



德邦证券  
Topsperity Securities

证券研究报告 | 公司首次覆盖

# 扩产品、布渠道、拓区域、高激励， 多维驱动高成长

——盐津铺子（002847.SZ）深度报告

证券分析师

姓名：花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：王卓群

资格编号：S0120520080003

邮箱：wang\_zq@tebon.com.cn

2021年3月23日



- **盐津铺子：中国零食自主制造第一股，步入成长的“快车道”。**盐津铺子在2005年成立以来一直聚焦主业，坚持自主制造，于2017年上市，被媒体誉为“中国零食自主制造第一股”。公司上市后，优化调整战略，中长期战略已升级为“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”的“两多三全”战略。公司在近年来业绩快速增长，盈利能力较强。根据公司2020年业绩快报，2020年公司实现营业总收入19.59亿元/+40.0%，归母净利润2.42亿元/+88.7%。
- **我国万亿休闲食品赛道景气度高，细分龙头成长空间大。**我国休闲食品市场规模达万亿，12-19年复合增速达12%，但人均消费“量”&“额”远落后于英美日，提升空间大。**①品类上：**我国休闲食品品类繁多，以烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品为代表的新兴品类处于快速成长期，量大且增速快；**②渠道上：**超市仍是最主要渠道，而电商渠道快速发展，线上线下全渠道融合成新趋势。从区域来看，未来下沉市场大有可为，新一线和低线城市发展潜力十足；**③生产方式上：**根据品类发展路线不同，休闲食品生产方式有自主和代工两种，其中自主生产更适合大单品路线；**④竞争格局上：**我国休闲食品行业缺乏全国性全品类龙头。但国产品牌凭借本土风味在新兴品类走强，有望突围，实现市占率的提升。
- **我们认为公司的成长驱动主要在于：****①扩品类：**公司差异化发力小品类休闲食品，通过品类扩张打造了“多品牌”+“多品类”的多层次产品矩阵。近年来，公司新培育的烘焙、果干、辣条等品类快速成长，尤其烘焙发力中短保细分赛道，已快速成长为公司第一大品类。公司以自主生产为产品扩张的基石，主要聚焦“盐津铺子”和“憨豆先生”两大品牌，在大单品模式下，随着各大品类放量，规模效应渐显，未来发展动能强劲，并依托全产业链布局具备产品定价优势；**②布渠道：**公司线下核心渠道仍然在于商超，商超中散装基本盘夯实，并通过复制性强的店中岛模式，提高了单店产出和全国覆盖度。同时公司通过经销渠道向下延伸销售网络，为便利店、小超市等打造的定量装将进一步为铺市场助力。而在线上渠道，公司在19年调整战略后全面发力，培育了“焙宁”和“满口香”两大互联网品牌，并积极开拓直播带货、社区团购等新零售渠道。未来公司有望进一步完善“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”的全渠道布局；**③拓区域：**华中地区是公司的主战场，2020年上半年收入占比44%，但在全国化进程的推进下收入占比不断下降。公司正不断尝试走出国门，未来全球化的远景可期。**④高激励：**公司在19年实施的股权激励计划效果良好，并在今年2月完成223.67万股、总计2.5亿元的回购，并将拟用于2021年的新一轮股权激励计划。公司的股权激励均主要面向公司董事、高管及核心技术人员，充分激发了他们的积极性，助力公司持续成长。根据21年股权激励计划草案中解锁条件里的对公司业绩考核要求，可以看出公司对21-23年的发展仍然有较高的追求。
- **投资建议：**公司作为国内领先的小品类休闲食品领导品牌，已步入成长的“快车道”。预计公司2020-2022年营业总收入分别为19.59/25.66/32.69亿元，分别同比增长40.0%/31.0%/27.4%；2020-2022年归母净利润分别为2.42/3.11/4.56亿元，分别同比增长88.7%/28.9%/46.4%；EPS分别为1.87/2.41/3.52元，对应PE分别为62/48/33倍。基于对公司在扩产品、布渠道、拓区域、高激励的多维驱动下有望实现高成长的良好预期，首次覆盖并给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情出现反复、宏观经济下行、新产品推广不及预期、食品安全问题等。



## ■ 驱动因素：

- 行业层面，我国休闲食品处于万亿规模、蓬勃发展的优质赛道，未来发展前景广阔。其中以烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品为代表的新兴品类处于快速成长期，量大且增速快，并且行业集中度仍较低。在品类扩张、渠道融合的趋势下，未来细分领域的国产龙头成长空间大；
- 公司层面，盐津铺子作为国内领先的小品类休闲食品领导品牌，在扩产品、布渠道、拓区域、高激励的多维驱动下，有望实现高成长。未来烘焙、果干、辣条等大单品有望进一步放量，而店中岛的快速复制及定量装的推广有望加深线下渠道覆盖力度。公司坚持自主生产形成的全产业链优势，也有望在规模效应下转化为成本与定价优势，驱动公司高质量长线稳健发展。在公司两轮股权激励计划的激励下，在公司“两多三全”的中长期战略指引下，公司未来成长潜力十足。

## ■ 关键假设：基于公司多品类战略下各品类快速发展，产品力、品牌力及规模效应逐步体现，假设：

- 收入：2020-2022年烘焙产品（含薯片）保持高速增长，肉制品、休闲豆制品（鱼糜制品的快速增长的带动下）保持较快增长。同时包括果干、辣条等新的大单品有望持续放量，带来其他品类快速成长。
- 毛利率：我们预计伴随各品类快速增长，公司的产品力和品牌力将进一步增强，规模效应将逐步体现，各品类2020-2022年的毛利率有望稳中有升。

■ **与市场不同的观点：**公司作为疫情受益股，在2020年业绩获得快速增长，而市场对业绩成长的可持续性有所担忧。我们认为公司目前仍处于成长的“快车道”，正抓住发展机遇加快品类扩张和渠道区域拓展的步伐，烘焙等大单品也有望持续放量带来规模效应不断增强。公司在3月初发布了2021年股权激励计划草案，其中以2020公司业绩为基础对2021-2023年业绩设定了较高的增速考核要求，也将进一步激发员工的积极性。因此我们认为公司的业绩持续发展的确定性较高。

■ **股价表现的催化因素：**公司新品拓展顺利；动销数据向好；店中岛投放进度良好。

■ **主要风险因素：**疫情出现反复、宏观经济下行、新产品推广不及预期、食品安全问题。



## 目录 | CONTENTS

- 01 盐津铺子：中国零食自主制造第一股，步入成长的“快车道”
- 02 行业判断：我国万亿休闲食品赛道景气度高，细分龙头成长空间大
- 03 成长驱动：扩产品+布渠道+拓区域+高激励
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示





# 01 盐津铺子：中国零食自主制造第一股，步入成长的“快车道”

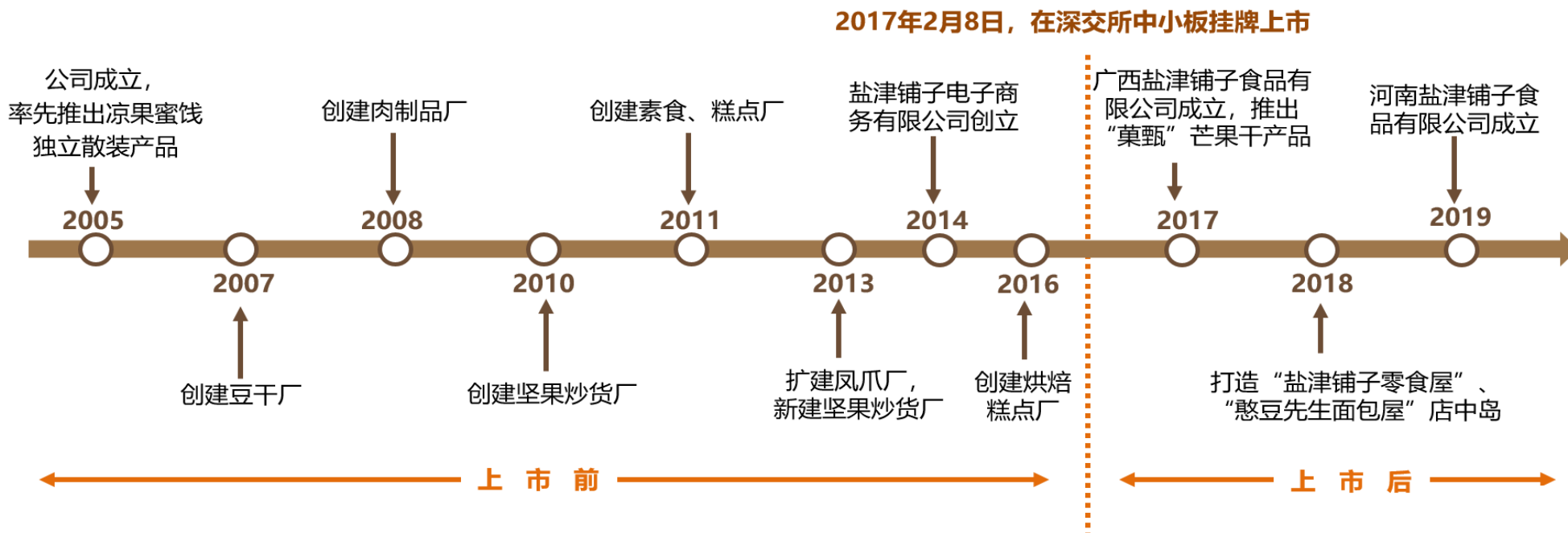


# 中国零食自主制造第一股，“两多三全”战略新升级

盐津铺子成立于2005年，是一家从事食品研发、生产、销售于一体的集团公司。在成立以来，公司一直聚焦主业，长期专注休闲食品，坚持自主制造，于2017年在深交所中小板挂牌上市，被媒体誉为“中国零食自主制造第一股”。公司上市后，优化调整战略，中长期战略已升级为“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”的“两多三全”战略。



