

盐津铺子 (002847.SZ) / 食品饮料
“店中岛”模式引领渠道拓展, 品类延伸铸造增长引擎
评级: 买入 (首次覆盖)

市场价格: 35.41

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

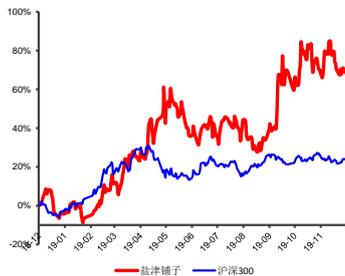
研究助理: 房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	128
流通股本(百万股)	36
市价(元)	35.41
市值(百万元)	4532
流通市值(百万元)	1275

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	754	1,108	1,446	1,872	2,331
营业收入增速	10.38%	46.81%	30.56%	29.47%	24.51%
归属于母公司的净利润	66	71	109	151	199
净利润增长率	-23.25%	7.27%	55.28%	37.67%	31.71%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.55	0.88	1.22	1.60
前次预测每股收益(元)	0.09	1.21	0.81	1.22	1.86
市场预测每股收益(元)	11.05%	11.00%	6.24%	7.06%	7.98%
市盈率(倍)	69.16	64.48	40.10	29.13	22.11
PEG	2.12	1.56	4.51	0.89	0.54
每股净资产(元)	7.64	7.09	2.50	2.06	1.77

备注: 股价为2019年12月12日收盘价。

投资要点

- 核心观点:** 今年以来公司业绩迎来拐点, 表面原因为品类扩张下新品快速放量以及渠道扩张下中岛开店加速, 本质上取决于公司强大的自主研发生产能力保障公司有持续推出新品, 以及深耕商超建立的渠道壁垒保障公司全国化能够顺利扩张。我们认为公司两年多的培育正进入收获期, 在品类和渠道加速扩张的双轮驱动下, 公司收入正迎来加速增长, 且规模效应将带动盈利能力提升, 股权激励制定的高增长目标有望实现。
- 公司介绍:** “中国零食自主制造第一股”。盐津铺子由凉果蜜饯起家, 2005年成立至今持续成长为多品类休闲零食自主制造商。从股权架构来看, 张学武、张学文兄弟是公司的实际控制人, 公司于2019年推行股票激励计划, 解锁条件为2018-2021年收入和扣非净利润复合增速分别为17%和52%, 有助于充分激发员工动力。从主营产品来看, 主要分为干杂类、烘焙类、果干类三大类产品, 产品结构多元化, 其中豆制品是公司传统主营业务, 烘焙品类自2017年推出至今迅速成长, 成为公司第二增长曲线; 果干、辣条等新品仍在培育, 未来有望成为公司重要增长点。
- 市场分析:** 市场空间广阔, 巨头成长潜力足。从行业空间来看, 休闲零食市场近年来持续扩容, 中国食品工业协会预测2019年市场规模将接近2万亿元, 市场空间极为广阔。但与发达国家相比, 我国休闲零食人均消费仅为欧美国家的1/10左右, 仍有很大提升空间。从竞争格局来看, 我国休闲零食行业品牌众多, 市场集中度很低, 龙头提升空间大。虽然休闲零食市场竞争激烈, 但盐津当前以线下市场为主, 与三只松鼠等线上巨头无正面竞争, 竞争对手仍主要是小厂家, 我们认为在消费升级趋势下随着消费者的品牌意识增强, 具有品牌优势的龙头将享受行业集中度提升红利。
- 核心竞争力:** 品类培育加速, 渠道深耕线下, 全产业链优势显著。公司核心竞争力主要包括两点, 第一, 公司具备自主研发与生产能力, 不同于松鼠等OEM模式, 公司产品均为自主生产, 全产业链模式能够迅速响应市场变化, 且保障公司能够持续推出爆款新品, 17年以来烘焙、果干、辣条等新品优异表现已持续验证。第二, 公司渠道深耕线下, 以直营为主导, 与国内主流商超建立起合作关系, 可跟随商超卖场扩张而实现自动扩张, 且通过中岛模式强化品牌形象, 公司正在升级为二代中岛, 当前中岛数量已过6000家, 明年有望突破万家。在自主生产+渠道深耕的壁垒下, 近年来公司品类与渠道开拓持续加速, 推动公司进入全新发展阶段。

- **财务分析：业绩表现与盈利水平有望迎来拐点。**2017 年开始公司启动市场开拓和新品培育，经过两年多的战略优化调整，今年业绩迎来加速增长，前三季度收入和净利润增速分别为 30%和 63%。同时盈利能力也出现拐点，今年前三季度毛利率 42.87%，同比提升 2.45pct，主要是烘焙培育接近尾声，规模效应开始体现，预计未来盈利能力将随着规模增长、产品成熟而持续提升；营运能力方面，公司存货周转和应收款周转均保持稳健。
- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 14.46、18.72、23.31 亿元，同比增长 30.56%、29.47%、24.51%；实现净利润分别为 1.09、1.51、1.99 亿元，同比增长 55.28%、37.67%、31.71%，对应 EPS 分别为 0.88、1.22、1.60 元。
- **风险提示：**食品质量安全控制的风险、市场竞争风险、跨区域经营风险。

内容目录

公司介绍：“中国零食自主制造第一股”	- 5 -
发展历程：蜜饯干杂起家，品类、渠道加速扩张	- 5 -
股权架构：控制权稳定，推行股票激励计划	- 6 -
主营产品：产品品类多样化发展，建立全品类产品体系	- 7 -
行业分析：市场空间广阔，巨头成长潜力足	- 8 -
行业空间：广阔天地，大有可为	- 8 -
竞争格局：市场集中度低，巨头各具特色	- 9 -
核心竞争力：品类培育加速，渠道深耕线下，全产业链优势显著	- 12 -
产品：品类完备，创新加快，打造烘焙等第二增长曲线	- 12 -
渠道：直营商超主导、经销跟随，“店中岛”模式推动渠道创新	- 15 -
供应链：“源头控制、自主生产、产品溯源”	- 18 -
财务分析：业绩表现与盈利水平有望迎来拐点	- 20 -
业绩表现：业绩迎来拐点，未来有望兼顾规模与效益高质量发展	- 20 -
盈利能力：规模优势将带动盈利水平持续提升	- 21 -
营运能力：存货周转能力小幅提升，应收账款周转稳定	- 21 -
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	- 22 -
收入分项预测	- 22 -
盈利预测	- 24 -
风险提示	- 24 -

图表目录

图表 1：公司发展主要分为两个阶段	- 5 -
图表 2：公司股权结构一览	- 6 -
图表 3：解锁要求收入三年复合增速不低于 17%	- 6 -
图表 4：解锁要求净利三年复合增速不低于 52%	- 6 -
图表 5：公司产品组合更加多元化	- 7 -
图表 6：公司产品结构：按收入	- 7 -
图表 7：公司产品结构：按毛利	- 7 -
图表 8：近年来我国休闲零食市场持续扩容	- 8 -
图表 9：我国休闲零食人均消费量相对较低	- 9 -
图表 10：我国坚果类人均消费量相对较低	- 9 -
图表 11：我国居民人均可支配收入不断提高	- 9 -
图表 12：消费升级趋势下高端零食市场空间更大	- 9 -
图表 13：休闲零食行业主要品牌图谱	- 10 -
图表 14：我国休闲零食线下市场高度分散	- 10 -

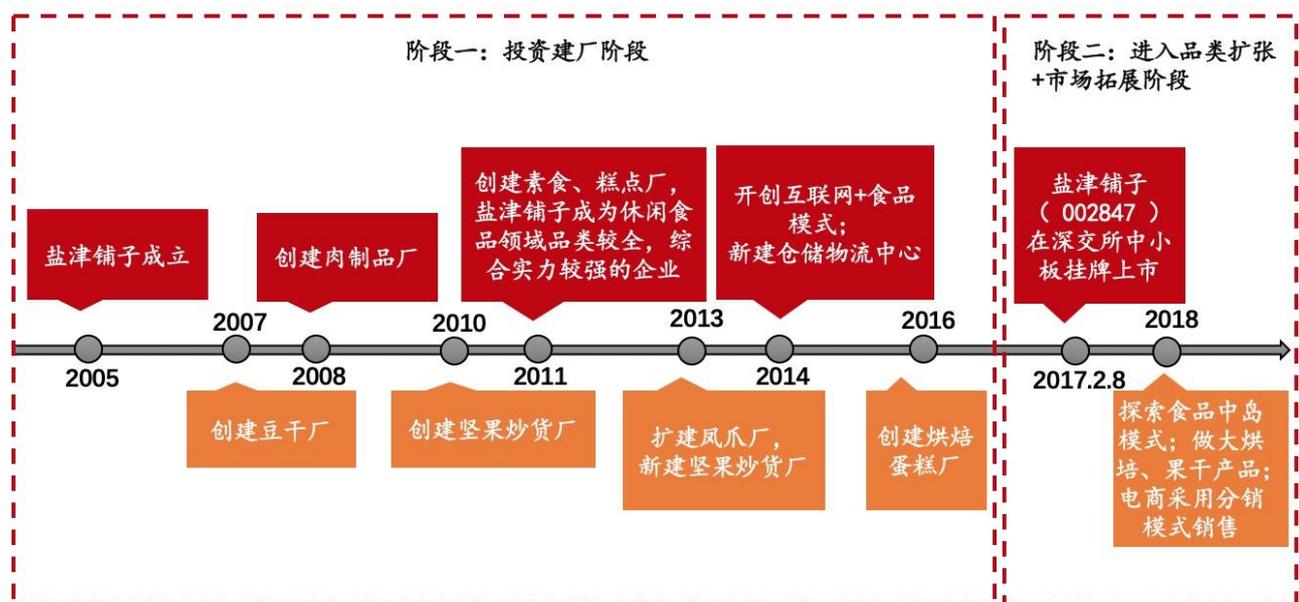
图表 15: “3+2”龙头企业业绩表现对比.....	- 10 -
图表 16: “3+2”龙头企产品结构对比.....	- 11 -
图表 17: 线下豆制品重点品牌市占率.....	- 12 -
图表 18: 线下坚果炒货重点品牌市占率.....	- 12 -
图表 19: 线下肉干肉脯重点品牌市占率.....	- 12 -
图表 20: 线下果脯蜜饯重点品牌市占率.....	- 12 -
图表 21: 2012-2018 年公司豆制品收入情况.....	- 13 -
图表 22: 我国烘焙行业市场规模不断扩大, 发展潜力大.....	- 13 -
图表 23: 憨豆“58 天鲜”系列短保烘焙产品图示.....	- 14 -
图表 24: 公司推出“小新王子”辣条品牌.....	- 15 -
图表 25: 休闲零食渠道占比.....	- 15 -
图表 26: 公司前五大直营客户销售收入占公司总营收比例.....	- 16 -
图表 27: “金铺子”主营干杂系列产品.....	- 16 -
图表 28: “蓝宝石”主营憨豆 58 天鲜烘焙系列产品.....	- 16 -
图表 29: 公司收入分渠道构成情况.....	- 17 -
图表 30: 盐津铺子销售网络覆盖全国大部分地区.....	- 18 -
图表 31: 2018 年公司分地区收入占比.....	- 18 -
图表 32: 休闲食品行业产业链.....	- 19 -
图表 33: 全产业链模式赋予了公司更高的盈利水平.....	- 20 -
图表 34: 盐津铺子收入情况.....	- 20 -
图表 35: 盐津铺子净利润情况.....	- 20 -
图表 36: 盐津铺子毛利率情况.....	- 21 -
图表 37: 盐津铺子费用率情况.....	- 21 -
图表 38: 2014-2018 年存货周转天数对比(天).....	- 21 -
图表 39: 2014-2018 年应收账款周转天数对比(天).....	- 22 -
图表 40: 收入分项预测(单位: 百万元).....	- 23 -
图表 41: 可比公司估值表.....	- 24 -
图表 42: 盐津铺子三大财务报表预测(单位: 百万元).....	- 25 -

