

## 龙大美食 (002726.SZ)

## “一体两翼”新布局，全面发力预制菜

2024年05月20日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2024/5/20
当前股价(元)	6.76
一年最高最低(元)	9.01/5.93
总市值(亿元)	72.95
流通市值(亿元)	72.81
总股本(亿股)	10.79
流通股本(亿股)	10.77
近3个月换手率(%)	53.02

● **投资建议：预制菜快速增长，屠宰业务有望改善，给予“增持”评级**

预制菜行业正处于快速渗透期，行业发展方兴未艾、百花齐放，当前预制菜以B端为主，客户粘性较强，具备先发优势。我们预计2024-2026年归母净利润0.95、2.12、3.30亿元，当前股价对应2024-2026年77.1/34.5/22.1倍PE，养殖及屠宰业务因猪价低迷压制利润，而预制菜业务快速增长，屠宰业务有望改善，基本面迎来拐点，首次覆盖给予“增持”评级。

● **预制菜行业方兴未艾、百花齐放，正处于快速渗透期**

对比海外我国预制菜行业渗透率提升确定性较高。B端餐饮连锁化、规模化发展和降本增效需求推动上游餐饮供应链快速发展；C端方便快捷，短期以市场培育为主。现阶段行业门槛不高，各具资源禀赋的参与者众多，呈现出百花齐放的竞争格局。

● **新董事长上任加速预制菜发展，预制菜业务高速增长**

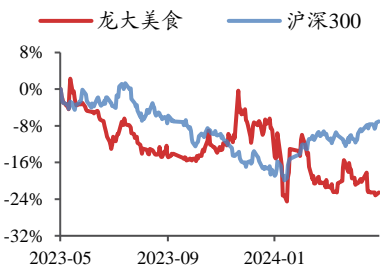
公司2023年食品板块实现收入22.23亿元，主营占比提升至16.69%。公司拥有完备的产品体系、产能布局和研发能力，在原料、选品、研发、市场上逐渐构筑全产业链优势。（1）**产品**：公司已培育出5-6款亿元级别大单品，包括肥肠类、培根类、酥肉类等拥有可替代的广阔存量市场的品种。千万级别单品丸子类、烤肠类等具备亿级销售规模潜力。（2）**研发**：公司贴近前端市场需求，在山东、上海、四川设立研发中心，持续提高工业化和预制化生产能力。（3）**渠道**：公司围绕大B需求主动研发拓品，增强粘性；完善中小B端经销商渠道，打造样板市场。新董事长上任后加码预制菜，预制菜收入占比有望持续提升。

● **养殖、屠宰短期磨底，夯实基础，后续有望改善**

两大业务夯实基础，公司具备从原材料端进行产品和工艺创新的优势，为预制菜研发赋能。现阶段猪价低迷，公司短期经营磨底，如果未来猪价反弹，养殖和屠宰业务有望持续改善。

● **风险提示**：原料价格波动、餐饮需求疲软、市场竞争激烈、食品安全风险

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,116	13,318	14,294	17,034	21,082
YOY(%)	-17.4	-17.4	7.3	19.2	23.8
归母净利润(百万元)	75	-1,538	95	212	330
YOY(%)	111.4	-2140.9	106.2	123.7	55.8
毛利率(%)	4.0	-1.6	4.5	5.1	5.0
净利率(%)	0.5	-11.6	0.7	1.2	1.6
ROE(%)	2.8	-89.5	5.7	11.3	15.2
EPS(摊薄/元)	0.07	-1.43	0.09	0.20	0.31
P/E(倍)	96.8	-4.7	77.1	34.5	22.1
P/B(倍)	2.3	5.6	5.2	4.7	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 龙大美食：立足传统主业，加码预制菜.....	5
1.1、 发展历程：从区域肉制品加工龙头到升级预制菜业务.....	5
1.2、 大股东蓝润集团农牧资源雄厚.....	6
1.3、 战略：从屠宰加工到“一体两翼”，升级加码预制菜.....	8
2、 预制菜方兴未艾，百花齐放.....	9
2.1、 预制菜：大势所趋，供需共振.....	9
2.1.1、 餐饮规模化扩张需求、供给侧提效驱动加速上游预制菜发展.....	10
2.1.2、 对比日本：长期渗透率提升确定性高.....	14
2.2、 百花齐放：B端发力、C端培育.....	15
2.2.1、 预制菜行业颇具规模，景气度高.....	15
2.2.2、 当下格局更加分散，看企业长期竞争优势.....	17
2.3、 对比日本：经济上行周期、B端先行，经济下行周期、C端接力.....	18
2.3.1、 B端先行、C端接力.....	18
2.3.2、 格局集中，龙头辈出.....	21
3、 预制菜：确定以预制菜为核心主业，开启第二增长曲线.....	21
3.1、 预制菜：优秀选品和研发能力，降低成本、支撑大单品放量.....	22
3.2、 多渠道发力，基础产能支撑预制菜快速发展.....	26
3.2.1、 多渠道发力，全渠道布局.....	26
3.2.2、 产能短期无忧，有望支撑预制菜快速扩张.....	26
3.3、 优势：依托全产业链布局，具备协同优势.....	27
4、 两翼支撑：养殖屠宰夯实基础，为食品主业保驾护航.....	28
4.1、 养殖：定位产能调配，满足大客户溯源.....	28
4.2、 屠宰：区域龙头走量为主，利润受猪价波动影响.....	28
4.2.1、 屠宰业务基础扎实，持续扩张产能.....	28
4.2.2、 精深加工提高盈利能力，研发和渠道为预制菜提供支撑.....	29
4.2.3、 猪价波动影响屠宰利润，占比降低影响有望逐渐缩小.....	30
5、 盈利预测与投资建议.....	31
6、 风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

## 图表目录

图 1： 公司步入“一体两翼”战略发展新阶段.....	5
图 2： 公司客户覆盖餐饮、商超、新零售渠道.....	6
图 3： 第一大股东蓝润集团持股比例 27.30%.....	7
图 4： 猪肉价差与猪肉价格较同步.....	8
图 5： 公司完善“一体两翼”战略布局，聚焦食品主业快速发展.....	9
图 6： 预制菜加工、保鲜技术发展，加快产品成品化进程.....	10
图 7： 2023 年餐饮收入呈现恢复性增长.....	11
图 8： 餐饮业收入占社零总额比重逐步提升.....	11
图 9： 餐饮业连锁化率逐渐提高.....	11
图 10： 2018-2021 餐饮连锁呈规模化发展趋势.....	11

图 11:	1991 年前日本外出就餐率持续提升, 1997 年之后外食率稳中有降	11
图 12:	餐饮连锁化和规模化发展趋势推动餐饮供应链快速发展	12
图 13:	预制菜兴起全面带动上中下游行业规模化发展	13
图 14:	B 端预制菜核心在降本增效	13
图 15:	食材和人力成本合计占餐饮门店收入的 50%-70%	14
图 16:	餐饮企业: 人力与租金成本稳步上升	14
图 17:	中国在线外卖市场规模不断扩大	15
图 18:	中国在线外卖用户量持续增长	15
图 19:	2023 年中国预制菜市场国模超过 5000 亿元	15
图 20:	B 端降本增效, C 端主打高品质	17
图 21:	预制菜企业长期优势核心仍为成本管控和渠道网络建设	18
图 22:	纵观日本冷冻行业, 呈现 B 端先行、C 端接力的发展态势	18
图 23:	GDP 增长期餐饮需求带动 B 端放量, GDP 平稳期 C 端需求替代 B 端逐渐上升	19
图 24:	1920 年以来日本城市化率逐渐提高	19
图 25:	1995 年以后日本两人(及以上)家庭年收入趋稳	19
图 26:	日本家庭规模持续小型化	20
图 27:	1990 年以后日本女性就业比例提升明显	20
图 28:	1963-1995 年 GDP 增长期: 餐饮渠道率先放量, C 端稳定增长	20
图 29:	1996-2021 年 GDP 平稳期: B 端增速下滑, C 端增速优势显露	20
图 30:	品类丰富与渠道改革赋予 C 端市场新动能	21
图 31:	公司 2023 年食品行业收入 22.23 亿元	22
图 32:	2023 年食品业务中预制菜占比 89%	22
图 33:	2023 年公司预制菜收入同比增长 50.94%	22
图 34:	公司已经推出肥肠、烤肠等预制菜核心大单品	24
图 35:	打造“三位一体”研发体系	25
图 36:	2021 年以来研发人员数量大幅增长	25
图 37:	2021 年以来公司加大研发费用投入	25
图 38:	2023 年经销商 9191 家, 主要分布在华东地区	26
图 39:	公司养殖板块生猪出栏量稳定增长	28
图 40:	养殖出栏量在屠宰量中占比稳定在 10%以内	28
图 41:	2023 年屠宰板块收入受猪周期影响下降	29
图 42:	屠宰量受猪价影响波动大	29
图 43:	公司屠宰产品以冷鲜肉为主	30
图 44:	公司通过鲜肉、冻肉调节利润水平	30
图 45:	2013-2022 年公司整体毛利与生猪猪肉价差正相关	31
图 46:	2023 年食品行业营收占比超过 15%	31
图 47:	2023 年猪价影响短期毛利率表现	31
表 1:	管理层平均年龄 40+, 年富力强	7
表 2:	2023 年公司在“一体两翼”战略框架下食品业务快速增长, 其他业务受猪价影响较大	9
表 3:	日本关键年份外食市场: 1997 年之后外食市场规模区域稳定	12
表 4:	短期来看企业各具优势、禀赋, 中长期仍需观察	16
表 5:	公司预制菜包括食材、半成品、成品三类	22
表 6:	公司不断完善围绕猪肉类的预制菜产品矩阵	23
表 7:	公司在研产品全力发力预制菜	24

---

表 8: 持续扩产支撑预制菜发展 .....	27
表 9: 公司全产业链布局发力预制菜, 全面提升预制菜综合能力 .....	27
表 10: 2022 年山东省十大屠宰企业 .....	29
表 11: 公司在屠宰精加工综合能力强 .....	30
表 12: 相关公司估值 .....	32

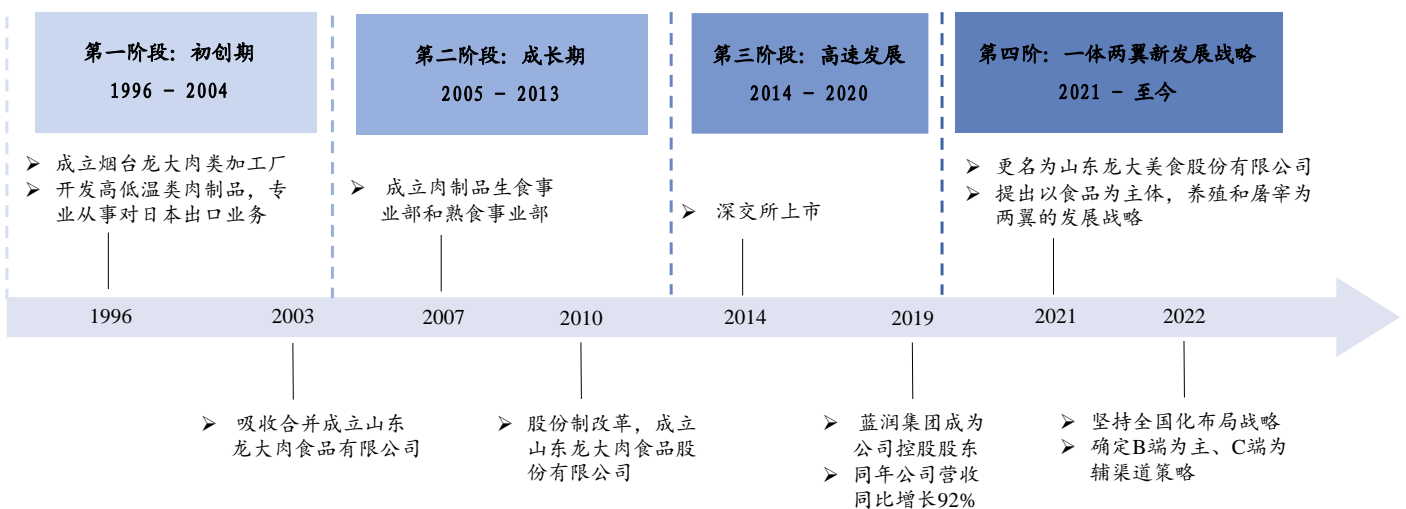
## 1、龙大美食：立足传统主业，加码预制菜

区域屠宰龙头，拥有完善的养殖-屠宰-深加工供应链布局，升级发展加码预制菜。公司主要从事生猪养殖、屠宰和生产加工，销售产品包括预制菜、熟食制品及鲜冻肉。经过多年经营发展，公司逐步成为一家集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、肉食品加工及销售，以及食品安全检测为一体的“全产业链”肉食品加工企业。公司拥有莱阳、聊城、潍坊、黑龙江、河南等 7 个大型屠宰场，年屠宰产能 1500 万头，主要集中在山东省内，是该区域屠宰企业龙头。当前公司立足传统屠宰和肉制品加工业务，向下游延伸、加码预制菜布局，深挖客户价值、做全产业链布局。

### 1.1、发展历程：从区域肉制品加工龙头到升级预制菜业务

2021 年以前屠宰加工是公司核心业务。**第一阶段：**龙大美食成立于 1996 年，前身是烟台龙大肉类加工厂，主要业务是开发高低温肉类制品，专业从事对日本出口业务；2003 年通过吸收合并，成立山东龙大肉食品有限公司。**第二阶段：**2007 年公司正式划分生食和熟食两大事业部并于 2010 年进行股份制改革，正式成立山东龙大肉食品股份有限公司；2011 年公司与铭基食品合作，开启行业大客户合作新征程。**第三阶段：**2014 年于深交所挂牌上市；2019 年蓝润集团成为公司控股股东，同年营收达 168.22 亿元，实现产值翻倍。

图1：公司步入“一体两翼”战略发展新阶段



资料来源：公司官网、开源证券研究所

**整合供应链和渠道优势，开启以食品为主业的发展新阶段。**第四阶段：2021 年，公司在养殖屠宰既有优势基础上，提出以预制菜为核心的食品主体，以养殖和屠宰为两翼支撑的“一体两翼”发展战略，结合自身在中上游原料端长期积累的优势，聚焦预制菜市场，开辟以食品业为主的第二增长曲线。为更好的与战略匹配，公司名称由“龙大肉食”变更为“龙大美食”。公司目前已与超过 1000 家知名企业达成战略合作，涵盖海底捞、肯德基、麦当劳、西贝莜面村、荷美尔、半天妖、永辉、家乐福等餐饮连锁企业、食品加工企业和大型连锁商超。同时在与国内大型餐饮连锁客户长期合作的过程中，公司形成了较完善的服务体系，产品能够满足客户定制化需求。