## 盐津铺子发展历史

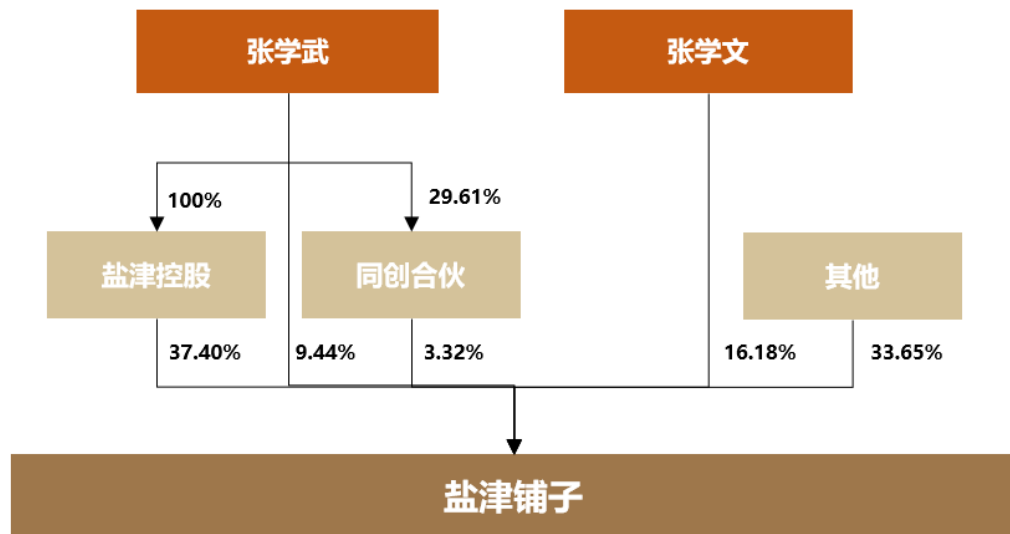




# 股权结构稳定，张氏兄弟持股比例高

- **公司股权结构稳定。**张学武和张学文两兄弟作为公司的实控人，直接和间接合计持有公司约64%（张学文16%、张学武48%）的股份，持股比例较高。

## 盐津铺子股权结构（截止2月18日）



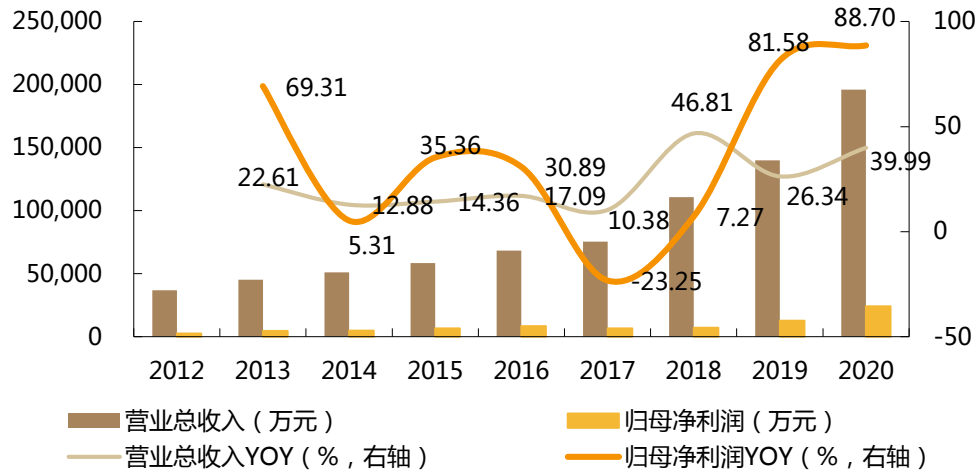
- 此前张学文直接持有公司股份645.1万股，并通过100%控股昊平投资持有公司股份1448.5万股。2月因昊平投资解散清算，其持有的公司全部股份已通过证券非交易过户的方式登记至昊平投资股东张学文先生名下，至此张学文合计直接持有公司股份由645.1万股提高至2093.6万股，占公司总股本的16%。

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

# 业绩整体保持较快增长，销售回款情况良好

- 营收与利润整体保持较快速增长。**公司披露2020年业绩快报，2020年公司实现营业总收入19.59亿元/+40.0%，归母净利润2.42亿元/+88.7%，归母净利润增速远超过营收增速，并达到近年来新高。公司2012-2019年总营收和归母净利润的年复合增速分别为21%和25%，处于较快成长中。2017年公司归母净利润同比增速大幅下降主要是因为原材料成本上涨导致毛利率下滑，烘焙和果干等新品推广期产生培育性亏损，以及上市后员工工资及福利上升、导致管理费用及销售费用增幅较大等。随着公司逐步发展走向正轨后，烘焙、果干等新品类快速放量带来规模效应，营收大幅上升带动归母净利润增速不断扩大。
- 销售回款增速与营业收入增速情况大致相同。**2017年由于整体利润较低，营业收入增速下滑，销售商品所收现金也有所下滑。2018年，公司收入快速增长，拉动销售回款增长。

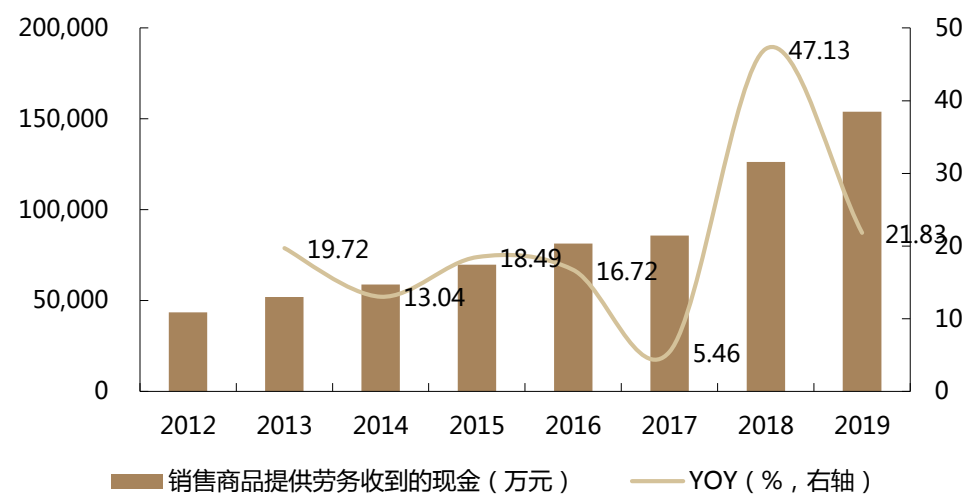
盐津铺子营收与利润整体保持较快速增长



注：2020年为公司业绩快报数据

资料来源：Wind，德邦研究所

盐津铺子销售回款增速与营业收入增速情况大致相同



资料来源：Wind，德邦研究所

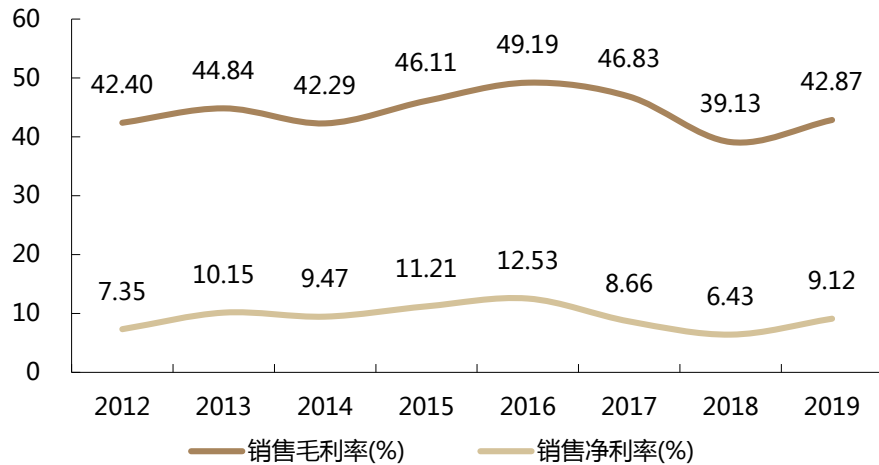




# 费用整体稳定，毛利率和净利率逐步改善

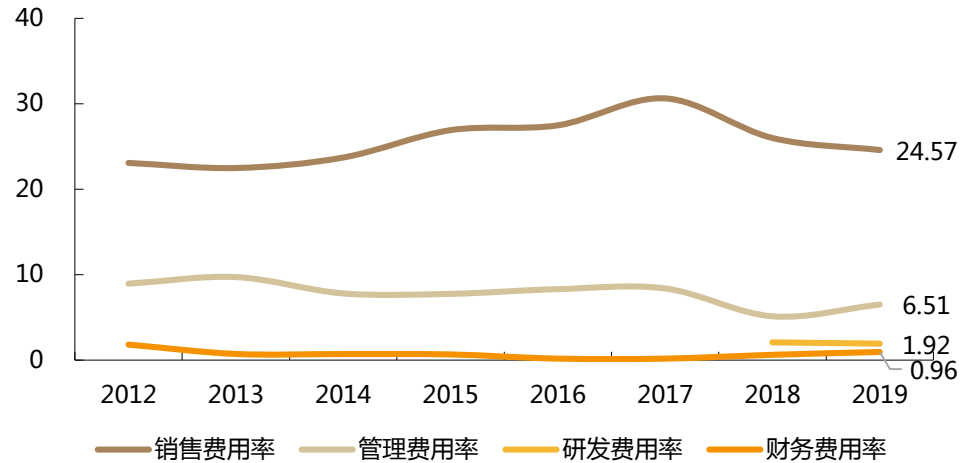
- **公司毛利率2018年以后逐步恢复。**公司在2017年以前总体毛利率保持平稳，并稳中有升。2017年开始公司开始培育烘焙等新品类，由于烘焙品类毛利率较低并在2018年大幅放量增长，一定程度上拖累了整体毛利率的表现。但伴随烘焙等品类逐渐培育成功，其品类的毛利率呈现上升节奏，未来公司毛利率仍有一定的提升空间。
- **公司费用情况整体稳定，净利率也在2018年以后逐步恢复。**公司坚持高质量长线稳健发展路径，不断优化内部管理和各项资源配置，各项成本费用精细化管控日趋良性，其中销售费用率伴随2017年以后新品类逐渐培育成功逐渐下降；管理费用率整体稳定，在2019年因股权激励计划的股份支付费用摊销有所上升。这也带来2018年以后净利率逐步恢复。根据公司2020年业绩快报披露的数据，2020年全年归母净利润率达到了12.33%，同比提高3.18pct。

