

龙大美食 (002726.SZ) / 食品饮料

证券研究报告/公司深度报告

2023年6月5日

评级: 买入 (首次)

市场价格: 8.66 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

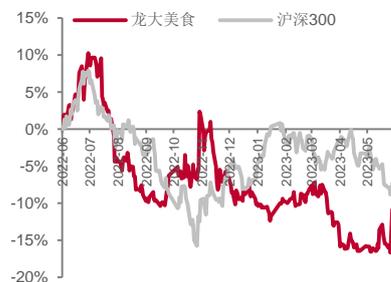
执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,079
流通股本(百万股)	1,077
市价(元)	8.66
市值(百万元)	9,346
流通市值(百万元)	9,328

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,510	16,116	19,618	23,284	26,870
增长率 yoy%	-19%	-17%	22%	19%	15%
净利润(百万元)	-659	75	177	265	376
增长率 yoy%	-173%	111%	135%	50%	42%
每股收益(元)	-0.61	0.07	0.16	0.25	0.35
每股现金流量	-0.08	0.87	-0.43	-3.92	4.00
净资产收益率	-19%	2%	5%	7%	10%
P/E	-14.2	124.0	52.8	35.2	24.8
P/B	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7

备注: 采用 2023 年 6 月 5 日收盘价

报告摘要

- 核心观点:** 本文重点研究了预制菜行业空间和龙大美食的竞争优势, 我们认为中国预制菜行业方兴未艾, 空间较大, 公司具备供应链优势、产品优势和渠道优势。我们看好公司竞争力, 并期待公司预制菜业务打开成长空间。
- 公司概况:** 转型预制菜的屠宰龙头。龙大美食前身创办于 1996 年, 公司坚持以预制菜为核心的食品主体, 以养殖和屠宰为支撑的“一体两翼”发展战略, 致力于发展成为中国领先的食品企业。蓝润发展为控股股东, 实控人资金雄厚。核心团队年富力强, 经验丰富。公司主要产品为预制菜、熟食制品及鲜冻肉, 主要业务为食品业务、屠宰业务和养殖业务, 其中屠宰业务是公司的基础业务, 食品业务是未来发展重心。大客户定制加工为食品业务主要渠道, 华东地区收入占比较高, 全国化稳步推进。
- 预制菜行业:** 寥廓江天, 百舸争流。预制菜是成品菜和半成品菜的集合。根据产品形态和渠道特点, 预制菜可大致分为调理肉制品、料理包、酒店菜、C 端预制菜肴四类。预制菜的 2B、2b、2C 渠道客户诉求各异, 渠道管理较为复杂。中国预制菜行业方兴未艾, 导入期仍不长。对标 80 年代日本, 我国预制菜增长仍可看长远。C 端驱动在于疫情催化+人口结构变化+消费升级+渠道升级。B 端驱动在于成本压力+标准化要求。据我们测算, 我们预计 2030 年预制菜终端规模 7~8 千亿, 出厂口径 6 千亿, 21-30 年 CAGR14%。
- 龙大美食: 多维赋能, 大有可为。**
 - (1) 供应链优势:** 1、公司凭借上游原材料布局优势, 有望保障产品性价比, 提升产品竞争力。2、依托屠宰厂的全国化布局, 预制菜生产中的原材料储存和处理步骤可在屠宰厂完成, 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, 从而通过改善物流解决一般预制菜企业的区域化特征。3、上游食材可溯源可从源头杜绝食品安全问题。
 - (2) 产品优势:** 公司预制食材、半成品及成品全系列产品布局, 聚焦打造大单品。公司高度重视产品创新研发, 在山东、上海、成都建立国内领先的预制菜研发中心, 以大数据和名厨双轮驱动, 满足不同口味需求和不同品类预制菜的研发, 持续优化产品。此外通过食品工业化促进降本增效, 进一步提升性价比。
 - (3) 渠道优势:** 1、大客户: 公司拥有多年大 B 定制化服务经验, 在客户积累方面具备先发优势。2、中小 b: 大客户背书, 积极扩展销售网络。3、C 端: 积极发展新零售, 线上渠道触达消费者。
- 看好公司竞争力和长期发展, 首次覆盖给予“买入”评级。** 我们预计公司 2023-2024 年收入分别为 196.18、232.84、268.70 亿元, 归母净利润分别为 1.77、2.65、3.76 亿元。我们选取同处在预制菜赛道的安井食品、味知香、得利斯作为可比公司, 可比公司 2023 年市值加权平均动态 PE 为 30x。我们看好龙大美食的竞争力, 并期待公司预制菜业务持续突破, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 生猪价格大幅波动风险、预制菜业务拓展不及预期风险、食品安全风险。

内容目录

一、公司概况：转型预制菜的屠宰龙头	- 4 -
1.1 发展历程	- 4 -
1.2 股权结构	- 5 -
1.3 主营业务	- 6 -
二、预制菜行业：寥廓江天，百舸争流	- 10 -
2.1 行业背景	- 10 -
2.2 增长驱动	- 11 -
2.3 行业空间	- 14 -
三、龙大美食：多维赋能，大有可为	- 17 -
3.1 供应链优势	- 17 -
3.1 产品优势	- 18 -
3.3 渠道优势	- 19 -
四、盈利预测与估值	- 21 -
4.1 盈利预测	- 21 -
4.2 估值	- 22 -
4.3 风险提示	- 23 -

图表目录

图表 1: 龙大美食发展历程	- 4 -
图表 2: 蓝润发展 3 次收购龙大美食	- 5 -
图表 3: 龙大美食股权结构 (截至 2023 年 5 月)	- 5 -
图表 4: 公司部分高管	- 5 -
图表 5: 龙大美食产品和业务结构 (2022)	- 6 -
图表 6: 公司分销售模式收入贡献 (2022)	- 7 -
图表 7: 公司分地区收入贡献 (2022)	- 7 -
图表 8: 公司生猪屠宰量	- 8 -
图表 9: 公司屠宰收入	- 8 -
图表 10: 龙大美食生猪出栏量	- 8 -
图表 11: 公司食品行业收入	- 9 -
图表 12: 公司预制菜收入	- 9 -
图表 13: 预制菜细分品类	- 10 -
图表 14: 预制菜不同渠道特征	- 11 -
图表 15: 中国预制菜发展历程	- 11 -
图表 16: 日本冷冻调理品产量 (万吨)	- 12 -
图表 17: 冷冻调理品子品类生命周期	- 12 -

图表 18: 预制菜单品类发展轨迹.....	- 12 -
图表 19: 人均可支配收入 (千元)	- 13 -
图表 20: 我国平均家庭户规模 (人/户)	- 13 -
图表 21: 中国劳动者周平均工作时间 (小时)	- 13 -
图表 22: 中国人口结构	- 13 -
图表 23: 信良记月度成本对照表 (元/月)	- 14 -
图表 24: 各地上市公司预制菜扩产整理.....	- 14 -
图表 25: 预制菜行业空间推演 (亿元)	- 15 -
图表 26: 连锁餐饮预制菜行业增长逻辑.....	- 15 -
图表 27: 餐饮行业租金人工压力.....	- 16 -
图表 28: 中国在线外卖市场规模.....	- 16 -
图表 29: 龙大美食产业布局	- 17 -
图表 30: 龙大美食预制菜代表性产品.....	- 18 -
图表 31: 龙大美食分产品收入与毛利预测 (百万元)	- 21 -
图表 32: 龙大美食盈利预测	- 22 -
图表 33: 可比公司估值表.....	- 22 -
图表 34: 龙大美食三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 24 -

一、公司概况：转型预制菜的屠宰龙头

- 龙大美食前身创办于 1996 年，公司坚持以预制菜为核心的食品主体，以养殖和屠宰为支撑的“一体两翼”发展战略，致力于发展成为中国领先的食品企业。公司厚植产业优势、整合市场资源，在山东、上海、四川建有国内领先的食品研发实验室，构建国内领先的食品生产网络体系，打造具有世界先进水平的食品生产基地，产品不仅畅销国内，还与全球多个国家和地区开展贸易合作。

