。公司为中国预制凉菜领导品牌，国内外产能逐步释放，我们看好其凭借研发实力、销售渠道拓展以及丰富的客户资源不断提高产品在细分品类的市占率，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合预制凉菜行业需求增长以及对于公司国内外业务积极拓展的预期，我们假设如下：

(1) 蕨类：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +4.5%/+5.0%/+5.2%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 2.31/2.43/2.56 亿元；

(2) 菌类：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +22.0%/+20.0%/+18.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.94/1.13/1.33 亿元；

(3) 鱼籽：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +12.0%/+16.0%/+17.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.39/1.61/1.89 亿元；

(4) 山野菜：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +11.0%/+8.0%/+8.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.38/0.41/0.44 亿元；

(5) 海珍味：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +30.0%/+25.0%/+25.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.77/0.96/1.20 亿元。

投资逻辑要点

从行业层面来看，我国餐饮连锁化趋势逐步显现，预制菜能够帮助餐饮业降本增效。从市场渗透率和行业竞争格局来看，目前国内预制菜渗透率只有 10%-15%，而美国、日本预制菜渗透率已达 60%以上，中国预制菜市场还有较大的扩容空间。从长期来看，预制菜有望从 B 端渐进至 C 端消费者，消费场景走向多元化。

从公司层面来看，公司凭借优质的产品和服务赢得了海内外诸多知名大型连锁餐饮和食品生产企业的信任，公司国内外新建产能逐步释放，同时拟发行可转债加码水产和肉类产能布局，积极开拓客户，致力于打造连锁餐饮标准化凉菜领先品牌。

核心风险提示

市场竞争加剧风险、汇率变动风险、人工成本上升风险

内容目录

1. 2025 年水产预制菜市场规模有望突破 2000 亿元, 下游以 B 端客户为主	5
2. 实际控制人穿透持股 56%, 2024 年藻类产品占公司营收 41%	9
3. 国内外建设产能支撑公司成长, 逐步发展 C 端业务	12
4. 盈利预测与评级	15
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 我国预制菜行业拥有完备的产业链	5
图表 2: 2025 年国内预制菜市场规模有望达到 6173 亿元	5
图表 3: 2025 年水产预制菜市场规模有望突破 2000 亿元	6
图表 4: B 端客户主要有高端酒店等	6
图表 5: 2023 年餐饮收入达 5.29 万亿元	7
图表 6: 2023 年餐饮连锁率达 21%	7
图表 7: 2023 年电商平台上畜禽类占预制菜销售的 37%	7
图表 8: 盖世食品主要竞争对手有大连浩和食品有限公司等	8
图表 9: 上海乐享家实业有限公司占有盖世食品 48.32% 的股份	9
图表 10: 藻类是盖世食品 2024 年最大收入来源	9
图表 11: 2024 年藻类占总营收的 41%	10
图表 12: 2024 年藻类的毛利率为 20.3%	10
图表 13: 公司采用合同生产销售模式、自有品牌销售模式以及贸易销售模式	10
图表 14: 2024 年国外营业收入达 2.8 亿元 (单位: 万元)	11
图表 15: 2024 年国外毛利率为 22.01%	11
图表 16: 2025H1 公司营收达 2.7 亿元 (yoy+11.39%)	11
图表 17: 公司有贝类制品新型加工方法及智能化装置开发等项目在研	12
图表 18: 公司开启“双工厂”阶段	13
图表 19: 2024 年前五大客户共占营收 27.7%	14
图表 20: 公司定增募集资金用于年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造 (加工) 项目已投产	14
图表 21: 公司拟发行可转债用于年产 7000 吨预制水产及肉类智能制造建设项目	14
图表 22: 盖世食品主营业务营收预测	15
图表 23: 盖世食品可比公司估值表 (截至 20250909)	15

1. 2025 年水产预制菜市场规模有望突破 2000 亿元，下游以 B 端客户为主

根据华经情报网，从预制菜的产业链来看，预制菜产业链上游主要为食品包装加工制造企业和食品原料来源和食品初加工企业，上游养殖、种植等标准化程度高的企业参与预制菜生产可有效降低成本。产业链中游主要为预制菜加工企业，以净菜、半成品菜的生产加工为主，可以分为自产自销的预制菜企业和委托代工生产预制菜的企业，常以冷链物流配送至下游。产业链下游主要为各类消费端口，如经销商和线上电商等。

图表 1：我国预制菜行业拥有完备的产业链



资料来源：华经情报网、华源证券研究所

城市生活节奏加快，消费者对产品方便快捷的需求增加，居民消费能力或将进一步提升。快节奏的工作模式下，快餐、外卖以及便利店即食食品等便捷类食品成为了多数人的选择，预制凉菜因其口味独特、绿色健康和存储方便的特点，成为便捷类食品重要的组成部分。随着现代社会生活形态变迁，人们在准备正餐的同时，愿意搭配预制凉菜来调整每餐口味，提升食欲，均衡营养。根据艾媒咨询、盖世食品公告，2025 年预制菜市场规模预计能达到 6173 亿元，同比增长 27.3%。