公司介绍：“中国零食自主制造第一股”

发展历程：蜜饯干杂起家，品类、渠道加速扩张

- 2017年2月8日，盐津铺子在深交所中小板挂牌上市。我们可以以盐津铺子上市为时间节点，将公司的发展历程分为两个阶段：
- **第一阶段：2005年至2016年，公司主要处于投资建厂阶段。**2005年，张学武于长沙创建盐津铺子食品公司，率先推出凉果蜜饯独立散装产品，填补了行业内仅有包装、裸装产品的空白。此后十年，盐津铺子一直致力于投资建厂、拓展产品体系：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，素食、糕点厂的相继建立，让盐津铺子成为休闲食品领域产品涵盖较广、综合实力较强的企业；2012年，销售渠道的下沉与区域精细化管理进一步提升了品牌核心竞争力；2013年，公司扩建凤爪厂，新建坚果炒货厂，办事处达到40多个，在全国设有多个物流自主配货仓，配送服务更加便捷；2014年，公司设立盐津铺子电子商务有限公司，实现了电商与传统行业的融合，开创了互联网+食品模式；2016年，创建烘焙蛋糕厂。
- **第二阶段：2017年上市以后，公司进入加速品类扩张+渠道建设阶段。**在张学武的带领下，经过十多年发展，2017年2月8日，盐津铺子在深圳敲响了A股中小板上市的钟声。近年来，公司一方面加速品类扩张，积极探索烘焙、果干、辣条等第二增长曲线，另一方面注重营销渠道建设：公司持续精耕华中、华南、西南等根据地市场，加速拓展华东、华北市场；强化推进“金铺子”店中岛、“蓝宝石”烘焙店中岛在核心KA门店的投放。

图表 1：公司发展主要分为两个阶段

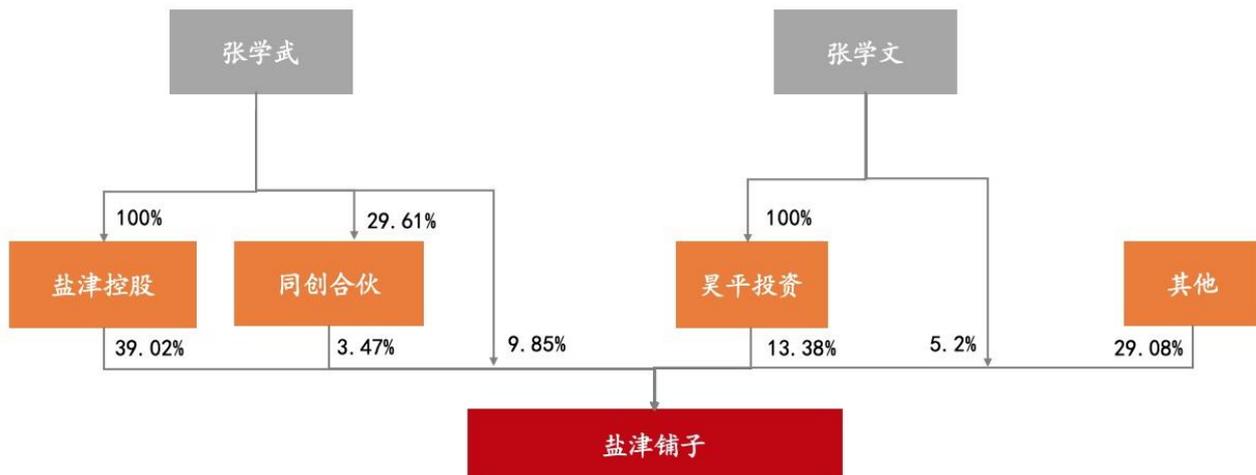


来源：公司官网，中泰证券研究所

股权结构：控制权稳定，推行股票激励计划

- 公司实际控制人为张学武及张学文兄弟，控制权稳定。张学武与张学文为兄弟关系，共同控制公司，合计控制公司 8,571.98 万股股份，占公司总股本的 66.76%，控制权稳定。张学武直接持有公司 1221.06 万股份，通过持有盐津控股及同创合伙而对公司间接持有 4,965.49 万股股份，合计共持有公司总股本的 48.18%。张学文直接持有公司 5.2% 的股份，通过吴平投资间接持有公司 13.38% 的股份，合计共持有公司 18.58% 的股份。

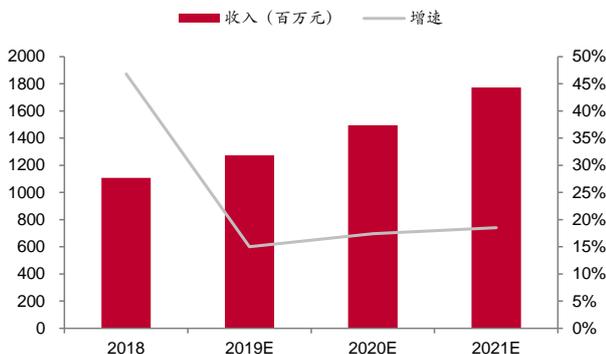
图表 2：公司股权结构一览



来源：Wind，中泰证券研究所

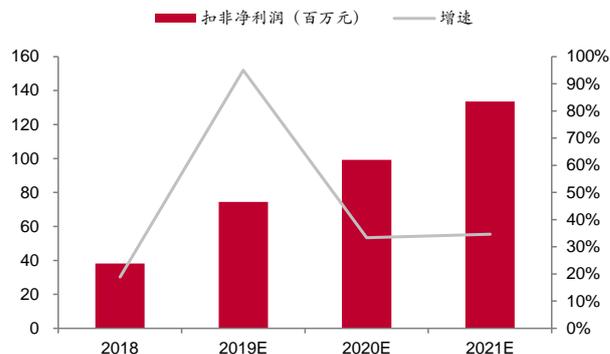
- 推行股票激励计划，绑定核心人员，激发经营动力。该激励计划拟授予限制性股票数量为 550 万股，占公司总股本 12400 万股的 4.44%，其中首次授予 440 万股，预留 110 万股。该激励计划首次授予的激励对象有 12 人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员等。这一计划具备两个特点：第一，涉及人数较少，授予对象均为公司核心人员，有利于将管理层与公司深度绑定，激发员工动力；第二，解锁条件较高，到 2021 年收入和扣非净利润相比 2018 年分别增长 60% 和 250% 以上，复合增速分别为 17% 和 52%，表明公司抢抓未来几年发展红利期的决心。同时，此举有利于进一步完善公司治理结构，健全公司长效激励机制。

图表 3：解锁要求收入三年复合增速不低于 17%



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 4：解锁要求净利三年复合增速不低于 52%



来源：INC、中泰证券研究所

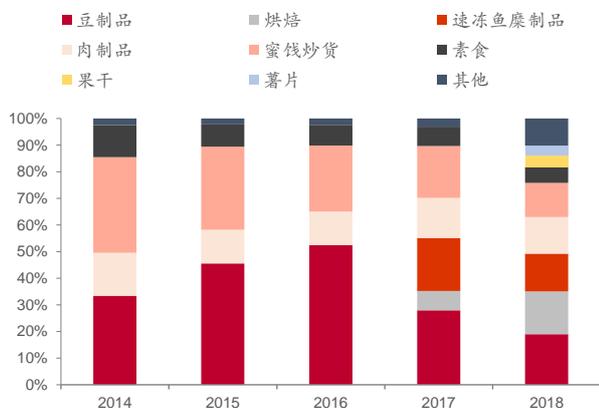
主营产品：产品品类多样化发展，建立全品类产品体系

- 盐津铺子以具有地方特色的凉果蜜饯产品起家，不断推陈出新，建立了休闲食品全品类产品体系。公司产品主要有：干杂类（鱼糜产品、豆干产品、肉鱼产品、蜜饯炒货产品、素食产品等）、烘焙类、果干类三大类产品，是目前国内产品品种较丰富、品类较齐全的小品类休闲食品生产企业。其中，豆制品是公司的主营产品，2018 年收入为 2.10 亿元，占比近 19%，烘焙类产品自 2017 年推出以来快速成长，占比从 2017 年的 7.20% 大幅提升至 2018 年的 16.05%。2018 年后又推出果干、薯片、辣条等新品，产品组合更加多元化，产品结构更加合理。

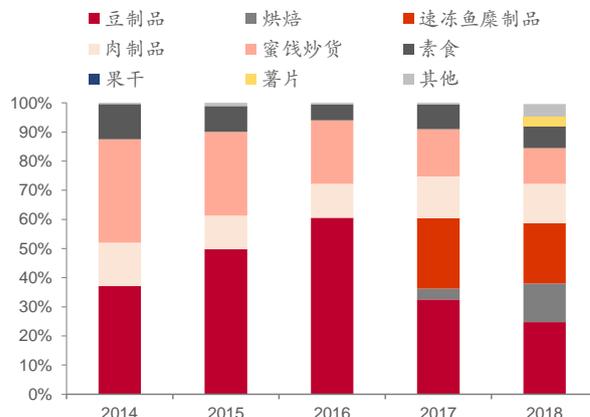
图表 5：公司产品组合更加多元化

产品门类	2018年占比	部分产品图示	产品门类	2018年占比	部分产品图示
豆干产品	18.97%		素食产品	5.94%	
烘焙类产品	16.06%		果干类产品	4.73%	
鱼糜产品	14.20%		薯片产品	3.40%	
肉鱼产品	13.82%		其他类产品 (礼盒、组合装、月饼礼盒)	10.14%	
蜜饯炒货产品	12.76%				

来源：中泰证券研究所

图表 6：公司产品结构：按收入


来源：wind、中泰证券研究所

图表 7：公司产品结构：按毛利


来源：wind、中泰证券研究所

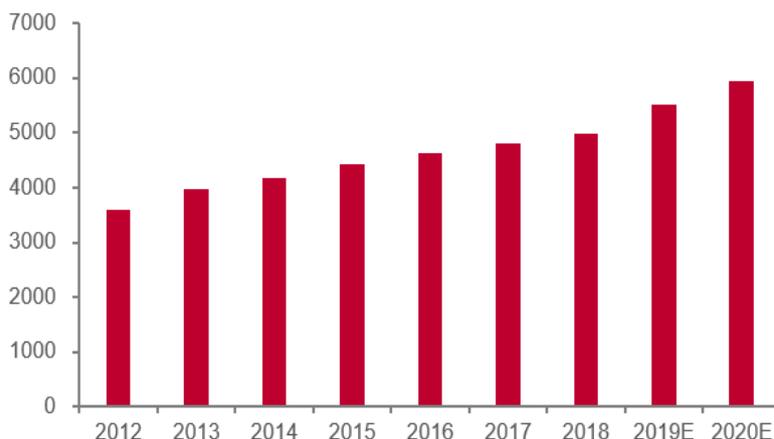
行业分析：市场空间广阔，巨头成长潜力足

行业空间：广阔天地，大有可为

- **休闲零食行业市场持续扩容，市场空间广阔。**由于统计口径的不同，我们得到的我国休闲零食行业市场规模也存在差异：
 - 据第三方全景数据服务平台 Mob 研究院发布的《2019 休闲零食行业解读》，中国休闲零食市场规模超 5000 亿元，且未来休闲零食行业年复合增长率有望维持在 6% 以上。
 - 据前瞻产业研究院，中国休闲食品市场规模从 2011 年的 3205 亿元增长至 2016 年 4520 亿元，年均复合增长率达到 7%，且预测到 2017 年全年中国休闲食品市场规模将达 4849 亿元，到 2018 年市场规模有望突破 5000 亿元。
 - 据中商产业研究院发布的《2017-2022 年中国休闲食品行业发展前景及投资机会分析报告》，2011 年至 2016 年中国休闲食品销售量从 1350 万吨增长至 1625 万吨，CAGR 达 4%，市场规模从 3205 亿元增长至 4520 亿元，CAGR 达 7%，且预测到 2020 年中国休闲食品市场规模将超过 6200 亿元。
 - 据中国食品工业协会，我国休闲食品行业年产值由 2004 年的 1931 亿元增长至 2014 年的 9050 亿元，CAGR 达到 16.7%，且预计 2015 年至 2019 年仍将保持快速增长，由 2015 年的 10589 亿元增长至 2019 年的 19925 亿元，CAGR 达到 17%。

我们可以看到，不管以什么口径进行统计，我国休闲零食行业近年来取得快速成长，且市场空间十分广阔，休闲零食将充分享受居民收入持续增长以及消费升级带来的扩容红利。

图表 8：近年来我国休闲零食市场持续扩容

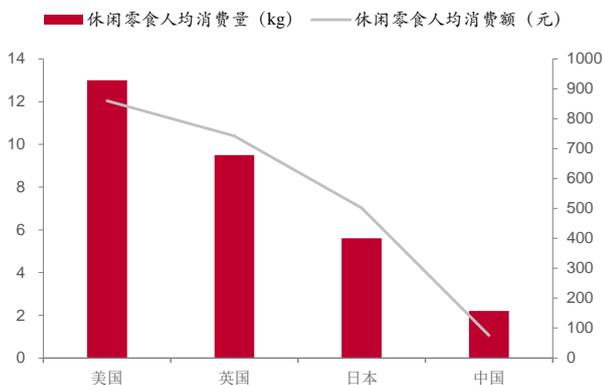


来源：《2019 休闲零食行业解读》，中泰证券研究所

- **与发达国家相比，我国休闲零食人均消费仍有较大提升空间。**目前中国休闲零食人均消费量为 2.2kg，人均消费额为 75.3 元，而美国、英国人均消费量分别为 13kg 和 9.5kg，人均销售额分别为 860 元和 740 元，因此我国与发达国家相比存在很大差距，消费结构处于较为初级的阶段，

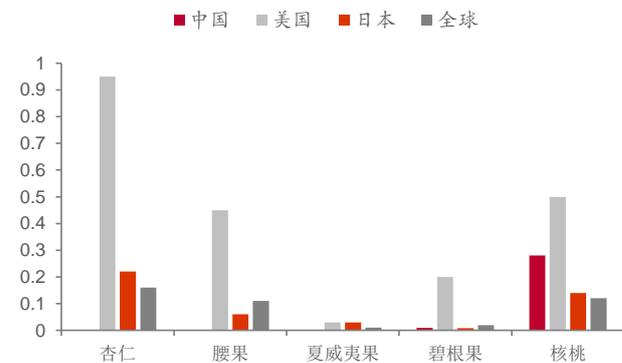
我们认为这一方面与饮食习惯有关，另一方面我国休闲食品行业尚处于初级发展阶段，三只松鼠、盐津铺子等品牌仍处于从单一品类向多品类、单一渠道向多渠道的扩张阶段，未来居民消费有望逐渐由散装向品牌集中。未来随着中国居民整体消费结构的不断升级，休闲零食人均消费有望持续提升。

图表 9: 我国休闲零食人均消费量相对较低



来源：招股说明书、中泰证券研究所

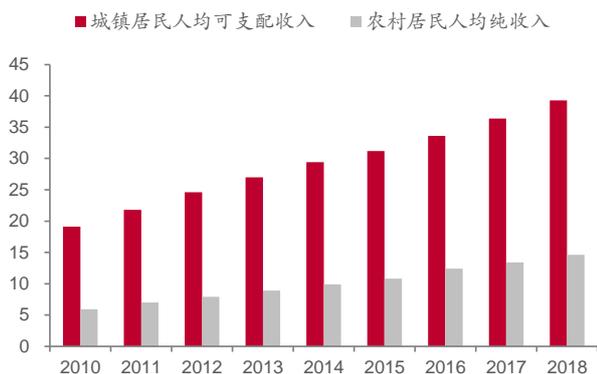
图表 10: 我国坚果类人均消费量相对较低



来源：INC、中泰证券研究所

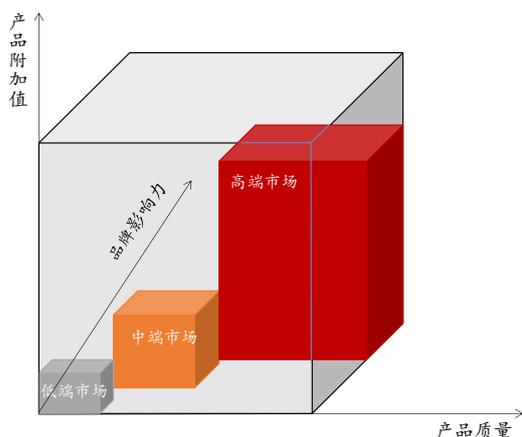
- 随着人均收入提升，零食行业结构升级明显，高端零食行业发展空间更大。近年来我国居民人均可支配收入快速提升，从 2010 年的 19109 元增长至 2018 年的 39251 元，CAGR 达 9.41%。在消费升级的大背景下，零食市场的结构更加细分，市场内结构升级明显，高中低档市场层次逐渐拉开。无论从品牌影响力，产品附加值还是产品质量角度，高端产品相较于中低端产品都具有更大的优势，因此休闲零食作为作为基础生理需求之外的升级需求，未来成长空间将更为广阔。

图表 11: 我国居民人均可支配收入不断提高



来源：招股说明书，中泰证券研究所；单位：百万元

图表 12: 消费升级趋势下高端零食市场空间更大



来源：招股说明书，中泰证券研究所

竞争格局：市场集中度低，巨头各具特色

- 格局概况：我国休闲零食行业品牌众多，市场集中度低，线下市场高度分散。我国目前休闲食品行业企业数量已超 2700 家，由于行业门槛低，

入局者仍不断增加，行业格局十分分散。从线上市场来看，三巨头三只松鼠、百草味、良品铺子优势明显，但集中度低，三者市占率之和仅为 22.4%；从盐津铺子所在的线下市场来看，长三角与珠三角是休闲食品品牌聚集地，其他地区亦分布有众多品牌，且线下市场的地域消费特征显著，同样呈现出高度分散的市场格局。我们认为在消费升级趋势下随着消费者的品牌意识增强，具有品牌优势以及全品类布局的龙头将享受集中度提升红利。

图表 13: 休闲零食行业主要品牌图谱



来源：中泰证券研究所

图表 14: 我国休闲零食线下市场高度分散

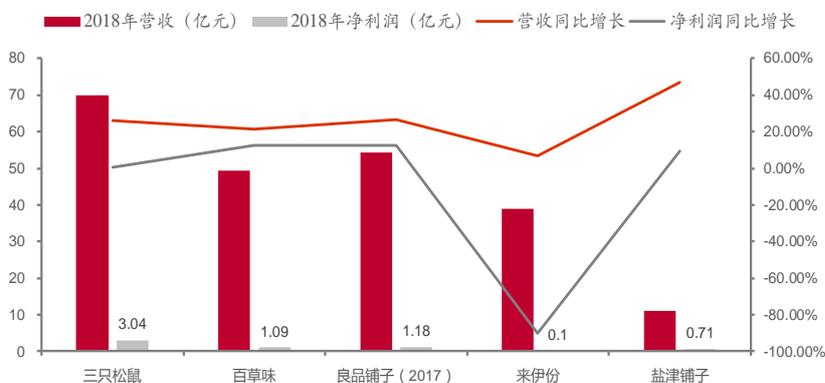


来源：中泰证券研究所

- 我国零食行业的龙头企业包括三只松鼠、良品铺子、百草味、来伊份、盐津铺子，形成“3+2”的竞争模式。其中前三家企业体量较大，且以线上销售为主，后两家企业目前仍以线下渠道为主。下面我们对盐津与其他企业进行对比：

- 从业绩表现来看——2018 年，盐津铺子实现营收 11.08 亿元，位实现净利润 0.71 亿元，虽然盐津体量远低于其他公司，但成长势头强劲，2019 年前三季度营收和净利润增速分别为 30%和 63%，在行业中位居前列。

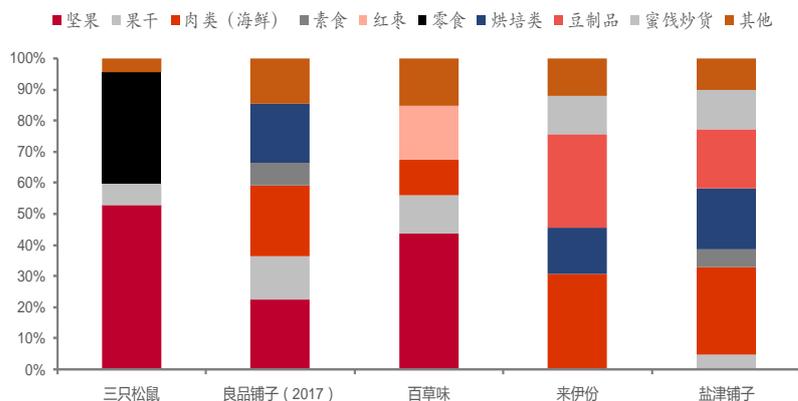
图表 15: “3+2”龙头企业业绩表现对比



来源：Wind，中泰证券研究所

➤ **从产品结构来看**——目前大多数休闲零食品牌对坚果炒货、果干果脯、糖果糕点等均有所涉及，使消费者能够一站式购齐，产品品类趋于多样化，但5家龙头企业的产品结构仍存在较大差异。三只松鼠主营坚果，占其总营收一半以上；良品铺子在产品品类上全线出击，各品类占比较为均衡；百草味主打坚果炒货，自被好想你枣业收购后，枣夹核桃、枣夹腰果等红枣类产品成为第二大主营业务；来伊份的产品结构与盐津铺子最为相似，肉类（海鲜）产品及豆制品占最大比重，其次分别是烘焙类产品和蜜饯炒货，但相比来伊份，盐津铺子的产品品类更为丰富。

图表 16: “3+2” 龙头企产品结构对比



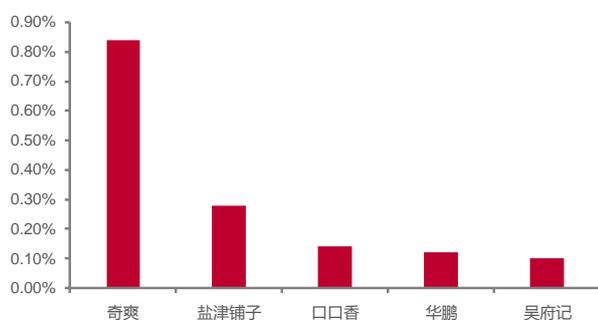
来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **竞争企业:**从终端消费市场来看，盐津铺子与来伊份、良品铺子产生竞争关系；从产品品类来看，盐津铺子与天喔、奇爽、溜溜果园、有友、金大洲产生竞争关系。

- **来伊份:**来伊份是我国销售规模、用拥有门店数量领先的休闲食品连锁经营企业之一，目前销售炒货，肉制品、蜜饯、糖果/果冻、膨化、果蔬、豆制品、糕点等9大类产品，在上海、江苏、浙江、北京、安徽等地开设2000多家直营门店，在终端消费市场与公司产生竞争关系。
- **良品铺子:**良品铺子是我国知名休闲食品连锁经营企业，主要销售区域为湖北、湖南、江西、四川四省，在终端消费市场与公司产生竞争关系。
- **天喔:**天喔食品(集团)有限公司拥有“天喔”、“天喔茶庄”、“早早麦”、“川湘”等休闲食品(饮品)品牌，产品线主要包括蜜饯、炒货、休闲肉(鱼)制品等9大系列产品，在蜜饯、坚果炒货领域与公司产生竞争关系。
- **奇爽:**重庆奇爽(集团)有限公司是以休闲豆制品、肉制品、蔬菜制品的研发、加工、销售为一体的综合性企业，拥有“奇爽”、“乐乐棒”两大品牌，2007-2011年曾连续五年在全国休闲散装豆制品、散装蔬菜制品、散装凤爪制品销售中位居全国前三强，而豆制品一直是盐津铺子第一大主营业务。在休闲豆制品、休闲素食领域与公司产生竞争关系。

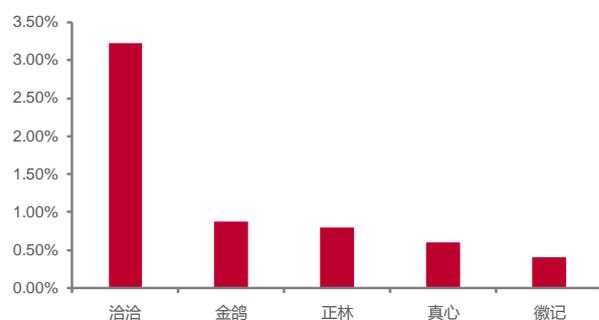
- 溜溜果园：安徽溜溜果园集团有限公司的主要产品是“溜溜梅”、“小番仔”、“吾爱”、“热带风情”等系列产品，品牌知名度很高，而盐津铺子是以“盐津”工艺蜜饯起家的，在凉果蜜饯领域与公司产生竞争关系。
- 有友：有友食品股份有限公司成立于1997年，是国内领先的泡卤风味休闲食品供应商之一，在泡椒凤爪细分市场，具有较高的产品知名度和品牌效应。主营业务为泡卤风味休闲食品的研发、生产和销售，主要产品包括泡椒凤爪、卤香火鸡翅及豆干、花生、竹笋等。是公司凤爪类产品的主要竞争对手。
- 金大洲：成都金大洲实业发展有限公司成立于2001年，从事以金针菇为主的食用菌休闲系列食品的研发，生产和销售，在休闲素食领域与公司产生竞争关系。

图表 17：线下豆制品重点品牌市占率



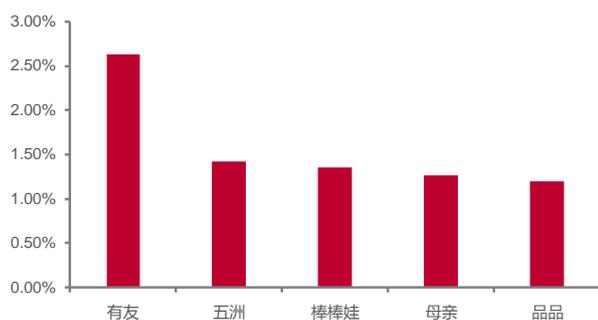
来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 18：线下坚果炒货重点品牌市占率



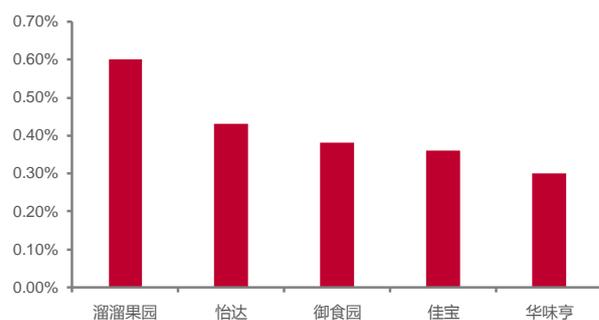
来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 19：线下肉干肉脯重点品牌市占率



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 20：线下果脯蜜饯重点品牌市占率



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

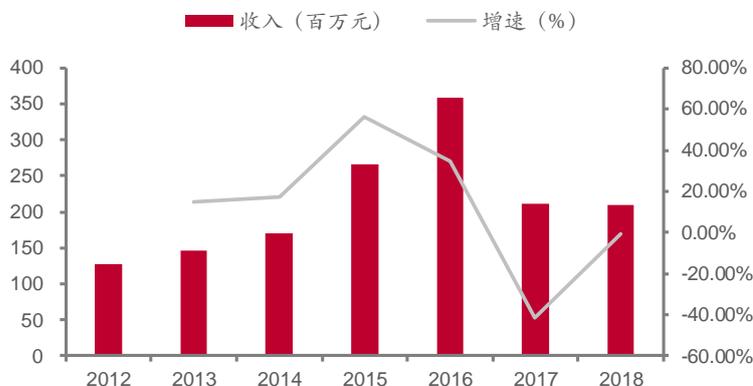
核心竞争力：品类培育加速，渠道深耕线下，全产业链优势显著

产品：品类完备，创新加快，打造烘焙等第二增长曲线

- 豆制品类：豆制品是公司传统主营业务。公司在充分利用蜜饯类产品市场占有率优势逐渐巩固的基础上，选取传统品类豆制品作为公司产品发展战略核心，代表产品有：传统豆干、劲道豆干、手撕豆干、鸡蛋干等。2015年鱼豆腐系列产品的推出导致了2015、2016两年豆制品销量的大

幅上涨，近两年由于公司的全品类扩展策略，烘焙、果干类多种新品的推出使豆制品收入占比有所下降，但去年仍保持公司总收入 19% 的占比居于第一。今年上半年公司豆制品类收入增速 13%，继续保持稳健增长。

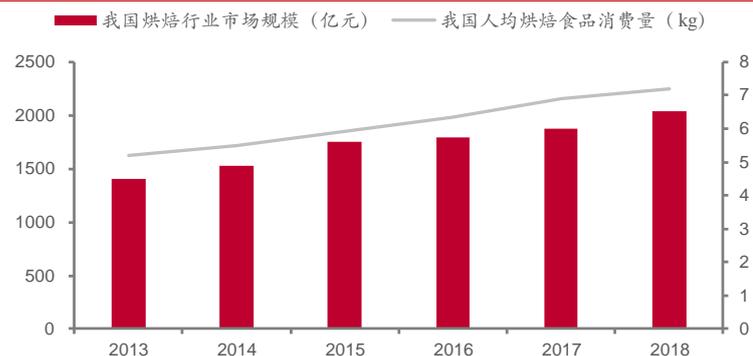
图表 21: 2012-2018 年公司豆制品收入情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **烘焙品类: 迅速成长, 成为公司第二增长曲线。**近年我国烘焙行业市场规模不断扩大, 据前瞻产业研究院, 2018 年我国烘焙行业市场规模已突破 2000 亿元, 人均烘焙食品消费量达 7.2kg, 但与发达国家相比, 人均消费量仍较低, 烘焙行业还有很大的发展空间。公司抓住机遇, 在传统豆制品、蜜饯炒货类产品稳健增长的同时, 于 2017 年切入中保烘焙领域, 推出“憨豆先生”品牌。目前, 烘焙类已实现 1.78 亿销售收入, 同比增长 237.40%, 收入占比从 6.99% 增加至 16.06%, 成为公司第二大收入来源。今年上半年公司烘焙产品收入增速 132%, 维持高速增长。

图表 22: 我国烘焙行业市场规模不断扩大, 发展潜力大



来源: 前瞻产业研究院, 中泰证券研究所

- **公司烘焙产品主打中保品类, 更具差异化竞争优势。**烘焙产品可分为短保、中保、长保, 2018 年公司提出“以时间定义烘焙”的理念, 在行业开创性地推出 58 天保质期土司面包、乳酸菌小口袋面包、乳酸菌蒸蛋糕、半面包等系列新品, 切入中保品类。相较于达利园、盼盼、好丽友等主打中长保面包的品牌, 公司中保烘焙面包的口感更好、更营养、更健康、更新鲜, 适应消费者消费习惯的改变; 而相较于烘焙店的现烤面包, “58 天鲜”系列则更便于运输、便于携带储存、能适应更多的销售场景, 更

易普及。公司未来烘焙品类将继续走差异化路线，预计中保将凭借其产品优势逐渐取代长保市场，同时公司已开始试水 12 天短保品类，进一步拓宽烘焙产品线。

图表 23: 憨豆“58 天鲜”系列短保烘焙产品图示



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 另外，公司还积极推进产品创新和中高端新产品研发，推出果干、薯片、辣条等新品。一方面，公司于 2017 年推出烘焙产品，2018 年推出果干、薯片产品，2019 年推出辣条产品，不断推出新品、扩张产品品类；另一方面，公司更加注重中高端产品的研发，通过推进产品档次的提升，赋予公司品牌更高层次的品牌内涵。
 - 2019 年元旦过后，公司正式进军辣条行业，推出“小新王子”辣条，签约林更新为辣条代言人。据平江县食品行业协会提供的数据显示，目前全国有辣条厂家 1000 多户，产值至少达到 500-600 亿元，湖南与河南二分天下。在市占率上，卫龙在行业内以 10% 稳坐第一，头部效应明显，但这块蛋糕的分法还没定下来，2018 年到今年，这块大蛋糕遭到了新玩家的抢食，三只松鼠、金丝猴、盐津铺子等企业都相继推出辣条产品，盐津铺子在“小新王子”辣条系列推出 38.6℃麦烧、肥宅乐辣片、腹黑小辣排、霸霸大面筋、邻家小豆皮等 9 款产品。
 - 公司发力中高端新产品研发。经济能力的提升使消费者越发注重个性化的需求，含有文化、服务附加值的传统休闲食品的市场需求提升。根据中国食品工业协会的《中国传统休闲食品小品类行业发展研究报告》：高附加值的高端产品的毛利丰厚并且逐步向上，而低端普通产品有毛利走低趋势，未来具有较高附加值的中高端休闲食品将成为市场新的发展方向。因此公司利用自主生产的优势，发展中高端产品，树立更高层次的品牌内涵。

图表 24: 公司推出“小新王子”辣条品牌



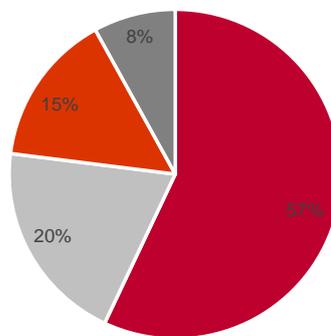
来源: 公司官网, 中泰证券研究所

渠道: 直营商超主导、经销跟随, “店中岛”模式推动渠道创新

- **渠道概况:** 公司树立了“直营商超主导、经销跟随”的营销网络发展理念。目前, 在休闲零食的销售渠道中, 超市卖场占比高达 57%, 公司也一直以大型商超的直营渠道作为渠道拓展的重心, 带动地区经销商的发展, 以点带面, 形成了多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络。同时, 公司也积极探索电子商务和连锁经营模式。

图表 25: 休闲零食渠道占比

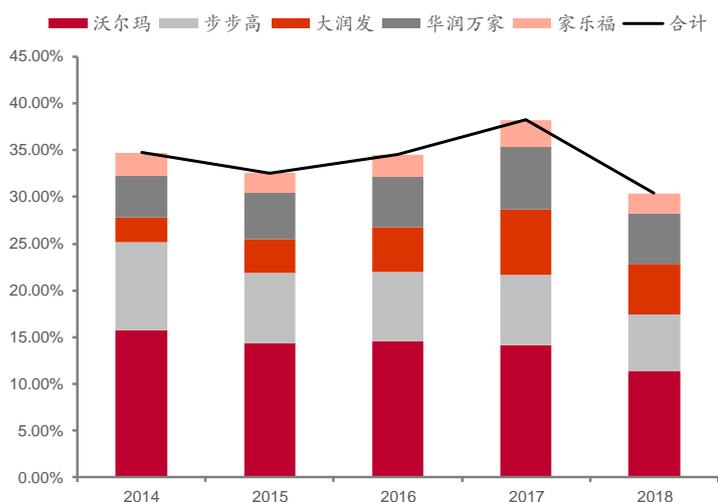
■ 超市卖场 ■ 连锁专卖店 ■ 个体门店 ■ 电商平台



来源: Mob 研究院, 中泰证券研究所

- **1. 直营商超模式:** 公司对大型连锁商超采用直营的销售模式。公司的直营商超渠道占比始终保持在 50%左右, 公司共有 KA 门店 2000 多家, 产品进入沃尔玛、家乐福、大润发、麦德龙、卜蜂莲花、欧尚、乐购、华润万家、步步高、永辉、天虹百货、人人乐等众多国际、国内大型连锁商超。其中, 沃尔玛、步步高、大润发、华润万家、家乐福是公司的主要直营渠道客户, 近年来, 这五家客户的销售收入占公司总营收的比重一直超过 30%, 2018 年占 30.41%。当前直营渠道占公司总收入约 45%, 虽然体量上被经销渠道超越, 但仍为公司主导渠道。

图表 26: 公司前五大直营客户销售收入占公司总营收比例



来源: 招股说明书, 公司年报, 中泰证券研究所

- 近年来, 公司在直营卖场渠道建设中大力推行“食品中岛”战略, 推动渠道创新。公司不断推进“金铺子”店中岛、“蓝宝石”烘焙店中岛在核心 KA 门店的投放, 让顾客在轻松选购商品的同时, 了解品牌形象。2017 年, 公司创新性地推出“金铺子”店中岛, 消费者的购物体验指数上升, 门店销售同比增长超 50%。2018 年, 公司推出“蓝宝石”店中岛, 集中展示和销售憨豆 58 天鲜烘焙系列产品, 成功地确立了 58 天鲜在短促烘焙行业的行业地位, 门店销售大幅增长。2018 年, 金铺子、蓝宝石店中岛突破 1000 条陈列。
- 2019 年, 公司推出升级版二代中岛, 一方面取消了麻辣小镇, 将其合并到金铺子, 主打中式产品; 另一方面将憨豆先生 58 天鲜升级为憨豆先生面包屋, 主打西式产品, 突出憨豆先生品牌, 目前在大超市主推双岛。当前公司中岛已突破 6000 家, 预计明年有望突破万家。公司的“食品中岛”战略极大地提升了品牌影响力、增加了销量, 为公司线下收入持续增长提供了有力保障。

图表 27: “金铺子”主营干杂系列产品



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

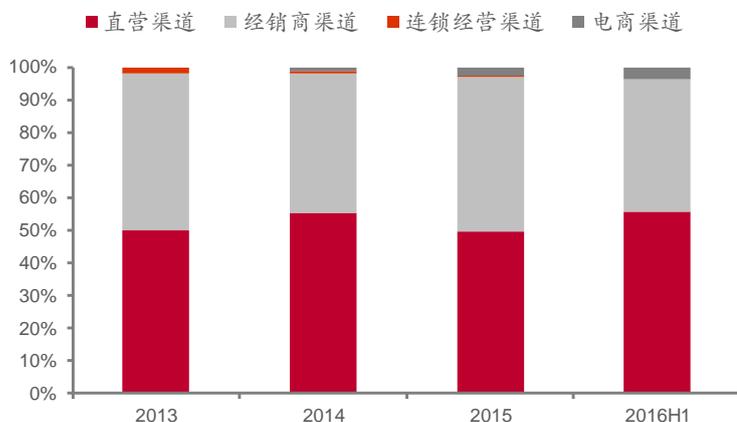
图表 28: “蓝宝石”主营憨豆 58 天鲜烘焙系列产品



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **直营商超模式的优势：**(1) 公司派出专职驻场人员，从事商超卖场专柜管理、产品促销、信息沟通、售后服务等工作，直面终端消费者。直面市场快速反应的优势，使公司能对市场的变化做出高效决策；(2) 大型连锁商超由于其管理规范、品牌信誉度高、货品品类齐全、选址优越、产品周转速度快等特性，受到消费者的青睐，占据零售行业的高端渠道，在产业链中居于强势地位；(3) 品牌一旦进入连锁商超，即获得其所有销售卖场的准入资格，可随着商超增设卖场而自动实现市场扩张；(4) 直营卖场是公司品牌策略的主战场，公司以专柜等终端形象展示与消费者直观对接，树立了良好的品牌认知度和“高端、时尚、休闲、健康”的产品内涵。
- **2. 经销商模式：**经销商负责公司 B、C 渠道与乡镇市场的建设。公司将产品销售给经销商后，经销商再向区域性中小型商超、便利店、农贸市场等零售终端供货销售，公司在每个市或县级市选取一至两家经销商从事产品的推广和销售。目前公司经销商约为 1000 家，且该数量逐年稳定增长。当前经销渠道在公司收入占比约为 55%，超过直营渠道成为公司最大渠道。
- **3. 电商模式和连锁经营模式：**除了直营商超和经销商模式，公司也积极探索其他渠道销售模式。在连锁经验模式方面，公司曾通过全资子公司盐津商业连锁探索连锁经营模式，但经尝试，该模式不适合公司，业务逐渐萎缩，现已完全停止。在电商模式方面，公司从 2014 年起，与天猫、京东、一号店等主流电商平台合作，以开设线上旗舰店的形式进行线上销售，为公司新品推广开辟了新的渠道。2017 年公司线上收入超过了 6000 万，约占总收入的 17%，电商销售业绩增长迅猛，2018 年京东、天猫等平台电商业绩持续稳健增长，唯品会、拼多多业务快速增长。进入 2019 年，由于公司电商渠道运营成本高而转化率低，且线上市场竞争日益激烈，因此公司对电商渠道进行战略调整，全年电商业务会受到一定影响。同时，公司推出线上烘焙品牌“焙宁”，主打 12 天短保市场，通过差异化与性价比优势，在短保市场取得一席之地。

图表 29：公司收入分渠道构成情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

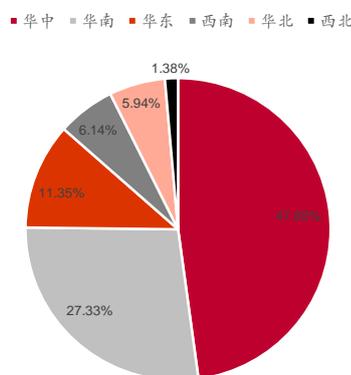
- 从区域情况来看，公司销售区域覆盖面广但发展不平衡，仍有较大市场拓展空间。目前，公司销售区域覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市。2018 年，线下市场发展良好，湘、赣、粤、云、桂、黔等根据地市场持续稳健增长，川、渝、鄂等为代表的第二梯队市场增长强劲、前景可期，江、浙、沪等新市场强势破局。从收入结构来看，公司一直非常注重深挖湖南本地市场，2013 年至 2016 年 1-6 月，公司在湖南省销售占比分别为 49.58%、47.26%、39.96%和 41.58%，占比较高；2018 年，华中地区销售收入占总收入的 47.85%，是公司最大的销售区域，华中和华南地区两者收入合计超过总收入的 75%，市场过于集中，区域发展不平衡，西南、华东、华北等市场仍有很大的发展空间。

图表 30: 盐津铺子销售网络覆盖全国大部分地区



来源：招股说明书，中泰证券研究所

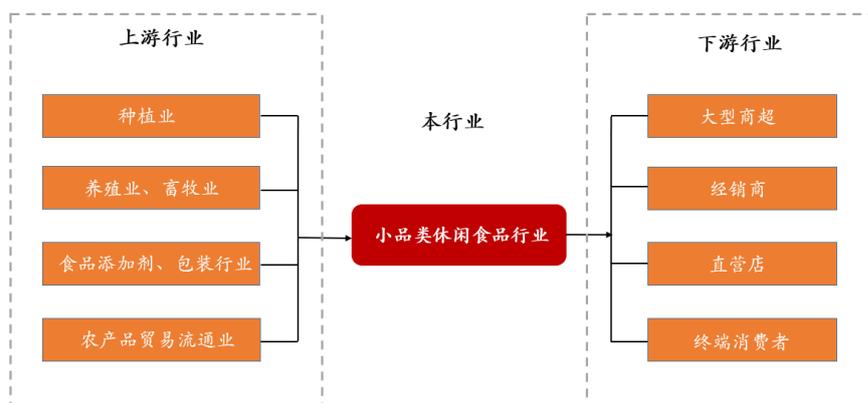
图表 31: 2018 年公司分地区收入占比



来源：公司年报，中泰证券研究所

供应链：“源头控制、自主生产、产品溯源”

- 随着电商红利逐渐消失，休闲零食市场从增量市场转向存量市场，供应链管理的竞争更加重要，一些采用 OEM 模式的休闲零食企业开始注重供应链建设，比如三只松鼠就开始从主打品牌转向供应链合作、更多地注重产品本身和产品创新。而盐津铺子从一开始就将自己定位为“食品生产企业”，深耕供应链，坚持“源头控制、自主生产、产品溯源”全产业链模式，实现对采购、生产、销售三个环节的严格管控。

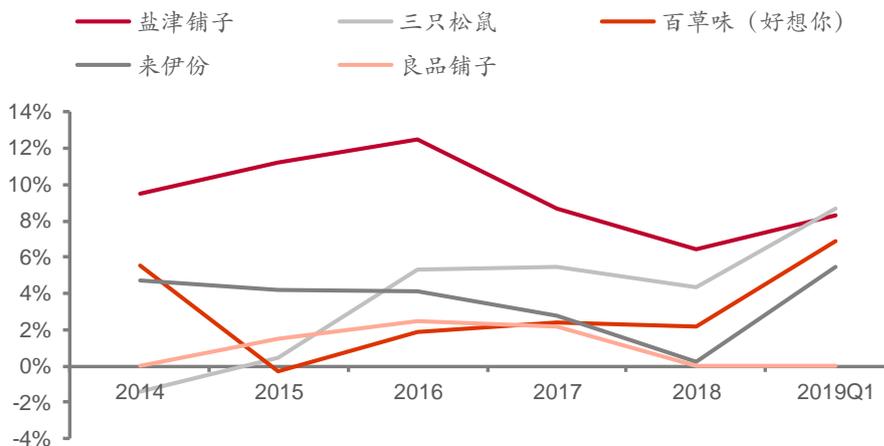
图表 32：休闲食品行业产业链


来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **1. 采购环节：**公司建立了严格的质量控制体系，在原材料采购环节，编制了《合格供应商名录》，主要原料及辅料均采购自合格供应商，保证产品从源头的质量安全。另外，公司设立了初加工子公司对购入原材料清洗、除杂、分级、分选、检测，专门负责对初级农产品的质量控制，确保原材料的安全可靠。
- **2. 生产环节：自主生产、以销定产模式。**
 - **公司主要产品均为自主生产，新品研发能力强。**随着互联网的发展，三只松鼠、百草味等靠线上起家的零售企业纷纷涌现，这些企业大多采用 OEM 模式，不仅在销售渠道加上了杠杆，在生产端也采用代工模式，以此降低投入、放大生产能力。而盐津铺子集科研、生产、加工、销售于一体，建立自有生产车间，拥有先进的生产设备，主要产品均为自主生产。公司还建设了“实验工厂”模式，开展已有产品的改进和新产品的研发工作，短期内完成小批量生产后投放市场，市场反应良好的产品即开始大规模生产。该模式将研发环节和生产环节有机结合，能够针对市场变化快速反应，在第一时间满足消费者需求。
 - **公司实行“以销定产”的生产模式。**根据上一年度的销售情况，结合生产能力和市场需求，制定下一年度的销售计划，根据销售计划确定年度生产总量，并将生产总量计划分解到车间，制定月度生产计划。公司每月根据市场销售和客户反馈情况，统计次月产品需求，调整每月生产计划，生产部按计划均衡生产。
- **3. 销售环节：公司建立了严谨完善的产品溯源制度。**公司设立品控部专门进行产品的质量控制，对原材料采购至成品销售的全过程进行监控，以产品质量监督跟踪登记表的形式对各阶段进行登记管理，质量责任落实到个人，对原材料、成品实行批号管理。确保产品在销售环节出现产品质量问题时能够追溯至原始状态。
- **全产业链模式的优势：**（1）食品安全优势。该模式能从源头把控零食情况，确保原材料中农产品质量，不容易出现产品问题，消费者认可度更高；（2）公司自主生产销售的模式有利于降低中间环节交易成本，保证更高的利润率。2018 年，公司毛利率达近 40%，净利率达 6.43%。近年来公司的净利率领先于同类竞争企业，处于行业高水平，全产业链模式赋予了公司更高的盈利水平，增强了公司抵御市场价格波动风险的能力，

为公司持续高质量、有效率的扩张奠定了基础。

图表 33: 全产业链模式赋予了公司更高的盈利水平



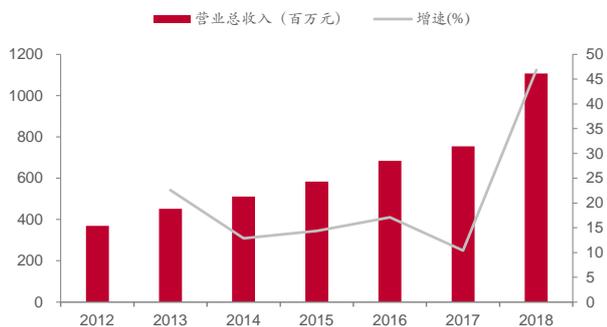
来源: Wind, 中泰证券研究所

财务分析: 业绩表现与盈利水平有望迎来拐点

业绩表现: 业绩迎来拐点, 未来有望兼顾规模与效益高质量发展

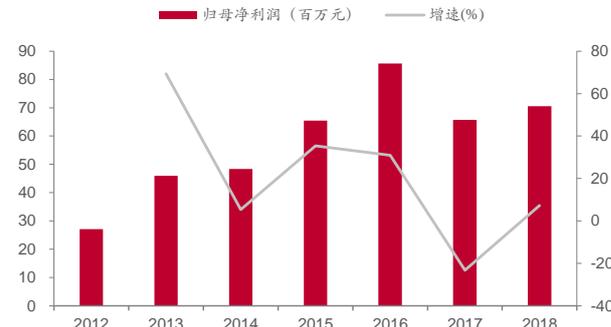
- 2018年, 公司总营收达到11.08亿元, 同比大幅增长46.81%, 实现归母净利润7051万元, 同比增长7.27%。公司经过两年多的战略优化调整, 新的产品战略、渠道战略、区域拓展战略等初见成效, 收入规模开始迅速提升。同时, 由于公司在2017、2018年进行市场开拓和新品开发培育, 前期投入了较多费用, 导致净利润增长停滞甚至下滑, 但是随着体量增长, 公司生产端和销售端的规模效应应逐步体现, 2018年净利润重新恢复增长, 未来有望迈入规模和效益共同发展的全新成长阶段。

图表 34: 盐津铺子收入情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 35: 盐津铺子净利润情况

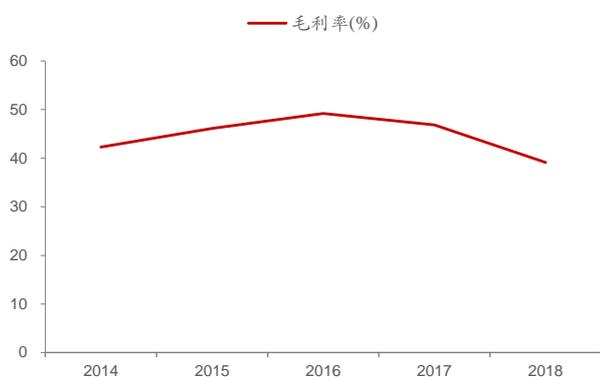


来源: wind、中泰证券研究所

盈利能力：规模优势将带动盈利水平持续提升

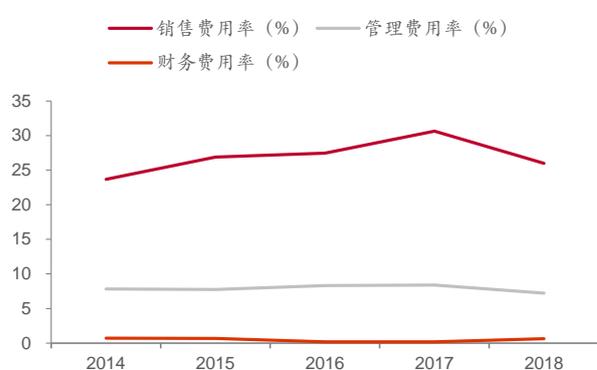
- 成本因素与产品结构变化致毛利率下降，规模效应摊薄费用率。2018 年公司毛利率 39.13%，同比下滑 7.7pct，毛利率下降一方面是由于成本端提升较快，另一方面毛利率偏低的烘焙、果干等新品占比上升，拉低了整体毛利率。2019 年前三季度公司毛利率 42.87%，同比提升 2.47pct，主要是一方面烘焙培育接近尾声，开始出利润，毛利率从 32% 升至 35% 以上，另一方面源于公司大单品聚焦、采购聚焦、销售聚焦、管理聚焦下整体链条优化，同时也与电商份额缩小有关。费用方面，公司自上市以来持续加大市场投入，但随着规模起来费用率有所下降，2018 年公司销售费用率 25.98%，同比明显下降，管理费用率和财务费用率相对稳定。

图表 36：盐津铺子毛利率情况



来源：wind、中泰证券研究所

图表 37：盐津铺子费用率情况

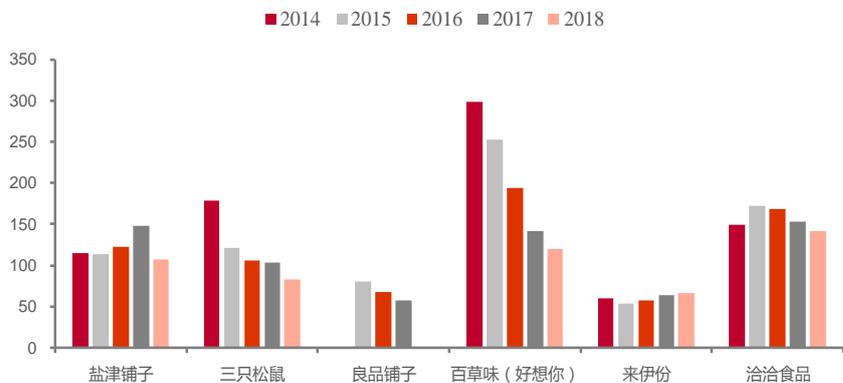


来源：wind、中泰证券研究所

营运能力：存货周转能力小幅提升，应收账款周转稳定

- 存货周转能力小幅提升，处于行业平均水平。2018 年公司存货周转天数 106.56 天，高于三只松鼠、来伊份和良品铺子，但低于百草味、洽洽食品，处于行业中位水平。相较公司 2017 年存货周转天数 148.48 天有所下降，达到近五年来最低水平，存货周转能力得到小幅提升，存货余额处于合理范围并得到有效控制，未来将继续对存货进行精细化管理。

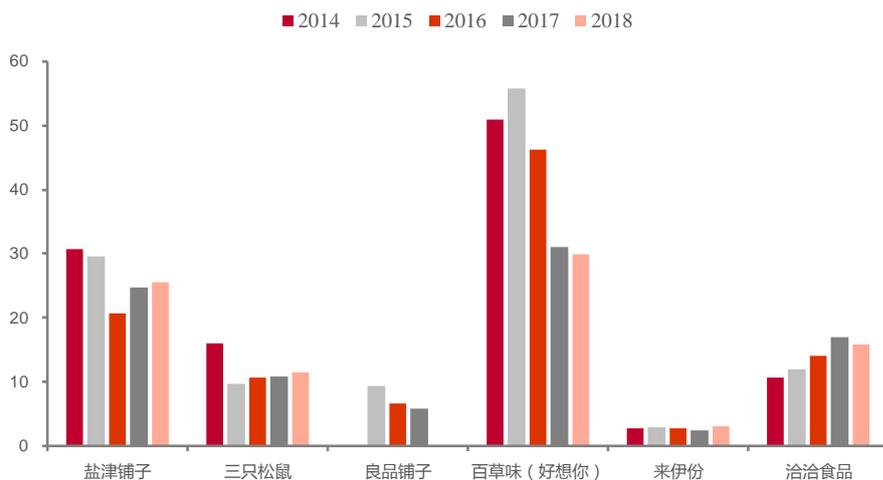
图表 38：2014-2018 年存货周转天数对比 (天)



来源：Wind，中泰证券研究所

- 应收账款周转能力稳定。**公司的应收账款主要是账龄一年以内的货款，发生坏账的风险较小。近年来，公司应收账款周转天数波动幅度较小，基本保持稳定。2018年，公司应收账款周转天数为25.60天，高于行业均值，这主要是由于公司直营商超为主导的销售模式所致，直营大型商超的应收账款余额较大，但该部分客户信用较好，应收账款回款风险小，且公司的应收账款周转率与其营业收入增长规模相匹配。

图表 39: 2014-2018 年应收账款周转天数对比 (天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

收入分项预测

- 干杂类:**

 - 干杂类包括鱼糜产品、豆干产品、肉鱼产品、蜜饯炒货产品、素食产品等，是公司传统主营产品，经过公司成立初期的高增长后，目前已进入稳定增长阶段，预计收入将保持个位数稳健增长，毛利率将维持稳定；
- 新品:**

 - 烘焙类:** 烘焙类产品培育已接近尾声，将进入放量阶段，预计收入将继续保持快速增长，且随着生产规模的扩大，预计毛利率将逐步提升；
 - 果干类及其他:** 果干、薯片、辣条等新品仍处于培育期，产品收入基数小、爆发高，预计收入将实现高速增长，且规模效应将带动毛利率逐步提升。

图表 40: 收入分项预测 (单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
豆制品	358.56	210.99	210.08	214.28	218.57	222.94
同比 (%)	34.84%	-41.16%	-0.43%	2.00%	2.00%	2.00%
烘焙		54.34	177.85	409.06	695.39	973.55
同比 (%)			227.29%	130.00%	70.00%	40.00%
速冻鱼糜制品		150.32	157.27	160.42	163.62	166.90
同比 (%)			4.62%	2.00%	2.00%	2.00%
肉制品	86.19	113.70	153.02	168.32	185.15	203.67
同比 (%)	16.96%	31.92%	34.58%	10.00%	10.00%	10.00%
蜜饯炒货产品	169.31	147.06	141.32	134.25	128.88	125.02
同比 (%)	-7.03%	-13.14%	-3.90%	-5.00%	-4.00%	-3.00%
素食	53.32	54.79	65.74	72.31	79.55	87.50
同比 (%)	8.51%	2.76%	19.99%	10.00%	10.00%	10.00%
果干			52.37	104.74	167.58	234.62
同比 (%)				100.00%	60.00%	40.00%
薯片			37.65	75.30	112.95	152.48
同比 (%)				100.00%	50.00%	35.00%
辣条				40.00	80.00	132.00
同比 (%)					100.00%	65.00%
其他	16.11	23.23	112.26	67.36	40.41	32.33
同比 (%)	25.37%	44.20%	383.25%	-40.00%	-40.00%	-20.00%
合计	683.50	754.40	1107.60	1446.04	1872.12	2331.00
同比 (%)	17.10%	10.37%	46.82%	30.56%	29.47%	24.51%

来源: 中泰证券研究所

盈利预测

- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。** 核心观点：今年以来公司业绩迎来拐点，表面原因为品类扩张下新品快速放量以及渠道扩张下中岛开店加速，本质上取决于公司强大的自主研发生产能力保障公司有能力持续推出新品，以及深耕商超建立的渠道壁垒保障公司全国化能够顺利扩张。我们认为在品类和渠道加速扩张的双轮驱动下，公司收入正迎来加速增长，且规模效应将带动盈利能力提升，股权激励制定的高增长目标有望实现。
- 我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 14.46、18.72、23.31 亿元，同比增长 30.56%、29.47%、24.51%；实现净利润分别为 1.09、1.51、1.99 亿元，同比增长 55.28%、37.67%、31.71%，对应 EPS 分别为 0.88、1.22、1.60 元。

图表 41：可比公司估值表

股票名称	股价（元）	EPS			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
三只松鼠	61.92	0.94	1.16	1.42	-	53.38	43.61
好想你	8.08	0.25	0.32	0.39	29.93	25.25	20.72
洽洽食品	34.00	0.85	1.07	1.26	22.30	31.78	26.98
来伊份	11.09	0.03	0.28	0.34	-	39.61	32.62
平均值	-	-	-	-	26.12	37.50	30.98
盐津铺子	35.41	0.88	1.22	1.60	37.81	29.02	22.13

来源：中泰证券研究所

注：由于好想你、洽洽食品、来伊份未覆盖，故采用 wind 一致预期 eps；由于来伊份 2018 年 pe 高达 325，我们剔除异常值。

风险提示

- **食品质量安全控制的风险：**公司建立了以“源头控制、自主生产、产品溯源”为核心的食品安全质量控制体系，实现对采购、生产、销售三个环节的食品安全保障。自成立以来，从未发生重大食品质量安全事故。尽管公司应对风险的能力较强，但仍不能完全规避食品质量安全控制风险。
- **市场竞争风险：**公司目前经营状况良好，各项业务发展迅速，与行业水平相比，公司产品毛利率较高，可能会吸引国内外其他企业加大投入，实现技术优化和产能扩张，从而加剧市场竞争，导致主要产品价格下跌、毛利率下降，从而影响公司的盈利能力。
- **跨区域经营风险：**目前公司形成了以湖南长沙为生产基地、辐射全国的销售网络。但随着公司销售网络向全国的扩展，虽然可以借助大型连锁商超实现市场扩张，降低新市场拓展的不确定性，但由于各地区消费者的消费习惯、产品需求、口味偏好不同，对公司品牌和产品的认知、理解和接受均需要一定的时间，因此存在一定的跨区域经营风险。

图表 42: 盐津铺子三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	754	1,108	1,446	1,872	2,331
增长率	10.4%	46.8%	30.6%	29.5%	24.5%
营业成本	-401	-674	-865	-1,119	-1,386
% 销售收入	53.2%	60.9%	59.8%	59.8%	59.5%
毛利	353	433	581	753	945
% 销售收入	46.8%	39.1%	40.2%	40.2%	40.5%
营业税金及附加	-9	-13	-17	-22	-27
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-231	-288	-351	-449	-555
% 销售收入	30.6%	26.0%	24.3%	24.0%	23.8%
管理费用	-63	-57	-75	-96	-119
% 销售收入	8.4%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	50	76	137	186	244
% 销售收入	6.6%	6.8%	9.5%	9.9%	10.5%
财务费用	-1	-7	-3	-3	-4
% 销售收入	0.2%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	2	7	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
% 税前利润	0.0%	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	50	74	138	186	244
营业利润率	6.7%	6.7%	9.5%	9.9%	10.5%
营业外收支	7	0	4	4	4
税前利润	58	74	142	190	248
利润率	7.7%	6.7%	9.8%	10.1%	10.6%
所得税	-26	-4	-23	-30	-40
所得税率	44.6%	5.6%	16.5%	15.8%	16.0%
净利润	65	71	111	152	201
少数股东损益	0	1	1	2	2
归属于母公司的净利润	66	71	109	151	199
净利率	8.7%	6.4%	7.6%	8.1%	8.5%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	120	101	1,157	1,498	1,865
应收款项	74	100	127	166	199
存货	202	197	316	347	474
其他流动资产	40	65	76	87	99
流动资产	437	462	1,675	2,098	2,636
% 总资产	45.2%	39.9%	69.4%	73.0%	76.7%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	371	575	574	571	566
% 总资产	38.4%	49.6%	23.8%	19.9%	16.5%
无形资产	78	93	105	116	128
非流动资产	529	697	738	777	803
% 总资产	54.8%	60.1%	30.6%	27.0%	23.3%
资产总计	966	1,159	2,413	2,875	3,439
短期借款	110	185	210	244	287
应付款项	200	269	382	430	596
其他流动负债	39	43	43	43	43
流动负债	349	497	636	717	926
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	18	18	18	18
负债	368	515	654	735	944
普通股股东权益	595	641	1,755	2,135	2,487
少数股东权益	3	3	4	5	7
负债股东权益合计	966	1,159	2,413	2,875	3,439

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.51	0.55	0.88	1.22	1.60
每股净资产 (元)	4.63	4.99	14.16	17.22	20.06
每股经营现金净流 (元)	0.09	1.21	0.81	1.22	1.86
每股股利 (元)	0.19	0.19	0.18	0.24	0.32
回报率					
净资产收益率	11.05%	11.00%	6.24%	7.06%	7.98%
总资产收益率	6.76%	6.15%	4.58%	5.30%	5.83%
投入资本收益率	19.43%	13.69%	15.44%	19.01%	22.98%
增长率					
营业总收入增长率	10.38%	46.81%	30.56%	29.47%	24.51%
EBIT 增长率	-41.52%	41.93%	97.31%	36.17%	32.07%
净利润增长率	-23.25%	7.27%	55.28%	37.67%	31.71%
总资产增长率	67.76%	19.94%	108.24%	19.14%	19.62%
资产管理能力					
应收账款周转天数	26.5	28.2	28.2	28.2	28.2
存货周转天数	78.9	64.9	63.8	63.7	63.4
应付账款周转天数	85.2	74.5	79.9	77.2	78.5
固定资产周转天数	156.7	153.6	143.0	110.1	87.8
偿债能力					
净负债/股东权益	1.57%	-151.00%	-73.18%	-75.74%	-125.00%
EBIT 利息保障倍数	33.9	9.7	39.2	55.5	63.7
资产负债率	38.09%	44.46%	27.09%	25.55%	27.47%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	65	71	111	152	201
加: 折旧和摊销	28	38	33	36	39
资产减值准备	2	7	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	2	9	3	3	4
投资收益	0	1	0	0	0
少数股东损益	0	1	1	2	2
营运资金的变动	-86	17	-43	-35	-4
经营活动现金净流	12	155	104	156	238
固定资本投资	-142	-158	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-243	-163	-75	-75	-65
股利分配	-25	-25	-22	-30	-40
其他	281	62	1,049	289	233
筹资活动现金净流	256	37	1,027	259	193
现金净流量	24	30	1,056	341	367

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。但本公司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, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。