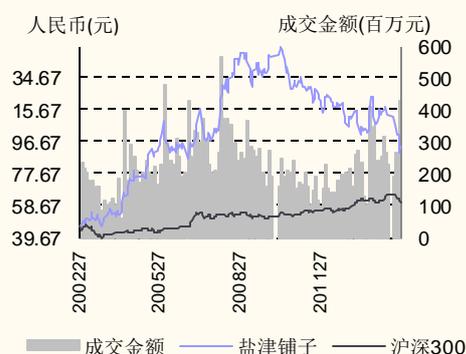


市场价格 (人民币): 113.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.29
已上市流通 A 股(亿股)	1.10
总市值(亿元)	146.44
年内股价最高最低(元)	153.00/46.75
沪深 300 指数	5350
中小板综	13035



差异化定位享高增长，盈利空间逐步释放

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,108	1,399	1,959	2,634	3,350
营业收入增长率	46.81%	26.34%	39.99%	34.44%	27.20%
归母净利润(百万元)	71	128	242	346	448
归母净利润增长率	7.27%	81.58%	88.70%	43.07%	29.60%
摊薄每股收益(元)	0.569	0.997	1.866	2.669	3.459
每股经营性现金流净额	1.25	1.39	2.58	3.67	4.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.00%	16.56%	25.48%	29.92%	31.45%
P/E	37.81	36.20	59.08	41.29	31.86
P/B	4.16	5.99	15.06	12.35	10.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **核心优势:** 1) 上市公司里独一家自主生产+多品类休闲食品企业, 在产品端享受双重优势。一般而言自主生产型企业毛利更高, 公司 17-19 年均值为 43%, 显著高于良品和松鼠。同时多品类运营的优势在于可避免单一品类老化、需求转移的问题。2) 渠道端形成错位竞争, 与商超合作实现低成本快速扩张。主打商超渠道, 避免与松鼠和良品等头部多品类品牌的直接竞争, 而店中岛模式使其在商超散装称重领域与小品牌有所区分。公司的高坪效使其与大型商超保持稳定合作关系, 相比门店经营扩张速度更快、成本更低。
- **成长空间:** 无论品类还是渠道都存在广阔扩容空间。1) 市场空间: 当前休闲食品空间广阔, 各细分品类均有一定体量的市场空间, 且各品类竞争格局都比较分散。烘焙市场目前 CR5 市占率 10%, 公司市占率仅为 0.2%, 空间非常广阔。同时公司抓住烘焙从长保转向短中保的趋势, 将其培育成第二成长曲线。辣条和果干等新品的体量亦在快速增长。2) 店中岛模式: 预计公司 20 年底店中岛数量达到 1.5 万个, 相比 19 年底新增 7000 个左右。若按每年新增 7000 个计算, 21-22 年店中岛数量的增速可达 47% 和 30%。2019 年中国百强连锁超市门店数达到 2.6 万家, 若按每家商超设置 2 个岛计算, 理论上店中岛数量可在 5 万个以上。考虑到当前公司借助先发优势已与商超形成稳定的合作关系, 我们认为未来 2-3 年内公司的增长空间依旧充足。
- **经营分析:** 1) 阵痛期已过, 费用下降、毛利率回升。16-17 年公司上市后加大市场拓展导致销售和管理费率较高, 17-18 年推出毛利较低的烘焙产品, 拉低整体毛利率。随着烘焙产品的放量和营收的增长, 规模效应下毛利率提升, 销售和管理费用逐步摊薄, 2019 年净利率回升至 9.1%。2) 股权激励提升增长动力。19 年发布首次激励计划, 解锁目标较高, 但激励力度也较大。19-20 年的业绩指标均已完成, 反映出管理层较好的经营动力。

投资建议与估值

- 预计 20-22 年 EPS 为 1.87/2.67/3.46 元, 对应 PE 为 59/41/32 倍。我们认为公司存在品类和渠道双重驱动力, 且渠道扩张速度远高于同行。因此给予公司 2021 年 50 倍估值, 目标价 133.5 元, 给予“买入”评级。

风险

- 新品增长不达预期, 渠道扩张不达预期, 食品安全问题, 行业竞争加剧。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

内容目录

核心优势：产品享受双重优势，渠道实现错位竞争	4
独一家自主生产+多品类休闲食品企业，享受双重优势	4
线下商超店中岛，形成错位竞争	6
成长空间：品类和渠道都存在广阔扩容空间	8
烘焙作为第二增长曲线增长，果干、辣条等待放量	8
店中岛数量快速增长，远未达到天花板	11
推出定量装产品，完善全渠道布局	12
经营分析：盈利空间释放，股权激励提升动力	13
阵痛期已过，盈利水平提升	13
存货周转速度稳步提升，应收账款方面议价权较弱	15
股权激励提升增长动力	15
盈利预测与投资建议	16
盈利预测	16
投资建议及估值	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：休闲食品企业生产模式对比	4
图表 2：公司营业收入（单位：百万元）与同行对比	5
图表 3：公司归母净利（单位：百万元）与同行对比	5
图表 4：公司营收增速和同行对比	5
图表 5：公司归母净利增速和同行对比	5
图表 6：公司产能扩建进程	6
图表 7：公司新品销售情况（单位：亿元）	6
图表 8：2019 年我国休闲食品销售渠道分布	7
图表 9：线下商超散装陈列柜台小品牌较多	8
图表 10：公司“零食屋”店中岛形象图	8
图表 11：公司“面包屋”店中岛形象图	8
图表 12：我国零食行业规模 2018 年超万亿元	9
图表 13：休闲零食各品类市占率	9
图表 14：我国休闲零食各品类集中度都较低	9
图表 15：消费者购买零食的主要考虑因素是口味、质量和品牌	10
图表 16：我国烘焙糕点市场规模（单位：亿元）及增速	10
图表 17：我国烘焙糕点 CR5 市占率变化	10
图表 18：我国辣条行业市场规模（单位：亿元）	11
图表 19：公司各品类销售规模（亿元）	11

图表 20: 公司各品类销售规模增速.....	11
图表 21: 公司各地区销售收入占比.....	12
图表 22: 公司定量装新品 31°鲜海鲜类方便食品系列.....	12
图表 23: 我国便利店数量 (单位: 万家)	13
图表 24: 我国便利店销售规模及增速.....	13
图表 25: 公司四大生产基地情况.....	13
图表 26: 公司销售和管理费率走势.....	14
图表 27: 公司毛利率和净利率走势.....	14
图表 28: 公司各品类毛利率.....	14
图表 29: 公司营业收入及增速.....	15
图表 30: 公司归母净利及增速.....	15
图表 31: 公司存货周转率与同行对比.....	15
图表 32: 公司应收账款周转率与同行对比.....	15
图表 33: 公司股权激励对象.....	16
图表 34: 公司股权激励解锁目标.....	16
图表 35: 盈利预测.....	17
图表 36: 可比公司估值比较 (市盈率法)	18

核心优势：产品享受双重优势，渠道实现错位竞争

独一家自主生产+多品类休闲食品企业，享受双重优势

- 在休闲食品领域按照生产模式的不同，可以分为自主生产型企业和 OEM 代工型企业，两者各有优劣势。
 - 一般来说自主生产型企业可以享受更高的毛利率，比如典型代工企业三只松鼠和良品铺子，和同行相比毛利率位于尾部。而且自主生产在产品品质上更有把控力，当规模达到一定量时对上游采购端的议价权更强。
 - 不过受到产能和资产制约，自主生产型企业的品类扩张速度相比代工型企业较慢。因此生产模式的差异也基本决定了企业经营品类的差异，代工企业大多涉足多品类，实现一站式购买，满足多样化需求；而自主生产型企业往往在某一领域内耕耘，比如洽洽和甘源主要经营坚果类产品，桃李主打短保面包，绝味等主要售卖卤制品。从这一角度来看，单品类企业更容易遇到销量天花板和品类老化、需求转移的问题。

