

信义山证汇通天下

证券研究报告

盖世食品（836826.BJ）

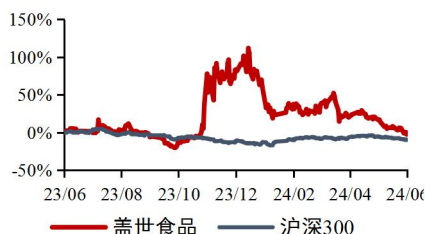
增持-A(首次)

国内凉菜领军者，生产优化+产品创新+渠道拓展助推增长

2024年6月28日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年6月28日

收盘价（元）：	4.82
总股本（亿股）：	1.41
流通股本（亿股）：	0.63
流通市值（亿元）：	3.06

基础数据：2024年3月31日

每股净资产（元）：	2.79
每股资本公积（元）：	0.79
每股未分配利润（元）：	0.87

资料来源：最闻

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

投资要点：

公司专注于凉菜领域，为省级专精特新“小巨人”企业。公司产品矩阵丰富，产研销三方面强化业务链条。**产品端**，公司藻类产品凭借区位优势快速增长，调味裙带菜市占率领先优势有望持续，此外江苏涟水工厂竣工，突破产能瓶颈的同时扩大销售区域。**市场端**，公司B端合同销售在规模和毛利率上仍具优势，B端空间广阔、小B仍具潜力；同时自有品牌销售持续拓展，C端需求有望爆发。2024年，公司先拟设新加坡全资子公司，打造国际市场桥头堡，后拟设立合资子公司进军肉禽领域，建设“盖世肉大厨”品牌，内外兼修、稳步扩张。

核心观点：

➤ **B端连锁化、C端场景拓展共同推动凉菜需求。**根据中国餐饮市场4万亿的市场规模，凉菜空间预计1700亿。凉菜下游客户可分为B端客户和C端客户。**B端方面**，凉菜作为重要的佐餐适合的消费场景广泛，一方面，凉菜能够丰富其原有菜品，提升服务水平；另一方面，凉菜销售能够带来额外的收入，提升整体盈利水平。此外，凉菜在提高上菜速度、减少人员成本上亦具积极影响。**C端方面**，随着家庭旅行、商务出差、居家消费、休闲娱乐等成为餐饮消费的新动因，餐饮消费场景也在无限外延。凉菜生产企业通过工艺升级，推出更加方便、特色化的凉菜产品，突破传统的家庭餐食范畴，延伸到休闲、自助、社交、宴席、礼品等领域，消费场景多元化，多维营销模式同步发展，线上线下融合渠道成大势所趋。

➤ **产研销三方位强化业务链条，国际市场和肉禽领域两步走。**产能扩张上，公司优选江苏建厂扩充产能，2023年已竣工，设计产能将达1.5万吨；**技术创新上**，公司为解决行业痛点形成一系列独有的核心技术，同时在丰富现有研发储备的基础上提前布局检测技术；**新品研发上**，公司不断拓展调味凉菜品类；**渠道拓展上**，公司构建由大客户部、渠道部和新零售部组成的全新国内销售架构，打造新的业绩驱动。**2024年公司内外兼修两步走**，一方面，公司调味裙带菜国内市占率领先，主要品牌包括“盖世”、“山珍源”、“北国之春”、“盖世香”等，多年来与国内外知名企业形成稳定合作，2024年设立合资子公司拟拓展肉禽领域；另一方面公司通过国内外多项质量认证标准，2024年设立新加坡全资子公司打造国际市场桥头堡。

盈利预测、估值分析和投资建议：近年来公司经营状况良好，整体呈现增长趋势。目前公司海外销售占比略高于国内，且以B端核心大客户销售为主，未来经销渠道和新零售渠道有望为公司国内市场业务带来强劲的增长动力，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

海外市场有望持续增长，同时肉禽领域有望贡献业务增量。预计公司 2024-2026 年归母公司净利润 0.47/0.60/0.76 亿元，同比增长 33.7%/29.0%/25.7%，对应 EPS 为 0.33/0.43/0.54 元，PE 为 14.5/11.3/9.0 倍，给予公司“增持-A”评级。

风险提示：质量控制风险；市场竞争加剧风险；汇率变动风险；人工成本上升风险；主要原材料价格波动风险；对外投资相关风险等

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	364	490	600	731	877
YoY(%)	5.6	34.8	22.5	21.7	20.0
净利润(百万元)	32	35	47	60	76
YoY(%)	-24.7	8.1	33.7	29.0	25.7
毛利率(%)	17.6	19.3	18.9	19.0	19.3
EPS(摊薄/元)	0.23	0.25	0.33	0.43	0.54
ROE(%)	10.4	10.9	12.7	14.5	15.8
P/E(倍)	21.0	19.4	14.5	11.3	9.0
P/B(倍)	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
净利率(%)	8.9	7.1	7.8	8.2	8.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 凉菜领域的省级专精特新“小巨人”企业.....	6
1.1 专注凉菜二十余载，股权集中、回购彰显信心.....	6
1.2 凉菜产品矩阵丰富，藻类和菌类调味品占比较大.....	7
1.3 先发优势助力规模壁垒形成，B 端合同销售规模大、毛利高.....	8
2. B 端连锁化、C 端场景拓展共同推动凉菜需求.....	9
2.1 餐饮连锁化率提升促进 B 端餐品工厂化、标准化，提高凉菜需求.....	10
2.2 中小连锁、个体餐饮涌现，小 B 市场仍具潜力.....	11
2.3 快节奏生活刺激 C 端预制需求，佐餐凉菜受青睐.....	13
3. 产研销三方位强化业务链条，国际市场和肉禽领域两步走.....	14
3.1 跨区域扩厂打破产能瓶颈，同时解决原料和运输成本问题.....	14
3.2 三大核心技术直击行业痛点，持续研发巩固业务护城河.....	16
3.3 品牌和渠道优势显著，新品开发+渠道拓展巩固竞争优势.....	19
3.4 内外兼修打造国际市场桥头堡，品类拓展拟进军肉禽领域.....	21
4. 可比公司对比：公司盈利能力稳健.....	22
5. 经营情况、盈利预测与估值评级.....	26
5.1 经营情况：整体呈现增长态势，国内业务进入快车道.....	26
5.2 核心假设、主要财务数据预测、估值与投资评级.....	26
6. 风险提示.....	28

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2024 年一季报）.....	7
图 3：2022 年公司藻类产品收入占比达 46%.....	8
图 4：2023 年公司藻类产品收入占比达 43%.....	8
图 5：2020 年以来公司各销售模式收入占比.....	9
图 6：2023 年公司各销售模式毛利率.....	9

图 7：中国餐饮行业成本占比.....	10
图 8：传统和使用预制食品餐厅成本占总成本比.....	10
图 9：近五年餐饮连锁化率持续提升.....	11
图 10：近十年餐饮相关企业注册量&增速.....	12
图 11：2021-2023 年品牌连锁门店数区间等级分布（占大盘的比例）.....	12
图 12：2023 年不同规模区间的品牌门店数年同比涨幅.....	12
图 13：2021 年用户购买预制食品产品的频次.....	13
图 14：2022 年 7 月中国消费者购买预制食品次数较上一年变化.....	13
图 15：消费者对技术升级的预制食品的消费意愿.....	14
图 16：消费者对技术升级的预制食品的推荐意愿.....	14
图 17：公司菌类产品产能利用率和产销率.....	15
图 18：公司山野菜产品产能利用率和产销率.....	15
图 19：江苏工厂五大优势.....	15
图 20：江苏地理位置优越.....	16
图 21：中国预制食品消费者产品质量问题分布.....	17
图 22：中国预制食品消费者口味还原度评价.....	17
图 23：公司通过多项国内外食品安全认证.....	17
图 24：公司品牌和渠道优势显著.....	19
图 25：“青岛渔博会”公司首发多款产品.....	20
图 26：公司线上商城上新百元以上水产品预制食品和礼盒系列.....	20
图 27：公司经销商和 C 端销售布局领域及领域内标杆企业.....	21
图 28：公司国内外收入规模（万元）及增速.....	21
图 29：公司国内外收入占比.....	21
图 30：公司与可比公司营收规模对比（亿元）.....	24
图 31：公司与可比公司营收增速对比.....	24
图 32：公司与可比公司归母净利润规模对比（万元）.....	25

图 33：公司与可比公司归母净利润增速对比.....	25
图 34：公司与可比公司毛利率对比.....	25
图 35：公司与可比公司加权 ROE 对比.....	25
图 36：公司近年来收入、成本和归母净利润情况.....	26
图 37：2023 年各类产品营业成本及增速.....	26
表 1：公司开胃凉菜产品系列.....	7
表 2：产品生产技术研发课题（截至 2022 年 6 月 17 日）.....	18
表 3：产品检测技术研发课题（截至 2022 年 6 月 17 日）.....	18
表 4：公司及各投资人、股东的投资规模、方式和持股比例.....	22
表 5：公司及各投资人、股东的投资规模、方式和持股比例：(以最终合同签订条款为准).....	22
表 6：行业内主要竞争对手.....	23
表 7：同行业可比公司市场地位与技术实力.....	23
表 8：业务拆分及预测.....	27
表 9：同行业可比公司相对估值情况（截至 2024 年 6 月 28 日）.....	28

1. 凉菜领域的省级专精特新“小巨人”企业

1.1 专注凉菜二十余载，股权集中、回购彰显信心

公司成立于 2002 年，主营业务为海洋食品和食用菌食品等凉菜的研发、生产和销售，是农业产业化国家重点龙头企业、国家高新技术企业、辽宁省专精特新“小巨人”企业，荣获多项奖项，致力于打造中国产业化预制开胃凉菜领导品牌。