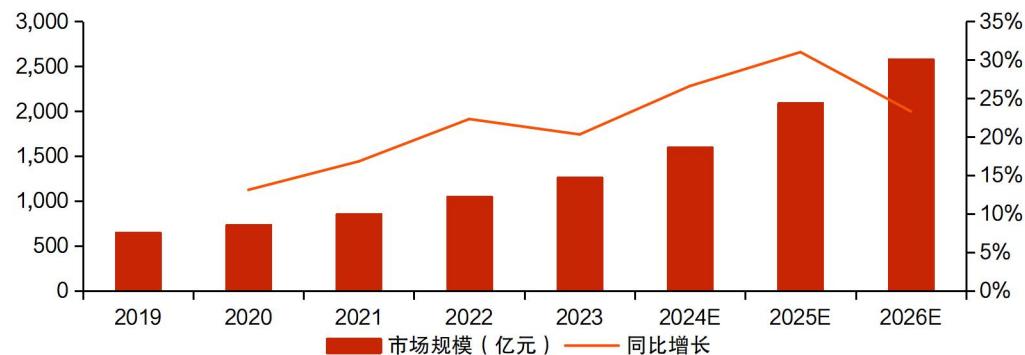
图表 2：2025 年国内预制菜市场规模有望达到 6173 亿元



资料来源：艾媒咨询、盖世食品公告、华源证券研究所

根据《2024 水产预制菜产业发展白皮书》，水产预制菜是以一种或多种食用水产品及其制品为原料，使用或不使用调味料等辅料，不添加防腐剂，经工业化预加工（如搅拌、腌制、滚揉、成型、炒、炸、烤、煮、蒸等）制成，配以或不配调味料包，符合产品标签标明的贮存、运输及销售条件，加热或熟制后方可食用的预包装水产菜肴。据红餐产业研究院测算，2023 年我国水产预制菜市场规模达到 1,260 亿元，同比增长 20.3%，2019–2023 年的复合年增长率达到 18.1%。在供需两端的助力下，我国水产预制菜市场规模在 2025 年有望突破 2000 亿元。

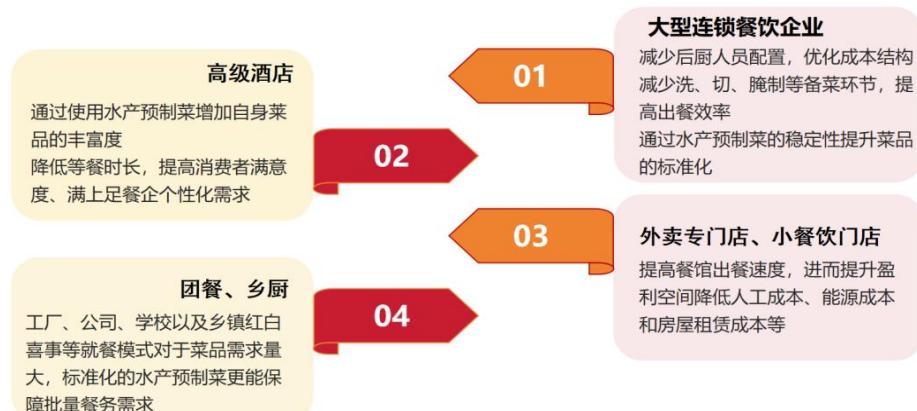
图表 3：2025 年水产预制菜市场规模有望突破 2000 亿元



资料来源：《2024 水产预制菜产业发展白皮书》、中国调味品协会预制菜调味产业分会、红餐产业研究院等、华源证券研究所

预制菜 B 端客户主要客户有高档酒店、大型连锁餐饮企业等。根据《2024 水产预制菜产业发展白皮书》，B 端方面，需求方主要分为大型连锁餐饮企业、高级酒店、外卖专门店、小餐饮门店、团餐、乡厨等几大类。不同的需求方对于水产预制菜的需求点不尽相同。其中，大型连锁餐饮企业以提升标准化程度、降本增效为核心诉求；而高级酒店的主要需求点在于丰富菜品、提升消费者满意度；外卖及小餐饮门店的需求点则是缩短出餐时间、降低成本；团餐、乡厨的核心需求点是保障菜品的大批量供给。目前预制菜 C 端和 B 端的比例大约为 2:8，其中预制菜在外卖中渗透率较高。