图表 1：休闲食品企业生产模式对比

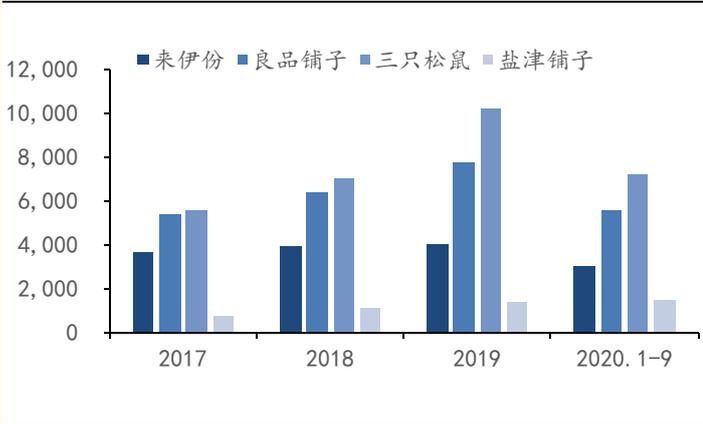
公司	主营产品	生产模式	毛利率	销售渠道
三只松鼠	坚果、烘焙、肉制品、果干果脯	代工	28.32%	线上占比 97%；线下占比 3%，直营+加盟
良品铺子	坚果、糖果糕点、肉类零食、果干果脯、素食山珍	代工	30.83%	线上占比 49%；线下占比 51%，直营+加盟
来伊份	肉制品、水产品、炒货、豆制品、糕点、膨化、蜜饯、果蔬	代工	44.02%	线上占比 13%；线下占比 87%，直营+加盟
盐津铺子	烘焙膨化、鱼制品、肉制品、豆制品、果干、蜜饯、炒货、素食、辣条	自主生产	42.94%	线下商超为主
洽洽食品	坚果炒货	自主生产	31.44%	线上占比 10%；线下占比 90%，商超渠道
甘源食品	坚果炒货	自主生产	40.00%	线下商超为主
绝味食品	卤制品	自主生产	34.68%	线下加盟为主
周黑鸭	卤制品	自主生产	58.33%	线上占比 13%；线下占比 87%，直营+加盟
煌上煌	卤制品	自主生产	35.58%	线下加盟为主
桃李面包	短保面包	自主生产	38.98%	线下商超为主

来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所整理

注：毛利率取 2017-2019 年均值。

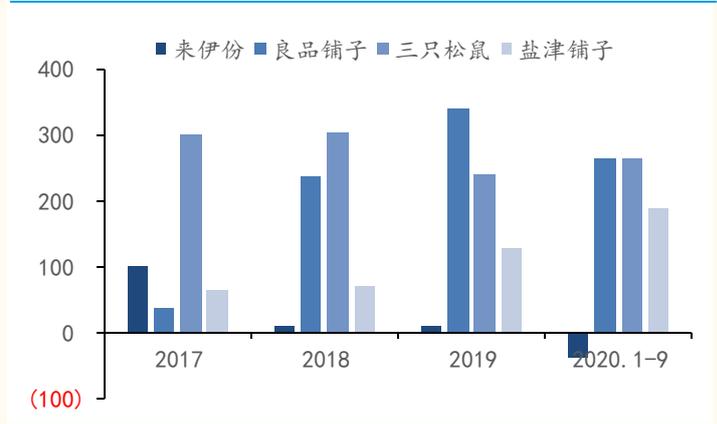
- 在上市公司中，盐津铺子是目前唯一一家实现自主生产+多品类经营的休闲食品企业。这使得盐津既拥有较高的毛利空间，又能通过品类扩张抓住一些新的消费趋势，实现快速增长。通过对比可以发现，在多品类公司里，盐津铺子的销售体量虽然远远低于松鼠和良品等，但是归母净利超过松鼠的一半，反映出较好的盈利水平。在业绩增速方面，近年来公司的营收增长明显优于同行，而且在新品投放稳定之后，2019年开始公司的归母净利增速也显著抬升。

图表 2：公司营业收入（单位：百万元）与同行对比



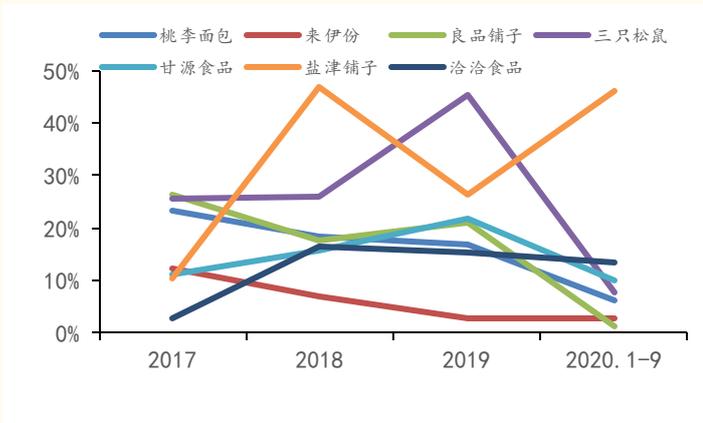
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利（单位：百万元）与同行对比



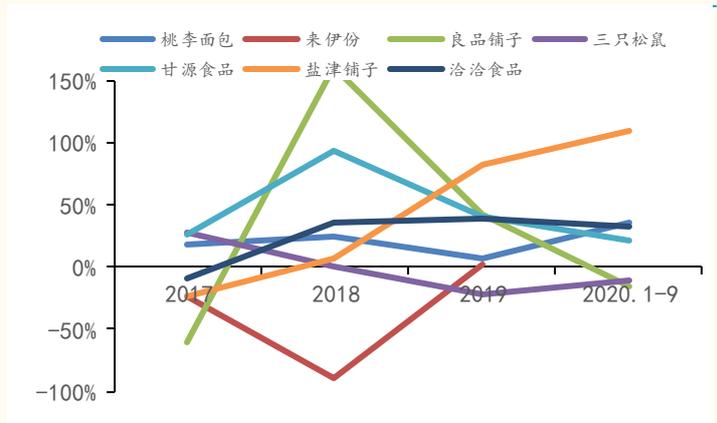
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司营收增速和同行对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司归母净利增速和同行对比



来源：Wind，国金证券研究所

- 作为一家自主生产型企业，公司能够实现多品类经营，主要得益于后多年来的精耕细作。其一，从 2005 年至今，公司产能建设进度较为密集，先后建设了豆干、肉制品、坚果炒货、素食、糕点、凤爪等生产厂房，涵盖领域逐步增加。

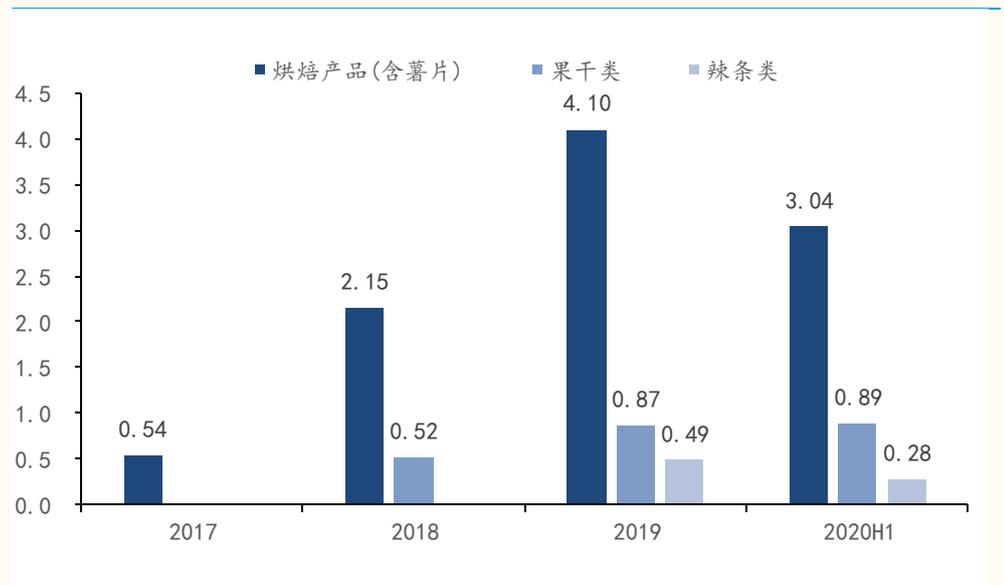
图表 6：公司产能扩建进程

年份	事件
2005 年	公司正式成立，推出凉果蜜饯独立散装产品
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	新建素食、糕点厂
2013 年	公司扩建凤爪厂；新建坚果炒货厂
2016 年	创建烘焙糕点厂
2017 年	在广西创建果干厂
2018 年	在湖南基地新增烘焙生产线
2019 年	在河南创建烘焙工厂