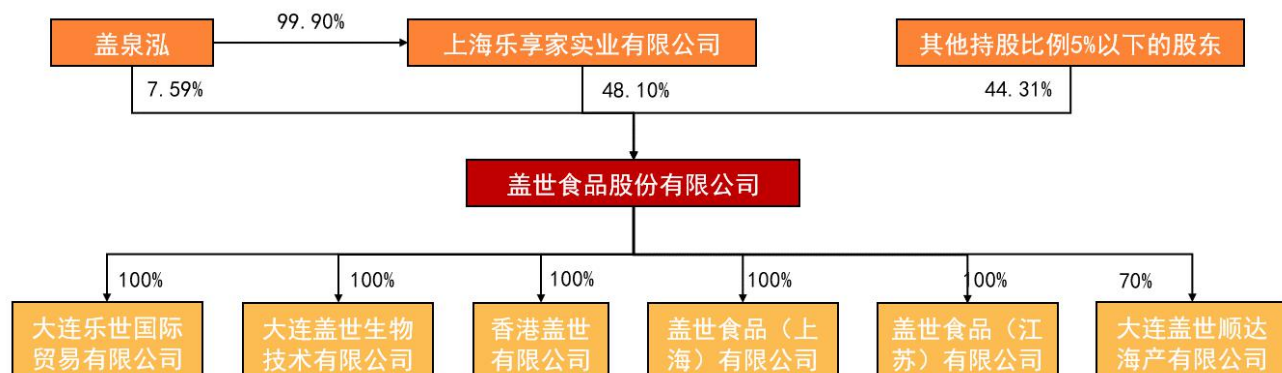
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司股权集中，盖泉泓为实际控制人。截至 2024 年 3 月 31 日，上海乐享家实业有限公司直接持有公司 48.10% 的股份，为公司控股股东；盖泉泓合计持有公司 55.64% 的股份，为公司实际控制人。2023 年 4 月 21 日至 2024 年 4 月 20 日期间，公司回购股份用于股权激励，彰显公司对未来发展前景的信心以及对公司价值的认可。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年一季报）

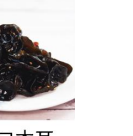


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 凉菜产品矩阵丰富，藻类和菌类调味品占比较大

经过二十余年的发展和积累，公司在凉菜领域形成丰富的产品矩阵。按照产品属性划分，公司凉菜产品主要包括海洋蔬菜类、营养菌菇类、海洋珍味类、健康素菜类、缤纷鱼子类、海藻食材类六大系列凉菜产品，其中藻类和菌类产品营收占比较高，2023 年营收占比分别达 42.81%和 17.62%，较 2022 年占比分别下降 3.58 和 4.58 个百分点，而鱼子类产品 2023 年营收占比从 2022 年的 14.82%提升至 2023 年的 21.85%；按照加工方式划分，公司产品包括调味品类、干品类、冻品类、盐渍类产品，其中 2017~2021 年调味品类营收占比维持在 80%以上，为公司产品主要加工方式。

表 1：公司开胃凉菜产品系列

产品系列	营收占比 (2023 年)	代表产品
海洋蔬菜类	42.81%	 海藻沙拉  美人唇  爽口海带  调味羊栖菜  调味海茸  调味麒麟菜
营养菌菇类	17.62%	 调味杏鲍菇（红油）  调味杏鲍菇（葱油）  调味杏鲍菇（香辣）  调味杏鲍菇（黑胡椒）  爽口木耳（酸甜）  爽口木耳（芥末）  爽口木耳（麻辣）

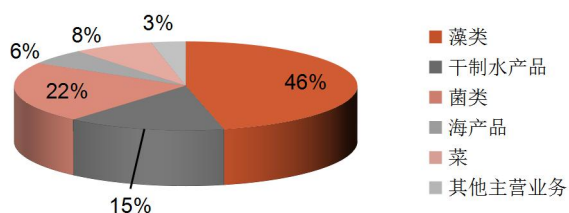
产品系列	营收占比 (2023 年)	代表产品
缤纷鱼子类	21.85%	 调味飞鱼子  调味多春鱼子  明太鱼子条  明太鱼子酱
海洋珍味类	7.93%	 鲜拌活辽参  麻辣蚬子  香辣Q弹鱼皮  藤椒Q弹鱼皮  芥末章鱼(熟)  芥末章鱼(熟)
健康素菜类	6.61%	 调味豆腐丝(藤椒)  麻辣豆芽  鲜菇烤麸  芝麻菠菜  什锦泡菜  爽口萝卜  调味高菜  三色花生

资料来源：公司官网，Wind，山西证券研究所

1.3 先发优势助力规模壁垒形成，B 端合同销售规模大、毛利高

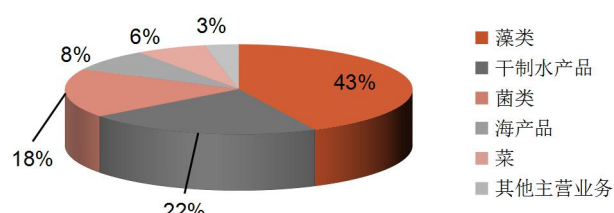
业务和资本先发优势助力公司业务规模扩张。业务上，公司凭借旅顺工厂区域优势打造“调味裙带菜”明星单品，在“调味裙带菜”领域市占率领先，根据中国藻业协会 2022 年 2 月 10 日出具的《证明》，公司“调味裙带菜”2021 年度全国市场占有率达 36.19%，排名第一；同时荣获多项荣誉，2023 年 3 月，公司上榜“胡润中国预制食品生产企业百强榜”，2023 年 8 月公司海藻沙拉夺得“2023 中国预制凉菜品类冠军”、金汤东北酸菜鱼斩获“2023 年度新锐预制食品奖”，同时成为辽宁省首批预制食品生产示范推广基地。资本上，公司是餐供凉菜领军企业，具备一定的稀缺性和先发优势。

图 3：2022 年公司藻类产品收入占比达 46%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：2023 年公司藻类产品收入占比达 43%

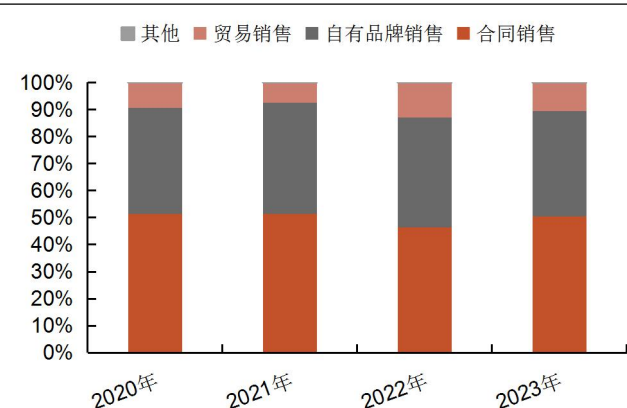


资料来源：Wind，山西证券研究所

合同销售仍占主导，规模稳定、毛利率高。公司销售模式主要为合同销售、自有品牌销

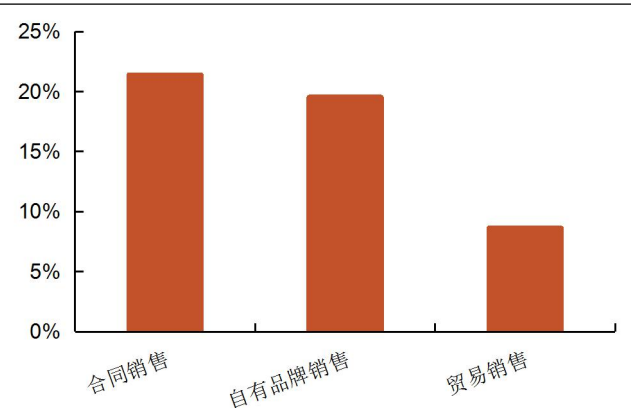
售、贸易销售。合同生产销售模式下，公司根据客户需求特点，通过系统的市场调研与研发，向客户提供产品定位、配方研究及成品生产等全流程服务，2023 年销售收入占比达 50.43%，毛利率达 21.39%；自有品牌销售模式下，公司向餐饮企业直接销售，通过食品经销商销售，以及通过天猫、淘宝、京东等电商平台旗舰店向终端网购消费者销售自有品牌产品，2023 年销售收入占比达 38.95%，毛利率达 19.53%；贸易销售模式下，公司主要通过购买产品后直接销售或简单包装后对外销售，2023 年销售收入占比仅达 10.61%，毛利率达 8.62%。2020 年以来，除 2022 年受疫情影响，下游 B 端餐饮业承压，合同销售占比仅达 46.41%之外，其余年份公司合同销售占比均达 50%以上。

图 5：2020 年以来公司各销售模式收入占比



资料来源：盖世食品 2020~2023 年年度报告，山西证券研究所

图 6：2023 年公司各销售模式毛利率



资料来源：盖世食品 2023 年年度报告，山西证券研究所

2. B 端连锁化、C 端场景拓展共同推动凉菜需求

据公司公告投资者关系活动记录表信息，根据中国餐饮市场 4 万亿的市场规模，凉菜空间预计 1700 亿。凉菜下游客户可分为 B 端客户和 C 端客户。

B 端方面，凉菜作为重要的佐餐适合的消费场景广泛，除了适合中式连锁餐饮、火锅、夜市大排档外，在 KTV、酒吧等消费场所，也很受欢迎。大型连锁餐饮和饭店统一采购开胃凉菜具备多重优势：①凉菜加工企业会批量采购原材料，在食材采购、物流运输上具有更强的议价权，具备规模效应，有效降低原材料成本；②凉菜加工企业原材料周转要好于单个餐厅，冷藏及物流运输更有保障，食材更加新鲜安全；③凉菜加工企业标准化的生产流程保证

菜品口味稳定；④减少后厨所需人员，避免专设凉菜操作间，在降低成本的同时，避免了繁琐的食材处理过程，使餐厅集中资源和精力打造独家菜品，凸显餐厅特色；⑤凉菜加工企业可以解决餐饮门店手工分散制作凉菜，导致微生物容易超标，甚至中毒的食品安全风险。

C 端方面，随着家庭旅行、商务出差、居家消费、休闲娱乐等成为餐饮消费的新动因，餐饮消费场景也在无限外延。凉菜生产企业通过工艺升级，推出更加方便、特色化的凉菜产品。凉菜突破传统的家庭餐食范畴，延伸到休闲、自助、社交、宴席、礼品等领域，消费场景多元化，多维营销模式同步发展，线上线下融合渠道成大势所趋。

2.1 餐饮连锁化率提升促进 B 端餐品工厂化、标准化，提高凉菜需求

餐饮企业降本增效推动餐品工厂化。根据艾媒咨询数据，原材料进货成本在中国餐饮行业成本中占比达 41.8%，其次人力成本占比达 21.3%，原材料加工环节提质增效迫在眉睫；使用预制食品虽然食材成本占比由 34%增长至 40%，但人工成本、房屋租赁成本、能源杂费占比分别由 8.4%、5.2%、2.1%降低至 4.3%、3.3%、1.1%，1 单位成本所获利润较传统餐厅提升 2.5%。