盐津铺子毛利率和净利率在2018年以后开始逐步恢复



资料来源：Wind，德邦研究所

盐津铺子的费用情况总体较为稳定



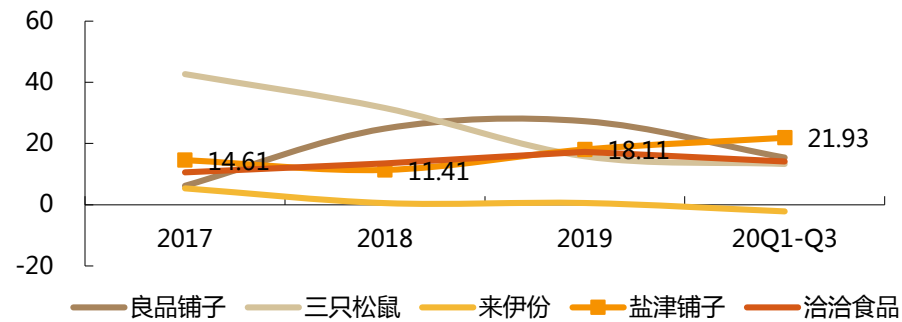
资料来源：Wind，德邦研究所



# 20年前三季度ROE高于同业，盈利能力较强

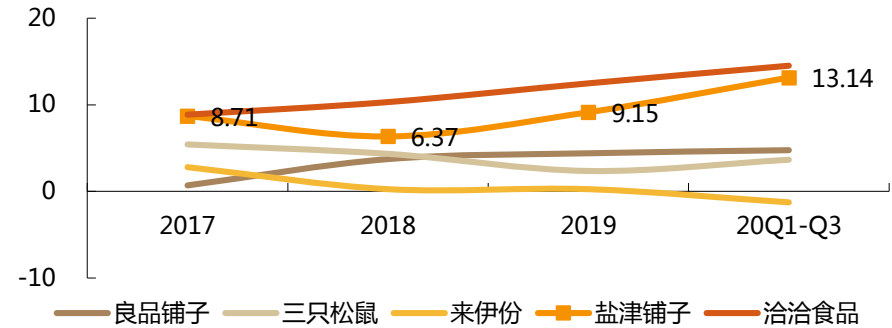
- **盐津铺子的ROE高于其他同类企业。**2020年前三季度在行业内其他企业ROE普遍下滑的情况下，仍维持一定增长，表现出其较强的盈利能力。ROE的增长主要依托于归母净利润/总营收的快速增长，盈利能力好，权益乘数稳中有升。由于公司是重资产的自主生产模式，资产周转率相对较低。

2020Q1-3盐津铺子ROE（平均）高于业内其他同类企业



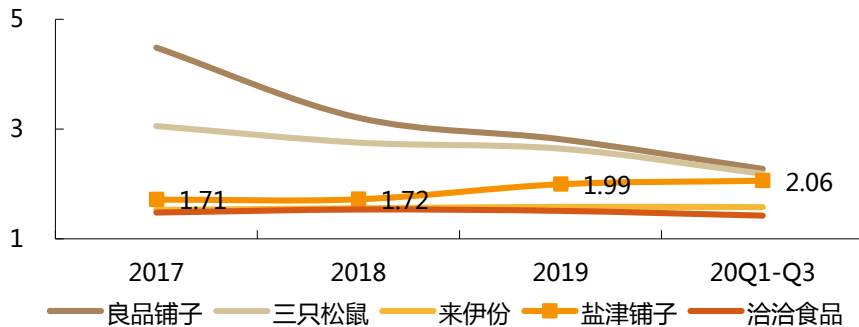
资料来源：Wind，德邦研究所

盐津铺子归母净利润/总营收高于绝大多数同类企业



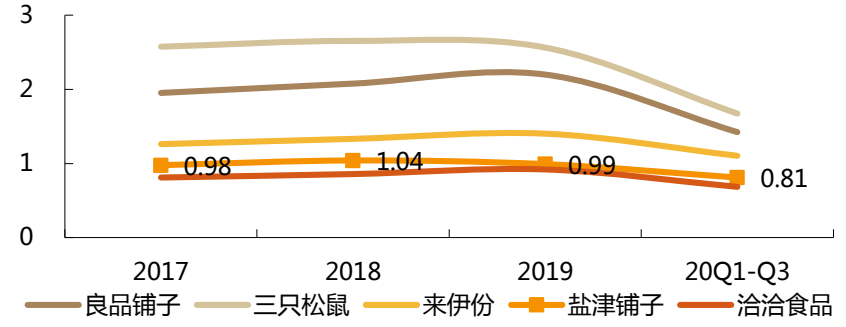
资料来源：Wind，德邦研究所

盐津铺子权益乘数跌稳中有升



资料来源：Wind，德邦研究所

盐津铺子资产周转率相对较低



资料来源：Wind，德邦研究所

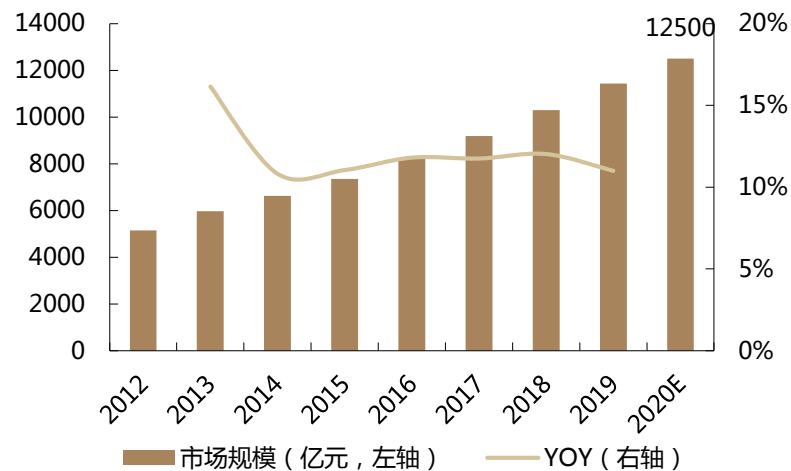


## 02 行业判断：我国万亿休闲食品赛道 景气度高，细分龙头成长空间大

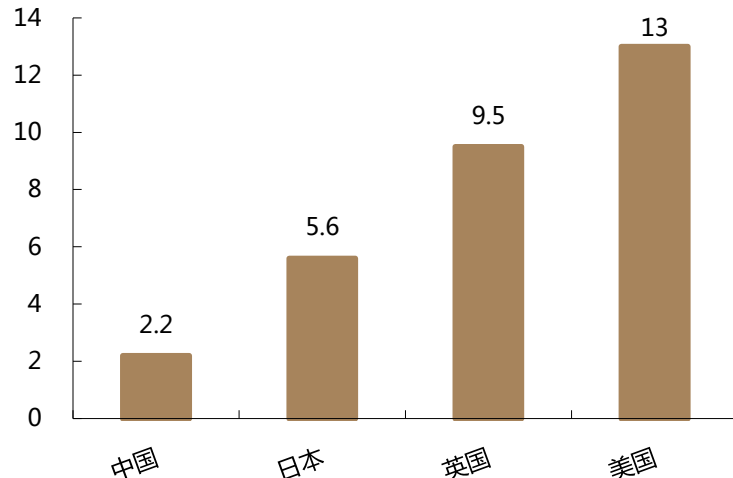
# 行业总览：我国休闲零食市场规模已达万亿，未来发展前景广阔

- **我国休闲食品市场蓬勃发展，市场规模已达万亿。**伴随着我国经济发展以及人均可支配收入的提高，百姓对休闲食品的需求不断提高，这也带来了我国休闲食品行业近年来的蓬勃发展。前瞻产业研究院数据显示，据Frost&Sullivan统计，2019年我国休闲食品行业规模达11430亿元，2012-2019年CAGR达12%。另据食品伙伴网行业研究中心预测，2020年休闲食品市场规模将达到12500亿元。
- **与其他国家相比，我国休闲食品人均消费“量&额”均有待提升，未来我国休闲食品市场还望有较大发展空间。**Euromonitor数据显示，2019年我国休闲食品人均消费量为2.2KG/人，是日/英/美的39%/23%/17%；消费额为75元/人，是日/英/美的15%/10%/9%，伴随我国居民收入水平和消费能力提高，我国休闲食品潜在市场广阔。我国休闲食品市场规模仍有较大的提升空间。

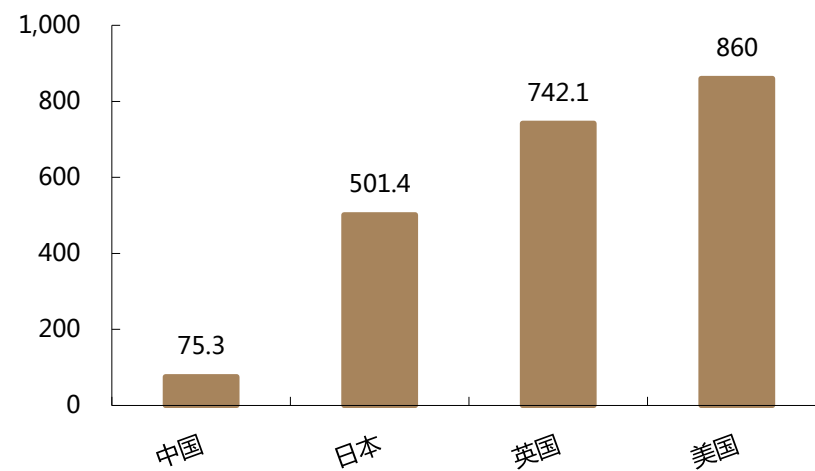
我国休闲食品行业达万亿市场规模



2019年各国休闲食品人均消费量 (kg/人)



2019年各国休闲食品人均消费额 (元/人)



