



Research and
Development Center

闭环供给，迭代创新

—盐津铺子(002847)首次覆盖报告

2021年01月10日

证券研究报告

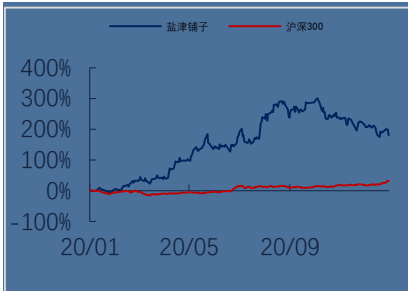
公司研究

公司深度报告

盐津铺子 (002847)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	107.20
52周内股价波动区间(元)	153.00-36.23
最近一月涨跌幅(%)	7.20
总股本(亿股)	1.29
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	138.82

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

闭环供给，迭代创新

2021年01月10日

本期内容提要：

◆**投资建议：**市场对于盐津铺子品类培育可持续性和商超散装渠道壁垒仍存在疑虑。我们认为，休闲零食万亿市场保持双位数高速增长，盐津有望充分享受多品类发展趋势的行业红利。收入端，烘焙品类持续放量，享受中短保产品收割长保的行业红利。扩品类增厚业绩的商业模式已经跑通，品类培育预计具备强可持续性。商超渠道销售额占比超 50%，店中岛模式提升坪效形成阶段性的渠道壁垒，单岛收入提振效果显著，渠道下沉和全国化扩张预计加速。自主生产模式下规模效应凸显，盈利能力位于行业前列，毛利率预计稳中有升，成本费用端有望保持下行趋势。我们预测 2020-2022 年摊薄 EPS 为 1.94、2.80、3.81 元，目标价为 154 元，对应 2021 年 55XPE，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**烘焙品类持续放量，新品培育具备强可持续性。**烘焙行业市场规模约 2500 亿元，对标日本人均消费额有近 5 倍提升空间，行业景气度极高。盐津推出烘焙中保产品充分受益行业中短保替代长保的趋势发展红利，聚焦中保散装形成差异化竞争，渠道铺设预计快于强势短保烘焙。2019 年烘焙销量为 1.6 万吨，对标 9 万吨产能仍有 4-5 倍提升空间。第三曲线果干、糖巧等新品类预计相继放量，充分享受小品类行业高速增长红利。31 鲜鱼豆腐和烘焙等品类的成功培育验证公司产品矩阵扩充能力，扩品类增厚业绩的盈利模式预计具备强可持续性。供应链端采用自主生产模式，建设 4 大生产基地辐射全国，烘焙品类毛利率由培育初期的 24% 提升至目前的 40% 以上，规模效应凸显预计推动品类毛利率持续上升，费用率预计下降，公司盈利能力有望进一步提升。

◆**商超散装渠道空间大，店中岛模式预计加速渠道下沉和全国化扩张。**商超在零食渠道占比超 50%，仍是休闲零食最大的细分销售渠道，新零售模式下电商分流的边际影响预计持续降低。盐津深耕商超十五载，在产品矩阵丰富度、消费者洞察及商超开拓经验上具备优势。2017 年公司提出店中岛营销模式，单岛收入提升约 30%-50%，经商渠道占比由 2018 年的 45% 提升至 55%，渠道提振和下沉效果显著。公司单岛坪效远高于商超平均坪效，铸就店中岛阶段性的渠道壁垒。截止 2020 年底，预计公司铺设店中岛数量达 16000 个，后续有望保持每年 5000-7000 个的开拓速度，长远中岛数量可看至 6 万个。目前中华和华中地区营收占比近 70%，经济发达但目前公司体量仍小的华东和西南地区随着渠道扩张表现亮眼，店中岛模式打造高坪效预计加速全国化扩张进程。

◆**股价催化剂：**果干、沙琪玛等新品类培育顺利；商超渠道下沉和扩张加速。

◆**风险因素：**新品类扩张不达预期；商超渠道费用增加；散装渠道竞争加剧；食品安全问题。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,108	1,399	1,983	2,620	3,264
增长率 YoY %	46.8%	26.3%	41.7%	32.1%	24.6%
归属母公司净利润(百万元)	71	128	251	363	494
增长率 YoY %	7.3%	81.6%	95.9%	44.6%	36.2%
毛利率%	39.1%	42.9%	42.5%	42.9%	43.2%
净资产收益率ROE%	11.0%	16.6%	27.1%	31.8%	34.4%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.99	1.94	2.80	3.81
市盈率 P/E(倍)	39.49	36.51	57.28	39.62	29.08
市净率 P/B(倍)	4.34	6.04	15.55	12.59	9.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 01 月 08 日收盘价

目录

1.投资逻辑.....	5
2.股权激励彰显发展信心.....	5
2.1. 凉果蜜饯起家，休闲零食自主制造第一股.....	5
2.2. 股权结构稳定，股权激励绑定利益.....	7
3.大市场高增长，烘焙长保向中短保升级.....	8
3.1. 休闲零食双位数增长，人均提升空间大.....	8
3.2. 烘焙大品类千亿市场，呈中短保替代长保趋势.....	8
3.3. 多品类发展趋势明显，商超散装亟待整合.....	9
4.多品类放量持续提振业绩.....	11
4.1. 烘焙品类持续放量，规模效应凸显毛利提升.....	11
4.2. 品类培育具备持续性，自主生产盈利能力强.....	14
5.店中岛助力渠道扩张.....	16
5.1. 直营商超树品牌标杆，店中岛模式提振收入.....	16
5.2. 聚焦商超散装差异化竞争，调性不同导致渠道选择差异.....	17
5.3. 渠道仍有广阔空间，高坪效助推店中岛下沉.....	18
6.估值与投资评级.....	19
7.风险因素.....	21

表目录

表 1: 2019 年-2020 年股权激励绑定核心人员利益.....	7
表 2: 股权激励计划业绩考核目标 预计可完成.....	7
表 3: 渠道分布向全渠道模式发展.....	10
表 4: 盐津铺子实行产品矩阵战略.....	11
表 5: 短中长烘焙类别渠道模式对比.....	13
表 6: 盐津铺子生产基地发展概况.....	15
表 7: 直营商超主导适应目前公司发展阶段.....	17
表 8: 可比公司估值表.....	20

图目录

图 1: 盐津铺子发展历程.....	6
图 2: 05-13 年持续建厂形成咸味零食为主的产品矩阵.....	6
图 3: 2015-2019 新品类相继放量.....	6
图 4: 17 年烘焙品类培育成功后销售费用率呈下降.....	6
图 5: 毛利率净利率新品培育成功后逐步回升.....	6
图 6: 张学武、张学文兄弟为公司实控人.....	7
图 7: 人均可支配收入突破一万元.....	8
图 8: 休闲食品市场空间达 12984 亿元.....	8
图 9: 面包、膨化、小品类增速处于细分行业前列.....	8
图 10: 中国休闲食品人均消费提升空间大.....	8
图 11: 烘焙行业空间约 2500 亿元.....	9
图 12: 中国烘焙类人均消费仍有极大提升空间.....	9
图 13: 主打短保产品的桃李面包市占率提升显著.....	9
图 14: 中国烘焙人均消费量持续提升.....	9
图 15: 三只松鼠坚果业务营收占比超 50%.....	10
图 16: 良品铺子品类矩阵较为均衡.....	10
图 17: 洽洽产品策略扩张坚果新品类.....	10
图 18: 来伊份实行多品类策略.....	10
图 19: 第一增长中肉制品和素食制品增速快.....	12
图 20: 烘焙类成为公司第一大品类.....	12
图 21: 烘焙类产品处于快速放量阶段.....	13
图 22: 规模效应凸显毛利率提升.....	13
图 23: 对标产能，烘焙销量仍有约 4 倍空间.....	13
图 24: 果干等新品类起量快.....	14
图 25: 小品类休闲食品行业规模大.....	14
图 26: 公司研发费用整体呈现上升趋势.....	15
图 27: 采用自主生产模式，固定资产持续提升.....	15
图 28: 公司自主生产毛利率显著高于竞争对手.....	15
图 29: 盐津铺子净利率位于行业前列.....	15
图 30: 直营商超主导，经销体系跟随.....	16

图 31: 直营渠道毛利率高	16
图 32: 休闲麻辣零食店中岛“金铺子”	16
图 33: 烘焙类店中岛“蓝宝石”	16
图 34: 超市卖场仍是休闲零食销售的主要渠道	18
图 35: 铺设店中岛后, 前三大客户收入提升显著	18
图 36: 店中岛仍有近 3-4 倍扩张上限	19
图 37: 盐津铺子坪效远高于超市平均坪效	19
图 38: 公司收入近一半在华中地区	19
图 39: 华东和其他地区营收增速快	19

1. 投资逻辑

与众不同的看法：市场对于盐津铺子品类培育可持续性和商超散装渠道壁垒仍存在疑虑。我们认为，休闲零食市场万亿市场保持双位数增长，细分品类人均提升空间大，31°鲜鱼豆腐和烘焙等品类的成功培育验证了公司品类培育的能力，扩品类增厚业绩的盈利模式已经跑通，具备强可持续性。商超渠道占据休闲零食约 50% 的渠道空间，新零售模式下商超被电商分流的边际影响在降低。散装渠道中公司具备产品矩阵丰富和渠道深耕多年的先发优势，店中岛营销模式提升坪效形成阶段性的渠道壁垒，公司目前约 70% 的营收集集中在华中和华南地区，渠道加速下沉和扩张有望超预期。自主生产模式下规模效应显著，公司盈利能力显著优于同行。“扩品类+渠道扩张+自主生产”三轮驱动，保障业绩高成长。

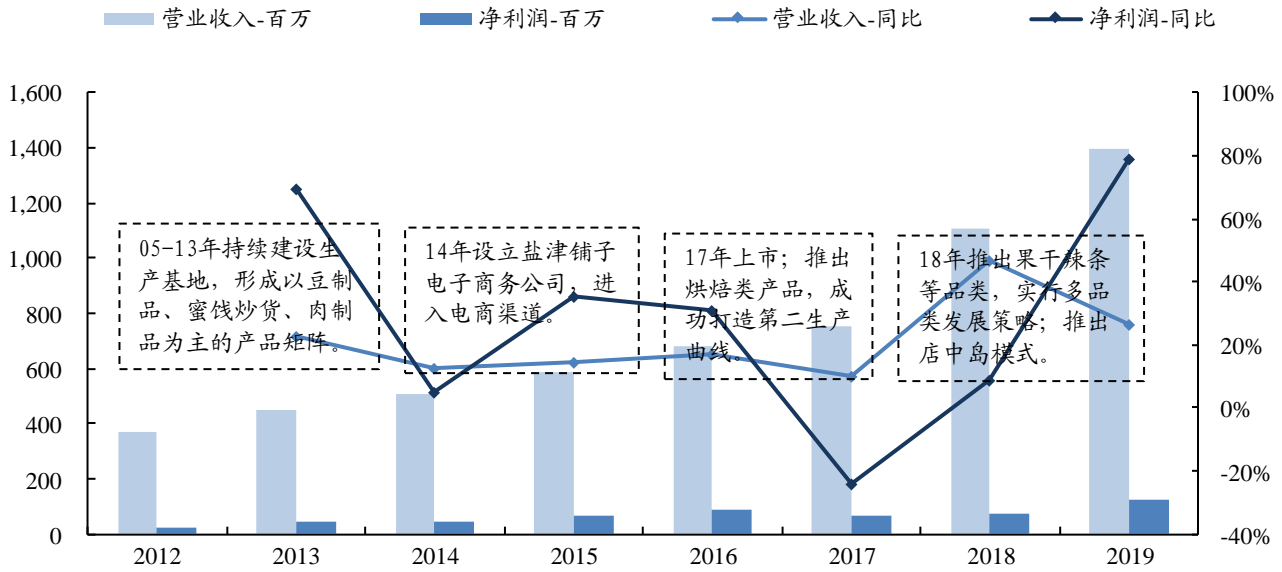
2. 股权激励彰显发展信心

2.1. 凉果蜜饯起家，休闲零食自主制造第一股

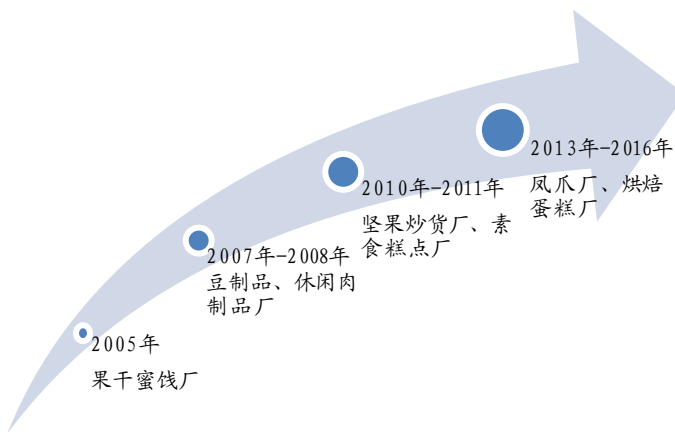
公司起源于上世纪 80 年代创始人的父亲在浏阳开设的凉果蜜饯食品店。2005 年，历练归来的张学武接手父亲的食品厂，在家乡湖南创立盐津铺子食品公司，经过十几年的产品自主研发和生产线扩张，公司于 2017 年 2 月在深交所登陆上市，被外界誉为“休闲零食自主制造第一股”。主营小品类休闲食品，打造了以“憨豆先生”烘焙品类、“盐津铺子”蜜饯炒货、豆制品、肉制品、鱼糜制品、坚果果干等为主的休闲零食产品矩阵。

2005-2016 年，凉果蜜饯起家，致力建设基地和丰富品类。2005 年，成立之初的盐津铺子在湖南建设果干蜜饯工厂，率先推出凉果蜜饯独立散装产品，填补了行业内只有包装、裸装产品的空白。接下来十余年间，公司相继建设了豆制品工厂、休闲肉制品工厂、坚果炒货工厂、凤爪厂、素食及糕点厂，打造了以豆制品、肉制品、蜜饯炒货等产品为主的休闲（咸味）零食第一曲线。2015 年，盐津铺子顺应“健康零食”的消费理念，推出“31°鲜鱼豆腐”产品，2016 年创下全国商超鱼豆腐销售第一的佳绩，推动豆制品（鱼糜制品）业务重回高速增长。

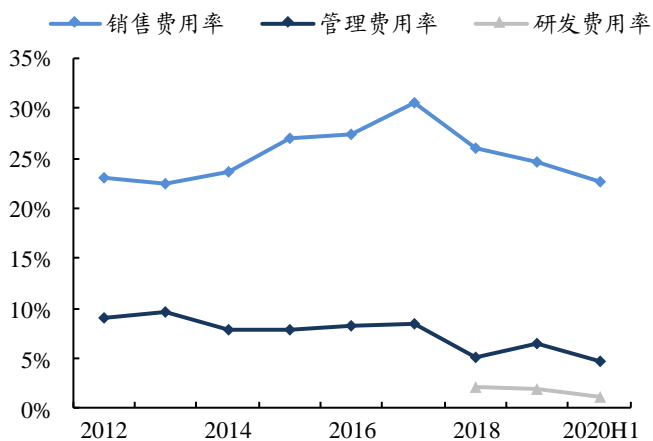
2017 年至今，强化渠道布局和扩张新品类，打造烘焙第二成长曲线。2017-2019 年，公司陆续推出烘焙（含薯片）、果干等新品类，烘焙糕点经过两年的培育跃升为公司营收第一大品类，成功打造第二成长曲线。渠道端，树立“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”的营销渠道理念，2018 年推出店中岛模式形成标杆效应，加速渠道扩张和下沉。2020 年，公司与电子商务运营商壹网壹创全面开启战略合作，同年 9 月，烘焙品类生产基地河南工厂正式投产。

图 1：盐津铺子发展历程


数据来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 2：05-13 年持续建厂形成咸味零食为主的产品矩阵


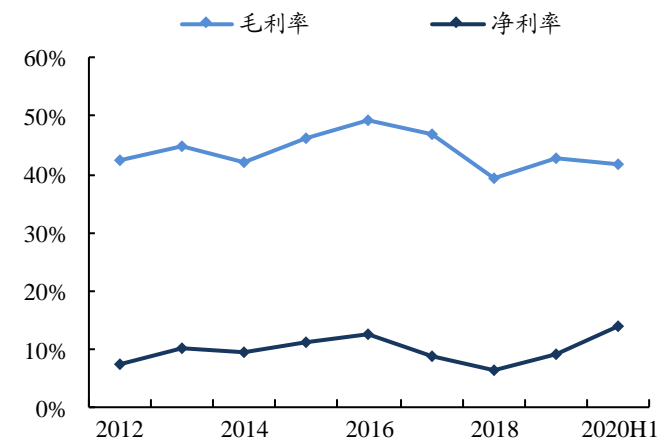
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：17 年烘焙品类培育成功后销售费用率呈下降


数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：研发费用率数据 2018 年前数据未单独列出

图 3：2015-2019 新品类相继放量


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：毛利率净利率新品培育成功后逐步回升


数据来源：Wind，信达证券研发中心

首次授予的限制性股票 第三个解除限售期 相比 2020 年, 2021 年营业收入增长率不低于 19%, 净利润增长率不低于 34.6% 若要达成业绩目标, 2021 年营收需达 17.72 亿元, 净利润需实现 1.36 亿元 40%

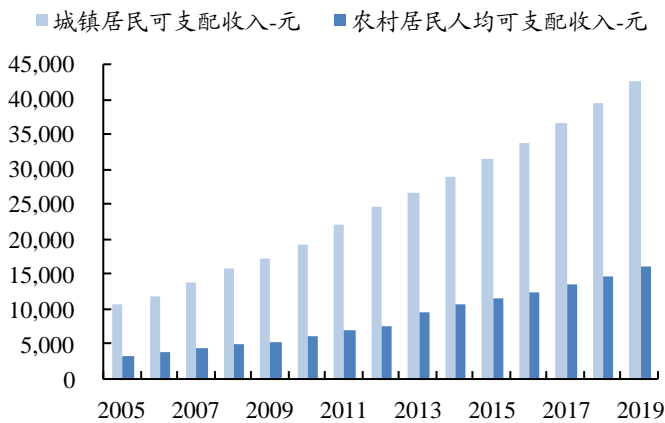
数据来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 净利润为未扣除股权激励成本前及扣非归母。公司业绩考核以 2018 年为基数年, 本表中以前一年的业绩解锁目标为基数计算后一年的业绩解锁目标。

3. 大市场高增长, 烘焙长保向中短保升级

3.1. 休闲零食双位数增长, 人均提升空间大

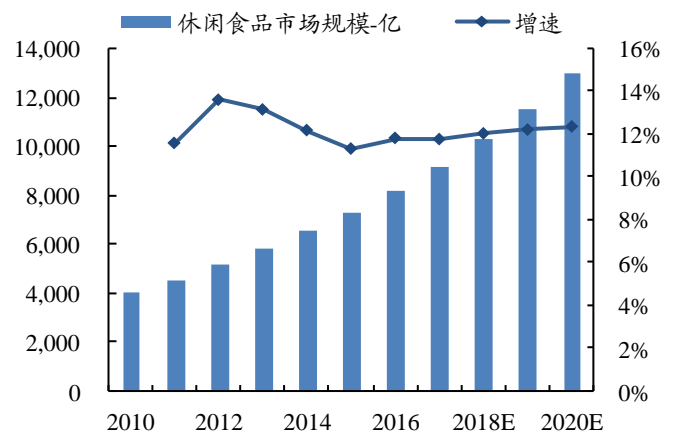
休闲食品行业万亿规模, 国内人均消费仍有较大提升空间。公司所属大行业为休闲食品, 据 Frost & Sullivan 数据显示, 预计 2020 年我国休闲食品规模将达到 12984 亿元, 近五年复合增长率达 12.05%, 行业有望充分享受居民人均消费支出提升及消费升级带来的扩容红利。中国休闲食品人均消费量和消费额分别为 2.15kg、75 元, 与中国饮食习惯较为接近的日本 (5.63kg、501.4 元) 相比, 国内休闲食品消费量仍有近 1.5 倍以上的提升空间, 行业高景气度有望持续维持。

图 7: 人均可支配收入突破一万元



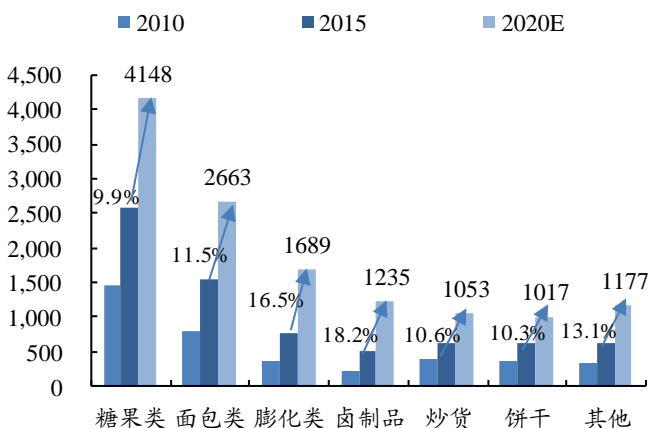
数据来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 8: 休闲食品市场空间达 12984 亿元



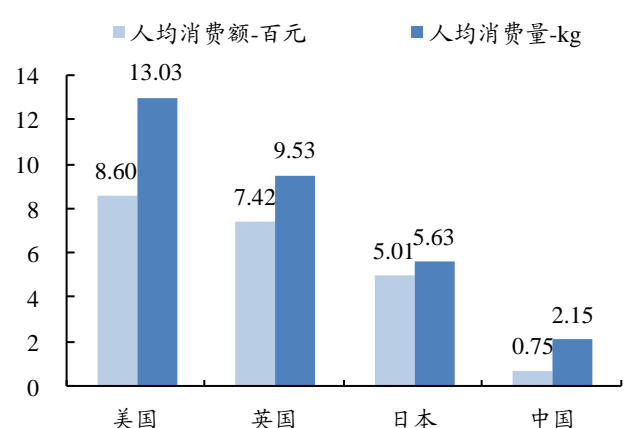
数据来源: Frost & Sullivan, 信达证券研发中心

图 9: 面包、膨化、小品类增速处于细分行业前列



数据来源: Frost & Sullivan, 信达证券研发中心 注: 单位-亿元

图 10: 中国休闲食品人均消费提升空间大



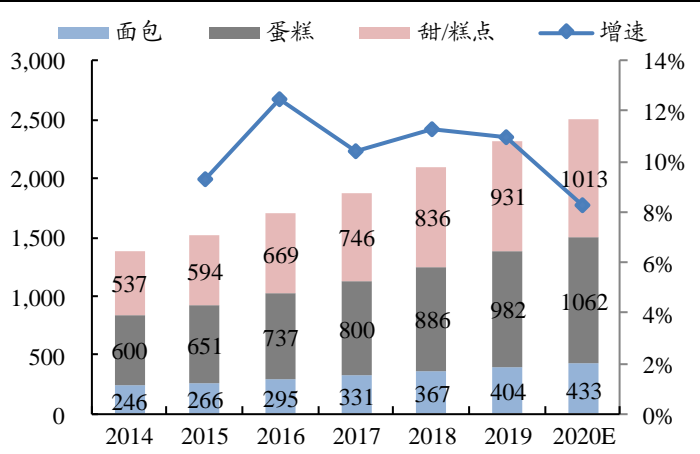
数据来源: 甘源食品招股说明书, 信达证券研发中心 注: 2015 年数据

3.2. 烘焙大品类千亿市场, 呈中短保替代长保趋势

烘焙行业高增速, 对标国际人均消费量仍有 5 倍以上的提升空间, 中短保替代长保趋势显著。观察我国烘焙市场, 据 Euromonitor 数据, 2020 烘焙市场规模有望达到 2508 亿元, 近

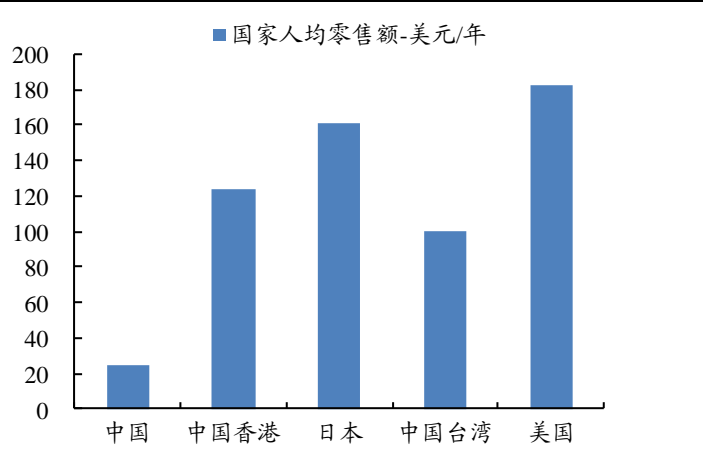
五年复合增速保持在10%以上，市场集中度低。对比饮食习惯较为接近的中国香港和日本的人均消费额，中国烘焙市场仍有5倍以上的提升空间。分产品保质期时间长短来看，在消费者对产品新鲜度和健康营养关注度提升的驱动下，中短保产品替代长保产品趋势显著。主打长保产品（保质期6个月为主）的品牌比如达利园、好丽友市占率呈现下降的趋势。主打短保产品（1-10天）如桃李面包市占率呈现逐步提升的趋势，长保龙头达利园相应推出短保产品“美焙辰”也验证行业中短保业态替代长保的趋势。

图 11: 烘焙行业空间约 2500 亿元



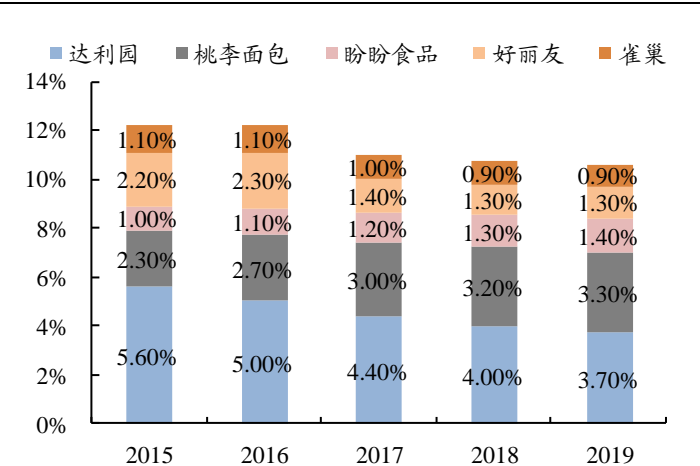
数据来源: Euromonitor, 信达证券研发中心 注: 单位-亿元

图 12: 中国烘焙类人均消费仍有极大提升空间



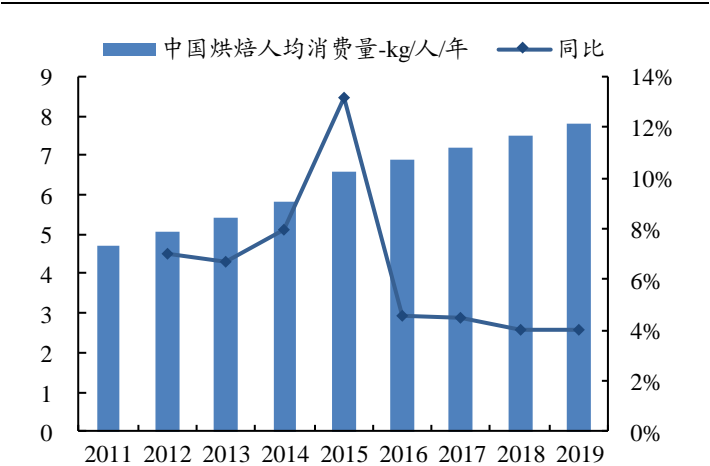
数据来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 13: 主打短保产品的桃李面包市占率提升显著



数据来源: Euromonitor, 信达证券研发中心 注: 行业 GR5 市占率

图 14: 中国烘焙人均消费量持续提升



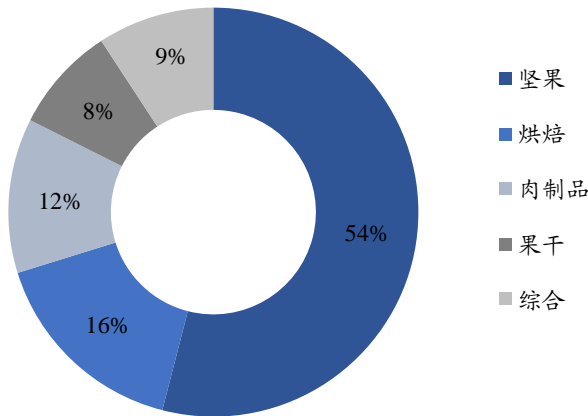
数据来源: 中国食品工业协会, 信达证券研发中心

3.3. 多品类发展趋势明显，商超散装亟待整合

行业竞争格局分散，竞争态势百花齐放，由大单品为王向多品类发展，线下探索单品牌店模式。目前我国休闲零食主要的公司包括三只松鼠、良品铺子、百草味、来伊份和公司，从产品结构上来看，各家均涉及坚果炒货、蜜饯果干、肉类零食等多品类，但产品侧重点略有不同，三只松鼠主打坚果产品，营收占比超50%，良品铺子各品类分布较为均衡；洽洽食品以瓜子业务起家，2017年推出每日坚果，聚焦炒货坚果业务，营收合计占比约86%；来伊份主打豆制品、水产品、肉制品等，与公司产品品类相似度高。盐津铺子以蜜饯、豆制品起家，2017年扩充烘焙生产线，迅速放量跃升为公司营收第一大品类。从零食龙头的产品扩张之路来看，目前行业由过去的大单品为王向产品矩阵模式发展。从渠道端来看，三只松鼠过去主要阵地在线上，目前在探索线下单品牌店模式，截止到2020H1开设投食店139家，联盟

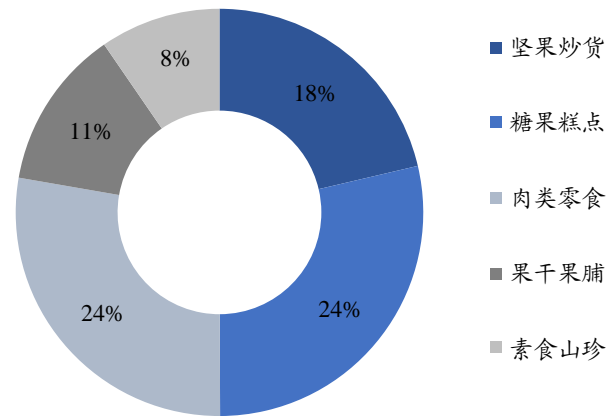
小店 478 家。良品铺子采取线上线下产品差异化打法，线下走高端化零食门店形式，截止到 2019 年，拥有门店数量 2416 家。来伊份主要辐射上海及周边地区，以线下直营门店为主，目前仅连锁门店数量为 2792 家（2019 年年报数据）。盐津铺子目前的渠道模式为“直营商超主导，经销跟随”，避开了流量争夺战激烈的线上以及行业巨头纷纷布局的品牌连锁店，在商超渠道中，定量装零食在国外零食巨头的冲击下，竞争格局整合相对充分，而零食散装区主要的厂商包括盐津铺子、徐福记、马大姐及部分地方企业，竞争格局分散，亟待整合，龙头有望持续扩大市场份额，脱颖而出。

图 15: 三只松鼠坚果业务营收占比超 50%



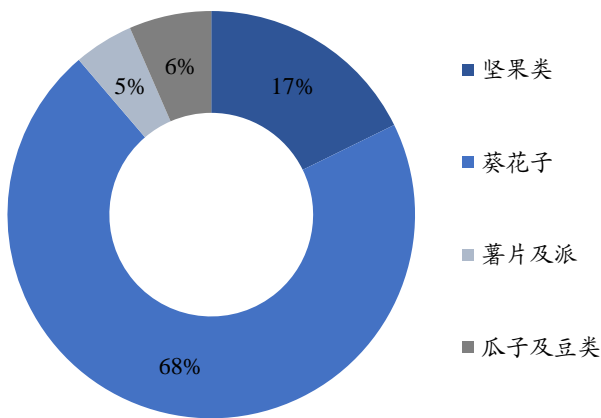
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 良品铺子品类矩阵较为均衡



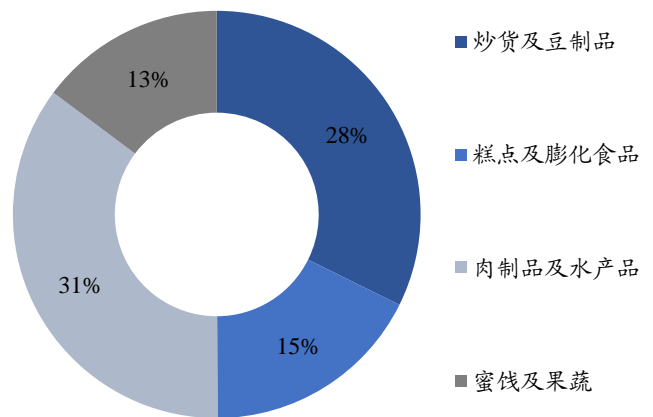
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 洽洽产品策略扩张坚果新品类



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 来伊份实行多品类策略



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

表 3: 渠道分布向全渠道模式发展

	三只松鼠	良品铺子	来伊份	洽洽食品	盐津铺子
分渠道收入占比					
直营模式	15%	19%	77%	70%	42%
加盟模式	—	30%	5%	10%	51%
电商模式	85%	48%	13%	10%	7%
其他模式	—	3%	5%	10%	—

分地区收入占比

地区	占比	占比	占比	占比	占比
华东地区	40%	7%	98%	26%	16%
华中地区	14%	33%	—	—	46%
华南地区	14%	5%	—	—	23%
西南地区	9%	5%	1%	37%	10%
华北地区	11%	—	1%	—	3%
东北地区	7%	1%	—	37%	—
西北地区	5%	—	—	—	2%

数据来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心 注：盐津铺子加盟自营渠道为 2020H1 调研估计数，洽洽直营和加盟为估计数；其他模式包括团购、特通渠道等；直营加盟模式三只松鼠、良品铺子、来伊份为品牌连锁店细分，洽洽和盐津铺子为商超等渠道细分。良品铺子地区收入占比中 49%为线上销售未列出

4. 多品类放量持续提振业绩

4.1. 烘焙品类持续放量，规模效应凸显毛利提升

烘焙品类快速发展，打造公司第二增长曲线。我们将公司的增长引擎按照品类划分为三块，以蜜饯炒货、豆制品为主的第一成长曲线，以烘焙品类为主的第二成长曲线，以果干、糖巧等持续推出的新品类为主的第三成长曲线，定量装和短保装作为储备产品。目前蜜饯炒货、豆制品培育相对成熟期，增长主要来源于新渠道增量；2017 年，公司切入烘焙品类，推出“憨豆先生”品牌，目前烘焙已发展为公司第一大品类，2020H1 营收占比 32.21%，继蜜饯、豆制品及肉制品成为拉动公司增长的第二增长曲线，正处于品类增长+渠道驱动的快速放量阶段；公司实行多品类发展策略，预计每年保持 20-30%的新品推出，新品类的放量预计有效增厚公司业绩。

表 4: 盐津铺子实行产品矩阵战略

产品类别	代表产品	产品图片		
豆干制品	31°鲜鱼豆腐			
	手撕素肉			
	多样豆干			
炒货蜜饯	瓜子仁			
	苏式话李			
	冰糖杨梅			
烘焙面包	“28 天”纯蛋糕			

乳酸菌小口袋面包

“憨豆先生 58 天”吐司



“菓甄”热带芒果干

果干、鱼肠等

“小新王子”面筋

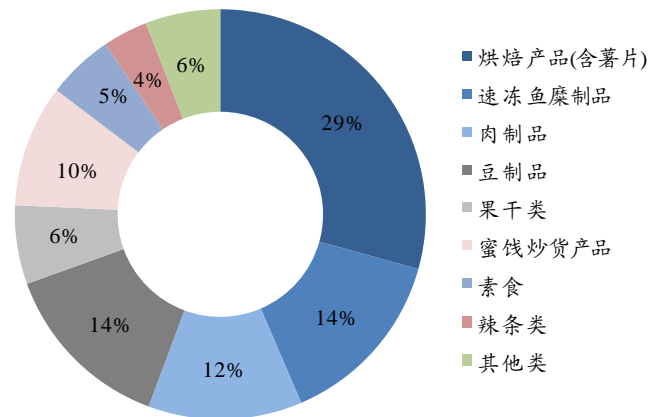
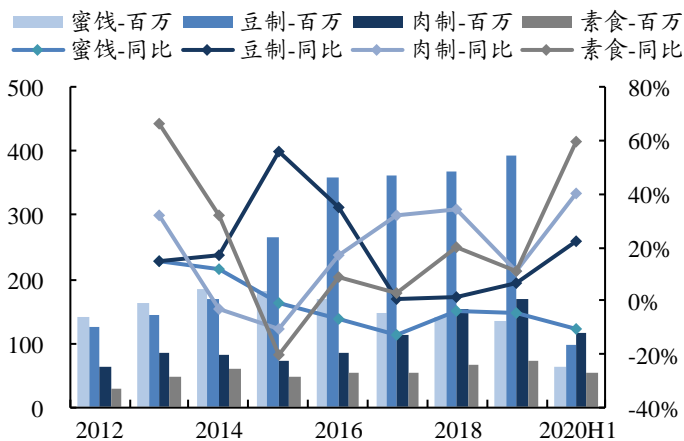
鱼肠



数据来源：天猫超市、京东自营店，信达证券研发中心

图 19：第一增长中肉制品和素食制品增速快

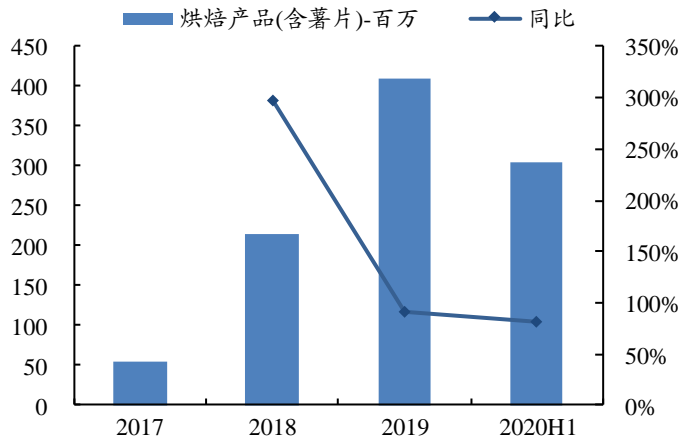
图 20：烘焙类成为公司第一大品类



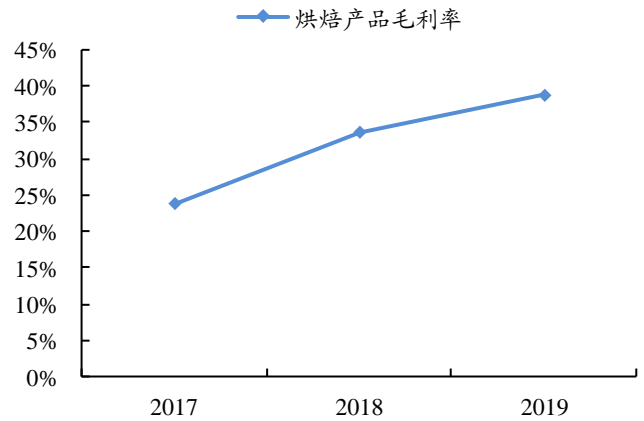
数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：蜜饯为蜜饯炒货，豆制品包括鱼糜制品

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：2019 年报数据

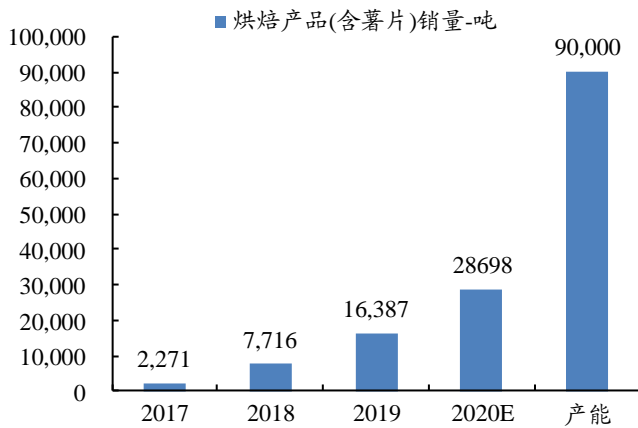
推出中保烘焙产品错位竞争，规模效应显著毛利率仍有提升空间。公司推出的中保烘焙产品包括吐司、软心棒、蒸蛋糕等，以时间定义烘焙，58 天的保质期最大限度接近 7 天的口感，相较于达利园、盼盼等主打长保面包的品牌，公司产品在口味上更加符合消费者追求健康新鲜口感的消费需求。而短保产品对供应链体系及终端周转率要求相对较高且多数为定量装，赋予了中保散装产品发展窗口期。公司产品适应零食和代餐的消费场景，与短保产品错位竞争，易于保存和运输，渠道端能够更快实现大范围的铺设，有望充分享受中短保产品收割长保产品的空间红利。2020 年，主要生产烘焙品类的河南基地正式投产，进一步扩充沙琪玛、米饼等品类，丰盈“蓝宝石”店中岛，新品持续推出和渠道扩张助推下，预计公司烘焙品类将持续保持快速增长。2020H1,烘焙品类实现营收 3.04 亿元，毛利率逐步提升到 40%左右，规模效应初现，目前公司烘焙拥有约 6 万吨的产能（仅湖南基地），随着产能的逐步释放，预计毛利率仍有提升空间。

图 21: 烘焙类产品处于快速放量阶段


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 规模效应凸显毛利率提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 对标产能, 烘焙销量仍有约 4 倍空间


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2020 年为估计数

表 5: 短中长烘焙类别渠道模式对比

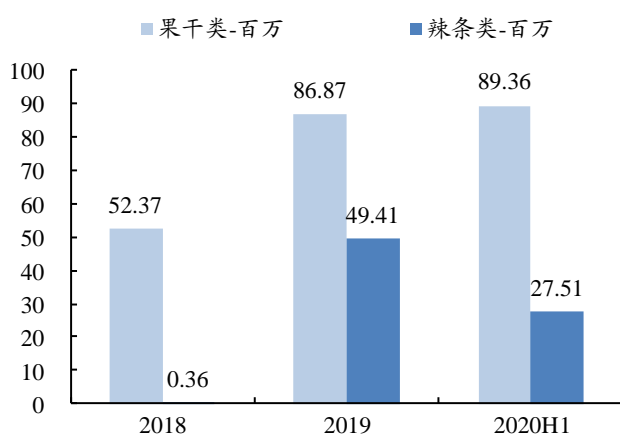
类别	保质期	消费属性	生产模式	渠道	参与企业
长保	6 个月	休闲零食为主	中央工厂+批发	直营或经销模式通过 KA、便利店等销售	达利园、盼盼、三辉麦风
中保	30-90 天为主	兼具代餐和零食功能	中央工厂+批发	直营或经销模式通过 KA、便利店等销售	港荣食品、憨豆先生、小白心里软
			代工+电商/品牌店	主要通过线上和连锁零食品牌店销售	三只松鼠、良品铺子
短保	3-10 天为主	主食为主, 休闲零食为辅	中央工厂+批发	直营或经销模式通过 KA、便利店等销售	桃李面包、曼可顿、美焙辰
烘焙店	1-5 天为主	主食为主	中央工厂/半成品/前店后厂+门店	连锁品牌终端门店销售	克里斯汀、面包新语、好利来

数据来源: 中商产业研究院, 信达证券研发中心

4.2. 品类培育具备持续性，自主生产盈利能力强

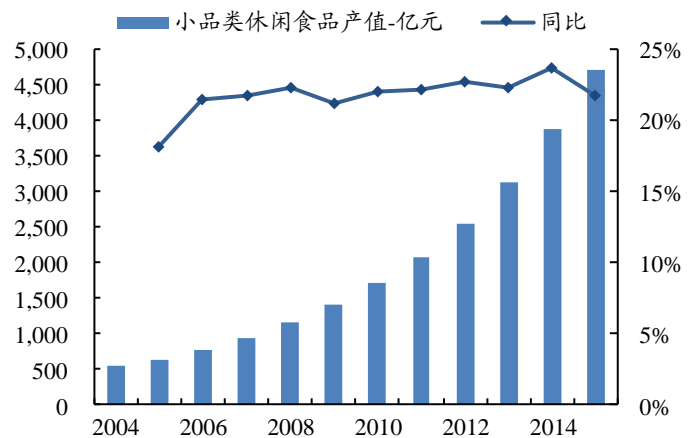
果干等品类培育期增速表现亮眼，糖巧品类将持续推出。2017 年公司着手建设广西热带水果、坚果等生产基地，并在越南、泰国等地收购原材料于广西加工生产出售。2018 年，公司推出果干产品，随着消费群体对于零食的健康性及多样性追求的提升，果干行业预计保持高速发展，公司主打商超散装模式方便一站式选购多种果干。2019 年，公司果干业务实现营收 8687 万元，同比增长 66%，凭借自主制造供应链端和商超散装渠道端的优势，果干坚果业务有望获得进一步规模化发展。糖巧千亿大市场，空间极大，公司后续预计将逐步推出糖巧新品类，暂时将和烘焙共同组成第二个店中岛，在品类矩阵和渠道扩张助推下，预计也将放量提升业绩。公司对于新品类开发的精准把控在烘焙品类的快速发展中得以验证，果干、布丁等业务培育初期显露锋芒，多品类发展策略下，新品的持续推出有望成为拉动公司业绩的第三增长端。

图 24: 果干等新品类起量快



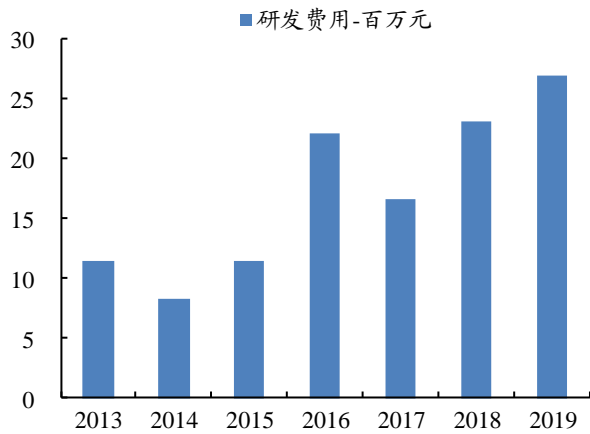
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 小品类休闲食品行业规模大

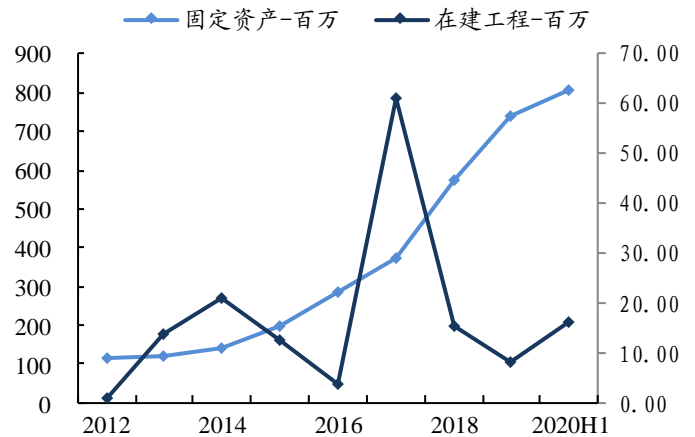


数据来源: 《中国传统特色小品类休闲食品行业发展现状及趋势研究》, 信达证券研发中心 注: 2015E 为预测数据, 小品类主要包括坚果炒货, 熟制休闲豆制品, 休闲素食蔬果(含干制蔬果和湿制蔬果), 肉干肉脯, 果脯蜜饯等

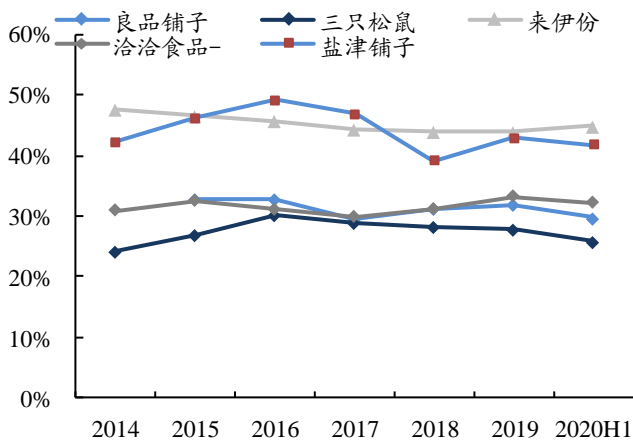
品类培育能力强，自主生产下品类具备规模效应，品类扩张增业绩的商业模式已经走通，具备强可持续性。鱼豆腐、烘焙等新品类的业绩快速增长表明公司具备强新品类培育能力，这是由公司内部的基因所决定的，具备可持续性。短期来看，烘焙、坚果果干、糖巧等品类尚处于高增速状态；长期来看，公司持续加码研发，多品类下单品试错成本低，叠加小品类休闲食品空间大增速快，品类扩张和深耕仍具有大空间。公司渠道端采取店中岛模式，店中岛类似于小门店，相比散装缸装具备更大的品类自主调控权，新品类可借助现有渠道迅速起量，也可实现更快的新老产品迭代。公司采取“自主生产”的供应模式，产品质量管控具备优势，品类深耕规模化效应明显，盈利能力显著高于行业竞争对手。2020 年 9 月，河南漯河生产基地开始投产，计划烘焙年产能 3 万吨，有望开启北方市场开拓新征程。我们认为，公司经过约 15 年的投资建厂和生产线建设，品类丰富度和质量管控在商超渠道中具备优势，“实验工厂”新品培育方式成熟，产品矩阵扩充增厚业绩商业模式已经走通。

图 26: 公司研发费用整体呈现上升趋势


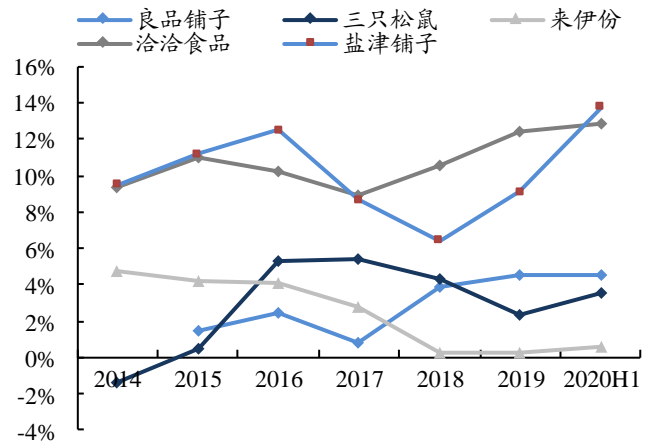
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 采用自主生产模式, 固定资产持续提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2014、2017 年在建工程较高分别是因为鱼制品车间及广西生产基地建设

图 28: 公司自主生产毛利率显著高于竞争对手


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 良品铺子 (OEM)、三只松鼠 (OEM)、来伊份 (OEM+直营)、盐津铺子 (ODM)

图 29: 盐津铺子净利率位于行业前列


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2017 年净利率较低主要为新品培育导致费用投放增加+毛利率低

表 6: 盐津铺子生产基地发展概况

	湖南浏阳生产基地	江西修水生产基地	广西凭祥生产基地	河南漯河生产基地
建造时间	2005 年	2014 年	2017 年	2019 年
占地面积	340 余亩	230 亩 (二期合并)	90.83 亩 (一期)	260 亩 (二期合计)
主要产品	“憨豆 58 天鲜”烘焙系列、传统蜜饯系列、青豌豆、凤爪等干杂系列	豆制品: “31°鲜”豆腐、传统豆干、素肉、鱼肠等系列	菓甄“果干”、“果糕”系列 芒速冻榴莲肉产品及海洋产品	烘焙 (含薯片)、沙琪玛、台湾米饼等系列产品
基地优势	祖传盐津工艺完美传承	江西修水县水质优越, 环境适合豆制品生产	水果原材料实现当地直采, 产品新鲜美味	漯河产业链集群良好, 利于公司打入北方市场
生产线情况	目前共部署 17 条国内先进的智能制造生产线, 薯片日产能可达 20 吨。	2018 年新建鱼肠生产线, 2019 年辣条生产线实现自动化升级	2019 年技改升级, 实现了芒果制品自动包装	2020 年拟建 8 余条烘焙生产线, 于 2020.9 月正式投产

年产能/年收入

6万吨（仅烘焙），

2.2万吨

2亿元

3万吨

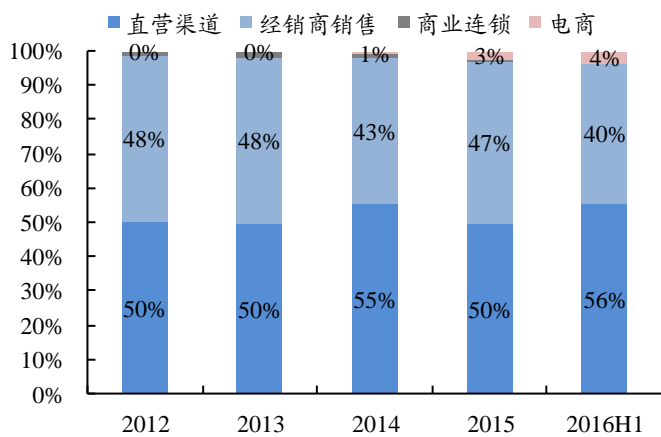
数据来源：公司官网，Wind，信达证券研发中心

5. 店中岛助力渠道扩张

5.1. 直营商超树品牌标杆，店中岛模式提振收入

直营商超主导，店中岛树样板单岛收入提振 30%-50%，经销渠道下沉效果显著。公司采取“直营商超树标杆、经销渠道全面发展，新零售跟进覆盖”的营销网络发展理念，其中，直营渠道通常由公司直接将产品直接供给大型商超进行销售，2019 年该渠道收入占比 45%左右，合作的 KA 门店 2000 余家，包括沃尔玛、步步高、华润万家等大型商超。2017 年，公司推出店中岛形式，在核心 KA 门店中导入“金铺子”中式零食店中岛及“蓝宝石”烘焙店中岛，突出了“盐津铺子”的品牌形象，方便消费者的一站式购买。据调研了解，公司推出店中岛模式后，相较于陈列在散装区域，单店提振显著，同比增长约 30-50%。经销渠道 2019 营收占比 55%，相比 2018 年的 45%提升显著，目前一级经销商数目 1000 个左右，店中岛树样板模式助力公司渠道扩张下沉效果显著。公司曾通过子公司盐津商业连锁试水连锁门店渠道，但基于渠道战略上的考量，目前已完全停止该渠道。电商渠道上，2014 年公司开设线上官方旗舰店，2017 年，电商渠道曾实现收入占比 17%，但由于线上流量红利逐步退去，流量获取成本与经营产出投效比低，2019 年公司对电商渠道进行调整，主要发挥品牌推广、新品测试及精准数据分析的功效，目前电商+定量装合计占比约 15%。2020 年公司携手壹网壹创深度合作，预计重回增长轨道，未来电商+定量装预计营收占比将提升至 30%左右。

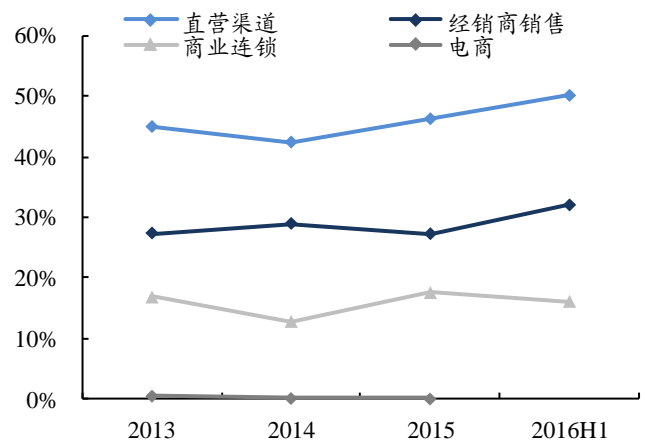
图 30：直营商超主导，经销体系跟随



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 32：休闲麻辣零食店中岛“金铺子”

图 31：直营渠道毛利率高



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 33：烘焙类店中岛“蓝宝石”



数据来源：Wind，信达证券研发中心



数据来源：Wind，信达证券研发中心

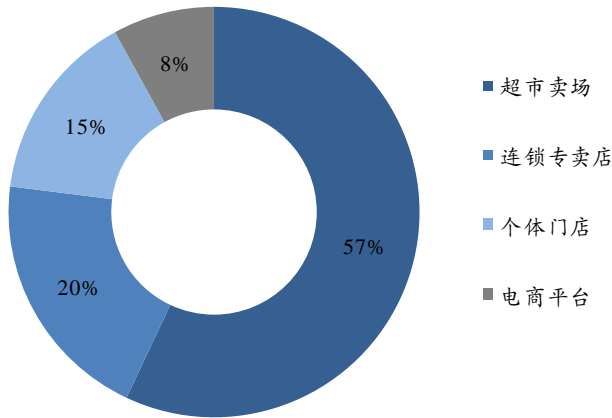
表 7：直营商超主导适应目前公司发展阶段

渠道类型	合作对象及形式	发展现状	渠道优劣势
直营商超	沃尔玛、家乐福、华润万家、步步高大型商超 通常 8 折左右供货	进入 2000 余家大卖场，渠道收入占比线下营收 2018 约为 55%，2019 约 45%，2020 约为 35%	市场嗅觉敏锐： 针对终端消费者需求快速反应 市场扩张福利： 随连锁商场卖场增设拓宽渠道 渠道投放费用高： 通常由公司承担驻场人员、店中岛布置等费用，大型商超进场费高。
经销渠道	部分大型商超、地区性中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场 通常 6 折左右供货	拥有 1000 家经销商，渠道收入占比线下营收持续提升，2018 约 45%，2019 约占 55%，2020 年约为 65%	完善市场覆盖： 填补高端渠道外的市场份额 实现高效管理： 规范产品市场竞争和渠道管理
电商渠道	天猫、京东、一号店等电商平台→线上旗舰店	2019 年营收占比约 7%，目前发展品项在调整，后续将聚焦	新品培育试水： 培育 31 度鲜鱼豆腐 精准数据分析： 收集数据进行消费者行为分析 运营投放费效比高： 流量获取成本高。
连锁渠道	自营连锁及特许加盟连锁	曾试水，2015 年战略性放弃	品牌效应好： 门店是最直接的品牌宣传方式。 对 SKU 丰富度、品牌力、门店运营要求高。

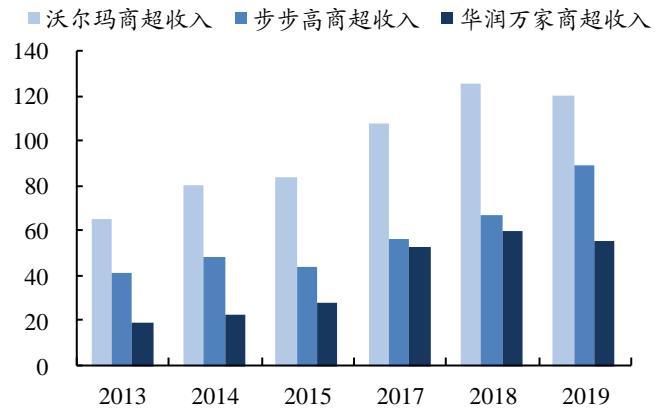
数据来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

5.2. 聚焦商超散装差异化竞争，调性不同导致渠道选择差异

商超仍是休闲零食销售的主要渠道，公司聚焦商超散装，相比老牌散装品牌，产品的创新度及市场灵敏度具备优势，与强势定量装品牌差异化竞争。公司目前产品聚焦散装，相比于定量装被诸如百事等全球零售巨头所占据，格局较为稳定，散装区的主要竞争者为徐福记、港荣、马大姐等老牌零食或是地方品牌企业，公司作为新兴零食企业，产品的创新度以及市场灵敏度上具备优势，店中岛模式最直接的竞争对手徐福记主营糖果、果冻布丁等糖点休闲食品，产品细分上差异化明显。零售渠道端，商超和大卖场占比有所下降但仍为休闲零食最主要的购买渠道，占比超过 50%。公司采用散装直营商超树标杆扬品牌的模式进行渠道的渗透，主要优势在于 1) 由于散装售价通常比定量装低，全球零售巨头对于散装关注度不高，主要竞争对手是地方品牌，散装中式零食处于整合阶段，竞争态势相对缓和，公司在散装品牌化和品类丰富度上具备优势。2) 商超目前仍是休闲零食零售最大的渠道，大型商超客流量资源丰富，进入门槛相对较高；公司深耕商超散装渠道多年，具备先发进入优势。店中岛模式极大促进品牌力的提升，树标杆效应显著，助推渠道端的下沉和定量装的推出。

图 34: 超市卖场仍是休闲零食销售的主要渠道


数据来源: Mob 研究院, 信达证券研发中心 注: 2018 年休闲零食主要渠道占比

图 35: 铺设店中岛后, 前三大客户收入提升显著


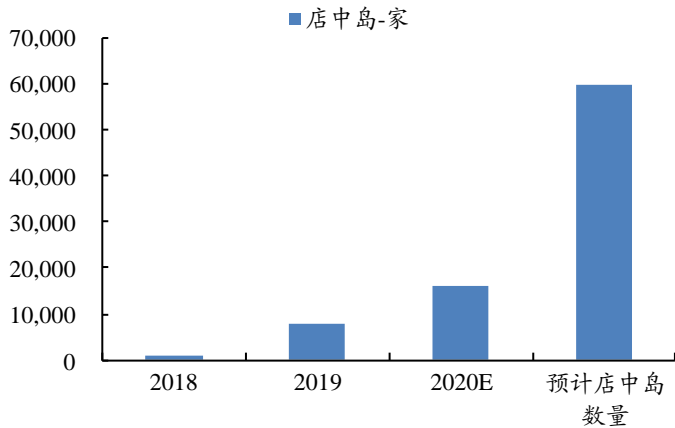
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 单位-百万元

公司调性不同导致渠道选择差异, 预计良品、三只松鼠等企业会在既定的渠道继续深耕。对于其他竞品(同为休闲食品企业的良品铺子、三只松鼠、百草味等)会不会介入店中岛渠道加剧竞争, 我们认为休闲零食主流参与者会在其既定的渠道继续深耕, 突然转向开拓商超渠道店中岛模式不符合其发展长远利益。对比良品铺子等主要为 OEM 的企业, 其主要优势在于 Sku 品类多以及具备较高的品牌知名度, 线下渠道相比较盐津更能支撑连锁品牌门店的形式, 介入中小型商超散装渠道一方面会削弱其品牌效应, 另一方面商超渠道和连锁店存在部分利益冲突。洽洽、达利等原本深耕商超渠道的企业, 产品主要聚焦在定量装, 公司散装与其形成差异化竞争。

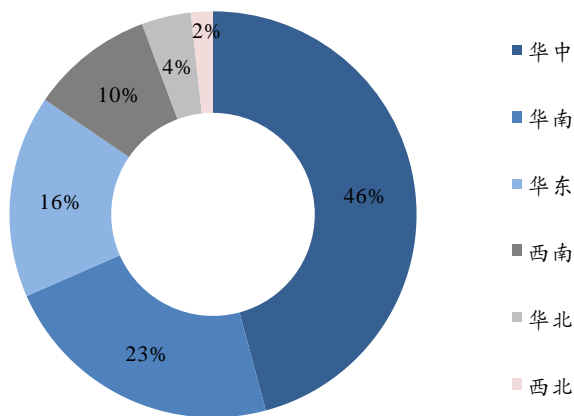
5.3. 渠道仍有广阔空间, 高坪效助推店中岛下沉

商超渠道空间仍广阔, 高坪效助推下店中岛扩张有望加速。目前公司收入主要集中在华中和华南地区, 合计营收占比约 70%, 全国化进程扩张空间仍大。据调研了解, 公司目前单岛营收(终端含税销售额)约为 20 万/年, 单岛坪效高于超市的平均坪效(约 1000 元/月), 原因在于产品品类相较地方品牌齐全, 中岛一站式购买下产品动销能够支撑相对高的坪效。其次品类供应丰富便于商超端零售管理, 入驻商超优势显著, 公司深耕商超多年, 前五大直营商超客户营收整体呈现上升趋势。截止到 2019 年底, 公司店中岛数量约 8000 多个(其中约 2000 多个直营), 投放节奏控制在 6000-7000 个/年, 预计 2020 年底店中岛数量达 16000 个, 进入商超 80% 以上仍为单岛门店。长期来看, 公司提出“双岛是基础, 推广是核心竞争力”, 明确“开好店、投双岛、投大岛”的发展策略, 目前国内 KA 类商超及 B 类大店数量约为 20000 家, 若全部铺设双岛或者三岛, 长远店中岛铺设目标可看至 60000 个; 因而在店中岛的高坪效下, 中岛铺设仍有较大空间, 将有效带动公司增长。

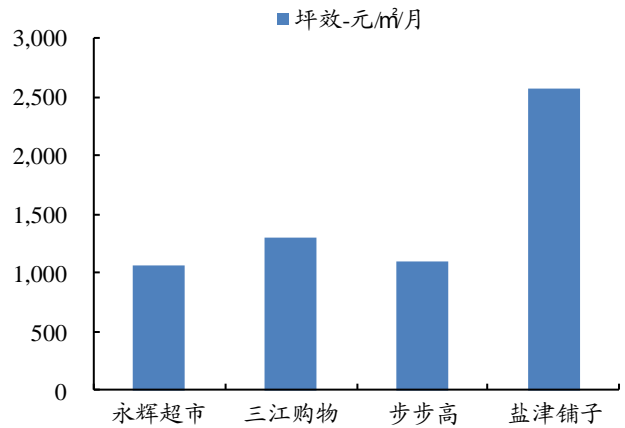
我们认为, 店中岛作为渠道终端的一种营销模式(方便一站式购买), 本身不具备强进入壁垒, 但与公司丰富的产品矩阵的配合下, 产生了坪效的正反馈效应, 由于散装休闲零食在商超的货架有限, 从而形成公司在散装渠道的阶段性的壁垒。其次, 休闲零食商超散装渠道空间大(商超占比 50% 以上), 竞争对手主要为一些老牌和地方企业, 格局分散, 渠道亟待整合。公司在产品的丰富度和培育上及消费者需求的捕捉上具备优势, 散装渠道深耕和扩张上仍大有可为。

图 36: 店中岛仍有近 3-4 倍扩张上限


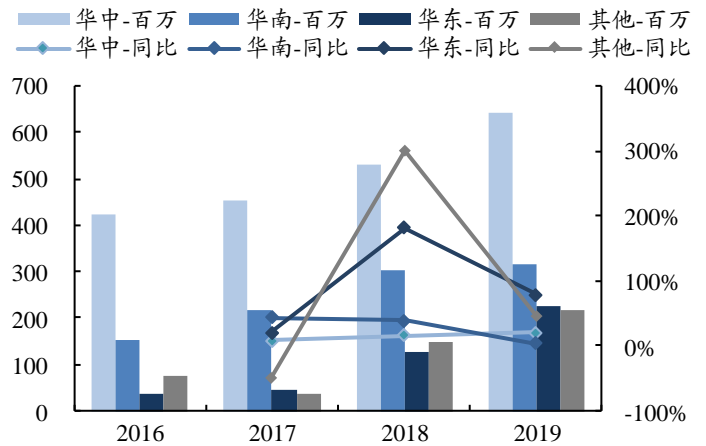
数据来源: 公司调研, 信达证券研发中心 注: 数据为调研估计数, 预计 2020 年中岛数量达 16000 个。

图 38: 公司收入近一半在华中地区


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 37: 盐津铺子坪效远高于超市平均坪效


数据来源: 联商网大数据研究中心, 信达证券研发中心 注: 盐津铺子为调研估计数, 按照单岛 20 万/年, 岛的规格为 1.8m*3.6m

图 39: 华东和其他地区营收增速快


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 其他包括西南、华北、西北

6. 估值与投资评级

估值假设

收入端: 假设 2020-2022 年收入分别保持 45%、30%、22% 的增长。将品类发展划分为三大类, 培育较为成熟的蜜饯炒货、豆制品 (鱼糜制品)、肉制品等品类, 主要受益于店中岛渠道的增量、培育成功初期快速放量的烘焙 (包含薯片、沙琪玛等) 品类、正处于培育阶段的果干、糖巧等品类, 糖巧目前主要放在烘焙岛上售卖。烘焙品类培育成功初期, 预计持续放量, 对照烘焙产能情况, 假设 2020-2022 年分别保持 75%、50%、35% 的收入增速, 速冻鱼糜制品受益于产品矩阵战略, 假设 2020-2022 年分别保持 50%、25%、15% 的收入增速。肉制品受益鱼制品和禽类制品增速快, 假设 2020-2022 年分别保持 30%、20%、10% 的收入增速。豆制品随着产品升级及渠道扩张, 预计收入下降幅度收窄, 假设 2020-2022 年分别保持 3%、4%、5% 的收入增长。蜜饯炒货趋于成熟, 预计 2020-2022 收入分别保持 0%、2%、5% 的增长。素食由于魔芋爽、藕片等产品放量, 假设 2020-2022 年分别保持 30%、20%、10% 的收入增长。果干类品类培育期基数小, 市场空间大成长性强, 假设 2020-2022 年分别保持 50%、40%、30% 的收入增长。

成本费用端: 预计 2020-2022 年各品类毛利率大体保持稳中有升, 费用率保持逐步下降趋势。

随着品类培育成功，规模优势下预计单品类毛利率稳步上升，假设烘焙类毛利率 2020-2022 年为 40%、41.5%、43%，综合毛利率为 42.55%、42.89%、43.24%。销售费用率和管理费用率呈下降趋势。假设 2020-2022 年销售费用率分别为 22.2%、21.2%、20.2%，管理费用率为分别为 5.3%、5.1%、4.9%。

收入端受益于产品矩阵扩充及店中岛模式提振收入保持高速增长，预计 2020-2022 年营业收入分别为 19.8、26.2、32.6 亿元；净利润端，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.51、3.63、4.94 亿元，公司自主生产具备规模优势，费用率稳中有降，预计 2022 年净利率提升至 15%。

PE 估值

我们选取 7 家 A 股休闲零食企业作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PE 为 42X，PEG 为 2.2，考虑到盐津铺子体量小，品类培育处于高速放量阶段，店中岛模式下，渠道下沉和扩张预计加速，给予盐津铺子 2021 年 55XPE，对应市值 200 亿元。

PS 估值

我们选取 7 家 A 股休闲零食企业作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PS 为 4.4X，考虑到盐津铺子为自主生产，规模效应显著，盈利能力处于行业前列，给予盐津铺子 2021 年 7.5XPS 估值，对应市值 196 亿元。

表 8: 可比公司估值表

2020/01/08	总市值- 亿元	EPS			CAGR		PE			PEG		PS	
		19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E	19A	2020E	2021E		
绝味食品	546	1.32	1.31	1.73	15%	68	69	52	3.6	10.6	10.0	8.4	
煌上煌	120	0.43	0.52	0.66	24%	54	45	35	1.5	5.7	4.8	4.0	
良品铺子	247	0.85	0.85	1.15	17%	73	72	53	3.2	3.2	3.0	2.5	
三只松鼠	164	0.60	0.64	0.87	21%	69	64	47	2.3	1.6	1.4	1.1	
洽洽食品	317	1.19	1.51	1.80	23%	53	41	35	1.5	6.6	5.7	4.9	
甘源食品	73	1.80	2.21	2.77	24%	43	35	28	1.2	6.6	5.6	4.5	
华文食品	62	0.30	0.32	0.36	10%	53	49	43	4.3	7.0	6.4	5.7	
平均					19%	59	54	42	2.2	5.9	5.3	4.4	
盐津铺子	139	0.99	1.94	2.80	68%	108	55	38	0.6	9.9	7.0	5.3	

数据来源: Wind, 信达证券研究中心 注: 盐津铺子数据来源于信达证券研发中心预测, 可比公司的数据来源于 Wind 的一致估计数据。
更新日期为 2021 年 1 月 8 日

综合 PE 和 PS 估值，我们给予公司合理市值 200 亿元，目标价格 154 元。

市场对于盐津铺子品类培育可持续性和商超散装渠道壁垒仍存在疑虑。我们认为，休闲零食市场保持双位数增长，细分品类人均提升空间大，31°鲜鱼豆腐和烘焙等品类的成功培育验证了公司品类培育的能力，多品类增厚业绩的盈利模式已经跑通。商超渠道仍占据休闲零食约一半的零售额，新零售模式下商超被电商分流的边际影响在降低。散装渠道中公司具备产品矩阵丰富和渠道深耕多年的先发优势，店中岛营销模式提升坪效形成阶段性的渠道壁垒，公司目前 70% 的营收集中在华中和华南地区，渠道加速下沉和扩张可期。自主生产模式下规

模效应显著，公司盈利能力显著优于同行。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.94、2.80、3.81 元，目标价为 154 元，对应 2021 年 55XPE，给予“买入”评级。

7. 风险因素

烘焙品类增长不达预期。公司目前品类端的增长主要来源于烘焙产品的增长，若其扩张不足预期，将对公司业绩产生直接影响。

商超渠道费用增长。若是商超散装渠道竞争加剧，从而导致商超渠道投放费用大幅增加，将对公司利润造成影响。

食品安全事故。公司为休闲零食企业，若发生食品安全事故将对盐津铺子品牌造成不利影响。

附：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	462	660	759	967	1,158	
货币资金	101	122	9	-11	-49	
应收票据	0	27	38	51	63	
应收账款	89	129	183	242	301	
预付账款	32	50	72	94	116	
存货	197	292	415	546	676	
其他	44	40	42	46	51	
非流动资产	697	1,000	1,244	1,635	2,023	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	575	740	925	1,253	1,578	
无形资产	93	138	197	260	323	
其他	29	122	122	122	122	
资产总计	1,159	1,660	2,003	2,602	3,181	
流动负债	497	862	1,055	1,438	1,722	
短期借款	185	348	324	477	532	
应付票据	22	50	71	93	115	
应付账款	165	207	295	388	480	
其他	125	256	365	480	595	
非流动负债	18	19	19	19	19	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	18	19	19	19	19	
负债合计	515	881	1,074	1,456	1,741	
少数股东权益	3	6	5	4	3	
归属母公司股东权益	641	773	924	1,141	1,438	
负债和股东权益	1,159	1,660	2,003	2,602	3,181	

重要财务指标

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	1,108	1,399	1,983	2,620	3,264	
同比(%)	46.8%	26.3%	41.7%	32.1%	24.6%	
归属母公司净利润	71	128	251	363	494	
同比(%)	7.3%	81.6%	95.9%	44.6%	36.2%	
毛利率(%)	39.1%	42.9%	42.5%	42.9%	43.2%	
ROE%	11.0%	16.6%	27.1%	31.8%	34.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.99	1.94	2.80	3.81	
P/E	39.49	36.51	57.28	39.62	29.08	
P/B	4.34	6.04	15.55	12.59	9.99	
EV/EBITDA	30.45	25.90	50.77	37.54	27.36	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	1,108	1,399	1,983	2,620	3,264	
营业成本	674	799	1,139	1,496	1,852	
营业税金及附加	13	13	17	23	28	
销售费用	288	344	440	555	659	
管理费用	57	91	109	139	166	
研发费用	23	27	34	42	51	
财务费用	7	13	18	23	29	
减值损失合计	7	-1	0	0	0	
投资净收益	-1	0	0	0	0	
其他	24	26	37	37	37	
营业利润	75	138	262	379	516	
营业外收支	0	1	3	3	3	
利润总额	75	139	264	382	518	
所得税	4	11	15	20	26	
净利润	71	128	250	361	492	
少数股东损益	1	0	-1	-1	-2	
归属母公司净利润	71	128	251	363	494	
EBITDA	90	188	287	392	542	
EPS(当年)(元)	0.54	0.99	1.94	2.80	3.81	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	155	184	316	411	554	
净利润	71	128	250	361	492	
折旧摊销	38	62	43	28	35	
财务费用	9	14	19	23	28	
投资损失	1	0	0	0	0	
营运资金变动	28	-21	6	1	1	
其它	8	3	-3	-3	-3	
投资活动现金流	-163	-342	-285	-416	-421	
资本支出	-221	-350	-285	-416	-421	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	58	8	0	0	0	
筹资活动现金流	37	158	-144	-15	-171	
吸收投资	0	64	0	0	0	
借款	75	133	-24	153	55	
支付利息或股息	-36	-40	-119	-168	-226	
现金流净增加额	30	0	-113	-21	-38	

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。