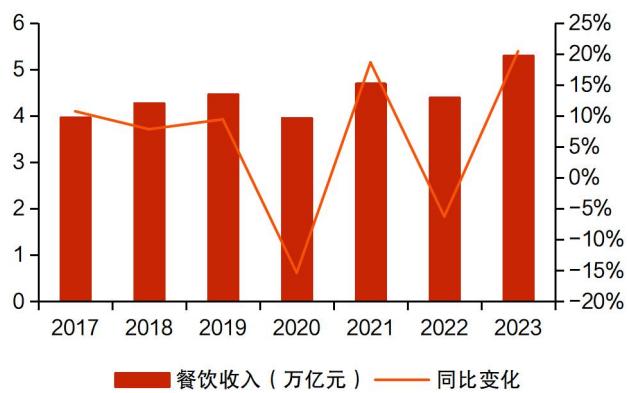
图表 4：B 端客户主要有高端酒店等



资料来源：《2024 水产预制菜产业发展白皮书》、中国调味品协会预制菜调味产业分会、红餐产业研究院等、华源证券研究所

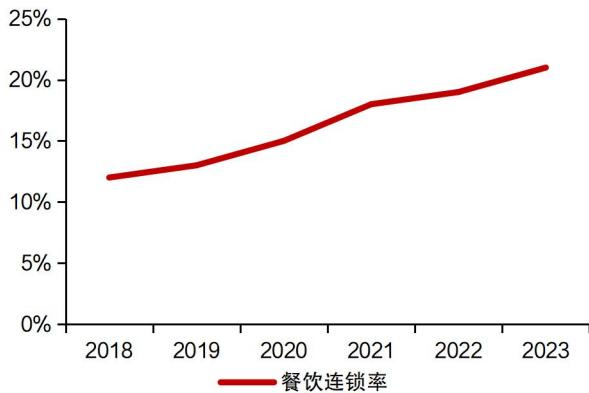
全国餐饮收入呈波动增长的态势。根据《2024 水产预制菜产业发展白皮书》，从餐饮收入来看，2020 年受公共卫生事件等因素影响，餐饮收入有所下降，为 3.95 万亿元(yoy-15.4%)，随后 2021 年有所回升。2021-2023 年餐饮行业收入分别为 4.69 万亿元、4.39 万亿元、5.29 万亿元，餐饮行业收入整体呈现增加趋势。因预制菜能够降低餐饮的成本，提升出餐效率，预制菜的渗透率或将随着餐饮工业化/连锁化率的提升而提升。从 2018 年到 2023 年，中国餐饮连锁化率稳步从 12%增长到 21%，与日本的 50.8%和美国的 58.3%相比仍有差距。随着我国餐饮连锁化程度的逐年提升，预制菜 B 端需求或将逐年增长。

图表 5：2023 年餐饮收入达 5.29 万亿元



资料来源：《2024 水产预制菜产业发展白皮书》、中国调味品协会预制菜调味产业分会、红餐产业研究院等、华源证券研究所

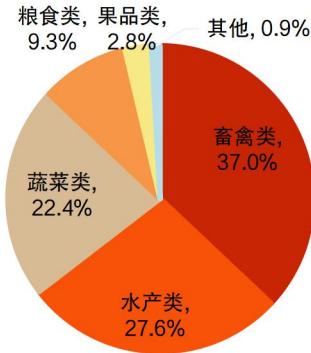
图表 6：2023 年餐饮连锁率达 21%



资料来源：《2024 水产预制菜产业发展白皮书》、中国调味品协会预制菜调味产业分会、红餐产业研究院等、华源证券研究所

根据《2024 水产预制菜产业发展白皮书》，在 C 端消费市场方面，2023 年畜禽类预制菜在电商平台上的销售额占比最高，达到 37.0%。值得注意的是，占比第二的水产预制菜 2023 年销售额增速较快，同比增长超 35%。可见，无论是在 B 端还是 C 端，水产菜肴受欢迎程度较高，水产预制菜细分市场具有较大的发展空间。

图表 7：2023 年电商平台上畜禽类占预制菜销售的 37%



资料来源：《2024 水产预制菜产业发展白皮书》、中国调味品协会预制菜调味产业分会、红餐产业研究院、联合利华饮食策划、华源证券研究所

盖世食品主要竞争对手分布在大连、河北等地。根据公司公告，在主营业务方面，可比公司涵盖了简餐和健康海洋产品、以海藻为主的调味品、裙带菜深加工产品、以食用菌为主的冷冻调制产品和蘑菇酱等即食系列产品、速冻食用菌及速冻调理食用菌、水产蔬菜调理食

品等的生产与销售。主要客户类型均为餐饮连锁企业和食品生产销售企业，这表明它们的产品主要面向餐饮连锁和食品生产销售领域，客户群体具有一定的针对性和集中性。

图表 8：盖世食品主要竞争对手有大连浩和食品有限公司等

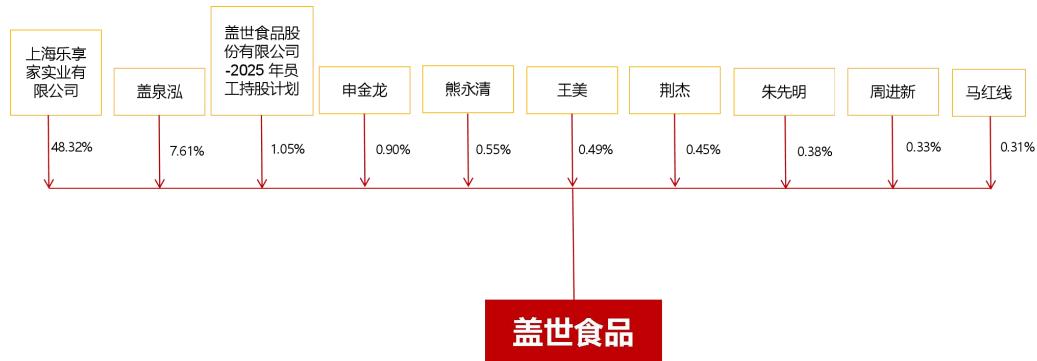
	所在地	主营业务	主要客户类型
大连浩和食品有限公司	辽宁大连	简餐和健康海洋产品的生产与销售	
时代海洋食品（大连）有限公司	辽宁大连	以海藻为主的调味品的生产加工和销售	
大连海宝食品有限公司	辽宁大连	裙带菜深加工产品的生产与销售	餐饮连锁企业和食品生产
承德森源绿色食品有限公司	河北承德	以食用菌为主的冷冻调制产品和蘑菇酱等即食系列产品 的生产与销售	销售企业
江苏绿雅食品有限公司	江苏宿迁	速冻食用菌及速冻调理食用菌的生产与销售	
山东美佳集团有限公司	山东日照	水产蔬菜调理食品的生产与销售	