资料来源：Frost&Sullivan，前瞻产业研究院，食品伙伴网行业研究中心，德邦研究所

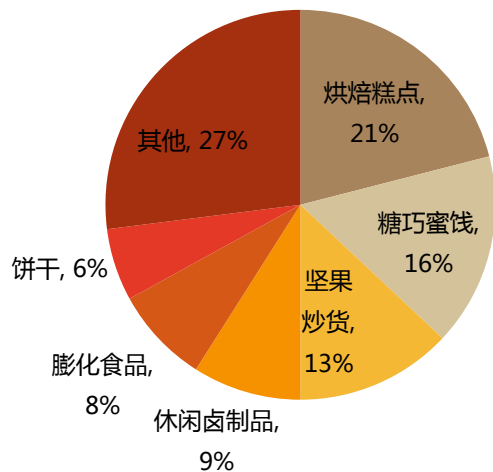
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

资料来源：Euromonitor，德邦研究所

# 品类上：细分品类繁多，消费者追求品质化、健康化、个性化，品类扩张成趋势

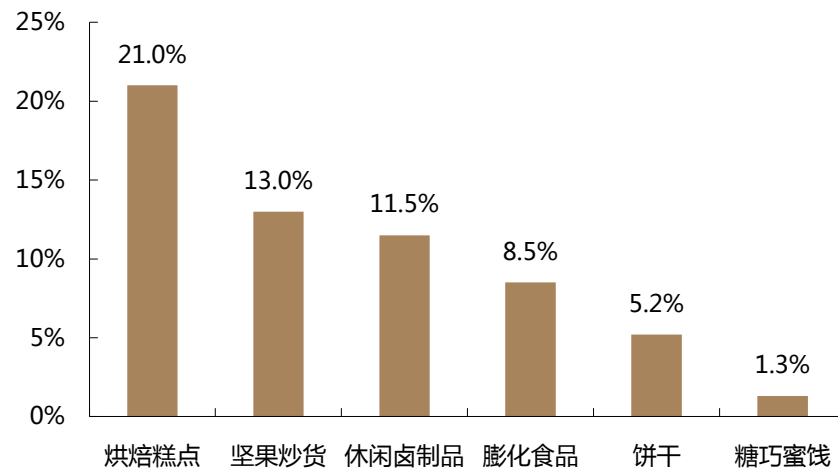
- **我国休闲食品细分品类繁多。**我国国土面积广阔，各地饮食习惯与口味偏好导致需求差异化明显，因此休闲食品品类繁多，主要包括传统品类（糖巧蜜饯、饼干、膨化食品）、新兴品类（坚果炒货、烘焙糕点、休闲卤制品），其他（肉制品、素食山珍、海味零食）等。
- **我国休闲食品中，烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品量大且增速快。**
  - **从销售份额占比来看**，食品伙伴网数据显示，目前我国休闲食品中，烘焙糕点占比最大为21%，其次是糖巧蜜饯16%、坚果炒货13%、休闲卤制品9%、膨化食品8%、饼干6%等。
  - **从复合年均增速来看**，根据尼尔森调研数据，我国休闲食品网购市场上18-38岁消费者占比达到73.4%，年轻人成为主流消费群体，带来对休闲食品健康化、品质化、个性化、高端化的需求趋势，新兴品类快速发展，食品伙伴网数据显示，2013年-2019年烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品的CAGR分别是21.0%、13.0%、11.5%，为子行业前三。

我国休闲食品品类占比分布



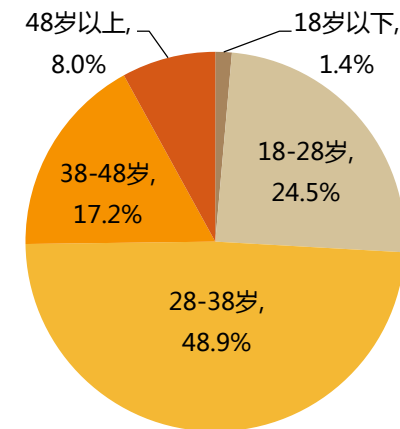
资料来源：食品伙伴网，德邦研究所

2013-2019年中国休闲食品市场细分品类规模CAGR



资料来源：食品伙伴网，德邦研究所

中国休闲食品市场网购消费者结构



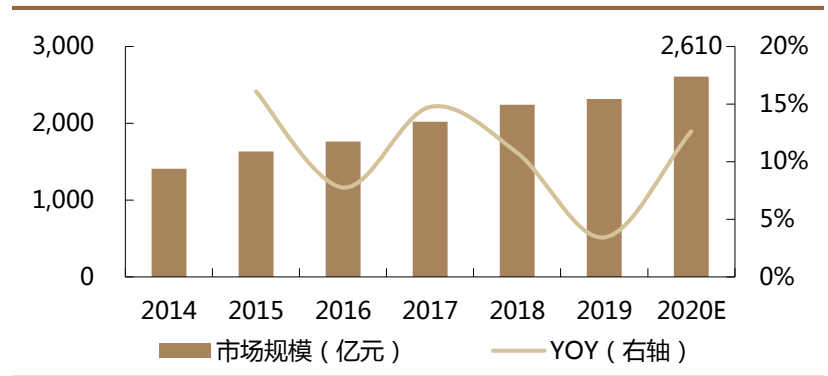
资料来源：尼尔森，前瞻产业研究院，德邦研究所



# 品类上：烘焙食品快速发展，短保化、代餐化成为新趋势

- **我国烘焙食品行业发展时间较短但发展快速。**据Euromonitor统计，2019年烘焙零食市场规模已达到2317亿元，预计2020年将达到2610亿元。
- **烘焙食品将朝便携化、健康化、短保化发展，代餐概念兴起：**艾媒网披露的草莓派数据调查与计算系统数据显示，2020年中国每周至少消费一次烘焙食品的占比约65%，与这样消费习惯相匹配的是烘焙食品的短保化，代表了消费者对好吃又营养的烘焙食品的需求不断提升尤其是年轻消费者。同时，很多烘焙产品被打造成早餐的替代品，烘焙食品代餐概念逐渐被挖掘，2020年替代正餐（如早餐）的烘焙食品消费场景占比已达45.3%。

我国烘焙零食行业市场规模



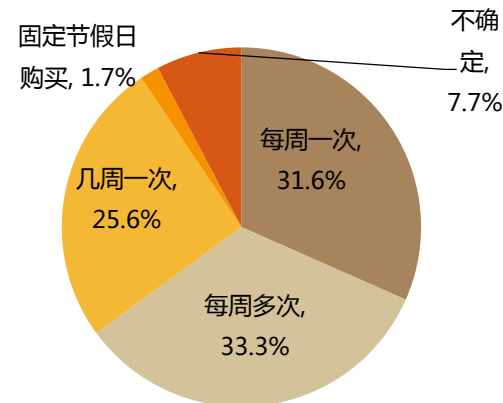
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

## 烘焙食品零售模式按产品保质期分类

类别	长保类	中保类	短保类
保质期	6个月及以上	30-90天为主	5-10天为主
市场定位	易储存、便携	便携、品类多	口感好、营养好、健康
代表品牌	达利园、三辉麦风、盼盼	港荣、良品铺子、三只松鼠	桃李面包、曼可顿

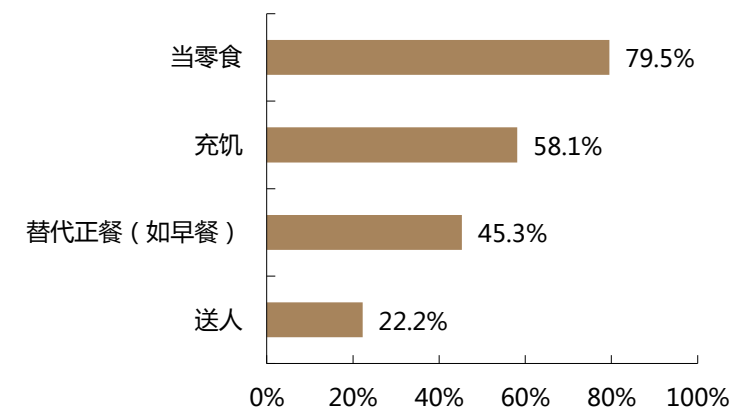
资料来源：艾媒数据中心，公开信息整理，德邦研究所

## 2020年中国烘焙食品消费频率



资料来源：草莓派数据调查与计算系统，艾媒网，德邦研究所

## 2020年中国烘焙食品消费场景TOP4



资料来源：草莓派数据调查与计算系统，艾媒网，德邦研究所

# 品类上：顺应健康需求，坚果炒货行业增长空间大，线上渠道高景气

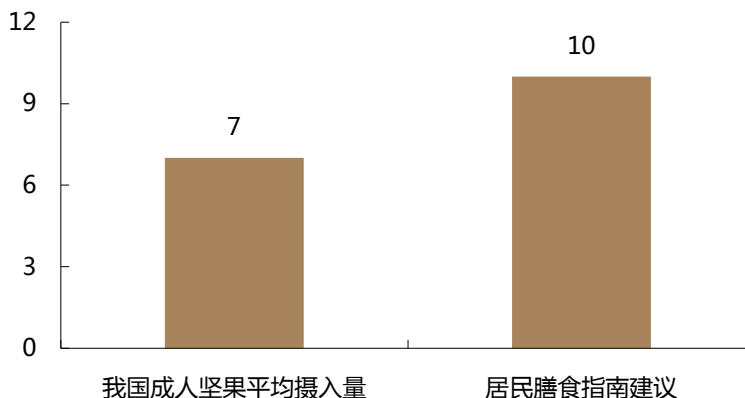
## ■ 我国人均坚果摄入量仍较小，行业未来空间大：

- **从健康角度，总量仍不足。**《中国居民膳食指南(2016)》建议，成年人每周坚果推荐摄入量为50~70克，相当于每天摄入10克左右。而中国疾控中心营养与健康所《坚果与健康关系的科学证据》研究显示，当下我国成人坚果平均摄入量仅为7g/天，与居民膳食指南建议仍有较大的差距。
- **消费结构不均衡，树坚果未来空间大。**目前我国坚果消费而在我国居民的坚果消费结构中，以籽坚果为主，根据智研咨询数据，其在坚果摄入量中占比超过50%，消费结构不均衡；在树坚果品类上，中国消费量较少，根据中国食品工业协会的数据，中国每人每年消费的杏仁、腰果、夏威夷果、碧根果、核桃总量占美/日/全球的14%/67%/71%，未来坚果、尤其是树坚果有很大的发展空间。
- **坚果消费群体年轻化，线上成为重要渠道。**根据MobTech数据，我国坚果行业中18-34岁人群占比达66%。这就带来贴合年轻人需求，坚果行业朝便携化、一人食、产品多样化等趋势发展，线上也成为重要的渠道，CBNDData联合天猫发布的《2019坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书》显示，我国坚果线上零售额占比已经增长超过12.5%，2018年淘系坚果炒货行业成交规模是2012年的10倍。