1.1 发展历程

- **1996-2004 年：初期创业阶段。**1996 年，公司前身“烟台龙大肉类加工厂”成立，定位于对日出口食品加工企业，产品集中在日本正处于发展初期阶段的预制菜，是中国最早生产预制食品的公司之一。2003 年，通过吸收合并，正式成立“山东龙大肉食品有限公司”
- **2005-2013 年：稳步成长阶段。**2005 年经过 10 年的发展与合并，龙大美食深耕山东市场，在山东省形成了深厚的品牌影响力。2007 年，公司成立肉制品生食事业部和熟食事业部，确立肉制品两大产品系。2010 年，公司进行股份制改革，“山东龙大肉食股份有限公司”正式成立，为上市做准备。
- **2014-2020 年：高速发展阶段。**2014 年，公司在深交所上市，产能加速布局，业绩节节攀升，业务渐渐覆盖集种猪繁育、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等肉食品加工“全产业链”。2019 年蓝润集团正式成为公司控股股东，公司产值翻倍提升，形成以屠宰精加工和肉制品为核心，以生猪养殖和进口贸易为配套的“全产业链”经营发展模式，进一步巩固在屠宰行业的领先地位。
- **2021 年至今：食品主体阶段。**2021 年公司明确了“以预制菜为核心的食品为主体、以养殖和屠宰为两翼支撑”的“一体两翼”总体发展战略，为更好的匹配战略，公司名称由“龙大肉食”变更为“龙大美食”。

图表 1：龙大美食发展历程



来源：公司公告、公司官网、中泰证券研究所

1.2 股权结构

- **蓝润发展为控股股东，实控人资金雄厚。**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）分别在 2018 年 6 月、2018 年 8 月、2019 年 5 月向龙大美食原控股股东龙大集团收购总计 29.92% 股份，成为龙大美食新的控股股东。蓝润发展控股集团有限公司是蓝润集团有限公司的全资子公司，蓝润集团创始于 1997 年，多年深耕大消费领域，是一家以食品业为主的大型综合性产业集团，2021 年集团产值高达 730 亿元。

图表 2: 蓝润发展 3 次收购龙大美食

股份转让日期	股份转让数量 (万股)	协议收购价 (元/股)	转让价款总额 (万元)	转让后持股比例
2018 年 6 月	7,560.00	10.06	76,053.60	10.00%
2018 年 8 月	7,560.92	16.00	120,974.72	20.00%
2019 年 5 月	7,485.68	16.43	122,989.72	29.92%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 龙大美食股权结构 (截至 2023 年 5 月)



来源：wind、中泰证券研究所

- **核心团队年富力强，经验丰富。**目前公司高级管理人员平均年龄为 41 岁，正值事业黄金期，能给企业带来源源不断的活力和创造力。业务板块负责人在食品加工领域拥有多年的从业经历，具有丰富的生产管理、品质管控和产品研发等经验，对于行业政策和消费趋势有高度把握和理解。此外，公司目前正在进行股份回购，回购股份用于新一轮股权激励，深度绑定核心团队利益，提高团队积极性，使之与企业的第二增长曲线共同发展成长。

图表 4: 公司部分高管

姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	年龄	履历
王豪杰	代董事长、总经理	2023 年 5 月	男	本科	1977	46	历任河南双汇投资发展股份有限公司集团副总裁兼事业部总经理
张瑞	董事、副总经理、 董事会秘书	2019 年 1 月	男	本科	1981	42	历任怡君控股有限公司法务总监
祝波	董事	2022 年 4 月	男	本科	1982	41	历任万腾实业集团有限公司开发报建部经理
张玮	监事会主席	2022 年 4 月	女	本科	1984	39	历任四川蓝光发展股份有限公司招委会主任
张楠	监事	2023 年 1 月	男	本科	1984	39	历任蓝润集团有限公司监察

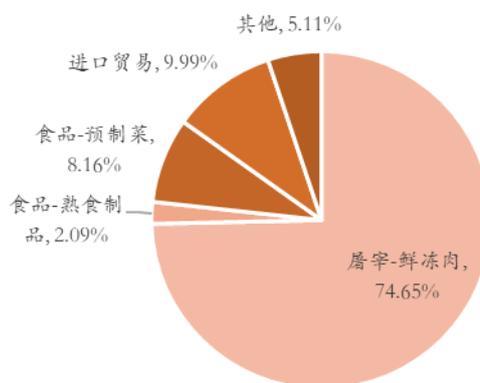
吴战宗	职工代表监事	2022年4月	男	硕士	1983	40	审计中心经理 历任蓝润地产股份有限公司区域人力行政总监,运盛医疗成都科技股份有限公司综合管理部负责人 历任花样年集团(中国)有限公司地产集团副总裁,地产集团助理总裁,中国集团资金部总经理,蓝润集团有限公司首席财务官 历任成都高新区国家税务局税收协管员,蓝润集团有限公司董事会办公室任董办副主任,运盛(成都)医疗科技股份有限公司董事会秘书
张凌	财务总监	2022年4月	女	本科	1978	45	
刘婧	副总经理	2023年1月	女	本科	1988	35	

来源:公司公告、中泰证券研究所

1.3 主营业务

- 公司秉持“一体两翼”发展战略，以预制菜为核心的食品为主体，以养殖和屠宰为两翼支撑，致力于发展成为中国领先的食品企业，为中国人健康饮食提供高品质的系统解决方案。公司主要产品为预制菜、熟食制品及鲜冻肉，主要业务为食品业务、屠宰业务和养殖业务。根据2022年公司年报，屠宰（鲜冻肉）业务依然是最主要的收入来源，占比为74.65%；进口贸易收入占比降至9.99%，排名第三；食品板块占总营收比重迅速提升至10.25%，占比同比增长7.10%，其中预制菜占比达8.16%，占比同比增长11.16%

图表 5: 龙大美食产品和业务结构 (2022)

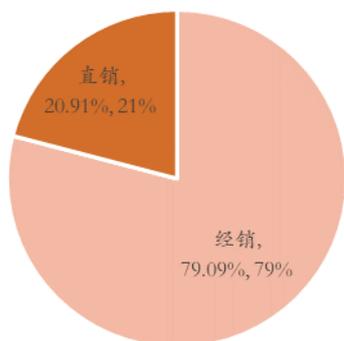


来源:公司公告、中泰证券研究所

- 经销模式为公司整体业务主要构成，华东地区占比较高。目前公司整体以经销模式为主，下游主要面向生鲜市场、冻品市场、中小型餐饮连锁和 BC 商超等，截止 2022 年末，公司各业务合计拥有 8955 名经销商。直营模式主要对接大型餐饮、食品加工企业、大型知名连锁商超、

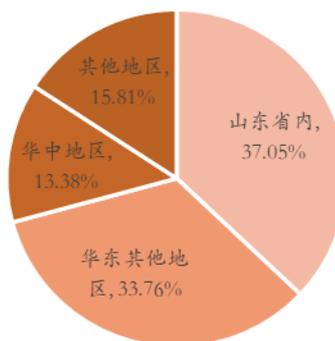
自营专卖店。2022 年经销、直营收入占比分别为 79.09%、20.91%。公司在立足山东市场的基础上，持续推进全国化扩张，山东省内收入占比从 2009 年的 73% 下降至 2022 年的 37%，山东省外的其他华东地区和华中地区为公司主要扩张区域，剔除山东的华东地区收入占比从 2009 年的 13% 提升至 2022 年的 34%，华中地区收入占比从 2009 年的 4% 提升至 2022 年的 13%。随着省外收入占比持续提升，公司逐步从山东区域性领导品牌迈向全国。

图表 6: 公司分销售模式收入贡献 (2022)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

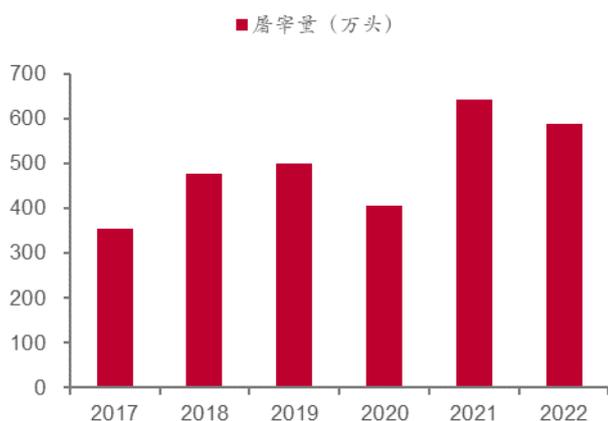
图表 7: 公司分地区收入贡献 (2022)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