资料来源：盖世食品公告、华源证券研究所

2. 实际控制人穿透持股 56%，2024 年藻类产品占公司营收 41%

公司实际控制人为盖泉泓，一致行动人为上海乐享家实业有限公司。截至 2025H1，上海乐享家实业有限公司持有盖世食品 48.32%的股份，是持股比例最大的股东，盖泉泓直接持股盖世食品 7.61%的股份，同时持有上海乐享家实业有限公司 99.90%股份，故盖泉泓穿透持股盖世食品 56%的股份，为公司实控人；荆杰为盖泉泓的妻兄。

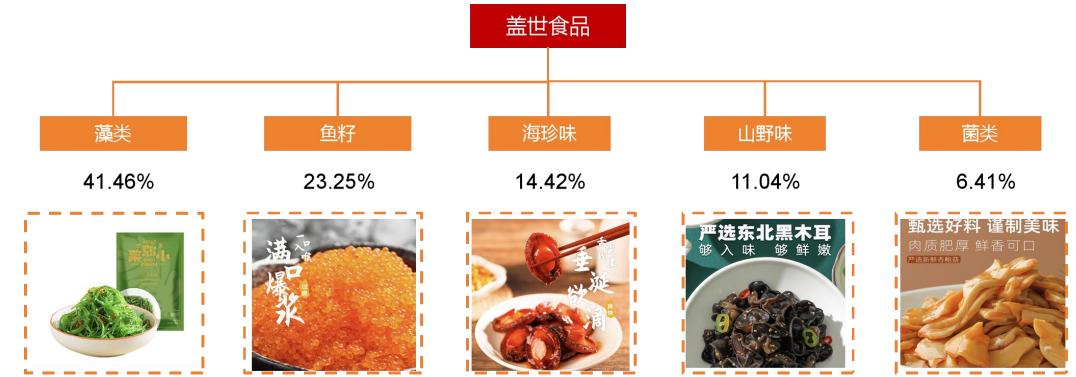
图表 9：上海乐享家实业有限公司占有盖世食品 48.32%的股份



资料来源：盖世食品 2025 半年报、华源证券研究所

公司是以海藻、食用菌、鱼籽等系列海珍品为主要食材，为国内、外餐饮企业提供标准化凉菜的高新技术企业。公司有 20 余年食品出口经验，主营海洋蔬菜系列、营养菌菇系列、健康素菜系列、海珍品系列、鱼籽系列等五大产品系列，300+种产品，1000+SKU，并充分利用国内、国外两个市场，凭借优质的产品和服务赢得了海内外诸多知名大型连锁餐饮和食品生产企业的信任，保持着长期稳定的合作关系，现产品已出口日本、美国、欧洲和东南亚等 60 多个国家和地区。公司致力于打造连锁餐饮标准化凉菜领先品牌，2024 年入选《胡润中国预制菜生产企业百强榜》，盖世食品位列 TOP30 阵营，“百强榜”上高居第 18 位。

图表 10：藻类是盖世食品 2024 年最大收入来源



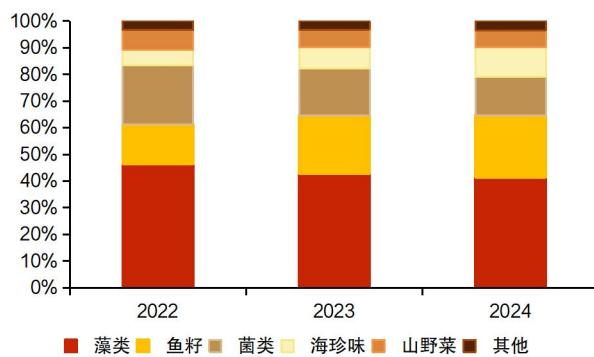
资料来源：盖世食品淘宝官网、盖世食品年报、华源证券研究所

注：数据为 2024 年营收占比

藻类是公司的主要产品。2022-2024 年藻类占营业收入比例分别为 46.4%、42.8%、41.46%，虽然占比逐年略有下降，但仍占据最大份额。鱼籽业务占比逐年上升，从 2022 年

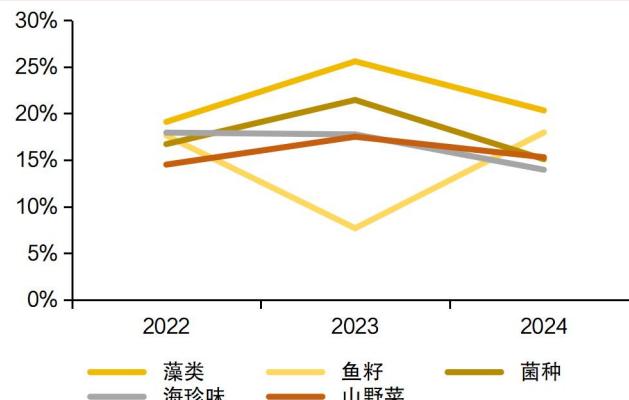
的 14.8% 增长到 2024 年的 23.3%。菌种业务占比逐年下降，从 2022 年 22.2% 降至 2024 年 14.4%。从毛利率来看，藻类业务毛利率最高，2024 年为 20.3%，鱼籽业务毛利率在 2023 年跌至 7.7%，2024 年反弹至 18.0%。公司产品结构不断调整，藻类业务虽然占比最大但略有下降，鱼籽和海珍味业务占比增长较为明显；毛利率方面，藻类业务毛利率较高，是公司利润的重要来源。

图表 11：2024 年藻类占总营收的 41%



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 12：2024 年藻类的毛利率为 20.3%



资料来源：wind、华源证券研究所

公司的销售模式主要分为合同生产销售、自有品牌销售和贸易销售三种类型。根据公司年报，合同生产销售模式下，公司向品牌运营商提供产品开发、生产和技术服务。根据客户需求特点，通过系统的市场调研与研发，向客户提供产品定位、配方研究及成品生产等全流程服务。自有品牌销售模式下，公司产品主要通过大型餐饮企业和食品经销企业等渠道销售公司产品。销售模式主要分为经销、直销和电商三种，直销客户以餐饮企业为主，经销客户以食品经销企业为主，电商客户以京东自营和公司在天猫、淘宝、京东等电商平台旗舰店所面向的终端网购消费者为主。贸易销售模式下，公司主要通过购买产品后直接销售或简单包装后对外销售。

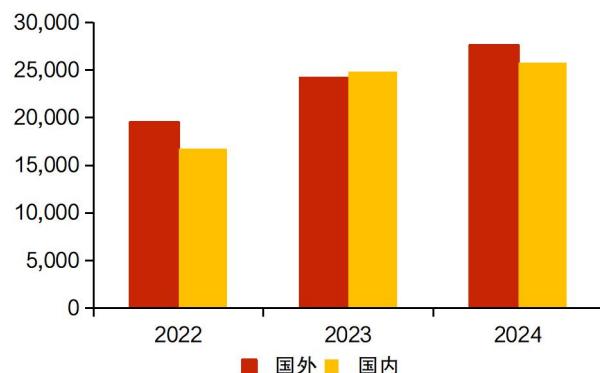
图表 13：公司采用合同生产销售模式、自有品牌销售模式以及贸易销售模式



资料来源：盖世食品 2024 年年报、华源证券研究所

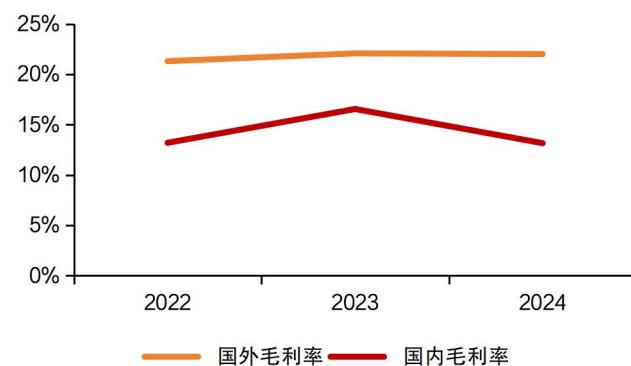
公司 2024 年国外业务营收占比 52%。国外业务营收从 2022 年的 1.95 亿元增长到 2024 年的 2.76 亿元，复合增速为 19%。国内业务营收从 2022 年的 1.68 亿元增长到 2024 年的 2.58 亿元，复合增速为 24%。从毛利率来看，2022-2024 年国外业务毛利率分别为 21.31%、22.09%、22.01%，整体较为稳定。国内业务毛利率分别为 13.20%、16.56%、13.16%，有所波动。总结来看，盖世食品的国内外业务营收在 2022-2024 年期间均呈现增长趋势，但国内业务毛利率波动较大，而国外业务毛利率相对稳定，且始终高于国内。

图表 14：2024 年国外营业收入达 2.8 亿元（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

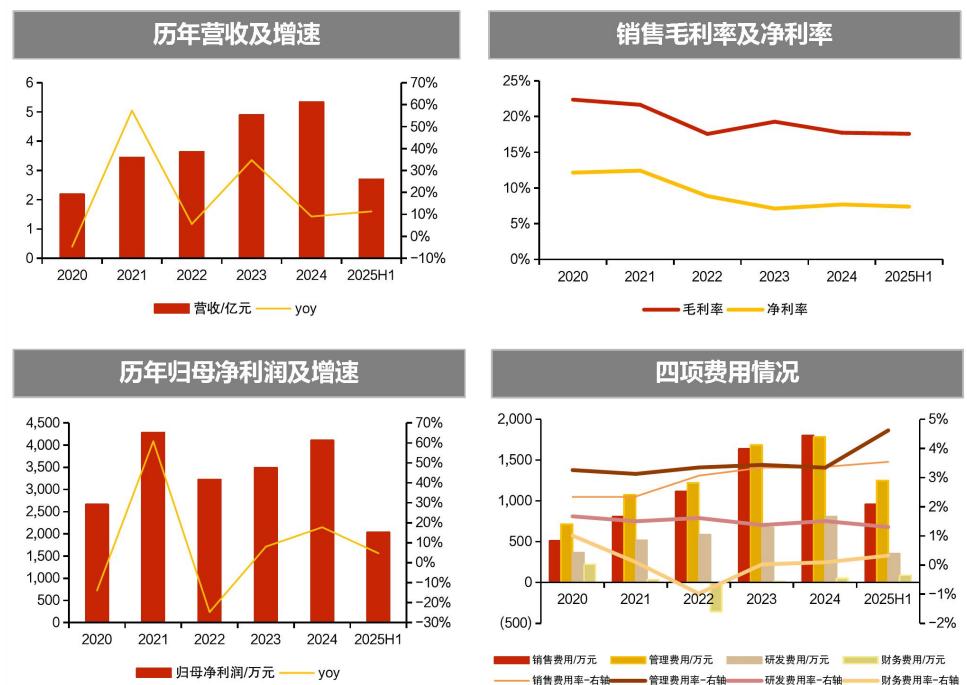
图表 15：2024 年国外毛利率为 22.01%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2022-2024 年公司营收分别为 3.64 亿元 (yoy+5.63%)、4.90 亿元 (yoy+34.75%)、5.34 亿元 (yoy+9.04%)；2023 年营收增速较快原因是销售订单增加，销量增加，销售额相应增加，整体来看营业收入持续增长。2022-2024 年公司毛利率水平维持在 17%–20% 之间，净利率波动下滑。2024 年公司归母净利润为 4107.57 万元 (yoy+17.79%)，同比增长主要原因是 2023 年计提了大额多春鱼籽存货跌价准备，截至 2024 年末多春鱼籽价格同比未发生大幅度变化，所以未再发生大额异常存货跌价。