图 7：中国餐饮行业成本占比

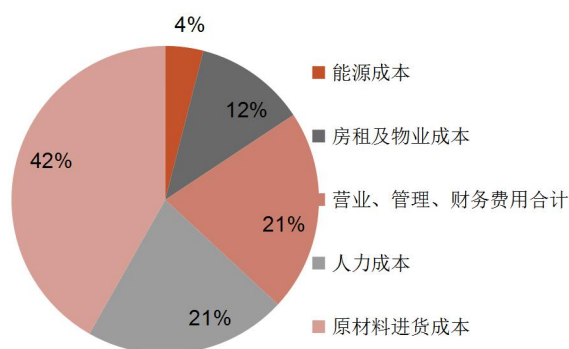
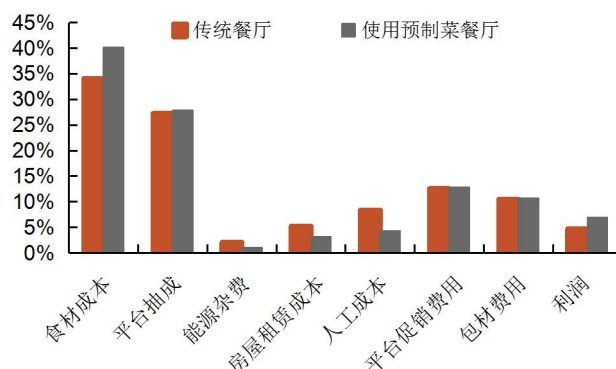


图 8：传统和使用预制食品餐厅成本占总成本比



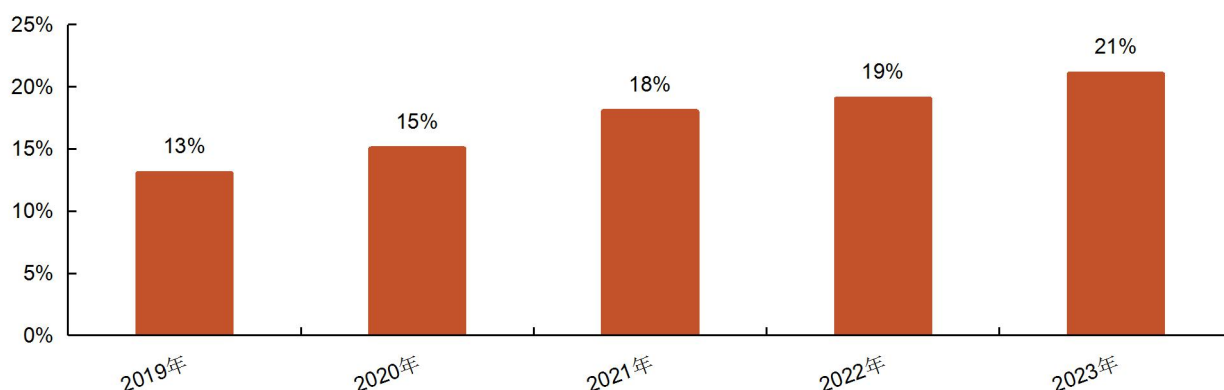
资料来源：艾媒咨询《2022 年预制菜产业品质升级专题研究报告》，国家统计局，中国餐饮协会，艾媒数据中心，山西证券研究所

资料来源：艾媒咨询《2022 年预制菜产业品质升级专题研究报告》，国家统计局，中国餐饮协会，艾媒数据中心，山西证券研究所

餐饮连锁化率稳步提升至 20% 以上，推动餐品标准化率提高。近年来我国餐饮连锁化程度不断提高，根据美团数据显示，我国餐饮连锁化率由 2020 年的 15% 逐步提升，2023 年我国餐饮连锁化率进一步提升至 21%，连锁餐饮未来发展空间广阔。随着餐饮企业连锁化率不

断提升，预制食品市场需求逐步规模化。

图 9：近五年餐饮连锁化率持续提升



资料来源：美团《2024 中国餐饮加盟行业白皮书》，美团新餐饮研究院，山西证券研究所

凉菜作为预制化程度较高的菜品在提高连锁餐饮经营效率的同时，可以提升客户满意度并增加收入。凉菜在上菜速度上、人员成本上具备极大的优势；同时也是重要的佐餐配置，是餐桌上不可或缺的一部分，丰富菜品品类，增加收入来源；部分餐饮企业通过为顾客提供免费佐餐凉菜，一方面可以中和口感，另一方面提升服务满意度。

2.2 中小连锁、个体餐饮涌现，小 B 市场仍具潜力

中小连锁、个体餐饮的人员配置及后厨空间等方面弱于大型连锁，所以凉菜等品类的菜品需要工厂化的餐品来补足，而且需求较为强烈。

B 端企业数持续增长、分散度较高。企查查数据显示，我国餐饮相关企业注册量呈持续正增长态势，截至 2024 年 1 月 4 日我国现存餐饮相关企业 1572.88 万家，2021 年、2022 年、2023 年我国餐饮相关企业注册量分别为 320.93 万家、330.08 万家、410.11 万家，同比增长 30.83%、2.85%、24.24%。

图 10：近十年餐饮相关企业注册量&增速

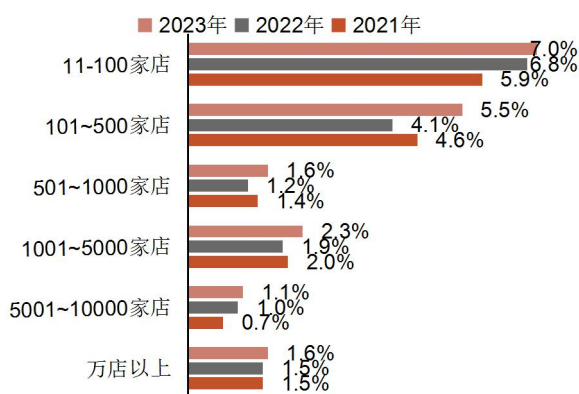


资料来源：企查查，山西证券研究所

注：1、仅统计企业名称、品牌产品、经营范围含餐饮的企业；2、统计时间为 2024 年 1 月 4 日

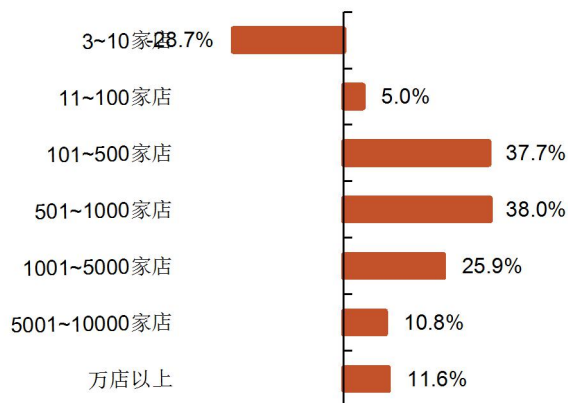
中小连锁餐饮企业占比较高、增速更快。大量中小餐饮企业涌现，百店以下连锁品牌门店数增速较快、占比提升显著，据美团数据，2022 年百店以内连锁品牌门店数占比达 9.6%，较 2020 年的 4.7%提升显著。其中，3~10 家店的连锁品牌门店数 2022 年同比增长 40%，11~100 家店的连锁品牌门店数 2022 年同比增长 15%。

图 11：2021-2023 年品牌连锁门店数区间等级分布（占大盘的比例）



资料来源：美团《2023 中国餐饮加盟行业白皮书》，美团新餐饮研究院，山西证券研究所

图 12：2023 年不同规模区间的品牌门店数年同比涨幅

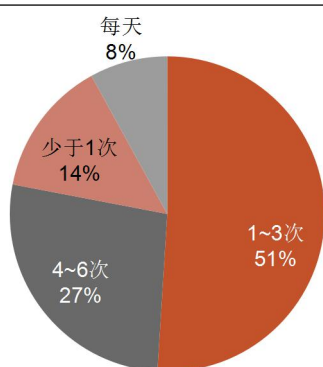


资料来源：美团《2023 中国餐饮加盟行业白皮书》，美团新餐饮研究院，山西证券研究所

2.3 快节奏生活刺激 C 端预制需求，佐餐凉菜受青睐

2.3 快节奏生活催化预制食品 C 端消费增长。同时，随着中国人口结构变化、“一人户”家庭数增多、社会工作节奏加快，预制食品由于出餐速度较快广受欢迎。根据艾媒咨询，2022 年 7 月，51.8%的中国预制食品消费者表示购买预制食品次数增多；71.7%预制食品消费者出于方便快捷原因购买预制食品。

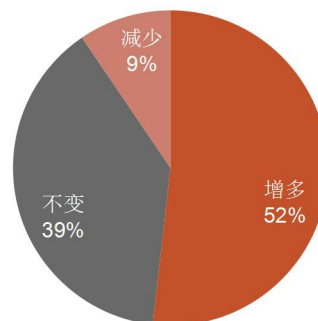
图 13：2021 年用户购买预制食品产品的频次



资料来源：艾媒咨询《2021 年中国预制菜行业分析报告》，艾媒数据中心，山西证券研究所

注：数据为调研数据，样本来源为草莓派数据调查与计算系统（Strawberry Pie），样本量 N=1452，调研时间为 2021 年 8 月

图 14：2022 年 7 月中国消费者购买预制食品次数较上一年变化



资料来源：艾媒咨询《2022 年预制菜产业品质升级专题研究报告》，艾媒数据中心，山西证券研究所

注：样本来源为草莓派数据调查与计算系统（Strawberry Pie），样本量 N=1452，调研时间为 2022 年 7 月

技术升级有助于消费者购买意愿提升。根据艾媒咨询，对于技术升级类预制食品，消费者的消费意愿和推荐意愿均较高，2022 年 7 月，47.5%的消费者愿意以高于现在购买产品单价金额的 1%-20%的价格购买技术升级的预制食品，56.7%的消费者愿意推荐技术升级的预制食品。