图2：公司客户覆盖餐饮、商超、新零售渠道

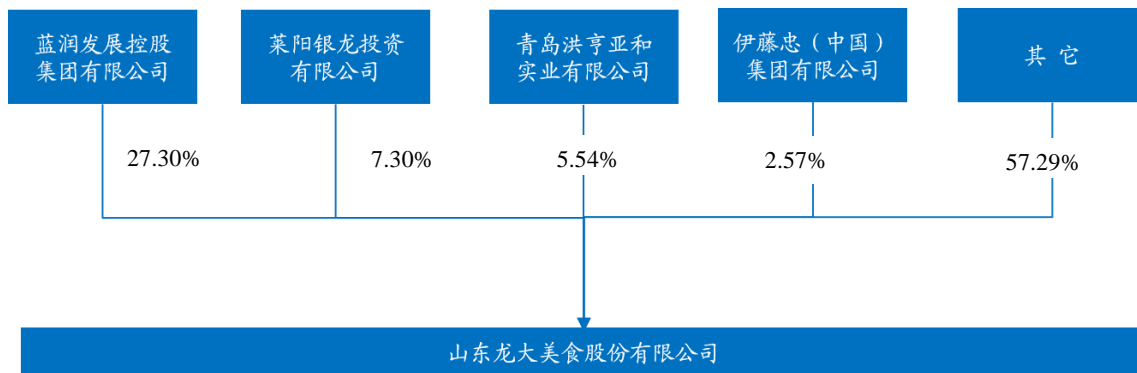


资料来源：各公司官网、公司公告、开源证券研究所

## 1.2、大股东蓝润集团农牧资源雄厚

**大股东聚焦农牧产业，确立食品主业战略。**蓝润发展控股集团有限公司（原蓝润投资控股集团有限公司）自 2018 年起经三次股权转让，于 2019 年 5 月正式成为公司控股股东。蓝润集团创始于 1997 年，于 2017 年布局农业板块，连续多年上榜“中国企业 500 强”“中国民营企业 500 强”，位列“四川民营企业 100 强”第三位。2019 年，蓝润发展投资 20 亿元成立五仓农牧集团有限公司，立足四川，以生猪养殖为主业，打造以种猪繁育、生猪养殖、饲料加工、动物保健为一体的产业链，在四川东部地区建立了 40 多座养殖及配套项目，年产能达 100 万头。2021 年，蓝润集团推动龙大美食以“一体两翼”战略开展食品业务全国化、产业化布局，同年集团产值达 730 亿元。

**大股东赋能全国化布局助推“一体两翼”发展战略。**目前蓝润集团旗下有龙大美食和五仓农牧两大核心主业，实现生猪上游养殖、中游屠宰、下游食品加工全产业链协同发展。两大主业为集团发展提供区域优势互补以及高效协同的产业布局支撑。2021 年 12 月龙大美食在四川巴中设立全资子公司巴中龙大，建设高端肉制品深加工项目和 100 万头生猪屠宰项目，拟投资 11 亿元，达产后可实现年产值 17.86 亿元，将加速龙大美食在西南地区布局。

**图3: 第一大股东蓝润集团持股比例 27.30%**


资料来源：公司公告、开源证券研究所。备注：截至 2024 年一季度。

**管理层平均年龄 40+，年富力强、充满干劲，其中多位拥有丰富的食品产业背景。**为顺应战略升级，公司于 2022 年 4 月进行董事会换届，同时陆续引入了具有肉制品、预制菜、冻品行业背景的人才团队，具备丰富的生产管理、市场营销、品质管控及产品研发等经验。公司于 2023 年 6 月变更董事长，新任董事长有蓝润集团高管及农牧板块履历背景，能更好的协同集团资源，赋能上市公司，进一步推进战略落地。此外，公司于 2022 年底推出股份回购方案，回购股份用于后期实施员工持股计划或者股权激励，深度绑定核心团队利益，提高管理人员和核心团队的积极性，使之与企业共同发展成长。

**表1: 管理层平均年龄 40+、年富力强**

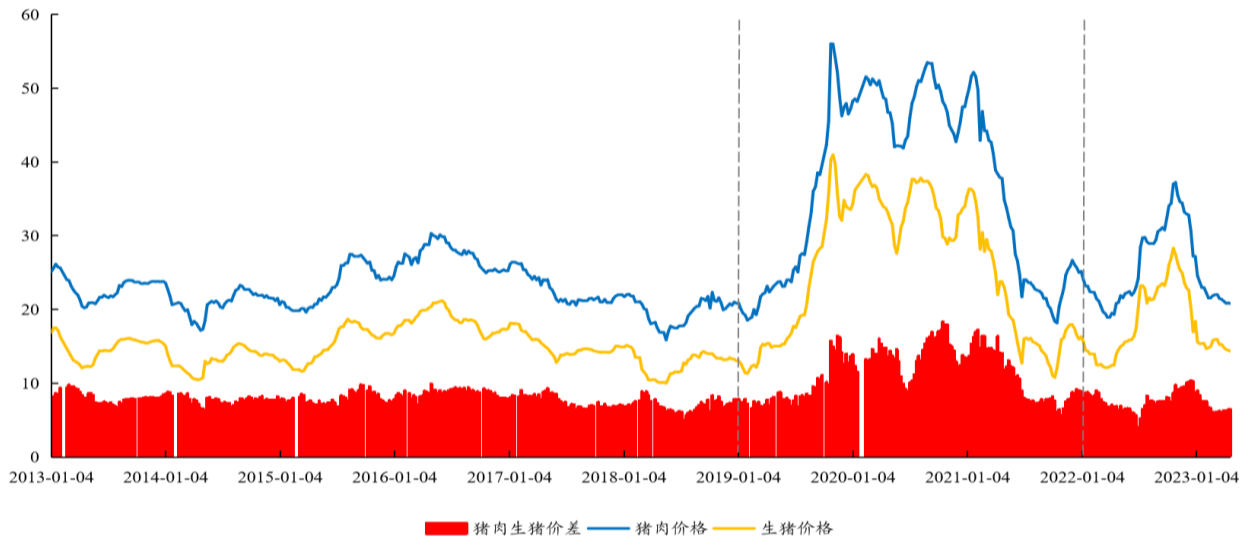
姓名	职务	任职日期	年龄	主要工作经历
杨晓初	董事，董事长，总经理	2023-6-5	55	历任：和骏咨询公司总经理,嘉宝管理顾问有限公司董事长兼总裁,蓝光实业集团有限公司总裁,四川蓝光和骏实业股份有限公司副董事长兼总裁等职务 现任：本公司董事长，蓝润集团执行总裁兼五仓农牧集团董事长
张瑞	副总经理、董事、董事会秘书	2019-01	43	历任：怡君控股有限公司法务总监 现任：本公司董事、副总经理、代行董事会秘书职责
祝波	董事	2022-04	42	历任：万腾实业集团有限公司开发报建部经理 现任：成都昊华君宇置业有限公司外联中心总经理
张凌	财务总监	2022-04	46	历任：花样年集团(中国)有限公司地产集团副总裁、地产集团助理总裁、中国集团资金部总经理，蓝润集团有限公司首席财务官、山东龙大美食股份有限公司监事会主席 现任：本公司财务总监
刘婧	副总经理	2023-01	36	历任：成都高新区国家税务局税收协管员，蓝润集团有限公司董事会办公室任董办副主任，运盛(成都)医疗科技股份有限公司董事会秘书,本公司监事 现任：本公司副总经理

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、战略：从屠宰加工到“一体两翼”，升级加码预制菜

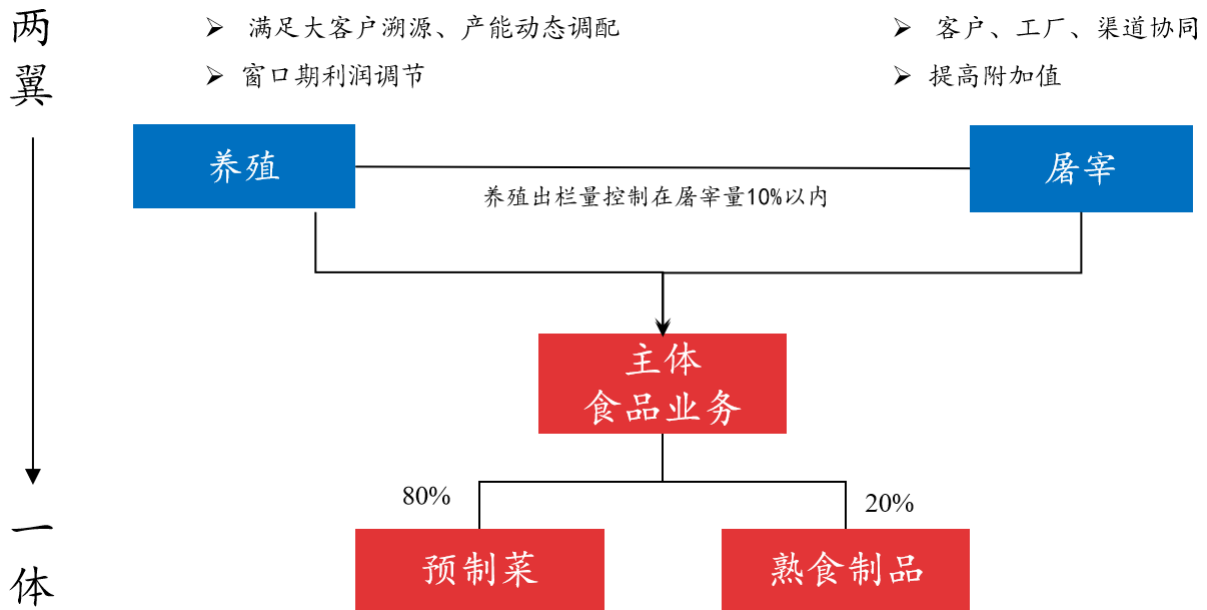
屠宰是公司传统核心业务。屠宰加工属于低附加值类型，受上下游供需结构影响较大，屠宰业务规模取决于屠宰数量与生猪价格。具体来看，收入端：营收主要受生猪价格和屠宰数量直接影响。利润端：毛利主要受猪肉生猪价差和屠宰数量的直接影响，同时公司有进口贸易板块，可通过全球直采补充多种蛋白来源，应对不同周期带来的价格波动。此外，公司在海南自贸区也规划了食品工厂，目前正在建设中，可享受进口牛羊肉等肉制品关税减免等优惠政策，进一步降低原料成本。

图4：猪肉价差与猪肉价格较同步



数据来源：Wind、开源证券研究所

**食品主业稳步发展，增强收入和利润确定性。**2021年公司对原有业务板块进行结构性调整，提出以预制菜为核心的食品主体，以屠宰和养殖为两翼支撑的“一体两翼”新战略框架。公司在养殖和屠宰方面具有丰富积累和经验，为发展食品主业提供稳定支撑；同时在原料供给、加工经验、市场资源等方面具备优势，与同类型企业形成差异化竞争。2023年食品板块实现收入22.23亿元，同比增长34.60%，营收占比提升至16.69%；实现毛利2.25亿元，同比增长5.08%。另外，食品板块毛利率水平高于其它业务板块，份额的持续增长也拉动公司整体毛利率提升。

**图5: 公司完善“一体两翼”战略布局, 聚焦食品主业快速发展**


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**表2: 2023 年公司在“一体两翼”战略框架下食品业务快速增长, 其他业务受猪价影响较大**

板块	2023 年业务表现
养殖	出栏量 65 万头, 同比增长 29.6% 养殖板块受猪价影响较大, 2023 年猪价持续下跌, 养殖板块 6 月底扭亏为盈, 第三季度以后加大出栏量
屠宰	收入 96.31 亿元, 同比降低 17.4%, 收入占比 72.3%, 2023 年屠宰亏损 屠宰量 643.54 万头, 同比略升 9.19%。猪价下半年上涨, 屠宰承压, 对屠宰量进行调控
食品主业	收入 22.23 亿, 同比增长 34.6%, 占比提升至 16.7%
进口贸易	根据公司食品主体规划, 进行策略性缩减, 收入下降

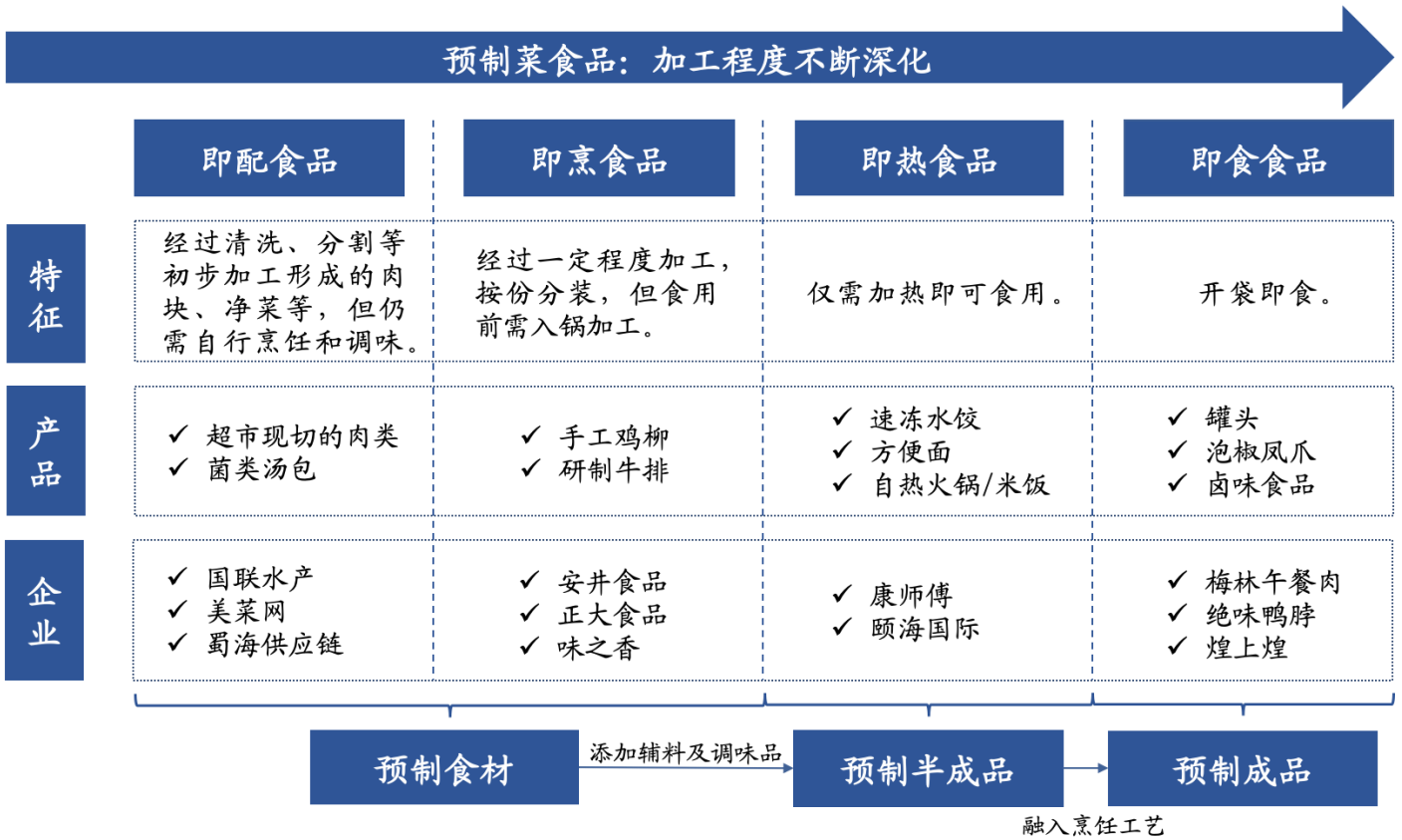
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、预制菜方兴未艾, 百花齐放

