

盈利能力稳定，募投项目平稳推进

■事件一，公司公布一季报，2017年1季度实现营业收入2.06亿元，同比增长13.7%，归属于上市公司股东的净利润2536.86万元，同比增长3.0%。事件二，公司公告拟在越南投资并设立全资子公司，子公司注册资本800万美元，主要负责公司热带水果制品、坚果制品等产品的海外生产。事件三，公司公告拟对子公司盐津电子商务增资，并引入盐津电子商务核心骨干团队成员作为子公司股东。

■收入持续快速增长，盈利能力稳定。公司收入增长仍然在较快轨道，受一季度上市费用和研发费用增加的影响，管理费用较上年同期增加661.76万，同比增长62.67%，若扣除这部分影响，预计净利润实际增速仍在20%以上，预计净利润率仍在13-14%高位，盈利能力稳定。

■募投项目平稳进行，增资盐津电子商务，引入核心成员成为股东激励电商业务快速发展。公司电商业务占公司发展迅速但目前收入占比约4%体量尚小。公司首次发行募集资金净额24,754.00万元，其中3107.00万元计划投入电子商务平台建设项目。此次公司以该募集资金对子公司盐津电子商务增资，并引入核心骨干成员作为股东，增资后公司持股比例由100%变为70%，核心成员合计持股30%。核心成员成为股东有望提升公司电商业务发展。

■品类开发、渠道建设双轮驱动业绩持续增长。公司首次发行募集资金主要用于生产基地、渠道网络建设。项目建成后将新增产能16350吨，解决当下产能瓶颈问题；电商平台和分仓建设、线下在7大销售片区新增办事处和直营门店后有助于企业“深耕湖南、布局全国”战略的实施，积极抢占全国市场份额的同时，在销售渠道上为公司寻找到新的增长点。

■投资建议：维持中性-A评级，公司新产能投产、电商渠道建设完成预计需要1-2年时间，我们估测公司2017年-2019年的收入分别为8.30亿、9.56亿、11.71亿，净利润分别为1.22、1.39亿、1.59亿，对应基本EPS为0.98元、1.12元、1.28元，给予公司50元目标价，对应2017年51倍动态市盈率。

■风险提示：市场拓展不顺；经销商、电商拓展影响公司高毛利，食品安全问题。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	583.7	683.5	829.9	955.9	1,170.7
净利润	65.4	85.7	122.1	139.3	158.7
每股收益(元)	0.53	0.92	0.98	1.12	1.28
每股净资产(元)	2.01	2.46	3.69	4.81	6.09

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	92.7	53.2	49.7	43.5	38.2
市净率(倍)	24.4	19.9	13.2	10.2	8.0
净利润率	11.2%	12.5%	14.7%	14.6%	13.6%
净资产收益率	26.3%	28.1%	26.7%	23.3%	21.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	23.3%	24.1%	34.3%	24.9%	28.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

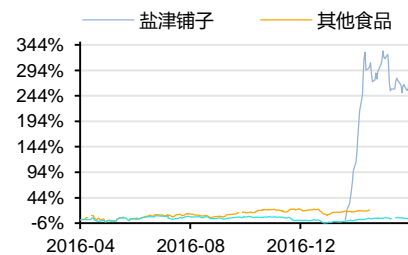
投资评级 **中性-A**
维持评级

6个月目标价：**50元**
股价(2017-04-20) **48.90元**

交易数据

总市值(百万元)	6,063.60
流通市值(百万元)	1,515.90
总股本(百万股)	124.00
流通股本(百万股)	31.00
12个月价格区间	13.16/56.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.09	-7.4	-1.64
绝对收益	-11.57		

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

吕睿竞

报告联系人

lvrij@essence.com.cn

相关报告

盐津铺子：传统小品类潜在龙头，业绩高增长 2017-03-16

季报概况

1) 事件一，公司公布一季报

2017年1季度实现营业收入2.06亿元，同比增长13.7%，归属于上市公司股东的净利润2536.86万元，同比增长3.0%。

2) 事件二，公司公告拟在越南投资并设立全资子公司

公司拟以自有资金800万美元在越南出资设立全资子公司北纬11°食品有限公司【North latitude 11 Food Co., Ltd】（暂定名），主要负责公司热带水果制品、坚果制品、鱼类制品、饼干类产品等产品的海外生产。

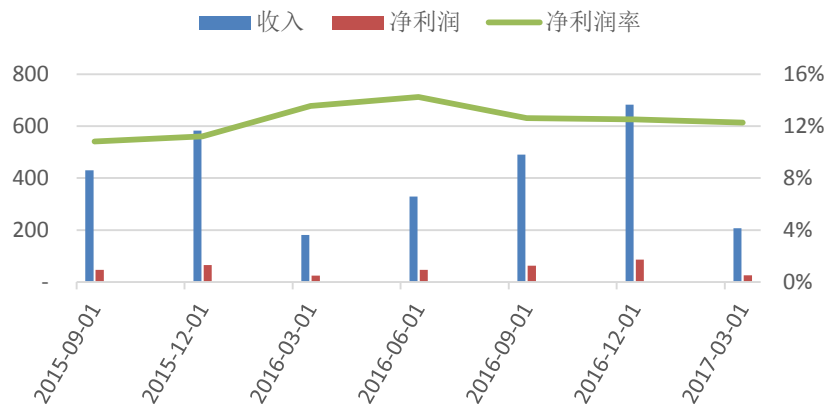
3) 事件三，公司公告拟对子公司盐津电子商务增资，并引入盐津电子商务核心骨干团队成员作为子公司股东

公司拟对盐津电子商务进行增资，引入盐津电子商务核心骨干团队成员作为盐津电子商务股东。

收入持续快速增长，盈利能力稳定

公司收入增长仍然在较快轨道，受一季度上市费用和研发费用增加的影响，管理费用较上年同期增加661.76万，同比增长62.67%，若扣除这部分影响，预计净利润实际增速仍在20%以上，预计净利润率仍在13-14%高位，盈利能力稳定。

图 1：收入维持较高增速，盈利能力稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

募投项目平稳进行，推动电商业务快速发展

公司电商业务占公司发展迅速但目前收入占比约4%体量尚小。公司首次发行募集资金净额24,754.00万元，其中3107.00万元计划投入电子商务平台建设项目。此次公司以该募集资金对子公司盐津电子商务增资，并引入核心骨干成员作为股东。核心成员成为股东有望激发团队活力，提升公司电商业务发展。

盐津电子商务原注册资本200万元，由公司控股100%；公司使用募投资金3107万元增资，现任公司副总经理孙林认缴增资额1181.07万元、现任电商运营负责人唐可认缴增资额236.21万元，增资后盐津电子商务注册子恩增加至4724.29万元，其中公司持股70%，自然人孙林持股25%，自然人唐可持股5%。

表 1: 募投项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	拟募集资金 (亿元)	内容	建设周期 (月)
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
食品安全研究与检测中心建设项目	0.33	0.33	食品安全研究中心和检测中心, 涵盖土建工程、仪器设备配置、管理信息化系统升级	12
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, 建设第三方直营平台, 加大电商平台的广告投入, 建立企业大数据库	12
营销网络建设项目	0.65	0.65	全国 7 大销售片区新增 19 个办事处, 在华东、华北、华中、东北、西南、西北、华南设立 677 家直营门店	24
合计	4.04	2.47		

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

品类开发、渠道建设双轮驱动业绩持续增长

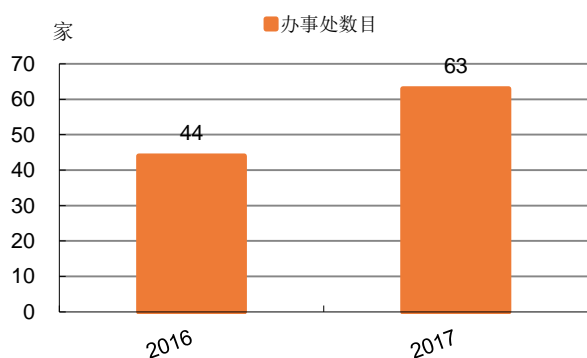
公司首次发行募集资金主要用于生产基地、渠道网络建设。项目建成后将新增产能 16350 吨, 解决当下产能瓶颈问题; 电商平台和分仓建设、线下在 7 大销售片区新增办事处和直营门店后有助于企业“深耕湖南、布局全国”战略的实施, 积极抢占全国市场份额的同时, 在销售渠道上为公司寻找到新的增长点。

表 2: 电子商务项目建设费用预算

项目名称	拟投资额 (万元)	占比 (%)
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	993	31.96%
总计	3107	100.00%

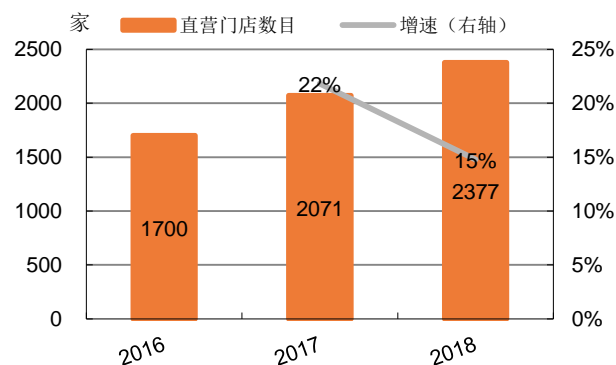
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 2: 线下营销网络建设: 新建 19 个办事处



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 3: 线下营销网络建设: 增加 677 家直营门店



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	583.7	683.5	829.9	955.9	1,170.7	成长性					
减:营业成本	314.5	347.3	404.1	459.0	572.5	营业收入增长率	14.4%	17.1%	21.4%	15.2%	22.5%
营业税费	4.7	7.5	7.7	9.0	11.6	营业利润增长率	28.3%	36.7%	63.1%	14.0%	15.9%
销售费用	157.0	187.7	215.9	256.1	313.3	净利润增长率	35.4%	30.9%	42.5%	14.1%	14.0%
管理费用	45.3	56.8	69.0	79.4	97.3	EBITDA 增长率	24.4%	29.3%	56.5%	18.7%	18.0%
财务费用	3.9	1.3	1.3	2.2	1.6	EBIT 增长率	26.7%	30.2%	62.1%	14.5%	15.3%
资产减值损失	-0.5	2.6	1.1	1.1	1.6	NOPLAT 增长率	19.8%	30.1%	62.1%	14.5%	15.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.8%	14.0%	57.9%	0.0%	35.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	35.7%	22.4%	50.2%	30.4%	26.6%
营业利润	58.7	80.2	130.8	149.1	172.8	利润率					
加:营业外净收支	21.5	24.8	18.9	21.8	21.8	毛利率	46.1%	49.2%	51.3%	52.0%	51.1%
利润总额	80.2	105.1	149.7	170.8	194.7	营业利润率	10.1%	11.7%	15.8%	15.6%	14.8%
减:所得税	14.8	19.4	27.6	31.5	35.9	净利润率	11.2%	12.5%	14.7%	14.6%	13.6%
净利润	65.4	85.7	122.1	139.3	158.7	EBITDA/营业收入	13.5%	15.0%	19.3%	19.9%	19.1%
						EBIT/营业收入	10.7%	11.9%	15.9%	15.8%	14.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	106	128	141	150	142
货币资金	20.9	46.3	124.5	1,088.9	1,071.8	流动营业资本周转天数	17	9	18	17	18
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	115	108	130	319	423
应收账款	45.2	37.5	92.7	50.2	116.5	应收账款周转天数	31	22	28	27	26
应收票据	1.7	-	3.5	0.7	3.6	存货周转天数	61	62	57	57	58
预付账款	8.3	6.9	18.8	7.4	23.9	总资产周转天数	267	271	302	500	594
存货	107.9	128.5	134.5	166.0	213.0	投资资本周转天数	152	155	176	187	179
其他流动资产	0.1	6.3	2.2	2.9	3.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	26.3%	28.1%	26.7%	23.3%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.4%	14.9%	15.0%	7.6%	7.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	23.3%	24.1%	34.3%	24.9%	28.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	200.3	286.1	363.7	432.4	491.7	销售费用率	26.9%	27.5%	26.0%	26.8%	26.8%
在建工程	12.5	3.7	9.6	13.7	16.6	管理费用率	7.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
无形资产	47.0	46.2	54.9	63.4	71.7	财务费用率	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
其他非流动资产	10.7	14.4	12.1	12.4	12.9	三费/营业收入	35.3%	36.0%	34.5%	35.3%	35.2%
资产总额	454.7	575.8	816.5	1,838.0	2,025.7	偿债能力					
短期债务	58.0	70.0	148.0	1,000.0	1,000.0	资产负债率	45.2%	47.1%	43.9%	67.5%	62.7%
应付账款	58.0	96.6	82.5	116.1	136.1	负债权益比	82.6%	89.0%	78.4%	207.9%	168.1%
应付票据	21.8	21.1	19.8	33.4	31.6	流动比率	0.99	0.90	1.20	1.08	1.15
其他流动负债	49.0	62.5	63.7	72.2	82.8	速动比率	0.41	0.39	0.77	0.94	0.98
长期借款	-	-	26.7	-	-	利息保障倍数	15.95	61.71	100.10	69.11	108.35
其他非流动负债	19.0	21.0	18.1	19.3	19.5	分红指标					
负债总额	205.7	271.2	358.8	1,241.0	1,270.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	93.0	93.0	124.0	124.0	124.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	156.0	211.6	333.7	473.0	631.7						
股东权益	249.0	304.6	457.7	597.0	755.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	65.4	85.7	122.1	139.3	158.7	EPS(元)	0.53	0.92	0.98	1.12	1.28
加:折旧和摊销	16.6	20.7	27.8	38.6	49.6	BVPS(元)	2.01	2.46	3.69	4.81	6.09
资产减值准备	-0.5	2.6	-	-	-	PE(X)	92.7	53.2	49.7	43.5	38.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	24.4	19.9	13.2	10.2	8.0
财务费用	4.2	1.6	1.3	2.2	1.6	P/FCF	-750.9	102.7	135.0	6.3	-366.2
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	10.4	8.9	7.3	6.3	5.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	38.1	31.4	26.7
营运资金的变动	-2.6	18.0	-86.7	81.1	-105.6	CAGR(%)	28.6%	22.8%	36.2%	28.6%	22.8%
经营活动产生现金流量	79.6	129.3	64.5	261.2	104.3	PEG	3.2	2.3	1.4	1.5	1.7
投资活动产生现金流量	-65.9	-91.9	-120.0	-120.0	-120.0	ROIC/WACC	2.3	2.4	3.3	2.4	2.8
融资活动产生现金流量	-21.2	-11.8	133.6	823.2	-1.4	REP	-	-	3.7	5.0	3.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034