图表 16：2025H1 公司营收达 2.7 亿元 (yoy+11.39%)



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 国内外建设产能支撑公司成长，逐步发展 C 端业务

公司有贝类制品新型加工方法及智能化装置开发等项目在研。公司使用海藻、食用菌、蔬菜和海珍品等优势食材，以定制开发和自主创新相结合为研究开发模式开展标准化的凉菜的研发，具备较强的研发能力。公司围绕市场需求和主营业务，开发新产品和研发新技术，支撑公司高质量发展。公司通过自主研发、引进海外团队，消化和再创造国外先进技术，同时与江南大学、大连工业大学、辽宁省农科院等科研院所进行产学研合作，成立联合研发中心。2024 年公司起草的《预制凉菜》行业标准已获国家工信部立项；同时参与十四五国家重点研发计划“食品制造与农产品物流科技支撑”专项中“藻类食品品质提升与增值加工关键技术研究及集成应用”项目。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已获得专利 46 项（其中发明 6 项、实用新型 40 项）。2024 年 10 月辽宁省委、省政府召开全省科技大会，公司获得辽宁省科技进步二等奖。

图表 17：公司有贝类制品新型加工方法及智能化装置开发等项目在研

研发项目名称	项目目的	所处阶段	预计对公司的影响
贝类制品新型加工方法及智能化装置开发项目	聚焦新型贝类凉菜技术和装置研发，攻克核心技术和研发高质量贝类凉菜，提高企业经济效益	项目周期两年第一年，方案确定、技术研发和生产中试准备阶段	项目在技术创新方面的投入，将有效提升贝类预制菜的产品质量和附加值。同时，开发新型贝类凉菜新产品，满足消费者不断变化的需求，进一步拓展市场份额，成为企业增收和利润增加的核心产品
鱼皮制品加工方法及高值化项目	旨在通过技术创新，从原料选择、加工工艺创新等多个关键环节入手，全面提升鱼皮制品的品质和附加值。采用火山湖国外鱼皮替代国内部分质量不佳的原料，研发高效泡发技术、改进漂烫精准控制工艺以及创新工艺流程，实现鱼皮制品的工业化生产与升级。该项目的实施在提升企业竞争力方面，有助于公司推出高品质、高附加值的鱼皮制品，增强市场竞争力，推动自身持续发展	项目周期三年，处于项目中期	项目通过提升鱼皮制品品质、创新产品种类，未来几年将扩大企业市场份额，增加产品销量。项目实施后，实现鱼皮制品销售额增长、利润增长，经济效益提高。通过采用创新的加工技术和优化的工艺流程，能够显著提升鱼皮制品的口感、品质和保质期。这些改进将使鱼皮制品在市场上更具竞争力，从而能够以更高的价格销售，直接增加企业的销售收入。同时，产品附加值的提升也将为企业带来更高的利润空间，推动企业的经济效益增长。自动化灌装线的应用，能够同步完成装袋、灌汁和密封等工序，大大提高了生产效率。这不仅减少了人工成本，还缩短了生产周期，降低了生产过程中的能耗和损耗。通过优化生产流程，企业能够在相同的生产时间内生产更多的产品，从而实现规模经济，进一步降低成本，提高经济效益
藻类食品品质提升与增值加工关键技术研究及集成应用项目	围绕藻类食品品质提升与绿色高质化生产，研究创新高效低耗关键技术与新型产品，像多级清洗协同杀菌技术，研发酸甜味、芥香味速冻调味裙带菜及冷藏海藻沙拉等新产品。同时，建设智能化示范生产线，完善功能、提升产能、研发节能设备并构建数字化管理系统。该项目助力企业提升产品竞争力，也为行业树立智能化生产榜样，推动产业升级和融合，将地方海藻资源优势转化为经济优势，满足消费者对高品质海藻食品的需求，引领我国海藻食品产业高质量发展	项目周期三年，目前处在中期攻坚阶段	项目研发的冷藏海藻沙拉、速冻调味裙带菜等新产品，迎合了消费者对健康与美味的追求。如冷藏海藻沙拉，其低盐、低脂、低糖且富含膳食纤维的特点，深受健身和健康关注人群喜爱。预计这些新产品投入市场后，能快速抢占市场，为企业带来丰厚利润。项目打造的智能化示范生产线，集成先进技术，实现生产全流程精准高效控制。通过优化流程、提升设备性能和采用节能技术，提高生产效率，降低成本。智能化系统实时监控生产数据，可精准调整参数，减少次品率，提升产品质量。这将增强产品市场竞争力，预计带动销售额增长，经济效益预计提高 3%，大幅提升企业经济效益。预计未来三年，公司销售额将持续增长，带动上下游产业协同发展，提升产业链整体经济效益