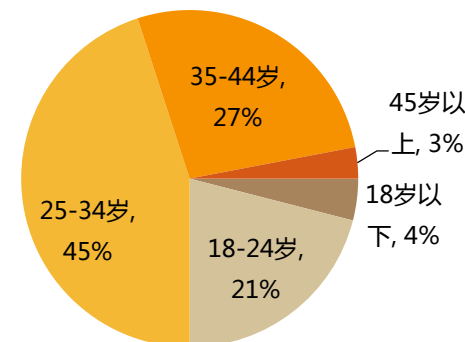
坚果主要分类



我国成人坚果人均消费量 (g/天)



坚果行业消费者年龄分布



资料来源：公开信息整理，德邦研究所

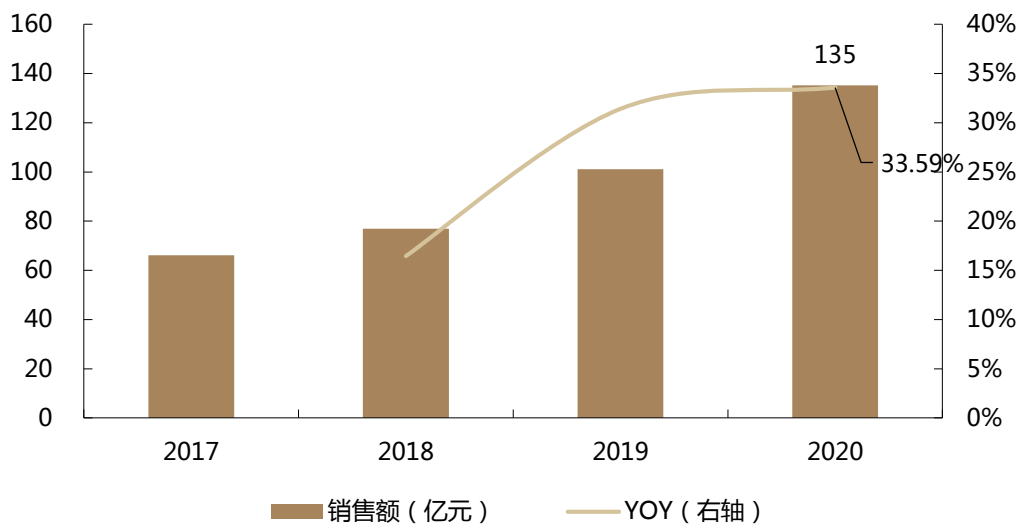
资料来源：《中国居民膳食指南(2016)》，《坚果与健康关系的科学证据》，德邦研究所

资料来源：MobTech，德邦研究所

# 品类上：以休闲卤制品为代表的肉类零食需求高，品牌化趋势明显

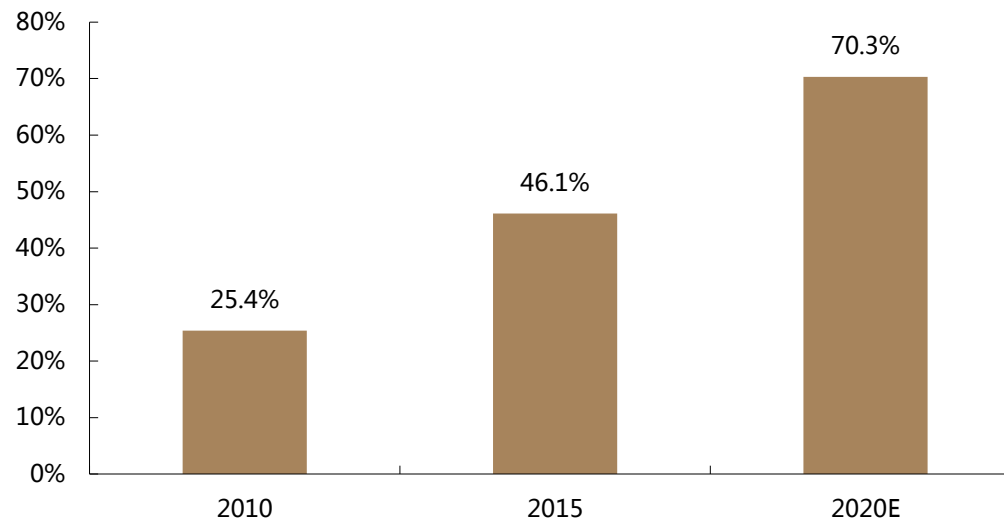
- **以休闲卤制品为代表的肉类零食需求高。** 肉类零食中包括肉脯、肉干、鸭副等，我国的肉类零食以休闲卤制品为代表，具备本土风味。魔镜数据显示，近几年我国肉类零食行业发展迅速、需求高，2020年天猫淘宝肉类零食销售额达135亿元，同比增速达到33.59%。
- **我国肉类零食行业品牌化趋势明显：**根据华经情报网数据，伴随人均可支配收入的提升，消费者品牌概念增强，2020年我国卤制品品牌化率有望达70.3%。品牌化的产品均价高于杂牌和作坊产品，品牌化为行业的快速发展供能。未来行业有望朝高端化、健康化、多样化继续发展，符合消费升级趋势。

天猫淘宝销售额：牛肉干/猪肉脯/卤味零食



资料来源：魔镜，德邦研究所

2010-2020E我国卤制品品牌化率



资料来源：华经情报网，德邦研究所

# 产业链上：休闲食品制造/品牌商处于产业中游，龙头在向上下游延伸

- 在我国休闲食品产业链上，休闲食品制造/品牌商处于中游。休闲食品产业链的上下游均高度分散，因此中游的休闲食品龙头可以利用技术、规模等优势向原材料供应、研发、配送物流、零售等上下游进行纵向延伸，实现全产业链布局，不断提高自己在行业的话语权。

我国休闲食品产业链总览



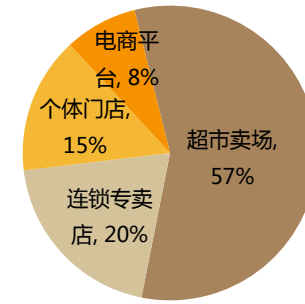
资料来源：公开信息整理，德邦研究所

# 渠道上：超市仍是最主要渠道，未来全渠道融合是趋势，下沉市场大有可为

- 休闲食品仍以线下超市为最主要渠道，而线上渠道快速发展，未来全渠道融合是趋势。目前主要的线下渠道有两种：商超+经销和自建品牌连锁店。 Mob研究院根据商务部整理的数据显示，2018年我国休闲食品主要渠道销售额占比中，超市卖场占比最大，仍有57%；伴随近年来电商渠道的快速发展，电商渠道占比已由2011年的0.3%快速提高至2018年的8%。“线上下单、线下提货”、外卖、社区团购等新零售成为发展新方向，休闲食品龙头纷纷布局全渠道融合。
- 从区域分布来看，一线和新一线城市的休闲食品消费者占比过半，未来新一线和低线城市都大有可为。 MobTech数据显示，按城市等级分类购买休闲零食的消费者中，一线城市的消费者占比为36.8%，新一线城市的消费者占比为23.3%。自2016年以来，新一线城市人口增速明显加快并高于一线城市，将成为重要的休闲食品消费群体；而伴随低线城市人民生活水平的提高，以及休闲零食的渠道下沉，低线城市的休闲食品市场发展潜力十足。

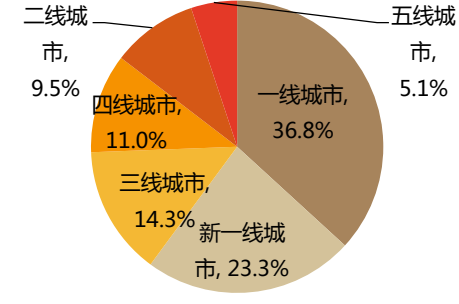
我国休闲食品主要渠道比较

2018年我国休闲食品主要渠道销售额占比



资料来源：商务部，Mob研究院整理，德邦研究所

我国休闲零食消费者城市等级分布



资料来源：MobTech，德邦研究所



模式	线下渠道		线上渠道
	商超+经销	自建品牌连锁店	
主要情况	主要依靠商超等现有的线下零售渠道，目前仍是最主要的线下渠道	通过直营或加盟的模式自建品牌连锁店，既是品牌商也是渠道商	利用互联网，主要通过第三方电商平台、自建线上渠道、社交电商等进行销售
优势	发展时间长，模式成熟，铺货速度快，能够快速实现区域扩张、销售布局广。	可陈列丰富的产品，品牌力强。消费者购物体验更高，渠道壁垒高。	能依靠线上流量，迅速实现全国化销售，触达人群广、销售规模大；可掌握充分的销售数据。
劣势	商超集合各种不同品牌的零食，竞争激烈、品牌力较弱。现有商超等传统线下零售渠道正受到新零售的冲击	自建渠道成本高，扩张速度较慢，风险相对较高。	电商平台的获客成本日益提升，红利减退；淘系品牌层出不穷，线上竞争激烈，产品及品牌忠诚度较弱，盈利能力较弱。
代表企业	洽洽食品、盐津铺子	良品铺子、来伊份、绝味食品、周黑鸭	三只松鼠、百草味、良品铺子

