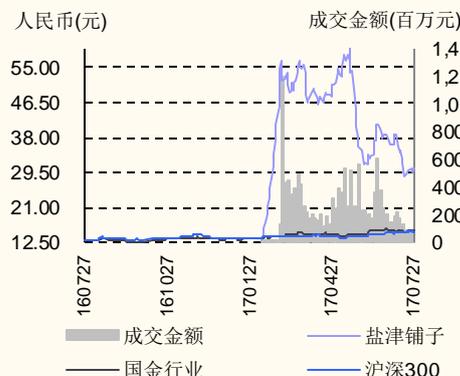


市场价格(人民币)：30.73元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	31.00
总市值(百万元)	3,810.52
年内股价最高最低(元)	59.50/13.16
沪深300指数	3712.19
深证成指	10395.19



相关报告

- 《豆制品新品增速高，带动利润提升-盐津铺子公司点评》，2017.3.20
- 《传统特色小品类休闲食品龙头，扩产能、拓渠道创造新增长-盐津...》，2017.2.6

原材料上涨拖累毛利，继续加大市场投入力度

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.704	0.921	0.676	0.747	0.894
每股净资产(元)	2.68	3.28	5.18	5.72	6.42
每股经营性现金流(元)	0.86	1.39	0.69	0.87	1.12
市盈率(倍)	N/A	N/A	45.45	41.14	34.37
行业优化市盈率(倍)	27.73	30.99	37.77	37.77	37.77
净利润增长率(%)	35.36%	30.89%	-2.13%	10.48%	19.69%
净资产收益率(%)	26.29%	28.12%	13.06%	13.05%	13.93%
总股本(百万股)	93.00	93.00	124.00	124.00	124.00

业绩简评

- 公司 2017H1 取得收入 3.67 亿元，同比+11.52%，取得归母净利润 4,162 万元，同比-11.16%。上半年公司非经常性损益中包含近 1,557 万元的政府补助，导致扣非后净利同比-22.55%。公司业绩下滑主要来源于两个方面的原因，一是毛利的下滑，二是销售费用的上升。毛利的下滑我们预计主要是包材和白糖价格的同比高位，而销售费用的上升公司解释是上市以后，按照新规划的营销战略布局，加大了市场拓展和市场投放的力度，导致费用的增加。公司预计前三季度公司归母净利润同比-16.18%至-3.28%。

经营分析

- 收入增速来源于新品推动，豆制品依然为营收主要来源，肉制品、糕点增速最快：公司上半年豆制品录得收入 1.8 亿元，占总收入比近 50%，同比+6.8%，我们认为豆制品收入增速主要来源于鱼豆腐新品“31°鲜”。肉制品录得收入 5,570 万，占总收入比 15.2%，同比+31.36%，主要得益于公司今年新品投入速度加快，肉制品增加小香肠、牛肉干、牛板筋等品类，贡献了收入的增速，同时烘焙类增加面包、薯片、饼干（东南亚的威化饼干）等品类，糕点收入占比由去年同期的 0.52%提升至 5.56%。而蜜饯、炒货收入出现了同比下滑，我们认为主要原因在于产品品类本身的老化，以及盐津铺子优势渠道商超受线上渠道冲击所致。
- 包材及部分农副产品价格上涨，影响毛利：公司上半年录得毛利率 47.85%，同比-2.28ppt，我们认为主要是包材以及白糖价格的上涨，而公司加大市场开拓力度，拓展新市场过程中，并未主动调整产品价格所致。公司主要产品豆制品毛利率同比-0.06ppt 至 53.72%，蜜饯毛利率同比-7.36ppt 至 33.61%，而肉制品毛利率同比略+0.21ppt 至 45.58%。
- 加大华中以外市场开拓力度，销售费用率同比上升明显：公司今年开始按照新规划的营销战略布局，加大了市场拓展和市场投入力度，导致了销售费用率的上升，今年上半年销售费用率录得 28.4%，Q2 单季销售费用率达 29.4%。我们可以看到公司今年在华中（收入占比近 60%）以外区域拓展显著，全国化步伐明显加快，华南地区收入同比+26.04%，占比+2.7ppt 至 23.3%，而华东地区收入同比+28.15%，占比+0.7ppt 至 5.5%。今年公司将继续深耕华南市场、夯实华中市场，拓展华西、华北，加大直营系统开发力度。

申晟

联系人
(8621)60230204
shensheng@gjq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yuji@qjq.com.cn

投资建议

- 今年公司在越南和广西凭祥两地投资建设农产品加工工业园，通过越南及凭祥的区位优势辐射马来西亚、泰国、缅甸等东南亚国家。其中广西凭祥拟建设坚果、热带水果、海洋产品等项目，利用东南亚水果以及坚果进口的优势，未来有望拓展冻果干以及坚果品类，提高高毛利产品的占比。
- 公司募投项目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 2017-2019 年收入分别为 7.50 亿元/7.94 亿元/9.32 亿元，净利润分别为 8,383 万元/9,262 万元/1.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.676 元/0.747 元/0.894 元，公司目前股价对应 17/18 年 PE 分别为 45X/41X，维持“增持”评级。

风险提示

- 商超渠道下滑/新品推广不及预期

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	510	584	683	750	794	932
增长率		14.4%	17.1%	9.7%	5.9%	17.4%
主营业务成本	-295	-315	-347	-389	-408	-469
% 销售收入	57.7%	53.9%	50.8%	51.8%	51.4%	50.3%
毛利	216	269	336	361	386	463
% 销售收入	42.3%	46.1%	49.2%	48.2%	48.6%	49.7%
营业税金及附加	-5	-5	-8	-8	-9	-10
% 销售收入	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-121	-157	-188	-214	-228	-269
% 销售收入	23.7%	26.9%	27.5%	28.5%	28.7%	28.9%
管理费用	-40	-45	-57	-62	-66	-77
% 销售收入	7.8%	7.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	51	62	84	77	83	106
% 销售收入	9.9%	10.6%	12.3%	10.3%	10.5%	11.4%
财务费用	-4	-4	-1	1	6	5
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.2%	-0.2%	-0.7%	-0.5%
资产减值损失	-1	0	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	46	59	80	78	89	111
营业利润率	9.0%	10.1%	11.7%	10.4%	11.2%	11.9%
营业外收支	10	22	25	25	25	25
税前利润	56	80	105	103	114	136
利润率	11.0%	13.7%	15.4%	13.7%	14.3%	14.6%
所得税	-8	-15	-19	-19	-21	-25
所得税率	13.7%	18.4%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	48	65	86	84	93	111
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	48	65	86	84	93	111
净利率	9.5%	11.2%	12.5%	11.2%	11.7%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	48	65	86	84	93	111
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	16	23	26	34	47
非经营收益	1	3	2	-23	-25	-25
营运资金变动	-3	-5	19	-2	6	6
经营活动现金净流	62	80	129	85	108	139
资本开支	-76	-70	-95	-35	-135	-135
投资	0	0	0	0	0	0
其他	22	4	3	0	0	0
投资活动现金净流	-54	-66	-92	-35	-135	-135
股权募资	12	0	0	278	0	0
债权募资	5	-17	12	-70	0	1
其他	-35	-4	-24	-3	-25	-25
筹资活动现金净流	-18	-21	-12	205	-25	-24
现金净流量	-11	-7	26	255	-52	-20

来源: 公司公告, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	28	21	46	302	250	230
应收款项	56	47	37	45	48	56
存货	91	108	128	133	140	161
其他流动资产	12	8	13	8	8	9
流动资产	188	184	225	488	446	456
% 总资产	45.5%	40.5%	39.2%	55.9%	46.6%	42.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	165	213	290	314	431	535
% 总资产	39.9%	46.8%	50.3%	36.0%	45.1%	49.5%
无形资产	49	47	46	56	65	74
非流动资产	225	271	350	384	510	623
% 总资产	54.5%	59.5%	60.8%	44.1%	53.4%	57.7%
资产总计	413	455	576	872	956	1,080
短期借款	75	58	70	0	0	0
应付款项	114	107	151	153	167	199
其他流动负债	26	22	29	56	58	63
流动负债	215	187	250	209	225	262
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	14	19	21	21	21	21
负债	229	206	271	230	246	284
普通股股东权益	184	249	305	642	710	796
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	413	455	576	872	956	1,080

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.520	0.704	0.921	0.676	0.747	0.894
每股净资产	1.973	2.677	3.276	5.177	5.724	6.418
每股经营现金净流	0.663	0.856	1.390	0.689	0.873	1.123
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	26.34%	26.29%	28.12%	13.06%	13.05%	13.93%
总资产收益率	11.72%	14.39%	14.88%	9.61%	9.69%	10.27%
投入资本收益率	15.97%	15.56%	17.34%	9.48%	9.27%	10.60%
增长率						
主营业务收入增长率	12.88%	14.36%	17.09%	9.70%	5.88%	17.44%
EBIT增长率	-5.91%	23.06%	35.40%	-8.36%	7.74%	27.92%
净利润增长率	5.31%	35.36%	30.89%	-2.13%	10.48%	19.69%
总资产增长率	22.29%	10.21%	26.64%	51.44%	9.61%	12.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.1	29.9	20.9	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	116.7	115.4	124.3	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	62.5	53.8	62.6	63.0	63.0	63.0
固定资产周转天数	102.5	125.3	152.8	151.2	196.3	207.8
偿债能力						
净负债/股东权益	25.45%	14.89%	7.77%	-46.97%	-35.19%	-28.78%
EBIT利息保障倍数	13.7	15.8	63.7	-59.3	-14.6	-21.6
资产负债率	55.52%	45.25%	47.10%	26.38%	25.74%	26.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-20	增持	51.90	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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