图 15：消费者对技术升级的预制食品的消费意愿

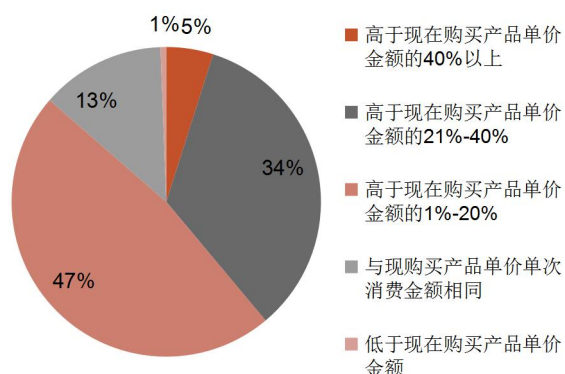
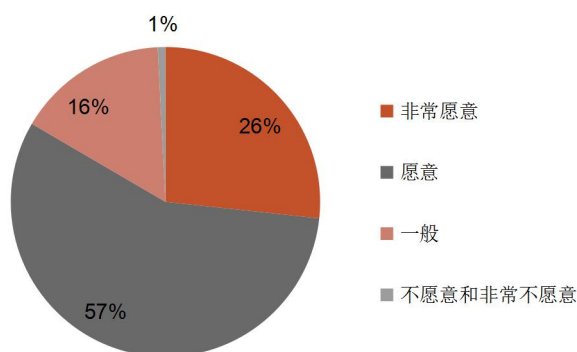


图 16：消费者对技术升级的预制食品的推荐意愿



资料来源：艾媒咨询《2022 年预制菜产业品质升级专题研究报告》，艾媒数据中心，山西证券研究所

资料来源：艾媒咨询《2022 年预制菜产业品质升级专题研究报告》，艾媒数据中心，山西证券研究所

注：数据为调研数据，样本来源：草莓派数据调查与计算系统(survey.llmedla.cn)，样本量：N=1452，调研时间：2022 年 7 月

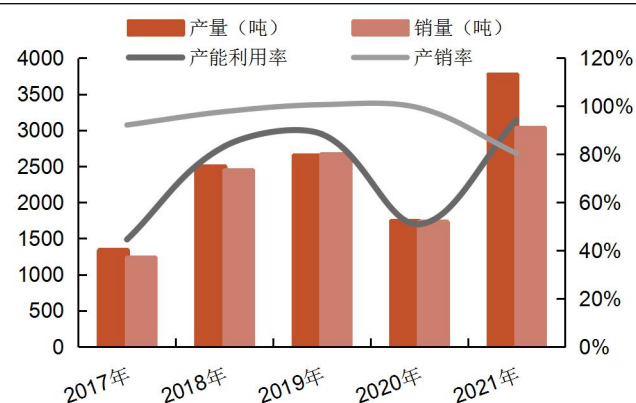
佐餐凉菜除了制作简便，较清爽的口感也受到青睐。生产企业通过工艺升级，推出更加方便、特色化的凉菜产品。凉菜突破传统的家庭餐食范畴，延伸到休闲、自助、社交、宴席、礼品等领域，消费场景多元化。

3. 产研销三方位强化业务链条，国际市场和肉禽领域两步走

3.1 跨区域扩厂打破产能瓶颈，同时解决原料和运输成本问题

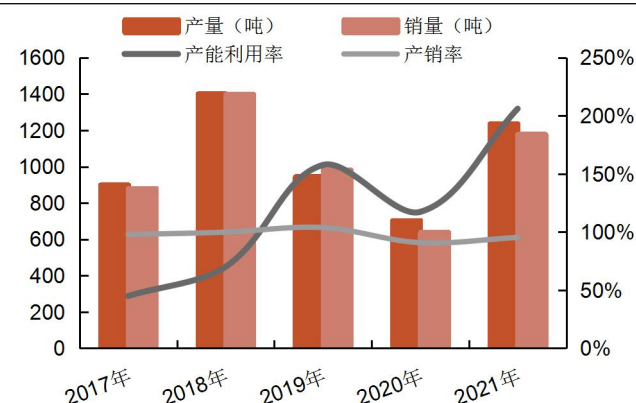
公司菌类和山野菜产能利用率维持高位。除藻类调味凉菜外，公司产品矩阵不断丰富，销售体量不断增长，产能难以满足公司生产需求。2019 年公司菌类和山野菜合计产能达 3,600 吨，其中菌类产能达 3,000 吨，山野菜产能达 600 吨，2018~2019 年公司菌类和山野菜产能利用率均超过 100%；2020 年，公司菌类产能扩张至 4,000 吨，产能瓶颈得以缓解，但产能利用率仍处于高位。

图 17：公司菌类产品产能利用率和产销率



资料来源：盖世食品公开发行说明书，盖世食品募集说明书（修订稿），山西证券研究所

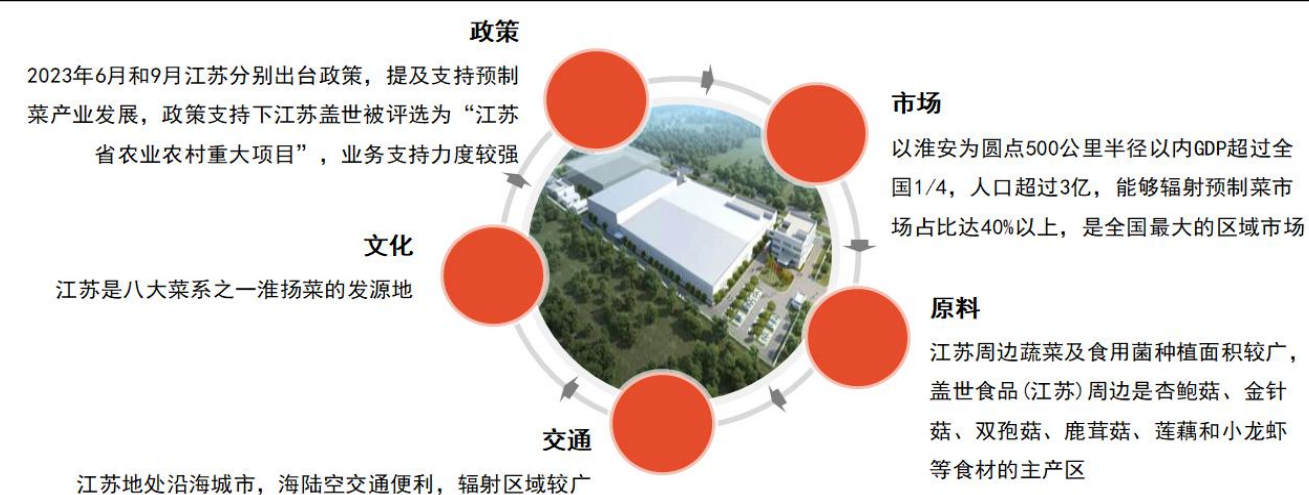
图 18：公司山野菜产品产能利用率和产销率



资料来源：盖世食品公开发行说明书，盖世食品募集说明书（修订稿），山西证券研究所

为解决产能问题，公司从政策、文化、交通、原料、市场五个方面优选江苏建厂扩充产能。江苏工厂建成后公司产品能够进一步辐射山东、江苏、安徽、上海、浙江等华东地区，上述地区的预制食品市场占比达到 32%，是全国预制食品最大的区域市场。

图 19：江苏工厂五大优势

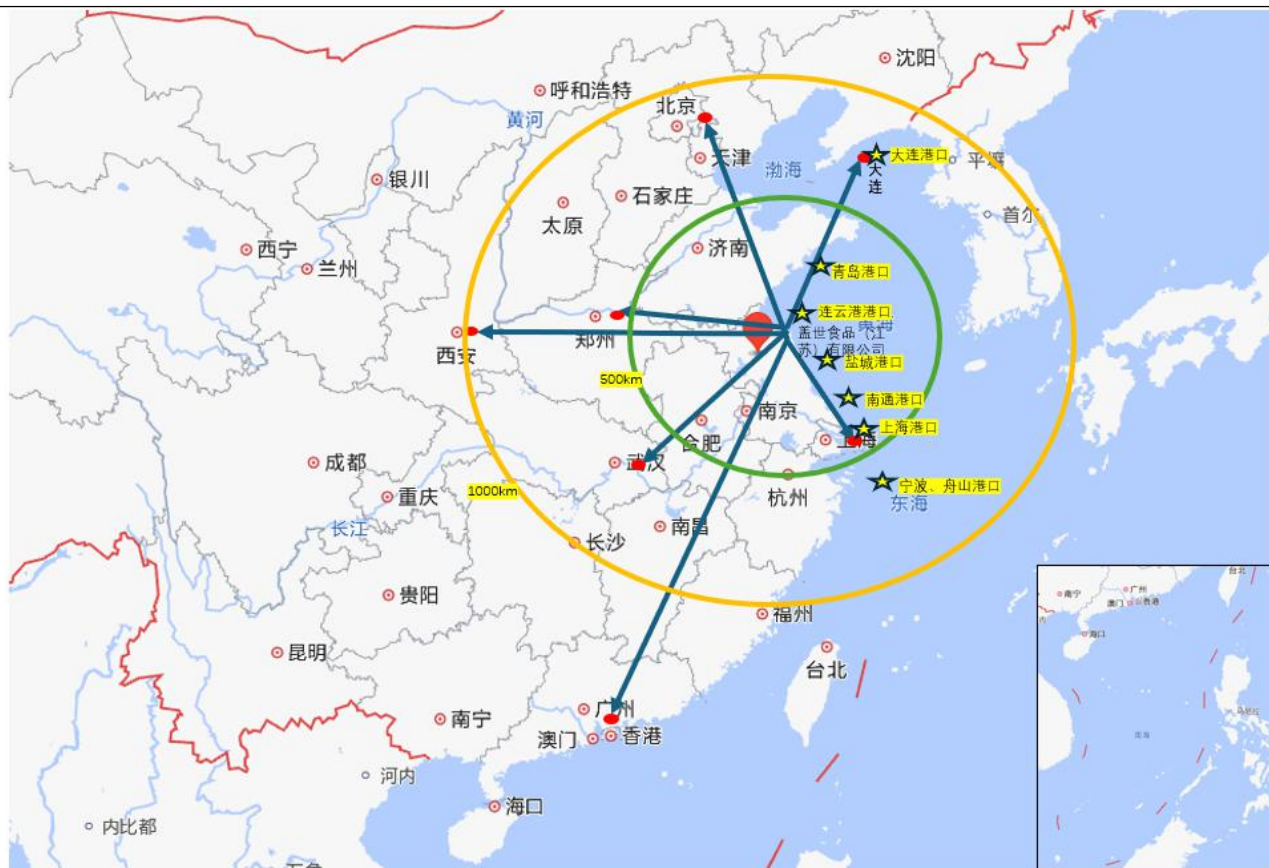


资料来源：江苏省人民政府，公司官网，山西证券研究所

智能化升级后工厂设计产能将达 1.5 万吨，缓解杏鲍菇和海藻的产能问题。盖世食品（江苏）有限公司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、销售中心，一期投入 1.8 亿元，占地面积达 2.5 万平方米，产线包括杏鲍菇产线和海

