

盐津铺子 (002847.SZ)

新股研究报告

上市定价 (人民币): 9.14-9.14 元
 目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	9.14
发行 A 股数量(百万股)	31.00
总股本(百万股)	124.00
沪深 300 指数	3387.96
深证成指	10052.05

传统特色小品类休闲食品龙头， 扩产能、拓渠道创造新增长

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.520	0.704	0.954	0.841	0.900
每股净资产(元)	1.97	2.68	3.63	3.57	4.47
每股经营性现金流(元)	0.66	0.86	0.84	0.97	1.18
市盈率(倍)	17.58	12.99	9.58	10.86	10.15
行业优化市盈率(倍)	84.30	71.12	71.12	71.12	71.12
净利润增长率(%)	5.31%	35.36%	35.63%	17.53%	7.01%
净资产收益率(%)	26.34%	26.29%	26.28%	23.57%	20.14%
总股本(百万股)	93.00	93.00	93.00	124.00	124.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **湖南领先食品企业，专注于休闲食品细分行业：**盐津铺子是湖南传统特色小品类休闲食品领导品牌之一，主要产品包括凉果蜜饯、休闲豆制品、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品五大品类。公司收入结构基本稳定，其中豆制品(>50%)和蜜饯(>15%)的占比较高。近年来公司收入的增长主要来源于量增，而价格相对平稳。2016 前三季度共录得收入 4.9 亿元/+14% YoY，净利润 6,203 万元/+33.3%YoY，主要得益于原材料成本的下降。
- **渠道发展主张“直营商超主导、经销跟随”：**公司主要通过大型商超的新开门店拓展新市场，在具备一定市场口碑的情况下，发展本地区经销商。2016 年上半年直营渠道的收入占比 55.7%。目前盐津铺子共设 9 个业务大区，44 个地区办事处，拥有 700 多家经销商，覆盖 31 个省、自治区和直辖市。
- **公司毛利高于其他休闲食品公司：**盐津铺子的毛利率稳定在 42% 以上，高于其他休闲食品公司。主要原因在于公司直营商超的销售收入占比较高，需要向商超支付进场费、条码费等各类费用，在销售过程中考虑了需承担的费用，拉升了公司毛利水平。
- **募投扩产能、拓渠道：**公司此次公开发行 3,100 万普通股，每股 9.14 元，总计 2.8 亿元，主要用于休闲食品生产基地建设和电子商务、营销网络的拓展。生产基地预计最快将于 2019 年投产，将新增产能 16,350 吨，比现有产能提升约 60%。而拓展线上渠道，以及挖掘线下营销网络的深度和广度，有利于公司创造新的增长点。

估值

- 公司生产基地建设期两年，预计将在 2019 年投产，而电商和渠道建设也需要一年的时间，业绩预计将从 2018 年起逐渐释放。我们预计 2016-2018 年公司收入为 6.8 亿/7.78 亿/8.69 亿，净利润分别为 8,876 万/1.04 亿/1.12 亿。公司 IPO 发行 3,100 万股，发行后总股本为 1.24 亿股，预计将摊薄 2017-2018 年的 EPS，摊薄后 2016-2018 年 EPS 分别为 0.954 元/0.841 元/0.900 元。
- 根据可比公司估值，洽洽食品渠道主要来自于商超，估值更为合理，参考洽洽 2017 年 PE 估值 18X，给予新股盐津铺子目标价 15 元，“买入”评级。

风险

- 产品销售低于预期；毛利率受成本影响下滑；项目建设速度低于预期；行业竞争加剧。

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
yueshiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、湖南领先食品企业，专注于休闲食品细分行业	4
1.1 产品品类丰富，推新品保持收入增速	4
1.2 渠道“直营商超主导、经销跟随”	6
1.3 股权结构：共同控制人合计持股 90%以上	8
二、中国传统特色小品类休闲食品市场快速发展	9
2.1 传统特色小品类休闲食品发展空间广阔	9
2.2 商超渠道净利高，电商模式发展最快	10
2.3 未来市场集中度向中高端产品提升	11
三、募投项目：突破产能+新品研发+扩充营销网络	12
3.1 休闲食品生产基地：扩大产能，丰富产品品类	12
3.2 食品安全研究与检测中心：加强研发能力，提高食品安全监测水平	13
3.3 电子商务平台建设：打造线上电商平台，成为新的利润增长点	13
3.4 营销网络建设：完善线下营销网络的广度和深度	14
四、盈利预测	16
五、风险提示	17

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司产品系列	4
图表 3：公司报告期内收入、利润稳定（百万元）	4
图表 4：豆制品占产品收入比重过半（1H16）	4
图表 5：豆制品的收入占比提升（百万元）	5
图表 6：豆制品、炒货毛利较高	5
图表 7：主要品类销量（吨）	5
图表 8：主要品类价格平稳（元/kg）	5
图表 9：销售价格及单位成本对毛利率影响（%）	5
图表 10：公司单位成本（元/kg）及毛利率（%）	6
图表 11：公司毛利率高于其他休闲食品公司	6
图表 12：传统大流通渠道和直营商超渠道比较	6
图表 13：渠道收入占比（百万元）	7
图表 14：经销商人数和平均收入	7
图表 15：公司直销渠道毛利率较高	7
图表 16：行业内销售费用率较高	7
图表 17：公司销售费用为工资福利	8
图表 18：来伊份销售费用主要是租金和员工工资	8
图表 19：发行前后公司股本结构	8

图表 20: 小品类休闲食品产值.....	9
图表 21: 小品类休闲食品产量.....	9
图表 22: 小品类分类产值 (亿元)	10
图表 23: 休闲豆制品和素食增速最高.....	10
图表 24: 小品类休闲食品四种渠道.....	10
图表 25: 渠道主要代表公司及情况.....	10
图表 26: 高端产品利润率走高, 低端产品利润率下滑	11
图表 27: 募投项目情况.....	12
图表 28: 各产品销量、均价、产能.....	12
图表 29: 电子商务建设项目预算	14
图表 30: 营销网络建设项目预算	14
图表 31: 新办事处设立计划.....	14
图表 32: 新增直营门店分部.....	15
图表 33: 分产品预测	16
图表 34: 可比公司估值.....	17

一、湖南领先食品企业，专注于休闲食品细分行业

盐津铺子是湖南传统特色小品类休闲食品领导品牌之一，专业从事小品类休闲食品的研发、生产和销售。公司自成立以来，一直专注于发展中国传统特色小品类休闲食品，目前主要产品包括凉果蜜饯、休闲豆制品、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品五大品类。

图表 1：公司发展历程

时间	事件
2005 年	盐津铺子食品有限公司成立，率先推出凉果蜜饯独立散装产品
2007 年	创建豆干厂
2008 年	创建肉制品厂
2010 年	创建坚果炒货厂
2011 年	新建素食、糕点厂
2013 年	扩建凤爪厂
2014 年	创立电子商务有限公司

来源：公司网站，国金证券研究所

1.1 产品品类丰富，推新品保持收入增速

盐津铺子覆盖了小品类休闲食品全产品线，包括五大类近百种产品。在不断研发新口味的同时，公司着力发展小量散称包装食品，以满足客户单次购买对于品种多样化的需求。

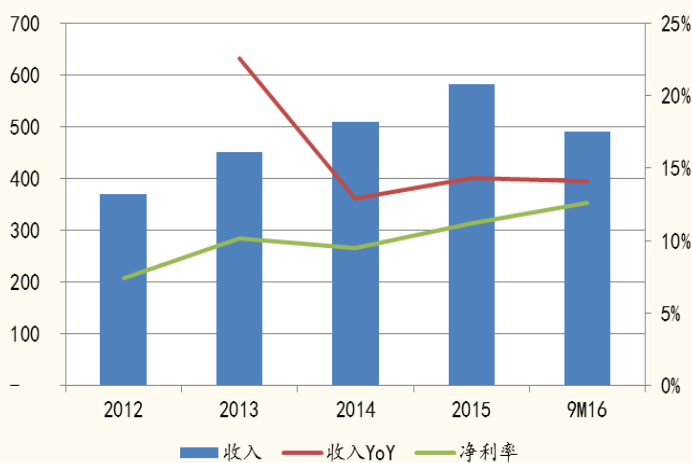
图表 2：公司产品系列

品类	主要产品
休闲豆制品	鱼豆腐、手撕素肉、鲜卤豆干、传统风味豆干、蒸鱼卷
凉果蜜饯	葡萄干、话梅、姜、杨梅、李子、桃肉干、酸枣粒
坚果炒货	青豆、瓜子仁、花生、豆瓣、爆米花
休闲素食	金针菇、杏鲍菇、山椒花生、竹笋
休闲肉制品	凤爪、小鱼仔

来源：天猫旗舰店、国金证券研究所

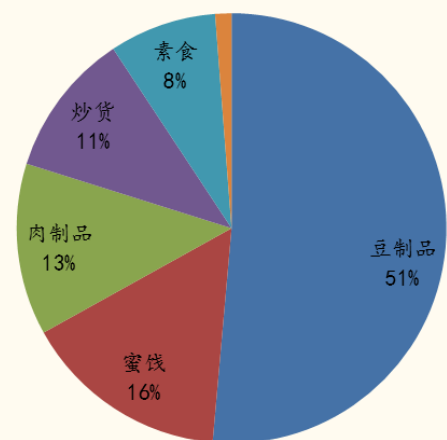
2015 年公司实现营业收入 5.84 亿元，同比+14.4%，录得净利 6,544 万元，净利率同比+1.7ppt。2016 年前三季度录得收入 4.91 亿元/+14.1% YoY，净利润 6,203.7 万元/+33.3%YoY，主要得益于原材料成本的下降。

图表 3：公司报告期内收入、利润稳定（百万元）



来源：国金证券研究所

图表 4：豆制品占产品收入比重过半（1H16）

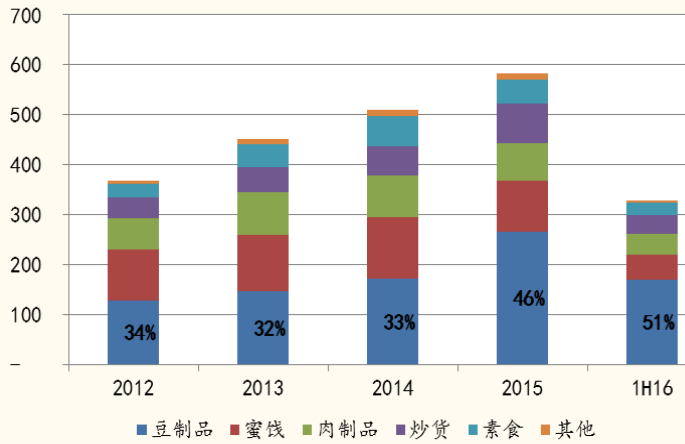


来源：国金证券研究所

■ 公司收入结构基本稳定，豆制品和蜜饯收入占比较高

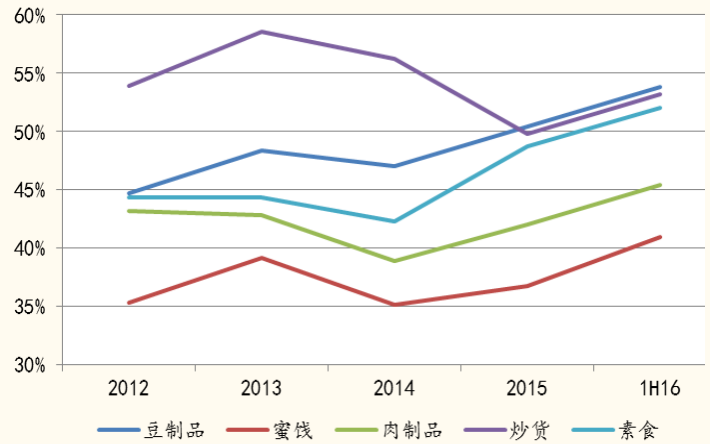
公司收入结构基本稳定，其中豆制品和蜜饯的收入占比较高，同时针对小食品需要创新的特点，近年不断推出鱼豆腐、杏鲍菇、瓜子仁等新产品，成为新的收入增长点。特别是 2015 年推出的鱼豆腐新品，使得豆制品收入占比由 14 年的 33% 跃升至 15 年的 46%。

图表 5：豆制品的收入占比提升（百万元）



来源：国金证券研究所

图表 6：豆制品、炒货毛利较高

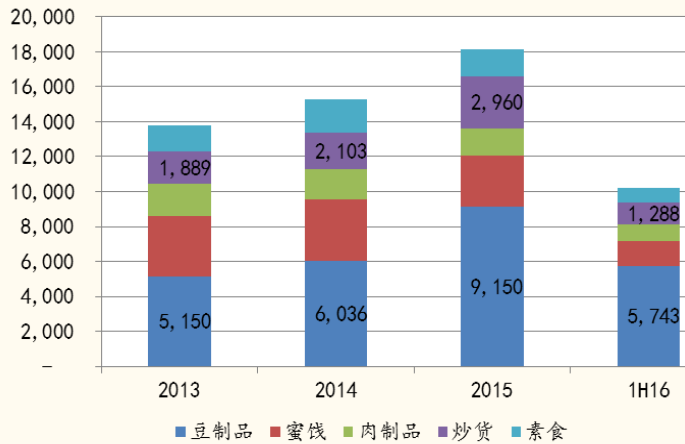


来源：国金证券研究所

■ 收入增长主要来源于销售量的增长

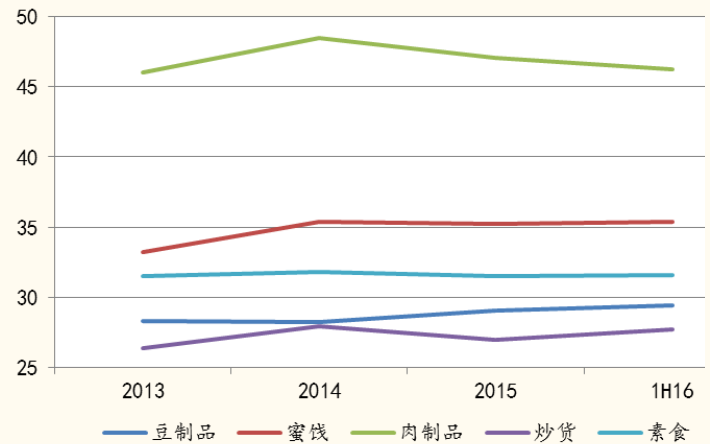
公司近些年收入的增长主要来源于量增，特别是 2015 年受新品的推动，豆制品和炒货的销量增速超 40%，而销售价格相对平稳。

图表 7：主要品类销量（吨）



来源：国金证券研究所

图表 8：主要品类价格平稳（元/kg）



来源：国金证券研究所

■ 毛利率的提升主要来源于原材料成本下滑和自动化水平的提高

2013 年至 1H16 之间，公司原材料整体采购价格呈下降趋势，特别是大豆及大豆油的价格。同时，2015 年增加了自动包装机等自动化机器，提高了效率，单位人工成本呈下降趋势。

图表 9：销售价格及单位成本对毛利率影响（%）

	2014		2015		1H16	
	价格影响	成本影响	价格影响	成本影响	价格影响	成本影响
豆制品	-0.03	-1.31	1.49	1.87	0.57	2.81
蜜饯	3.81	-7.89	-0.37	2.04	0.28	3.94
肉制品	2.91	-6.79	-1.81	4.95	-1.02	4.36

炒货	2.34	-4.69	-1.62	-4.84	1.44	1.99
素食	0.56	-2.61	-0.59	7.04	0.13	3.13

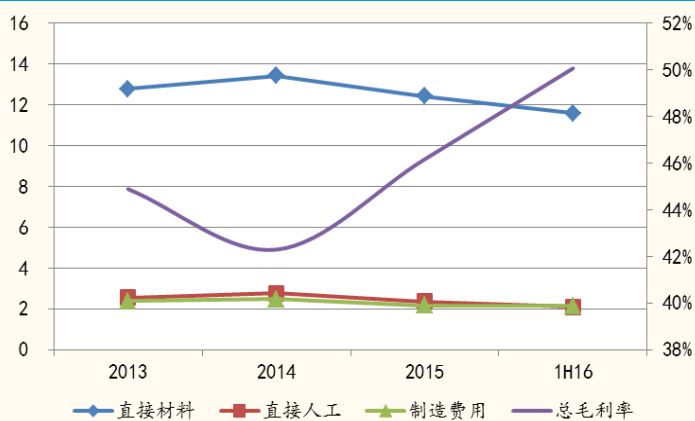
来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 公司毛利率高于其他休闲食品公司

盐津铺子的毛利率稳定在 42% 以上，高于其他休闲食品公司原因在于

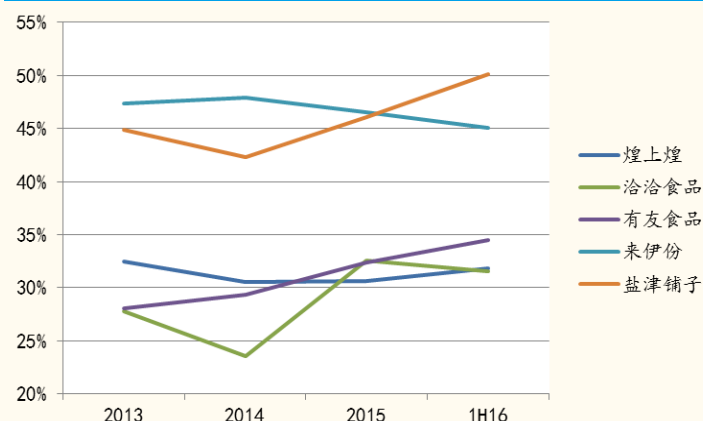
- (1) 盐津铺子主要产品为传统特色小品类休闲食品，此细分行业规模企业较少，具备品牌优势和差异竞争
- (2) 销售模式不同。公司直营商超的销售收入占比较高，需要向商超支付进场费、条码费等各类费用，在销售过程中考虑了需承担的费用，拉升了公司毛利水平。
- (3) 2014 年毛利率下滑 2.6ppt，主要是由于 2014 年 9 月，肉制品受媒体报道其他品牌“双氧水凤爪”事件影响，产销量下滑，单位固定成本上升，同时原材料包材成本上升，引起生产成本上扬。2015 年毛利率迅速恢复正常，主要得益于豆制品新品的销量提升以及原材料价格的下降。

图表 10：公司单位成本（元/kg）及毛利率（%）



来源：国金证券研究所

图表 11：公司毛利率高于其他休闲食品公司



来源：国金证券研究所

1.2 渠道“直营商超主导、经销跟随”

盐津铺子遵循“直营商超主导、经销商跟随”的营销体系战略，采取以点带面、以大型连锁商超带动地区经销商发展的模式。该模式下，公司通过大型商超的新开门店拓展新市场，在具备一定市场口碑的情况下，发展本地区经销商。2013-2016H1 期间，直营渠道的收入占比从 49.9% 提升至 55.7%。

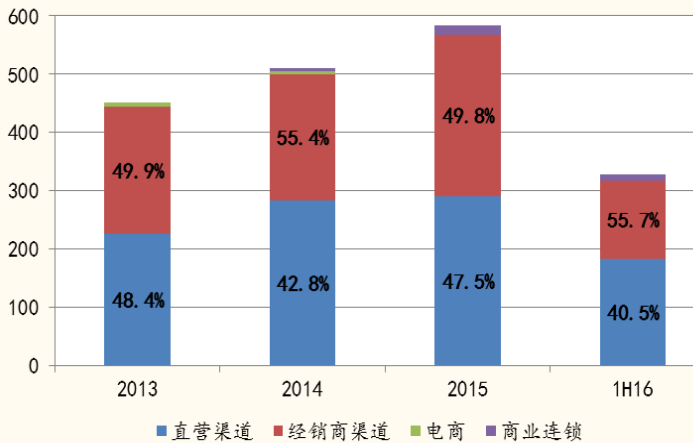
图表 12：传统大流通渠道和直营商超渠道比较

	传统大流通渠道	直营商超主导、经销商跟随
模式	总经销 - 各级分销商 - 零售终端	直营大商超主导，经销商负责中型连锁超市、小型超市、便利店等
产业链定价	依赖经销商拓展市场，实力较强的经销商具备较强的话语权	通过具有示范效应的大型商超确定产品价格，再将价格体系推广至全渠道
新品推广	推广效率和传递时间不及大卖场示范效应	通过增设展示柜台和卖场广告投放，有针对性产品宣传。
市场反应	存在中间环节	直面终端消费者，公司派出专职驻场人员，从事专柜管理、产品促销、信息沟通等工作

来源：招股说明书，国金证券研究所

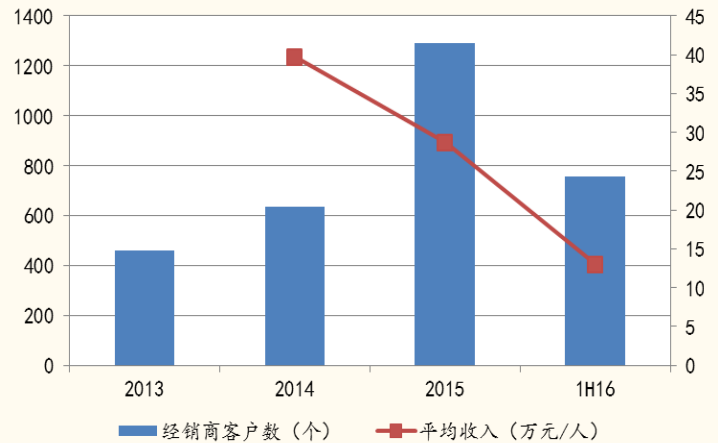
不同于大型商超渠道，经销商渠道包括地区中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等，能够有效填补大型商超渠道外的市场份额，提高产品覆盖面和市场占有率。截至 2016 年上半年，盐津铺子共设 9 个业务大区，44 个地区办事处，拥有 700 多家经销商，覆盖 31 个省、自治区和直辖市。

图表 13: 渠道收入占比 (百万元)



来源: 国金证券研究所

图表 14: 经销商人数和平均收入



来源: 国金证券研究所

■ 调整经销商结构, 探索新兴市场

(1) 2014 年公司除了深耕本土湖南经销渠道外, 还加大了对江西、湖北、云南等新兴市场经销商渠道建设, 并拓展“小商品”特色经销渠道, 14 年经销商数量增长较快, 但由于新兴市场开拓难度较大, 新开拓的经销商销售额普遍较低。

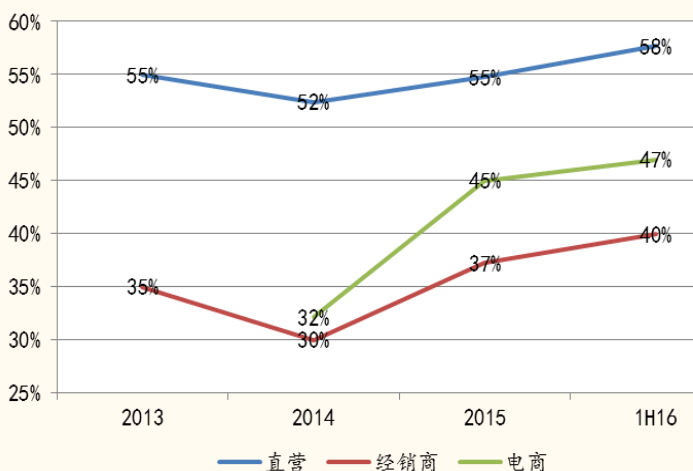
(2) 2015 年, 公司新开发“鱼豆腐”、“满口香”及“小商品”事业部, 并借助成都糖酒会面向全国招商, 从而经销商数量增长较快, 但平均销售额依然较低。

(3) 2016 年, 公司调整策略淘汰了部分销量较低的经销商客户, 集中培养区域实力较强客户, 导致经销商的数量减少较多。

■ 直销毛利最高, 但相应销售费用较多

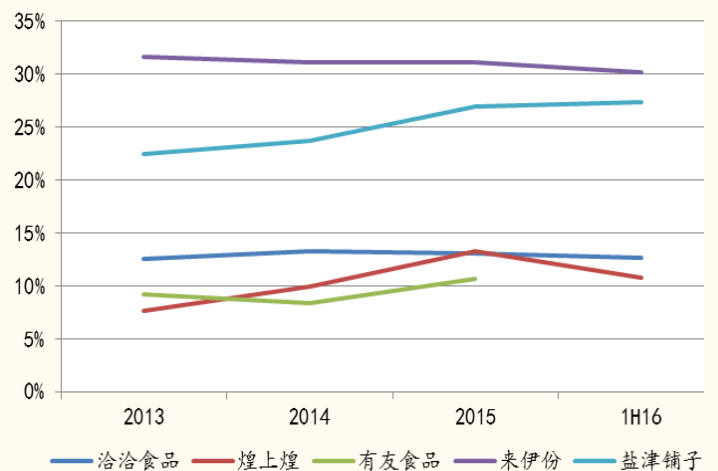
渠道毛利方面, 直营渠道的毛利率最高, 经销渠道最低。毛利差异主要来源于定价模式的不同, 由于直营后期相应的商超费用较多, 扣除该部分费用, 实际利润差异较小。一般来说, 直营渠道定价比例约为卖场指导零售价的 8-8.2 折, 而经销商定价比例约为指导零售价的 5.8-6.3 折。

图表 15: 公司直销渠道毛利率较高



来源: 国金证券研究所

图表 16: 行业内销售费用率较高



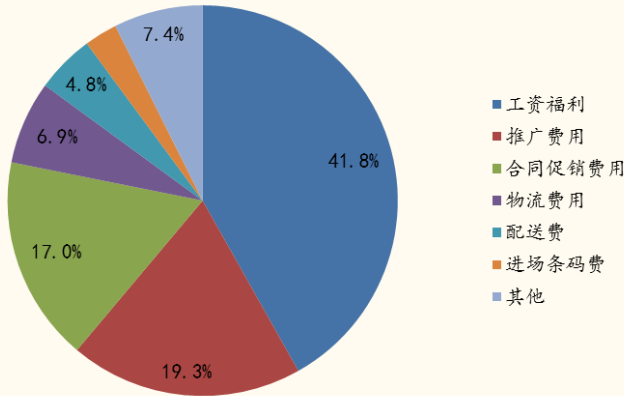
来源: 国金证券研究所

随着销售区域的扩张和规模的扩大, 为了支持市场扩张和产品促销, 公司的销售费用逐年增长, 截至 2016H1 公司销售费用为 27.7%, 高于商超渠道扩张已经十分充分的洽洽的 12.6%, 但低于连锁店模式的来伊份的 30.2%。

商超模式和连锁店模式销售费用比较：盐津铺子的销售费用主要由销售人员工资薪酬、推广类费用、合同促销费用、配送费用等组成。工资及福利费用主要是公司各区域销售人员和直营卖场驻店员工工资、奖金费用组成。而合同类费用主要是大型商超合同约定的促销费用。

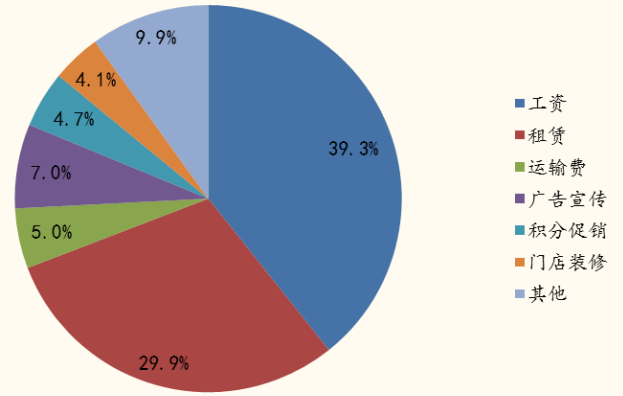
而以街边连锁店为主的来伊份销售费用率高于 30%，主要由于其铺设大量连锁终端店，租金及门店员工工资占销售费用近 70%，而以电商为主的百草味超过 50%的销售费用则投入到物流和推广费中。

图表 17：公司销售费用为工资福利



来源：国金证券研究所

图表 18：来伊份销售费用主要是租金和员工工资



来源：国金证券研究所

■ 深耕大本营湖南市场，向外延伸至华南、华中地区

截至 2016 年上半年，公司大本营所在地湖南省销售占比达 41.58%，一直以来占比较高。在此基础上，公司积极拓展省外市场，产品现在销售已经覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市，包括湖北、江西、广东、广西、贵州、云南等地。

1.3 股权结构：共同控制人合计持股 90%以上

公司控股股东盐津控股直接持有公司 52% 的股份，张学武为公司实际控制人，盐津控股和张学武合计持有公司 66% 的股份。本次发行前公司的总股本为 9,300 万股，其中张学武和张学文先生两兄弟合计控制公司 8,793 万股，占发行前总股份的 94.55%。本次拟公开发行普通股 3,100 万股，占发行后总股本比例 25%。

图表 19：发行前后公司股本结构

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股(万股)	持股比例	持股(万股)	持股比例
1	盐津控股	4,838.15	52.02%	4,838.15	39.02%
2	昊平投资	1,658.79	17.84%	1,657.79	13.38%
3	张学武	1,221.06	13.13%	1,221.06	9.85%
4	张学文	645.09	6.94%	645.09	5.20%
5	同创合伙	430.06	4.62%	430.06	3.47%
6	战颖	430.06	4.62%	430.06	3.47%
7	胡祥主	76.80	0.83%	76.80	0.62%
发行股份		-	-	3,100	25.00%
合计		9,300	100.00%	12,399	100.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所

二、中国传统特色小品类休闲食品市场快速发展

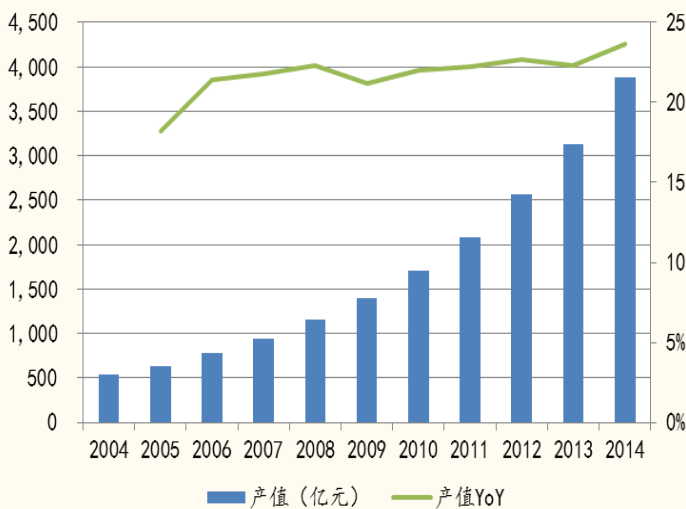
休闲食品俗称零食，一般可以分为 10 大类：(1) 谷物休闲食品（烘焙类、膨化类、油炸类）；(2) 糖果巧克力；(3) 坚果炒货；(4) 熟制休闲豆制品；(5) 休闲素食蔬果（含干制蔬果和湿制蔬果）；(6) 肉干肉脯；(7) 果冻；(8) 果脯蜜饯；(9) 西式甜点派；(10) 其他。

而中国传统特色小品类不含膨化休闲食品、烘焙休闲食品、油炸类休闲食品及糖果、薯片等。仅限于：(1) 坚果炒货；(2) 熟制休闲豆制品；(3) 休闲素食蔬果（含干制蔬果和湿制蔬果）；(4) 肉干肉脯；(5) 果脯蜜饯；(6) 其它。

2.1 传统特色小品类休闲食品发展空间广阔

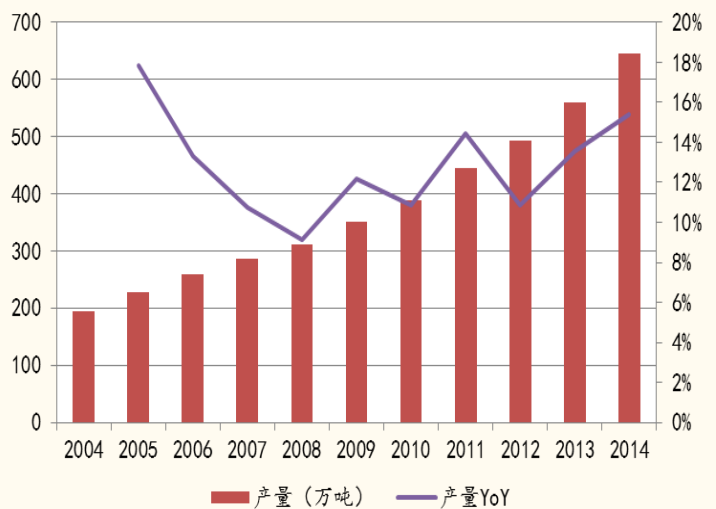
根据中国食品工业协会的《中国传统特色小品类休闲食品行业发展现状及趋势研究》显示，从 2004 年到 2014 年，全国休闲食品行业年产值从 1,931 亿元，增长到 9,050 亿元，10 年间净增长 7,118 亿元，年均复合增长率为 16.7%。

图表 20：小品类休闲食品产值



来源：国金证券研究所

图表 21：小品类休闲食品产量



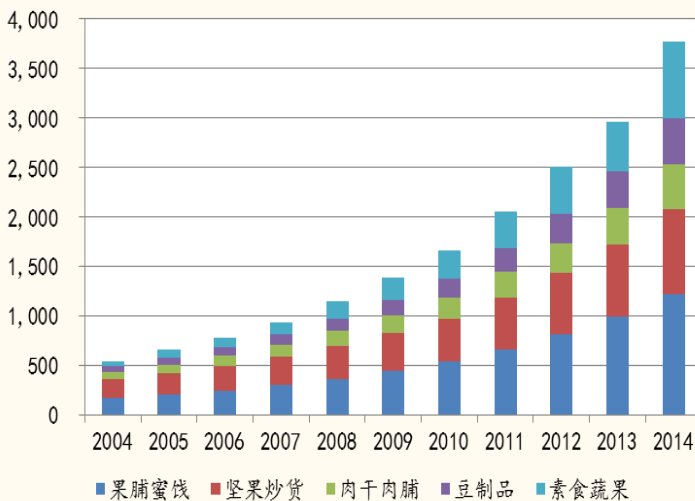
来源：国金证券研究所

2004-2014 年间，小品类休闲食品行业获得了快速发展。全行业产量从 2004 年的 193.58 万吨增长到 2014 年的 645.89 万吨，净增长 452.31 万多吨，年复合增长率 12.81%；全行业产值从 2004 年的约 540 亿元增长到 2014 年的约 3,875 亿元，净增长约 3,335 亿元，年复合增长率 21.78%。占休闲食品产值也从 2004 年的 27.96% 上升至 2014 年的 42.8%。

■ 休闲豆制品和素食增速最高

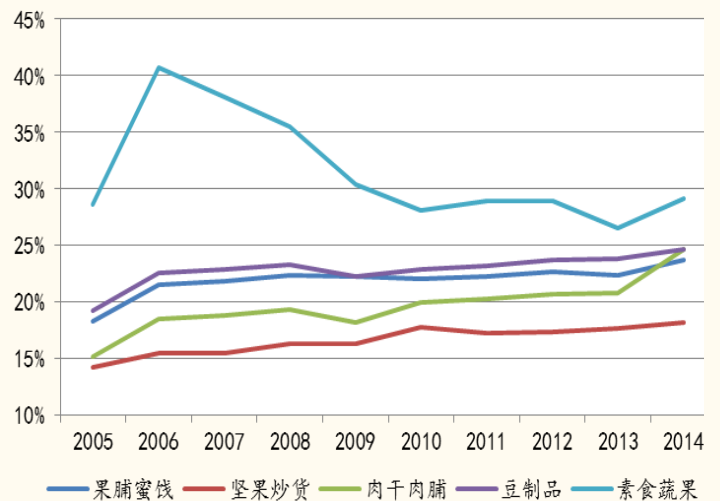
从细分行业的市场增长情况看，蜜饯果脯行业产值从 2004 年的 170 亿元增长至 2014 年的 1,420 亿元，年均复合增速 21.8%；坚果炒货行业产值从 2004 年的 186 亿元增长至 2014 年的 863 亿元，年均复合增速 16.6%；肉干肉脯行业年产值从 2004 年的 77.63 亿元增长至 2014 年的 452.89 亿元，年均复合增长率为 19.3%；休闲豆制品行业年产值从 2004 年的 58.9 亿元增长到 2014 年的 462 亿元，年均复合增长率为 22.87%；休闲素食蔬果行业年产值从 2004 年的 50.8 亿元，增长到 2014 年的 779.5 亿元，年均复合增长率为 31.40%。预计 2015 年-2019 年，全国休闲食品行业将继续保持较高速增长，增长率基本维持在 17% 以上。

图表 22：小品类分类产值（亿元）



来源：中国食品工业协会，国金证券研究所

图表 23：休闲豆制品和素食增速最高



来源：中国食品工业协会，国金证券研究所

2.2 商超渠道净利高，电商模式发展最快

目前我国休闲食品主要的销售渠道模式分为：个体经营、商超渠道、连锁店渠道、线上渠道四种。前两种为传统的主流商业模式，而连锁和电商为新兴的模式。近些年，产品力和品牌力较差的个体经营逐步被淘汰，而连锁店模式和电商模式由于其购物的便利性和产品的多样性，以及品牌的大力营销而逐渐崛起。

图表 24：小品类休闲食品四种渠道

渠道	产品	特点	代表企业
个体经营	家庭作坊	渠道渗透度高，覆盖便宜地区；但产品品质无保障	家庭作坊
商超渠道	大品牌	跟随商超铺设全国市场，但进场、维护费用较高	洽洽食品、盐津铺子
连锁店渠道	区域品牌	小而美，即时消费，地域性强，但租金和人工费用较高	来伊份、良品铺子
电商渠道	新品牌	网络方便快捷、价格战利于消费者，SKU丰富，尚处于开拓市场阶段。物流、平台推广费用较高	三只松鼠、百草味

来源：国金证券研究所

比较电商、商超和连锁主要三种渠道，由于连锁店大多提供小包装、散装形式产品，给予消费者更多的组合的空间，价格较高，因而毛利较高，来伊份的毛利超 40%，而电商多以低价产品引流，百草味毛利约为 25%，商超为主的洽洽毛利在 30%左右。而连锁店受近年租金、人工成本上涨的影响，来伊份的利润率在 5%左右，以成熟商超渠道为主的洽洽利润率在 10%左右，而电商尚处于市场抢夺阶段，利润率较低。

图表 25：渠道主要代表公司及情况

渠道	品牌	2015 年销售额	渠道情况	线下优势区域
电商	三只松鼠	24 亿元	线上销售为主，2016 年预计销售额近 60 亿	重点布局三四线城市，从芜湖、南通、蚌埠等中小城市开始，未来 5 年内开 500 家体验店
	百草味	12.6 亿元	线上销售为主，借力“好想你”线下渠道	以一二线城市为主，
连锁店	来伊份	31 亿元	街边连锁店为主，线上为辅	主攻江浙沪，共开设连锁直营门店 2,111 家，特许加盟店 160 家
	良品铺子	42 亿元	街边连锁店为主，线上为辅	湖南、湖北、江西、四川、河南和广东为主要市场。2015 年拥有门店 1,832 家。

商超	洽洽食品	33 亿元	经销商、商超为主	已经建立全国经销网络，2015 年开始试水电商
	盐津铺子	5.8 亿元	直营商超主导、经销跟随	植根湖南，全国 700 多家经销商

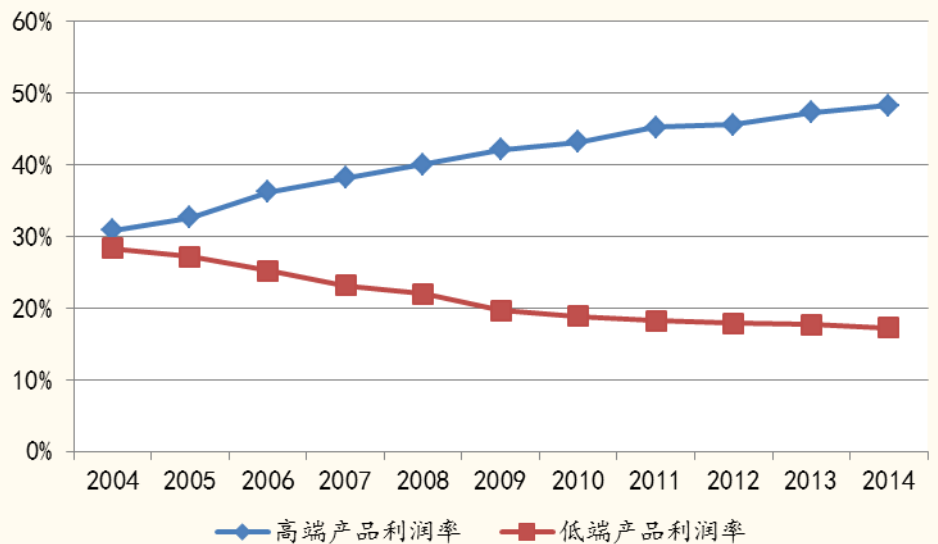
来源：国金证券研究所

2.3 未来市场集中度向中高端产品提升

小品类休闲食品行业竞争激烈，尚无全国性领导品牌，还属于分散竞争型行业。按区域划分，“来伊份”、“天喔”深耕上海和华东；“盐津铺子”优势区域是湖南，“华味亭”主要在杭州。主要是由于（1）消费需求多样化程度所决定的市场细分越来越强；（2）许多新产品从不同中小企业中诞生、发展，但中小企业的实力又决定了在新行业发展初期难以迅速扩张占领市场，被其他同行业企业模仿甚至超越，形成比较激烈的竞争局面，从而影响了市场集中度。

根据中国食品工业协会的《中国传统特色小品类休闲食品行业发展现状及趋势研究》显示，国内市场小品类休闲食品仍以传统低档产品为主，中、高档产品比重不到总量的 30%~40%，很多小品类休闲食品企业都在努力使自己的产品结构多元化、系列化。目前低档小品类休闲食品毛利不足 20%，中档小品类休闲食品的毛利一般在 30%左右，高档小品类休闲食品的毛利一般在 30%-50%，个别甚至达到 60%以上。呈现出具有高科技含量和高附加值的小品类休闲食品高端产品的毛利丰厚并且逐步向上的趋势，而低科技普通产品的毛利止步不前乃至走低的趋势。

图表 26：高端产品利润率走高，低端产品利润率下滑



来源：国金证券研究所

随着消费者需求越来越多样化、个性化，未来对于休闲产品的质量、口味、品牌的要求会提高，具有全国品牌力的中高端休闲食品将成为市场的发展方向。

三、募投项目：突破产能+新品研发+扩充营销网络

盐津铺子此次公开发行 3,100 万普通股，每股 9.14 元，总计 2.8 亿元，主要用于 (1) 休闲食品生产基地建设；(2) 食品安全研究与检测中心建设项目；(3) 电子商务平台建设项目；(4) 营销网络建设项目。

图表 27：募投项目情况

	项目名称	总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	内容	建设期 (月)
1	休闲食品生产基地建设项目	2.75	1.18	新建素食车间、传统豆制品车间、休闲豆干车间、海产品车间、包装车间和相关配套设施的建设及相应设备的购置	24
2	食品安全研究与检测中心建设项目	0.33	0.33	员工宿舍改造成食品安全研究与检测中心，包括土建工程、仪器设备配置和管理信息化系统升级三部分	12
3	电子商务平台建设项目	0.31	0.31	建设长沙总部及长沙分仓，另建北京、上海、广州、成都 4 个分仓，同时扩大旗舰店直营渠道销售，提高消费者体验，大同辐射全国的全渠道营销	12
4	营销网络建设项目	0.65	0.65	在全国 7 大销售片区新增 19 个办事处，针对华东、华北、华中、东北、西南、西北、华南几大区域，设立 677 家直营店，以完善现有营销区域	24
	合计	4.04	2.47		

来源：招股说明书，国金证券研究所

3.1 休闲食品生产基地：扩大产能，丰富产品品类

公司拟在预留地的基础上，主要是新建素食车间(代表品种金针菇、脆笋)、传统豆制品车间(代表品种传统豆干、劲道豆干、手撕豆干)、休闲豆干车间、海产品车间(代表品种鱿鱼)、包装车间和相关配套设施的建设及相应设备的购置，预计新增产能 16,350 吨。

受益于近年来新品的推出，公司豆制品的销量增长迅速，截至 2016 年上半年销量 5,742 吨，全年有望达 11,400 吨，而豆制品现有产能约为 14,000 吨，预计 2018 年将实现满产。募投生产基地建设项目建设期为 2 年，投产后第一年生产负荷达 80% (13,080 吨产能)，第二年满产 (16,350 吨产能)。项目正式投产后将有利于公司解决产能瓶颈，提高优势产品的市占率，提升盈利水平。

图表 28：各产品销量、均价、产能

产品	项目	2013	2014	2015	16H1
豆制品	产能(吨)	6,000.00	7,000.00	14,000.00	14,000.00
	产量(吨)	5,162.10	5,898.56	10,048.86	5,456.18
	产能利用率	86.04%	84.27%	71.78%	NA
	销量(吨)	5,150.29	6,036.36	9,150.49	5,742.85
	均价(元/kg)	28.26	28.24	29.06	29.40
	销售额(万元)	14,552.92	17,047.45	26,590.66	16883.22
	毛利率	48.4%	47.1%	50.4%	53.8%
蜜饯	产能(吨)	4,300.00	4,300.00	4,300.00	4,300.00
	产量(吨)	3,748.49	3,532.30	2,819.15	1,354.10
	产能利用率	87.17%	82.15%	65.56%	NA
	销量(吨)	3,434.32	3,521.98	2,909.20	1,441.71
	均价(元/kg)	33.19	35.41	35.21	35.27
	销售额(万元)	11,397.87	12,470.29	10,242.07	5,098.59
	毛利率	39.2%	35.1%	36.7%	41.0%
肉制品	产能(吨)	2,250.00	2,250.00	2,250.00	2,250.00

	产量 (吨)	1,821.33	1,272.04	1,532.93	896.58
	产能利用率	80.95%	56.54%	68.13%	NA
	销量 (吨)	1,841.95	1,700.19	1,564.77	916.45
	均价 (元/kg)	46.02	48.49	47.09	46.28
	销售额 (万元)	8,477.25	8,243.67	7,368.59	4,241.05
	毛利率	42.8%	38.9%	42.0%	45.4%
坚果炒货	产能 (吨)	2,500.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
	产量 (吨)	2,072.70	2,082.75	3,065.45	1,076.23
	产能利用率	82.91%	52.07%	76.64%	NA
	销量 (吨)	1,888.63	2,102.75	2,959.94	1,287.52
	均价 (元/kg)	26.34	27.92	26.93	27.72
	销售额 (万元)	4,975.29	5,871.12	7,969.94	3,568.99
	毛利率	58.6%	56.3%	49.8%	53.2%
素食	产能 (吨)	1,100.00	1,800.00	1,800.00	1,800.00
	产量 (吨)	901.73	1,642.22	1,380.70	745.56
	产能利用率	81.98%	91.23%	76.71%	NA
	销量 (吨)	1,483.75	1,939.58	1,561.82	839.57
	均价 (元/kg)	31.47	31.79	31.46	31.54
	销售额 (万元)	4,668.70	6,165.14	4,914.17	2,648.30
	毛利率	44.4%	42.3%	48.8%	52.0%

来源：招股说明书，国金证券研究所

3.2 食品安全研究与检测中心：加强研发能力，提高食品安全监测水平

公司拟使用 3,305 万元建设食品质量安全研究和检测中心，建设期 12 个月。项目建成后，将依托公司现有研发优势进一步增强公司的核心竞争能力、扩大行业领先优势和提升产品市场份额。

■ 提高核心竞争力，促进可持续发展

在小品类休闲食品领域，只有不断提升研发能力、优化生产工艺和丰富产品结构、创新产品品种，才能使产品结构向多元化方向发展，不断满足市场的变化和 demand，进一步增强核心竞争力。

项目将进一步加强公司的研发能力，以应对国内外市场、消费习惯和消费趋势的变化，并能及时在产品的风味、品质以及种类上不断推出满足市场需求和发展方向的产品。安全和检测中心的建成使用将进一步保障公司的核心竞争能力、扩大行业领先优势、提升产品市场份额。

■ 丰富产品结构，提高市场份额及盈利能力

目前公司生产 10 个类别的产品，包括蜜饯、炒货、豆制品、糕点、酱卤肉、鱼制品、鱼糜制品、蔬菜制品、罐头、膨化食品等。公司产品类别的多样化，需要强有力研发能力。项目的建设，将完善企业研发场所的硬件配备和提高技术人员的待遇投入，提升新品研发和旧品改良的能力，满足快速增长的市场以及消费结构升级的需求，继续保持公司在行业中的竞争优势并占据更多的市场份额。

3.3 电子商务平台建设：打造线上电商平台，成为新的利润增长点

公司拟使用此次募集资金中的 3,107 万元建设电子商务平台，建设期 12 个月。拟重点建设长沙总部及长沙分仓，另建北京、上海、广州、成都 4 个分仓，同时扩大旗舰店直营渠道销售，提高消费者体验，打通辐射全国的全渠道营销。

■ 加大旗舰店直营渠道广告投入，建设第三方直营平台

公司将集中优势在天猫、京东、1 号店自营电商平台上投入广告费用，优化产品搜索，吸引新客户，提高复购率。同时通过入驻天猫超市，1 号店自营、唯品会等第三方直营平台，增加入仓收入比例。

■ 打通线上的分销商渠道

公司线上的天猫盐津铺子旗舰店是公司自营的平台，相当于线下沃尔玛等商超系统；线上的淘宝、天猫、1号店、京东的专营店，相当于线下的全国各地的经销商。公司的目标是打通线上专营店中的1,500家分销商。

图表 29：电子商务建设项目预算

费用名称	投资额（万元）	占总投资比例
建设投资	2,114	68.04%
- 电商总部建设	929.32	29.91%
- 长沙分仓建设	175.8	5.66%
- 分仓建设（北京、上海、广州、成都）	702.8	22.62%
- 渠道建设	30	0.97%
- 团队建设	50	1.61%
- 其他费用	125.41	4.04%
- 预备费用	100.67	3.24%
铺底流动资金	993	31.96%
项目总投资	3107	100%

来源：招股说明书，国金证券研究所

3.4 营销网络建设：完善线下营销网络的广度和深度

公司拟使用本次募集资金中的6,510万元建设营销网络，建设期2年。项目建设完成后，将完善公司线下营销网络的广度和深度，提升线下信息的处理能力，促进线上、线上营销网络的融合，进一步提升公司产品的市场占有率。

图表 30：营销网络建设项目预算

费用名称	投资额（万元）	占总投资比例
建设投资	5,156	79.20%
- 办事处建设	1,791	27.51%
- 直营门店建设	3,165	48.62%
- 移动营销信息系统建设	200	3.07%
铺底流动资金	1,354	20.80%
项目总投资	6,510	100%

来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 有助于公司快速消化新增的产能

未来随着公司在全国范围内生产基地战略布局的完成，公司新增的产能现有营销网络将无法满足公司产能快速提高的要求。项目建设完成后将使公司的直营门店数量快速增加，并带动经销商开发数量大幅增加。

■ 拓展公司的优势营销区域

目前公司营销网络重点区域位于华南、华中地区，与全公司的战略发展规划不匹配。为了进一步加强营销网络架构，拓展市场空间，优化并完善全国销售网络布局。盐津铺子将在全国7大销售片区新增19个办事处，以完善现有营销区域。

图表 31：新办事处设立计划

区域	办事处	数量
华北	北京办	4
	天津办	
	石家庄办	
	太原办	
华中	郑州办	1
东北	哈尔滨办	3

	长春办	
	沈阳办	
西南	重庆办	1
华南	海口办	1
华东	杭州办	4
	南京办	
	济南办	
	合肥办	
西北	兰州办	5
	西安办	
	呼和浩特办	
	银川办	
	乌鲁木齐办	
合计		19

来源：招股说明书，国金证券研究所

另外，公司继续遵循“直营商超主导、经销跟随”渠道建设方针，针对华东、华北、华中、东北、西南、西北、华南几大区域，设立 677 家直营门店。利用直营店广阔的网点布局辅助办事处的市场开拓。其中 19 家办事处预计建设期为 1 年，677 家直营门店预计建设期为 2 年。目前公司已经进驻 1,700 多家卖场，计划第一年进入 371 家，第二年进入 306 家。

图表 32：新增直营门店分部

区域	省份	沃尔玛	大润发	家乐福	华润万家	合计
华北	北京	12	1	18	5	36
	天津	2	2	5	29	38
	河北	7	2	10	10	29
	华北					
	山西	6	2	1	9	
华中	河南	8	7	14	29	
东北	黑龙江	7	6	10	23	
	吉林	5	4	3	4	16
	辽宁	14	7	17	25	63
西南	重庆	8	9	17		
华南	海南	2	3	1	6	
华东	江苏	26	38	24	69	157
	浙江	30	16	8	30	84
	山东	7	15	4	10	36
	安徽	17	4	8	30	59
西北	陕西		1		45	52
	甘肃		1		7	8
	宁夏			3	5	5
	新疆				1	4
	内蒙古	2			3	5
	青海				1	1
合计		157	99	122	299	677

来源：招股说明书，国金证券研究所

通过本项目的实施，未来公司的营销管理能力和市场反应能力将得到稳步提升，公司直营网点数量将大幅增加，市场覆盖区域将迅速扩大。项目建成后，将进一步巩固公司在湖南、湖北、江西、广东等地区的优势市场地位，有效提升公

司营销体系的综合运行效率，同时加大华南、华北、华中、华东的市场区域覆盖，为布局全国市场的战略目标提供坚实的基础。

四、盈利预测

公司募投项目扩大产能，建设期两年，预计将在 2019 年投产，而电商平台和渠道建设也需要一年的时间，业绩将从 2018 年起逐渐释放。

我们预计 2016-2018 年公司收入为 6.8 亿/7.78 亿/8.69 亿，收入增速分别为 16.5%/14.4%/11.7%。随着公司营销渠道的不断扩展，2016-2018 年的销售费用率分别上升至 27.9%/28.3%/28.7%。预计 2016-2018 年净利润分别为 8,876 万/1.04 亿/1.12 亿。公司 IPO 发行 3,100 万股，发行后总股本为 1.24 亿股，预计将摊薄 2017-2018 年的 EPS，摊薄后 2016-2018 年 EPS 分别为 0.954 元/0.841 元/0.900 元。

图表 33：分产品预测

		2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
豆制品	产能 (吨)	7,000	14,000	14,000	14,000	14,000	25,118	27,898
	- 新增产能打产						80%	100%
	- 豆制品%						85%	85%
	产量 (吨)	5,899	10,049	11,760	13,300	14,000	21,350	23,992
	产能利用率	84.3%	71.8%	84%	95%	100%	85%	86%
	销量 (吨)	6,036	9,150	11,525	13,167	14,000	20,923	23,512
	- 销售比	102.3%	91.1%	98%	99%	100%	98%	98%
	均价 (元/kg)	28.24	29.06	29.93	30.83	32.37	33.99	36.03
	- YoY	0%	3%	3%	3%	5%	5%	6%
	销售额 (万元)	17,047	26,591	34,496	40,594	45,320	71,118	84,712
	毛利率	47.1%	50.4%	54.0%	56.0%	57.0%	57.5%	58.0%
蜜饯	产能 (吨)	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300
	产量 (吨)	3,532	2,819	2,924	3,225	3,784	3,870	4,085
	产能利用率	82.2%	65.6%	68%	75%	88%	90%	95%
	销量 (吨)	3,522	2,909	2,866	3,225	3,784	3,870	4,085
	- 销售比	99.7%	103.2%	98%	100%	100%	100%	100%
	均价 (元/kg)	35.41	35.21	35.28	35.99	37.07	38.55	40.48
	- YoY	6.7%	-0.6%	0%	2%	3%	4%	5%
	销售额 (万元)	12,470	10,242	10,110	11,605	14,026	14,918	16,534
	毛利率	35.1%	36.7%	41%	42%	43%	44%	45%
肉制品	产能 (吨)	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250
	产量 (吨)	1,272	1,533	1,800	1,823	1,913	1,980	2,025
	产能利用率	56.5%	68.1%	80%	81%	85%	88%	90%
	销量 (吨)	1,700.2	1,564.8	1,800	1,823	1,913	1,980	2,025
	- 销售比	133.7%	102.1%	100%	100%	100%	100%	100%
	均价 (元/kg)	48.49	47.09	47.18	48.13	49.57	51.06	52.59
	- YoY	5.4%	-2.9%	0%	2%	3%	3%	3%
	销售额 (万元)	8,244	7,369	8,493	8,771	9,481	10,110	10,650
	毛利率	38.9%	42.0%	46%	47%	48%	48%	50%
坚果炒货	产能 (吨)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
	产量 (吨)	2,083	3,065	3,200	3,240	3,280	3,400	3,400
	产能利用率	52.1%	76.6%	80%	81%	82%	85%	85%
	销量 (吨)	2,103	2,960	2,880	3,240	3,280	3,400	3,400
	- 销售比	101.0%	96.6%	90%	100%	100%	100%	100%
	均价 (元/kg)	27.92	26.93	28.01	29.41	31.17	29.69	31.47

	- YoY	6.0%	-3.5%	4%	5%	6%	6%	6%
	销售额 (万元)	5,871	7,970	8,066	9,528	10,224	10,094	10,699
	毛利率	56.3%	49.8%	55%	56%	57%	58%	59%
素食	产能 (吨)	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	3,762	4,253
	- 新增产能打产						80%	100%
	- 素食%						15%	15%
	产量 (吨)	1,642	1,381	1,512	1,584	1,656	3,010	3,402
	产能利用率	91.2%	76.7%	84%	88%	92%	80%	80%
	销量 (吨)	1,940	1,562	1,739	1,822	1,904	2,408	2,722
	- 销售比	118%	113%	115%	115%	115%	80%	80%
	均价 (元/kg)	31.79	31.46	32.40	33.38	34.71	36.10	37.90
	- YoY	1.0%	-1.0%	3%	3%	4%	4%	5%
	销售额 (万元)	6,165	4,914	5,634	6,080	6,610	8,692	10,316
	毛利率	42.3%	48.8%	54.0%	54.5%	56.0%	57.00%	58.0%

来源：国金证券研究所

根据可比公司估值，由于来伊份属于新股，而好想你并购百草味后，主要增长点在于百草味电商的销售增速。洽洽食品渠道主要来自于商超，估值更为合理，参考洽洽 2017 年 PE 估值 18X，给予新股盐津铺子目标价 15 元，“买入”评级。

图表 34：可比公司估值

	股价	EPS(元)			PE		营业收入 (百万)			营业收入增速			P/S	
		2016	2017	2018	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2017	2018
来伊份	40.01	0.61	0.68	0.76	58.49	52.57	3,404	3,725	4,083	8.9%	9.4%	9.6%	2.6	2.4
洽洽食品	16.03	0.78	0.88	0.99	18.18	16.11	3,599	4,008	4,373	8.7%	11.4%	9.1%	2.4	2.2
好想你	31.95	0.18	0.46	0.62	70.13	51.94	2,092	4,227	5,338	87.9%	102.0%	26.3%	2.3	1.8
平均					48.93	40.21							2.4	2.1

来源：国金证券研究所

五、风险提示

产品销售低于预期；毛利率受成本影响下滑；项目建设速度低于预期；行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	452	510	584	680	778	869	货币资金	33	28	21	25	31	36
增长率		12.9%	14.4%	16.5%	14.4%	11.7%	应收账款	37	56	47	62	75	90
主营业务成本	-249	-295	-315	-336	-372	-408	存货	97	91	108	115	133	151
%销售收入	55.2%	57.7%	53.9%	49.5%	47.9%	47.0%	其他流动资产	13	12	8	10	11	12
毛利	203	216	269	343	405	461	流动资产	180	188	184	212	249	289
%销售收入	44.8%	42.3%	46.1%	50.5%	52.1%	53.0%	%总资产	53.4%	45.5%	40.5%	37.0%	31.5%	26.2%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-7	-8	-9	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	133	165	213	293	465	727
营业费用	-102	-121	-157	-190	-220	-249	%总资产	39.3%	39.9%	46.8%	51.1%	58.8%	65.9%
%销售收入	22.5%	23.7%	26.9%	27.9%	28.3%	28.7%	无形资产	20	49	47	57	66	75
管理费用	-44	-40	-45	-53	-61	-69	非流动资产	157	225	271	360	543	814
%销售收入	9.7%	7.8%	7.8%	7.8%	7.9%	8.0%	%总资产	46.6%	54.5%	59.5%	63.0%	68.5%	73.8%
息税前利润 (EBIT)	54	51	62	94	116	133	资产总计	337	413	455	572	792	1,103
%销售收入	11.9%	9.9%	10.6%	13.8%	14.9%	15.3%	短期借款	70	75	58	77	158	320
财务费用	-3	-4	-4	-4	-7	-15	应付款项	84	114	107	129	154	181
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.9%	1.7%	其他流动负债	32	26	22	29	38	47
资产减值损失	0	-1	0	-1	0	0	流动负债	186	215	187	235	349	548
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	14	19	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	189	229	206	235	349	549
营业利润	50	46	59	89	109	118	普通股股东权益	149	184	249	338	443	554
营业利润率	11.1%	9.0%	10.1%	13.2%	14.0%	13.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	7	10	22	22	22	22	负债股东权益合计	337	413	455	572	792	1,103
税前利润	57	56	80	111	130	140	比率分析						
利润率	12.6%	11.0%	13.7%	16.3%	16.8%	16.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-8	-15	-22	-26	-28	每股指标						
所得税率	19.4%	13.7%	18.4%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.802	0.520	0.704	0.954	0.841	0.900
净利润	46	48	65	89	104	112	每股净资产	2.596	1.973	2.677	3.632	3.570	4.470
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.923	0.663	0.856	0.843	0.971	1.181
归属于母公司的净利润	46	48	65	88.76	104	112	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	10.2%	9.5%	11.2%	13.1%	13.4%	12.9%	回报率						
							净资产收益率	30.90%	26.34%	26.29%	26.28%	23.57%	20.14%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.61%	11.72%	14.39%	15.51%	13.17%	10.12%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	19.52%	15.97%	15.56%	18.12%	15.46%	12.18%
净利润	46	48	65	89	104	112	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	22.61%	12.88%	14.36%	16.50%	14.38%	11.68%
非现金支出	11	16	16	21	28	39	EBIT 增长率	54.32%	-5.91%	23.06%	51.16%	23.64%	14.69%
非经营收益	3	1	3	-36	-14	-6	净利润增长率	69.31%	5.31%	35.36%	35.63%	17.53%	7.01%
营运资金变动	-7	-3	-5	5	2	1	总资产增长率	7.47%	22.29%	10.21%	25.86%	38.42%	39.28%
经营活动现金净流	53	62	80	78	120	146	资产管理能力						
资本开支	-33	-76	-70	-89	-188	-288	应收账款周转天数	27.2	31.1	29.9	30.0	32.0	35.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	123.0	116.7	115.4	125.0	130.0	135.0
其他	1	22	4	0	0	0	应付账款周转天数	75.9	62.5	53.8	55.0	57.0	60.0
投资活动现金净流	-33	-54	-66	-89	-188	-288	固定资产周转天数	96.1	102.5	125.3	123.5	142.2	174.3
股权募资	2	12	0	0	1	0	偿债能力						
债权募资	-25	5	-17	19	81	163	净负债/股东权益	25.15%	25.45%	14.89%	15.41%	28.74%	51.41%
其他	-27	-35	-4	-4	-8	-16	EBIT 利息保障倍数	16.2	13.7	15.8	23.7	16.2	8.9
筹资活动现金净流	-51	-18	-21	15	74	147	资产负债率	55.96%	55.52%	45.25%	40.99%	44.12%	49.76%
现金净流量	-31	-11	-7	4	6	5							

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD