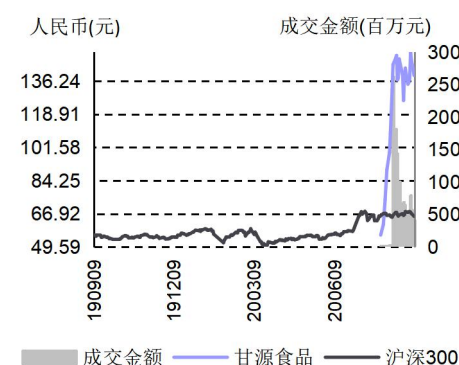


市场价格 (人民币): 139.10 元

## 三大单品+线下渠道成就五谷小吃领军品牌

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.93
已上市流通 A 股(亿股)	.23
总市值(亿元)	129.66
年内股价最高最低(元)	151.34/89.88
沪深 300 指数	4669
中小板综	12492



## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	911	1,109	1,314	1,657	2,091
营业收入增长率	15.72%	21.69%	18.46%	26.12%	26.18%
归母净利润(百万元)	120	168	197	271	352
归母净利润增长率	92.96%	40.14%	17.23%	37.42%	30.00%
摊薄每股收益(元)	1.715	2.403	2.113	2.903	3.774
每股经营性现金流净额	3.57	3.37	2.17	3.38	4.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.50%	33.31%	13.48%	16.67%	19.17%
P/E	N/A	N/A	65.84	47.91	36.86
P/B	N/A	N/A	8.87	7.99	7.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **坚果炒货行业空间广阔、增速较快，目前集中度仍较低，消费升级趋势下，品牌产品受益明显。**我国休闲食品市场规模已突破万亿大关，12-18 年复合增速达 12.3%，坚果炒货为休闲食品中的第二大品类，占比约为 17%，在 10% 的年均复合增速假设下，预计至 25 年可达 3172 亿元。18 年坚果炒货 CR5 仅 17%，品牌产品在安全性、产品力、品牌力和渠道力等方面优势明显，消费升级趋势下将成为主流选择，行业集中度仍有较大提升空间。
- **公司为籽类炒货领军者，不断夯实“极致单品+线下渠道”两大核心竞争优势，并积极着手多维度边际改进。**现有优势方面，公司瓜子仁、青豌豆和蚕豆三大系列单品行业领先，增长稳定、毛利率高；已建立全国性线下销售网络，19 年经销商数量突破 1400 家，交易方式上先款后货，渠道掌控力强。**边际改进方面**，产品上延伸品类，营销上加大品牌建设投入，渠道上发力电商平台，产能上新建河南基地，积极补齐短板、寻找增量。
- **公司业绩靓丽、财务稳健，高 ROE 由较强的盈利能力和较高的营运效率做支撑。**公司 ROE 逐年提升，19 年达 36.9%，较 16 年提升 17.3pct。公司财务杠杆稳定合理，业绩较快的增长和成本费用的良好控制塑造了高盈利能力，优秀的渠道掌控力和高经营效率塑造了高周转能力。
- **公司 IPO 募资 8.37 亿元，主要用于体量扩张和效率提升。**公司今年实际募资 8.37 亿元，募投项目为年产 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设项目、营销网络升级及产品推广项目、电子商务平台建设项目等 6 项，主要用于补充产能、提高生产效率和强化品牌营销，以帮助公司实现全国化战略。

## 投资建议

- 预计 20-22 年公司营业收入为 13.14/16.57/20.91 亿元，分别同比 +18.5%/26.1%/26.2%；归母净利润分别为 1.97/2.71/3.52 亿元，分别同比 +17.2%/37.4%/30.0%；对应 20-22 年 EPS 分别为 2.11/2.90/3.77 元，目前股价对应 20-22 年 PE 分别为 66X/48X/37X。公司盈利能力行业领先，且仍处于扩张期，我们在参考可比公司估值水平后，给予公司 2020 年 70 倍 PE，对应目标价 148 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 下游需求不达预期，行业竞争加剧，财务投资者集中减持，新产品推广不及预期，渠道拓展及品牌推广不及预期，食品安全风险。

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001  
wang\_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001  
wang\_yingxue@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、五谷小吃领军品牌，IPO 助力公司长远发展.....	4
1.1 公司专注休闲食品行业，已成长为籽类炒货领军者.....	4
1.2 公司股权架构清晰、内部活力强，IPO 助力优秀民企更上一层楼.....	4
二、休闲食品空间广阔，坚果炒货走向品牌化.....	6
2.1 休闲食品为万亿级市场，坚果炒货占比高、增速较快.....	6
2.2 坚果炒货集中度仍偏低，消费升级利好品牌产品.....	8
2.3 消费群体年轻化，销售渠道全面化.....	9
三、极致单品+线下渠道双轮驱动，多维度边际改善挖掘成长潜能.....	10
3.1 三大单品优势巩固，多品类延伸打开销售天花板.....	10
3.2 品牌差异化定位五谷小吃，加大广告投放提升全国知名度.....	11
3.3 线下渠道丰富稳定，IPO 募资助力线上发力.....	12
3.4 产能积极扩张，河南基地助力公司深入北方市场.....	14
四、财务稳健，盈利能力和营运效率表现突出.....	15
4.1 从杜邦分析法看，公司高 ROE 源于高净利率和高资产周转效率.....	15
4.2 公司营收增速较快，成本费用控制良好，盈利能力领先行业.....	16
4.3 公司存货周转天数低，营运能力优秀.....	19
五、盈利预测与投资建议.....	20
六、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1：公司营收、净利润情况.....	4
图表 2：公司主营业务结构（2019）.....	4
图表 3：公司股权架构（上市前）.....	5
图表 4：公司三大员工持股平台覆盖各部门管理人员和业务骨干.....	5
图表 5：公司人均创收同业对比情况（万元）.....	5
图表 6：公司人均创利同业对比情况（万元）.....	5
图表 7：公司 IPO 募集资金投资项目.....	6
图表 8：休闲食品为万亿级市场.....	6
图表 9：坚果炒货在休闲食品消费中约占 17%（2018）.....	6
图表 10：坚果炒货行业市场规模及同比增速.....	7
图表 11：坚果炒货细分品类.....	7
图表 12：坚果炒货人均消费频次呈上升趋势.....	7
图表 13：树坚果单价明显高于籽坚果（元/500g）.....	8
图表 14：坚果炒货分品类销售占比（2020.3）.....	8
图表 15：坚果炒货行业 CR5 较其他休闲食品仍偏低（2018）.....	8
图表 16：坚果炒货行业竞争格局（2018）.....	9
图表 17：天猫坚果炒货 TOP10 品牌市场份额变化.....	9

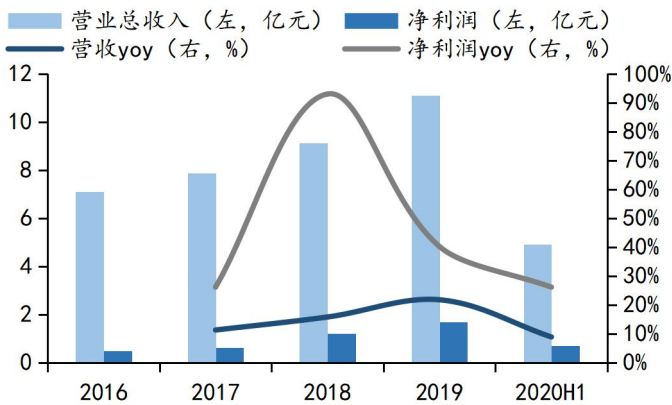
图表 18: 坚果炒货消费人群集中于 26-45 岁.....	9
图表 19: 主要企业渠道收入占比情况 (2019) .....	9
图表 20: 坚果炒货主要销售渠道.....	10
图表 21: 综合系列及其他新产品在公司收入中的占比持续提升.....	11
图表 22: 公司分产品营收同比增速情况.....	11
图表 23: 公司分产品毛利率情况.....	11
图表 24: 公司 IPO 募投项目加码品牌推广.....	11
图表 25: 广告推广费用率处于行业偏低水平.....	12
图表 26: 预计公司将加大广告费用投放.....	12
图表 27: 公司渠道资源丰富、覆盖全面.....	12
图表 28: 公司经销商地区分布情况 (2019) .....	13
图表 29: 公司经销商数稳步增长.....	13
图表 30: 公司经销商结构 (按合作时长分) .....	13
图表 31: 公司营收结构 (按销售模式分) .....	14
图表 32: 公司各渠道收入同比增速对比.....	14
图表 33: 公司各渠道模式毛利率水平对比.....	14
图表 34: 公司产能及产能利用率情况.....	15
图表 35: 公司线下渠道收入营收结构.....	15
图表 36: 公司仓储运输费用率与同行相比仍有较大下降空间.....	15
图表 37: 同行业各公司 ROE 对比.....	16
图表 38: 同行业内各公司杜邦分析-权益乘数对比.....	16
图表 39: 同行业内各公司杜邦分析-净利润率对比.....	16
图表 40: 同行业内各公司杜邦分析-总资产周转率对比.....	16
图表 41: 同行业内各公司营收增速对比.....	17
图表 42: 公司直接冲减当期收入的经销商激励费用拆分.....	17
图表 43: 同行业内各公司毛利率对比.....	18
图表 44: 公司成本结构拆分 (2019) .....	18
图表 45: 公司原材料采购单价变化 (元/kg) .....	18
图表 46: 公司各产品均价变动情况 (元/kg) .....	19
图表 47: 公司分产品毛利率提升原因拆分.....	19
图表 48: 同行业内各公司销售费用率对比.....	19
图表 49: 同行业内各公司管理费用率对比.....	19
图表 50: 同行业内各公司存货周转天数对比 (天) .....	20
图表 51: 公司分业务盈利预测明细表.....	21
图表 52: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	22

## 一、五谷小吃领军品牌，IPO 助力公司长远发展

### 1.1 公司专注休闲食品行业，已成长为籽类炒货领军者

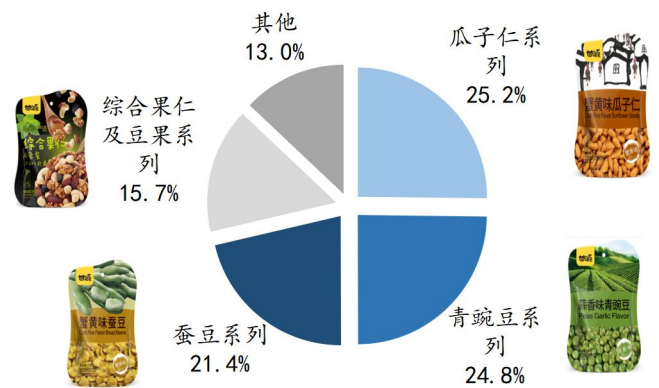
- 公司以籽类炒货起家，近年来成长驶入快车道。公司于 2006 年成立于江西萍乡；2011 年，公司实控权转移至公司现董事长严斌生先生手中，经营情况也得以改善。公司以籽类炒货起家，旗下瓜子仁、青豌豆和蚕豆三大系列单品贡献了公司 80% 以上主营收入，2019 年占比分别为 25.2%、24.8% 和 21.4%。公司拥有打造极致大单品、差异化建设五谷小吃品牌、稳定覆盖多层次线下渠道等竞争优势，目前已成长为籽类炒货细分领域的领军品牌。另外，公司近年来还积极拓展坚果果仁和谷物酥类新产品，不断丰富产品品类、寻找新增长点。公司近年来保持了较高速度的成长，2016-2019 年营业总收入和净利润复合增速分别达 16.1% 和 50.5%，有望在未来继续实现业绩和利润的双重提升。

图表 1：公司营收、净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：公司主营业务结构 (2019)

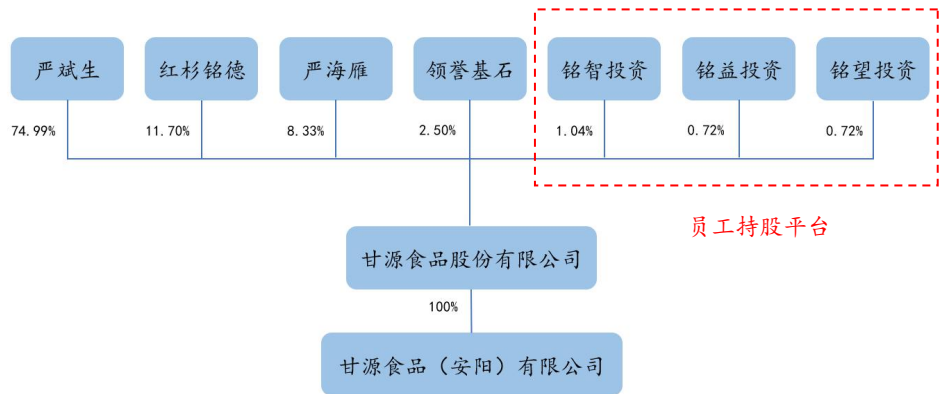


来源：wind，公司官网，国金证券研究所

### 1.2 公司股权架构清晰、内部活力强，IPO 助力优秀民企更上一层楼

- 公司股权架构清晰稳定，大股东与管理层利益一致，员工持股平台激发内部活力。公司实控人为董事长兼总经理严斌生先生，IPO 发行前占总股本 74.99%，发行后占 56.24%，控制权稳定。公司于 2015 年和 2018 年分别引入红杉、基石两大实力资方，合计占发行前总股本 14.20%。此外，公司于 2017 年设立铭智、铭望和铭益三大员工持股平台，占公司发行前总股本的 2.48%，覆盖公司高管、各部门中心管理人员以及营销骨干共 71 名员工（三大平台合计不重复人数），与核心团队分享公司成长收益，有利于减轻委托代理问题，激发企业内生活力。公司人均创收和人均创利均逐年提高，2019 年分别达 595.7 万元和 9.0 万元，同比增长 18.6% 和 36.5%；尤其是人均创利处于业内领先水平。

图表 3：公司股权架构（上市前）



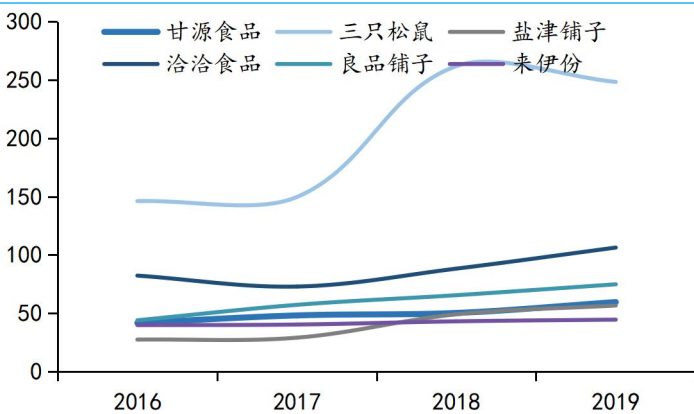
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 4：公司三大员工持股平台覆盖各部门管理人员和业务骨干

	铭智投资	铭望投资	铭益投资
设立日期	2017年10月27日	2017年10月27日	2017年10月27日
出资总额	1095.02万元	750.013万元	750.016万元
普通合伙人	宋新兴	宋新兴	宋新兴
有限合伙人构成	财务总监张铁强、副总经理严剑，审计、销售、行政、采购和财务中心核心管理人员，共计28人	副总经理严剑，行政、质量、仓储物流、工程动力、生产、技术、项目中心核心管理人员，共计24人	副总经理严剑，技术中心副总监，营销中心管理人员和业务骨干，共计22人

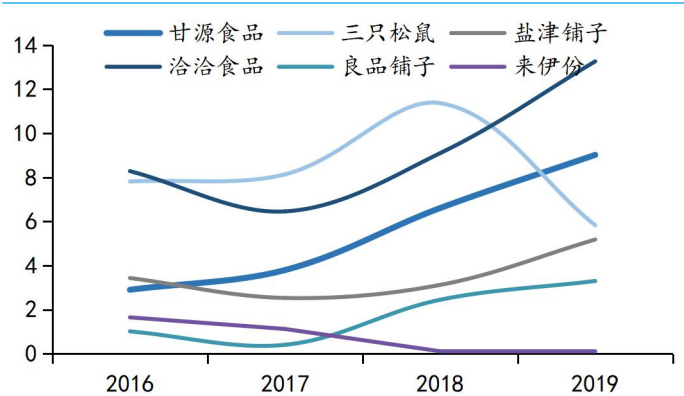
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 5：公司人均创收同业对比情况（万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：公司人均创利同业对比情况（万元）



来源：wind，国金证券研究所

- 公司 IPO 募资 8.37 亿元，主要用于体量扩张和效率提升。公司不断推进全国化业务拓展，河南安阳第二生产基地将为公司有效补充产能；研发中心建设、营销网络升级及品牌推广项目旨在提升产品力、渠道力和品牌力，打牢公司发展根基；信息化建设项目、生产线改造有助于公司内部效率提升。

图表 7：公司 IPO 募集资金投资项目

序号	项目名称	总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	年产 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设项目	41316	30761
2	营销网络升级及品牌推广项目	35410	35410
3	电子商务平台建设项目	6010	0
4	信息化建设项目	5220	5220
5	研发中心建设项目	4577	4577
6	自动化生产线技术改造项目	7736	7736
	合计	100269	83704

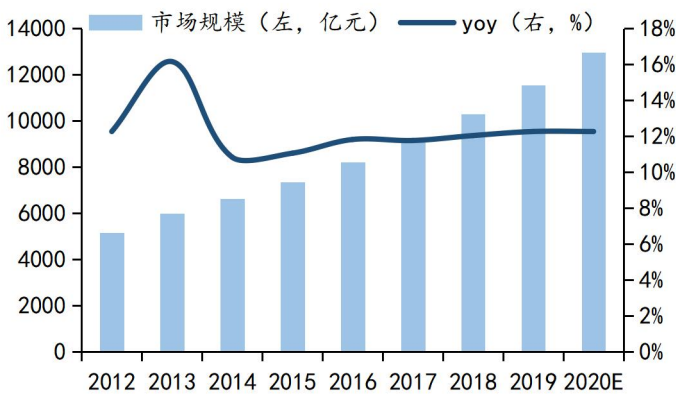
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 二、休闲食品空间广阔，坚果炒货走向品牌化

### 2.1 休闲食品为万亿级市场，坚果炒货占比高、增速较快

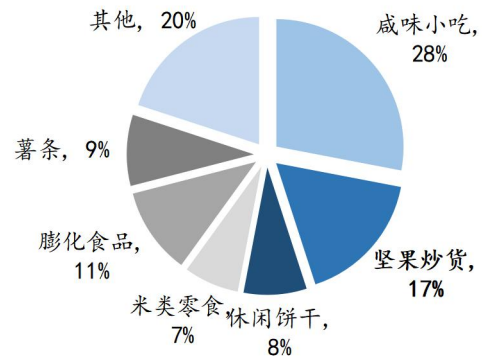
- 坚果炒货在万亿休闲食品市场中约占 17%，预计至 2025 年市场规模可突破 3000 亿元。根据 Frost & Sullivan 数据，我国休闲食品市场规模于 2018 年突破万亿大关，达 10297 亿元，2012-2018 年复合增速达 12.3%；结合行业 2014 年以来稳中有升的增长趋势，我们假设行业仍将维持 12.3% 的增速，预计 2020 年行业规模可达约 12976 亿元，空间广阔。其中，坚果炒货为休闲食品中的第二大品类，占比约为 17%。根据坚果炒货专业委员会数据，2019 年我国坚果炒货行业市场规模为 1791 亿元，2014-2019 年复合增速达 9.9%，其中 2016 年以来行业维持了双位数增速。在 10% 的年均复合增速假设下，我们预计 2020 年坚果炒货市场规模约为 1970 亿元，至 2025 年可达 3172 亿元。

图表 8：休闲食品为万亿级市场



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 9：坚果炒货在休闲食品消费中约占 17% (2018)



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 10：坚果炒货行业市场规模及同比增速

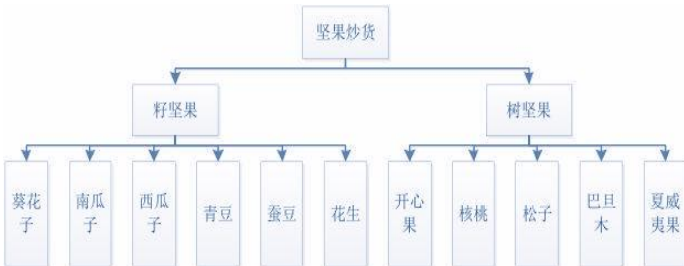


来源：坚果炒货专业委员会，国金证券研究所

■ 坚果炒货行业的增长由量价两方面共同驱动：

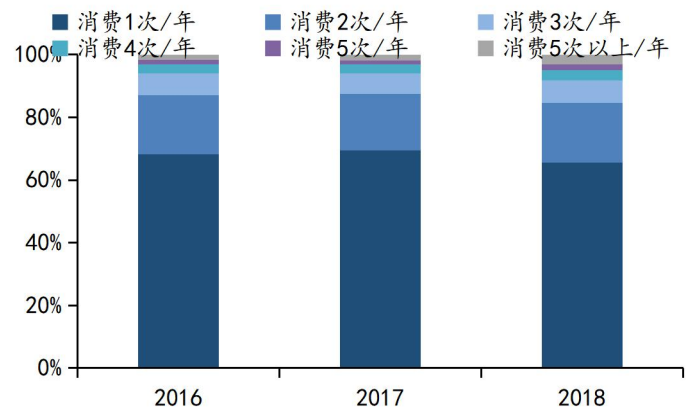
- 从量上看，品类延伸和口味丰富推动了消费频次增加。品类延伸方面，夏威夷果、碧根果、巴旦木等新兴品类的流行为消费者提供了更广的可选范围，也因此为坚果炒货扩容。口味丰富方面，天猫发布的《2019 坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书》指出，口味已经超越价格成为影响消费者购买坚果产品的首要因素。原味及奶油味产品的消费仍未主力，但蟹黄味、咸蛋黄味、甘梅味、草本味等多元口味迎合了消费者的打卡尝鲜心理，对提升消费者购买频次和增加单次购买量有一定帮助。从行业龙头三只松鼠的数据来看，年购买次数在 3 次及以上的消费者占比由 2016 年的 12.9% 上升至 2018 年的 15.3%，提升幅度达 2.4pct，侧面印证了坚果炒货消费频次的上升趋势。
- 从价上看，单价更高的树坚果和混合坚果的渗透率不断提升。花生、瓜子、蚕豆等传统籽坚果的单价一般在 10 元左右/斤；树坚果的售价明显高于籽坚果，单价上有 2-10 倍的提升；混合坚果在售价上也具备“1+1>2”的效果，较坚果平均单价约高 48%。同时，健康意识提升和消费水平升级也推动了树坚果和混合坚果的普及，CBNData 数据显示，2019 年混合坚果的渗透率已达 47%，较 2017 年快速提升 30pct；新冠疫情也加快了这一消费趋势的凸显，2020 年 3 月混合坚果在坚果炒货消费额中占比达 28%，明显高于第二的瓜子品类。

图表 11：坚果炒货细分品类



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

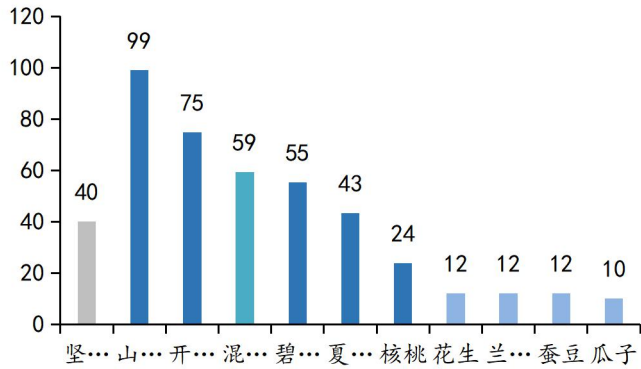
图表 12：坚果炒货人均消费频次呈上升趋势



来源：三只松鼠招股说明书，国金证券研究所

注：该数据为三只松鼠的消费频次

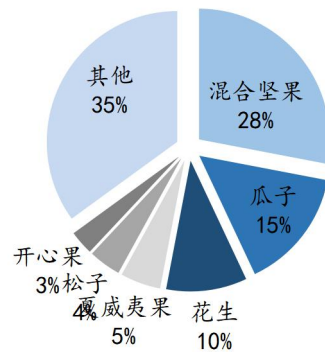
图表 13：树坚果单价明显高于籽坚果（元/500g）



来源：天猫，国金证券研究所

注：所选产品品牌均为三只松鼠，单价根据天猫超市日常活动价计算得到

图表 14：坚果炒货分品类销售占比（2020.3）

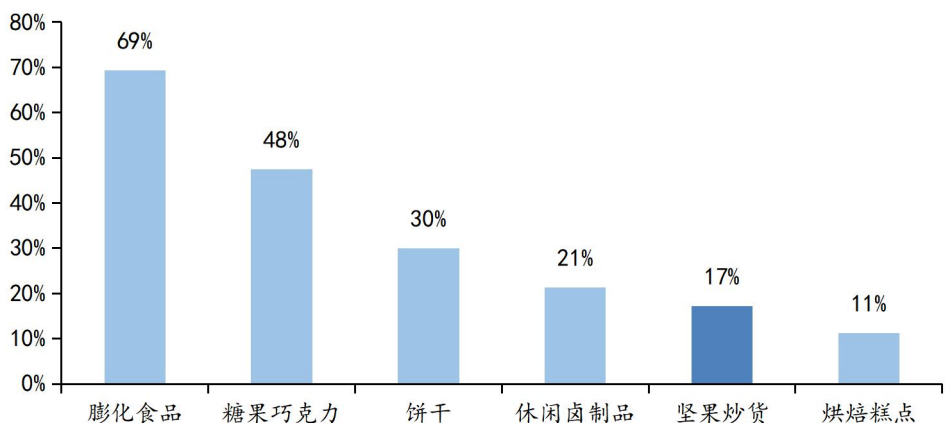


来源：Mob 研究院，国金证券研究所

## 2.2 坚果炒货集中度仍偏低，消费升级利好品牌产品

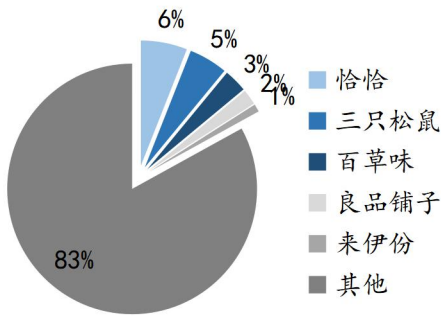
- **坚果炒货 CR5 仅 17%，相比其他休闲食品仍处于偏低水平，提升空间较大。**过去坚果炒货以散称售卖为主，市场中品牌繁多，同时还有部分无牌“手工作坊”产品，市场份额也因此较为分散。2018 年坚果炒货行业 CR5 仅 17%，其中前三大品牌恰恰、三只松鼠和百草味的市占率分别为 6%、5%和 3%。同时期膨化食品、糖果巧克力和饼干行业 CR5 则分别达 69%、48%和 30%，相比这些主要以独立包装形式售卖的品类，坚果炒货的市场集中度仍有较大提升空间。
- **消费升级趋势下，品牌产品受益明显。**随着我国居民消费水平和食品安全意识的持续提升，坚果炒货的消费形式向独立小包装转移，同时出现礼品化、代餐化和特殊人群化（针对如乳糖不耐受人群、减肥健身人群、老年人群等推出特定产品）等发展方向。坚果炒货消费升级趋势明确，品牌产品也因此受益，这一现象在线上销售中尤其明显，从天猫销售数据看，Top10 品牌的占比持续提升，2019 年已接近 75%，边缘品牌份额被进一步挤压。结合行业集中度情况和线上份额变化趋势，我们认为相较头部竞争，品牌产品集体向下挤压散卖产品和杂牌产品的份额仍为行业现阶段的主要趋势。

图表 15：坚果炒货行业 CR5 较其他休闲食品仍偏低（2018）



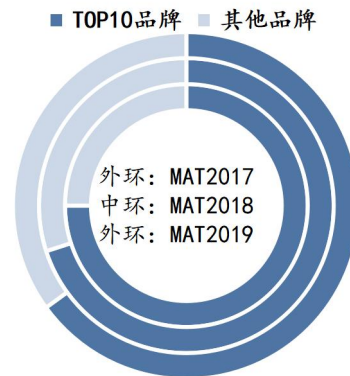
来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 16：坚果炒货行业竞争格局（2018）



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 17：天猫坚果炒货 TOP10 品牌市场份额变化



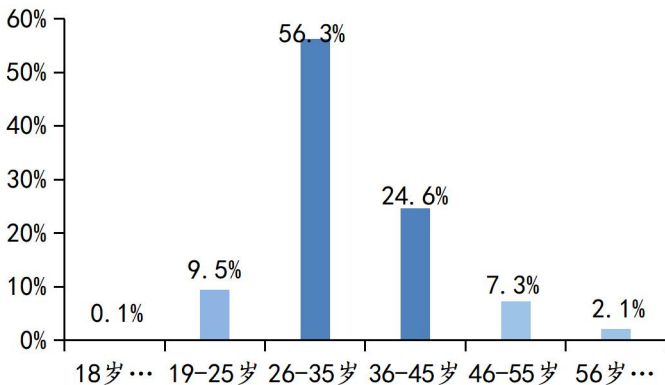
来源：CBNDData，国金证券研究所

注：MAT 指前一年 7 月 1 日至当年 6 月 30 日

### 2.3 消费群体年轻化，销售渠道全面化

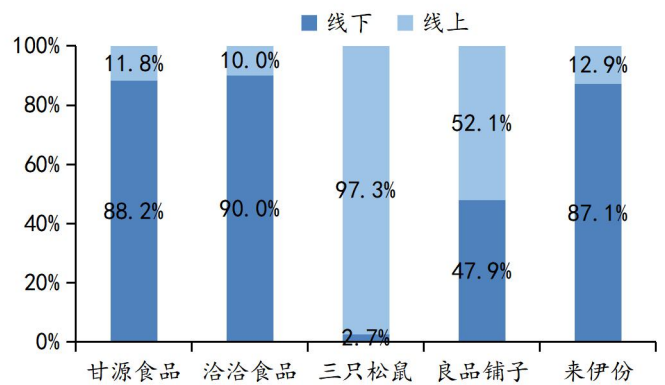
- 消费全体年轻化，倒逼企业创新产品包装设计和营销推广方式。**我国坚果消费人群主要分布在 26-45 岁年龄段（2019 年占 80.9%），其中又以 26-35 岁的 85 后、90 后比重最高（2019 年达 56.3%）。消费人群的年轻化也促使坚果炒货企业设计更符合当下审美的产品外包装，在营销上采取跨界联名、KOL 带货、影视植入等新型推广手段。我们预计在行业竞争日益激烈、品牌效应持续放大的情况下，包装设计和营销手段的创新也将越来越成为各企业吸引新客户、维护老客户并不断提升品牌影响力的重要手段
- 消费渠道全面化，拓展短板渠道有望为企业带来收入增量。**从 2019 年各企业渠道收入占比看，良品铺子线上线下占比基本相当，较为均衡；三只松鼠以电商渠道为主，线上收入占比高达 97%；来伊份、洽洽食品和甘源食品仍以线下销售为主，线下占比均高于 85%。线下渠道体验感强、购物及时、便利，线上渠道成本低，能突破地域限制，两类渠道各有优势，目前企业在渠道拓展上已进入线上线下融合的全渠道扩张阶段。一方面电商企业开始逐渐布局线下业务，如三只松鼠在 2020 年上半年新开 247 家线下门店（投食店+联盟小店），线下门店总数较去年年底增长 64%；另一方面线上购物加速普及、快递运输成本降低以及疫情期间宅经济的兴起也推动了传统企业加快线上平台布局，如洽洽食品 2020Q1 线上销售占比达到 11.6%，较 2018 年上升 4.6pct。我们预计未来行业内主流企业均将向全渠道模式发展，并有望从短板渠道的拓展中获得收入增量。

图表 18：坚果炒货消费人群集中于 26-45 岁



来源：iResearch，国金证券研究所

图表 19：主要企业渠道收入占比情况（2019）



来源：wind，国金证券研究所

**图表 20：坚果炒货主要销售渠道**

渠道类别	说明
商超渠道	包括全国大型连锁超市系统、省市级地区性连锁超市系统以及连锁便利店
流通渠道	主要包括各地批发市场、非连锁性质的休闲零食店、炒货店、食杂店等
特殊渠道	主要包括学校、车站、机场等特殊地点的配食
电商渠道	包括企业自营电商业务和经销商自行在电商平台开设的零食店

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 三、极致单品+线下渠道双轮驱动，多维度边际改善挖掘成长潜能

公司核心竞争优势主要源自两方面：1) 极致大单品，瓜子仁、青豌豆和蚕豆三大系列单品行业领先，销售增长稳定、毛利率高；2) 线下渠道资源丰富、掌控力强，公司已建立了全国性的线下销售网络，全方位覆盖商超、流通和特殊渠道，经销商数量稳步增长，2019年已突破1400家，交易方式上采取先款后货模式，销售收入质量高、渠道掌控力强。公司已具备较强的竞争优势，但整体体量仍较小，在多方面仍有较大提升空间。

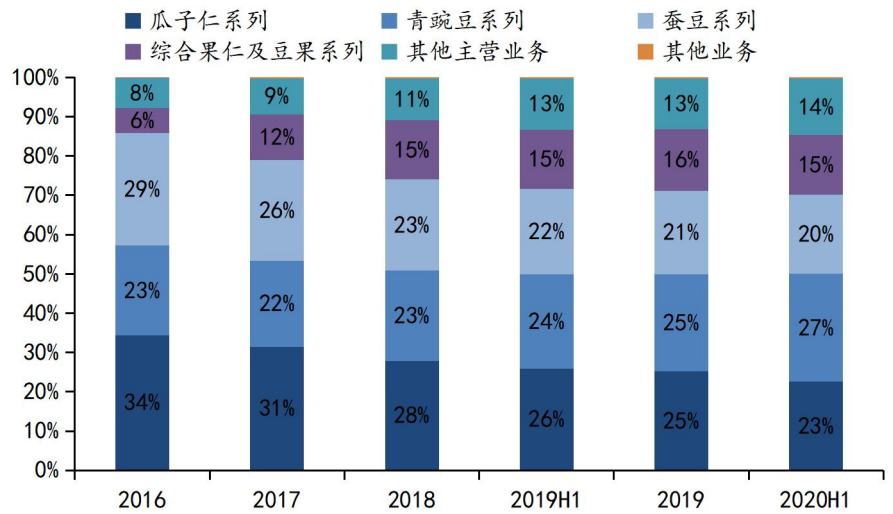
目前，公司已从多维度积极着手短板补齐和潜力挖掘：1) 产品方面，延伸树坚果和其他休闲食品品类；2) 品牌方面，加大广告费用投放；3) 渠道方面，发力线上渠道拓展；4) 产能方面，建设河南新生产基地，深入北方市场，加速全国化布局。

我们看好公司现有优势继续巩固，并期待公司的多方面边际变化助力公司驶入增长的快车道。

#### 3.1 三大单品优势巩固，多品类延伸打开销售天花板

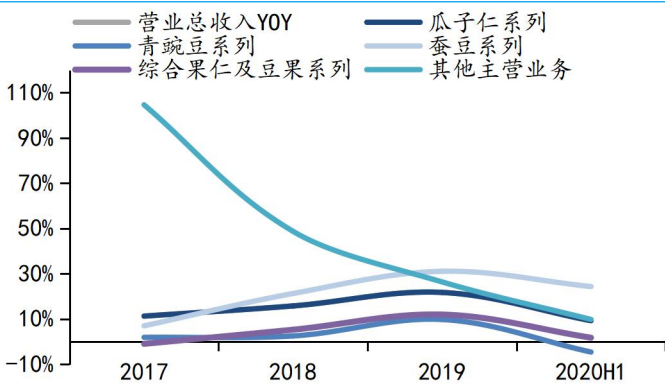
- **存量方面，三大系列单品持续更新升级，维持豆类炒货领域优势地位。**瓜子仁、青豌豆和蚕豆三大系列单品贡献了公司70%以上的营收和80%以上毛利。公司在行业内率先将蟹黄味、芥末味、台式卤肉味等新式口味引入，打造多款豆类爆款产品；后又推出酱香肉汁味、蒜香味、香辣味等十多种口味，对优势大单品进行持续创新升级，截至2020年2月底，公司豆类产品在天猫淘宝豆类制品交易指数上连续11个月排名第一，为公司贡献了稳定的收入和利润。从营收端来看，三大单品收入增速仍呈现向上趋势，2019年瓜子仁、青豌豆和蚕豆同比增长9.7%、31.0%和11.9%，其中青豌豆增速高于公司整体水平。从利润端来看，2020H1年瓜子仁、青豌豆和蚕豆毛利率水平分别为44.0%、47.5%和42.6%，均维持在高于公司整体的较高水平上。
- **增量方面，延伸树坚果、增添新品类，寻找休闲食品新增长点。**一方面，公司顺应下游消费升级需求，延伸坚果炒货类中单位价格更高的树坚果和综合类产品，同时提供多种口味和套餐搭配选择；另一方面，拓展面点类、酥类、虾条、带壳炒货等多系列新品类，丰富产品矩阵。公司综合果仁及豆果系列、其他主营业务（主要为新品类）快速增长，2016-2019年收入复合增速分别为56.7%和38.4%，2020H1两者在公司总营收中合计占29.5%，较2016年提升15.5pct；随着规模扩大，两大新品类的毛利率也有所提升，2020H1分别为29.8%和30.8%，较2016年分别提升7.0pct和2.8pct），预计随着工艺稳定和规模上量将进一步得到改善。

图表 21：综合系列及其他新产品在公司收入中的占比持续提升



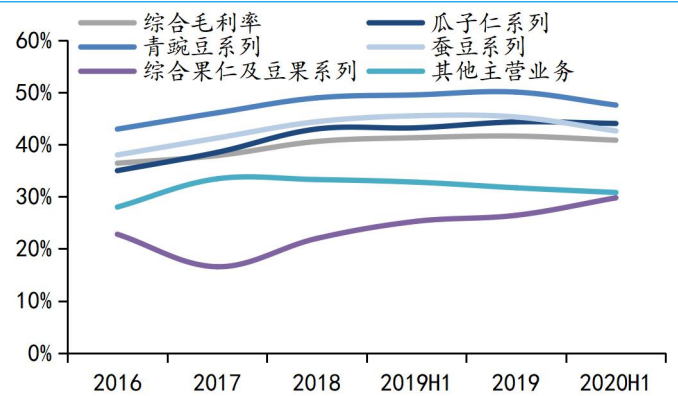
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 22：公司分产品营收同比增速情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 23：公司分产品毛利率情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3.2 品牌差异化定位五谷小吃，加大广告投放提升全国知名度

- 公司打造“五谷小吃”品牌，目前广告费用投放处于行业低水平，加大相应投入后预计将有效提升品牌影响力。休闲食品属于大众消费品，产品更新节奏快、竞争激烈，C端客户流动性较高，品牌建设和广告营销对产品销售作用关键。公司广告推广费用率（包括推广促销费）处于行业偏低水平，2019年为3.7%，其中广告及咨询费用投入仅182.7万元，同比-81.3%（大幅降低主要因为较17、18年少了代言人费用），仅占营业收入的0.2%，远低于同业。根据公司IPO募投营销网络升级及品牌推广项目规划，公司将大幅增加广告费用的投放，拟于第一/二/三年分别投入3200/7300/8600万元，预计同比+1651.5%/128.1%/17.8%，预计将有效帮助公司在全国范围内树立起统一的品牌形象，促进产品销售，提升和巩固竞争地位。

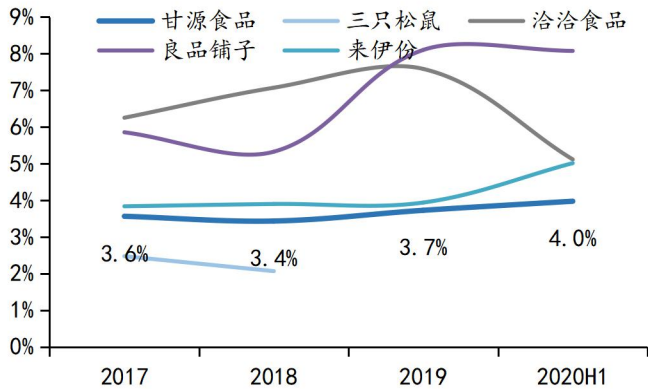
图表 24：公司 IPO 募投项目加码品牌推广

工程或费用名称	投资金额（万元）			合计	占比
	T+1年	T+2年	T+3年		
营销网络升级项目	4,764	4,514	4,432	13,710	38.72%

其中：设备购置与安装	3,499	3,496	3,489	10,484	29.61%
其中：辅助人员工资	1,266	1,018	943	3,226	9.11%
品牌推广项目	4,200	8,300	9,200	21,700	61.28%
其中：广告投放费	3,200	7,300	8,600	19,100	53.94%
其中：展会推广费	1,000	1,000	600	2,600	7.34%
项目总投资	8,964	12,814	13,632	35,410	100.00%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

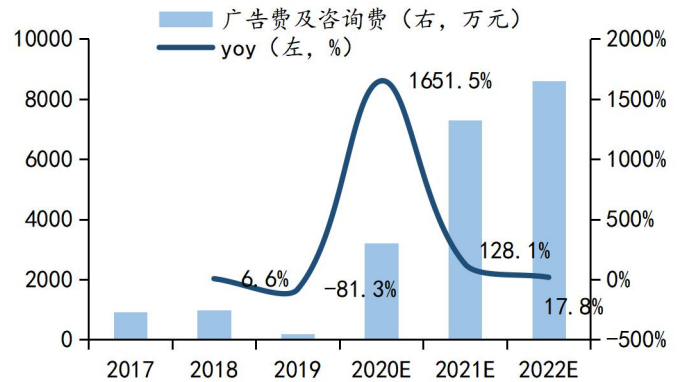
图表 25：广告推广费用率处于行业偏低水平



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：三只松鼠的数据口径不包括促销费用，故偏低

图表 26：预计公司将加大广告费用投放



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3.3 线下渠道丰富稳定，IPO 募资助力线上发力

- 线下渠道资源丰富、合作稳定，先款后货模式体现公司较强的渠道掌控力。**公司线下渠道资源丰富，终端门店覆盖大卖场、仓储式会员店、超市、连锁店、学校、交通站等多个场景，实现了从核心商圈到流通门店的多层次覆盖，同时不断向四、五线城市下沉，总数已达在 1000 家以上且稳步增长，2019 年末达 1441 家，同比+22.1%。公司经销商分布于全国各地，其中华东、华北占比最高，2019 年分别为 33.7%和 21.9%。公司与经销商合作稳定，2019 年有 62%合作时长在 3 年以上；交易上采取先款后货模式，应收账款占比小（2019 年仅占经销商收入 0.01%），体现公司对下游渠道掌控力强。
- 线上渠道增速偏低，IPO 募资加大电商投入，有望补齐短板、提振整体增速。**2019 年公司电商模式下收入同比增速仅 1.2%（其中电商自营-4.7%，电商平台+10.9%），明显低于公司整体的 21.7%和经销商模式的 24.4%，对公司营收增速有所拖累。线上线下融合的全渠道模式已成为行业大趋势，目前公司已提高对线上渠道拓展的重视程度，IPO 募集资金中 6010 万元用于部分用于电子商务平台建设项目，未来有望补齐线上短板，从而带动公司整体营收增速向上。另外，从利润空间看，电商自营模式扣点相对电商平台模式更低，毛利率水平相对更高（2019 年分别为 41.2%和 27.9%），预计随着公司线上品牌营销推广力度的加大，自营模式占比将有所提升，带动电商模式整体盈利水平提升。

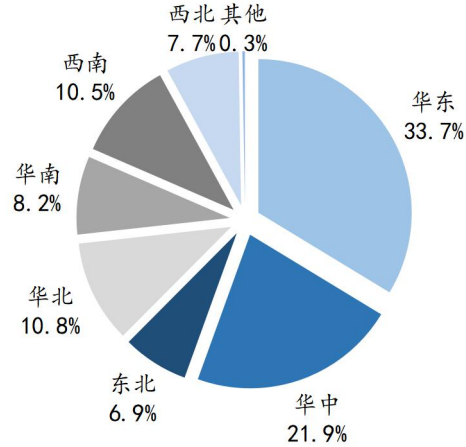
图表 27：公司渠道资源丰富、覆盖全面

渠道类别	说明
商超渠道	包括沃尔玛、大润发、华润万家、家乐福、永辉、麦德龙等辐射全国的大型连锁超市系统，家得乐、联华等省市级地区性连锁超市系统，全家、7-11、好德、红旗等连锁便利店

渠道类别	说明
流通渠道	主要包括各地批发市场、非连锁性质的休闲零食店、炒货店、食杂店等
电商渠道	经销商自行在电商平台开设的零食店
特殊渠道	主要包括学校、车站、机场等特殊地点的配食

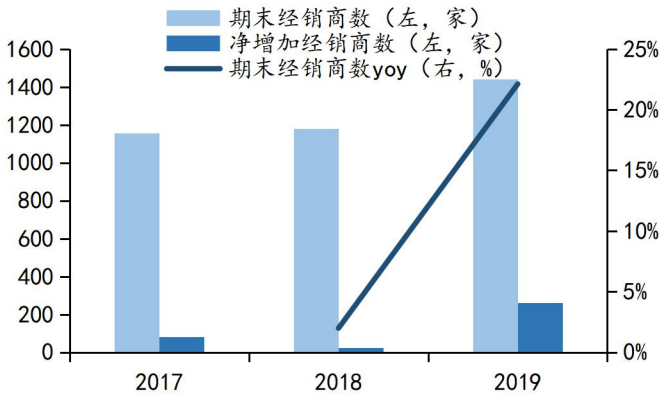
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 28：公司经销商地区分布情况（2019）



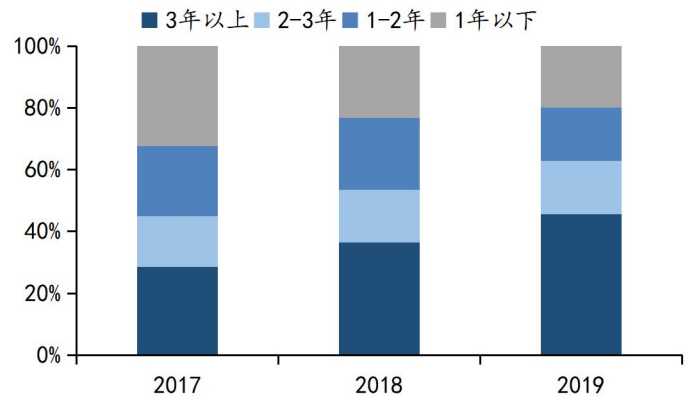
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 29：公司经销商数稳步增长



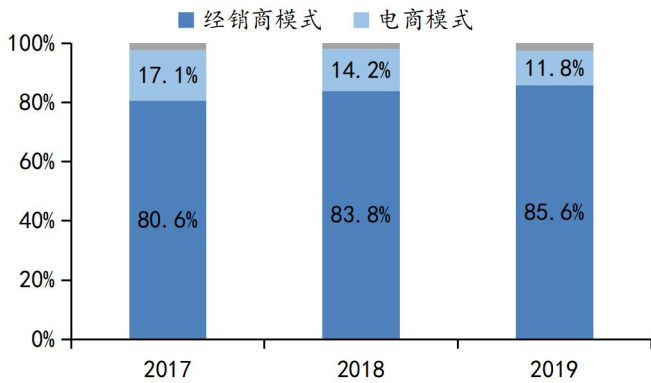
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 30：公司经销商结构（按合作时长分）



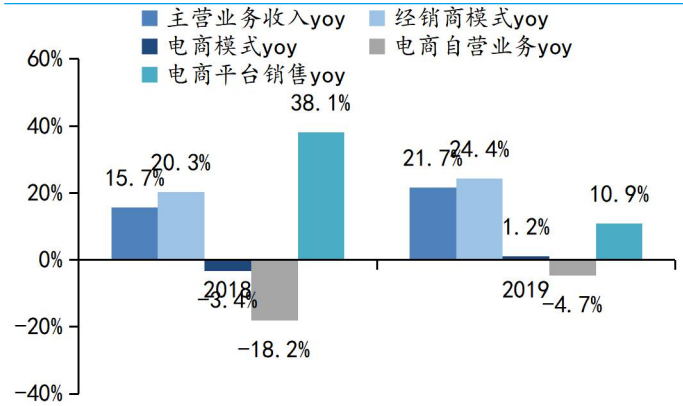
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 31：公司营收结构（按销售模式分）



21.来源：公司招股说明书，国金证券研究所

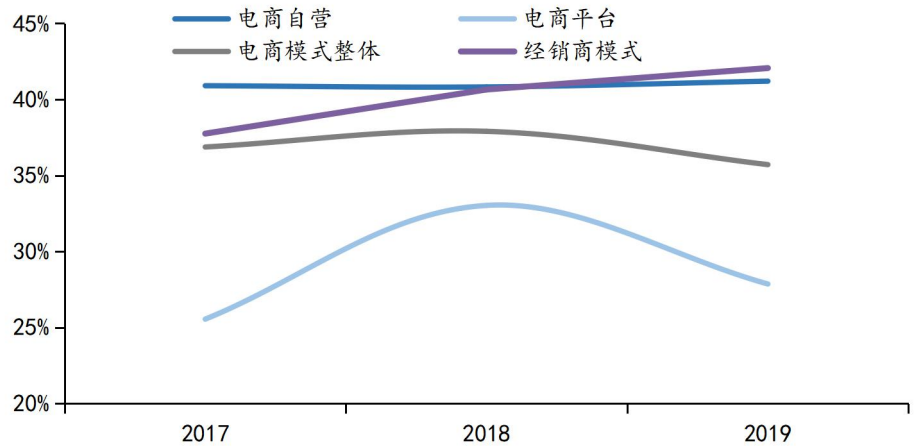
图表 32：公司各渠道收入同比增速对比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：电商模式包括电商自营业务和电商平台销售

图表 33：公司各渠道模式毛利率水平对比



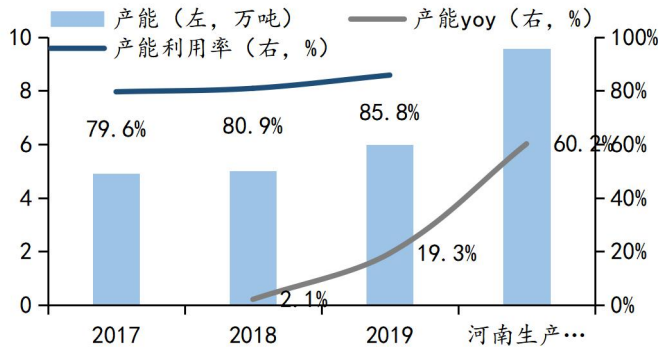
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3.4 产能积极扩张，河南基地助力公司深入北方市场

- **公司产能利用率稳步提升，产能扩张积极。**近三年公司产能利用率提升，2019 年达 85.8%，较 2017 年+6.2pct，处于较高水平，显示公司产品下游需求较为旺盛。目前公司扩产积极，萍乡基地三期于 2019 年转固，2019 年产能同比+19.3%，产销率达 97.5%。公司 IPO 募资 3.1 亿元用于河南生产线项目建设（项目总投资 4.1 亿元），包括增加新口味和树坚果产品的生产，投产后可新增年产能 3.6 万吨，较现有产能增幅达 60.2%，将有效提升公司生产能力，支撑销售增长。
- **河南生产基地建成后利于公司拓展北方市场、降低运输成本。**公司过去生产仅在江西萍乡基地，产品销售也集中于靠近产地的华东和华中地区（2019 年合计占 47%），西南、华北、西北和东北相对薄弱（2019 年在收入中占比分别为 14.4%、12.7%、9.4%和 8.8%），未来仍有较大增长潜力。另外，生产地理位置单一也导致公司的仓储运输费用较高，2019 年仓储运输费用率为 4.2%，处于行业偏高水平（三只松鼠因以线上销售为主，仓储运输费用明显高于其他线下渠道为主的公司）。以与公司渠道结构相似的恰恰食品为例，恰恰在安徽、包头、哈尔滨、长沙、阜阳等地均设有生产基地以匹配全国性经销网络，2019 年仓储运输费用率仅为 2.9%，较甘源低 1.3pct，可见在一定范围内增加生产中心数量可有效的减少每个生产中心覆盖的销售区域范围，从而节约物流成本。由此，我们预计公司河南生产

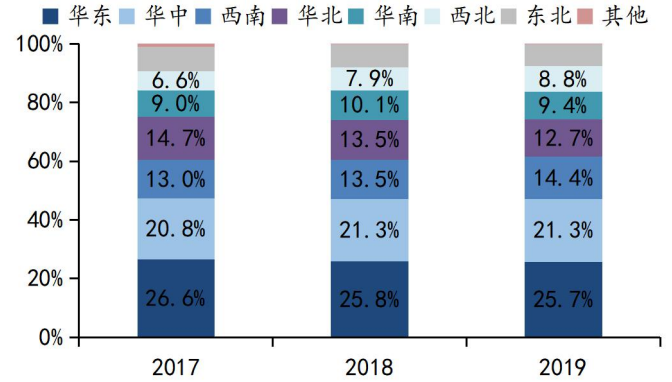
基地建成后，在扩大产能的同时，也利于公司更好拓展北方市场，进一步降低仓储费用率。

图表 34：公司产能及产能利用率情况



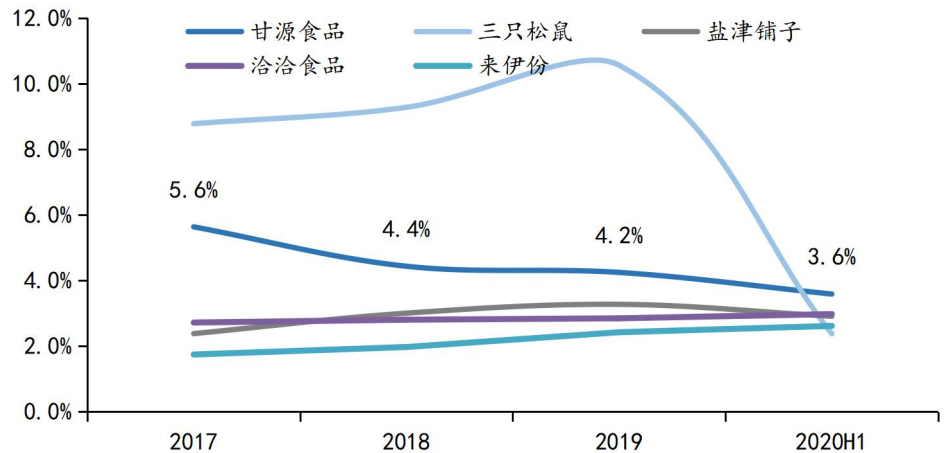
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 35：公司线下渠道收入营收结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 36：公司仓储运输费用率与同行相比仍有较大下降空间



来源：wind，国金证券研究所

注：根据历史财务数据，三只松鼠一般中报上半年仓储运输费较低，下半年较高，故费用率上有大幅波动。

#### 四、财务稳健，盈利能力和营运效率表现突出

##### 4.1 从杜邦分析法看，公司高 ROE 源于高净利率和高资产周转效率

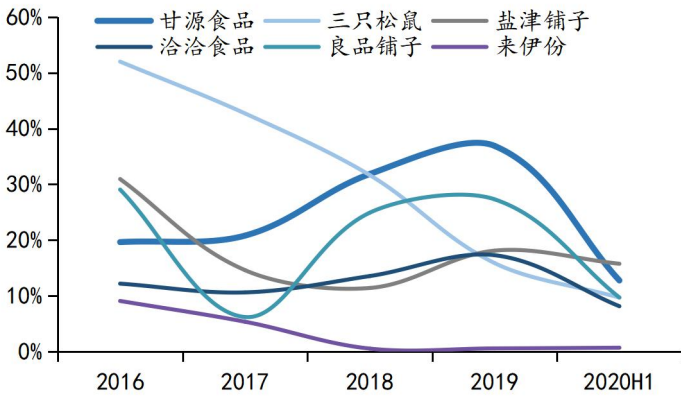
- 公司 ROE 稳步提升，处于行业高水平。公司 ROE 逐年提升，2019 年达 36.9%，较 2016 年提升 17.3pct，明显高于良品铺子 (27.3%)、盐津铺子 (18.1%)、洽洽食品 (17.3%)、三只松鼠 (15.9%) 以及来伊份 (0.6%)。通过杜邦三项分解法拆分各公司 ROE 看：
  - 公司权益乘数处于业内偏低水平，财务杠杆合理、稳定。近五年，公司权益乘数稳定在 1.5-1.7 之间，2020 年 H1 为 1.6，明显低于良品铺子 (2.2)、盐津铺子 (2.1) 和三只松鼠 (2.1)，略高于来伊份 (1.5) 洽洽食品 (1.4)。公司财务稳健，合理利用财务杠杆效应，并将权益乘数稳定维持在行业偏低水平，财务风险较低。
  - 公司净利润率高于同行业可比公司，盈利能力优秀。公司净利润率呈上升趋势，2018 年开始稳定在双位数水平，2020 年 H1 在疫情影响下

仍达 14.0%，较 2016 年提升 7.0pct，明显高于盐津铺子（13.8%）、洽洽食品（12.9%）、良品铺子（4.5%）、三只松鼠（3.8%）以及来伊份（0.6%）。

- 公司总资产周转率处于业内较高水平，经营质量和资产利用效率较高。2019 年公司总资产周转率为 1.44，低于线上渠道占比明显更高的良品铺子（2.81）和三只松鼠（2.64），但高于渠道结构相似的来伊份（1.40）、盐津铺子（0.99）和洽洽食品（0.92），体现公司行业领先的资产利用水平。

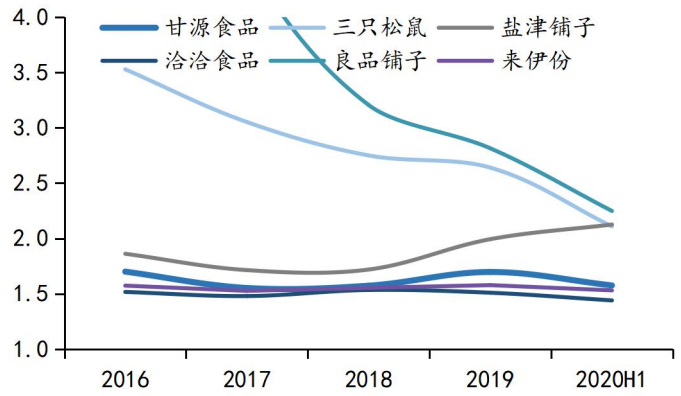
综合同行业各公司的杜邦分析结果看，甘源食品的高 ROE 源于高净利润率和高资产周转率；三只松鼠 2018 年以前 ROE 高于甘源食品主要源于财务杠杆水平较高，随着权益乘数下降 ROE 也明显回落；6 家公司中，2019 年良品铺子的 ROE 仅次于甘源食品，其 ROE 的提升主要来自较高的财务杠杆和高资产周转率。由此可见，甘源食品业盈利能力和营运能力均处于业内领先水平，支撑了高 ROE，其高盈利水平来自收入的较高速增长+成本费用的有效控制，高周转效率来自产品下游旺盛需求+线下渠道掌控力，后两小节将对此展开详细分析。

图表 37：同行业各公司 ROE 对比



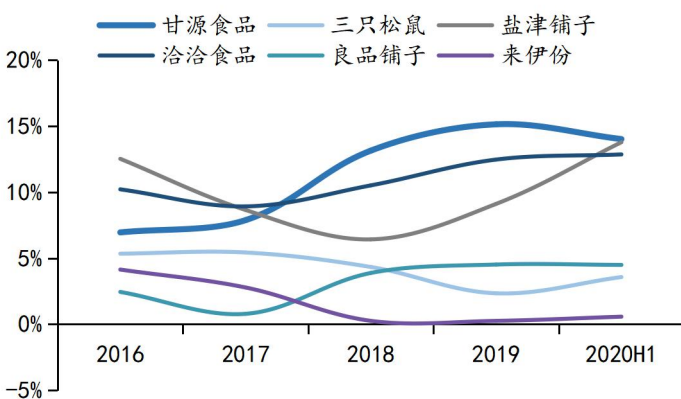
来源：wind，国金证券研究所

图表 38：同行业内各公司杜邦分析-权益乘数对比



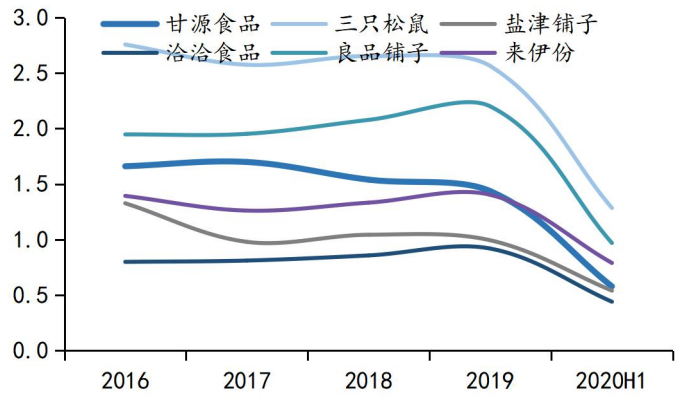
来源：wind，国金证券研究所

图表 39：同行业内各公司杜邦分析-净利润率对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 40：同行业内各公司杜邦分析-总资产周转率对比



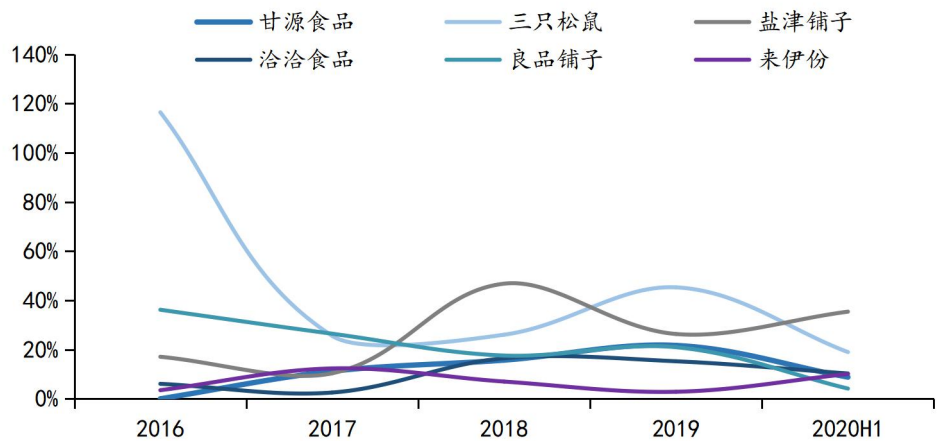
来源：wind，国金证券研究所

#### 4.2 公司营收增速较快，成本费用控制良好，盈利能力领先行业

公司高净利润率背后有稳步提升的收入增速、行业领先的毛利水平以及优秀的费用控制能力做支撑：

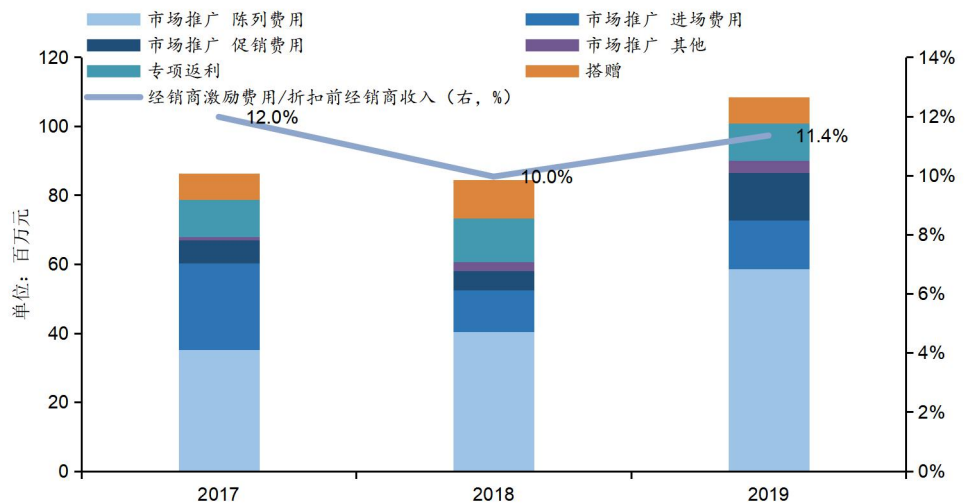
- 收入端：2019 年加大经销商激励政策力度，销量增长明显，推动业绩增速提升。**公司 2019 年营业总收入达 11.1 亿元，同比+21.7%，较 18 年提升 6.0pct，处于行业内较高水平；拆分量价来看，销量同比+22.7%，均价-0.8%，增长主要由销量驱动。公司大部分经销商激励费用直接冲减当期收入，2019 年加大了对经销商的激励政策力度，尤其是增加了市场推广费用投放（包括陈列、促销、进场等费用，同比+48.2%），当年经销商激励费用占折扣前经销商收入比重为 11.4%，同比提升 1.4pct，由于规模效应增强仍略低于 17 年（12.0%），体现激励政策效果明显，公司收入弹性较大。2020 年上半年受疫情影响，公司 Q1 收入同比+8.8%，Q2 同比 9.6%，增速环比已有较明显改善，预计今年下半年将持续改善。

图表 41：同行业内各公司营收增速对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 42：公司直接冲减当期收入的经销商激励费用拆分

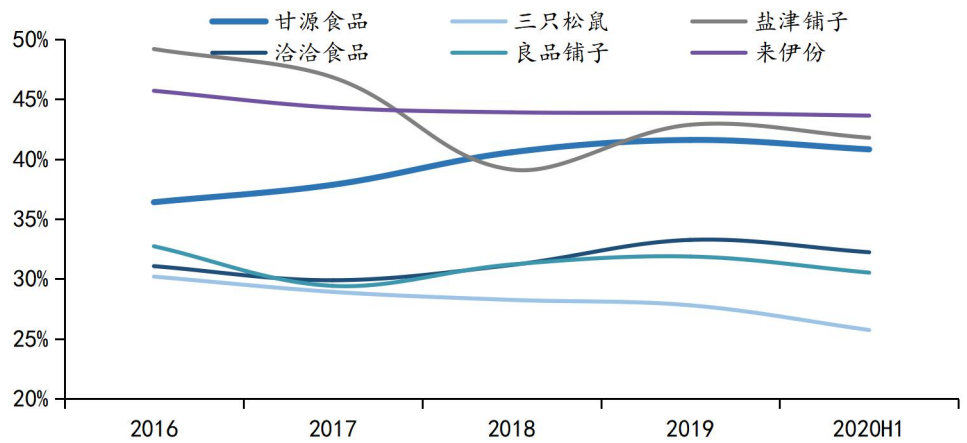


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 毛利率端：均价提升+成本控制，毛利率水平业内领先。**公司毛利率呈稳步上升趋势，2020H1 受疫情影响略有下降（40.8%），仅低于来伊份（43.6%）和盐津铺子（41.8%），明显高于洽洽食品（32.2%）、良品铺子（30.5%）和三只松鼠（25.7%）。公司毛利率提升来自均价和成本两方面

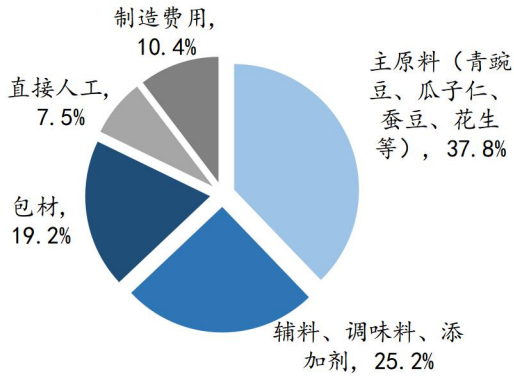
共同作用：1) 价格方面，公司近年来主推单价更高的散称装规格产品，三大系列单品均价也得提升；树坚果、综合果仁为代表的新产品单价较籽坚果更高，占比不断提升，产品结构改善明显（19年三大单品以外产品在收入中占比达26%，较16年提升13pct）；加上18年进场费等推广补贴减少，整体产品均价上移。2) 成本方面，公司80%以上成本来自于三类原材料，公司采取了扩大供应商选择范围、与供应商锁定固定期限采购价、加大关键原材料储备等措施，16-19年部分原料采购成本有所下降（如16-19年棕榈油、瓜子仁、蚕豆片采购单价的年均复合增速分别为-5.6%/-3.6%/-3.2%），叠加规模效应增强和工艺水平提升，17-19年三大系列单品成本均实现逐年下降，新产品成本控制也有所改善。

图表 43：同行业内各公司毛利率对比



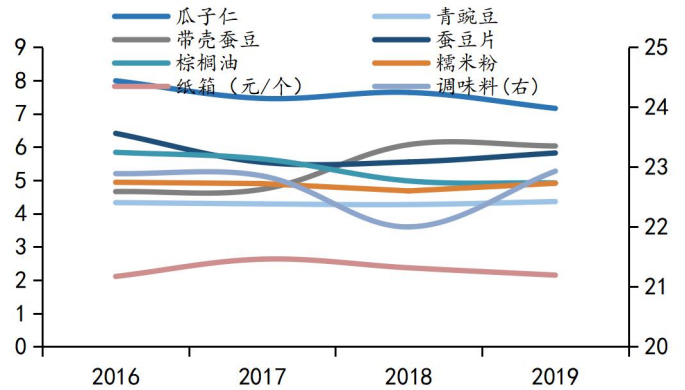
来源：wind，国金证券研究所

图表 44：公司成本结构拆分 (2019)



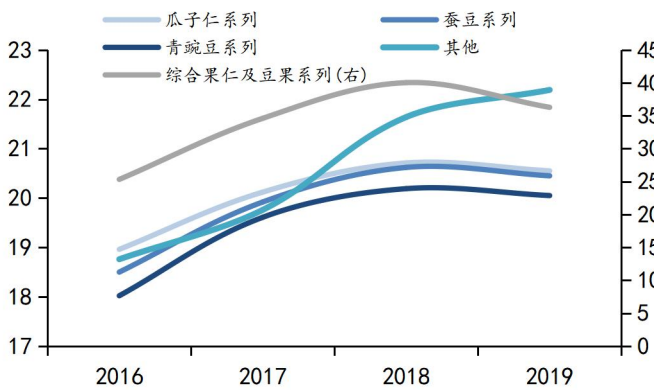
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 45：公司原材料采购单价变化 (元/kg)



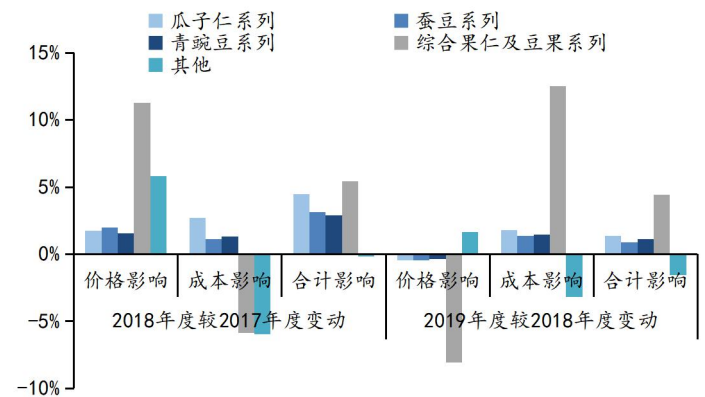
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 46：公司各产品均价变动情况（元/kg）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

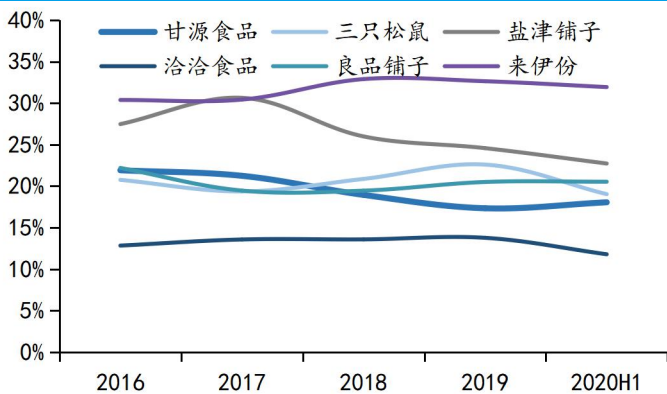
图表 47：公司分产品毛利率提升原因拆分



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

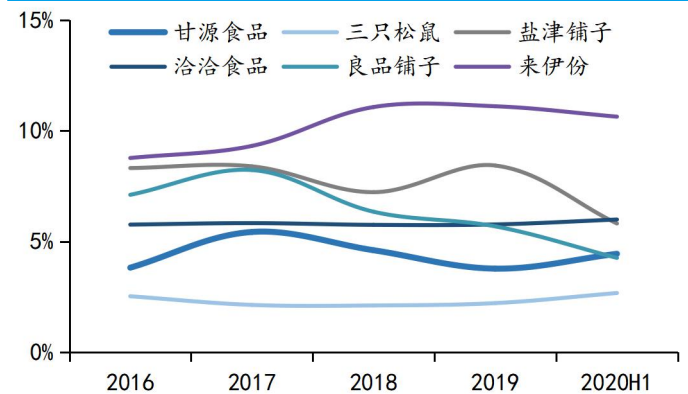
- **费用端：规模效应增强，销售、管理费用率均处于行业偏低水平。**2016-2019 年公司销售费用率呈现下降趋势，2019 年降至 16.3%，明显低于来伊份（32.6%）、盐津铺子（24.6%）、三只松鼠（22.6%）及良品铺子（20.3%）；一方面由于广告费用投放减少（2019 年同比-81.3%），另一方面由于营收增速高于销售费用绝对值增速，规模效应起效。2020 年 H1 疫情影响收入规模扩大+广告及咨询费用投放加大（同比+78.1%），销售费用率达 18.0%，但仍处于行业偏低水平。随着 IPO 项目加大营销投入，销售费用绝对值将有较明显上升，但销售费用支出增加也将刺激公司收入端增长提速从而进一步摊薄费用，由此我们预期公司销售费用率仍将保持在相对合理水平。公司管理费用率也处于行业偏低水平，2017-19 年管理费用率绝对值均维持在 4200 万元左右，费用率在规模效应增强情况下呈下降趋势，2019 年为 3.8%，2020H1 受疫情影响略有上升（4.4%），仍低于来伊份（10.6%）、洽洽食品（6.0%）和盐津铺子（5.8%）。

图表 48：同行业内各公司销售费用率对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 49：同行业内各公司管理费用率对比

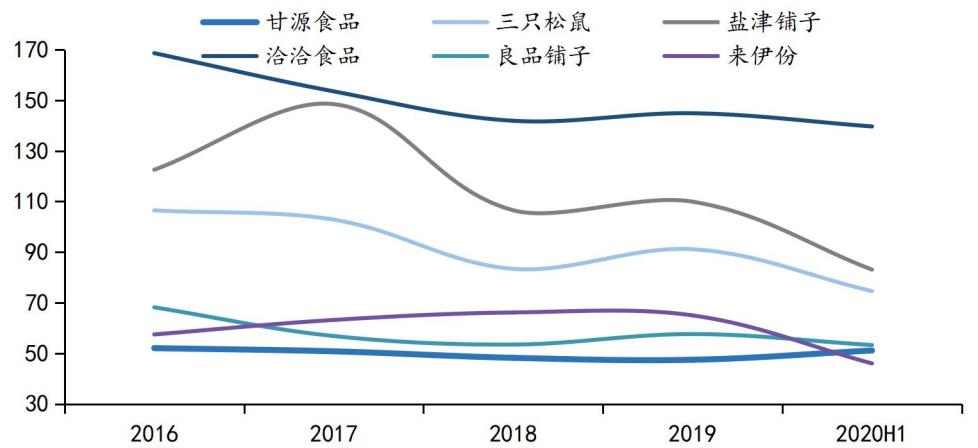


来源：wind，国金证券研究所

#### 4.3 公司存货周转天数低，营运能力优秀

- **存货周转天数明显低于行业平均水平，下游需求稳定、旺盛。**公司存货周转天数稳定在 50 天左右，2019 年为 47 天，为 6 家可比公司中最低水平，2020 年 H1 在疫情影响下仅略有上升至 51 天，反映公司下游需求稳定、旺盛。同时，由于公司产品保质期较短（一般为 8 个月）且对经销商采取款到发货模式，根据公司招股说明书披露，17-19 年主要经销商客户订单平均间隔天数为 8 天，可推测公司向经销商压货情况较少，渠道库存水平健康，终端动销速度较快。

图表 50：同行业内各公司存货周转天数对比（天）



来源：wind，国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

- 收入端：**从业务角度看，公司较高的成长性得益于三大系列单品销量的稳定增长和新产品第二曲线的较高速增长；公司重点发展单价更高的散称装产品，树坚果、综合坚果等单价更高，我们预计公司产品均价也将有所提升。从产能规划看，公司河南安阳生产基地已动工建设，投产后可新增年产能 3.6 万吨，较现有产能增长幅度达 60.2%，将有效提升公司生产能力，支撑销售增长，同时公司产能利用率也呈现上升趋势。结合公司线下渠道优势强化、品牌推广力度加强、全国化扩张稳步推进以及终端需求较为旺盛的情况，我们中性预计 20-22 年公司营业总收入可以实现 +18.5%/26.1%/26.2% 的较高速增长。
- 毛利率端：**目前公司三大系列单品毛利率已处于较高水平，我们预计随着规模效应不断放大，毛利率仍有望小幅提升；综合果仁及豆果系列以及其他产品仍处于新品开发、快速扩充阶段，结合树坚果、综合产品等一般售价更高、毛利空间更大，预计随着公司生产规模的扩大和工艺流程的改进，未来几年毛利率将有较明显的改善。综合各产品毛利率情况和收入结构变化，我们预计 20-22 年公司综合毛利率分别为 41.4%/41.9%/42.2%，呈现稳中有升趋势。

图表 51：公司分业务盈利预测明细表

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	788	911	1109	1314	1657	2091
yoy	11.2%	15.7%	21.7%	18.5%	26.1%	26.2%
营业成本	489	542	648	771	963	1209
毛利率	37.9%	40.6%	41.6%	41.4%	41.9%	42.2%
<b>瓜子仁系列</b>						
收入占比	31.5%	27.9%	25.1%	22.3%	19.4%	17.2%
营业收入	248	254	279	293	322	361
yoy	1.8%	2.5%	9.7%	5.0%	10.0%	12.0%
营业成本	153	145	155	164	177	198
毛利率	38.5%	43.0%	44.3%	44.0%	45.0%	45.0%
<b>青豌豆系列</b>						
收入占比	21.9%	22.9%	24.7%	27.1%	28.4%	29.2%
营业收入	173	209	274	356	470	611
yoy	6.9%	21.2%	31.0%	30.0%	32.0%	30.0%
营业成本	93	107	137	178	230	297
毛利率	46.1%	48.9%	50.0%	50.0%	51.0%	51.5%
<b>蚕豆系列</b>						
收入占比	25.5%	23.2%	21.4%	20.2%	18.2%	16.2%
营业收入	201	212	237	265	302	339
yoy	-1.0%	5.2%	11.9%	12.0%	14.0%	12.0%
营业成本	118	118	130	146	163	181
毛利率	41.2%	44.4%	45.3%	45.0%	46.0%	46.5%
<b>综合果仁及豆果系列</b>						
收入占比	11.7%	15.1%	15.6%	15.9%	17.5%	19.0%
营业收入	92	137	173	209	290	398
yoy	104.6%	48.7%	26.3%	20.4%	39.1%	37.0%
营业成本	77	107	128	152	209	278
毛利率	16.6%	22.0%	26.4%	27.0%	28.0%	30.0%
<b>其他主营业务</b>						
收入占比	9.1%	10.7%	12.9%	14.3%	16.2%	18.1%
营业收入	72	97	143	188	269	379
yoy	32.6%	35.7%	47.5%	31.3%	42.8%	40.8%
营业成本	48	65	98	130	183	254
毛利率	33.4%	33.3%	31.7%	31.0%	32.0%	33.0%
<b>其他业务</b>						
营业收入	2	2	3	3	3	4
yoy	115.4%	6.6%	25.8%	-0.1%	26.1%	26.2%
毛利率	58.4%	92.2%	87.7%	88.0%	88.0%	88.0%

来源：wind，国金证券研究所

- **费用端：**公司 IPO 募投品牌推广项目，将大幅增加广告费用的投放（拟于第一/二/三年分别投入 3200/7300/8600 万元），结合公司收入端增速较快且规模效应持续显现，我们预计销售费用率稳重略有上升。管理费用率和研发费用率方面，预计近三年绝对值支出水平将维持稳定，费用率上呈下降趋势。
- 预计 20-22 年公司营业收入为 13.14 亿元/16.57 亿元/20.91 亿元，分别同比+18.5%/26.1%/26.2%；归母净利润分别为 1.97 亿元/2.71 亿元/3.52 亿元，分别同比+17.2%/37.4%/30.0%；对应 20-22 年 EPS 分别为 2.11 元/2.90 元/3.77 元，目前股价对应 20-22 年 PE 分别为 66X/48X/37X。同时我们选取了 5 家休闲食品上市公司作为可比公司，2020 年行业可比公司平

均 PE 估值水平为 67X。公司盈利能力处于行业领先水平，且仍处于扩张期，我们在参考可比公司估值水平后，给予公司 2020 年 70 倍 PE，对应目标价 148 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 52：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300783.SZ	三只松鼠	56.95	0.66	0.90	1.17	86.88	63.12	48.58
002847.SZ	盐津铺子	139.10	1.79	2.57	3.48	77.69	54.15	40.03
002557.SZ	洽洽食品	61.20	1.48	1.76	2.08	41.28	34.72	29.44
603719.SH	良品铺子	65.05	0.97	1.28	1.62	66.77	50.84	40.16
603777.SH	来伊份	16.20	0.30	0.51	0.84	54.45	31.52	19.19
平均值						<b>66.77</b>	<b>50.84</b>	<b>40.03</b>
002991.SZ	甘源食品	139.10	2.11	2.90	3.77	65.84	47.91	36.86

来源：Wind，国金证券研究所

注：可比公司 2020E-2022E 的 EPS 为 wind 一致预期平均值

## 六、风险提示

- **产能快速扩张，下游需求不达预期风险：**2019 年公司规划产能约 6 万吨，产能利用率为 85.8%，萍乡三期工程和河南新生产基地全部建成投产后较目前产能规模有 60% 以上增长，若下游开拓不力，产能利用率不达预期，将会提高产品生产成本，影响公司盈利能力提升。
- **行业竞争加剧风险：**三只松鼠、盐津铺子、洽洽食品等均陆续推出籽类炒货产品，国外品牌也纷纷加入战局，坚果炒货行业面临越来越激烈的竞争，头部品牌向下挤压可能加速，行业利润空间可能受到一定的压缩。
- **财务投资者集中减持风险：**公司上市前分别于 2015 年和 2018 年引入北京红杉铭德股权投资中心（有限合伙）和深圳市领誉基石股权投资合伙企业（有限合伙），截至 2020 年 8 月底，两者持股数量分别占公司总股本的 8.78% 和 1.88%，占比较高。若红杉和基石在限售期结束后集中减持，可能引起公司股价出现大幅波动。
- **新产品推广不及预期风险：**公司近年来推出综合果仁及豆果等新产品，但 2018 年国内每日坚果市场 CR3 已达 60%，其中沃隆占 31%，行业集中度较高，公司在新品拓展过程中可能面临一定压力。
- **渠道拓展和品牌推广不及预期风险：**根据公司招股说明书，公司计划投入约 4.1 亿元用于线上线下渠道拓展及品牌推广，若效果不及预期，可能对公司收入增长拉动效果有限，并可能影响公司利润率。
- **食品安全风险：**若发生食品安全问题，将会给公司声誉带来十分恶劣的影响，进而严重影响公司的生产经营活动。

**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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>788</b>	<b>911</b>	<b>1,109</b>	<b>1,314</b>	<b>1,657</b>	<b>2,091</b>	货币资金	4	121	71	880	1,054	1,265
增长率		15.7%	21.7%	18.5%	26.1%	26.2%	应收款项	12	12	16	17	20	26
<b>主营业务成本</b>	<b>-489</b>	<b>-542</b>	<b>-648</b>	<b>-771</b>	<b>-963</b>	<b>-1,209</b>	存货	73	72	99	103	127	159
%销售收入	62.1%	59.4%	58.4%	58.6%	58.1%	57.8%	其他流动资产	190	100	245	249	252	255
<b>毛利</b>	<b>298</b>	<b>370</b>	<b>461</b>	<b>543</b>	<b>694</b>	<b>883</b>	流动资产	279	305	431	1,249	1,453	1,704
%销售收入	37.9%	40.6%	41.6%	41.4%	41.9%	42.2%	%总资产	55.7%	44.7%	50.0%	73.8%	76.3%	77.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	159	240	293	333	345	381
<b>销售费用</b>	<b>-167</b>	<b>-173</b>	<b>-192</b>	<b>-230</b>	<b>-285</b>	<b>-355</b>	%总资产	31.8%	35.2%	33.9%	19.7%	18.1%	17.4%
%销售收入	21.2%	18.9%	17.3%	17.5%	17.2%	17.0%	无形资产	57	111	111	109	107	106
<b>管理费用</b>	<b>-40</b>	<b>-36</b>	<b>-38</b>	<b>-46</b>	<b>-50</b>	<b>-59</b>	非流动资产	222	378	431	442	452	487
%销售收入	5.0%	3.9%	3.4%	3.5%	3.0%	2.8%	%总资产	44.3%	55.3%	50.0%	26.2%	23.7%	22.2%
<b>研发费用</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>资产总计</b>	<b>501</b>	<b>683</b>	<b>862</b>	<b>1,692</b>	<b>1,905</b>	<b>2,191</b>
%销售收入	0.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>80</b>	<b>145</b>	<b>213</b>	<b>246</b>	<b>333</b>	<b>436</b>	应付款项	75	78	115	108	121	152
%销售收入	10.2%	15.9%	19.2%	18.7%	20.1%	20.9%	其他流动负债	67	97	134	123	160	204
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	流动负债	142	175	250	230	281	356
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	-1.2%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	12	102	108	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	154	277	358	230	281	356
<b>投资收益</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>346</b>	<b>406</b>	<b>504</b>	<b>1,461</b>	<b>1,624</b>	<b>1,835</b>
%税前利润	5.9%	3.9%	2.6%	2.7%	2.2%	1.9%	其中：股本	70	70	70	93	93	93
<b>营业利润</b>	<b>87</b>	<b>157</b>	<b>226</b>	<b>263</b>	<b>361</b>	<b>469</b>	未分配利润	119	167	248	366	528	739
营业利润率	11.0%	17.2%	20.4%	20.0%	21.8%	22.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>501</b>	<b>683</b>	<b>862</b>	<b>1,692</b>	<b>1,905</b>	<b>2,191</b>
<b>税前利润</b>	<b>87</b>	<b>161</b>	<b>225</b>	<b>263</b>	<b>361</b>	<b>469</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	11.0%	17.7%	20.3%	20.0%	21.8%	22.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>所得税</b>	<b>-24</b>	<b>-41</b>	<b>-57</b>	<b>-66</b>	<b>-90</b>	<b>-117</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	28.3%	25.5%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.889	1.715	2.403	2.113	2.903	3.774
<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>120</b>	<b>168</b>	<b>197</b>	<b>271</b>	<b>352</b>	每股净资产	4.956	5.813	7.214	15.676	17.418	19.682
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.962	3.566	3.374	2.167	3.380	4.439
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>62</b>	<b>120</b>	<b>168</b>	<b>197</b>	<b>271</b>	<b>352</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.845	1.161	1.510
净利率	7.9%	13.2%	15.1%	15.0%	16.3%	16.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	17.93%	29.50%	33.31%	13.48%	16.67%	19.17%
							总资产收益率	12.40%	17.54%	19.49%	11.64%	14.21%	16.06%
							投入资本收益率	16.61%	26.04%	30.68%	12.61%	15.37%	17.83%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	11.22%	15.72%	21.69%	18.46%	26.12%	26.18%
							EBIT增长率	20.40%	81.08%	46.85%	15.16%	35.44%	31.02%
							净利润增长率	26.06%	92.96%	40.14%	17.23%	37.42%	30.00%
							总资产增长率	17.41%	36.43%	26.16%	96.25%	12.60%	15.02%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	1.6	3.0	3.1	3.2	3.0	3.0
							存货周转天数	51.5	48.9	48.1	49.0	48.0	48.0
							应付账款周转天数	20.1	36.1	38.7	45.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	66.3	87.5	91.5	76.0	69.5	59.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-1.22%	-29.76%	-61.39%	-76.53%	-79.58%	-81.93%
							EBIT利息保障倍数	-626.6	-451.4	-1,217.0	-24.7	-16.2	-17.3
							资产负债率	30.82%	40.53%	41.49%	13.62%	14.77%	16.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**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

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者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7GH

**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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>788</b>	<b>911</b>	<b>1,109</b>	<b>1,314</b>	<b>1,657</b>	<b>2,091</b>	货币资金	4	121	71	880	1,054	1,265
增长率		15.7%	21.7%	18.5%	26.1%	26.2%	应收款项	12	12	16	17	20	26
主营业务成本	-489	-542	-648	-771	-963	-1,209	存货	73	72	99	103	127	159
% 销售收入	62.1%	59.4%	58.4%	58.6%	58.1%	57.8%	其他流动资产	190	100	245	249	252	255
毛利	298	370	461	543	694	883	流动资产	279	305	431	1,249	1,453	1,704
% 销售收入	37.9%	40.6%	41.6%	41.4%	41.9%	42.2%	% 总资产	55.7%	44.7%	50.0%	73.8%	76.3%	77.8%
营业税金及附加	-8	-10	-14	-16	-20	-25	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	159	240	293	333	345	381
销售费用	-167	-173	-192	-230	-285	-355	% 总资产	31.8%	35.2%	33.9%	19.7%	18.1%	17.4%
% 销售收入	21.2%	18.9%	17.3%	17.5%	17.2%	17.0%	无形资产	57	111	111	109	107	106
管理费用	-40	-36	-38	-46	-50	-59	非流动资产	222	378	431	442	452	487
% 销售收入	5.0%	3.9%	3.4%	3.5%	3.0%	2.8%	% 总资产	44.3%	55.3%	50.0%	26.2%	23.7%	22.2%
研发费用	-3	-6	-4	-6	-7	-7	<b>资产总计</b>	<b>501</b>	<b>683</b>	<b>862</b>	<b>1,692</b>	<b>1,905</b>	<b>2,191</b>
% 销售收入	0.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	80	145	213	246	333	436	应付款项	75	78	115	108	121	152
% 销售收入	10.2%	15.9%	19.2%	18.7%	20.1%	20.9%	其他流动负债	67	97	134	123	160	204
财务费用	0	0	0	10	20	24	流动负债	142	175	250	230	281	356
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	-1.2%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-3	-2	0	0	0	其他长期负债	12	102	108	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	负债	154	277	358	230	281	356
投资收益	5	6	6	7	8	9	<b>普通股股东权益</b>	<b>346</b>	<b>406</b>	<b>504</b>	<b>1,461</b>	<b>1,624</b>	<b>1,835</b>
% 税前利润	5.9%	3.9%	2.6%	2.7%	2.2%	1.9%	其中：股本	70	70	70	93	93	93
营业利润	87	157	226	263	361	469	未分配利润	119	167	248	366	528	739
营业利润率	11.0%	17.2%	20.4%	20.0%	21.8%	22.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	4	-1	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>501</b>	<b>683</b>	<b>862</b>	<b>1,692</b>	<b>1,905</b>	<b>2,191</b>
税前利润	87	161	225	263	361	469	<b>比率分析</b>						
利润率	11.0%	17.7%	20.3%	20.0%	21.8%	22.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-24	-41	-57	-66	-90	-117	<b>每股指标</b>						
所得税率	28.3%	25.5%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.889	1.715	2.403	2.113	2.903	3.774
净利润	62	120	168	197	271	352	每股净资产	4.956	5.813	7.214	15.676	17.418	19.682
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.962	3.566	3.374	2.167	3.380	4.439
归属于母公司的净利润	<b>62</b>	<b>120</b>	<b>168</b>	<b>197</b>	<b>271</b>	<b>352</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.845	1.161	1.510
净利率	7.9%	13.2%	15.1%	15.0%	16.3%	16.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	17.93%	29.50%	33.31%	13.48%	16.67%	19.17%
							总资产收益率	12.40%	17.54%	19.49%	11.64%	14.21%	16.06%
							投入资本收益率	16.61%	26.04%	30.68%	12.61%	15.37%	17.83%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	11.22%	15.72%	21.69%	18.46%	26.12%	26.18%
							EBIT 增长率	20.40%	81.08%	46.85%	15.16%	35.44%	31.02%
							净利润增长率	26.06%	92.96%	40.14%	17.23%	37.42%	30.00%
							总资产增长率	17.41%	36.43%	26.16%	96.25%	12.60%	15.02%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	1.6	3.0	3.1	3.2	3.0	3.0
							存货周转天数	51.5	48.9	48.1	49.0	48.0	48.0
							应付账款周转天数	20.1	36.1	38.7	45.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	66.3	87.5	91.5	76.0	69.5	59.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-1.22%	-29.76%	-61.39%	-76.53%	-79.58%	-81.93%
							EBIT 利息保障倍数	-626.6	-451.4	-1,217.0	-25.0	-16.6	-18.2
							资产负债率	30.82%	40.53%	41.49%	13.62%	14.76%	16.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**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

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者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7GH