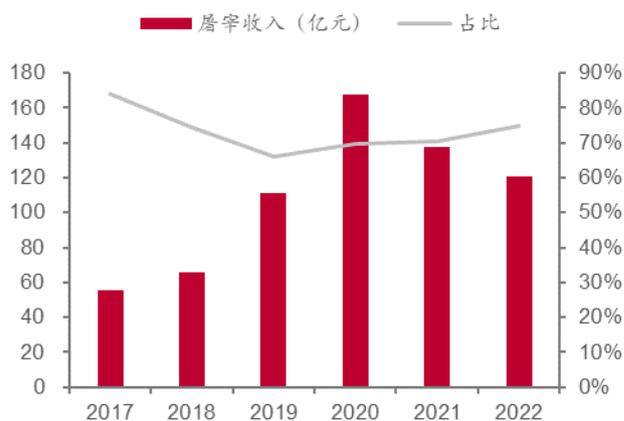
- 屠宰业务: 基础业务, 地位稳固。**公司屠宰业务主要包括生猪屠宰及鲜冻肉的加工业务, 目前公司拥有莱阳、聊城、潍坊、黑龙江、河南等 7 个大型屠宰场, 年生猪屠宰能力达到 1100 万头。2022 年, 公司屠宰生猪 589.36 万头, 实现收入 120.31 亿元。屠宰对外销售的产品主要为冷鲜肉和冷冻肉。冷鲜肉和冷冻肉的主要原材料是生猪, 屠宰所需生猪主要来自于公司自养的生猪和外购的生猪, 从原材料到冷鲜肉及冷冻肉需经过宰杀、劈脊、分割和包装等工序, 采用国际一流进口设备实现全自动生猪屠宰和分割, 生产过程全封闭、无菌式管理, 以确保产品符合国际高标准的卫生要求, 全程冷链直达终端销售, 有效控制微生物等菌类生长繁殖, 从而保证产品质量的稳定性, 真正实现从养殖场到终端的全程管控可溯。

图表 8: 公司生猪屠宰量



来源: 公司公告、中泰证券研究所

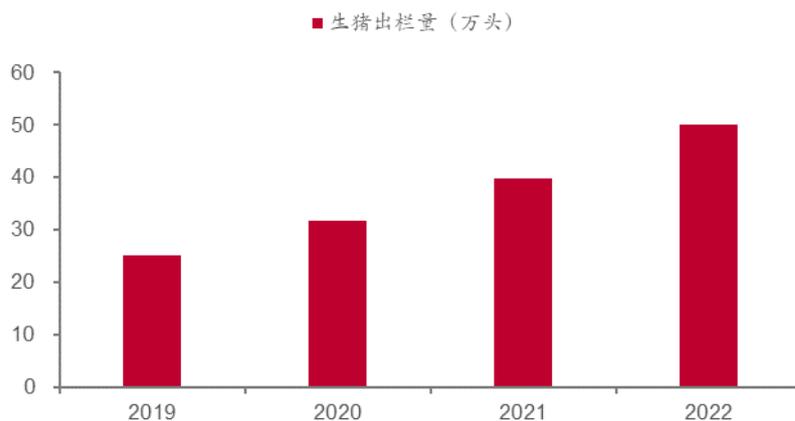
图表 9: 公司屠宰收入



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 养殖业务: 功能布局, 品质保障。**公司养殖业务主要定位于为食品业务把控原材料成本和满足大客户的溯源需求, 并根据大客户的需要进行产能的动态调配。公司养殖业务主要采取“公司+农户”和公司自养两种养殖模式。在“公司+农户”的模式下, 公司通过委托代养的方法与农户合作, 委托模式采取统一规划、统一猪种、统一饲料、统一防疫、统一保健和统一检测全力保障生猪养殖品质。在公司自养的模式下, 公司对养殖场实施完全控制, 公司管理涵盖了从种猪到育肥猪的整个养殖过程。公司通过自建饲料公司, 自产饲料进行生猪喂养, 结合“全产业链”发展模式, 通过全过程质量控制, 为企业客户提供优质的产品供应和品质保障。同时养殖业务作为公司食品业务的支撑, 可以降低原材料采购成本, 提高公司盈利水平, 降低市场风险。2022 年, 公司生猪出栏量为 50.12 万头, 同比增长 25.65%。

图表 10: 龙大美食生猪出栏量

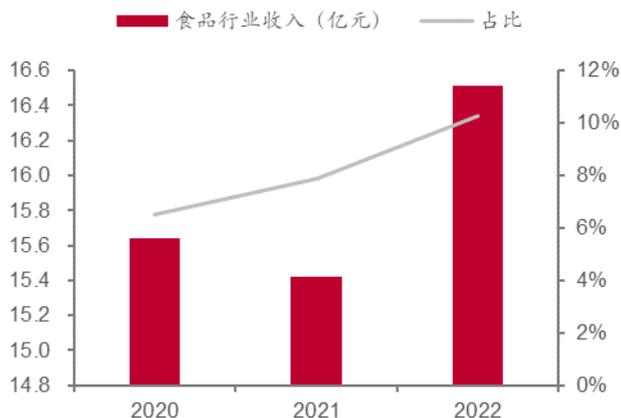


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 预制菜业务: 重点发展, 潜力较大。**龙大美食的预制菜产品按照食材、口味和工艺分为预制食材、预制半成品和预制品, 形成了完整丰富的产品矩阵。2022 年, 公司累计开发预制菜新产品 185 款, 其中预制食材类 8 款, 预制半成品 138 款, 预制品 39 款。同时, 公司聚焦核心需求, 以消费者需求为导向, 打造了肥肠系列、酥肉系列、培根系列、

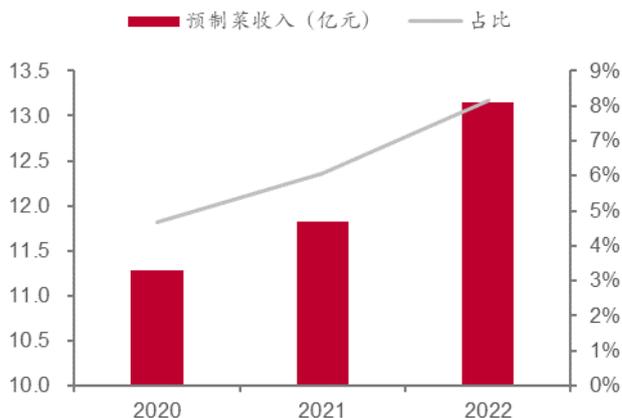
烤肠系列、丸子系列等上亿级、千万级的单品矩阵；其中肥肠系列、酥肉系列、培根系列已实现上亿级收入；烤肠系列、丸子系列未来有望成长为亿元级单品。2022 年公司预制菜业务实现逆势增长，销售额达 13.14 亿元，同比增长 11.16%，占总营收比重为 8.16%，同比提升 2.1pct。

图表 11: 公司食品行业收入



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 公司预制菜收入



来源：公司公告、中泰证券研究所

二、预制菜行业：寥廓江天，百舸争流

2.1 行业背景

- 预制菜是成品菜和半成品菜的集合。**预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，经预加工（如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味）而成的成品或半成品。此外，根据山东绿沃在 2017 年亚洲调理食品大会的定义，预制菜即以十大类食材的两两结合、三三叠加，特征是不改变物理特性、工业化、方便快捷，通常已经过调味过程。从生产工序看，预制菜可分为生制预制菜和熟制预制菜。从生产阶段看，预制菜可分为半成品菜和成品菜。从食用方法看，预制菜可分为即配菜肴、即热菜肴、即烹菜肴和即食菜肴。
- 根据产品形态和渠道特点，预制菜可大致分为调理肉制品、料理包、酒店菜、C 端预制菜肴四类。**
 - （1）调理肉制品：**相比于其他类型预制菜，调理肉制品加工程度降低，且食材组成较少，因此在终端操作上更为简单，应用上也更为普及。常见客户包括团餐、连锁快餐等，因为产品附加值不高，产品性价比和成本优势是关键。
 - （2）酒店菜：**以半成品菜为主，酒店厨师在此基础上再加工，主打宴席市场，对品相、口味均具有较高要求，进入壁垒和附加值都较高，研发实力和客户服务是关键。
 - （3）料理包：**包括冷冻料理包和常温料理包，主要对接小餐饮、外卖店等，下游客户核心关注点在于成本，市场价格较为透明，渠道覆盖和规模优势是关键。
 - （4）C 端预制菜：**传统意义上的快消品，主要有线上新零售模式和线下门店模式，需要承担消费者教育成本。