藻等。江苏工厂智能化升级后工厂设计产能达 1.5 万吨，于 2023 年完成竣工验收，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，目前产销量仍在爬坡阶段。

图 20：江苏地理位置优越

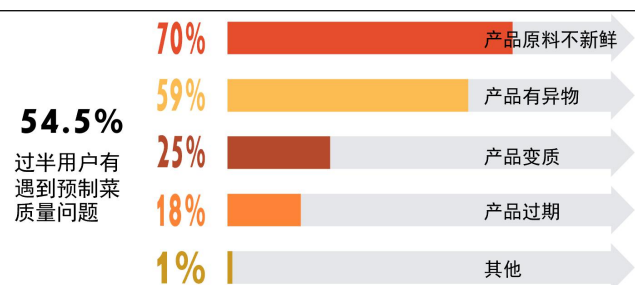


资料来源：公司 2022 年半年报，山西证券研究所

3.2 三大核心技术直击行业痛点，持续研发巩固业务护城河

目前产业在食品安全、质量、口味、成本等方面存在痛点。根据艾媒咨询，过半消费者有遇到预制食品质量问题，其中大部分为产品原料不新鲜和产品有异物；其次，47.5%的消费者认为预制食品口味还原度低，食用体验不及预期，其中味道和口感获得较高关注，58.9%的消费者还关注色泽。

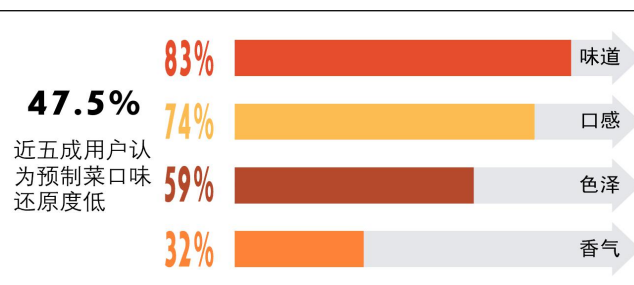
图 21：中国预制食品消费者产品质量问题分布



资料来源：艾媒咨询《2022 年预制菜产业品质升级专题研究报告》，艾媒数据中心，山西证券研究所

注：数据为调研数据，样本来源：草莓派数据调查与计算系统(survey.llmedla.cn)，样本量：N=1452，调研时间：2022 年 7 月

图 22：中国预制食品消费者口味还原度评价



资料来源：艾媒咨询《2022 年预制菜产业品质升级专题研究报告》，艾媒数据中心，山西证券研究所

公司具备一定的技术优势。公司具备完善的研发体系，公司研发团队分为国内、日本、欧美三个部门，通过自主研发、引进海外团队，消化和进一步改造升级国内外先进技术的同时，与大连工业大学、国家农产品加工技术研发中心、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。经过多年发展，公司通过多项国内外食品安全认证，不断巩固技术壁垒。

图 23：公司通过多项国内外食品安全认证



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司形成一系列核心技术解决行业痛点。(1) 预制凉菜智能制造及高值化技术解决成本痛点，预制凉菜智能制造及高值化技术采用芯片、传感器和信息采集端口，预制凉菜关键质量安全参数和生产参数实时传输，并运算，替代人工修正功能，达到最优参数组合加工，可将原材料利用率提高 10%以上，每条产线产能达到 3 吨/小时，提升生产效率的同时降低二次污染。(2) 预制凉菜质量安全标准化控制技术解决安全和质量痛点，餐饮凉菜安全风险非常

高，微生物超标 50%，极易引起食品中毒事件，政府监管难度大，公司起草的《预制凉菜》行业标准解决预制凉菜没有统一国家行业标准的难题，其他技术创新点包含有质量安全预测技术、新型减菌技术等；此外，公司建立了国内外 ISO9001、HACCP、BRC、FDA、欧盟水产等多体系、多认证融合的质量安全控制系统。（3）预制凉菜高效锁鲜和还原技术解决口味还原度痛点，快速加工速冻保鲜技术、复合保鲜抑菌技术、新型高阻隔高强度复合包装保鲜技术保障凉菜预制后拥有 90%以上还原度的同时，降低能耗一半以上，将实际应用保质期延长 3-10 天，满足餐饮多频次小分量使用要求。

表 2：产品生产技术研发课题（截至 2022 年 6 月 17 日）

研究方向	研究内容	技术特点	主要对应产品	预计完成时间
连锁餐饮凉菜高标准预制技术	凉菜预制高转化率研究	高转化率、方便性	新型海藻预制凉菜、新型食用菌预制凉菜、新型蔬菜预制凉菜、新型水产品预制凉菜等	2023.12.31
	凉菜包装及应用方便性研究		新型海藻预制凉菜、新型食用菌预制凉菜、新型蔬菜预制凉菜、新型水产品预制凉菜等	2024.07.01
凉菜预制规模化智能加工技术研究	凉菜预制质量安全研究	规模化、智能化	海藻预制凉菜、食用菌预制凉菜、蔬菜预制凉菜、水产品预制凉菜等	2023.07.01
	凉菜预制规模化技术		海藻预制凉菜、食用菌预制凉菜、蔬菜预制凉菜、水产品预制凉菜等	2023.12.31
	凉菜预制智能设备和软件配套研发		海藻预制凉菜、食用菌预制凉菜、蔬菜预制凉菜、水产品预制凉菜等	2023.12.31
高端凉菜预制技术	鱼子酱及鱼子系列高端预制凉菜研发	鲜品化，高营养保留	新型鱼子酱及鱼子预制凉菜	2024.12.31
	鲜海参和鲍鱼高端预制凉菜研发		鲜拌海参、鲜拌鲍鱼	2023.07.12

资料来源：2022 年 6 月 23 日盖世食品及中国银河证券关于第一轮问询的回复，山西证券研究所

公司在丰富现有研发储备的基础上提前布局行业前沿领域研发。公司 2022 年募资投入研发及检测中心建设项目，项目在现有技术迭代升级的基础上，将通过购置先进试验检测设备和扩大检测人员规模，提升公司产品检测试验能力，采用更加科学和多样化的检测手段保障产品的质量安全，形成一定的市场先入优势。

表 3：产品检测技术研发课题（截至 2022 年 6 月 17 日）

方向	研究项目	研究内容	技术特点	预计完成时间
预制凉菜质量安全	预制凉菜质量安全检测和控制技术	根据国家法律法规和标准建立基本检测技术、检测设备、设施和软件的建设、新检测和控制技术的研发	达到国际水平可研究新的领域	2023.07.01
预制凉菜标准	预制凉菜高质量标准的研究	手工凉菜及行业现状研究、通用指标研发、高质量指标表征研究凉菜	填补国家和行业空白解决行业关键技术难题	2023.12.31

资料来源：2022 年 6 月 23 日盖世食品及中国银河证券关于第一轮问询的回复，山西证券研究所

3.3 品牌和渠道优势显著，新品开发+渠道拓展巩固竞争优势

公司品牌和渠道优势显著。自成立以来，公司一直以先进的生产技术、高质量的产品、优质的服务与国内外的客户建立起长期的合作关系，在客户中树立起良好的品牌形象。公司是我国国家农业产业化重点龙头企业、国家食用菌加工技术研发分中心、全国农产品加工示范企业。公司主要品牌包括“盖世”、“山珍源”、“北国之春”、“盖世香”等，在食用菌和海藻类加工领域享有较高的知名度，“盖世”商标被认定为辽宁省著名商标。公司拥有国内外多个国家和地区的产品销售渠道，销售覆盖世界 60 多个国家和地区，赢得全球 300 多个合作伙伴的信赖，是国内 1000 多家店铺的选择，拥有 20 多年出口品质，消费者和渠道商对公司品牌形成了一定的认知，公司的品牌具有较强的知名度。

图 24：公司品牌和渠道优势显著



资料来源：公司官网，山西证券研究所

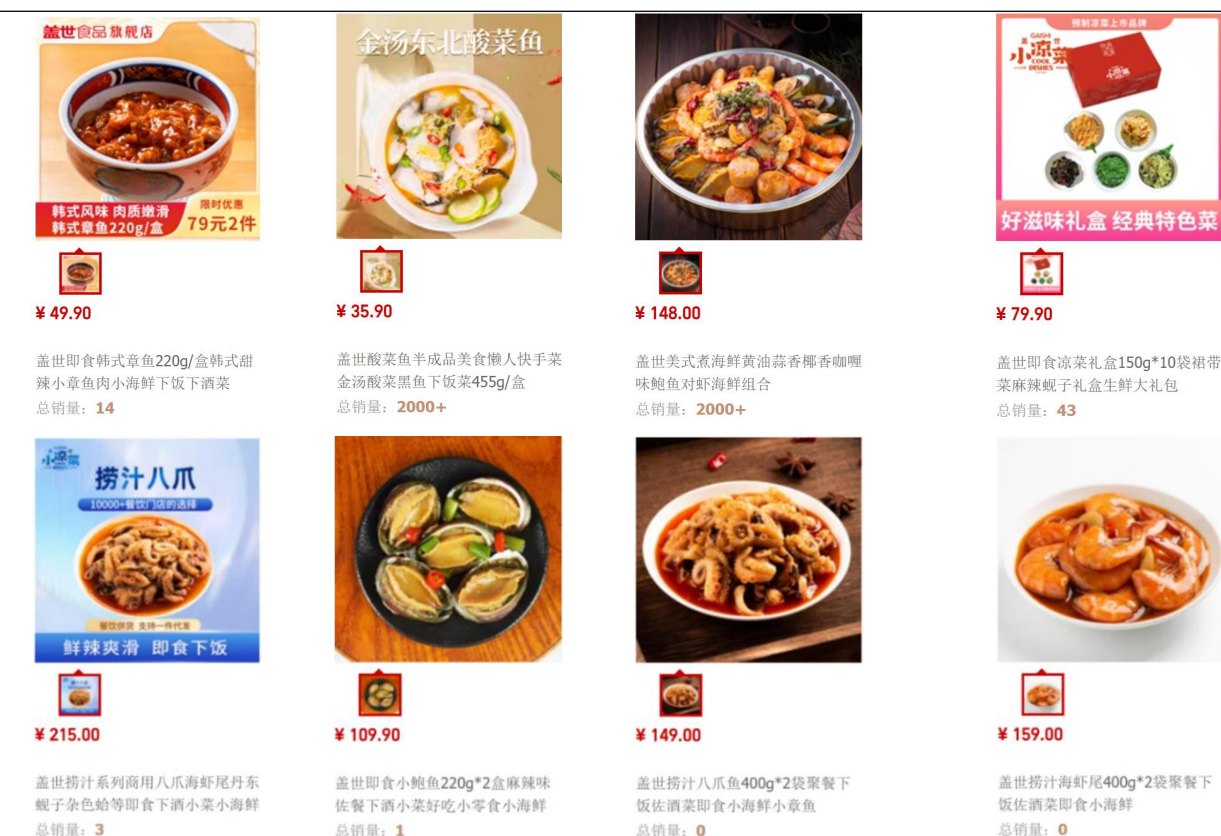
公司不断拓展新品类。在 2023 年 10 月“青岛渔博会”上，公司首发多款新品，包括南极磷虾刺身、鱼籽块沙拉、希鲮鱼子、油醋脆藕、油焖金钱菇等。此外，线上商城上线百元以上海珍味食品。根据公司天猫和京东线上商城商品列示情况来看，除传统的水产开胃凉菜外，公司新推出多款百元以上水产品预制食品，包括金汤东北酸菜鱼，美式煮海鲜，捞汁八爪鱼、海虾尾，即食小鲍鱼，韩式章鱼等，百元以下预制凉菜系列纳入八爪鱼品类，麻辣小八爪鱼在京东线上商城销售。此外，公司还推出礼盒装，拓展团餐、个人等小 B 和 C 端客户。