### 2.1、预制菜: 大势所趋, 供需共振

预制菜根据加工深度分为即配食品(如净菜)、即烹食品(如速冻菜肴)、即热食品(如料理包)、即食食品(如预制凉菜)。随着餐饮供应链的数字化、工业化和标准化程度加深, 餐饮供应链从食材供应(毛菜、净菜)加速发展为预制菜肴(半成品、成品)商业形态, 产业从后端(中央工厂)向前端(厨房)实现自动化(去厨师、去后厨化)。

图6: 预制菜加工、保鲜技术发展, 加快产品成品化进程



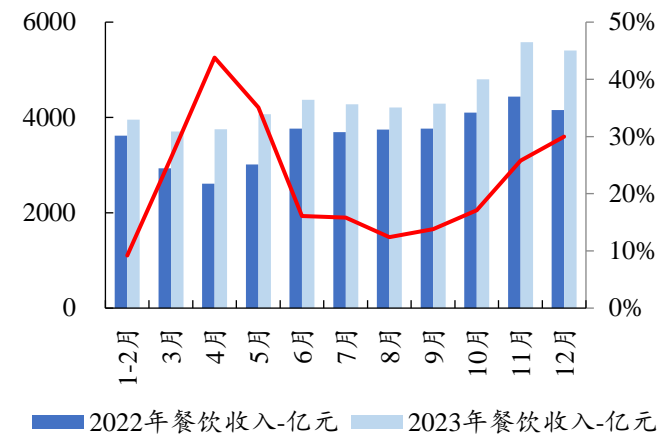
资料来源: 中国食品工业协会、开源证券研究所

### 2.1.1、餐饮规模化扩张需求、供给侧提效驱动加速上游预制菜发展

**餐饮空间广阔, 呈现连锁化和规模化发展趋势。**目前我国下游餐饮行业呈现两大主要特征: (1) **餐饮市场广阔。**据国家统计局统计显示, 2023 年餐饮收入达 5.3 万亿元, 疫情以来餐饮收入呈现恢复性增长。(2) **连锁和规模化趋势明显。**2020 年疫情以前, 2018-2020 年我国餐饮连锁化率由 12% 提升至 15%, 千店甚至万店以上连锁品牌不断涌现, 餐饮连锁化和规模化发展趋势下催生集采需求。展望未来经济增长大背景下、参考日本等餐饮也发展经验, 国内外出就餐比例有望提升, 外食提升餐饮消费前景仍然广阔。

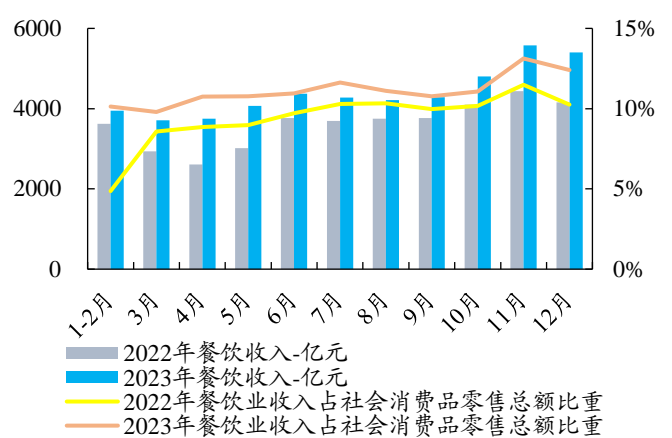
**餐饮连锁化和规模化发展趋势推动餐饮供应链快速发展。**上游餐饮供应链呈现两大发展趋势: (1) 规模性的集采需求和专业化分工推动上游实现规模化的发展, 降低供应链成本。(2) 从最初的食材标准化向成品标准化演变。餐饮供应链标准化、规模化、工业化需求加深, 餐饮供应链日趋成熟。

图7: 2023年餐饮收入呈现恢复性增长



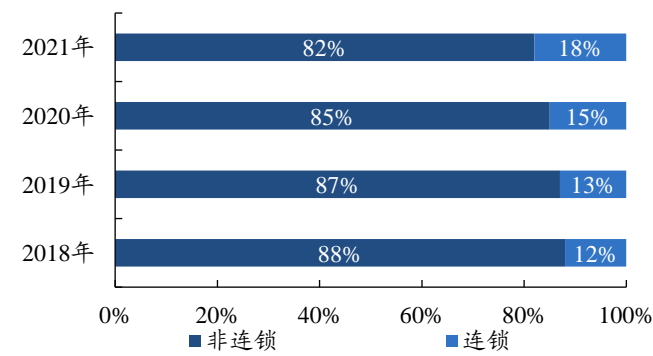
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图8: 餐饮业收入占社零总额比重逐步提升



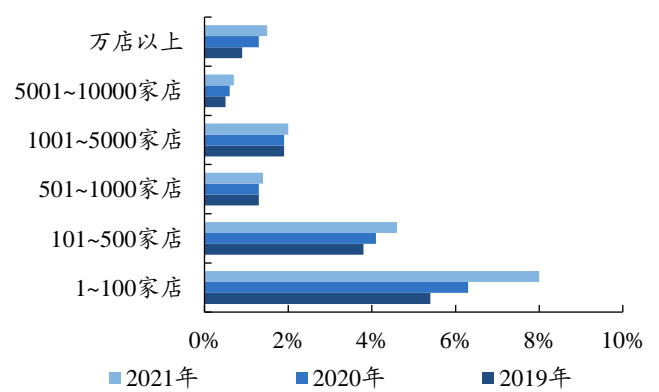
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图9: 餐饮业连锁化率逐渐提高



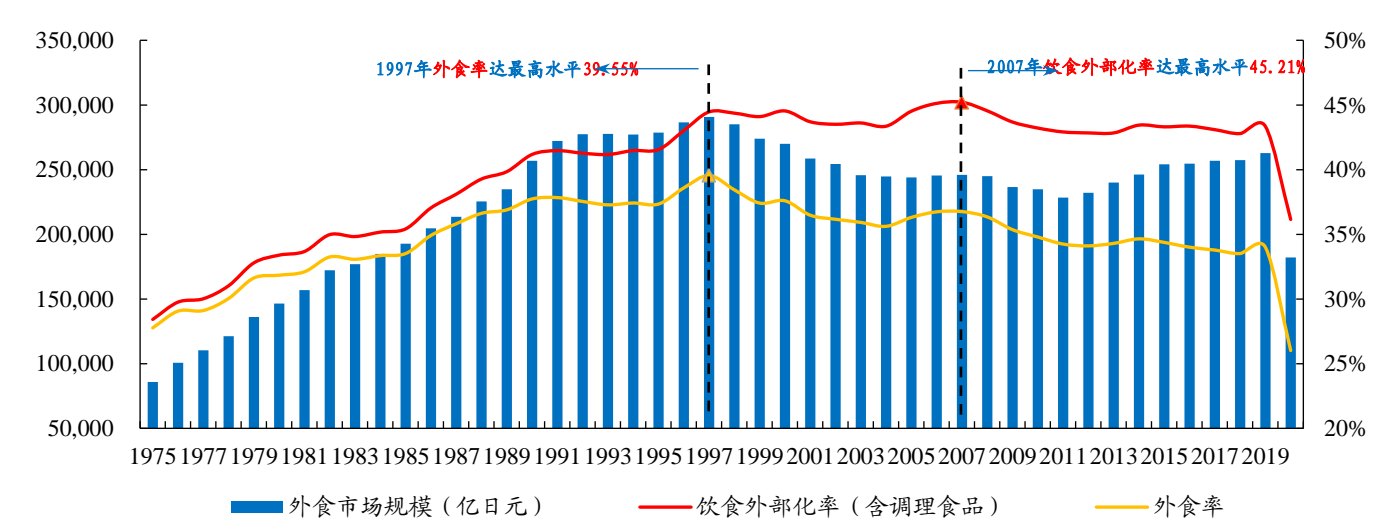
数据来源: 美团、开源证券研究所

图10: 2018-2021 餐饮连锁呈规模化发展趋势



数据来源: 美团、开源证券研究所

图11: 1991年前日本外出就餐率持续提升, 1997年之后外食率稳中有降



数据来源: 日本食品服务协会、开源证券研究所

表3: 日本关键年份外卖市场: 1997年之后外卖市场规模区域稳定

指标	1997	2007	2020
外卖市场规模 (亿日元)	245908	245908	182005
YOY (%)	1.47	0.16	-30.71
CAGR (%)	1975-1997: 5.70	1997-2007: -1.66	2007-2020: -2.29
广义外卖市场规模 (亿日元)	302489	302489	252933
YOY (%)	2.31	0.30	-24.47
CAGR (%)	1975-1997: 6.16	1997-2007: -0.77	2007-2020: -1.37
食品饮料市场总规模 (亿元)	669029	669029	699707
YOY (%)	-1.01	0.11	-9.44
CAGR (%)	1975-1997: 4.02	1997-2007: -0.94	2007-2020: 0.35

数据来源: 日本食品服务协会、开源证券研究所

图12: 餐饮连锁化和规模化发展趋势推动餐饮供应链快速发展



资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

业态从易到难、由浅入深, 预制菜日趋成熟。(1) 标准化难易程度、深度: 从消费习惯、生产工艺上看下游餐饮口味多样化, 重口难调标准化程度较低, 上游更易在食材等原材料加工环节实现标准化、规模化生产。(2) 产业趋势: 根据产品的标准化程度和市场空间, 我们认为一方面上游标准化程度更高, 更易满足下游餐饮集采需求, 上游格局有望呈现更高集中度, 容易催生颇具规模的综合性食材供应商; 另一方面因为我国餐饮市场规模大、需求多样且细分, 下游餐饮容易诞生一大批垂直性、聚焦细分品类的供应链餐饮品牌(餐饮零售化), 实现前端行业细分、后端产品聚焦。

图13: 预制菜兴起全面带动上中下游行业规模化发展

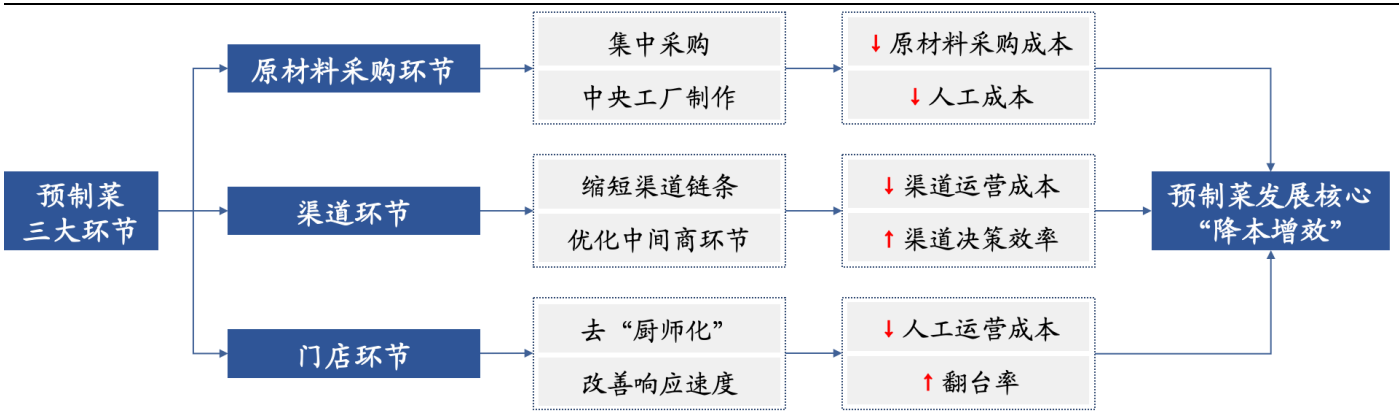


资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

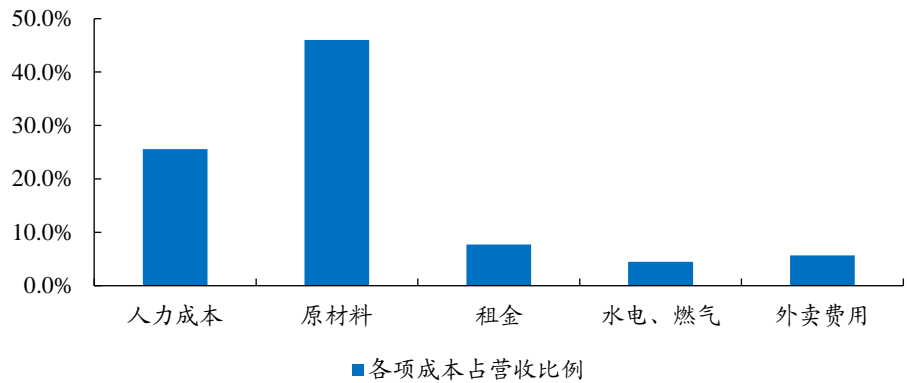
**降本增效是B端预制菜的核心价值。**从上游原料采购到门店菜品制作依次来看，  
 (1) **原材料采购环节**: 预制菜通过集采降低原材料采购成本，中央工厂制作降低人工成本。  
 (2) **渠道环节**: 缩短渠道链条、减少中间商环节，降低渠道运营成本。  
 (3) **门店环节**: 降低人工等运营成本(去厨师化)、保证品质稳定，提升响应速度、降低等待时间，间接提高翻台率。

**快捷方便、丰富菜品是C端的核心价值。**C端消费者对菜品品质要求往往更高，而过于复杂的食材处理、精湛厨艺恰恰是消费者的难点、痛点。在当下阶段，重口味、中低频高货值、制作复杂的菜品更易打开C端市场，诸如酸菜鱼、牛仔骨、小龙虾等菜品。未来随着供应链效率提升、锁鲜保鲜技术提升，有望切入更多家常菜品。

图14: B端预制菜核心在降本增效



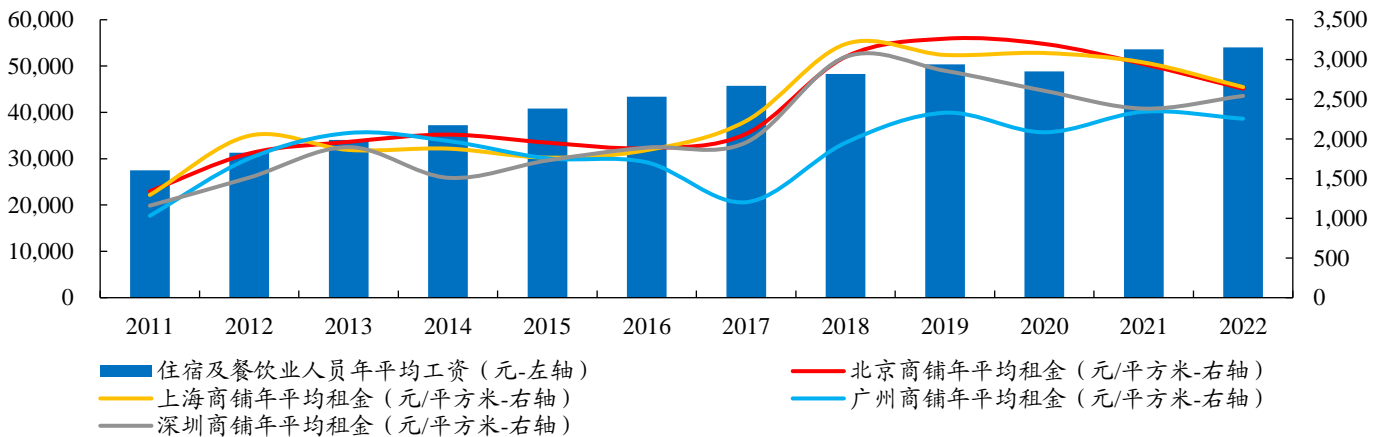
资料来源: 中国食品工业协会、开源证券研究所

**图15: 食材和人力成本合计占餐饮门店收入的 50%-70%**


数据来源: 中国饭店协会、开源证券研究所

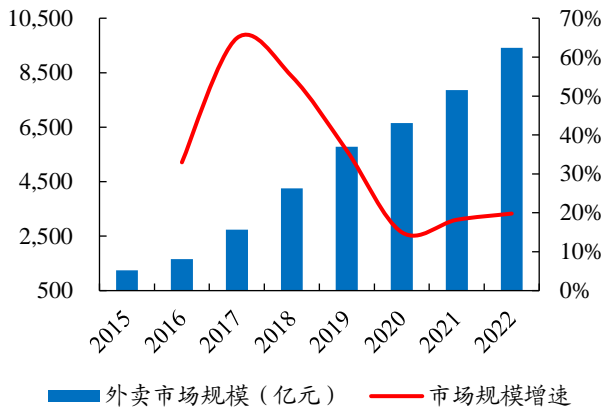
### 2.1.2、对比日本: 长期渗透率提升确定性高

中国预制菜行业长期发展空间较大。中国渗透率目前偏低, 日本、美国预制菜长期渗透率约 60%, 并出现众多大单品。国内餐饮业的蓬勃发展为助力预制菜进一步渗透提供了长期可靠的行业环境。过去六年内, 中国餐饮行业收入的年复合增长率达 5.6%, 呈现蓬勃的发展趋势。而目前中国人均 GDP 接近日本 80 年代水平, 处于餐饮发展的黄金时期, 规模化餐饮企业快速发展。就餐饮企业而言, 食材原料叠加高额的人力与租金成本, 连锁企业更可能通过提升预制菜占菜品比重来削减不必要成本。

**图16: 餐饮企业: 人力与租金成本稳步上升**


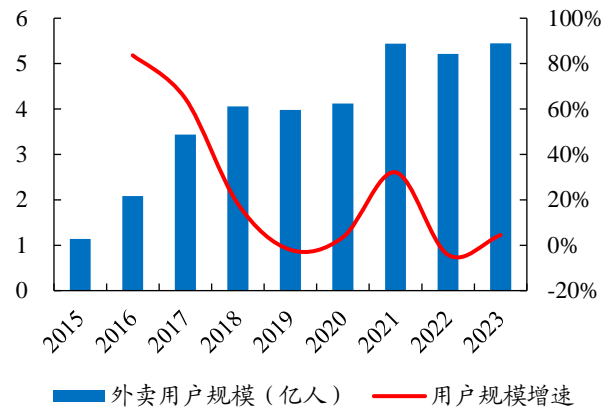
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 中国在线外卖市场规模不断扩大



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

图18: 中国在线外卖用户量持续增长



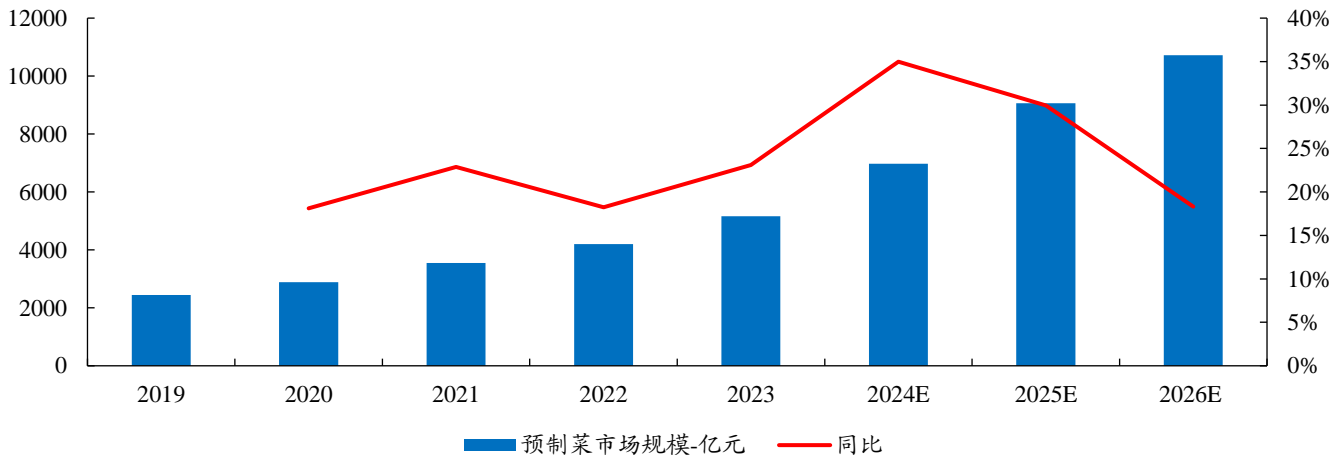
数据来源: 中国互联网络信息中心、开源证券研究所

## 2.2、百花齐放: B端发力、C端培育

### 2.2.1、预制菜行业颇具规模, 景气度高

2023年以来我国预制菜行业规模约5165亿元。根据艾媒数据中心数据, 2023年我国预制菜规模约5165亿元, 同比增23.1%, 2019-2023年预制菜市场规模CAGR 20.6%, 预制菜市场规模保持快速增长。根据国家统计局数据显示, 2023年我国餐饮收入规模为5.29万亿元。假设食材原材料成本占收入40%左右, 大概测算食材规模约2.12万亿, 预制菜渗透率提升至24%左右, 其中B端约占80%, C端约占20%左右。

图19: 2023年中国预制菜市场规模超过5000亿元



数据来源: 艾媒数据中心、开源证券研究所

**企业各具优势, 百花齐放。**行业进入门槛不高, 从产品研发、加工制造等供应链相对成熟, 各具资源禀赋的参与者众多, 呈现出百花齐放的竞争格局。截止至2022年1月, 我国状态为存续、在业、迁入、迁出的预制菜企业数量超过6.9万家, 其中2021年新注册4000家, 同比增长6%。目前我国预制菜企业可以分为五类: 专业生产商、上游农业加工企业、中游冷冻食品企业、连锁餐饮企业和新零售企业。产品研发、原料资源具备短期优势, 中长期来看选品能力、渠道网络是更为重要的竞争要素。

**表4: 短期来看企业各具优势、禀赋, 中长期仍需观察**

主要特征	专业性预制菜企业	上游农产品加工企业	中游冷冻食品企业	连锁餐饮	新零售
代表企业	真滋味、味知香	圣农发展、国联水产、龙大美食	安井食品、三全食品	广州酒家、海底捞	盒马
商业模式	C 端品牌+加盟拓店	B 端规模定制、规模效应	C 端品牌+流通渠道	B 端自建供应链+C 端品牌零售	品牌合作
产品特点	主打特色单品、高溢价品类	自有原料的调理肉制品为主	品类覆盖肉类、面点等, SKU 多, 易催生爆款产品	B 端半成品、成品化, C 端引入 B 端爆款产品	品类覆盖面广, 更新周期短
渠道类型	B 端为主, 经销/门店专卖	B 端为主, 网店直销/经销	小 B/C 端为主, 商超经销/直营	C 端为主, 线下门店/经销	C 端为主, 线上线下渠道一体化
供应链	自建工厂为主, 外协代工为辅	自有生产线升级改造	全国自建工厂为主, 外协代工为辅	自建中央厨房, 原材料外采, 部分 OEM 代工	第三方品牌, 自建工厂, OEM 代工
竞争优势	(1) 产品: 特色产品打造与研发经验丰富; (2) 渠道: 终端加盟商相对稳定; (3) 品牌: 区域品牌优势	(1) 原材料: 部分原材料自给自足, 成本控制、协同性好; (2) 生产: 具备规模化生产能力; (3) 渠道: B 端客户协同性高, 物流优势明显	(1) 产品: 产品高度标准化、模式化, 爆款机率大; (2) 渠道: 渠道分销能力强, 冷链运输能力强; (3) 品牌: 品牌知名度高	(1) 产品: 便于洞察消费者偏好, 产品研发能力强; (2) 渠道: 门店辐射范围广, 能为产品带来流量; (3) 品牌: 区域内存在品牌溢出效应	(1) 产品: 平台技术先进, 便于改善产品属性以满足消费者需求; (2) 渠道: 原有仓储物流体系便于嫁接预制菜, 自有终端渠道优势明显, 且自带流量便于引流
毛利率	较强 (20%~30%)	较弱 (5%~20%)	较强 (20%~30%)	强 (30%-40%)	较弱 (10%-20%)
盈利能力	ROE: 10%~30% 净利率: 15%~20%	ROE: 5%-10%左右 净利率: 5%左右	ROE: 10%~20% 净利率: 10%~15%	ROE: 20%~40% 净利率: 10%~15%	ROE: 10% 净利率: 5%左右
长期空间	中等	大	大	中等	中等

资料来源: Wind、《商业观察家》、开源证券研究所

**B 端发力、C 端培育。**当下国内预制菜行业 B 端:C 端约为 8:2。我们认为当下 B 端主要是需求驱动, 以提高标准化和降本提效为导向的餐饮规模化扩张驱动预制菜行业发展。而当下 C 端主要是供给驱动, 以复杂制作工艺、非家常口味、高价的产品为主, 更多是外卖的替代或家常菜之外的补充, 面向高线城市年轻消费者群体。

**图20: B端降本增效, C端主打高品质**


资料来源：中国饭店协会、开源证券研究所

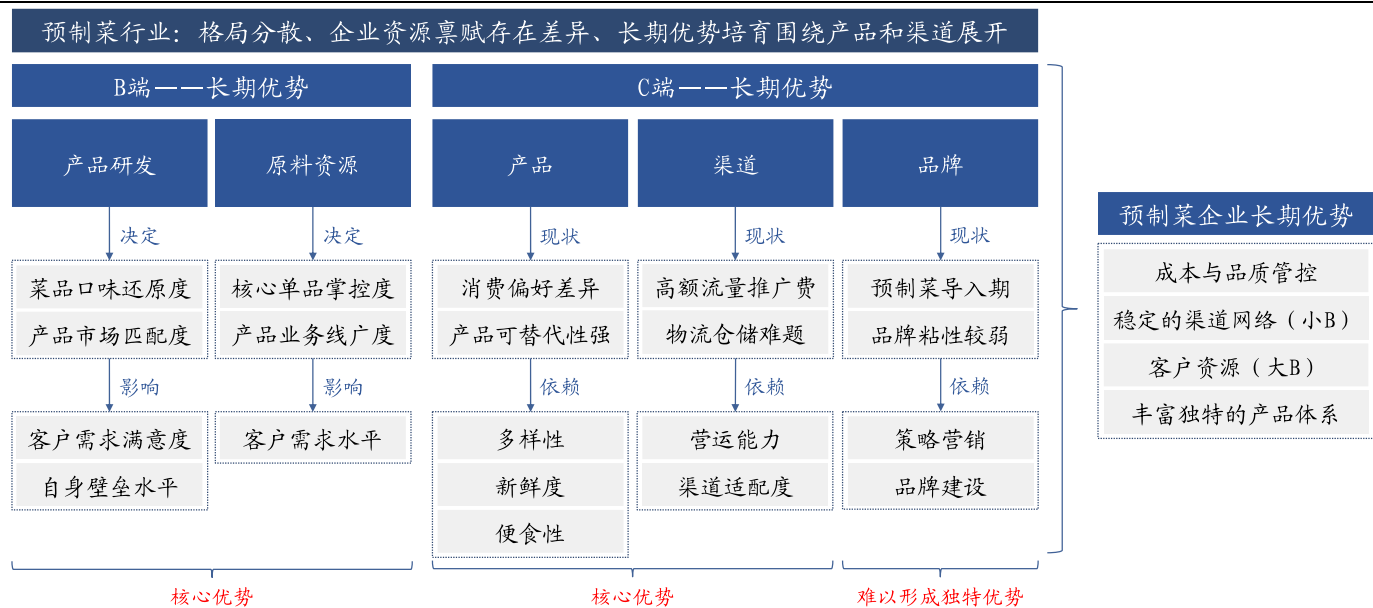
### 2.2.2、当下格局更加分散，看企业长期竞争优势

预制菜行业因为行业门槛低，参与者众多，但很多企业难以形成长期竞争优势，甚至会过于依赖路径。因企业资源能力存在差异，未来发展模式亦将不同。我们认为长期优势的培育在于选品能力、稳定的渠道网络（小B）和客户资源（大B）、成本和品质管控，以及丰富独特的产品体系，其中最核心的仍然是成本管控和渠道网络建设。

**B端看产品研发、看原料资源。**一方面，研发能力决定了预制菜产品的口味还原度和市场匹配度，进而影响客户需求的满意度以及企业自身壁垒的构建水平。另一方面，企业对原料等资源供应链的掌控程度是把握核心大单品的关键，亦是拓展产品业务线的重要推力。例如，预制菜企业可利用供应链优势，通过追加销售、搭配销售和平台化的方式延伸产品线，从而带动客户需求。