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- 其二，公司的品类扩张的成功率较高。自主性企业若新品扩张失败，承担的风险更大，因此新品存活率非常重要。其实洽洽曾经也尝试过进入薯片、果冻领域，但都以失败告终，背后原因主要是该领域已有成熟品牌，而公司自身的产品力、营销力还不足以与其竞争。盐津铺子的传统产品包括蜜饯炒货、豆制品、肉制品等，2017 年推出烘焙类产品，2018 年推出果干、辣条等产品。烘焙产品已经培育成功，2019 年营收 4.1 亿元，同增 90.26%，占营收比重达到 29.30%；果干类也在逐步放量，2019 年同增 65.87%。而存活率较高的原因我们认为主要是入局领域对新品牌相对友好，无强势品牌占领；另外公司自身的研发能力和创新能力较强。虽然零食领域整体门槛不高，但更新迭代较快。公司的实验工厂以市场需求为研发驱动力，面对市场的新需求，快速启动新品开发，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。近年来，公司开发了坚果小口袋面包、裹粉青豌豆、鱼豆腐等数十款新品，产品可迅速完成从研发至规模生产，是公司产品快速抢先占领市场的重要因素。

图表 7：公司新品销售情况（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

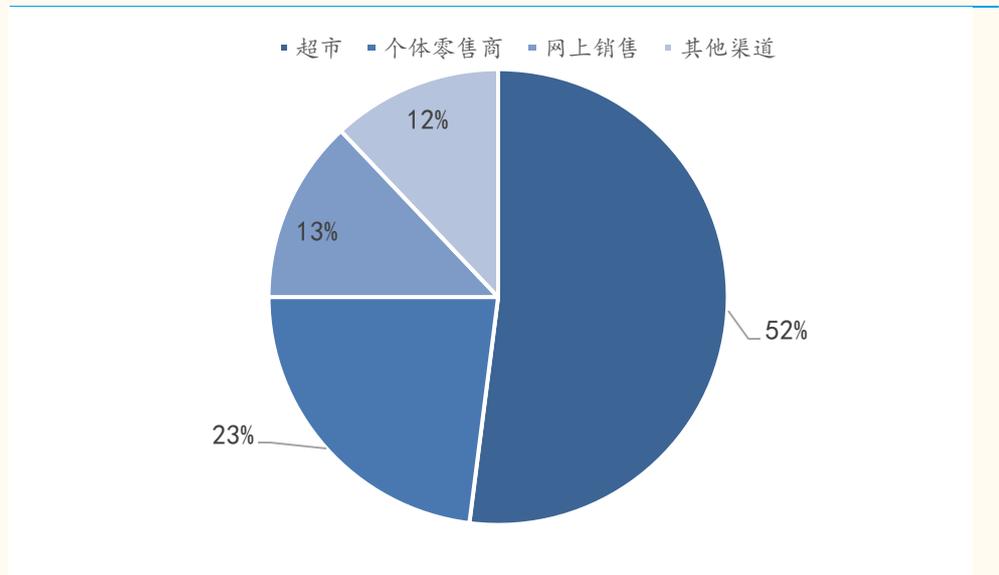
线下商超店中岛，形成错位竞争

- 目前公司的营销网络搭建是“直营商超主导、经销跟随”，主要与大型连锁商超建立合作关系，并在商超内部以店中岛的形式售卖产品，该渠道销售占比 40%左右；此外公司在每个市或县级市选取一至二家经销商，通过

经销商覆盖地区性中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等，填补高端渠道外的市场份额，帮助渠道下沉，目前该渠道的营收已经超过直营商超渠道，占比 50%左右。

- 由于公司的销售渠道主要为线下商超，避开了和多品类龙头三只松鼠和良品铺子的正面竞争，目前这两者的主要渠道还是电商和门店。在商超渠道，虽然有诸如洽洽、甘源、好丽友、乐事等单品类龙头品牌，但是公司的大部分产品避开了这些强势品牌所涉足的领域。总结来说，公司的销售渠道和品类定位使其和大部分头部品牌形成了较好的错位竞争。
- 公司和大型商超的合作是一种“省力”的行为：1) 线下渠道依旧是休闲食品的主要销售渠道，其中商超渠道占比为 52%，仍旧是最大的销售渠道，而且也逐步从一线、二线下沉到县级市场。相比起门店经营，通过和商超合作能够较快实现扩张，成本更低。2) 目前公司已经具备一定影响力和知名度，与数十家大型连锁商超保持长期、紧密的合作关系，包括沃尔玛、麦德龙、卜蜂莲花、乐购、华润万家永辉、步步高、家乐福、大润发等。由于其在全国都实行统一标准、统一管理，品牌一旦进入，即获得所有销售卖场的准入，可随商超新开设卖场而自动实现市场扩张。3) 大型连锁商超具备管理规范、品牌信誉度高、选址优越、产品周转速度快等特性，入驻商超的企业可享受其带来的品质背书和高客流量。

图表 8：2019 年我国休闲食品销售渠道分布



来源：前瞻经济学人，国金证券研究所

- “店中岛”售卖模式让公司在商超散装称重领域有所突出。其实在散装称重领域，公司的竞争对手并不少。以烘焙品类为例，随意走访一家商超，便可发现散装领域陈列的品牌并不少，但多数是不太知名的小品牌和杂牌，而且多数会共享一个陈列柜台。真正让公司在众多杂牌里异军突起的原因是公司借鉴了徐福记等品牌的运作方法，通过在超市设立专属自身品牌的独立专柜，即“店中岛”，通过这种方式和小杂牌区分开来，帮助消费者建立品牌认知。而且在独立柜台实现多种品类统一售价，消费者在挑选购买时更加省心方便。此外，公司也通过广告代言的方式，在消费者心中建立起知名度，比如 2015 年签约何灵作为首位代言人，2018 年签约国内一线影视明星林更新代言“小新王子”辣条。
- “店中岛”模式的壁垒在哪里？1) 对于其他杂牌来说，店中岛的运作需要更多资金投入，同时需要储备一定数量的 SKU，才能保证盈利，这背后要求公司有一定体量才能支撑前期投入和品类开发。2) 大型连锁商超的陈列柜台具备一定稀缺性和排他性，散装柜台亦是如此，一般来说商超内部陈列的散装零食柜台仅在小个位数。目前公司已具备一定品牌知名度，“店中岛”坪效高于商超平均坪效，因此受到大型连锁商超终端的广泛欢迎，

实现合作绑定。在此背景下，公司的拓张速度和品牌知名度会更加强化，新兴品牌若也想切入“店中岛”模式，短期内难以实现弯道超车。

图表 9：线下商超散装陈列柜台小品牌较多



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 10：公司“零食屋”店中岛形象图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 11：公司“面包屋”店中岛形象图



来源：公司官网，国金证券研究所

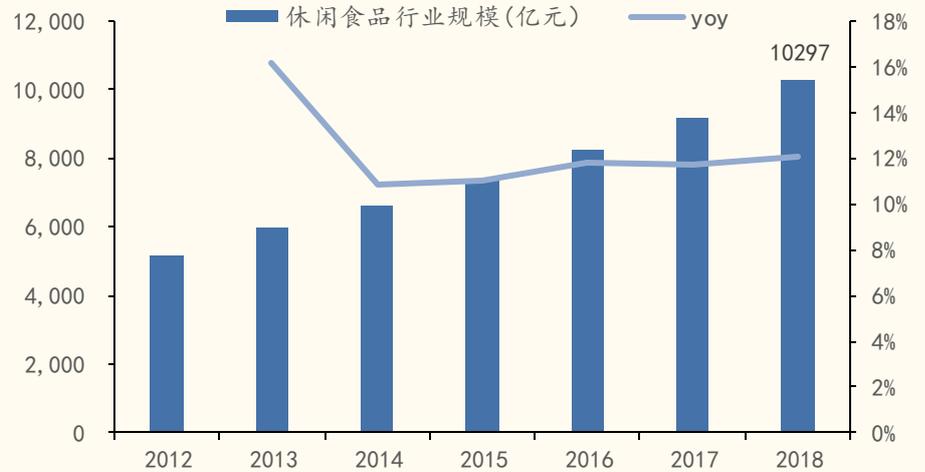
成长空间：品类和渠道都存在广阔扩容空间

烘焙作为第二增长曲线增长，果干、辣条等待放量

- 根据 Frost & Sullivan 的数据，2018 年休闲食品市场规模已经破万亿元。从细分品类的零售额占比来看，烘焙糕点品类的占比最高，达到 24%，其次是休闲卤制品类、坚果炒果类、糖果类和膨化类。目前本土品牌集中度普遍较低：一方面行业本身的特质决定参与者、品类繁多，另一方面我国本身地域广且偏好口味各异，本土品牌起步晚。从消费趋势来看，目前消费者重视产品的品质和口味，同时对品牌也有一定的认可度和忠诚度。总结来看，当前休闲食品空间广阔，各细分品类均有一定体量的市场空间，