图表 13：预制菜细分品类

细分品类	概念界定	常见产品	代表企业
调理肉制品	经过滚揉、搅拌、调味和预加热等形成的非即食类肉制品	骨肉相连、鸡柳、奥尔良鸡翅、蚝油牛柳、水晶虾仁	圣农、正大、龙大肉食、凤翔
酒店菜	对酒店、饭店等各类餐厅提供的对食材原料进行初步加工后的半成品菜	烤乳猪、金钱肚、牛仔骨、脆口条	绿进、亚明、聪厨、佳宴食品
料理包	通过速冻技术加工过的烹制食品	台湾卤肉饭、泡菜五花肉、酸辣鸡杂	蒸烩煮、新美香、惠康
C 端预制菜肴	针对零售市场的“快手菜”	惠灵顿牛排、酸菜鱼、小龙虾	味知香、好得睐、珍味小梅园、信良记

来源：中泰证券研究所

- 预制菜的 2B、2b、2C 渠道客户诉求各异，渠道管理较为复杂。**对于 C 端而言，消费者仍对预制菜的品质存在不信任，同时易被概念营销、促销吸引。因此 C 端需要洞察消费心理，以线下曝光增强消费者教育，以营销手段打造消费者心智。对于大 B 端而言，性价比、产品品质、服务甚至容情都会成为影响采购决策的要素，因此渠道开发需要厚积薄发。对于小 b 而言，直接对接小 b 难度较大，大规模的批零终端保证了大众餐饮中预制菜的触及力。

图表 14: 预制菜不同渠道特征

	客户类型	需求	产品	粘性	集中度	核心资源
大 B	酒店/宴席	产品品质和 SKU 数, 有定制化需求	即烹产品	最强		
	连锁快餐	稳定性、性价比与便捷性	即配、即烹、即热产品	较强	单品致胜, 看重产品力和服务能力, 集中度高	大客户
	团餐	食品安全、品质稳定	即配、即烹产品	较强		
小 b	中小餐饮	性价比、便捷性	即烹、即热产品	一般		批零终端
	乡厨	稳定性、性价比	即烹、即配产品	一般		
C	农贸市场	产品品质、健康、性价比	散称即烹产品	较强	百花齐放, 看重品牌力, 集中度高	门店
	商超	产品品质、便捷	包装即烹即热产品	较弱		冰柜/货架
	电商/新零售	口味、便捷	包装即烹即热产品	一般	低	平台/KOL

来源: 中泰证券研究所

2.2 增长驱动

- 中国预制菜行业方兴未艾, 导入期仍不长。**90 年代后随着麦当劳、肯德基等快餐店进入, 我国开始出现净菜配送加工厂。2000 年后深加工的半成品菜企业开始涌现, 但由于条件不成熟, 行业整体发展仍较为缓慢。2014 年之后, 随着餐饮企业降本增效需求增加与外卖的爆发式增长, B 端预制菜步入放量期。2020 年, 因疫情阻断 B 端消费, 餐厅主动将菜品以半成品形式售卖, 加上宅家消费爆发, 直接催化了 C 端消费者教育, 预制菜发展步入快车道。

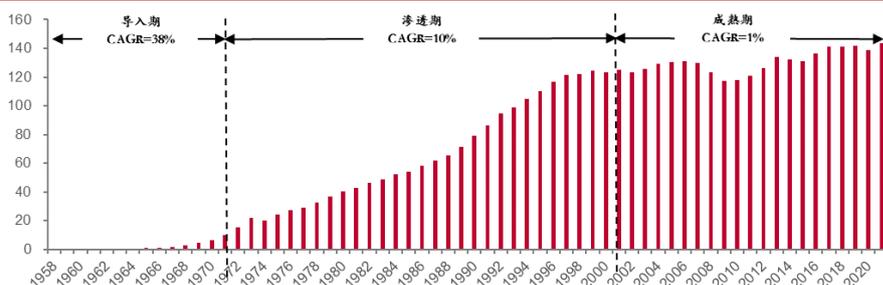
图表 15: 中国预制菜发展历程



来源: 味知香招股说明书、中泰证券研究所

- 对标 80 年代日本, 我国预制菜增长仍可看长远。**日本冷冻调理食品行业进入成熟期的时点要晚于日本的整体经济放缓。日本快餐业的发展始于 1970 年代初, 大阪国际博览会首次展出新型的开放式餐馆。此后肯德基和麦当劳进入日本, 带动了日本连锁快餐业的全面发展。1958-1970 年间, 日本冷冻调理食品复合增速达 38%。日本经济的增速从 1990 年代初期出现显著下降, 1997 年是日本餐饮行业的巅峰期, 此后由于人口红利消失, 日本餐饮行业开始下滑, “内食”逐渐替代“外食”, C 端需求快速增长, 2000 年后日本速冻食品行业才开始进入成熟阶段。对比人均 GDP 水平, 当下中国类似 80 年代的日本, 餐饮业快速发展, 预制菜处于加速渗透的黄金时期, 增长可看长远。

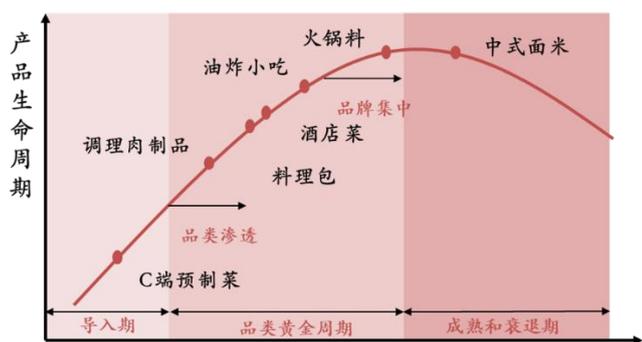
图表 16: 日本冷冻调理品产量 (万吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

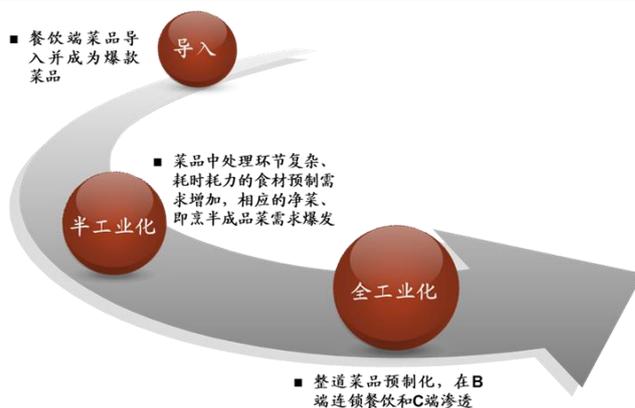
- **预制菜处于品类黄金周期，餐饮菜品推广为单品渗透提供契机。**多品类来看，预制菜处于品类加速渗透的品类黄金周期。从调理食品的产品生命周期来看，汤圆/水饺等速冻米面制品已经进入成熟期，而调理肉制品、酒店菜、料理包等预制菜品类尚处在品类的黄金发展时期，渗透率逐步提升。单品类来看，伴随餐饮菜品推广，单品类具备黄金发展期。预制菜与菜肴密不可分，很多菜通过固定预制菜做出，预制菜本身随菜系的迁移而在不同区域内渗透。