图 25：“青岛渔博会”公司首发多款产品



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 26：公司线上商城上新百元以上水产品预制食品和礼盒系列



资料来源：公司天猫商城，山西证券研究所

公司销售渠道不断丰富，稳固大 B 的同时向小 B 拓展。公司在继续与 B 端核心客户群体保持稳定紧密合作的基础上，重点布局经销商体系建设，加大电商、短视频、直播等线上新

媒体渠道的投入，构建由大客户部、渠道部和新零售部，组成的全新国内销售架构，销售渠道向小 B 拓展打造新的业绩驱动。2023 年 10 月，公司与与益海嘉里金龙鱼在青岛签订战略合作协议；2023 年 11 月，公司正式入驻盒马 APP，线上渠道进一步拓展。

图 27：公司经销商和 C 端销售布局领域及领域内标杆企业

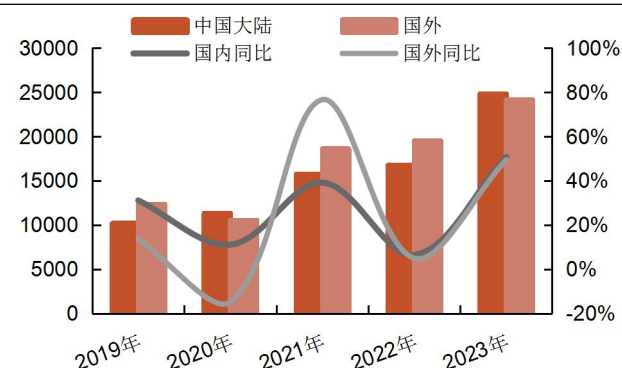
	小B（经销商体系）	C端
线下	传统经销商	大型标杆超市 盒马 鲜·美·生活
		连锁便利店
线上	抖音直播	传统电商
	快手	京东 天猫 Tmall.com
	小红书	新媒体电商
	餐饮媒体合作	抖音 小红书 哔哩哔哩

资料来源：2022 年 4 月 2 日盖世食品投资者关系活动记录临时公告，2023 年 12 月 16 日盖世食品投资者关系活动记录临时公告，山西证券研究所

3.4 内外兼修打造国际市场桥头堡，品类拓展拟进军肉禽领域

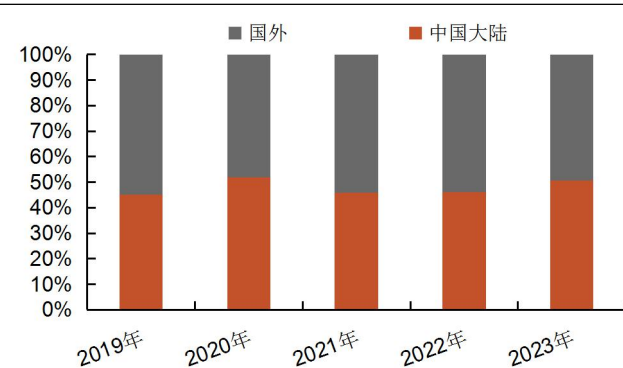
公司海外业务发展稳健，国内市场进入快车道。公司国内外业务占比基本为 1:1，近年来随着国内市场的逐步成熟，国内业务增速快速提升，2023 年公司国内外收入规模分别达 2.48 和 2.42 亿元，近三年复合增速分别达 29.87%和 31.84%。

图 28：公司国内外收入规模（万元）及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：公司国内外收入占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

对外投资设立新加坡全资子公司，内外兼修打造国际市场桥头堡。2024 年 1 月 25 日，

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，提高服务质量与效率，提升公司的国际竞争力，扩大海外市场占有率，完善公司业务布局，公司对外投资设立新加坡全资子公司，助力公司国际市场进一步拓展。

表 4：公司及各投资人、股东的投资规模、方式和持股比例

投资人名称	出资额或投资金额	出资方式	认缴/实缴	出资比例或持股比例
盖世食品股份有限公司	300 万	现金（新币）	认缴	100%

资料来源：2024 年 1 月 25 日《盖世食品:对外投资设立新加坡全资子公司的公告》，山西证券研究所

成立合资公司拓展肉禽业务，拟新设“盖世肉大厨”产品品牌。2024 年 4 月 22 日，公司补发《盖世食品：关于关于拟对外投资设立子公司的公告》，拟联合凯宇星辉、金桥食品成立合资企业，将以“盖世肉大厨”（以工商注册为准）为产品品牌，以肉类食品加工及销售为主业，聚焦牛肉、羊肉类的原料贸易、初加工品、调理制品、预制菜品等的加工及销售业务，拓展国内外上下游进销货渠道及大宗贸易、经销商、餐饮供应链、餐饮直供等线上线下并行的业务渠道，进一步将公司业务从预制蔬菜和预制水产拓展至预制肉禽领域。

表 5：公司及各投资人、股东的投资规模、方式和持股比例：(以最终合同签订条款为准)

投资人名称	出资额或投资金额	出资方式	认缴/实缴	出资比例或持股比例
盖世食品股份有限公司	510 万元	现金	认缴	51%
辽宁凯宇星辉实业集团有限公司	400 万元	现金	认缴	40%
金桥食品（大连）有限公司	90 万元	现金	认缴	9%

资料来源：2024 年 4 月 22 日《盖世食品:关于关于拟对外投资设立子公司的公告(补发)》，山西证券研究所

4. 可比公司对比：公司盈利能力稳健

目前凉菜行业从业企业数量较多，但企业规模普遍较小，基本为非上市公司。公司行业内主要竞争对手包括大连浩和食品有限公司、时代海洋食品（大连）有限公司、大连海宝食品有限公司、承德森源绿色食品有限公司、江苏绿雅食品有限公司、山东美佳集团有限公司等，其中大连海宝食品有限公司的三板挂牌公开转让申请于 2024 年 2 月 7 日获得批准，并于 2024 年 2 月 8 日起挂牌。

表 6：行业内主要竞争对手

企业名称	所在地	主营业务	主要客户类型	行业地位
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	餐饮连锁企业和食品生产销售企业	细分行业领先
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		
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		
承德森源绿色食品有限公司	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 2022 年度向特定对象发行股票募集说明书(注册稿)，山西证券研究所

注：上述主要竞争对手简要情况摘自其各自的公司网站及网络公开信息

公司可比上市公司包括海欣食品、安井食品、惠发食品、味知香、三全食品、天味食品等。公司与可比上市公司均属农副食品加工行业，主要产品均为冷冻食品或速冻食品，具有“为餐饮企业或餐饮供应链企业供货的 B 端品牌食品供应商”或相似的企业定位。

表 7：同行业可比公司市场地位与技术实力

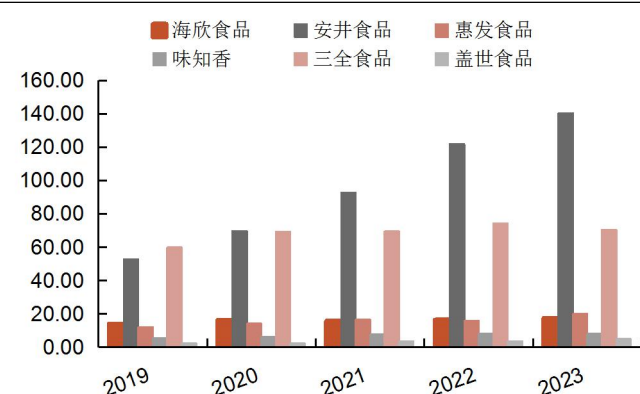
公司简称	市场地位	技术实力	2023 年研发支出（万元）
海欣食品	海欣食品是一家具有百年历史传承的国家农业产业化重点龙头企业，致力于用现代科技改造传统海产品加工业，先后获得“高新技术企业”“福州市现代农业技术创新基地”、“全国农产品加工业示范企业”和“国家鱼糜制品加工技术研发分中心”等认定	2019 年全年共申请省市科技项目 3 项，申请海洋示范项目 3 个，平台类 1 项，补助奖励类 3 项	1,620.02
安井食品	安井食品是一家国内较具影响力和知名度的速冻食品生产企业，荣获了“国家级企业技术中心”、“农业产业化国家重点龙头企业”和“全国主食加工业示范企业”、“福建省海洋产业龙头企业”等多项殊荣	已被选为鱼糜行业“十二五”科技部国家科技支撑项目《海洋水产食品加工技术研发与产业化示范》的子项目《低值海产蛋白的重组加工与高值化利用》的承办单位	9,447.08
惠发食品	惠发食品已成为国内大型速冻调理肉制品生产基地，荣获“国家安全生产标准化一级示范企业”、“中国农产品市场畅销品牌”、“高新技术企业”、“山东省农业产业化重点龙头企业”、“中国(青海)国际清真食品及用品展览优秀企业”等多项荣誉称号	通过与南京农业大学、山东农业大学等顶尖团队的紧密合作，不断加强肉丸制品行业标准的完善，推动提升行业创新能力	5,555.92
味知香	公司深耕半成品菜行业，是集菜品研发、生产、销售为一体的食品加工企业，在行业中处于领先地位，先后被授予多项荣誉称号，是中国肉类协会副会长单位，2017 年，公司被农业部授予“全国主食加工业示范企业”称号	公司共拥有 12 项实用新型专利及 2 项外观设计专利，大大提升了公司的生产效率，此外，公司为江南大学的一级博士生实践点，与江南大学建立了长期友好的学术及技术合作关系，并不断根据市场需求进行创新研发，并掌握了发酵菌体培养及生产所需技术	383.39
三全食品	公司是国内首家速冻面食食品企业，始终致力于速冻和冷藏面食制品、速冻和冷藏调制食品等多种产品的研发、制造与销售，致力于成为“餐桌美食供应商的领导者”，公司拥有“三全”和“龙凤”两大知名品牌，在郑州、佛山、成都、天津、苏州、武汉等地建有生产基地，构建了生产、仓储覆盖全国主要城市群的“全冷	公司研发中心在食品尤其是速冻食品研发创新和检验检测领域处于行业领先地位，形成了产、学、研一体的研发体系和强大的新产品研发能力，不断创新技术，为消费者提供高品质的产品和服务	5,659.50

公司简称	市场地位	技术实力	2023 年研发支出（万元）
盖世食品	链”系统，是行业内规模最大、市场网络最广的企业之一 公司在开胃凉菜行业具有领先地位，是农业产业化国家重点龙头企业、国家高新技术企业，荣获“国家食用菌加工技术研发分中心”、“国家农产品加工业示范中心”、“中国藻业协会副会长单位”、“中国食用菌协会常务理事单位”等多项殊荣	2022 年公司拥有 12 项专利，8 项著作权	672.76

资料来源：盖世食品公开发行人说明书，Wind，三全食品 2022 年年度报告，味知香首次公开发行股票招股意向书，山西证券研究所

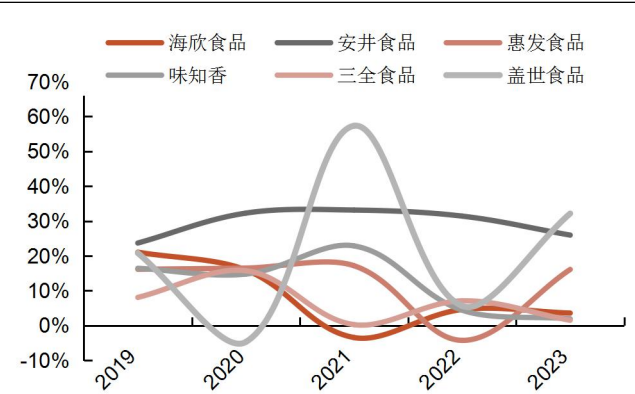
公司业务成长性较强，具有一定潜力。由于聚焦凉菜领域，整体营收规模低于可比公司，但成长性较强，近三年营收复合增长率为 30.82%，高于可比公司。公司盈利规模亦较小，2023 年归母净利润规模仅高于惠发食品 and 未盈利的海欣食品，增速较为稳定，近三年规模净利润复合增长率为 9.48%，仅次于安井食品。

图 30：公司与可比公司营收规模对比（亿元）



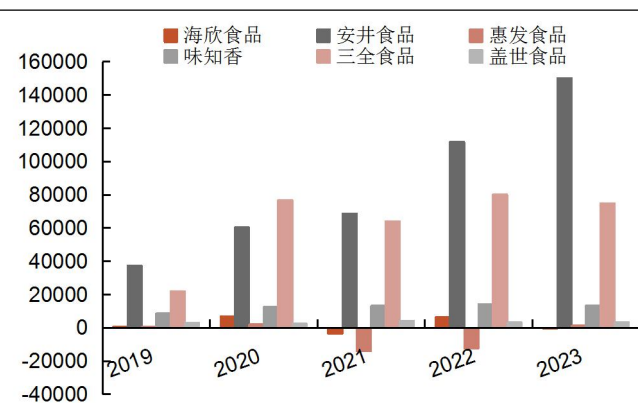
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：公司与可比公司营收增速对比



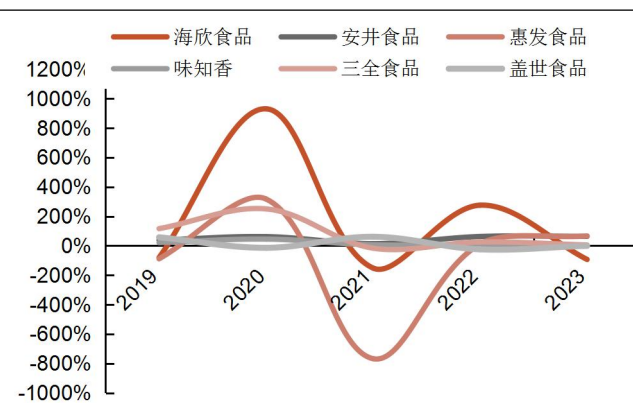
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 32：公司与可比公司归母净利润规模对比（万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

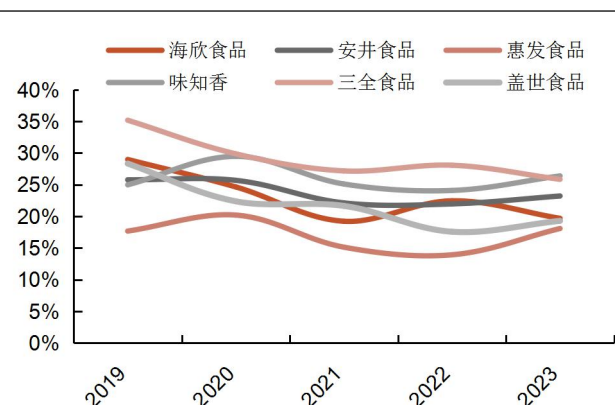
图 33：公司与可比公司归母净利润增速对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

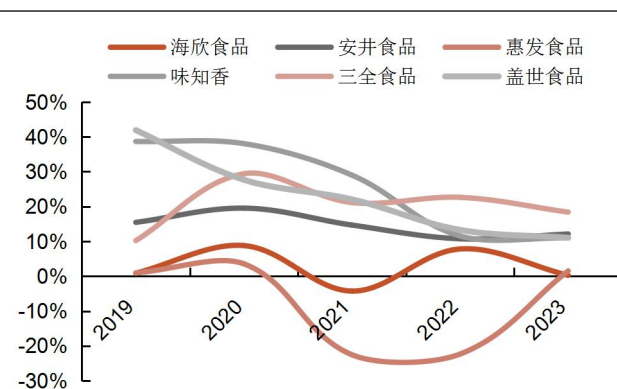
公司毛利率适中，资产回报率较高。公司毛利率受原材料影响较大，与可比公司不存在显著差异，其中海外业务毛利率较高。此外，贸易销售业务毛利率显著低于合同生产销售业务毛利率和自有品牌销售业务毛利率，销售结构的变动亦会影响公司毛利率变动。公司资产回报情况较好，加权 ROE 高于可比公司平均，2023 年达 11.02%。

图 34：公司与可比公司毛利率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：公司与可比公司加权 ROE 对比



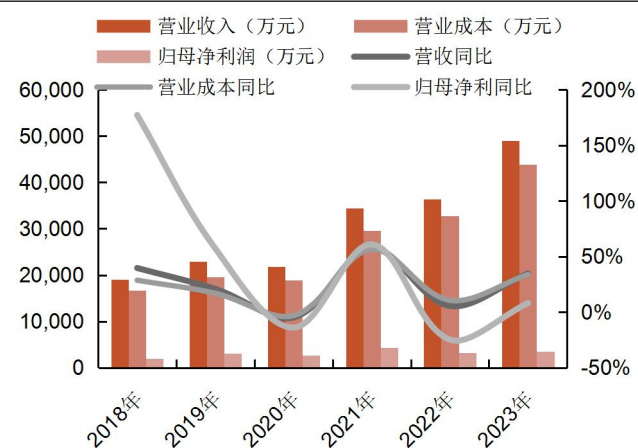
资料来源：Wind，山西证券研究所

5. 经营情况、盈利预测与估值评级

5.1 经营情况：整体呈现增长态势，国内业务进入快车道

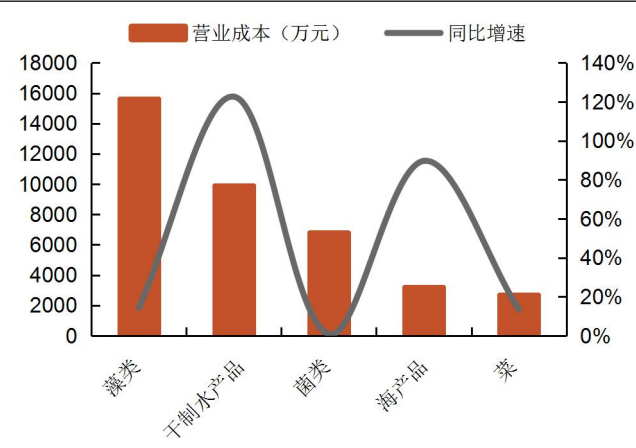
近年来公司经营状况良好，整体呈现增长趋势。2023 年公司实现营业总收入 4.90 亿元，同比增长 34.75%；实现归母净利润 3,487.15 万元，同比增长 8.09%；2024 年一季度，公司实现营业总收入 1.06 亿元，同比增长 10.17%，实现归母净利润 754.61 万元，同比增长 250.92%。2022 年公司归母净利润同减主因为原材料成本增长，近年来，随着公司业务逐步扩张，营业成本持续增长，除发展较为成熟的藻类业务 2022 年营业成本同减外，其他业务营业成本均有不同程度的增加，其中海珍味和藻类增速较快，2022 年分别达到 110.30%和 41.48%；2023 年随着业务增长，公司归母净利逐步转减为增。

图 36：公司近年来收入、成本和归母净利润情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 37：2023 年各类产品营业成本及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