资料来源：盖世食品 2024 年年报、华源证券研究所

公司海外业务发展稳健，为依托新加坡的地域优势，打造拓展国际市场的桥头堡，更好地满足海外客户需求，扩大海外市场占有率，2024年公司在新加坡设立了全资子公司，助力公司国际市场进一步拓展，并且同年由新加坡全资子公司在泰国设立控股孙公司，泰国工厂设计产能6000吨，设立目的是优化公司业务布局，强化公司在食品制造行业地位，拓展公司产品结构，开发新的业务增长点。目前前期的设备调试已基本结束，并已开始小规模生产，2025年上半年已在泰国当地实现销售，开始给公司贡献收入。**国内市场方面**，盖世食品（江苏）有限公司于2024年5月正式开业，公司国内进入“双工厂”阶段。江苏工厂采用自主研发的冷冻调味产品智能生产线，下设研发及检测中心、智能生产工厂，智能化升级后工厂设计产能将达年产1.5万吨，缓解公司产能问题，并已通过相关体系认证的审核以及客户验厂，2024年开始生产，产能不断释放，建成后公司产品有望进一步辐射山东、江苏、安徽、上海、浙江等华东地区。

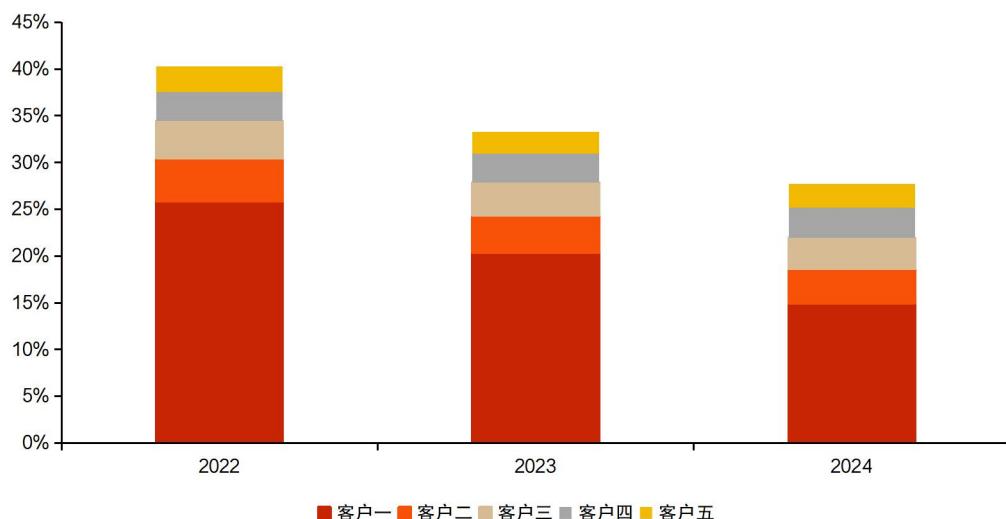
图表 18：公司开启“双工厂”阶段



资料来源：盖世食品官网、华源证券研究所

2022-2024年前五大客户营收占比逐年下滑。2022-2024年前五大客户占营收比从2022年的40.31%逐步降至2024年的27.74%。其中，第一大客户占比下降较为明显，从2022年的25.88%降至2024年的14.92%。公司前五大客户占营收比的下降，在一定程度上可以降低对大客户的依赖程度，降低公司的经营风险。**公司业务以B端为主，近几年也在逐步拓展C端市场，目标实现“BC端双轮驱动”。**

图表 19: 2024 年前五大客户共占营收 27.7%



资料来源：盖世食品年报、华源证券研究所

公司 2022 年定增的募投项目“年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造（加工）”已投产。根据公司公告，年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造（加工）项目实际投资金额为 4,458.81 万元，项目达到预定可使用状态日期为 2023 年 12 月；研发及检测中心建设项目实际投资金额为 614.41 万元，项目达到预定可使用状态日期为 2023 年 12 月。2025 年公司拟向特定对象发行可转换公司债券，募集资金总额不超过 1.5 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于年产 7000 吨预制水产及肉类智能制造建设项目，旨在满足客户对海珍味产品需求的同时补全公司产品线中“荤食类凉菜”的空白，从而为客户提供更全面的凉菜解决方案，帮助客户真正省掉凉菜间。

图表 20：公司定增募集资金用于年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造（加工）项目已投产

实际投资项目	实际投资金额（元）	项目达到预定可使用状态日期 (或截止日项目完工程度)
年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造（加工）项目	44,588,077.95	2023 年 12 月
研发及检测中心建设项目	6,144,065.33	2023 年 12 月
补充流动资金	21,787,280.48	不适用

资料来源：盖世食品公告、华源证券研究所

图表 21：公司拟发行可转债用于年产 7000 吨预制水产及肉类智能制造建设项目

项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金 (万元)
年产 7000 吨预制水产及肉类智能制造建设项目	16137.83	15000

资料来源：盖世食品公告、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合预制凉菜行业需求增长以及对于公司国内外业务积极拓展的预期，我们假设如下：