且各品类竞争格局都比较分散，在消费者品牌和品质意识的驱动下，行业大的发展趋势是各领域的头部优秀企业进一步整合市场份额。

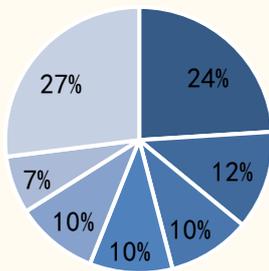
图表 12：我国零食行业规模 2018 年超万亿元



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

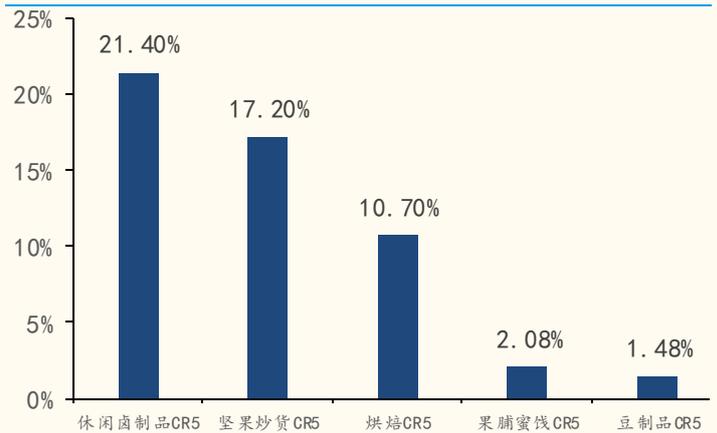
图表 13：休闲零食各品类市占率

- 烘焙糕点类 ■ 糖果巧克力 ■ 休闲卤制品 ■ 坚果炒果
- 膨化食品 ■ 饼干 ■ 其他



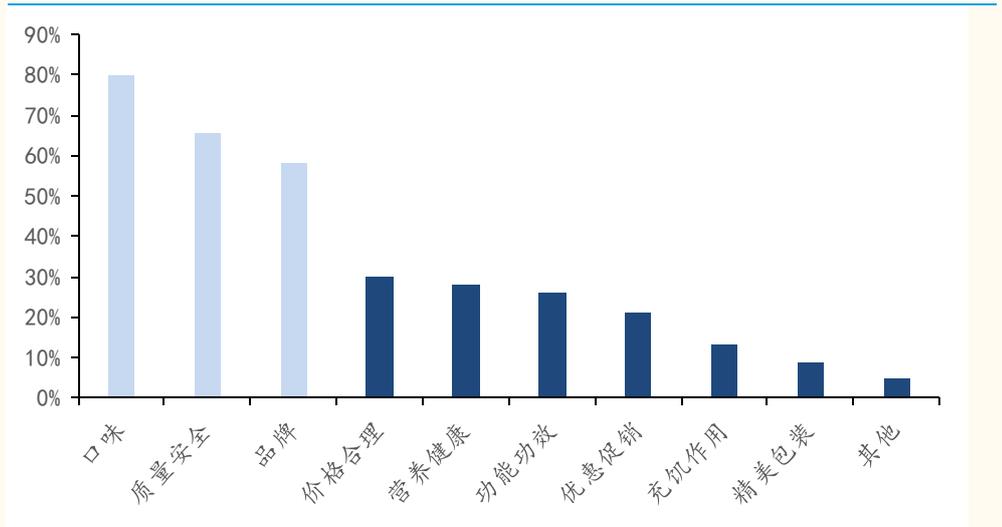
来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 14：我国休闲零食各品类集中度都比较低



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 15：消费者购买零食的主要考虑因素是口味、质量和品牌



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- 其中烘焙糕点类产品的消费场景大多是当作早点、下午茶，或者当作繁忙时无暇吃正餐的充饥食品。目前我国烘焙类产品的市场规模已经达到 2300 亿元，但龙头达利和桃李的市占率均不到 5%。目前行业内存在结构性变化，由中长保向短保发展。长保龙头达利食品市占率逐年下降至 3.7%（15 年为 5.6%），短保面包龙头桃李面包的整体市场份额提升至 3.3%（15 年为 2.3%）。达利园推出“美焙辰”，盼盼食品推出“领鲜”系列也验证了烘焙行业结构从长保产品转向中短保产品的趋势
- 目前公司的市占率仅为 0.2%，成长空间非常广阔，而且公司也抓住了从烘焙品类结构升级的趋势。公司主打中保烘焙产品，以 58 天的保质期实现了 7 天保质期口感，既迎合了向短保转变的消费趋势，又降低了周转压力；而且和桃李等短保龙头形成了差异化定位，亦给了消费者多样化的选择空间。

图表 16：我国烘焙糕点市场规模（单位：亿元）及增速



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

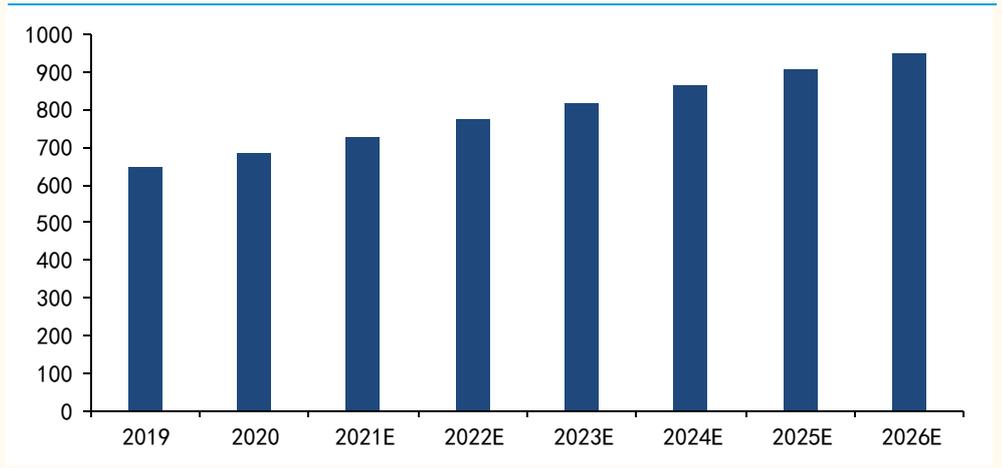
图表 17：我国烘焙糕点 CR5 市占率变化



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- 辣条市场蓬勃发展，处于行业发展初期。2019 年辣条行业规模达到 651 亿元，年复合增长率为 8.59%，预计到 2026 年有望达到 949 亿元。2019 年国家市场监管总局发文明确规定了“辣条”类食品统一按照“方便食品”生产许可类别进行生产和管理，提高了行业准入门槛，解决了辣条“三无”产品的问题，预计将有部分不符合规定的企业退出市场，提高行业集中度。未来辣条产品迈向标准化、合规化。目前，行业未出现全国性的龙头企业，区域性的辣条龙头卫龙的全国市占率也约为 5%。在政策整改下，市场份额会进一步向头部企业集中。

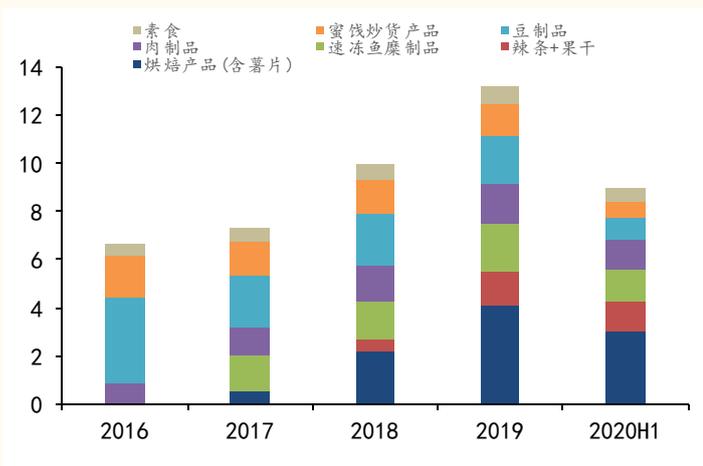
图表 18: 我国辣条行业市场规模 (单位: 亿元)