5.2 核心假设、主要财务数据预测、估值与投资评级

公司所处凉菜行业市场空间广阔，为满足市场需求，公司积极扩产，产能方面，2021 年公司募集资金建设年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目，2021 年全年投入金额 931.65 万元；2022 年增募资金将该项目扩容至 1.5 万吨，年产 1 万吨扩产项目和升级后的年产 1.5 万吨扩产项目分别投入 5,340.41 万元和 3,625.35 万元，2023 年公司扩产项目全面竣工，升级后的年产 1.5 万吨扩产项目投入金额达 833.45 万元，公司总产能已实现稳步提升，提升后主要产品产能约为 2.85 万吨。分产品来看，公司 2021 年菌类和山野菜产能分别约为 4,000 吨和

600 吨，产销量逐步爬坡，预计三年内达到较高水平。

成本和毛利率方面，公司采取柔性生产模式，部分藻类产品在江苏新工厂生产以辐射华东销售区域，随着 2022 年智能化工厂的建设，预计原材料利用率提升 10%；此外，预计公司库存占比水平维持在较为稳定的水平，随着规模效应的提升，直接材料成本占主营业务总成本比逐渐恢复，预计 2024~2026 年预计公司毛利率随着新业务逐步成熟和上游原材料压力逐步释放温和上升。

表 8：业务拆分及预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体	总收入	34422.71	36359.03	48994.42	60018.86	73070.94	87683.80
	yoy	57.29%	5.63%	34.75%	22.50%	21.75%	20.00%
	总成本	26970.45	29971.23	39546.08	48700.32	59167.76	70786.30
	综合毛利率	21.65%	17.57%	19.28%	18.86%	19.03%	19.27%
藻类	总收入（万元）	18775.96	16866.45	20975.02	23270.45	25457.16	28944.69
	yoy	57.85%	-10.17%	24.36%	10.94%	9.40%	13.70%
	总成本	14552.76	13646.64	15608.03	17452.84	19602.01	22432.13
	毛利率	22.49%	19.09%	25.59%	25.00%	23.00%	22.50%
菌类	总收入（万元）	6062.12	8072.32	8630.79	12114.78	17133.76	20768.19
	yoy	81.09%	33.16%	6.92%	40.37%	41.43%	21.21%
	总成本	4752.49	6723.44	6779.98	10176.41	14049.68	16614.55
	毛利率	21.60%	16.71%	21.44%	16.00%	18.00%	20.00%
山野菜	总收入（万元）	2415.15	2755.44	3238.84	3799.05	4011.80	4178.96
	yoy	87.54%	14.09%	17.54%	17.30%	5.60%	4.17%
	总成本	2019.85	2355.62	2672.19	3153.22	3329.80	3468.54
	毛利率	16.37%	14.51%	17.50%	17.00%	17.00%	17.00%
海珍味	总收入（万元）	1062.28	2054.13	3886.98	5258.07	8300.23	11107.66
	yoy	12.41%	93.37%	89.23%	35.27%	57.86%	33.82%
	总成本	801.57	1685.62	3197.14	4574.51	6640.18	8886.13
	毛利率	24.54%	17.94%	17.75%	13.00%	20.00%	20.00%
鱼籽	总收入（万元）	4931.85	5389.03	10704.16	13520.74	16112.21	20628.52
	yoy	30.47%	9.27%	98.63%	26.31%	19.17%	28.03%
	总成本	3721.44	4422.24	9882.84	11492.62	13695.38	17534.23
	毛利率	24.54%	17.94%	7.67%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：Wind，山西证券研究所

主要财务数据预测：预计公司 2024~2026 年营业总收入分别为 6.00/7.31/8.77 亿元，同比分别增长 22.50%/21.75%/20.00%；归母净利润分别为 0.47/0.60/0.76 亿元，同比分别增长 33.73%/29.01%/25.67%。2024~2026 年归母净利润复合增长率为 29.42%，以当前总股本 1.41

亿股计算的摊薄 EPS 为 0.33/0.43/0.54 元。

估值与投资评级：公司 2024 年 6 月 28 日收盘价为 4.82 元/股，对应 PE（TTM）14.28x，对应 2024 年 PE14.52x，可比公司 PE（TTM）介于 13.80-96.73x 之间，可比公司 2024 年 PE 介于 12.48-23.48x 之间，公司估值合理，给予公司“增持-A”评级。

表 9：同行业可比公司相对估值情况（截至 2024 年 6 月 28 日）

股票代码	可比公司	上市日期	收盘价	总市值	PE				
					2023	TTM	2024	2025	2026
002702.SZ	海欣食品	2012-10-11	3.60	20.01	881.33	-	-	-	-
603345.SH	安井食品	2017-02-22	74.31	217.95	14.75	14.02	12.80	11.01	9.75
603536.SH	惠发食品	2017-06-13	7.91	19.35	257.47	96.73	-	-	-
605089.SH	味知香	2021-04-27	21.34	29.45	21.75	24.81	23.48	20.99	18.83
002216.SZ	三全食品	2008-02-20	10.98	96.53	12.88	13.80	12.48	11.44	10.63
平均值（剔除极端值）			23.63	76.66	16.46	37.34	16.25	14.48	13.07
836826.BJ	盖世食品	2021-01-12	4.82	6.77	19.42	14.28	14.52	11.26	8.96

资料来源：Wind，山西证券研究所

6. 风险提示

（1）质量控制风险：公司外销客户主要是发达国家，美国《良好操作规范以及危害分析和基于风险的预防控制措施》实施后，在生物、化学和物理危害基础上增加了防止经济欺诈和恶意替换的条款，给公司出口带来新的风险。同时国内监管机构改革力度较大，消费者近年来对食品安全及权益保护的意识也逐渐加深和增强。食品在被大众最终消费之前须经原料种植、加工、储运、销售等多重环节，只有对各环节进行全面、准确、有效地把控才能确保产品质量。公司各类产品生产过程需要经过多道生产工序，因此，公司存在各生产环节质量控制节点出现疏漏导致产品质量问题的可能。公司产品销售出库后运输、装卸过程需要一定的时间。公司客户遍布国内、日本、美国、欧洲和东南亚等多个国家和地区，公司无法实现对运输环节和流通渠道的有效管控，如合作方疏忽或出现其他问题影响到产品质量，同样会存在一定质量控制风险。

（2）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

境内从事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。

(3) 汇率变动风险：公司产品销售中出口占了较大比重。2020 年、2021 年和 2022 年，公司出口产品销售收入分别占主营业务收入的 48.20%、54.15%和 53.81%。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。

(4) 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。2020 年、2021 年和 2022 年公司人工成本分别为 23,988,550.12 元、34,542,305.37 元和 39,424,289.47 元，分别占当期营业收入的 10.96%、10.03%和 10.84%，人工成本占营业成本比例较高。公司业务规模不断扩大，必然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。

(5) 主要原材料价格波动风险：食品加工行业，原材料占产品成本比重较大，公司产品加工原材料包括鱼子类、菌菇类、藻类等，不分原材料精选自高品质原产地，尤其鱼子原料主要以进口方式采购，原材料价格受气候、产地、产量、经济、政策环境等多种因素影响，价格波动率大。

(6) 对外投资相关风险：2024 年 4 月 22 日，公司补发对外投资设立合资公司公告，此对外投资事项尚需获得相关主管部门的备案或批准，存在一定不确定性，能否取得相关备案或批准，以及最终取得的时间存在不确定性的风险；2024 年 1 月 25 日，公司发布公告对外投资设立新加坡全资子公司，此次投资设立新加坡全资子公司是从公司战略出发所做的决策，但新加坡地区的法律、政策体系、商业环境、文化背景与内地存在一定差异，可能给新加坡全资子公司的后续运营带来一定的风险。



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	292	241	378	324	495
现金	85	72	62	76	91
应收票据及应收账款	35	46	53	68	77
预付账款	7	6	9	9	13
存货	145	57	191	111	251
其他流动资产	21	59	61	60	62
非流动资产	151	213	241	276	317
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	195	217	244	277
无形资产	9	9	10	11	13
其他非流动资产	102	10	14	20	27
资产总计	443	454	619	600	812
流动负债	131	106	229	166	318
短期借款	83	36	153	66	213
应付票据及应付账款	32	53	51	75	76
其他流动负债	15	17	24	25	28
非流动负债	1	28	23	18	14
长期借款	0	27	22	17	13
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	132	134	252	184	332
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	98	117	141	141	141
资本公积	113	93	70	70	70
留存收益	100	120	156	203	267
归属母公司股东权益	311	320	367	415	480
负债和股东权益	443	454	619	600	812

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-33	145	-93	158	-68
净利润	32	35	47	60	76
折旧摊销	5	6	3	3	4
财务费用	-4	0	3	4	5
投资损失	-0	-1	-0	-0	-1
营运资金变动	-73	90	-145	92	-151
其他经营现金流	7	15	-0	-0	-0
投资活动现金流	-55	-91	-30	-37	-44
筹资活动现金流	113	-67	-3	-20	-20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.33	0.43	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.23	1.03	-0.67	1.13	-0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.28	2.61	2.95	3.41

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	364	490	600	731	877
营业成本	300	395	487	592	708
营业税金及附加	2	3	4	4	5
营业费用	11	16	24	29	35
管理费用	12	17	21	20	22
研发费用	6	7	9	12	15
财务费用	-4	0	3	4	5
资产减值损失	-0	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	1
营业利润	37	41	55	71	90
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	37	41	55	71	89
所得税	5	6	8	11	14
税后利润	32	35	47	60	76
少数股东损益	-0	0	-0	-0	0
归属母公司净利润	32	35	47	60	76
EBITDA	44	48	62	79	100

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	5.6	34.8	22.5	21.7	20.0
营业利润(%)	-26.1	11.3	34.2	28.7	26.4
归属于母公司净利润(%)	-24.7	8.1	33.7	29.0	25.7
获利能力					
毛利率(%)	17.6	19.3	18.9	19.0	19.3
净利率(%)	8.9	7.1	7.8	8.2	8.6
ROE(%)	10.4	10.9	12.7	14.5	15.8
ROIC(%)	8.7	9.5	9.2	12.8	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	29.8	29.5	40.7	30.8	40.9
流动比率	2.2	2.3	1.7	2.0	1.6
速动比率	1.0	1.5	0.7	1.1	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	8.8	12.1	12.1	12.1	12.1
应付账款周转率	8.4	9.4	9.4	9.4	9.4
估值比率					
P/E	21.0	19.4	14.5	11.3	9.0
P/B	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	15.1	13.0	12.1	8.2	7.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

买入：预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持：预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性：预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持：预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
卖出：预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市：预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市：预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市：预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A：预计波动率小于等于相对基准指数；
B：预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