图表 17: 冷冻调理品子品类生命周期



来源: 中国食品、中泰证券研究所

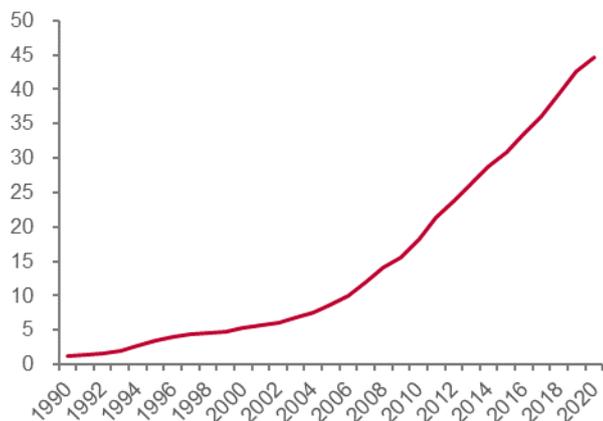
图表 18: 预制菜单品类发展轨迹



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **C 端驱动: 疫情催化+人口结构变化+消费升级+渠道升级。**C 端预制菜的驱动主要在于以下几点: (1) 疫情完成天然消费者教育。疫情影响下堂食不断减少，餐企纷纷推出预制菜产品，推进预制菜消费者教育。2021 年春节，天猫年货预制菜销售同比增长 16 倍，京东数据显示 1-2 人小包装预制菜的成交额同比增长了 3.5 倍。(2) 人口结构变化推进专业化社会分工。①伴随人口老龄化和中国家庭规模小型化趋势，强化了家庭端对于高端烹饪简易化的诉求; ②女性就业比重和人均工作时间呈增加趋势，强化了家庭端对食材操作便捷性需求。(3) 人均可支配收入提高。对于家庭端消费者来说采购预制菜产品往往比采购农产品价格更高。伴随中国人均可支配收入提高，人们对于预制菜的溢价的接受程度与支付意愿将会逐步提高。(4) 便利的渠道提高 C 端预制菜的可得性。根据 CCFA 数据，中国 CVS 行业以 8% 的速度快速增长，同时以味知香为代表的预制菜专卖店也在加速全国化拓店，此外中国新零售渠道世界领先，广泛的渠道让预制菜 C 端渗透成为可能。

图表 19: 人均可支配收入 (千元)



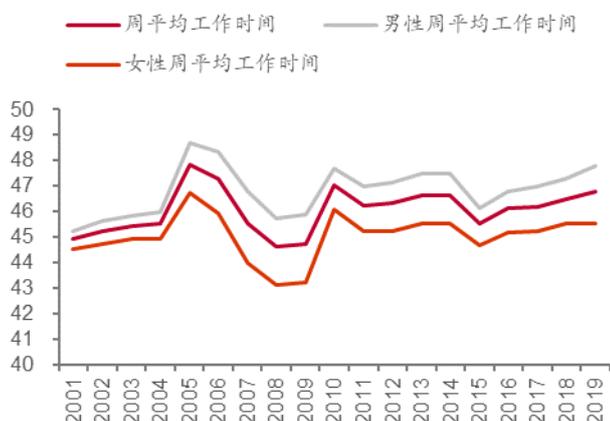
来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 20: 我国平均家庭户规模 (人/户)



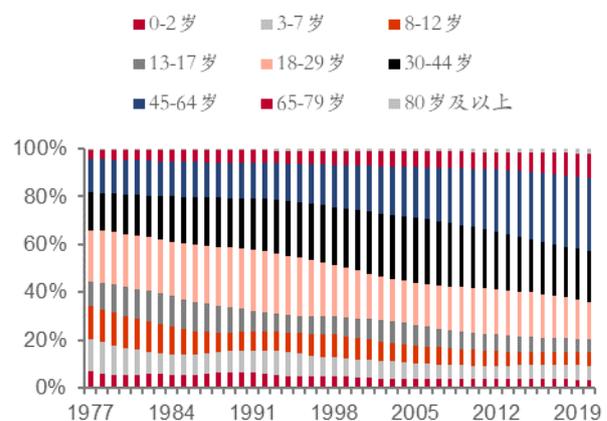
来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 21: 中国劳动者周平均工作时间 (小时)



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 22: 中国人口结构



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

- B 端驱动: 成本压力+标准化要求。**中国 B 端预制菜的驱动主要在于以下几点: (1) 餐饮企业普遍面临的人力、房租、原料压力是最直接的催化。一方面, 随着租金和人力成本持续提升, 倒逼餐企通过预制食材的方式, 减少后厨面积、后厨员工等。根据信良记测算, 使用预制菜模式后, 成本端同比-42%。另一方面, 中餐店物料复杂, 难以在采购上形成协同, 专业的预制菜则具备一定规模优势。以味知香为例, 公司采购量最大的小黄瓜条的采购价格与农业部发布的牛肉批发价格相比, 始终低于市场价。(2) 连锁餐饮和在线外卖的发展对标准化提出更高要求。连锁餐饮对于菜品的稳定性要求较高, 预制菜可以降低其管理的难度; 同时, 预制菜降低了对于厨师的要求, 使得连锁餐饮更具备复制力, 减轻了对于后厨的依赖。另外, 在线外卖的发展也使得备餐时间被压缩, 预制菜则能提高出餐速度。

图表 23: 信良记月度成本对照表 (元/月)

项目	内容	传统模式	使用半成品	成本增减
原材料	原材料成本	15,000	24,000	9,000
	配料成本	3,000	0	-3,000
	原材料损耗	2,500	0	-2,500
	进项税抵扣	0	-3,500	-3,500
	小计	20,500	20,500	0
人工	烧虾大厨	10,000	0	-10,000
	洗虾师	5,000	0	-5,000
	小工	3,000	3,000	0
	小计	18,000	3,000	-15,000
其他	操作间租金	2,000	0	-2,000
合计		40,500	23,500	-17,000

来源: 信良记公司官网、中泰证券研究所

- 供给端驱动: 中国预制菜的投资热为行业扩容提供支撑。**最近两年, 预制菜深受资本喜爱。珍味小梅园、三餐有料、寻味狮、望家欢等预制菜上下游各企业前后都在 2021 年获得融资。专注预制菜的品牌味知香也在 2021 年成功上市。2022 年, 许多上市公司投资上亿, 新建扩建预制菜产能, 抢滩预制菜赛道。资本大量入场, 企业大规模扩产所释放的信号及对未来产能不断增加的预期也强化了消费者及渠道对预制菜的认识。

图表 24: 各地上市公司预制菜扩产整理

企业	扩产计划	产能情况
味知香	募投建设年产 5 千吨的食品用发酵菌液及年产 5 万吨发酵调理食品项目	预计将其产能将从 1.5 万吨/年提升至 6.5 万吨/年
安井食品	拟投资总额约 10 亿元, 在湖北洪湖开展预制菜的生产及加工项目; 57 亿定增落地, 其中新建菜肴制品的产能高达 10.5 万吨。	由 OEM 转向自产, 新项目建设周期均约为 4 年
盖世食品	拟定增 1.6 亿元, 投建“预制凉菜智能制造建设项目”	预计预制凉菜智能制造建设项目年产 1.5 万吨
国联水产	拟 2 亿元用于中央厨房项目, 5 亿元用于水产品深加工扩建项目	央厨项目将新增年产能 4 千吨虾饺、1 万吨烤鱼、4 千吨虾滑、1 千吨酸菜鱼、2.5 千吨米面类海洋食品和 2.5 千吨油炸类水产品; 深加工项目将新增年产能 1.53 万吨小龙虾和 2.97 万吨鱼类深加工产品
龙大美食	打造预制美食研究院和研发中心, 在海南洋浦、四川巴中、江苏灌云等区域投建加工工厂	预计新增设计产能 17.7 万吨/年, 按照目前规划, 未来食品产能将达到 33 万吨/年
金龙鱼	在廊坊、兴平、杭州、重庆、周口等地布局建设了丰厨园区	22 年 3 月, 杭州丰厨园区投产规划产能为: 预制菜 40 吨/天、餐食便当 12 万份/天、酱料 4.8 吨/天

来源: 公司公告、公司官网、投资者互动平台、中泰证券研究所

2.3 行业空间

- (1) 分渠道空间测算: 预计 2030 年预制菜终端规模 7-8 千亿, 出厂口径 6 千亿, 21-30 年 CAGR14%。**

- **餐饮行业收入与构成：**据《中国烹饪协会工作规划》，预计 2030 年中国餐饮收入破 10 万亿；据国家统计局数据，2021 年连锁餐饮收入占比约为 5.2%，同比+0.2pct，假设 22-30 年该比重每年提高 0.2pct。
- **预制菜行业收入：**据中国饭店协会，食材成本占餐饮收入比重约为 39~41%；据《中国烹饪协会工作规划》，当下 B 端预制菜渗透率约 10~15%。假设连锁餐饮预制菜渗透率逐年提高 0.5pct，非连锁餐饮前 3 年逐年提高 0.3pct，之后逐年提高 0.5pct，C 端预制菜占餐饮收入比重提高 0.1pct，求得 2030 年预制菜销售口径收入约 7892 亿，9 年复合增速约 14%。据美团研究院，预制菜的渠道利润约 30%，假设 22-30 年该值保持不变，对应 2030 年出厂口径约 6000 亿。