**C端降维打击，核心看选品和渠道，品牌难以形成独特优势。**首先，国内消费市场体量较大，消费者饮食偏好存在明显差异，加之预制菜行业格局分散，多数产品具有较强的可替代性，因而产品的多样性、新鲜度以及便食性成为C端预制菜的核心诉求。其次，由于C端推广会消耗更高的流量成本，预制菜企业的营运能力和渠道适配度成为抢占C端市场份额的关键。而采取新零售和门店模式的企业往往具备更低的获客成本，受运输成本和需求点分散等难题的困扰较小。此外，鉴于C端仍处于预制菜导入期，众多消费者缺少对该类产品的了解与信任，加之部分产品标准化程度较高，故短期内预制菜企业的品牌粘性较弱，难以依赖营销策略和品牌建设取得明显优势。

图21: 预制菜企业长期优势核心仍为成本管控和渠道网络建设



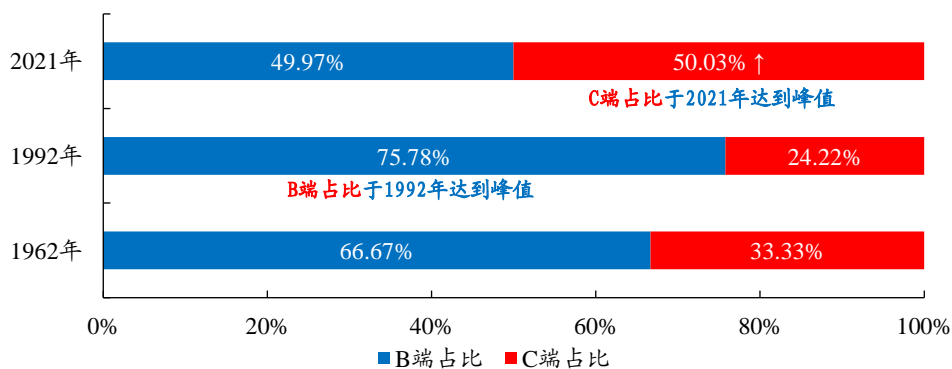
资料来源：中国饭店协会、开源证券研究所

## 2.3、对比日本：经济上行周期、B端先行，经济下行周期、C端接力

### 2.3.1、B端先行、C端接力

日本早期受益于冷链发展、冰箱普及，以及较高占比的水产品饮食习惯，同样以B端需求为先导，驱动速冻食品及预制菜行业走上成熟，产品口感、新鲜度和丰富度上得到显著提升，为C端产品发力奠定基础。后期随着日本宏观经济经济放缓，外出就餐比例下降，以及家庭小型化、女性就业比例提升，C端预制菜需求逐渐替代B端成为行业主要驱动力。以冷冻行业为例，截至2021年，C端占比首次突破50%，B端占比由1992年峰值下滑至49.97%，行业将迎来C端持续发力的新阶段。

图22: 纵观日本冷冻行业，呈现B端先行、C端接力的发展态势



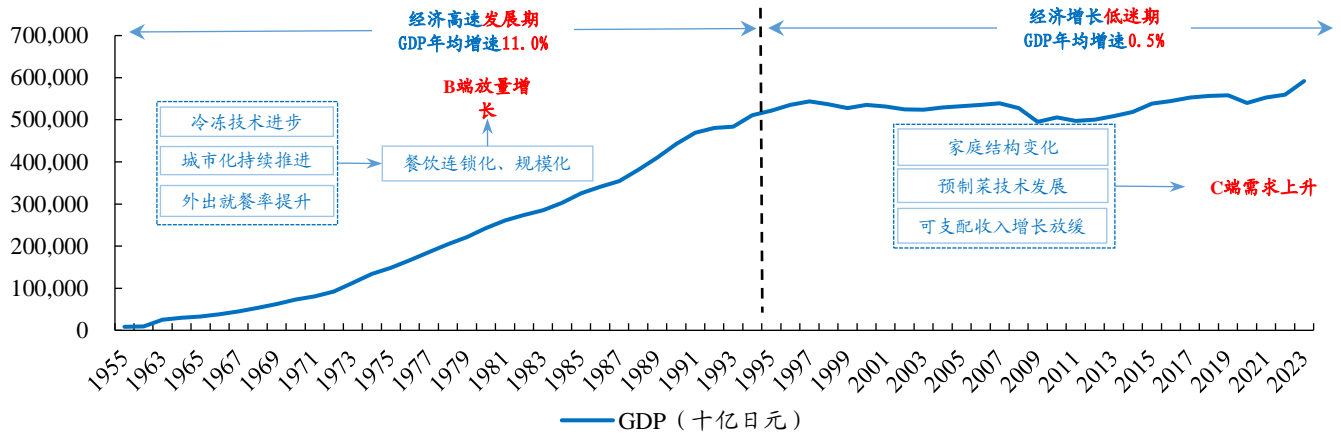
数据来源：日本冷冻食品协会、开源证券研究所

日本城镇化初期餐饮规模化需求带动B端放量迅速增长。（1）冷冻技术发展：冷冻技术的快速发展以及冰箱普及下冷冻食品兴起，1964年东京奥运会采用了安全美味的冷冻食品，受到一致好评，加速冷冻食品行业发展。（2）餐饮连锁化和规模化需求：受益于日本经济快速增长和城镇化率提升，外出就餐比例提升，餐饮企业规模化食材采购需求带动行业持续快速增长。1962-1998 餐饮端需求年均增速达 10%，

期间日冷、日本水产、日鲁渔业率先进入冷冻食品行业，其后加卜吉、明治乳业、雪印乳业、味之素等大企业相继加入，冷冻食品呈现供需两旺、快速发展态势。

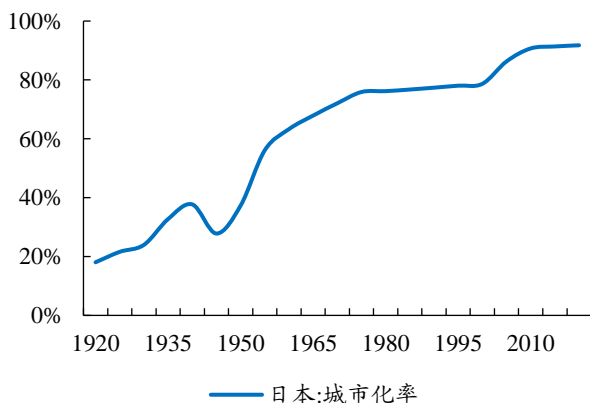
**90年代宏观经济放缓、家庭结构变动、技术进步三大主因共同驱动C端预制菜需求稳步上升。**（1）**宏观经济放缓**：20世纪90年代以来日本经济发展停滞，外出就餐比例下滑。（2）**家庭小型化、女性就业比例提升**：2019年全日本女性就业人数达2977万人，约为1953年的两倍，家庭结构上双职工家庭占比由1989年42.3%递增至2019年66.2%，加之人口老龄化和少子化严重，家庭规模逐步呈现小型化趋势，叠加单身主义和一人食餐饮文化，简单便捷的预制菜需求场景打开。（3）**家电普及、预制菜技术的进步**：90年代日本电冰箱、微波炉渗透率达90%，冷冻食品企业也推出了微波解冻即食且口味鲜美的炸肉丸等产品。2001年日冷推出正宗炒饭，通过企业特殊的生产工艺及不断推陈出新，深受民众喜爱。截止2020年日本冷冻食品超3000种，丰富的品类满足了消费者多样性需求，C端需求稳步上涨。

图23: GDP增长期餐饮需求带动B端放量，GDP平稳期C端需求替代B端逐渐上升



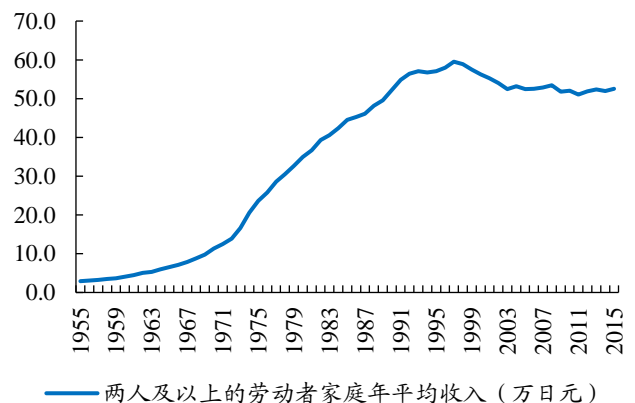
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 1920年以来日本城市化率逐渐提高



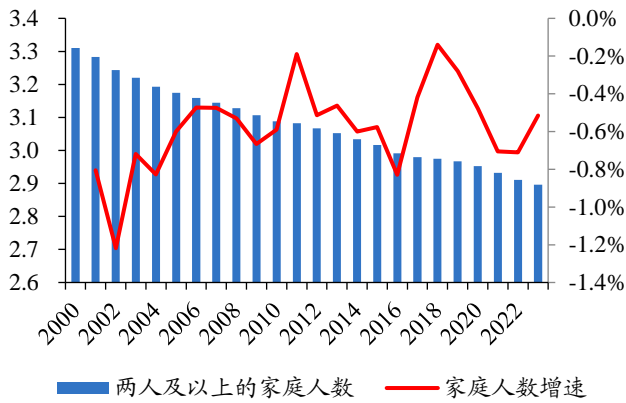
数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 1995年以后日本两人(及以上)家庭年收入趋稳



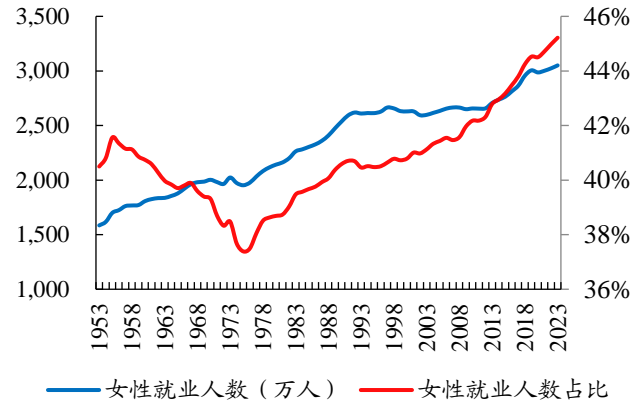
数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 日本家庭规模持续小型化



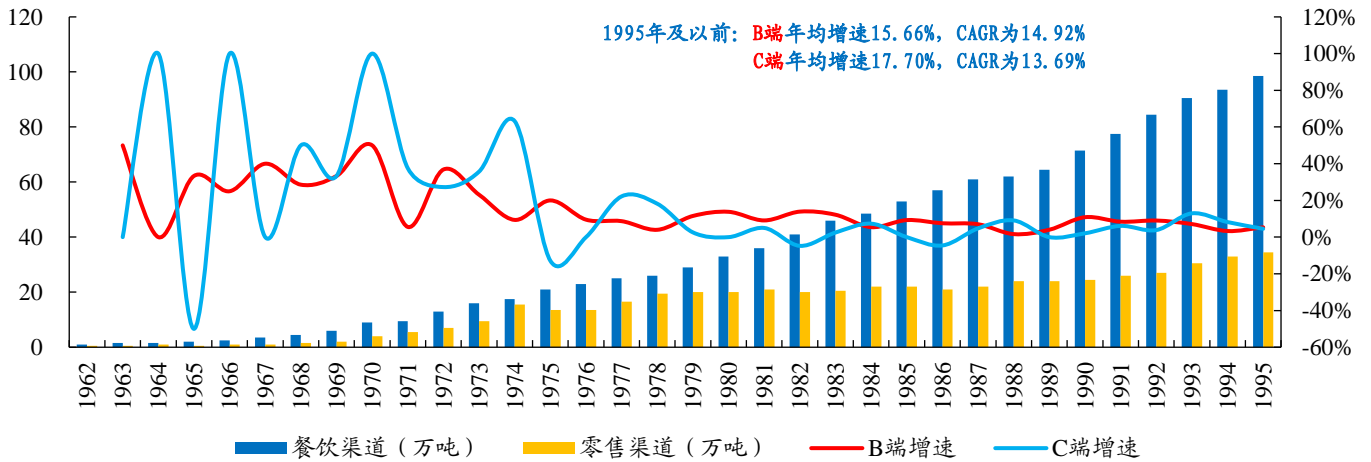
数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 1990年以后日本女性就业比例提升明显



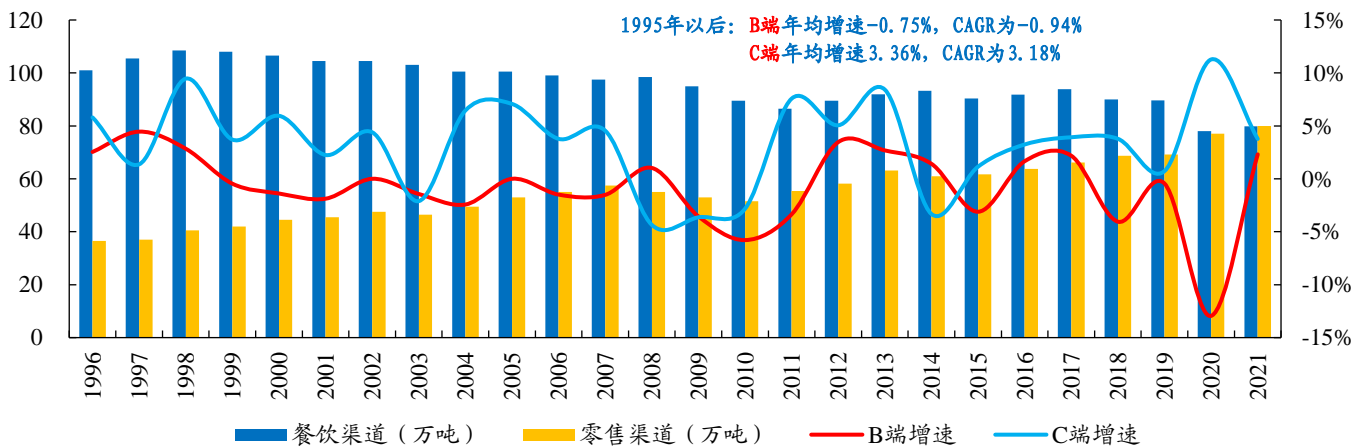
数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 1963-1995年GDP增长期: 餐饮渠道率先放量, C端稳定增长