图表 22：盖世食品主营业务营收预测

	2025E	2026E	2027E
藻类 (万元)	23,144.38	24,301.60	25,565.28
同比	4.50%	5.00%	5.20%
菌类 (万元)	9,398.72	11,278.46	13,308.58
同比	22.00%	20.00%	18.00%
鱼籽 (万元)	13,913.17	16,139.27	18,882.95
同比	12.00%	16.00%	17.00%
山野菜 (万元)	3,803.31	4,107.57	4,436.18
同比	11.00%	8.00%	8.00%
海珍味 (万元)	7,669.15	9,586.43	11,983.04
同比	30.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.45、0.53 和 0.62 亿元，截至 9 月 9 日收盘价，对应 PE 为 45、38、33 倍，我们选取安井食品、三全食品、味知香、日辰股份作为可比公司。公司为中国预制凉菜领导品牌，国内外产能逐步释放，我们看好其凭借研发实力、销售渠道拓展以及丰富的客户资源不断提高产品在细分品类的市占率，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 23：盖世食品可比公司估值表（截至 20250909）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
安井食品	603345.SH	74.96	240.88	4.39	4.88	5.40	17.1	15.4	13.9
三全食品	002216.SZ	11.49	101.02	0.62	0.67	0.72	18.4	17.0	15.9
味知香	605089.SH	27.53	37.99	0.64	0.79	0.91	43.1	34.9	30.4
日辰股份	603755.SH	28.20	27.81	0.80	0.93	1.08	35.5	30.2	26.0
均值							28.5	24.4	21.5
盖世食品	836826.BJ	14.39	20.22	0.32	0.38	0.44	44.8	38.0	32.8

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期；盖世食品盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

市场竞争加剧风险：目前，韩国、日本等境外及外资企业对国内市场已经产生一定的影响，它们在生产管理、质量控制、品牌宣传等方面具有一定的优势。从长远来看，这些优势将逐步显现，促使国内市场竞争加剧。由于中国的劳动力成本的不断攀升，原来在中国境内一些加工行业的外资企业纷纷撤资，转向东南亚一些欠发达地区，而国内行业成本普遍增加，对国内外市场的开拓增加了很大难度。

汇率变动风险：公司产品销售中出口占了较大比重。2023年、2024年，公司出口产品销售收入分别占主营业务收入的49.33%、51.70%。公司出口产品以美元计价为主，汇率的波动将影响公司出口销售的经营业绩。未来人民币汇率若进一步呈现上升趋势，将会对公司出口销售业务带来不利影响。

人工成本上升风险：公司所处的食品制造行业是劳动密集型行业，人工成本占营业成本比例较高。2022年、2023年和2024年公司人工成本分别为3,942万元、4,732万元和6,132万元，分别占当期营业收入的10.84%、9.66%和11.48%。公司业务规模不断扩大，会伴随着员工队伍的迅速扩大和员工薪酬待遇水平的上升，未来可能会对公司的盈利能力产生一定影响。

附录：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	62	45	38	77	营业收入	534	600	678	770
应收票据及账款	59	64	71	76	营业成本	439	490	553	627
预付账款	26	25	24	25	税金及附加	4	4	4	5
其他应收款	1	1	2	2	销售费用	18	20	23	26
存货	79	86	95	106	管理费用	18	20	23	25
其他流动资产	44	45	48	50	研发费用	8	9	10	12
流动资产总计	273	266	278	337	财务费用	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-4	-5	-5
固定资产	208	210	230	243	信用减值损失	0	0	0	0
在建工程	3	22	22	17	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	10	11	12	12	投资收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	3	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	2	3	3	5	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	224	248	269	279	其他收益	7	3	4	5
资产总计	497	514	547	616	营业利润	49	54	63	73
短期借款	39	26	16	36	营业外收入	0	0	0	0
应付票据及账款	56	62	69	77	营业外支出	0	1	1	1
其他流动负债	28	25	28	32	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	122	113	113	146	利润总额	49	53	63	73
长期借款	24	21	17	12	所得税	8	8	10	11
其他非流动负债	5	5	5	5	净利润	41	45	53	62
非流动负债合计	30	26	22	17	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	152	139	136	163	归属母公司股东净利润	41	45	53	62
股本	141	141	141	141	EPS(元)	0.29	0.32	0.38	0.44
资本公积	70	70	71	73					
留存收益	133	163	198	238	主要财务比率				
归属母公司权益	343	373	409	451	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2	2	2	2	成长能力				
股东权益合计	345	375	411	454	营收增长率	9.04%	12.36%	13.03%	13.52%
负债和股东权益合计	497	514	547	616	营业利润增长率	18.65%	9.97%	17.92%	15.79%
					归母净利润增长率	17.79%	9.84%	17.94%	16.03%
					经营现金流增长率	-74.63%	67.23%	13.23%	15.14%
现金流量表 (百万元)					盈利能力				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	毛利率	17.74%	18.29%	18.52%	18.65%
税后经营利润	41	42	49	57	净利率	7.70%	7.52%	7.85%	8.02%
折旧与摊销	18	21	22	25	ROE	11.97%	12.10%	13.01%	13.67%
财务费用	1	2	2	2	ROA	8.27%	8.78%	9.73%	10.01%
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-27	-7	-8	-9	估值倍数				
其他经营现金流	4	3	4	5	P/E	49.23	44.82	38.00	32.75
经营性现金净流量	37	61	70	80	P/S	3.78	3.37	2.98	2.63
投资性现金净流量	-23	-45	-42	-34	P/B	5.89	5.42	4.95	4.48
筹资性现金净流量	-26	-34	-34	-7	股息率	0.69%	0.76%	0.90%	1.04%
现金流量净额	-10	-18	-6	39	EV/EBITDA	22	27	23	20

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存 在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。