图表 25：预制菜行业空间推演（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
餐饮行业收入	35,799	39,644	42,716	46,721	39,527	46,984	51,213	55,822	60,846	66,322	72,291	78,797	85,889	93,619	102,044
yoy		10.7%	7.7%	9.4%	-15.4%	18.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
连锁餐饮企业收入	1,635	1,735	1,950	2,235	2,019	2,443	2,765	3,126	3,529	3,979	4,482	5,043	5,669	6,366	7,143
连锁餐饮企业收入占比	4.6%	4.4%	4.6%	4.8%	5.1%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%
连锁餐饮原材料成本占比	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
连锁餐饮预制菜渗透率	10.2%	10.5%	10.8%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%
连锁餐饮预制菜销售规模	65	71	82	96	91	114	135	158	186	217	253	295	343	397	460
非连锁餐饮企业收入	34,164	37,909	40,766	44,487	37,508	44,541	48,447	52,696	57,317	62,342	67,809	73,754	80,220	87,253	94,901
非连锁餐饮原材料成本占比	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
非连锁餐饮预制菜渗透率	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%	10.6%	10.9%	11.4%	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%
非连锁餐饮预制菜销售规模	1,233	1,399	1,538	1,715	1,492	1,826	2,046	2,290	2,561	2,914	3,308	3,750	4,243	4,794	5,408
B端预制菜销售规模	1,298	1,470	1,620	1,810	1,582	1,941	2,181	2,449	2,747	3,131	3,562	4,045	4,586	5,191	5,868
C端预制菜销售规模	370	391	411	430	463	509	606	716	842	984	1145	1326	1532	1763	2024
C端预制菜消费占餐饮收入比重	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
预制菜整体销售规模（终端口径）	1,668	1,861	2,031	2,240	2,045	2,450	2,787	3,165	3,589	4,115	4,706	5,371	6,117	6,954	7,892
预制菜整体销售规模（出厂口径）	1,283	1,431	1,562	1,723	1,573	1,884	2,144	2,435	2,761	3,165	3,620	4,132	4,706	5,349	6,071
yoy		11.6%	9.1%	10.3%	-8.7%	19.8%	13.8%	13.6%	13.4%	14.7%	14.4%	14.1%	13.9%	13.7%	13.5%

来源：欧睿、美团研究院、中国饭店协会、《中国烹饪协会五年工作规划》、中泰证券研究所

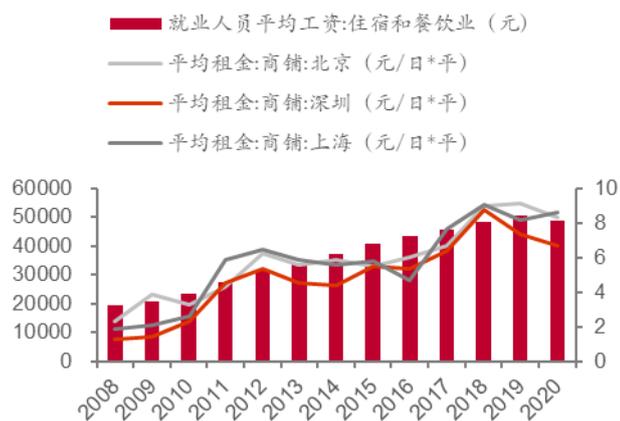
- **连锁餐饮：连锁化+预制化的双重替代。**
- **增长逻辑一：连锁化率提高。**据统计局和餐饮协会数据，2021 年我国连锁餐饮收入占比约为 5.2%，仍有较大提升空间。连锁餐饮对菜品标准化程度要求更高，因此采用预制菜的意愿更强。
- **增长逻辑二：预制菜渗透率提高。**考虑租金、人工等成本逐渐上涨，连锁餐饮使用预制菜的比重亦会提升。
- **空间计算：**据中国饭店协会，食材成本占餐饮收入比重约为 39~41%，考虑连锁餐饮品牌溢价，预计该比重为 39%，并保持不变。假设连锁餐饮企业收入占行业比重每年提高 0.2pct，连锁餐饮预制菜渗透率逐年提高 0.5pct，则 2030 年连锁餐饮预制菜收入规模约 460 亿元。

图表 26：连锁餐饮预制菜行业增长逻辑


来源：中泰证券研究所

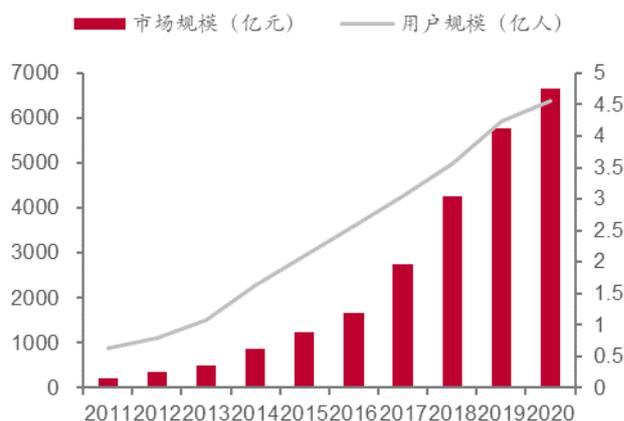
- **非连锁餐饮：伴随外卖持续渗透。**
- **增长逻辑一：租金、人工成本压力倒逼企业降本增效。**非连锁餐饮企业普遍面临更大的人力、房租、原材料等成本压力，利润严重挤压下，非连锁餐饮企业降本增效需求强烈。
- **增长逻辑二：在线外卖进一步渗透拉动料理包需求。**在线外卖在中国餐饮行业进一步渗透，甚至出现了许多专营外卖的档口式餐饮。料理包行业随之进一步扩容。
- **空间计算：据中国饭店协会，食材成本占餐饮收入比重约为 39~41%，**预计非连锁餐饮该比重为 41%，并保持不变。假设 2022~2024 年非连锁餐饮预制菜渗透率逐年提高 0.3pct，伴随渠道渗透，25 年及以后该比重逐年提高 0.5pct，则 2030 年连锁餐饮预制菜收入规模约 5408 亿元。

图表 27：餐饮行业租金人工压力



来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 28：中国在线外卖市场规模



来源：美团研究院、中泰证券研究所

- **C 端：由“肉食”、“肉食”向“肉食”过度。**
- **增长逻辑一：“肉食”、“肉食”对“肉食”的替代。**伴随城镇化率和人均可支配收入提升，餐饮业也仍有一定发展空间。据《中国烹饪协会工作规划》，预计 2030 年中国餐饮收入破 10 万亿。
- **增长逻辑二：“肉食”对“肉食”的替代。**站在长期角度来看，伴随人口老龄化和人口红利消失，餐饮收入增速将有所放缓，甚至出现下滑，人们偏好更为经济、更为便捷的“肉食”，C 端预制菜需求进一步增加。
- **空间计算：据欧睿数据，C 端预制菜销售规模占餐饮收入的比重约为 1.1%。**假设 2022~2030 年 C 端预制菜销售规模占餐饮收入的比重逐年提高 0.1pct，则 2030 年 C 端预制菜销售规模占餐饮收入的比重约为 2%，C 端预制菜收入规模约 460 亿元。

建养殖、屠宰工厂为下游预制菜提供优质可控的原材料，在采购-生产-加工-运输-销售的每一个环节配备专职质量监督人员以实施全方位的食品安全质量保障，全资子公司杰科检测为专业从事食品安全检测的国家级检测机构，负责原料、半成品、成品和辅料等全方位检测，保证产品符合国际化高标准的卫生要求，从源头上保证零风险，使产品质量和食品安全具有可追溯性。

3.1 产品优势

- **预制食材、半成品及成品全系列产品布局，聚焦打造大单品。**当前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、预制半成品和预制成品三大产品系。
- **预制食材**，指免去洗、切的环节，经过搭配和炒制后可食用的预制食品，以带骨猪排、梅花肉片等产品为代表，能为客户提供高性价比的精加工产品。
- **预制半成品**，指免去洗、切、料理的环节，经过简单炒煎或加热，即可食用的预制食品，以小酥肉、酸菜肥肠、水煮肉片等为代表，可缩短餐品制作时间，提高餐厅出餐效率以降本增效。
- **预制成品**，指免去洗、切、搭配、烹饪的环节，简单加热或开袋食用的预制食品，简单便捷，代表产品有红烧牛腩、烤肠等，营养美味，备受年轻一代的青睐。

图表 30: 龙大美食预制菜代表性产品

131核心大单品

CORE PRODUCTS



丸子

丸子饱满多汁，肉香嫩滑，且可用于多种烹饪场景，是大众消费频次较高的食品。龙大美食精研工艺，配料考究，出品后香气浓郁，弹性劲道，鲜嫩可口，蒸煮、油炸、红烧皆宜。



酥肉

香酥、爽口、肥而不油腻的口感让酥肉成为消费者最喜欢的美食之一。龙大美食选用产品精选高品质原料肉制作而成，外酥里嫩，香脆可口，产品形式丰富多样，满足不同客户需求。



烤肠

龙大美食烤肠种类多、规格以及风味可以满足创造各式菜肴的可能。精选高品质原料肉制作而成，食材安心，营养丰富，口感细腻鲜嫩，肉感十足，劲道弹牙。



肥肠

肥肠类产品因其独特风味及口感，日渐成为最受欢迎的美食，尤其在餐饮渠道异军突起。龙大美食精选优质猪大肠，精心清洗，匠心调配，保留肥肠软糯肥美的口感。



培根

培根是西式肉制品三大主要品种之一，均匀分布的油脂滑而不腻，风味十足！龙大美食培根产品肥瘦比例适中，均衡营养与美味，肉质干爽，结实，富有弹性，烹饪损失小。

来源：公司官网、中泰证券研究所

- **公司高度重视产品创新研发，依托研发中心持续优化产品。**龙大美食已在山东、上海、四川三地建立了能满足各个区域口味的预制菜研发中心，并以此为平台，与江南大学、名厨协会等进行合作，保证产品口味。龙大美食打造开放的研发生态，与研发机构、科研院所深化合作，大幅

提升预制菜工业转化效率。

- **四川研发中心：**2021 年建成并投入使用，是龙大美食推进全国化布局的西南总部。成都研发中心主要负责川渝口味产品和休闲食品的研发。
- **上海研发中心：**主要负责 B 端客户的餐饮产品和创新性产品研发。B 端客户是龙大美食的一大优势，加上大型餐饮连锁企业的总部多位于华东区域，在上海设立研发中心，可以快速相应客户需求，更好的为大 B 客户服务。
- **山东研发中心：**是龙大美食成立时间最长的研发中心，主要负责传统的高低温产品和酱卤产品的研发以及对四川和上海研发中心的产品进行生产转化。
- **食品工业化促进降本增效，进一步提升性价比。**龙大美食通过引进奥地利 LASKA、西班牙美达奎米亚、德国 GEA 等国际一流生产设备，构建国内领先的现代化食品加工基地，一整套分割、加工、检测、包装的智能化生产线，相比传统的生产线节省 80%以上的人工成本，规模化生产不仅降低成本摊薄费用，同时也提升了产品工艺和生产效率，成本优势使得龙大美食的预制菜相较于其他竞品更具性价比。

3.3 渠道优势

- **大客户：**公司拥有多年大 B 定制化服务经验，在客户积累方面具备先发优势。在成立初期，公司通过日本股东的资本和技术，建立了系统的品质管理体系，随着与大型知名客户合作的深入，在客户对产品高标准的要求下，公司进一步提升生产加工及品质管控水平，形成了覆盖全流程的标准规范。经过多年发展，公司已经与超过 1,000 家知名企业客户达成合作。公司大客户资源稳固，形成了一批运营能力强，资金实力雄厚，对公司信赖度高的大客户资源。公司内部通过组织专业服务团队，确保快速响应大客户需求，保证主要订单的稳定性。公司对大客户的产品全生命周期管理服务，通过专人专班，为每一个大客户在售前、售中、售后配置至少 3 名服务人员，满足客户对于新品研发和产品品质的需求。公司目前已为超过 200 家大型企业客户提供定制化产品服务，完善的服务体系和优质的产品供应，公司形成了一批运营能力强，资金实力雄厚，对公司信赖度高的大客户资源，如海底捞、肯德基、麦当劳、西贝莜面村、半天妖、永辉、家乐福、京东、天猫等。
- **中小 b：大客户背书，积极扩展销售网络。**基于公司在服务大 B 客户中的背书，将服务大 B 客户中较好的产品进行改进，进行规模化和标准化生产后，通过经销商面向中小 B 进行推广。公司为中小客户提供高性价比的标准化产品，涵盖预制食材、半成品及成品系列的产品，适应其控制成本和快速供给的需要。公司将通过逐步拓展中小客户规模，提高网络渠道渗透率。目前，公司已经为中小客户提供 500 余种产品，

另有近 100 种产品进行储备。2022 年公司经销商数量达到 8,955 家，公司在原有经销商的基础上选择部分优质经销商进行预制菜业务的拓展，截止 23 年 1 季度，公司已开拓预制菜专业经销商接近 1000 家，基本上覆盖了优势区域重点城市。

- **C 端：积极发展新零售，线上渠道触达消费者。**公司积极推进新零售渠道的建设与发展，以新媒体渠道为触点，通过短视频、电商直播等多种方式提升消费者粘性和活跃度，提升电商渠道销售收入。22 年，公司通过京东、叮咚、抖音、快手等平台实现销售收入 2.2 亿元，同比增长 110%，其中京东平台销售 8,660 万元；同比增长 425%，猪肉品类稳居第一；叮咚销售 7,899 万，同比增长 33.7%

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

- 鲜冻肉：**当前公司屠宰产能在 1100 万头/年，考虑到猪肉价格周期性波动影响趋缓且公司屠宰业务后续的产能扩张以及原有客户和新客户对于屠宰业务产品的需求，预计 23-25 年公司屠宰业务收入增速分别为 25%、20%、15%。考虑到公司合理布局生猪养殖，预计鲜冻肉毛利率逐步提升，预计 23-25 年屠宰业务毛利率分别为 3%、3.8%、4%。
- 熟食制品：**产品主要包括较为传统的低温火腿、常温火腿、烤肠等，考虑到疫情影响趋弱，预计未来保持稳健发展，23-25 年收入增速分别为 10%、10%、10%；未来毛利率保持稳定。
- 预制菜：**作为公司未来核心战略，考虑到疫情影响趋弱，伴随公司产能投放和渠道扩张有望实现较快增长，预计 23-25 年收入增速分别为 35%、35%、35%；伴随规模效应逐步体现和产品结构升级，预计毛利率逐步提升，预计 23-25 年预制菜毛利率分别为 11%、11.5%、12%。
- 进口贸易：**贸易业务作为屠宰业务的补充，预计未来规模保持平稳，盈利能力同步趋于稳定。

图表 31：龙大美食分产品收入与毛利预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,101.64	19,509.96	16,116.31	19,617.74	23,283.55	26,869.65
YoY		-19.05%	-17.39%	21.73%	18.69%	15.40%
营业总成本	22,555.04	19,144.37	15,466.85	18704.82	22044.98	25362.09
YoY		-15.12%	-19.21%	20.93%	17.86%	15.05%
毛利率	6.42%	1.87%	4.03%	4.65%	5.32%	5.61%
分业务拆分：						
鲜冻肉						
收入	16373.90	13760.74	12030.77	15038.46	18046.16	20753.08
YoY		-15.96%	-12.57%	25.00%	20.00%	15.00%
成本	15546.67	13558.83	11821.00	14587.31	17360.40	19922.96
毛利率	5.05%	1.47%	1.74%	3.00%	3.80%	4.00%
业务收入比例	67.94%	70.53%	74.65%	76.66%	77.51%	77.24%
熟食制品						
收入	435.61	359.72	337.29	371.02	408.12	448.93
YoY		-17.42%	-6.24%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	306.83	267.13	260.40	283.83	310.17	338.94
毛利率	29.56%	25.74%	22.80%	23.50%	24.00%	24.50%
业务收入比例	1.81%	1.84%	2.09%	1.89%	1.75%	1.67%
预制菜						
收入	1128.80	1182.40	1314.31	1774.32	2395.33	3233.70
YoY		4.75%	11.16%	35.00%	35.00%	35.00%
成本	932.07	1075.40	1177.18	1579.14	2119.87	2845.65
毛利率	17.43%	9.05%	10.43%	11.00%	11.50%	12.00%
业务收入比例	4.68%	6.06%	8.16%	9.04%	10.29%	12.03%

进口贸易							
收入	5567.72	3781.76	1609.59	1609.59	1609.59	1609.59	1609.59
YoY		-32.08%	-57.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	5503.74	3851.27	1483.94	1529.11	1529.11	1529.11	1529.11
毛利率	1.15%	-1.84%	7.81%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
业务收入比例	23.10%	19.38%	9.99%	8.20%	6.91%	5.99%	
其他							
收入	595.61	425.34	824.35	824.35	824.35	824.35	824.35
YoY		-28.59%	93.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	265.72	391.74	724.33	725.43	725.43	725.43	725.43
毛利率	55.39%	7.90%	12.13%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
业务收入比例	2.47%	2.18%	5.12%	4.20%	3.54%	3.07%	

来源：公司公告、wind、中泰证券研究所

- 根据假设，我们预计公司 2023-2024 年收入分别为 196.18、232.84、268.70 亿元，归母净利润分别为 1.77、2.65、3.76 亿元。

图表 32: 龙大美食盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19,510	16,116	19,618	23,284	26,870
增长率 yoy (%)	-19%	-17%	22%	19%	15%
净利润 (百万元)	-659	75	177	265	376
增长率 yoy (%)	-173%	111%	135%	50%	42%
每股收益 (元)	-0.61	0.07	0.16	0.25	0.35
每股现金流量	-0.08	0.87	-0.43	-3.92	4.00
净资产收益率 (%)	-19%	2%	5%	7%	10%
P/E	-14.2	124.0	52.8	35.2	24.8
P/B	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7

来源：Wind、中泰证券研究所

4.2 估值

- 看好公司竞争力与长期发展，首次覆盖给予“买入”评级。我们选取同处在预制菜赛道的安井食品、味知香、得利斯作为可比公司，可比公司 2023 年市值加权平均动态 PE 为 30x。我们看好龙大美食的竞争力，并期待公司预制菜业务持续突破，考虑到公司预制菜业务增速和成长性都较强，同时供应链优势明显，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值表

公司简称	股价	市值(mn)	每股收益 (元)					市盈率(x)				
	2023/6/5	2023/6/5	21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E
安井食品	149.78	43,930	2.8	3.9	4.96	6.32	7.77	53	39	30	24	19
味知香	41.89	5,781	1.5	1.4	2.10	2.77	3.48	29	29	20	15	12
得利斯	5.80	3,693	0.1	0.1	0.14	0.22	0.31	67	114	42	27	18
按市值加权平均值		17,801						51	43	30	23	18
中间值		5,781						53	39	30	24	18
龙大美食	8.66	9,346	-0.61	0.07	0.16	0.25	0.35	(14)	124	53	35	25

来源：Wind、中泰证券研究所

注：除安井食品、味知香、龙大美食外，其余为 Wind 一致预期

4.3 风险提示

- **生猪价格大幅波动风险：**公司屠宰业务的主要关联指标为生猪价格，对于公司成本影响较大，从而影响公司利润端的水平。若生猪价格出现大幅波动，将对公司的经营业绩稳定性造成影响。
- **预制菜业务拓展不及预期风险：**由于预制菜行业及公司预制菜业务处于发展初期，会长期考验公司在产品研发、渠道拓展、品牌营销等方面的竞争力，具备一定不确定性。
- **食品安全风险：**若公司产品出现食品安全事故，将对公司品牌形象产生重大打击，进而影响市场份额。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 34: 龙大美食三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,856	1,962	2,328	2,687	营业收入	16,116	19,618	23,284	26,870
应收票据	7	0	0	0	营业成本	15,467	18,705	22,045	25,362
应收账款	622	727	816	888	税金及附加	22	17	21	26
预付账款	199	488	477	498	销售费用	172	235	279	322
存货	1,716	2,394	7,568	4,402	管理费用	267	294	326	349
合同资产	0	0	0	0	研发费用	8	10	12	13
其他流动资产	67	157	126	131	财务费用	36	62	175	209
流动资产合计	4,466	5,727	11,316	8,607	信用减值损失	-7	-7	-9	-8
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	46	46	46	46
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,791	1,578	1,391	1,226	投资收益	1	1	1	1
在建工程	628	628	628	628	其他收益	19	19	19	19
无形资产	149	170	198	220	营业利润	119	268	398	561
其他非流动资产	943	946	950	951	营业外收入	4	4	4	4
非流动资产合计	3,511	3,322	3,166	3,024	营业外支出	12	12	12	12
资产合计	7,977	9,050	14,482	11,631	利润总额	111	260	390	553
短期借款	1,515	2,354	7,459	3,994	所得税	11	26	39	56
应付票据	632	522	656	808	净利润	100	234	351	497
应付账款	575	532	693	874	少数股东损益	24	57	85	121
预收款项	0	231	69	99	归属母公司净利润	76	177	266	376
合同负债	186	252	374	357	NOPLAT	132	290	508	685
其他应付款	227	227	227	227	EPS (按最新股本摊薄)	0.07	0.16	0.25	0.35
一年内到期的非流动负债	146	146	146	146					
其他流动负债	66	73	81	88					
流动负债合计	3,345	4,338	9,705	6,593	主要财务比率				
长期借款	158	208	138	118	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	861	861	861	861	成长能力				
其他非流动负债	110	110	110	110	营业收入增长率	-17.4%	21.7%	18.7%	15.4%
非流动负债合计	1,128	1,178	1,108	1,088	EBIT增长率	-117.7%	120.1%	75.3%	34.7%
负债合计	4,473	5,516	10,813	7,681	归母公司净利润增长率	-111.4%	134.9%	49.9%	41.7%
归属母公司所有者权益	3,320	3,293	3,343	3,503	获利能力				
少数股东权益	184	241	326	447	毛利率	4.0%	4.7%	5.3%	5.6%
所有者权益合计	3,504	3,534	3,669	3,950	净利率	0.6%	1.2%	1.5%	1.9%
负债和股东权益	7,977	9,050	14,482	11,631	ROE	2.2%	5.0%	7.2%	9.5%
					ROIC	2.9%	5.3%	5.0%	9.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	56.1%	61.0%	74.7%	66.0%
					债务权益比	79.6%	104.1%	237.5%	132.4%
					流动比率	1.3	1.3	1.2	1.3
					速动比率	0.8	0.8	0.4	0.6
					营运能力				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	2.0	2.2	1.6	2.3
经营活动现金流	941	-465	-4,226	4,314	应收账款周转天数	16	12	12	11
现金收益	319	526	734	895	应付账款周转天数	12	11	10	11
存货影响	-149	-678	-5,174	3,166	存货周转天数	38	40	81	85
经营性应收影响	373	-433	-125	-140	每股指标 (元)				
经营性应付影响	159	79	133	362	每股收益	0.07	0.16	0.25	0.35
其他影响	239	41	207	31	每股经营现金流	0.87	-0.43	-3.92	4.00
投资活动现金流	-1,202	-40	-50	-46	每股净资产	3.08	3.05	3.10	3.25
资本支出	-509	-38	-48	-46	估值比率				
股权投资	0	0	0	0	P/E	124	53	35	25
其他长期资产变化	-693	-2	-2	0	P/B	3	3	3	3
融资活动现金流	-735	611	4,643	-3,909	EV/EBITDA	1,136	679	485	395
借款增加	-429	890	5,034	-3,484					
股利及利息支付	-82	-393	-941	-1,067					
股东融资	36	0	0	0					
其他影响	-260	114	550	642					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。