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

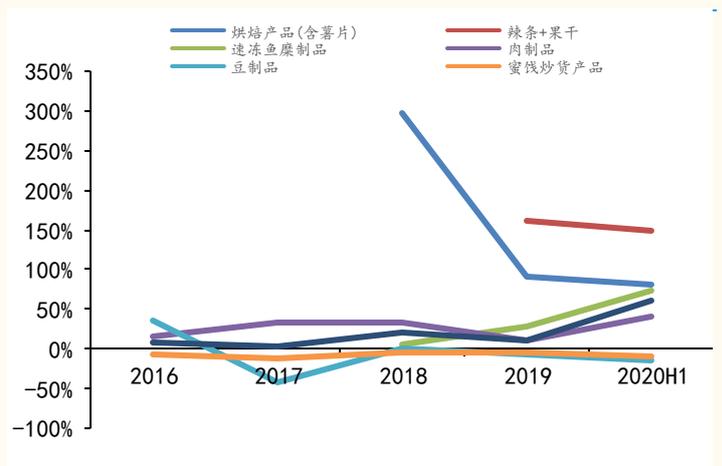
- 目前公司传统咸味产品销售额整体稳中有升, 虽然其中蜜饯炒货和豆制品的增速出现下滑, 但鱼糜制品、肉制品和素食依旧保持较快的正增长。烘焙品类作为第二增长曲线已经培育成功, 仍旧处于高速增长期, 是公司目前主要驱动力。辣条和果干等新品仍旧处于培育期, 体量仍在成长, 增长势头较强。

图表 19: 公司各品类销售规模 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 公司各品类销售规模增速



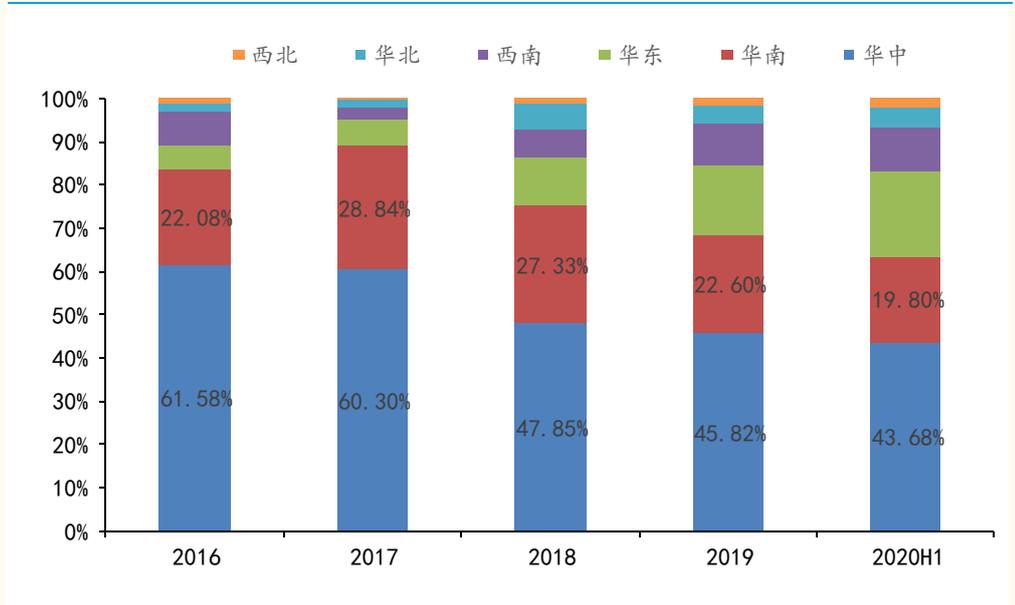
来源: Wind, 国金证券研究所

店中岛数量快速增长, 远未达到天花板

- 截至 2020Q3, 公司店中岛数量已有 1.4 万个左右, 预计 2020 年底已经达到 1.5 万个, 相比 2019 年底增加了 7000 多个, 近乎实现翻倍增长, 增长速度较快。
- 店中岛的增长速度和铺设空间如何? 1) 目前公司计划每年新增 5000-7000 个店中岛, 若按每年新增 7000 个计算, 2021-2022 年店中岛数量的增速可达到 47%和 30%。公司的产能供给能力、有竞争力的多样化 SKU 和品牌影响力是保证店中岛快速扩张的关键, 短期内其他竞品难以实现弯道超车。2) 根据中国连锁经营协会的统计, 2019 年中国百强连锁超市门店数达到 26207 家, 同比增长 6.6%; 与公司签订商超合同的大型商超包括沃尔玛、步步高、大润发、华润万家、家乐福均位于百强榜单前十名。若按每家商超设置 2 个店中岛计算, 理论上公司可铺设店中岛数量在 5 万个以上。考虑到公司目前利用先发优势和商超建立起稳定的合作关系, 店中岛铺设阻力不大, 预计未来 2-3 年仍有充足增长空间。

- 从销售区域来看，公司在湖南起家，主要销售区域仍集中在华中和华南。但其他区域的占比近年来也有明显提升，从 2016 年的 16.34% 提升至 2020H1 的 36.5%。公司和各大连锁商超保持稳定合作关系，借助连锁商超的覆盖力度，公司的省外扩张速度远远高于门店模式，全国化铺设主要是时间问题。

图表 21：公司各地区销售收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

推出定量装产品，完善全渠道布局

- 2020 年 6 月公司举行了“定量装事业部战略及新品发布会”，意味着公司开始正式发力定量装市场。新推出的定量装产品包括 31° 鲜海鲜类方便食品系列、极具辨识度的辣条 IP 嘿逗、“张小芒”热带芒果干等。定量装的定位切入 KTV、便利店等消费场所，完成公司销售上的全渠道布局。在产品陈列上，公司也制定了“4 个 1”的陈列策略，用 4 个整组货架，组成类似散装陈列的店中岛，在全国各地投放。今年以湖南、江西、广东、湖北为中心，预计投放 1 万组以上。

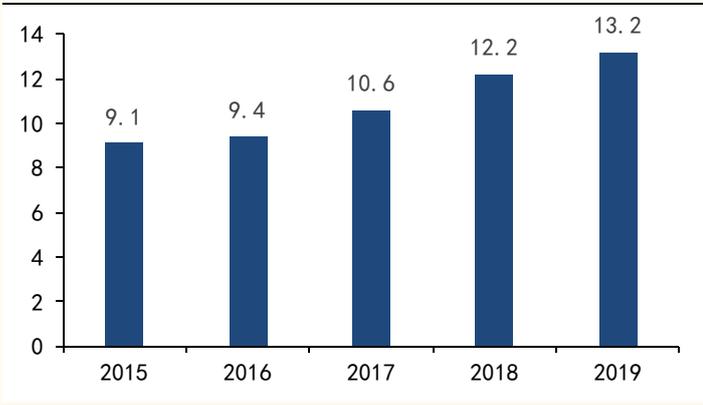
图表 22：公司定量装新品 31° 鲜海鲜类方便食品系列



来源：搜狐网，国金证券研究所

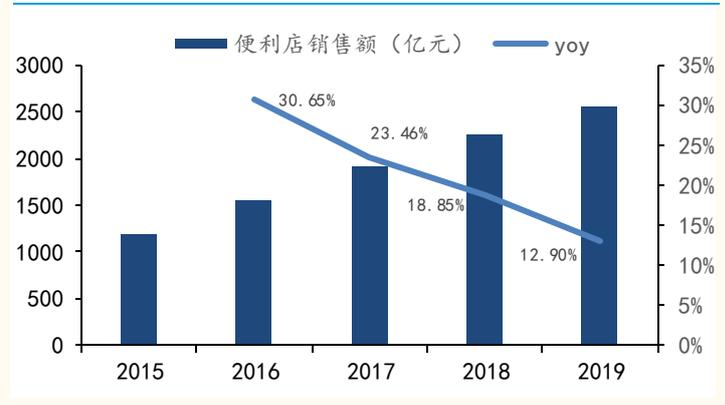
- 我们认为此举体现出来了公司的忧患意识，目的是为了进一步满足年轻消费人群在购买渠道上的偏好。虽然线下商超仍旧是主要的购买渠道，但是不可否认网购渠道和便利店渠道因为其方便性和快捷性成为越来越多年轻人的选择。近年来我国便利店门店数量不断增加，2019 年达到 13.2 万家，同比增长 8.2%；而 2019 年便利店销售额达到 2556 亿元，2015-2019 年的 CAGR 达到 21.3%。网购也成为年轻群体的重要购买渠道之一，预计到 2020 年电商渠道的零食销售规模达到 2000 亿元。

图表 23：我国便利店数量（单位：万家）



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 24：我国便利店销售规模及增速



来源：智研咨询，国金证券研究所

经营分析：盈利空间释放，股权激励提升动力

阵痛期已过，盈利水平提升

- 目前公司拥有四大生产基地，2017 年在广西因地制宜建设果干加工厂，年产值 4-5 亿元，同年 11 月在湖南基地开始建设烘焙生产线；2018 年又在湖南基地新建 4 条智能烘焙生产线；2019 年在河南建设 8 条以上烘焙生产线，产能在 3 万吨左右。估计公司目前的烘焙产能在 7 万吨以上，公司 2019 年烘焙产品销量为 1.64 万吨，当前产能完全可支撑烘焙产品的扩张。

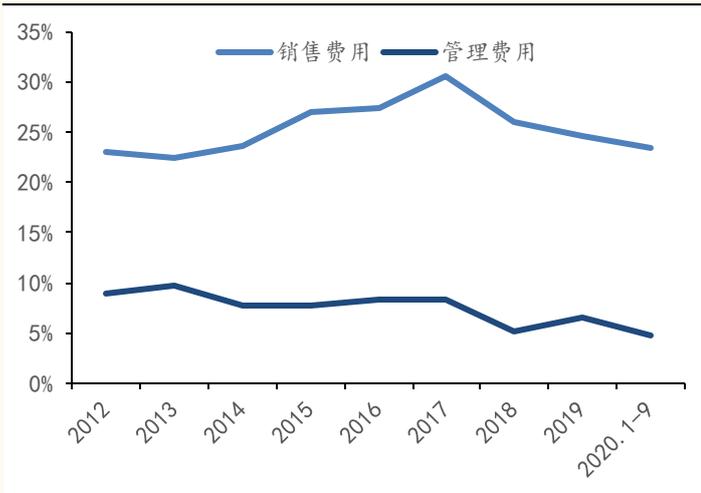
图表 25：公司四大生产基地情况

生产基地	建设时间	主要产品	年产能/产值
湖南生产基地	2005 年	蜜饯系列，豆干、凤爪等咸味小吃、烘焙	4 万吨（烘焙）
江西生产基地	2014 年	豆制品、肉制品、辣条	2.2 万吨
广西生产基地	2017 年	果干、坚果	4-5 亿元
河南生产基地	2019 年	烘焙糕点	3 万吨

来源：公司公告，国金证券研究所

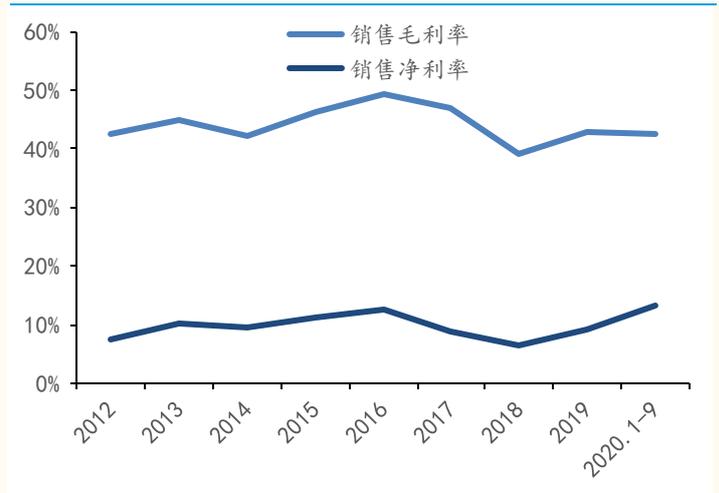
- 新品培育期已过，费用下降、毛利率回升：2016-2017 年公司上市后加大市场拓展导致销售费用提升，同时多方面引进人才导致管理费用也有所提升；随着营收的提升，销售和管理费用逐步摊薄，近几年费用端改善明显。2017-2018 年是公司的新品投放期，相继推出了烘焙、果干和辣条等新品，因烘焙产品毛利率较低，拉低了整体毛利率。随着烘焙的逐渐放量，规模效应开始显现，烘焙品类的毛利率也有明显提升；此外豆干类、鱼糜类和肉鱼产品在结构升级下毛利率也有显著提升；两者共同带动公司毛利率回升。随着毛利率的改善和费用端的控制，2018 年以来公司净利率稳步提升。

图表 26：公司销售和管理费率走势



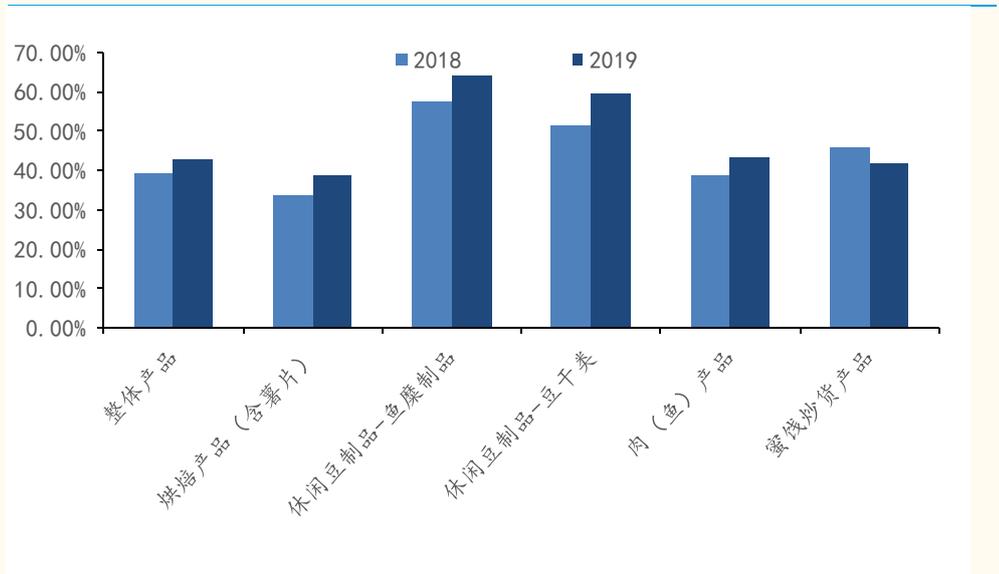
来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：公司毛利率和净利率走势



来源：Wind，国金证券研究所

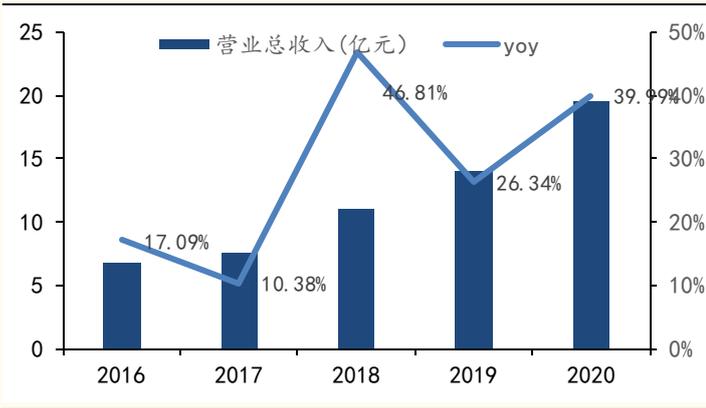
图表 28：公司各品类毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

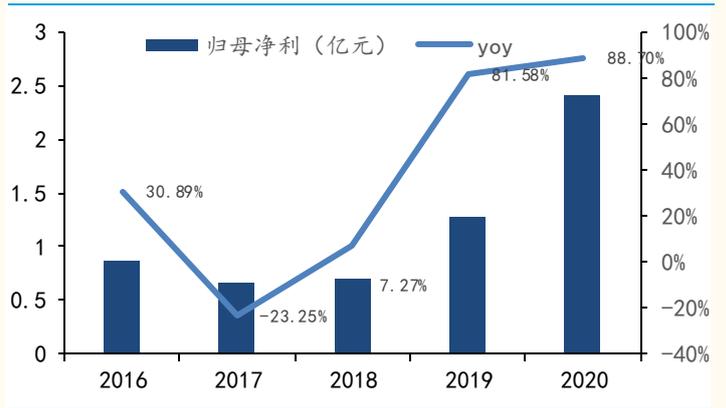
- **新品驱动销售额增长，净利率回升使得利润增速高达 80%。**自 2018 年烘焙品类培育成功逐步放量后，公司的营收增速明显提升。而且随着费用率的下降和毛利率的改善，经过 2018 年的阵痛后，2020 年公司的净利率回升到 12.35%，2019-2020 年公司归母净利增速高达 80% 以上。

图表 29：公司营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：公司归母净利润及增速

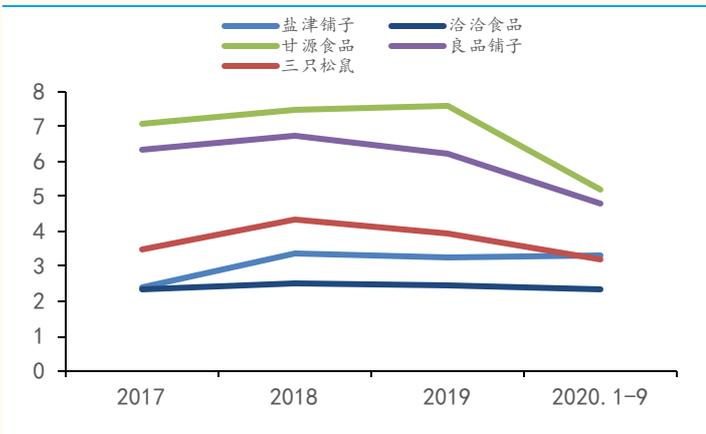


来源：Wind，国金证券研究所

存货周转速度稳步提升，应收账款方面议价权较弱

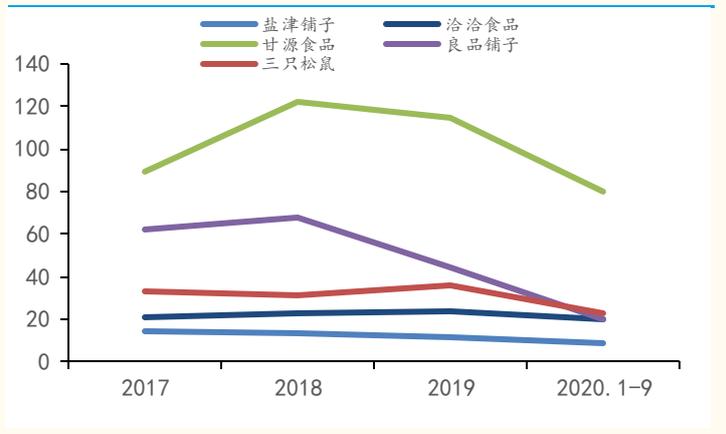
- 和同行相比，公司的存货周转率处于中等偏下水平；纵向来看，公司的存货周转率近年来有明显提升，从 2017 年的 2.42 提升至 2019 年的 3.27。
- 公司是以直营商超为主导的销售模式，一般而言下游大型商超的付款期限会有所延迟，导致应收账款余额较大。近年来公司的应收账款周转率有缓慢下滑的趋势，我们认为主要原因是公司近几年在商超渠道扩张速度较快，在与新终端建立合作的初期公司给予了更多付款期限上的优待。但是公司的应收账款 99% 以上都是账龄一年以内的，且下游大型商超信用较好，坏账可能性不大。

图表 31：公司存货周转率与同行对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：公司应收账款周转率与同行对比



来源：Wind，国金证券研究所

股权激励提升增长动力

- 公司于 2019 发布股权激励计划，计划授予的限制性股票数量为 550 万股，占比 4.25%。2019 年 5 月 9 日首次授予 12 名激励对象（包含公司及子公司董事、高管、核心技术人员）440 万股限制性股票。解锁条件为：第一期 2019 年相比 2018 年营收和净利润增长率不低于 15% 和 95%；第二期 2020 年相比 2018 年营收和净利润增长率不低于 35% 和 160%，第三期 2021 年相比 2018 年营收和净利润增长率不低于 60% 和 250%。公司解锁目标较高，但激励也较大。2019 年和 2020 年的业绩指标均已完成，反映出管理层较好的经营动力。

图表 33：公司股权激励对象

姓名	职位	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
王宾	董事	36	6.55%	0.28%
兰波	副总经理	110	20.00%	0.85%
杨林广	副总经理	30	5.45%	0.23%
孙林	副总经理	20	3.64%	0.15%
朱正旺	董事会秘书、财务总监	60	10.91%	0.46%
邱湘平	总经理助理	56	10.18%	0.43%
核心技术（业务）人员（共6人）		128	23.27%	0.99%
预留部分		110	20.00%	0.85%
合计		550	100.00%	4.25%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：公司股权激励解锁目标

解除限售期	业绩考核目标	解除限售时间	解除限售比例
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	相比 2018 年，2019 年营业收入增长率不低于 15%，且净利润增长率不低于 95%	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	相比 2018 年，2020 年营业收入增长率不低于 35%，且净利润增长率不低于 160%	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
预留的限制性股票第一个解除限售期	相比 2018 年，2021 年营业收入增长率不低于 60%，且净利润增长率不低于 250%	自预留授予日起 12 个月后的首个交易日起至预留授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%
首次授予的限制性股票第三个解除限售期		自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%
预留的限制性股票第二个解除限售期		自预留授予日起 24 个月后的首个交易日起至预留授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

基于前文的分析，我们对公司做出盈利预测。

假设：1) 店中岛数量在 21-22 年能保持每年新增 7000 个，则 21-22 年店中岛数量的增速可达 47%和 30%。2) 产品方面传统咸味小吃保持稳中有升的增长趋势，烘焙、辣条和果干等新品的增速逐步放缓，但仍处于强劲增长期。

预计 2020-2022 年，烘焙品类的增速为 70%、50%和 30%，辣条和果干的增速为 120%、70%和 50%。传统咸味小吃方面，近几年鱼糜制品、肉制品和素食仍旧保持稳定的正增长，而豆制品和蜜饯炒货产品需求逐渐萎缩，预计这几类产品未来几年增长趋势不会有太大变化。

经过新品放量期，在规模效应下预计毛利率仍会稳步提升，此外公司创新迭代能力较强，通过产品结构升级的方式可保证毛利率持续提升，即使原材料

价格出现波动亦能较好化解。

图表 35：盈利预测

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入						
整体	754.43	1107.55	1399.28	1958.85	2633.53	3349.87
烘焙产品(含薯片)	54.34	215.49	410.00	697.00	1045.50	1359.15
辣条+果干	-	52.37	136.28	299.82	509.69	764.53
速冻鱼糜制品	150.32	157.27	199.51	259.36	324.20	405.25
肉制品	113.70	153.02	169.58	220.45	275.57	344.46
豆制品	210.99	210.08	193.37	183.70	174.52	165.79
蜜饯炒货产品	147.06	141.32	134.74	129.35	124.18	119.21
素食	54.79	65.74	73.19	80.51	88.56	97.42
其他	23.23	112.26	82.60	88.66	91.32	94.06
增速						
整体	10.38%	46.81%	26.34%	39.99%	34.44%	27.20%
烘焙产品(含薯片)	-	298.15%	90.70%	70.00%	50.00%	30.00%
辣条+果干	-	-	161.54%	120.00%	70.00%	50.00%
速冻鱼糜制品	-	4.67%	27.39%	30.00%	25.00%	25.00%
肉制品	32.56%	34.21%	11.11%	30.00%	25.00%	25.00%
豆制品	-41.23%	-0.47%	-8.10%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
蜜饯炒货产品	-13.02%	-4.08%	-4.26%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
素食	3.77%	20.00%	10.61%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	44.20%	383.25%	-26.42%	7.33%	3.00%	3.00%
占比						
烘焙产品(含薯片)	7.20%	19.46%	29.30%	35.58%	39.70%	40.57%
辣条+果干	-	4.73%	9.74%	15.31%	19.35%	22.82%
速冻鱼糜制品	19.92%	14.20%	14.26%	13.24%	12.31%	12.10%
肉制品	15.07%	13.82%	12.12%	11.25%	10.46%	10.28%
豆制品	27.97%	18.97%	13.82%	9.38%	6.63%	4.95%
蜜饯炒货产品	19.49%	12.76%	9.63%	6.60%	4.72%	3.56%
素食	7.26%	5.94%	5.23%	4.11%	3.36%	2.91%
其他	3.08%	10.14%	5.90%	4.53%	3.47%	2.81%
综合毛利率						
整体	46.83%	39.13%	42.87%	42.90%	43.00%	43.30%
烘焙产品(含薯片)	23.91%	33.76%	38.86%	39.00%	39.20%	39.50%
速冻鱼糜制品	56.75%	57.27%	64.17%	64.50%	64.70%	65.00%
肉制品	44.78%	38.75%	43.56%	44.00%	44.30%	44.50%
豆制品	54.44%	51.44%	59.43%	59.50%	59.50%	59.50%
蜜饯炒货产品	39.01%	37.80%	41.70%	41.70%	42.00%	42.30%
素食	54.65%	49.41%	-	49.40%	49.40%	49.50%

来源：Wind，国金证券研究所预测

投资建议及估值

市盈率法

预计公司 2020-2022 年净利润为 2.42 亿元、3.46 亿元和 4.48 亿元，对应 EPS 为 1.87 元、2.67 元和 3.46 元，对应 PE 为 59 倍、41 倍和 32 倍。

我们选取 5 家休闲食品公司进行估值，其中 3 家为多品类公司。和多品类公司三只松鼠、良品铺子和来伊份相比，公司的估值偏低。我们认为公司存在品类扩张和渠道扩张双重驱动力，新品符合消费趋势实现快速放量，店中岛

可复制性强，扩张成本远低于门店模式，两者结合可支撑公司高速增长。相比之下，松鼠、良品和来伊份的渠道扩张速度远慢于公司。因此我们公司的合理估值应优于同行，给予公司 2021 年 50 倍估值，目标价 133.5 元。给予“买入”评级。

图表 36：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300783.SZ	三只松鼠	38.18	0.60	0.69	0.93	108.12	55.22	41.04
603719.SH	良品铺子	65.05	0.95	0.85	1.14	--	76.58	56.85
603777.SH	来伊份	10.42	0.03	0.15	0.39	384.82	68.88	26.41
002557.SZ	洽洽食品	56.92	1.19	--	1.83	28.54	34.56	31.10
002991.SZ	甘源食品	80.30	2.40	2.21	2.74	--	36.33	29.36
平均值						173.83	54.31	36.95
002847.SZ	盐津铺子	93.55	1.00	1.87	2.69	36.20	58.84	40.97

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **新品增长不达预期。**公司新品辣条和果干虽然在投放初期增速较快，但若后续增长乏力，可能难以续航公司产品上的高增长。
- **渠道扩张不达预期。**目前公司着力推进店中岛覆盖率，若推进速度不达预期，可能减缓公司增长速度。
- **食品安全问题。**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。
- **行业竞争加剧。**目前进入烘焙领域的企业较多，既有头部品牌达利、三只松鼠、良品铺子等，亦有未上市的小品牌。烘焙行业面临越来越激烈的竞争，行业利润空间可能受到一定的压缩。

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
主营业务收入	754	1,108	1,399	1,959	2,634	3,350	货币资金	120	101	122	100	134	142
增长率	46.8%	26.3%	40.0%	34.4%	27.2%		应收账款	74	100	167	185	249	316
主营业务成本	-401	-674	-799	-1,119	-1,501	-1,899	存货	202	197	292	337	452	572
%销售收入	53.2%	60.9%	57.1%	57.1%	57.0%	56.7%	其他流动资产	40	65	80	97	95	110
毛利	353	433	600	840	1,132	1,450	流动资产	437	462	660	719	930	1,141
%销售收入	46.8%	39.1%	42.9%	42.9%	43.0%	43.3%	%总资产	45.2%	39.9%	39.8%	39.7%	44.4%	45.5%
营业税金及附加	-9	-13	-13	-20	-24	-30	长期投资	0	0	80	77	77	77
%销售收入	1.2%	1.2%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	固定资产	432	590	748	864	923	1,111
销售费用	-231	-288	-344	-451	-593	-754	%总资产	44.7%	50.9%	45.1%	47.7%	44.1%	44.3%
%销售收入	30.6%	26.0%	24.6%	23.0%	22.5%	22.5%	无形资产	78	93	138	152	165	178
管理费用	-63	-57	-91	-98	-132	-167	非流动资产	529	697	1,000	1,093	1,165	1,367
%销售收入	8.4%	5.1%	6.5%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	54.8%	60.1%	60.2%	60.3%	55.6%	54.5%
研发费用	0	-23	-27	-39	-53	-67	资产总计	966	1,159	1,660	1,812	2,095	2,507
%销售收入	0.0%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	110	185	348	286	165	103
息税前利润 (EBIT)	50	52	125	233	332	432	应付款项	157	226	396	430	577	730
%销售收入	6.6%	4.7%	9.0%	11.9%	12.6%	12.9%	其他流动负债	82	86	117	142	192	244
财务费用	-1	-7	-13	-17	-11	-5	流动负债	349	497	862	858	934	1,077
%销售收入	0.2%	0.6%	1.0%	0.9%	0.4%	0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-7	5	0	0	0	其他长期负债	19	18	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	%总资产	368	515	881	858	934	1,077
投资收益	0	-1	0	0	0	0	普通股股东权益	595	641	773	948	1,155	1,424
%税前利润	0.0%	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	124	124	128	128	128	128
营业利润	84	75	138	263	376	487	未分配利润	160	203	300	445	652	921
营业利润率	11.1%	6.8%	9.8%	13.4%	14.3%	14.5%	少数股东权益	3	3	6	6	6	6
营业外收支	7	0	1	0	0	0	负债股东权益合计	966	1,159	1,660	1,812	2,095	2,507
税前利润	91	75	139	263	376	487	比率分析						
利润率	12.1%	6.8%	9.9%	13.4%	14.3%	14.5%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-26	-4	-11	-21	-30	-39	每股指标						
所得税率	28.3%	5.5%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益	0.530	0.569	0.997	1.866	2.669	3.459
净利润	65	71	128	242	346	448	每股净资产	4.799	5.168	6.023	7.321	8.923	10.998
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.095	1.253	1.391	2.583	3.670	4.460
归属于母公司的净利润	66	71	128	242	346	448	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.753	1.077	1.396
净利率	8.7%	6.4%	9.2%	12.3%	13.1%	13.4%	回报率						
							净资产收益率	11.05%	11.00%	16.56%	25.48%	29.92%	31.45%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.81%	6.09%	7.71%	13.33%	16.50%	17.87%
							投入资本收益率	5.03%	5.97%	10.19%	17.30%	23.00%	25.93%
净利润	65	71	128	242	346	448	增长率						
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.38%	46.81%	26.34%	39.99%	34.44%	27.20%
非现金支出	30	45	62	77	93	113	EBIT 增长率	-40.87%	5.42%	139.11%	85.85%	42.35%	30.23%
非经营收益	4	11	11	34	14	8	净利润增长率	-23.25%	7.27%	81.58%	88.70%	43.07%	29.60%
营运资金变动	-87	28	-21	-22	19	3	总资产增长率	67.76%	19.94%	43.29%	9.17%	15.61%	19.66%
经营活动现金净流	12	155	179	332	471	573	资产管理能力						
资本开支	-194	-221	-350	-189	-165	-315	应收账款周转天数	25.1	26.0	28.5	28.0	28.0	28.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	150.5	108.0	111.5	110.0	110.0	110.0
其他	-49	58	8	2	0	0	应付账款周转天数	86.3	75.6	85.0	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-243	-163	-342	-187	-165	-315	固定资产周转天数	179.3	189.4	193.0	161.1	127.9	121.1
股权募资	264	0	64	30	0	0	偿债能力						
债权募资	40	75	133	-81	-120	-63	净负债/股东权益	-1.74%	13.13%	29.05%	19.44%	2.67%	-2.75%
其他	-48	-38	-40	-116	-152	-187	EBIT 利息保障倍数	35.3	7.5	9.4	13.9	29.9	83.4
筹资活动现金净流	256	37	158	-166	-272	-250	资产负债率	38.09%	44.46%	53.04%	47.34%	44.56%	42.95%
现金净流量	24	30	-6	-22	34	8							

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	7	9	11	11	29
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.08	1.00

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402