数据来源: 日本冷冻食品协会、开源证券研究所

图29: 1996-2021年GDP平稳期: B端增速下滑, C端增速优势显露



数据来源: 日本冷冻食品协会、开源证券研究所

**品类逐渐丰富，渠道不断变革，赋予 C 端市场上升潜力。**（1）**品类逐渐丰富：**根据日本冷冻协会数据，2020 年前五大爆款产品分别是炸物、饺子、面条类、米饭类和汉堡包，分别占据 26%、16%、14%、13%、6% 的市场份额，而在 C 端市场稳步增长下，多个企业开始推出新式单品，日冷、味之素、日清等龙头企业开发了意面、中菜等高端产品，yoshikei 等企业则推出了每日送货上门的宅配便当，life foods 的冷冻浆果和冷冻蓝莓等新品也实现销量翻番，品类逐渐丰富，满足了民众的尝鲜需要。（2）**渠道不断变革：**便利店系统的兴起，满足了居民方便快捷的需求，也推动了企业的多渠道变革，如日冷推出了面向便利店和小型商户的高性价比鸡肉单品。便利店终端自有品牌也随之发展，占据了 22.9% 的零售市场。多方发力赋予了日本 C 端市场进一步的上升潜力。

**图30：品类丰富与渠道改革赋予 C 端市场新动能**



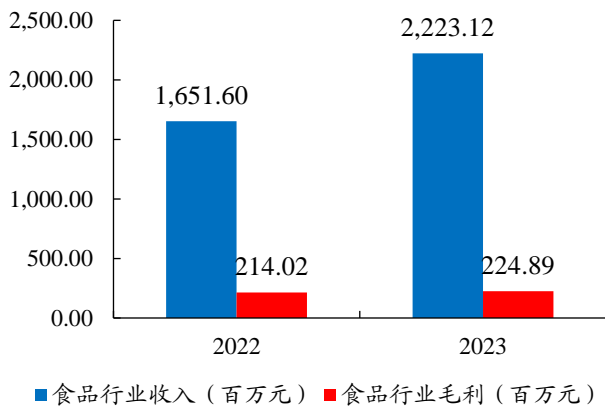
资料来源：日本冷冻食品协会、开源证券研究所

### 2.3.2、格局集中，龙头辈出

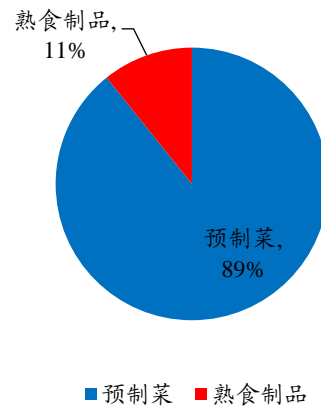
**格局走向集中，龙头辈出。**日本冷冻食品如今为龙头并行格局，陆续出现日冷、丸羽、味之素、加卜吉和日本水产等龙头，前五大龙头占据 80% 市场份额。根据日本冷冻食品协会数据，由于行业具有规模经济特征，2003-2022 年间日本冷冻食品企业从 693 家减少至 363 家，同期工厂数从 840 家锐减至 428 家，平均产量由 2 千吨提升至 3 千吨，行业集中度持续提高。

## 3、预制菜：确定以预制菜为核心主业，开启第二增长曲线

**全力升级预制菜业务，以预制菜为核心的食品业务收入占比提升。**公司食品业务主要包括预制菜和熟食制品的研发、生产和销售。公司预制菜主要聚焦猪肉类，同时通过贸易子公司从国外引入优质蛋白作为补充。龙大美食 2023 年食品业务收入合计 22.23 亿元，同比增 34.60%，在整体营收中占比 16.69%。其中预制菜收入 19.84 亿元，同比增 50.94%；熟食制品收入 2.39 亿元。

**图31: 公司 2023 年食品行业收入 22.23 亿元**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图32: 2023 年食品业务中预制菜占比 89%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

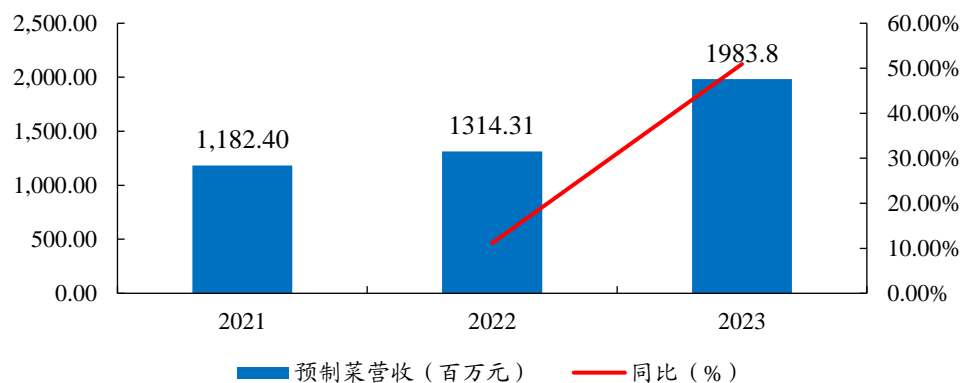
### 3.1、预制菜: 优秀选品和研发能力, 降低成本、支撑大单品放量

深耕猪肉制品预制菜, 不断丰富预制菜产品矩阵。公司的预制产品超过1000种, 按照食材、口味和工艺分为预制食材、预制半成品、预制成品三类。公司围绕中餐、火锅食材、烧烤串类、小吃等消费场景, 依托全产业链优势, 持续开发多款猪肉相关制品预制菜, 同时切入鸡肉、牛肉等品类, 不断丰富打造预制菜产品矩阵, 2022年开发预制菜新产品185款, 其中预制食材类8款, 预制半成品138款, 预制成品39款, 2023年开发预制菜新品113款。

**表5: 公司预制菜包括食材、半成品、成品三类**

分类	操作流程	优势特点
预制食材类	免洗切, 搭配和炒制后可食用	属于高性价比, 精加工产品, 具备较大成本优势
预制半成品类	免洗切、免搭配, 简单炒煎或加热可食用	缩短餐饮企业餐品制作时间 降本增效
预制成品类	免洗切、免搭配、免烹饪, 简单加热或打开包装即可食用	满足年轻群体方便快捷的消费需求

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**图33: 2023 年公司预制菜收入同比增长 50.94%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**表6: 公司不断完善围绕猪肉类的预制菜产品矩阵**

预制菜	分类	产品
预制食材	火锅类	猪黄喉、五花肉片
	骨肉类	带皮五花肉块、去皮五花肉条、猪肋排、猪精肉片、无颈前排、精肉丝
预制半成品	速烹类	红烧肥肠、咕咾肉、黑椒牛柳
	火锅类	猪脑花、猪肚鸡、调理猪肚条、火锅牛排、红油肝片、精制五花肉、筷子牛肉、麻辣牛肉、嫩滑牛肉、香卤肥肠
	火腿/肠/培根类	地道肉肠、培根、经典培根（美式）、西式烟腩片、雪花培根、经典培根、经典惠培根、金品培根、经典腌腩片、优品培根、臻品培根、德驰培根
	丸子类	胡萝卜肉丸、粉条毛头肉丸、萝卜丝肉丸、四喜丸子、撒尿肉丸
	酥肉类	鸡肉小酥肉、糖醋里脊、蜜汁锅包肉、酥肉、茄汁小酥肉、椒香酥肉、椒麻小酥肉、小酥肉
	肉排类	蒜香排骨、厚切猪排
	其他速冻调理类	麻辣金钱肚
	菜肴类	四喜丸子、酸菜肥肠、鱼香肉丝、宫保鸡丁、水煮牛肉、金汤酸菜鱼、水煮肉片、香辣小郡肝、回锅肉、老北京炸肉圆、辣子鸡丁、脆骨丝、黑胡椒烤牛肉、麻油猪脸、飘香掌中宝、红烧肉、红烧牛腩、佛跳墙、鲍鱼捞汁
预制品类	即食类	飘香猪软骨、香酱猪耳、龙大酱牛肉、无淀粉烤肉排火腿

资料来源：公司官网、开源证券研究所

**大单品选品能力强，持续获得突破。**公司 2023 年预制菜收入 19.84 亿元，同比增长 14.90%；2023Q1 预制菜收入 4.58 亿元，同比增长 71.04%。从结构来看，预制食材、预制半成品、预制品分别占比 40%、50%、10%。从当前结构看，预制半成品及成品比例相对较低，未来随着食品工业化持续发展，比例有望持续提升。公司以更高性价比的大单品策略持续占领市场，目前公司已经培育出 5-6 款亿元级别大单品，包括肥肠类、培根类、酥肉类以及预制食材类中的预制五花、预制猪肉类、预制排骨类等。肥肠、酥肉、五花、排骨等均是日常深受消费者喜爱的菜品，拥有广阔的存量市场，未来相关预制半成品规模有望持续扩张。当前千万级别单品包括丸子类、烤肠类、酱卤类产品，这类产品具备亿级销售规模潜力，未来有望随着渠道放量和扩张逐步呈现。

**图34: 公司已经推出肥肠、烤肠等预制菜核心大单品**

## 核心大单品



资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

在产品上贴近前端市场需求和川渝口味制高点研发产品，持续提高公司工业化和预制化生产能力。公司自发力预制菜开始，先后在山东、上海、四川建设国内领先的研发中心，细化出调理制品、中式餐饮、西式冻品和高低温产品研发体系，覆盖川鲁粤闽浙等不同菜系，满足了全国各地消费者的不同口味。其中，**山东研发中心**：依托本地传统肉制品优势负责酱卤产品和高低温产品的研发；**上海研发中心**：负责B端餐饮产品和创新性产品研发，深入大客户及时、便利的技术支持和服务，发掘一线前端需求，收集一线市场反馈助力产品研发，而且一线市场对成本敏感性更高，贴近客户有望提高客户菜品预制化水平；**四川研发中心**：主要负责川渝口味产品和休闲食品的研发，川渝地区一直是国内口味美食的制高点，重口味的川菜也是更容易预制化的菜系，拥有诸多猪肉下水相关的美食菜品，未来有望持续助力公司发力猪肉制品研发。

**表7: 公司在研产品全力发力预制菜**

项目名称	上市产品	产品定位
预制菜类产品	火锅食材类（猪肚鸡、调理猪肚条、红油肝片等）	研究消费客群的生活方式以及餐饮企业降本提效诉求，遵循高性价比、方便加工方向，独立创新与模仿学习结合，开发新品，为公司的打开新的蓝海项目
	水煮丸子类（猪肉马蹄丸、猪肉荠菜丸等）	
	预制食材（黄喉片、带皮五花肉块等）	
	预制半成品（萝卜丝肉丸、椒香酥肉等）	
高端低温火腿类	预制成成品菜（肥肠鸡、肥肠爱上鱼等）	
	老式火腿（主打无淀粉、0色素等产品概念） 无淀粉产品线（无淀粉烤肉排）	满足市场对高品质火腿需求，主打0添加健康概念（无色素、无味精、无蔗糖），提升品牌形象
油炸裹粉类产品 口感研究	酥脆型（茴香酥肉；海底捞-梅花酥肉）	利用引进酥肉流水线，生产各类油炸裹粉类产品，提高设备生产效率，提升利润空间。开发多种类适合多场景的产品，满足B、C端各类客户需求
	配汁炒制型（AB包类锅包肉、糖醋里脊、菠萝咕咾肉） 涮煮型（半天妖-水滑肉）	

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

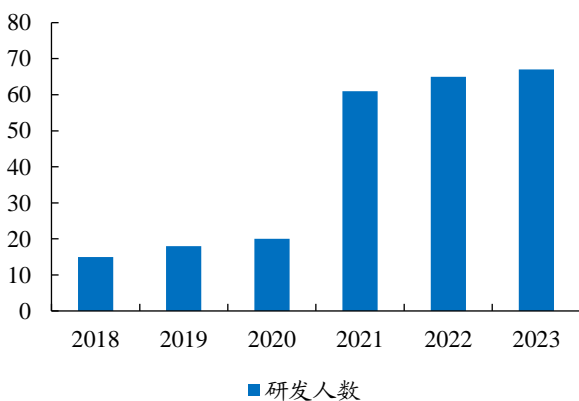
图35: 打造“三位一体”研发体系



资料来源: 开源证券研究所

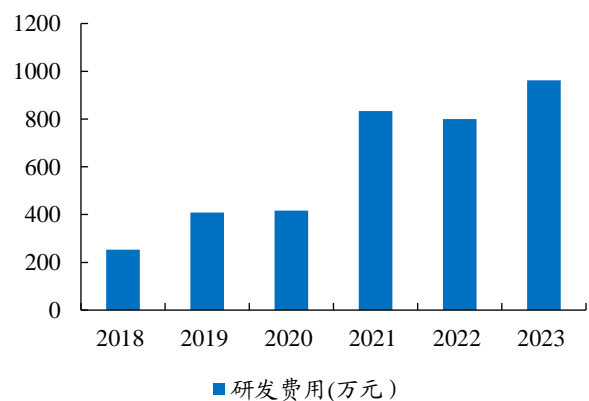
公司加大研发投入, 主动与被动研发结合。公司 2021 年制定食品主业战略以来加大研发投入, 研发费用和研发人员数量大幅增长。公司产品研发以需求为导向, 一方面, 通过被动研发满足客户的菜品定制需求, 与大客户之间形成良好的研发互动机制, 满足现阶段预制菜从“有什么吃什么”到“吃什么有什么”的消费需求升级; 另一方面, 结合原料和供应链优势, 持续推进区域特色食品以及超级大单品的主动研发。

图36: 2021 年以来研发人员数量大幅增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图37: 2021 年以来公司加大研发费用投入



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

为大客户提供定制化研发服务。公司在为餐饮等大 B 客户提供高性价比的预制菜产品的同时, 也提供菜单分析与设计、客户商业回顾、技术解决方案等定制化增值服务, 准确把握不同客户需求, 配备专业团队及时响应, 形成深度合作模式。

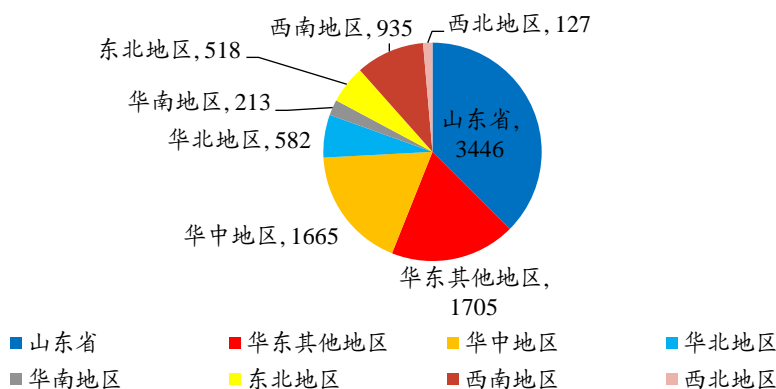
### 3.2、多渠道发力，基础产能支撑预制菜快速发展

#### 3.2.1、多渠道发力，全渠道布局

**多渠道发力、全渠道布局，大 B 小 B 齐发力，兼顾 C 端。**从客户结构上看，公司预制菜客户中，大 B 占比 50%，中小 B 占比 40%，C 端占比 10%。当前餐饮规模化和连锁化趋势明显，B 端预制菜需求大、渗透率快速提升，C 端市场正处于培育阶段。公司预制菜开发以 B 端为主，以大 B 带动中小 B 和 C 端。从大客户结构上看，公司是泰森食品、百胜、荷美尔（中国）等企业年度优秀供应商，同时是海底捞、上海盘古、半天妖、康师傅、家乐福、大润发等各类机构的长期合作伙伴。

**增强大 B 粘性，围绕大 B 需求主动研发、拓展品类。**公司多年来与国内大型餐饮连锁客户合作，具备需求挖掘、产品研发、技术服务和市场开发经验，能满足大客户各种定制化需求，同时产品价格具备竞争优势。公司已经为超过 200 家大型企业客户提供定制化产品服务，包括海底捞、肯德基、麦当劳、西贝莜面村、半天妖、永辉、家乐福、京东、天猫等。公司通过定制化服务丰富客户菜品 SKU、主动拓展市场贴近客户需求，将客户制作复杂、耗时耗力的长尾菜品预制化，通过节省上菜等待时间、降低厨师规模等方式提升效率降低成本。而大 B 客户定制化需求下口味和产品粘性更高，大客户价值有望持续提升。

**图38：2023 年经销商 9191 家，主要分布在华东地区**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**完善中小 B 端经销商渠道，打造样板市场。**中小 B 主要为经销商，面向团餐、中小餐饮企业、冻品市场和生鲜超市等。公司为中小客户提供高性价比、标准化产品，通过预制食品、肉制品、精加工等系列产品供应，拓展中小客户规模，打造华东、西南样板市场。中小 B 端毛利率水平比较低，主要是采用高性价比策略，前期以量抢占市场、扶持政策为主。

**C 端围绕新零售，开展线上线下双轮驱动。**2022 年公司预制菜 C 端收入超过 2 亿，同比增长 110%。其中京东销售额 8700 万，同比增长 425%，叮咚销售额 7899 万，同比增长 33.7%。其他新零售客户如针对舌尖英雄、趣店、锅圈食汇等新型预制菜零售商定制开发，部分月销售额突破 1000 万元。2023 年京东收入突破 9200 万元，C 端销售规模不断扩大。

#### 3.2.2、产能短期无忧，有望支撑预制菜快速扩张

**粮草先行、产能充足，支撑预制菜快速发展。**产能配套方面，公司现有食品产

能 15.5 万吨，在建工厂包括海南洋浦工厂、四川巴中工厂、江苏灌云工厂，全部建成投产后食品产能将达到 33.0 万吨，助力公司实现食品板块全国化布局。未来来看产能不是限制预制菜发展的瓶颈，但基础产能的提前布局有助于公司打造单品、改善研发和生产流程，为长期扩产做准备。

**表8: 持续扩产支撑预制菜发展**

分类	食品业务工厂分布	年产能 (万吨)
已投产	莱阳东厂	15.5 万吨
	莱阳西厂	
	莱阳亚细亚工厂	
	莱阳龙瑞工厂	
	莱阳熟食新工厂	
在建	海南洋浦工厂	17.5 万吨
	四川巴中工厂	
	江苏灌云工厂	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、优势：依托全产业链布局，具备协同优势

**全产业链布局，自上而下切入预制菜赛道。**公司在预制菜领域，相比下游食品加工厂商有原料成本优势，相比上游原料厂商有 B 端渠道优势。**养殖业务：**为食品业务提供品质溯源和原材料成本保障，公司根据客户实际需求进行产能配套。**屠宰业务：**渠道方面，提供共享客户、生产基地和经营网络，公司依托屠宰业务推进食品主业的全国化布局；研发方面，从原料供应板块，进行产品和工艺创新，为食品板块提供更多产品支撑。

**表9: 公司全产业链布局发力预制菜，全面提升预制菜综合能力**

当前预制菜企业痛点		公司优势
成本端	原料价格波动大,影响产品成本及价格	<b>全产业链优势：</b> 养殖、屠宰、进口贸易高效协同，规模化生产，降低费用，控制成本，打造极致性价比的产品
研发端	预制菜产品对色、香、味和产品还原度要求高，有一定的技术门槛	<b>研发优势：</b> “产、学、研”结合，在山东、上海、成都建立预制菜研发中心，大数据和名厨双轮驱动，满足不同口味需求、不同品类预制菜的研发
品质端	缺少行业标准，有主导品类无头部品牌	<b>品控优势：</b> 拥有 26 年出口日本级的优良品质基因，建立了一套科学、严苛、安全的生产加工控制过程，产品全程可溯源，质量符合国际食品检测标准
渠道端	预制菜赛道玩家各类众多，目前 80%集中在 B 端，C 端消费者教育不够，渠道成本过高	<b>B 端服务基础领先：</b> 当前预制菜渠道仍以 B 端为主，C 端处于培育和成长期，公司拥有多年大 B 端服务经验，与上千家知名企业达成合作，有大客户服务基础，客户粘性较强，熟悉客户需求
配送端	预制菜对冷链要求高，物流冷链虽有提升但不健全，C 端最后 1km 配送仍未彻底解决	<b>全国化布局：</b> 依托屠宰厂的全国化布局，预制菜的原材料储存和处理步骤可以在屠宰厂完成，每个生产基地周围配备了完善的供应链系统，可共享物流与渠道，后期可在屠宰厂周边增加预制菜产能，保障产品的全程冷链供应

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

**依托上游工厂，进行全国化布局。**从产能分布看，公司养殖产能主要位于山东省内，屠宰产能（包括在建）基本实现华东、华北、西南、华中、华南区域全覆盖，全国化布局已具雏形。食品工厂主要依附屠宰工厂建设，公司现有食品产能包括莱阳工厂、莱阳亚细亚工厂、莱阳龙瑞工厂、莱阳熟食新工厂，在建食品产能包括海

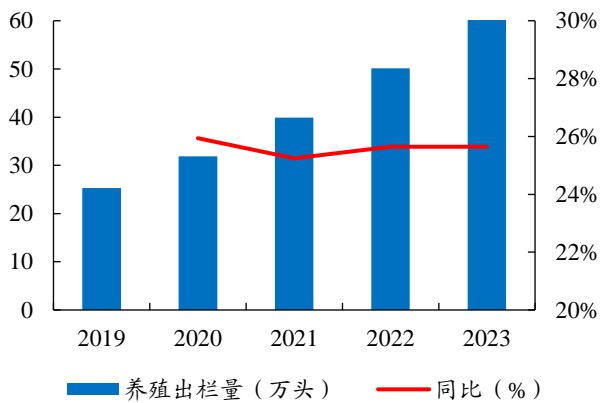
南洋浦、四川巴中、江苏灌云，全部建成后将达 33 万吨，实现食品产能翻倍。随着食品加工厂多地布局，销地产模式下能有效提升物流运输效率，节约运输成本，保障产品新鲜度。

## 4、两翼支撑：养殖屠宰夯实基础，为食品主业保驾护航

### 4.1、养殖：定位产能调配，满足大客户溯源

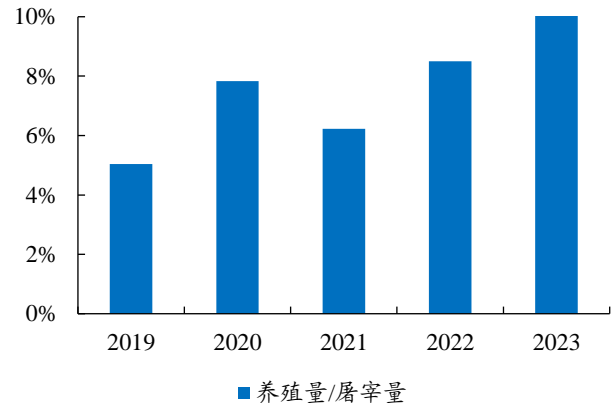
**夯实养殖板块，支撑屠宰业务。** 养殖板块主要满足大客户溯源，定位于产能动态调配，在窗口期贡献利润。养殖生猪大部分供应内部屠宰工厂使用，少量对外销售，总体规模控制在屠宰量的 10%以下。近年来公司生猪养殖出栏量随着屠宰产能持续增长，2022 年生猪出栏 50.12 万头，同比增长 25.65%。

图39：公司养殖板块生猪出栏量稳定增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：养殖出栏量在屠宰量中占比稳定在 10%以内



数据来源：公司公告、开源证券研究所

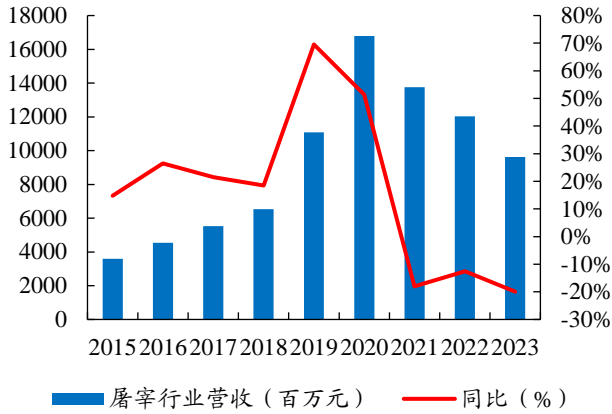
**养殖业务具备成本和安全优势。** 公司主要采取“公司+农户”和自养两种养殖模式，其中仔猪全部由公司自繁自育进行生产；同时自建饲料公司自产饲料进行喂养；并依托生猪屠宰加工，实现猪肉产品终端销售。在猪价较低时，公司通过增加出栏量，以量补充价格降低对养殖利润的影响；同时降低下游成本，提高屠宰、精加工、食品加工板块利润，形成互补。

### 4.2、屠宰：区域龙头走量为主，利润受猪价波动影响

#### 4.2.1、屠宰业务基础扎实，持续扩张产能

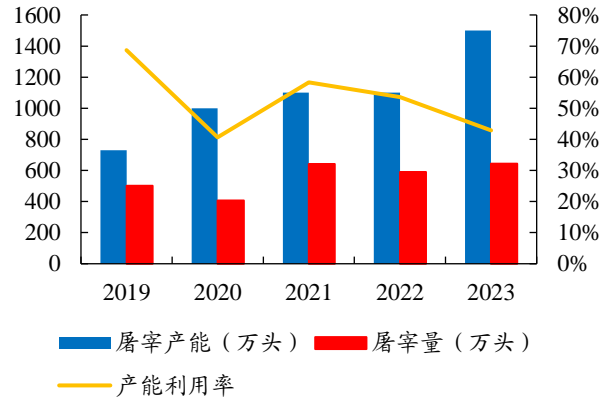
**屠宰业务在收入中占比较大。** 屠宰行业市场竞争分散，2022 年全国生猪定点屠宰企业屠宰量 28537 万头，龙大美食屠宰量 589 万头，占比 2.1%，公司深耕屠宰业务多年，是区域屠宰龙头企业。2023 年公司屠宰行业收入 96.31 亿元，在公司营业收入中占比 72%。上游供给端看，公司屠宰所需生猪主要来自于公司自养的生猪、合资伙伴养殖场供应的生猪以及向第三方生猪供应商采购的生猪。从生猪产品到冷鲜肉及冷冻肉的加工完成需经过宰杀、劈脊、分割和包装等工序，公司能实现从养殖场到终端的全产业链、全程管控、全程可溯体系。

图41: 2023年屠宰板块收入受猪周期影响下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图42: 屠宰量受猪价影响波动大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**行业格局改善, 公司开展全国化布局。**近年来环保趋紧导致上游养殖散户逐步出清, 行业集中度逐渐提升, 伴随屠宰业务从粗加工向深加工转型, 公司屠宰业务盈利能力有望提升。目前, 公司拥有莱阳、聊城、潍坊、黑龙江、河南等 7 个大型屠宰场, 年生猪屠宰能力达到 1500 万头, 同时江苏灌云、四川巴中等项目相继开工, 建设完成后, 年屠宰产能可达到 1500 万头。

表10: 2022年山东省十大屠宰企业

地市	企业名称	屠宰量(万头)	占比 (%)
临沂	临沂新程金锣肉制品集团有限公司	396.4	12%
潍坊	华宝食品股份有限公司	261.03	8%
青岛	青岛新万福食品有限公司	161.46	5%
烟台	山东龙大美食股份有限公司	150.47	4%
临沂	临沂顺发食品有限公司	140.83	4%
临沂	山东汇融肉制品有限公司	98.16	3%
德州	山东千喜鹤食品有限公司	97.89	3%
潍坊	潍坊振祥食品有限公司 (控股子公司)	97.43	3%
德州	德州金锣肉制品有限公司	91.32	3%
日照	日照市康信食品有限公司	85	2%
	前 10 合计	1579.99	46%
	总计	3441.49	100%

资料来源: 山东健康肉产业联合会、开源证券研究所

#### 4.2.2. 精深加工提高盈利能力, 研发和渠道为预制菜提供支撑

屠宰业务销售产品以冷鲜肉为主, 精加工业务经验丰富。公司屠宰行业产品为生食品, 包括冷鲜肉和冷冻肉, 冷鲜肉占比超过 80%, 冷冻肉分普通产品和精加工产品(切丁、丝、片及肉馅等)。屠宰业务利润受生猪产业链上下游价格波动、供需结构影响较大, 公司通过调控屠宰量, 号肉、五花肉入库, 调整鲜冻肉结构比例, 精加工等方式对毛利进行改善调节。屠宰精加工业务主要面向大型餐饮及食品加工企业, 通过精细化后端处理形成适用于不同渠道和市场的产品, 提升生猪单头价值, 改善公司整体盈利和抗周期能力, 为下游预制菜产品的研发提供支持。

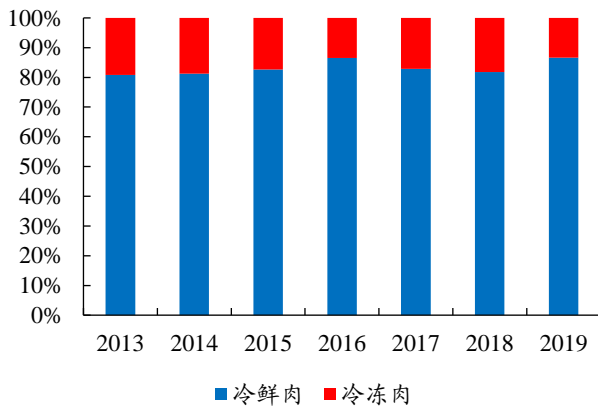
表11: 公司在屠宰精加工综合能力强

屠宰精加工优势	
产品研发能力	研发部门针对客户需求进行定制化及标准化产品研发, 先后开发出黄喉、把子肉、余水猪骨、伊比利亚黑猪五花切片等多款获终端客户认可的产品
柔性生产加工能力	专门建立大客户产品车间, 具备精细化、预制化及小包装产品的生产和加工能力。凭借多年屠宰行业积累、技术革新以及大客户高要求服务经验, 对客户需求进行充分分析理解, 并制定全流程解决方案
品质控制能力	公司品控能力来自出口加工的企业文化所造就的管理制度和业务流程, 过程全封闭、无菌式生产管理, 保证出产品完全符合国际化高标准的卫生要求
客户服务能力	公司能准确把握不同客户需求, 和大客户形成了深度共赢的合作模式, 众多产品由公司和大客户共同研发和改进; 同时公司配备专业团队服务大客户, 实行 24 小时服务机制, 及时响应客户的需求
规模优势	公司以卓越的品质管理和完善的供应链管理体系, 服务于百胜系统、麦当劳系统、荷美尔(中国)、上海梅林、海底捞、通用磨坊等知名企业, 长期主要合作的食品加工业务和餐饮企业客户在 1000 家以上

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

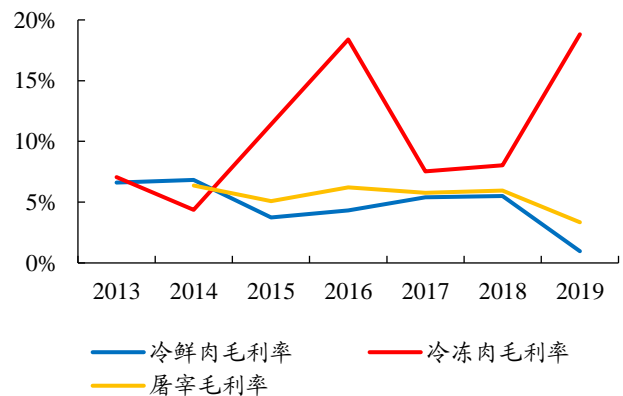
**屠宰业务销售模式以经销渠道为主。**公司 2023 年经销渠道占比 75.64%，主要包括生鲜市场、冻品市场、农贸市场、中小型餐饮连锁、BC 商超等。直营渠道占比 24.36%，主要包括大型餐饮、食品加工企业、连锁商超、自营专卖店、线上新零售和特通渠道等。从经销商数量上看，公司 2023 年经销商数量 9191 个，较 2022 年净增长 236 个。公司在屠宰领域形成先发供应链优势，长期合作的食品加工业务和餐饮企业客户在 1000 家以上，包括百胜系统、麦当劳系统、荷美尔(中国)、上海梅林、海底捞、通用磨坊等。屠宰精加工下游和食品预制菜产品下游高度重合，具备高度协同效用。

图43: 公司屠宰产品以冷鲜肉为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 公司通过鲜肉、冻肉调节利润水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

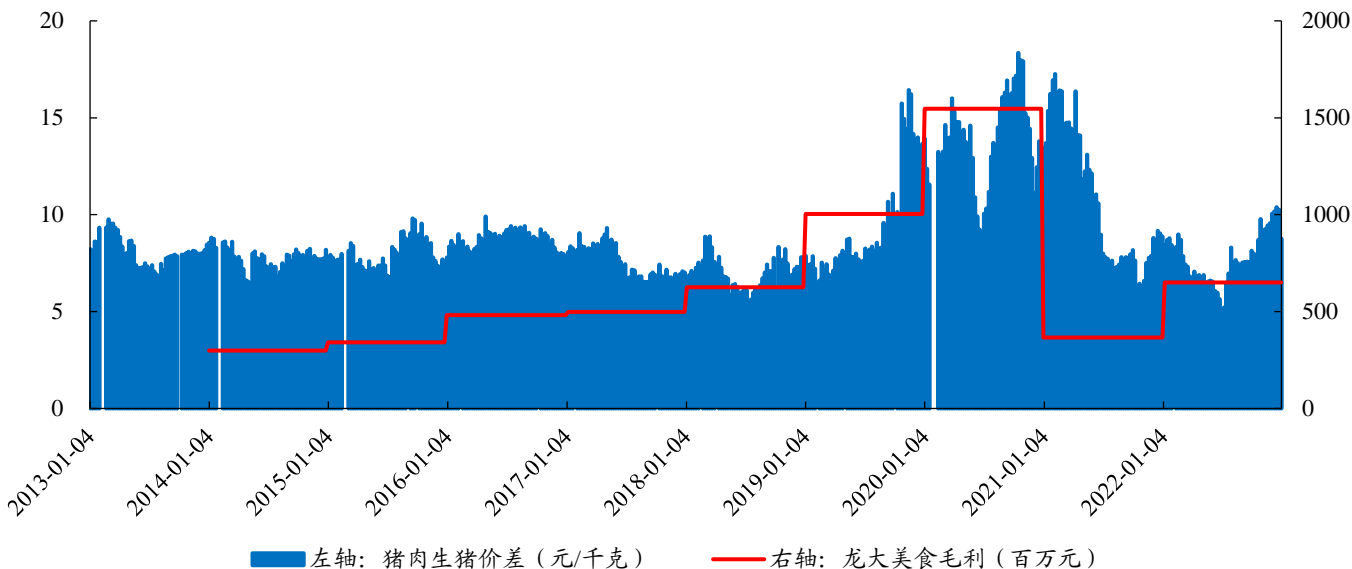
#### 4.2.3、猪价波动影响屠宰利润，占比降低影响有望逐渐缩小

**猪价波动影响屠宰量和头均利润。**2018 年下半年非洲猪瘟在国内扩散，造成母猪、生猪存栏大幅下降，供给端收紧，2019 年 Q3 开始猪价迅速攀升，猪肉生猪价差扩大；2020 年疫情影响屠宰运输受限，供应端持续受阻，价格持续在高位震荡。头均毛利方面，猪肉和猪肉生猪价差维持较高水平，屠宰头均毛利大幅提升；量方面，供需两弱影响下，2020 年屠宰量下降至约 400 万头。

**目前屠宰头均毛利接近底部，屠宰利润有望迎来改善。**2020 年下半年供给端产能不断恢复，能繁母猪产能恢复，2020 年末旺季以后猪价进入下跌通道，2022 年猪

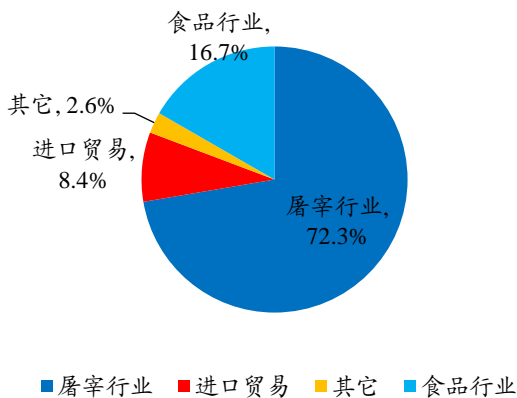
价在底部震荡，猪肉生猪价差收窄，屠宰毛利大幅下跌。屠宰量方面，供给端修复同时，猪价下跌释放需求，屠宰量提升，2022年和2023年屠宰量分别为589万头、644万头。

图45: 2013-2022年公司整体毛利与生猪猪肉价差正相关



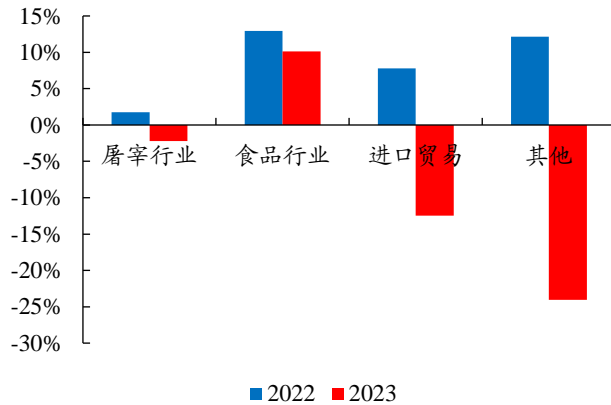
数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 2023年食品行业营收占比超过15%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图47: 2023年猪价影响短期毛利率表现



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

当前公司主要有食品加工与生猪屠宰两大核心业务。其中食品加工业务中预制菜是主要增长驱动，预制菜行业方兴未艾，预计公司预制菜业务仍保持30%以上增长。生猪养殖及屠宰受猪周期影响较大，当前猪价低迷，猪价有望随着产能去化于2024H2之后逐渐企稳，屠宰业务有望逐渐扭亏。

预计2024-2026年食品业务实现业务收入27.88、37.64、47.76亿元，同比增25.4%、35.0%、26.9%。

预计2024-2026年屠宰业务收入102.15、121.01、152.13亿元，同比增6.1%、18.5%、25.7%。

公司业务包括生猪养殖、屠宰和预制菜三大业务，我们选取生猪养殖板块企业牧原股份、温氏股份、巨星农牧，生猪屠宰及肉制品板块的双汇发展、得利斯，预制菜板块的安井食品作为可比公司。我们预计 2024-2026 年归母净利润 0.95、2.12、3.30 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 77.1/34.5/22.1 倍 PE，相比可比公司，龙大美食 PE 估值高于可比公司，PS 估值低于可比公司，考虑到公司基本面有望迎来拐点，短期养殖及屠宰业务盈利周期性波动对公司业绩影响较大，随着预制菜业务占比持续提升，盈利中枢有望上移。公司预制菜业务快速成长、利润贡献有望提高，养殖及屠宰业务有逐渐改善，首次覆盖给予“增持”评级。

**表12: 相关公司估值**

截止日期	2024/5/20	总市值 (亿元)	EPS			PE			PS		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
	龙大美食	73	-1.4	0.1	0.2	-	77.1	34.5	0.5	0.7	0.6
<b>以下为可比公司</b>											
000895.SZ	双汇发展	900	1.5	1.6	1.7	17.8	16.5	15.5	1.5	1.4	1.4
002330.SZ	得利斯	29	-0.1	0.0	0.1	-	120.3	61.4	0.9	0.8	0.7
002714.SZ	牧原股份	2,697	-0.8	4.5	6.5	-	10.9	7.6	2.0	1.8	1.7
603477.SH	巨星农牧	182	-1.3	2.1	6.7	-	16.6	5.3	2.6	1.6	1.3
300498.SZ	温氏股份	1,459	-1.0	1.7	2.6	-	12.9	8.3	1.3	1.2	1.1
603345.SH	安井食品	295	5.0	5.8	6.8	20.0	17.2	14.8	2.1	1.8	1.6
	平均值						40.2	20.7		1.3	1.2

数据来源：Wind、开源证券研究所。安井食品盈利预测取自 Wind 一致盈利预测。

## 6、风险提示

**原料价格波动。**公司经营稳定性和猪肉价格高度关联。猪价波动影响屠宰量、屠宰头均毛利以及食品主业成本，进而影响公司整体利润水平。

**餐饮需求疲软。**如果消费持续疲软，餐饮复苏不及预期，影响公司下游客户需求。

**市场推进速度。**预制菜行业市场竞争激烈，参与者在市场开拓和新品推广方面存在一定不确定性。

**食品安全风险。**预制菜行业周转快、保鲜等要求更高，如果出现食品安全问题，或影响大客户转而投向其他供应商。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4466	2958	3529	3486	5130
现金	1856	1393	1495	1781	2204
应收票据及应收账款	628	447	0	0	0
其他应收款	67	45	75	68	109
预付账款	199	81	220	139	305
存货	1716	992	1739	1497	2512
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3512	3360	3392	3678	4146
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2005	1698	2045	2474	2976
无形资产	149	135	143	137	138
其他非流动资产	1357	1527	1204	1067	1031
<b>资产总计</b>	7977	6318	6921	7164	9276
<b>流动负债</b>	3345	3343	4083	4327	6245
短期借款	1515	1855	3402	3502	5372
应付票据及应付账款	1206	842	0	0	0
其他流动负债	624	646	681	825	873
<b>非流动负债</b>	1128	1317	1081	911	775
长期借款	1018	1225	989	819	683
其他非流动负债	110	92	92	92	92
<b>负债合计</b>	4473	4661	5164	5238	7020
少数股东权益	184	175	181	186	198
股本	1079	1079	1079	1079	1079
资本公积	832	825	825	825	825
留存收益	1287	-252	-151	66	408
<b>归属母公司股东权益</b>	3320	1482	1577	1739	2057
负债和股东权益	7977	6318	6921	7164	9276

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	941	-589	-868	1146	-299
净利润	100	-1484	100	217	342
折旧摊销	184	198	175	225	283
财务费用	36	74	116	147	181
投资损失	-1	0	-0	-0	-0
营运资金变动	897	72	-1330	475	-1177
其他经营现金流	-274	550	71	83	72
<b>投资活动现金流</b>	-1202	295	-292	-613	-850
资本支出	669	425	208	511	750
长期投资	-600	577	0	0	0
其他投资现金流	67	143	-85	-103	-100
<b>筹资活动现金流</b>	-735	448	-285	-347	-297
短期借款	-405	340	1547	101	1870
长期借款	-10	207	-236	-170	-136
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	18	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-339	-92	-1596	-277	-2031
<b>现金净增加额</b>	-997	154	-1445	186	-1447

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	16116	13318	14294	17034	21082
营业成本	15467	13529	13647	16173	20032
营业税金及附加	22	23	22	28	34
营业费用	172	151	152	166	183
管理费用	267	289	270	322	360
研发费用	8	10	8	10	13
财务费用	36	74	116	147	181
资产减值损失	46	-450	-90	-107	-133
其他收益	19	24	21	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
资产处置收益	-85	-129	-85	-103	-101
<b>营业利润</b>	119	-1351	119	237	362
营业外收入	5	8	6	5	6
营业外支出	12	84	28	32	39
<b>利润总额</b>	111	-1426	96	209	329
所得税	11	57	-4	-8	-13
<b>净利润</b>	100	-1484	100	217	342
少数股东损益	24	55	6	6	12
<b>归属母公司净利润</b>	75	-1538	95	212	330
EBITDA	366	-1116	388	580	793
EPS(元)	0.07	-1.43	0.09	0.20	0.31

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-17.4	-17.4	7.3	19.2	23.8
营业利润(%)	113.2	-1238.1	108.8	98.9	53.1
归属于母公司净利润(%)	111.4	-2140.9	106.2	123.7	55.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	4.0	-1.6	4.5	5.1	5.0
净利率(%)	0.5	-11.6	0.7	1.2	1.6
ROE(%)	2.8	-89.5	5.7	11.3	15.2
ROIC(%)	2.7	-28.6	3.5	5.8	6.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.1	73.8	74.6	73.1	75.7
净负债比率(%)	24.9	115.4	181.4	148.1	186.0
流动比率	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.0	1.9	2.2	2.4	2.6
应收账款周转率	22.2	25.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	30.0	27.2	64.7	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.07	-1.43	0.09	0.20	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	-0.55	-0.80	1.06	-0.28
每股净资产(最新摊薄)	2.92	1.21	1.30	1.45	1.75
<b>估值比率</b>					
P/E	96.8	-4.7	77.1	34.5	22.1
P/B	2.3	5.6	5.2	4.7	3.9
EV/EBITDA	22.8	-8.4	27.5	17.8	14.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn