

盐津铺子 (002847)

2019年11月10日

小品类切入大品类，散装称重领域的“达利”启航

——中小盘首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

日期	2019/11/8
当前股价(元)	37.60
一年最高/最低(元)	19.88/43.47
市盈率	45.90
市净率	6.16
总市值(亿元)	48.28
总股本(亿股)	1.28
流通股本(亿股)	0.36

中小盘研究团队
● 散装称重领域的“达利”，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内唯一一家实现了全产业链布局的多品类、多品牌休闲小零食品牌商。公司的爆品打造能力已得到证明，全国化的销售网络正在扩张，散装称重领域的“达利”正在成型。公司在确定重点开发大单品战略后，全产业链布局的优势开始凸显，烘焙新品放量即驱动公司收入增长开始拐点向上。目前烘焙、果干、辣条、薯片的新大单品产品梯队已经形成，渠道在新大单品的带动下亦开始打破区域限制走向全国。未来在新大单品放量和渠道全国化扩张的双轮驱动下，公司将进入加速发展期。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.20/1.82/2.68 亿元，对应 EPS 为 0.93/1.42/2.09 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 40.3/26.6/18.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 多品类、多品牌战略明确，渠道全国化扩张，散装称重领域“达利”启航

公司确定大单品战略之后，针对大品类选择推出独立品牌，目前已经推出了中保烘焙的“憨豆先生”，辣条的“小新王子”，短保烘焙的“焙宁”等新品类和新品牌，多品类、多品牌战略明确。新品类叠加公司原有干杂系列，公司已有产品系列未来的潜在收入规模已超 50 亿元。同时在大单品的带动下公司渠道开始打破区域限制走向全国化扩张，升级版的“金铺子”和“蓝宝石”店中岛预计 2019 年将投放超 4000 条，预计未来 3-5 年将逐步覆盖全国 3-5 万家商超门店的散装称重渠道。多品类、多品牌战略明确，爆品打造能力得到证明，全国化销售渠道正在扩张，散装称重领域的“达利”正在成型。

● 大单品持续放量叠加渠道全国化扩张，驱动公司收入和利润增长拐点向上

公司自小品类切入大品类之后，新爆品的放量对收入的拉动作用大幅增强，烘焙新品的放量即驱动了公司收入增长在 2018 年开始拐点向上。目前烘焙、果干、辣条、薯片的新大单品产品梯队已经形成，渠道亦在全国化扩张，新大单品和渠道的双轮驱动下公司未来 3 年收入都将保持 30% 以上的快速增长。同时随着产能利用率爬坡带来新产品毛利率的提升，叠加高毛利新产品占比的提升和渠道的结构优化，公司利润增长也将在 2019 年迎来拐点向上。

● **风险提示：**新产品推广低于预期；渠道拓展低于预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	754	1,108	1,464	1,967	2,641
增长率(%)	10.4	46.8	32.2	34.4	34.2
净利润(百万元)	66	71	120	182	268
增长率(%)	-23.3	7.3	69.8	51.7	47.6
毛利率(%)	46.8	39.1	41.0	43.8	45.0
净利率(%)	8.7	6.4	8.2	9.2	10.2
ROE(%)	10.9	11.1	16.2	20.3	23.7
EPS(摊薄/元)	0.51	0.55	0.93	1.42	2.09
P/E(倍)	73.4	68.5	40.3	26.6	18.0
P/B(倍)	8.1	7.5	6.6	5.4	4.3

目 录

1、 小品类切入大品类，全产业链布局优势凸显	4
1.1、 地方特色休闲小零食领先厂商切入烘焙、果干等大品类	4
1.2、 全产业链布局，爆品开发推广能力显现	4
2、 多品类、多品牌协同发展，散装称重领域的“达利”成型	6
2.1、 大品类新推独立品牌，多品类、多品牌战略成型	6
2.2、 大品类爆品推动渠道全国化扩张，散装称重领域的“达利”成型	9
2.3、 产业链一体化和全国化渠道布局是持续爆品打造能力的保障	11
3、 战略规划进入落地期，公司开启加速发展	11
3.1、 烘焙、果干、辣条相继推出，潜在收入规模超 35 亿元	11
3.2、 大单品放量叠加渠道全国扩张，双轮驱动进入加速发展期	12
3.3、 营销负责人股权激励力度大，助力公司渠道走向全国化	14
4、 盈利与估值	16
5、 风险提示	16
附： 财务预测摘要	18

图表目录

图 1: 切入大品类后公司收入开始加速增长	4
图 2: 2015 年推出的鱼豆腐 2016 年销售即达 1.49 亿元	5
图 3: 2017 年推出的烘焙类 2019 年成为第一大品类	5
图 4: 2018 年推出的果干 2019H1 增长了 5.5 倍	5
图 5: 2018 年推出的薯片新品 2019H1 同比增长 150%	5
图 6: 公司全产业链布局优势在爆品开发推广上作用开始显现	6
图 7: 长保龙头达利烘焙收入 2016 年开始增长乏力	7
图 8: 短保龙头桃李面包收入保持 20% 左右的复合增速	7
图 9: 中保烘焙产品更适合散装称重渠道进行销售	7
图 10: 公司短保产品具备明显的性价比优势	8
图 11: 公司多品类、多品牌战略初步成型	9
图 12: 公司目前主要以线下渠道为主	9
图 13: 公司线下渠道为直销+经销结合，直销确定价格	9
图 14: 2018 年开始公司薄弱市场收入增速大幅提升	10
图 15: 2018 年后公司华中、华南以外市场占比快速提升	10
图 16: 公司推出的“金铺子”干杂系列店中岛	10
图 17: 公司推出的“蓝宝石”烘焙系列店中岛	10
图 18: 公司三大战略新品收入潜力规模超 35 亿元	12
图 19: 三只松鼠、百草味果干推出后均持续快速增长	12
图 20: 公司收入增长 2018 年即开始拐点向上	13
图 21: 公司固定资产投资高峰在 2018 年	13
图 22: 公司烘焙类新品的毛利率持续提升	13
图 23: 公司新产品的收入占比已超 30% 且持续增加	13
图 24: 公司净利润增长在 2019 年将迎来拐点向上	14
图 25: 股权激励对公司收入要求复合增速不低于 17%	15

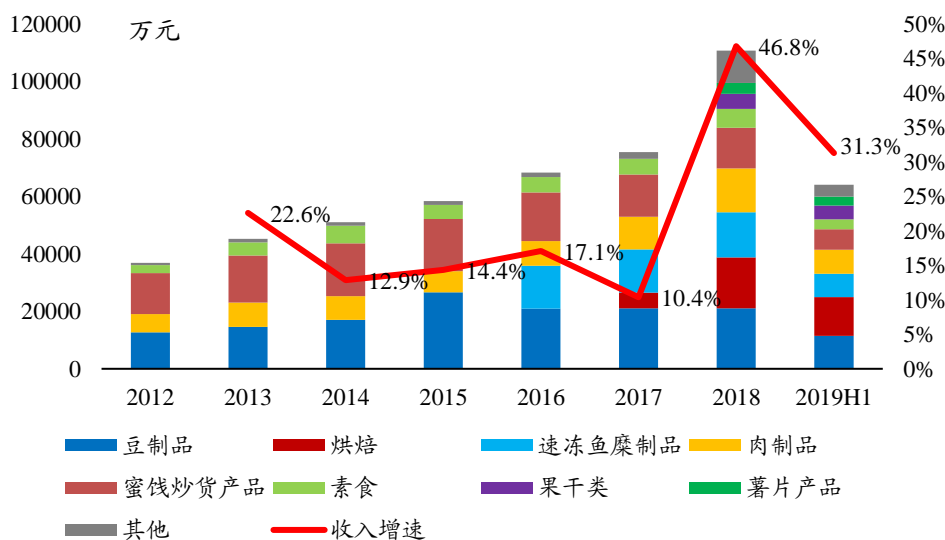
图 26: 股权激励要求扣非净利润复合增长不低于 52%	15
表 1: 股权激励对象集中, 渠道负责人激励力度最大	14
表 2: 核心假设表 (百万元)	16
表 3: 同行业主要竞争对手估值对比 (亿元、元/股)	16

1、小品类切入大品类，全产业链布局优势凸显

1.1、地方特色休闲小零食领先厂商切入烘焙、果干等大品类

地方特色休闲小零食领先厂商，开始切入烘焙、果干、辣条、薯片等大品类。公司发家于地方特色的凉果蜜饯，在2017年上市之前，公司主要产品均是以地方特色的休闲豆制品、凉果蜜饯、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品等干杂系列，口味均以偏辣为主，主要市场均集中在华中和华南市场。通过深耕中国特殊传统小零食市场，公司建立了华中和华南两大大本营市场，在散装称重渠道打造了品牌形象。公司上市之后相继在2017年推出了烘焙，2018年推出了果干和薯片，2019年推出了辣条等全国化口味的大品类新品，公司目前已经成长为华中地区的休闲零食的优势品牌商。公司2012-2017年的收入自3.69亿元增长到了7.54亿元，年复合增速为15.4%。在切入全国化的大品类之后，公司收入增长开始加速，2018年的收入增速达到46.8%，2019年上半年继续保持31.3%的高速增长。并且公司2017年新推出的大品类烘焙类产品仅用了两年的时间，即在2019年上半年实现销售1.35亿元，快速成为了公司的第一大品类。

图1：切入大品类后公司收入开始加速增长

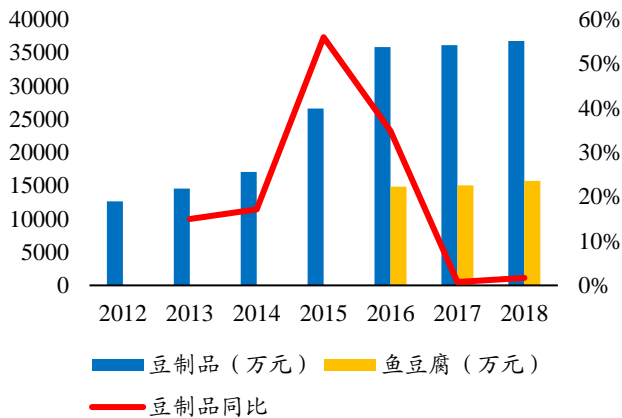


数据来源：Wind、开源证券研究所

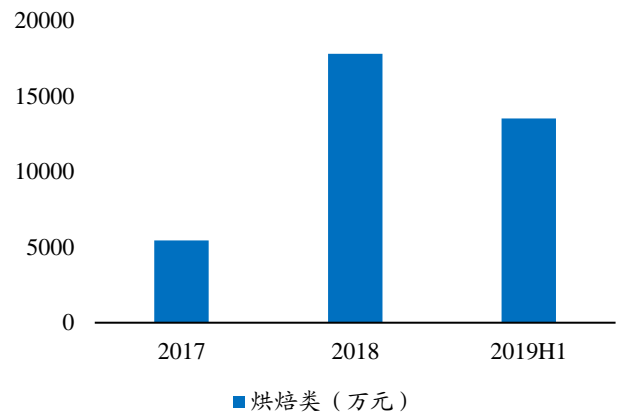
1.2、全产业链布局，爆品开发推广能力显现

全产业链布局，新产品研发推广优势显著。公司是唯一一家多品类、全产业链布局的休闲小零食品牌商。小品类休闲零食作为休闲零食中增速最快的品类，最突出的特点是品种众多、更新换代速度快，如何抓住消费趋势变化带来的新品种的发展机遇是休闲小零食企业的核心竞争力。休闲零食领域的龙头达利食品即是紧跟消费趋势变化的典型案例。公司长期专注于高增长的产品品类，2002年推出“达利园”品牌糕点，2003-2004年推出“可比克”品牌薯片和“好吃点”品牌饼干，2007年推出“和其正”品牌凉茶，2013年推出“乐虎”品牌功能性饮料，2017年推出“豆本豆”品牌高端豆奶，2018年推出“美焙辰”品牌短保烘焙，并且在每个高成长的细分品类中都取得了非常好的成就。目前休闲零食的电商龙头三只松鼠同样是抓住了坚果这一品类在电商渠道大发展的机遇，仅用7年时间即成为了坚果品类的龙头时实现上市。针对休闲食品行业快速消费、品种更新换代快的这一特征，公司开发了“实验工厂”模

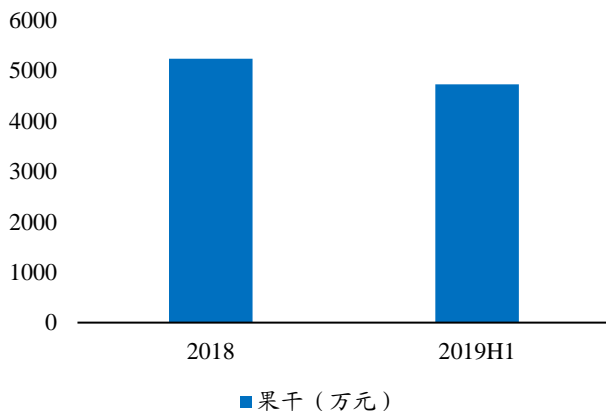
式来进行新产品的开发。应对市场消费需求变化的新需求,“实验工厂”模式使公司可以快速启动新品开发,短期内完成小批量生产后投放市场,对于市场反应良好的产品,公司可以马上启动大规模的生产和推广。而正是公司从研发、生产到销售的全产业链布局使得公司“实验工厂”模式可以得到快速的落地实施。在“实验工厂”模式下,2017年以前公司在地方特色干杂系列中开发出了金针菇、竹笋、山椒花生、花生豆、豆瓣、瓜子仁、裹粉青豌豆、鱿鱼、蛋白豆干、鱼豆腐等众多新品。其中2015年开发的鱼豆腐,上市之后即快速实现放量,2016年即实现了1.49亿收入。在2017年切入大品类之后公司同样开发出了烘焙、果干、薯片、辣条等新品,并且各大品类都大放异彩。其中烘焙2017年推出之后即实现收入5434万元,2018年则快速增长到了1.78亿元,2019年上半年继续快速增长到了1.35亿元,同比增长132%。2018年推出的果干当年实现收入5237万元,2019年上半年快速放量至4727万元,同比增长5.5倍。2018年推出的薯片同样在当年即实现收入3765万元,2019年上半年收入3201万元,同比增长150%。可以看到,无论是2017年以前在地方特色的干杂系列,还是2017年以后切入的全国化大品类,公司全产业链布局带来的爆品研发及推广能力均得到了证明。

图2: 2015年推出的鱼豆腐 2016年销售即达1.49亿元


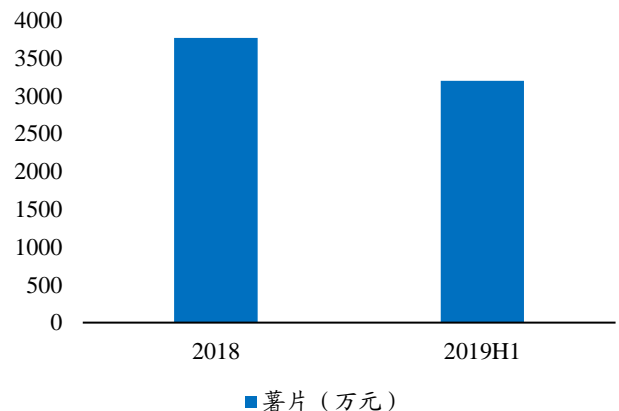
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图3: 2017年推出的烘焙类 2019年成为第一大品类


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

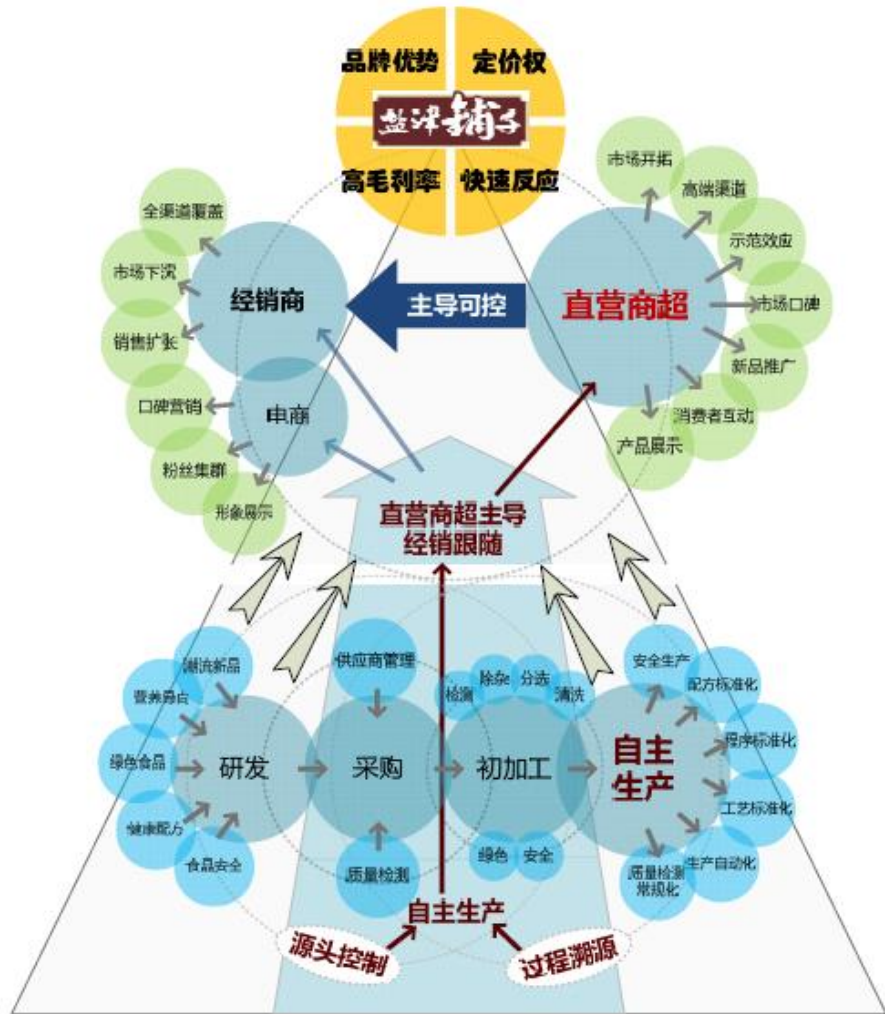
图4: 2018年推出的果干 2019H1增长了5.5倍


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图5: 2018年推出的薯片新品 2019H1同比增长150%


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图6: 公司全产业链布局优势在爆品开发推广上作用开始显现



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

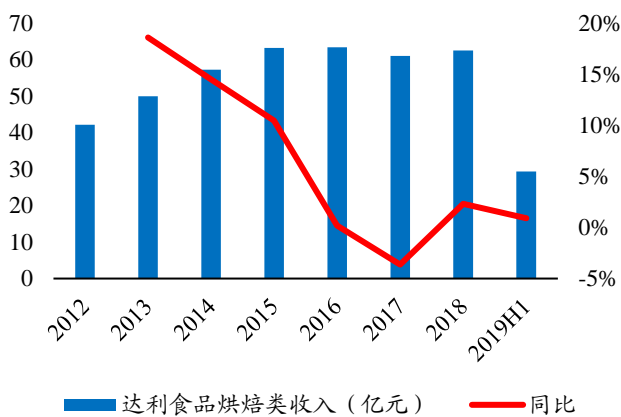
2、多品类、多品牌协同发展，散装称重领域的“达利”成型

2.1、大品类新推独立品牌，多品类、多品牌战略成型

紧抓烘焙产品由长保向短中保消费升级趋势，利用自身散装称重渠道优势推出中保烘焙品牌“憨豆先生”。烘焙类产品按照保质期可以分为短保（3-15天）、中保（1-2个月）和长保（4-6个月）三类。烘焙类产品为了延长保质期需要添加防腐剂等食品添加剂，牺牲了一定的产品品质和口感，新鲜度和健康程度要差。短保和中保产品保质期大幅短于长保产品，但新鲜度、口感和健康程度显著好于长保产品。不过短保和中保产品需要及时的上架销售和消费，要求供应链周转速度快，并且如果在保质期内不能消费完的话将会报损，从而导致了短保和中保产品的成本显著高于长保产品。国内目前长保国产品牌包括达利园、盼盼等，中保国产品牌包括港荣、豪士、憨豆先生、小白心里软等，短保国产品牌则包括了桃李、美焙辰（达利食品）等。在休闲零食健康化的消费升级趋势下，烘焙类产品目前正由长保产品向短中保产品升级。国内长保烘焙的龙头达利食品 2016 年开始其烘焙糕点类收入即已经进入增长瓶颈，2017 年甚至开始出现下滑（同比-3.6%）。而国内短保面包的龙头桃李则持续保持着 20%左右的收入复合增速。达利食品在 2018 年 11 月也同样推出了新品牌“美焙辰”切入短保市场，几个月内即开拓了 3 万多个销售终端，驱动公司烘焙

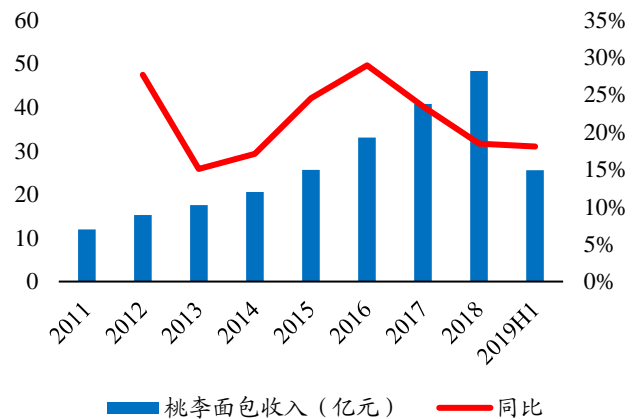
糕点类产品重回增长。短保产品的品质最佳亦最为健康，不过其极短的保质期要求即产即消（烘焙坊模式）或是需要全国化的生产布局+高效的供应链体系+快速周转的门店消费（便利店等）来保障在保质期内完成产品的销售和消费。中保产品相对短保产品而言，在保质期内足够实现在传统商超零售渠道中销售及消费，因而更容易在传统渠道快速标准化扩张。不过由于中保产品同样保质期不够长，无法和长保产品一样通过大容量的定量装形式进行销售（保质期内无法保证消费完），而更适合通过散装称重的渠道来进行销售（同价位多品种产品组合，购买量根据消费者的消费量自行决定）。公司紧抓烘焙消费由长保向短中保消费升级的趋势，同时利用公司原有干杂系列在散装称重渠道建立的优势，2017年上市后快速切入中保烘焙领域，推出了新的自有品牌“憨豆先生”。公司中保产品主打“58天鲜”的主题，从产品生产的角度出发保障产品的品质和新鲜度。中保烘焙新品推出后在公司原有的散装称重渠道中快速放量，迅速取代原有的豆制品成为了公司的第一大品类，同时还驱动了公司的销售渠道向全国化扩张。

图7：长保龙头达利烘焙收入 2016 年开始增长乏力



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：短保龙头桃李面包收入保持 20%左右的复合增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：中保烘焙产品更适合散装称重渠道进行销售





烘焙	保质期	主要销售渠道
短保	3-15天	面包坊、便利店、大型商超
中保	1-2个月	商超散装称重、便利店
长保	4-6个月	商超定量装、小超市、小卖部

资料来源：开源证券研究所

差异化切入辣条领域推出“小新王子”，电商渠道重新定位推出短保烘焙品牌“焙宁”。辣条作为中国特色的休闲零食品种，在经历了行业整合之后逐步形成了龙头品牌卫龙，目前卫龙辣条的年收入已经突破了 20 亿元。在行业经历了多轮整合、品牌商

开始逐步崛起的时候，公司从“绿色、健康、美味”的角度出发，差异化推出了粗粮辣条，原材料在面粉之外加入了燕麦、玉米、甘薯全粉、马铃薯全粉、食用大豆粕以及膳食纤维，提升了产品档次，为行业导入了健康理念。同时签约林更新作为代言人推出了公司的辣条新品牌“小新王子”。公司电商渠道 2017 年引入了良品铺子电商渠道的运营总监，开始复制良品铺子的线上化之路。在母公司的大力支持下，2018 年公司电商子公司收入较 2017 年大幅增长 203%，达到了 1.63 亿元。不过由于公司本身定位于“休闲零食的自主生产提供商”，电商渠道亦仅销售公司自产的产品。电商渠道由于产品 SKU 不足同时缺乏单价高的爆款产品，流量的转化效率并不高，只能依靠低价补贴来获得增长。在休闲零食电商渠道竞争激烈、头部平台逐步形成、流量成本日趋高企的背景下，2019 年公司对自身电商渠道的战略定位进行了重新的梳理和确定，也导致公司 2019 年电商渠道收入出现大幅下滑。公司电商渠道重新梳理定位后开始利用自身规模化生产的优势推出了互联网短保烘焙品牌“焙宁”，切入短保烘焙市场。公司互联网短保烘焙产品保质期定为在 12-30 天，利用自身的生产能力和市场上完善的物流体系可以在 2-3 天的时间内实现产品从生产、运输、配送至消费者手中，给消费者留有了较为充足的消费时间。公司本身具备规模化的生产能力，同时通过电商渠道直接销售，因此公司短保烘焙产品具备非常高的性价比，目前已经推出了纯蛋糕、吐司面包、华夫饼三个产品。

图10: 公司短保产品具备明显的性价比优势

盐津铺子	桃李面包
 <p>盐津铺子焙宁纯蛋糕早餐12天鲜零食品西式糕点蛋糕4360g 新鲜12天保质期，为保新鲜</p> <p>价格 ¥ 68.90 促销价 ¥ 31.98 本店原价 满63.96元减31.97元</p> <p>保质期 12天 保质期长 送至上海 快递: 0.00 店铺发货 最终付款后11月24日24时前发货</p> <p>月销量 9.5万+ 累计评价 39312 送运费险 ¥ 15</p> <p>口味 360g(2个)</p> <p>数量 1 库存18723件</p> <p>立即购买 加入购物车</p>	 <p>桃李纯蛋糕多口味720g 早餐食品营养鸡蛋糕点网红零食手撕面包 柔软蓬松 口感可口 新鲜短保 更健康</p> <p>聚划算 品牌正在参加聚划算，1天11点起秒杀，速来抢购!</p> <p>价格 ¥ 60.00 促销价 ¥ 34.80</p> <p>保质期 20天 保质期长 送至上海 快递: 0.00 店铺发货 最终付款后11月24日24时前发货</p> <p>月销量 1.0万+ 累计评价 22534 送运费险 ¥ 17</p> <p>口味 爆款【原味720g】 新品【红枣味840g】 爆款【双口味780g】</p> <p>数量 1 库存776240件</p> <p>立即购买 加入购物车</p>
<p>纯蛋糕，720g，保质期12天，价格32元</p>	<p>纯蛋糕，720g，保质期20天，价格34.8元</p>
 <p>盐津铺子焙宁吐司面包营养早餐糕点食品切片吐司蛋糕面包点400g 12天保质期 拍两份送1个(2送)</p> <p>价格 ¥ 89.80 促销价 ¥ 26.98 本店原价 满53.96元减26.97元</p> <p>保质期 12天 保质期长 送至上海 快递: 0.00 店铺发货 最终付款后11月4日24时前发货</p> <p>月销量 4.0万+ 累计评价 6067 送运费险 ¥ 13</p> <p>口味 南瓜吐司400g</p> <p>数量 1 库存95176件</p> <p>立即购买 加入购物车</p>	 <p>桃李南瓜原浆纤维面包600g早餐零食手撕代餐切片植物膳食纤维吐司 健康早餐吐司 植物纤维更健康 15天新鲜短保</p> <p>聚划算 品牌正在参加聚划算，1天11点起秒杀，速来抢购!</p> <p>价格 ¥ 60.00 促销价 ¥ 31.80</p> <p>保质期 15天 保质期长 送至上海 快递: 0.00 店铺发货 最终付款后11月24日24时前发货</p> <p>月销量 2.5万+ 累计评价 6200 送运费险 ¥ 15</p> <p>口味 【南瓜吐司面包600g】</p> <p>数量 1 库存754833件</p> <p>立即购买 加入购物车</p>
<p>南瓜吐司面包，800g，保质期12天，价格27元</p>	<p>南瓜吐司面包，600g，保质期15天，价格31.8元</p>

资料来源：天猫旗舰店、开源证券研究所

大品类推出独立品牌，小品类共用“盐津铺子”，公司多品类、多品牌战略明确。休闲零食品类众多，尤其是小品类休闲零食品种众多且更新迭代速度快，新产品和新品类的开发是行业增长的主要驱动力。针对小品类休闲零食，公司选择和零食品牌商（三只松鼠、良品铺子、百草味、来伊份等）一样共用“盐津铺子”主品牌。而在推出大品类之后，公司选择的是和其他深耕大品类的产品品牌商一样推出独立品牌进行营销。借鉴国内休闲食品龙头达利食品和海外的休闲零食巨头卡夫食品的发展经验，针对休闲零食品类众多的特点，龙头厂商针对不同大品类均是采用多品类、多品牌的战略。目前公司干杂系列共用“盐津铺子”品牌，明星爆款中保烘焙推出“憨

豆先生”品牌，新大品类辣条推出“小新王子”品牌以及短保烘焙推出“焙宁”品牌，多品类、多品牌战略已基本成型。

图11: 公司多品类、多品牌战略初步成型

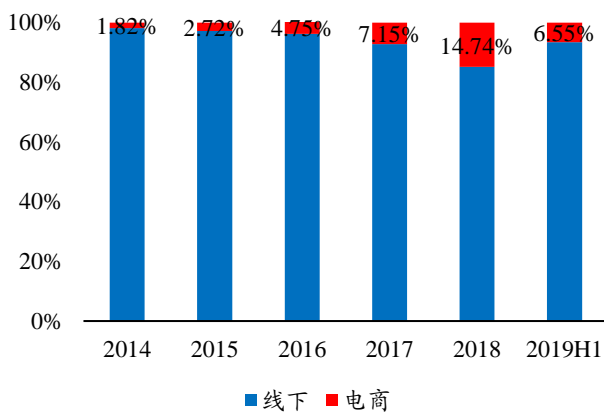


资料来源: 公司官网、天猫旗舰店、开源证券研究所

2.2、大品类爆品推动渠道全国化扩张，散装称重领域的“达利”成型

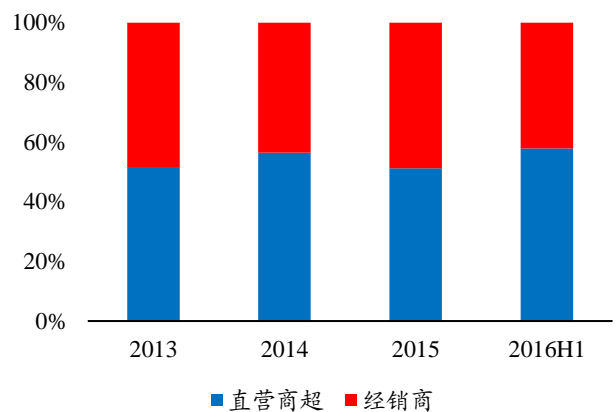
线下为主、线上为辅，直销+经销相结合，掌握终端定价权的同时实现全国化扩张。公司线下渠道以“商超直营主导，经销跟随”的渠道拓展理念，形成了多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络。目前公司已经和沃尔玛、大润发、家乐福等国际大型连锁商超以及步步高、中百、人人乐等国内大型连锁商超建立了长期、紧密的合作伙伴关系，已经入驻了国内超过 2000 家的大型商超门店。公司通过直营商超高端渠道进行市场的开拓，做好示范作用、确定产品的定价，然后将产品的价格体系推广到整个营销渠道，从而掌握渠道终端的定价权。同时通过经销商来实现销售渠道的下沉，形成广覆盖的线下营销网络。目前公司线下渠道直销和经销的占比相近，未来随着销售网络渠道的进一步下沉，经销比例将提升。此外，公司自 2014 年开始在天猫、京东、一号店、唯品会、拼多多等电商平台设立旗舰店或进行合作销售，作为公司营销渠道的补充，来提升公司品牌在全国范围内的影响力，电商渠道 2019 年上半年的销售占比仅 6.55%。

图12: 公司目前主要以线下渠道为主



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

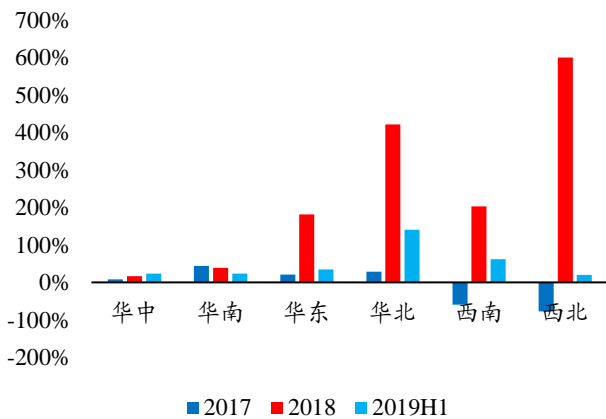
图13: 公司线下渠道为直销+经销结合，直销确定价格



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

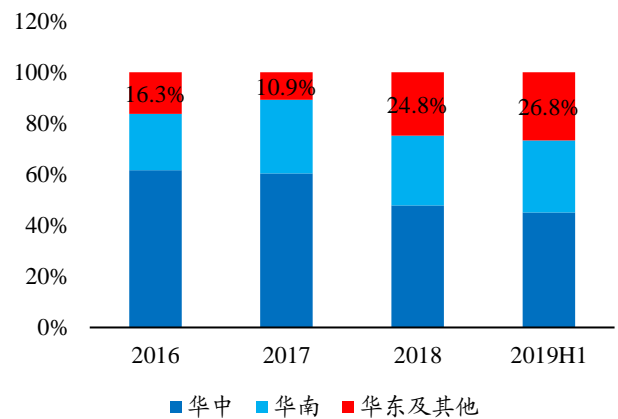
中保烘焙爆品推动渠道全国化扩张，同时推出店中岛实现渠道终端升级。烘焙作为公司推出的适应全国化口味的大单品，不仅在公司原有的华中、华南大本营市场上快速上量，同时也推动了公司营销渠道在全国范围的扩张。自2018年开始，可以看到华东、华北、西南和西北等原先公司的薄弱市场区域收入的增速开始大幅提升，全国化大单品的爆发驱动公司线下销售网络在全国范围内的扩张，打破了原有产品销售的区域属性。公司华中和华南大本营以外市场的占比快速提升，2018年占比即达到了24.8%，2019H1继续提升到了26.8%。2018年公司同步对销售渠道陈列的货柜进行了升级，由原有的散装货柜升级为以“金铺子”和“蓝宝石”为主的店中岛终端。据公司统计数据，2018年“金铺子”店中岛投放以来，消费者的购物体验指数上升，门店销售同比增长超50%。“蓝宝石”烘焙店中岛一经推出就在行业内引发轰动效应，成功确定了58天鲜在行业内的地位，门店销售大幅增长。2018年公司投放“金铺子”、“蓝宝石”店中岛突破1000条陈列，预计2019年公司投放的店中岛陈列将超过4000条，带动了公司整体在散装称重渠道的品牌形象升级。

图14: 2018年开始公司薄弱市场收入增速大幅提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 2018年后公司华中、华南以外市场占比快速提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 公司推出的“金铺子”干杂系列店中岛



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图17: 公司推出的“蓝宝石”烘焙系列店中岛



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

多品类、多品牌战略明确，渠道全国化扩张进行中，散装称重领域的“达利”成型。达利食品作为休闲零食领域的龙头，2018年实现收入208.6亿元，其中包括饮料91.6亿元，休闲食品104.2亿元，旗下包括有“达利园”、“可比克”、“好吃点”、“美焙辰”等知名休闲食品品牌。达利食品专注于休闲食品中快速成长的品类，通过强大的产品创新能力、全产业链布局、快速跟进市场、全国化的销售网络，不断打造

新爆品，成为了休闲食品领域多品类、多品牌的龙头。达利食品主要的销售渠道为线下的定量装市场，而公司的主要线下销售渠道为散装称重市场。公司同样采用多品类、多品牌的战略，全产业链布局也已经完成，持续的爆品打造能力正得到证明，渠道正走向全国化，散装称重领域的“达利”正逐步成型，

2.3、产业链一体化和全国化渠道布局是持续爆品打造能力的保障

持续的爆品打造能力是公司持续高增长的核心，产业链一体化和全国化渠道布局是持续爆品打造能力的保障。公司产业链一体化布局在新产品的开发推广上优势显著，此前在小品类产品和区域性的销售市场中，新产品推出后对公司收入的带动力度和时间周期都有限，公司每年需要推出众多的新产品来保持持续稳健的增长。而切入大品类之后，新爆品的推出成为公司收入快速增长的核心驱动力，对收入的带动作用大幅增强，持续放量的时间周期大幅延长，持续的爆品打造能力成为了公司高速增长的核心。鱼豆腐、烘焙等已经证明了公司的爆品打造能力，后续的果干、辣条等新品的培育则是对公司持续爆品打造能力的验证。持续的爆品打造能力不仅需要强大的新品研发能力，同时需要全国化的渠道布局以及产品的推广能力，产业链一体化和全国化的渠道布局是持续爆品打造能力的保障。公司现有产品的全产业链布局已经完成，全国化的渠道布局正在扩张，核心竞争力持续的爆品打造能力正在形成。

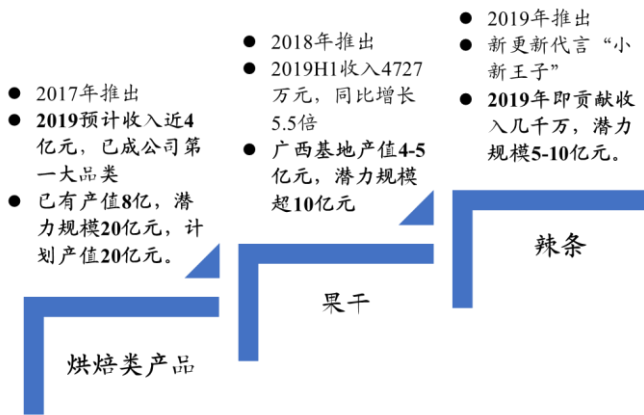
3、战略规划进入落地期，公司开启加速发展

3.1、烘焙、果干、辣条相继推出，潜在收入规模超 35 亿元

烘焙、果干、辣条三大战略新品均已推出，潜在收入规模超 35 亿元。公司上市之后确定了重点开发大单品的战略，同时推动渠道的全国化扩张。大单品产品来看，公司 2017 年新推出了烘焙类新品，2018 年新推出了果干和薯片新品，2019 年新推出了辣条新品，三大战略大单品烘焙、果干、辣条均已推出。烘焙作为公司最早推出的第一个大单品，2019 年上半年已经实现收入 1.35 亿元，预计全年有望接近 4 亿元，较 2018 年继续保持翻倍以上的增长。同时目前公司在浏阳生产基地已经新建 4 条烘焙智能生产线，年产值达 8 亿元，升级后产值可达 10 亿元。此外公司计划在河南漯河继续新建 3 万吨的烘焙类产品的产能，建成达产后的年产值也将达到 10 亿元，公司计划的烘焙产值已达 20 亿元。果干在真空冷冻干燥技术的应用下，使得原有水果的结构和形状得到最大程度的保护，外观和内在产品营养和品质都得到了完美的保存，是休闲零食健康化潮流下快速成长的新品类。以电商龙头三只松鼠和百草味为例。三只松鼠 2014 年开始推出果干产品，当年实现收入 277 万，2018 年收入即已达到了 4.93 亿元，2019 年上半年收入继续增长到 3.25 亿元，同比增长 41.7%。百草味 2016 年果干收入为 1.2 亿元，2017 年大发力一举超过了三只松鼠，收入达 4.97 亿元，2018 年继续增长到 5.98 亿元，2019 年上半年收入 3.38 亿元。两大龙头的果干收入规模在 2018 年即已达 10.9 亿元，2019 年上半年合计收入为 6.6 亿元，继续保持快速增长，未来有机会成长为一个新的大品类。公司以生产凉果蜜饯出身，直接从生产端切入果干市场。公司在广西新建了芒果和榴莲等水果的冻肉、冻干生产线，借助东南亚丰富的热带水果生产基地和公司丰富的生产技术，将新鲜成熟的热带水果通过真空冷冻干燥技术处理成果干之后销往全国。目前公司产能相对有限，而果干需求处于快速增长的阶段，公司生产的果干产品直接销售给了百草味、来伊份等电商平台或者 B 端企业客户，通过公司自有销售渠道销售给 C 端客户的占比还很小。2018 年公司果干首年推出即实现了收入 5237 万元，2019 年上半年实现收入 4727 万元，同比增长了 5.5 倍，目前公司在广西的果干生产基

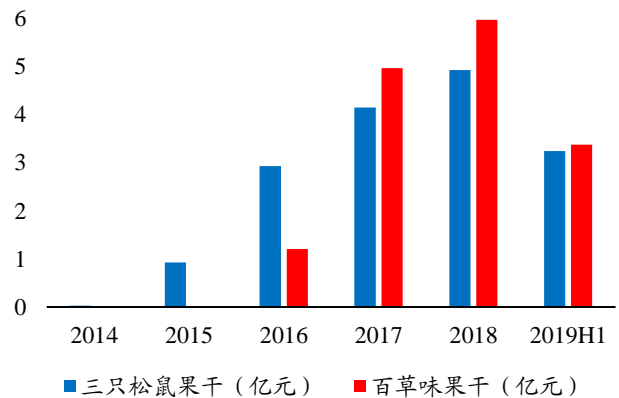
地已经建成投产，产能处于快速爬坡阶段，完全投产后的产值在 4-5 亿元。未来随着果干产能的释放以及公司产品逐步由 To B 端销售转向 To C 端销售，果干这一品类的收入和毛利率都将大幅提升。辣条方面，作为本土特色的休闲零食品类，卫龙作为辣条的龙头收入已超 20 亿元，公司通过聘请林更新作为代言人，高举高打推出“小新王子”的粗粮辣条系列。2019 年初推出后“小新王子”即成为了行业爆款，预计 2019 年即可以贡献几千万的收入。三大战略新品中烘焙是 20 亿元收入的潜力品种，果干是 10 亿元以上收入的潜力品种，辣条同样是 5-10 亿元收入的潜力品种，三大战略品种推出后，叠加公司原有的干杂系列和新推出的薯片，公司已有产品品类的收入潜力规模在 50 亿元以上。

图18：公司三大战略新品收入潜力规模超 35 亿元



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图19：三只松鼠、百草味果干推出后均持续快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

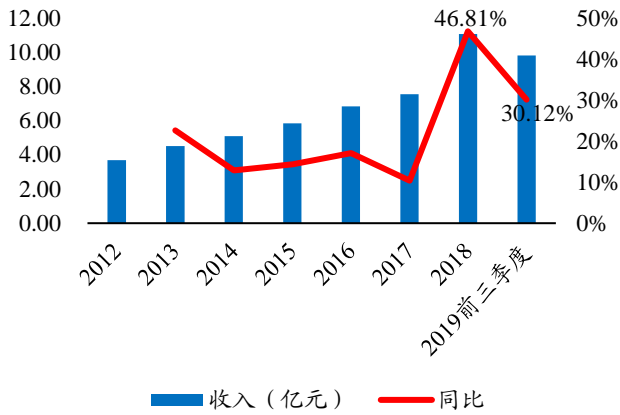
3.2、大单品放量叠加渠道全国扩张，双轮驱动进入加速发展期

大单品相继放量，渠道持续全国化扩张，驱动公司收入增长拐点向上。烘焙、果干、辣条、薯片相继放量，驱动公司收入增速在 2018 年即开始拐点向上，公司新产品的销售占比在 2019H1 已经超过了 30%。配合新大单品的放量，公司升级的店中岛销售终端同样开启了全国化的扩张。2018 年“金铺子”和“蓝宝石”店中岛的陈列投放在 1000 多条，2019 年预计投放将超 4000 条，后续计划继续保持每年 4000 条以上的速度扩张，用 3-5 年的时间实现线下商超门店散装称重渠道 3-5 万个销售终端的覆盖。大单品的相继放量叠加渠道的全国化扩张，驱动公司收入未来 3 年将持续保持 30% 以上的快速增长。

固定资产投资高峰已过，产能利用率提升叠加产品和渠道结构优化，驱动公司利润增长拐点的到来。公司新产品的产能建设主要在 2018 年，年产值 8 亿元的烘焙产能以及年产值 4-5 亿元的果干产能均是在 2018 年大规模建成转固。可以看到公司的固定资产在 2018 年增加了 2.04 亿元，2018 年底的固定资产较 2017 年底的固定资产增加了 55%。新产品初期的费用投入较大叠加产能利用率的爬坡需要时间，因而公司净利润的拐点滞后于收入的拐点出现。随着烘焙新品产能利用率的爬坡，可以看到烘焙类新品的毛利率从 2017 年的 23.90% 快速提升到了 2018 年的 32.58%，预计 2019 年烘焙的毛利率将超过 35%，不过与短保烘焙的龙头桃李（39.83%）相比仍有较大的提升空间。果干、辣条等新品同样在快速放量，逐步开始扭亏为盈。此外，公司毛利率较低甚至亏损的电商渠道在重新定位之后开始大幅收缩，同样开始减亏。产能利用率提升推动新品烘焙、果干和辣条毛利率的持续提升，叠加高毛利新品烘焙占比的不断提升以及电商渠道占比的下降，公司净利润增长在 2019 年

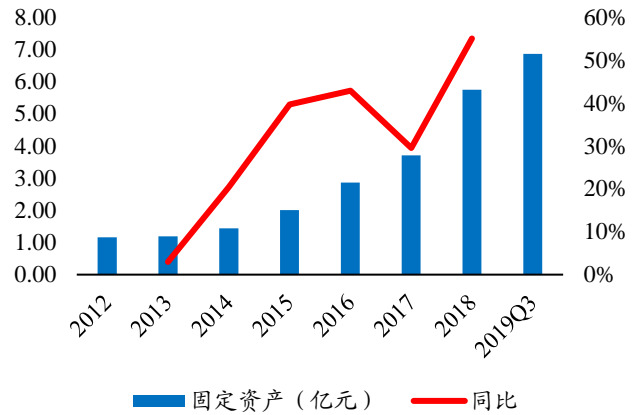
将开始拐点向上。公司三季报显示公司前三季度实现归母净利润 8978 万元，同比增长 62.92%，扣非归母净利润 6395 万元，同比增长 159.25%，增长的向上拐点已现。目前新品的产能利用率均还较低，未来产能利用率的继续提升以及高毛利新品占比的持续提升，公司盈利能力将继续提升，未来 3 年公司利润的复合增速将高于收入增速。

图20: 公司收入增长 2018 年即开始拐点向上



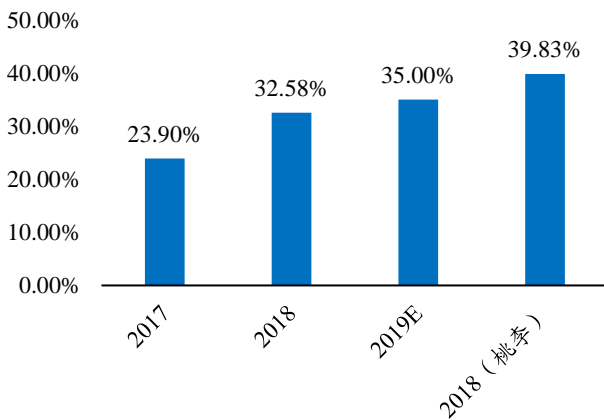
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 公司固定资产投入高峰在 2018 年



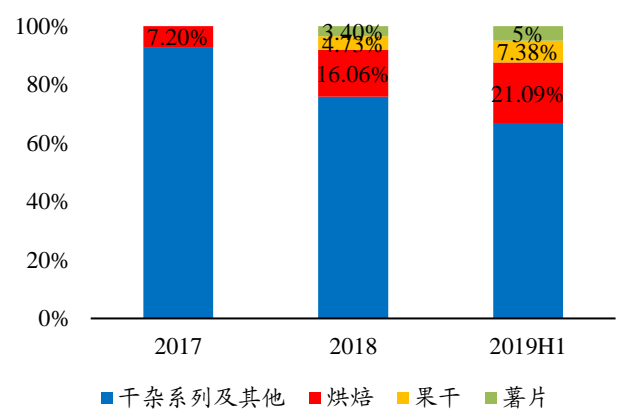
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 公司烘焙类新品的毛利率持续提升

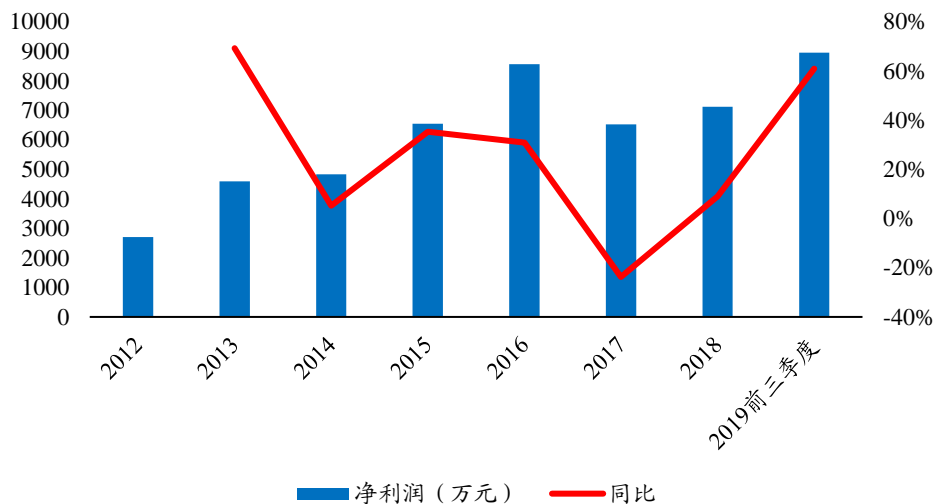


数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 公司新产品的收入占比已超 30%且持续增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 公司净利润增长在 2019 年将迎来拐点向上


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、营销负责人股权激励力度大，助力公司渠道走向全国化

渠道负责人激励力度大，业绩考核目标要求高，助力公司全国化扩张和高质量发展。公司 2019 年发布了股权激励方案，并且已于 2019 年 5 月 9 日向公司高管及核心技术（业务）人员共 12 人授予限制性股票 440 万股，同时预留 110 万股，合计 550 万股，占公司总股本的 4.44%。本次股权激励的力度大，并且激励对象相对集中，其中公司渠道负责人、副总经理兰波获得限制性股票激励的占比达 20%，获得的激励力度最大。公司目前正处于线下销售网络由区域向全国化扩张的关键时期，同时电商渠道重新定位亦处于发展的重要时期。对于渠道负责人大力度的激励有利于公司立体化销售渠道的形成以及全国化的渠道扩张。同时股权激励对于公司业绩的考核要求为：相较于 2018 年，2019-2021 年收入的增速分别不低于 15%、35%、60%，2019-2021 年的净利润（未扣除股权激励成本前）增速分别不低于 95%、160%、250%。2018 年公司营业收入基础为 11.08 亿元，2019-2021 年股权激励要求的收入分别为不低于 12.74 亿元、14.95 亿元、17.72 亿元。2018 年扣非净利润基础为 3818 万元，2019-2021 年股权激励要求的扣非净利润（未扣除股权激励成本）要求分别为不低于 7445 万元、9927 万元、1.34 亿元。公司 2019-2022 年股权激励的成本分别为 2897 万元、3097 万元、1423 万元、345 万元。股权激励的高业绩考核要求，有助于公司未来 3 年的高质量发展。

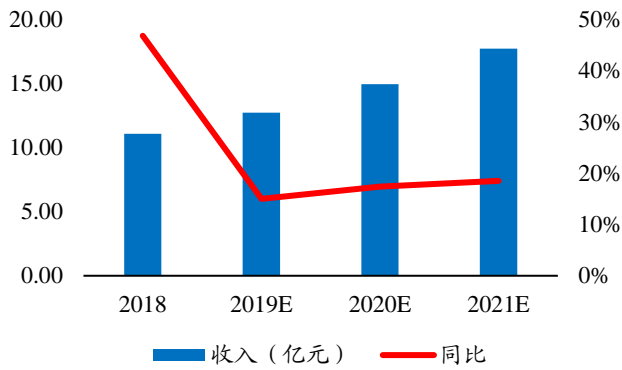
表1: 股权激励对象集中，渠道负责人激励力度最大

姓名	职位	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本比例
王宾	董事	36	6.55%	0.29%
兰波	副总经理	110	20.00%	0.89%
杨林广	副总经理	30	5.45%	0.24%
孙林	副总经理	20	3.64%	0.16%
朱正旺	董事会秘书、财务总监	60	10.91%	0.48%
邱湘平	总经理助理	56	10.18%	0.45%
核心技术（业务）人员（共 6 人）		128	23.27%	1.03%
预留部分		110	20.00%	0.89%

姓名	职位	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本比例
合计		550	100%	4.44%

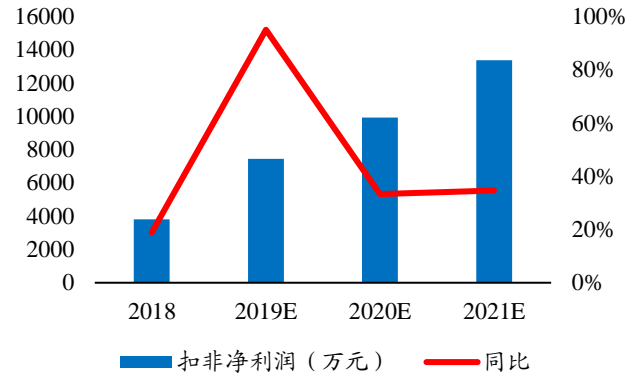
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25: 股权激励对公司收入要求复合增速不低于 17%



数据来源：预计数据来自股权激励草案、开源证券研究所

图26: 股权激励要求扣非净利润复合增长不低于 52%



数据来源：预计数据来自股权激励草案、开源证券研究所

4、盈利与估值

公司是国内唯一一家实现了全产业链布局的多品类、多品牌休闲小零食品牌商。公司爆品打造能力已得到证明，全国化的销售网络正在扩张，休闲零食在散装称重领域的“达利”正在成型。公司在上市确定了重点开发大单品的战略后，全产业链布局在新产品开发推广上的优势才开始真正显现。新爆品烘焙的持续快速放量驱动了公司收入增长在 2018 年开始拐点向上，果干、辣条、薯片等新的大单品也在快速培育放量阶段，新大单品战略的产品梯队已经形成。同时在全国化新大单品的带动下，公司销售渠道开始打破区域限制走向全国化扩张。新大单品放量和渠道全国化扩张双轮驱动，公司未来 3 年收入都将保持 30% 以上的快速增长。固定资产投资高峰已过，随着产能利用率爬坡带来新产品毛利率的提升，以及高毛利新产品占比的不断提升和渠道的结构优化，公司利润增长在 2019 年迎来拐点向上，并且未来 3 年公司的盈利能力将继续提升，利润增速将持续超过收入增速。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.20/1.82/2.68 亿元，对应 EPS 为 0.93/1.42/2.09 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 40.3/26.6/18.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2: 核心假设表 (百万元)

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入合计	683	754	1108	1464	1967	2641
同比	-	10%	47%	32%	34%	34%
干杂系列	667	677	727	785	860	954
同比	-	1%	7%	8%	10%	11%
烘焙		54	178	356	569	854
同比		-	227%	100%	60%	50%
果干			52	105	209	377
同比			-	100%	100%	80%
辣条				70	126	189
同比				-	80%	50%
薯片			38	83	124	174
同比			-	120%	50%	40%
毛利率	49%	47%	39%	41%	44%	45%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 同行业主要竞争对手估值对比 (亿元、元/股)

公司	代码	EPS			PE			总市值	现价
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
三只松鼠	300787.SZ	0.95	1.21	1.53	67.6	52.8	41.8	42.9	50.57
好想你	002582.SZ	0.32	0.39	0.46	26.9	22.1	18.4	43.9	8.51
桃李面包	603866.SH	1.10	1.31	1.57	39.4	33.1	27.6	285.3	43.30
绝味食品	603517.SH	1.36	1.64	1.93	32.7	27.3	23.1	259.4	44.57
来伊份	603777.SH	0.28	0.34	-	38.8	32.4	-	37.2	10.93
平均					41.1	33.5	27.7		
盐津铺子	002847.SZ	0.93	1.42	2.09	40.3	26.6	18.0	48.3	37.60

数据来源: Wind 一致预期、开源证券研究所

5、风险提示

公司处于新爆品快速放量期和渠道的全国扩张期,存在新产品放量不及预期以及渠道在全国范围内扩张受阻的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	437	462	722	917	1163	营业收入	754	1108	1464	1967	2641
现金	120	101	174	247	294	营业成本	401	674	864	1105	1454
应收票据及应收账款合计	69	89	113	201	204	营业税金及附加	9	13	17	23	31
其他应收款	5	11	3	19	11	营业费用	231	288	366	502	673
预付账款	26	32	18	65	46	管理费用	63	57	73	108	145
存货	202	197	397	364	584	研发费用	0	23	22	30	40
其他流动资产	14	33	18	21	24	财务费用	1	7	9	13	17
非流动资产	529	697	843	1039	1301	资产减值损失	2	7	4	6	8
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	371	575	705	890	1137	其他收益	37	38	38	38	38
无形资产	78	93	105	115	127	投资净收益	0	-1	0	0	0
其他非流动资产	80	29	32	35	38	营业利润	84	75	146	220	312
资产总计	966	1159	1565	1956	2464	营业外收入	10	1	1	1	1
流动负债	349	497	803	1038	1302	营业外支出	2	1	1	1	1
短期借款	110	185	383	536	657	利润总额	91	75	146	220	312
应付票据及应付账款合计	143	187	250	330	404	所得税	26	4	26	38	42
其他流动负债	96	125	170	173	242	净利润	65	71	120	182	269
非流动负债	19	18	19	19	19	少数股东损益	-0	1	0	0	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	66	71	120	182	268
其他非流动负债	19	18	19	19	19	EBITDA	122	121	205	301	418
负债合计	368	515	822	1057	1321	EPS(元)	0.51	0.55	0.93	1.42	2.09
少数股东权益	3	3	3	3	4						
股本	124	124	128	128	128						
资本公积	290	290	290	290	290						
留存收益	181	227	309	428	606						
归属母公司股东权益	595	641	740	896	1139						
负债和股东权益	966	1159	1565	1956	2464						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	12	155	95	216	308
净利润	65	71	120	182	269
折旧摊销	28	38	45	59	78
财务费用	1	7	9	13	17
投资损失	0	1	0	0	0
营运资金变动	-82	27	-79	-39	-56
其他经营现金流	-0	11	-0	1	0
投资活动现金流	-243	-163	-191	-256	-340
资本支出	194	222	144	196	263
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-49	59	-47	-60	-77
筹资活动现金流	256	37	-92	-22	-33
短期借款	40	75	-63	17	10
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	31	0	4	0	0
资本公积增加	219	0	0	0	0
其他筹资现金流	-34	-38	-33	-39	-43
现金净增加额	24	30	-188	-62	-65

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	10.4	46.8	32.2	34.4	34.2
营业利润(%)	4.3	-10.0	94.0	50.5	41.7
归属于母公司净利润(%)	-23.3	7.3	69.8	51.7	47.6
获利能力					
毛利率(%)	46.8	39.1	41.0	43.8	45.0
净利率(%)	8.7	6.4	8.2	9.2	10.2
ROE(%)	10.9	11.1	16.2	20.3	23.7
ROIC(%)	11.4	10.7	13.7	16.8	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	38.1	44.5	52.5	54.0	53.6
净负债比率(%)	1.2	15.8	30.8	34.2	33.4
流动比率	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	14.6	14.1	15.2	14.6	14.6
应付账款周转率	3.3	4.1	3.9	3.8	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.55	0.93	1.42	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.14	0.74	1.68	2.40
每股净资产(最新摊薄)	4.63	4.99	5.73	6.95	8.83
估值比率					
P/E	73.4	68.5	40.3	26.6	18.0
P/B	8.1	7.5	6.6	5.4	4.3
EV/EBITDA	39.7	40.6	24.7	17.1	12.5

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的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、新三板技术基准为三板成指（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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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，属于机密材料，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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835