资料来源：公开信息整理，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明





# 生产方式上：根据品类发展路线不同，主要有自主生产和代工生产两种

- 我国休闲食品行业公司较多，根据其生产方式可以分为自主生产的和代工生产两种。这两种生产方式分别对应不同的资产模式，也适用于不同的品类发展路线：

## 自主生产&代工两种生产方式特点及代表企业

生产模式	自建工厂自主生产	合作贴牌代工生产
资产模式	重资产	轻资产
优点	产品质量可控，生产集中能产生规模优势，对上游的控制能力强。	产品品种丰富且可以灵活调整，退出和上新速度快。
缺点	产品单一，进入门槛高、退出成本大，产能提高周期长。	采购成本较高，品控难度大。
产品路线	大单品	全品类
代表企业	盐津铺子、洽洽食品、甘源食品、绝味食品、周黑鸭等	良品铺子、三只松鼠、来伊份等

资料来源：公开信息整理，德邦研究所



# 竞争格局上：子行业竞争格局差异明显，细分品类国产龙头市占率有望提升

2018年中国休闲食品行业主要细分品类市场集中度

膨化食品 CR5	糖果 CR5	休闲卤制品 CR5	烘焙食品 CR5	坚果 CR5	饼干 CR10
旺旺/21%	玛氏/22%	绝味食品 /8.5%	达利/5.4%	洽洽食品 /6%	亿滋国际 /14.4%
百事/16%	雀巢/8%	周黑鸭 /4.6%	85度C/4%	三只松鼠 /5%	徐福记/8.9%
达利/15%	阿尔卑斯 /7%	紫燕/3%	桃李/2.8%	百草味/3%	其他/40.4%
好丽友 /10%	亿滋国际 /7%	煌上煌 /2.8%	好利来 /2.6%	良品铺子 /2%	
上好佳/7%	费列罗/4%	久久丫 /1.3%	面包新语 /2.5%	来伊份/1%	/

资料来源：Frost&Sullivan，前瞻产业研究院，德邦研究所

- **我国休闲食品行业竞争格局呈现经营范围地域化、产品同质化的问题，缺乏全国性全品类龙头。**休闲食品行业进入门槛相对较低，主体数量众多，产品同质化较为严重。由于我国地域广阔，各地的饮食习惯和口味偏好存在差异，目前，我国尚未出现能在多个产品品类上主导全国销售市场的品牌，但已出现在细分领域或部分区域形成较为强势的品牌。
- **细分领域竞争格局差异化明显，国产品牌市占率有望提升，尤其是在新兴品类中突围：**根据前瞻产业研究院整理的Frost&Sullivan数据，我国膨化食品、糖果巧克力、饼干等细分领域作为传统零食品类，在获得长足发展后其行业集中度较高，出现了旺旺、玛氏等竞争力较强的大龙头；休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点等新兴具备本土风味特色、增速较快的品类集中度相对较低，且国产品牌占据高位。



## 03 成长驱动：扩产品+布渠道+拓区域+高激励



# 扩产品：打造“多品牌”+“多品类”的多层次产品矩阵

盐津铺子产品矩阵图

国内领先的小品类休闲食品领导品牌



资料来源：公司官网，百度图片，德邦研究所

# 扩产品：新品类快速成长，发力中短保烘焙

- **新品类快速成长，规模效应渐显。**目前，公司咸味零食第一曲线稳中有升，休闲烘焙点心第二曲线迅速成长，两者渐呈并驾齐驱之势。烘焙产品放量驱动公司收入增长，目前已成为第一大品类；速冻鱼糜制品则成为公司第二大收入来源。第三曲线为公司正在培育的新产品线，为重点成长品类。盐津铺子产品种类繁多，有利于降低公司对单品类的依赖度，降低某一产品需求变动对公司整体造成的影响。同时通过拓展新的品类，为公司带来可观的增量收入。在大单品模式下，随着各大品类放量，规模效应愈强，各品类的毛利率近年来有所增长。
- **发力烘焙市场，进军中短保领域。**公司2017年切入中短保烘焙领域，推出“憨豆先生”品牌，在行业开创性推出58天保质期坚果小口袋面包、憨豆吐司面包等系列产品，主打“58天保质期实现了7天保质期的口感”。并在之后相继推出“21日鲜”系列、主打28天保质期的“焙宁”等短保烘焙产品。

盐津铺子烘焙产品广告图



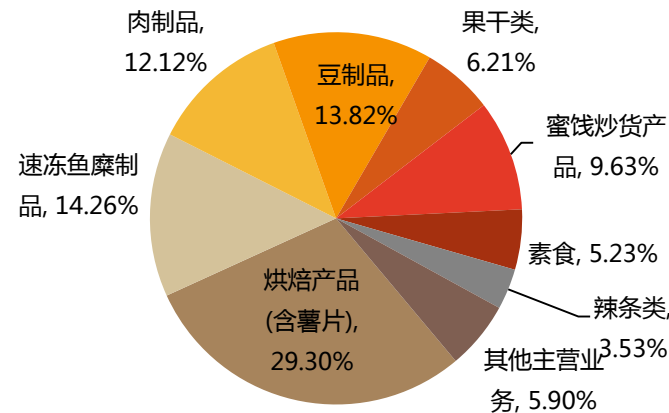
资料来源：盐津铺子京东自营旗舰店，德邦研究所

盐津铺子烘焙、果干、辣条等品类收入高增

烘焙产品(含薯片)	17-19年 CAGR	175%
果干类	17-19年 CAGR	347%
辣条类	19年 YOY	13817%

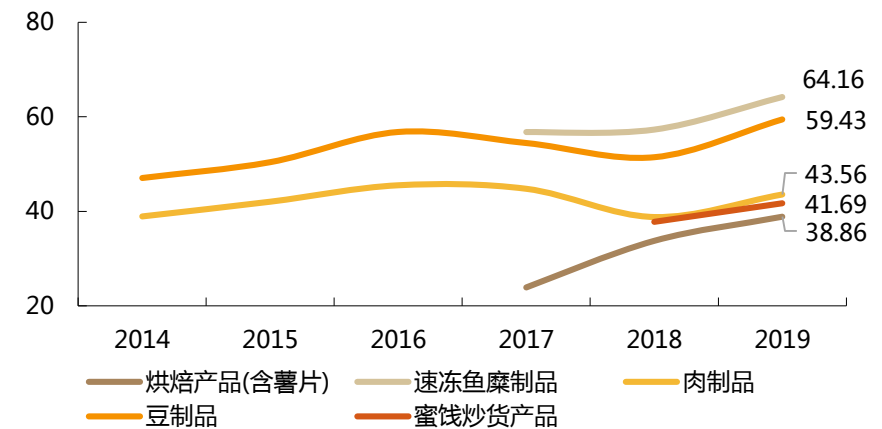
资料来源：公司公告，德邦研究所

2019年盐津铺子各品类收入占比



资料来源：Wind，德邦研究所

盐津铺子主要品类毛利率(%)



资料来源：Wind，德邦研究所



# 扩产品：自主生产为基石，盈利强、品控严

- **公司坚持自主生产，全产业链布局。**公司秉持“好零食，盐津造”的品牌理念，坚持自主生产，持续不断推进企业的工艺、设备、管理升级，实现了“研发、供应、生产、销售”的全产业链布局，形成了四大基地争相辉映的发展格局。

## 盐津铺子四大生产基地

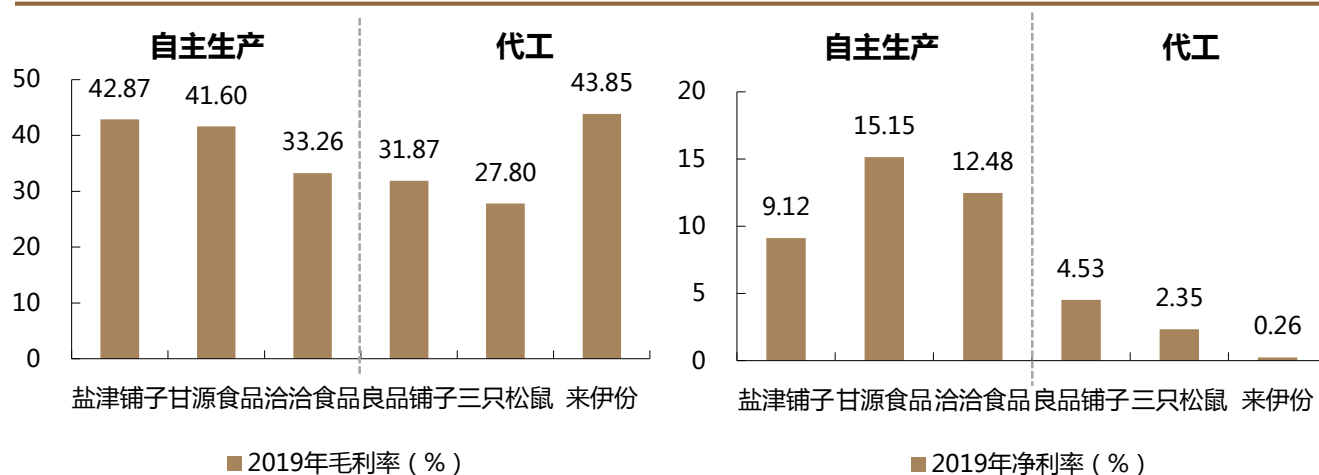
湖南盐津铺子浏阳生产基地	江西盐津铺子修水生产基地	广西盐津铺子凭祥生产基地	河南盐津铺子漯河生产基地
生产休闲零食、休闲短保烘焙两大系列产品，烘焙生产中心拥有15条智能化的烘焙生产线，年产能达6万多吨	主产休闲零食鱼豆腐、豆干、辣条系列产品	依托东南亚优质水果原料优势，生产芒果干、榴莲冻肉、冻干系列产品	主要生产烘焙食品

资料来源：公司官网，德邦研究所

- **公司采用自主生产模式，相较于代工模式优势：**

- **制造成本更低，盈利水平领先行业。**一方面公司购买原材料，并自主生产，省下找代工厂的部分费用。另一方面，ODM模式有利于生产集中，使得生产具有规模效应，降低成本，提高毛利。同时自主生产可以以销定产，提高公司生产效率，避免不必要的库存压力。
- **掌握关键技术优势，严控食品品质，保证食品安全。**公司通过自主生产，积累了在相关休闲食品品类上的技术优势。公司一体化生产模式，对原材料采购、食品加工、食品安全检测进行严格监管，掌握食品安全把控的主动权。

## 以盐津铺子为代表的自主生产模式企业毛利率、净利率相对更高

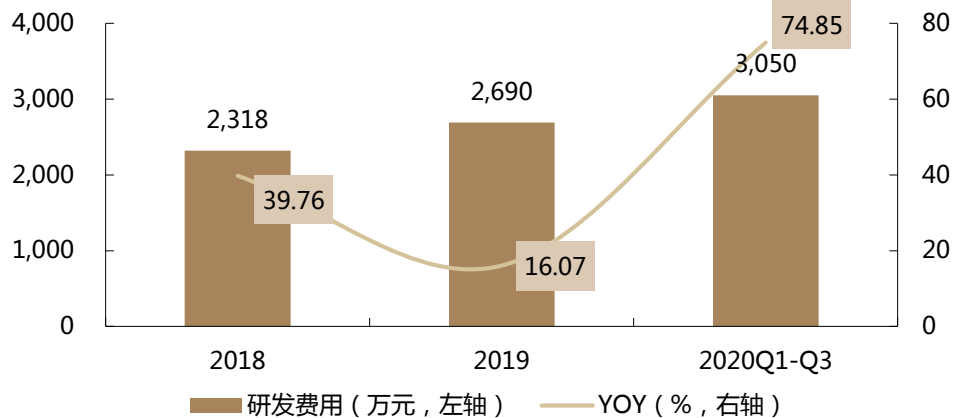


资料来源：Wind，德邦研究所

# 扩产品：重视产品研发，全产业链布局具备定价优势

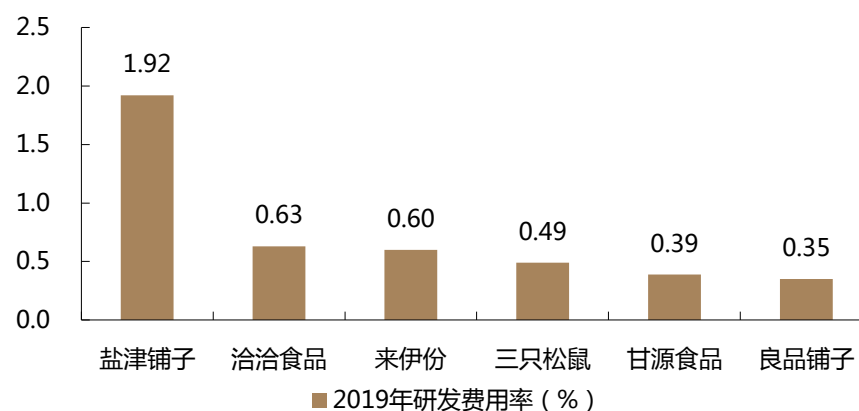
- **公司不断提高研发费用投入，重视产品研发，并通过实验工厂带动产品研发与更迭。**公司重视在研发上的持续投入，对生产工艺、生产设备不断改造革新，2018年以来每年的研发费用率约2%左右，整体研发费用在快速增长，研发费用率显著高于同行。

盐津铺子研发费用快速增长



资料来源：Wind，德邦研究所

盐津铺子2019年研发费用率高于同行



资料来源：Wind，德邦研究所

## 全产业链布局，具备定价优势

- **对上下游话语权均强。**公司通过自主生产形成的规模优势，对上游话语权较强；同时对下游的定价权较强，在销售渠道上通过具有示范效应的大型连锁商超，确定产品的定价，再将产品的价格体系推广至整个营销渠道，从而进一步掌握产业链的定价权。
- **可通过主动调价，向下游转移原材料成本变化带来的风险，维持产品毛利率的较高水平。**产业链的定价权优势，增强了公司抵御市场价格波动风险的能力，为公司持续高质量、有效率的扩张奠定了基础。

# 布渠道：打造全渠道网络，线下直营商超树标杆+经销渠道全面拓展

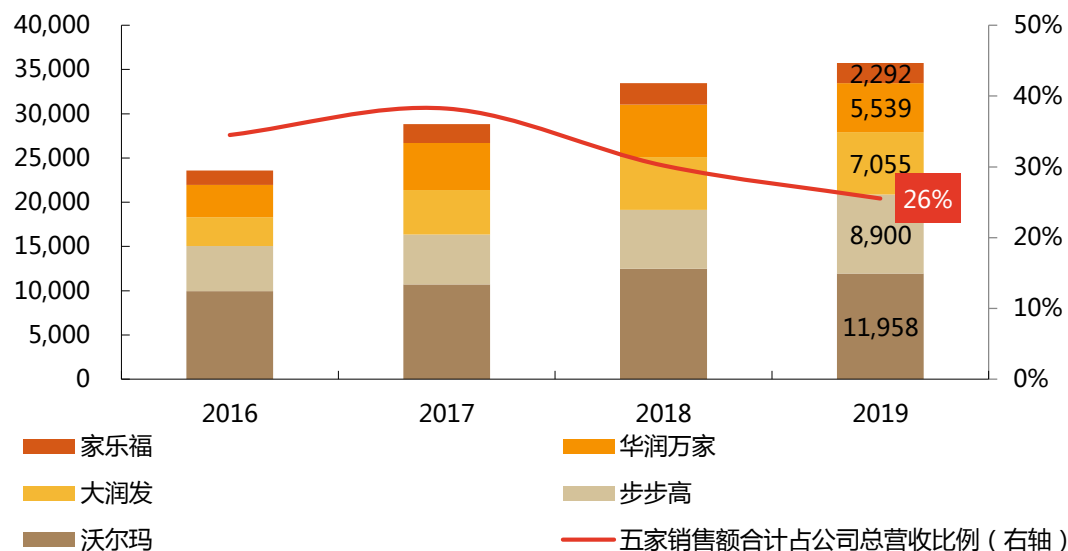
## 渠道策略调整

公司注重渠道建设，由原先的“直营商超主导、经销跟随”调整为“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”，以点带面，形成了多层次、广覆盖、高效率的全渠道网络。

### 线下渠道：在充分发展高端渠道的基础上，向下延伸销售网络

- **直营商超奠定高端渠道优势，经销模式实现渠道下沉。**盐津铺子核心渠道在于线下商超。前期公司以直营商超为主，积累了与大型连锁商超紧密合作的高端渠道优势，已经成为沃尔玛、麦德龙等国际大型连锁商超，以及家乐福、大润发、永辉、华润万家、步步高、人人乐、天虹百货、中百等国内大型连锁商超的核心供应商，并确立了以大型连锁商超带动地区经销商发展的营销渠道发展模式。后期采取经销模式，进一步打开B端、C端市场，进军3、4线城镇及农村市场，实现渠道下沉。公司披露的已签订的重大销售合同的履行情况中，对前五大直营商超客户合计销售额稳步提高，但2018年以来其在公司总营收中的占比呈下降趋势，2019年达26%，反映出公司渠道不断丰富，对大型商超客户的依赖度有所降低。
- **商超中散装基本盘夯实，定量装为辅市场助力。**公司通过差异化的包装，进一步实现对线下渠道的全覆盖。其中，散装产品是公司商超渠道的基本盘，在散称不断往全国市场推进时，公司可以通过定量装进一步开拓便利店、KTV等消费场所，增加用户覆盖率和品牌渗透率，未来定量装将成为继散装市场之后公司聚焦的第二大市场。

2018年以来，盐津铺子对前五大直营商超客户合计年度销售额（万元）在公司总营收中占比有所下降



资料来源：公司公告，德邦研究所



# 布渠道：线下店中岛“双岛战略”比翼齐飞，可复制性强

## 渠道策略调整

公司注重渠道建设，由原先的“直营商超主导、经销跟随”调整为“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”，以点带面，形成了多层次、广覆盖、高效率的全渠道网络。

### 线下渠道：在充分发展高端渠道的基础上，向下延伸销售网络

- **聚焦“盐津铺子”和“憨豆先生”两大主品牌，店中岛“双岛战略”比翼齐飞。** 公司从2018年起，在商超中投放盐津铺子“金铺子”零食屋和憨豆先生“蓝宝石”面包屋，一咸一甜、一中一西两种店中岛。店中岛可以看成是微型直营店，用于陈列散装产品，享受商超高人流量带来的福利。这两种店中岛分别采用金色和蓝色的主色调，外观醒目、造型独特，能进一步吸引人流，推动销量增长。
- **中岛模式助推单店产出提高，可复制性强。** 2018年“金铺子”店中岛投放以来，消费者的购物体验指数上升，2018年年报披露门店销售同比增长超50%。“蓝宝石”烘焙店中岛一经推出，就在行业引发了轰动效应，成功地确立了58天鲜在短促烘焙行业的行业地位，门店销售大幅增长。据调研了解，公司一个大型店中岛的年平均营收在20万左右，对应坪效是3万元/年左右，远高于一般线下商超1-2万元/年的坪效，能有效提高单位面积产出，并能得到商超青睐、推广性强。相比于开直营店，店中岛扩张成本低，可复制性强，因此数量快速提升，2018年即突破1000条陈列，预计现在已突破1.6万个。未来公司有望借助店中岛模式提高在全国商超的覆盖度，并进一步提高单店产出。

盐津铺子“金铺子”零食屋和憨豆先生“蓝宝石”面包屋



资料来源：公司官网，德邦研究所





## 渠道策略调整

公司注重渠道建设，由原先的“直营商超主导、经销跟随”调整为“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”，以点带面，形成了多层次、广覆盖、高效率的全渠道网络。

- 公司从2014年起就开始借助主流电商平台销售，以开设线上旗舰店等多种形式与主流电商合作。
- 2018年电商销售业绩增长较为迅猛，京东、天猫等平台电商业绩持续稳健增长；唯品会、拼多多业务快速增长。
- 2019年公司对电商渠道进行战略调整，把电商定位为“制造企业品牌电商”，积极培育“焙宁”和“满口香”品牌，分别定位于互联网短保烘焙领导品牌和国民咸味零食品牌，和“盐津铺子”主品牌一起在线上切分不同市场。
- 2020年公司进一步发力电商渠道，8月公司与一站式线上代运营龙头——壹网壹创签约全面战略合作，10月原立白集团电商总经理张磊担任公司副总经理，负责电商及线上数字化营销工作。

## 焙宁京东旗舰店，也有销售“满口香”产品



资料来源：焙宁京东旗舰店，德邦研究所





# 布渠道：积极试水新零售，促进线上线下渠道融合

## 渠道策略调整

公司注重渠道建设，由原先的“直营商超主导、经销跟随”调整为“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”，以点带面，形成了多层次、广覆盖、高效率的全渠道网络。

### ■ 对新渠道保持开放心态，积极尝试社交电商等新零售渠道：

- **把握线上流量，布局直播带货。** 公司在线上渠道布局方面，除了继续加码传统电商业务的渠道建设，还在2019年下半年启动直播带货业务，当年“双12”时实现了单场直播销售额五百万元的突破，还积极与薇娅等主播合作，推动电商业务发展。
- **试水社区团购，促进线上线下渠道融合。** 公司在2020年开始试水社区团购业务。根据我们的渠道调研，目前社区团购业务还处于探索阶段，在用一些边缘产品做尝试。

面对社区团购渠道的兴起，市场有担忧会影响到商超渠道的休闲食品销售，对以传统商超为主要渠道的盐津铺子而言可能会产生负面影响。

而我们认为，一方面社区团购目前仍在拓市场的成长初期，需要通过低价来实现引流、增加用户粘性，从选品的角度，高频刚需、低客单价、低品牌辨识度的生鲜，相比于非刚需、品牌辨识度较高、对渠道话语权不弱的休闲食品，更适合。因此社区团购可能对生鲜的商超渠道影响较大，而对休闲食品的商超渠道影响其实较小；另一方面，社区团购在消费场景、目标客群、城市布局上与公司目前的商超渠道仍有不同之处，公司对于社区团购渠道也是保持开放心态。

### 2020年517吃货节，薇娅直播带货盐津铺子产品

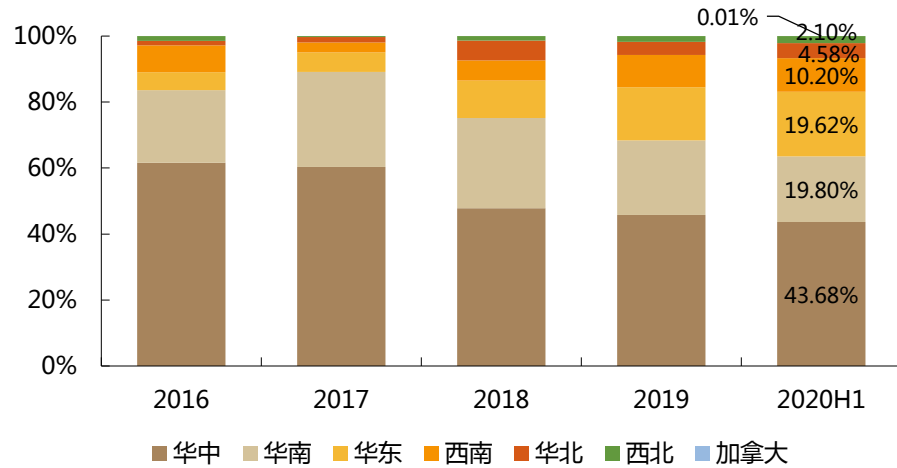


资料来源：盐津铺子官方微博，德邦研究所

# 拓区域：从华中走向全国，未来还有全球化的愿景可期

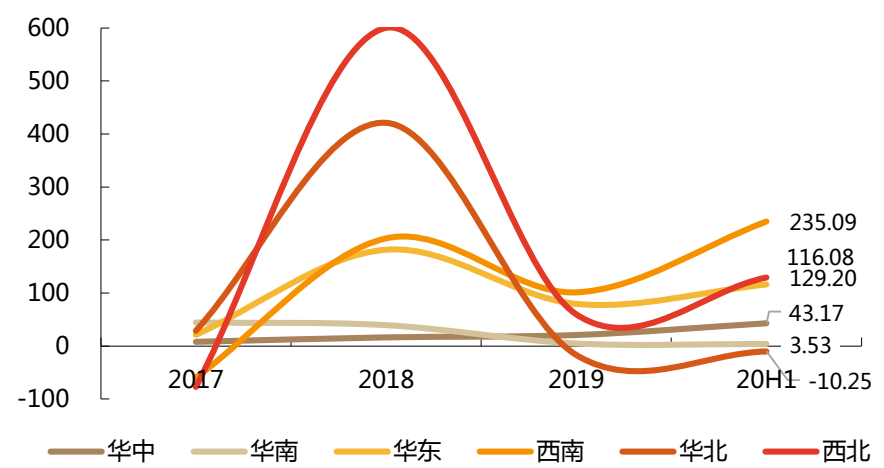
- 深耕华中，辐射全国。**从各地营收情况看，华中与华南营收占据总额的半数以上，湖南、江西和广东为较为成熟的根据地市场。华中是公司的主战场，2020年上半年收入占比44%，市场布局较为完善。但也可以看到，公司持续推进全国化进程，华东和西南作为目前公司重点开拓区域，收入在2018年后快速增长，在公司收入占比不断提高，我们认为公司目前在这些地区体量仍较小，未来渗透率还有较大的提升空间。在区域拓展战略上，公司将继续精耕“湘、赣、粤、滇、桂、黔”根据地市场，向区县下沉；将“川、渝、鄂”打造为第二根据地市场；大力发展华东市场、华北市场。
- 走出国门，全球化的愿景可期。**公司把“全球化”作为未来的一大战略。公司当初在广西凭祥选择投资建厂，主要就是看重其“面向东盟、贴边发展”的区位优势，希望借此打开越南、马来西亚、泰国、缅甸等东南亚市场。2017年上半年，盐津铺子继续积极响应党和国家全面推进“一带一路”倡议，产品和品牌打入国际市场，获得良好成效。2020年上半年，公司在加拿大地区实现收入13.10万元。

盐津铺子各地区营业收入占比



资料来源：Wind，德邦研究所

盐津铺子主要地区营业收入增速（%）



资料来源：Wind，德邦研究所



# 高激励：股权激励与回购彰显信心，深度激发企业动力

- 股权激励计划主要面向公司高管及核心技术人员，助力公司持续成长。公司在2019年实施了一次股权激励计划，并于今年3月初发布了《2021年限制性股票激励计划（草案）》。目前2019年股权激励计划的股票已全部授予完毕，激励对象已全部达成第一个解除限售期解除条件。

## 2019年股权激励计划 VS. 2021年股权激励计划

## 2021年股权激励计划业绩目标较高

2019年股权激励计划方案	
激励股票数量	550万股（含110万股预留）
激励对象总人数	首次授予12人，预留的授予8人，包括公司（含子公司）董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员
授予价格	首次授予价格每股13.65元，预留的授予价格每股25.97元
解除限售期	<b>公司层面业绩考核目标</b>
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%
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%
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%
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	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%
预留的限制性股票第二个解除限售期	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%

2021年股权激励计划方案	
激励股票数量	223.6701万股
激励对象总人数	32人，包括公司（含子公司）董事、高管、核心技术（业务）人员
授予价格	每股53.37元
解除限售期	<b>公司层面业绩考核目标</b>
第一个解除限售期	相比2020年，2021年营业收入增长率不低于28%，且净利润增长率不低于42%
第二个解除限售期	相比2020年，2022年营业收入增长率不低于62%，且净利润增长率不低于101%
第三个解除限售期	相比2020年，2023年营业收入增长率不低于104%，且净利润增长率不低于186%

公司层面的业绩考核要求				
	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入（亿元）	11.08	12.74	14.95	17.72
19年激励计划要求增速不低于		15%	35%	60%
同比		15.00%	17.39%	18.52%
净利润（亿元）	0.38	0.74	0.99	1.34
19年激励计划要求增速不低于		95%	160%	250%
同比		95.00%	33.33%	34.62%

公司层面的业绩考核要求				
	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入（亿元）	19.59	25.08	31.74	39.96
21年激励计划要求增速不低于		28%	62%	104%
同比		28.00%	26.56%	25.93%
净利润（亿元）	--	--	--	--
21年激励计划要求增速不低于		42%	101%	186%
同比		42.00%	41.55%	42.29%

\* 净利润指标:计算以未扣除股权激励成本前的净利润，且指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润作为计算依据；2020年扣非后归母净利润尚未披露



# 高激励：股权激励与回购彰显信心，深度激发企业动力

- **股权激励计划主要面向公司高管及核心技术人员，助力公司持续成长。**公司在2019年实施了一次股权激励计划，并于今年3月初发布了《2021年限制性股票激励计划（草案）》。目前2019年股权激励计划的股票已全部授予完毕，激励对象已全部达成第一个解除限售期解除条件。

2019年股权激励计划 VS. 2021年股权激励计划

2021年股权激励计划中包括去年10月新上任的副总张磊

2019年股权激励计划-激励对象名单					
首次授予部分			预留授予部分		
姓名	职位	获授的限制性股票数量（万股）	姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）
王宾	董事	36	兰波	董事、副总经理	10
兰波	副总经理	110	王宾	董事	20
杨林广	副总经理	30	朱正旺	董事会秘书、财务总监	10
孙林	副总经理	20	邱湘平	总经理助理	20
朱正旺	董事会秘书、财务总监	60	--	--	--
邱湘平	总经理助理	56	--	--	--
核心技术（业务）人员（共6人）		128	核心技术（业务）人员（共4人）		50
合计		440	合计		110

2021年股权激励计划-激励对象名单		
姓名	职位	获授的限制性股票数量（万股）
兰波	董事、副总经理	9
杨林广	董事、副总经理	25
张磊	副总经理	5
朱正旺	董事会秘书、财务总监	15
核心技术（业务）人员（共28人）		169.6701
合计		223.6701



- **股权激励实施效果良好。**公司2019年实现营业总收入13.99亿元/+26.3%，归母净利润1.28亿元/+81.6%，按照股权激励计划口径计算的净利润为1.23亿元/+222.8%；2020年公司实现营业总收入19.59亿元/+40.0%，归母净利润2.42亿元/+88.7%。可以看出公司股票激励计划正向了激发管理团队积极性，由此带来的公司业绩提升远高于股份支付费用（公司自2019年5月起按权责发生制分月列支，2019年1-12月所得税前共列支股份支付费用2929.54万元，2020年1-12月所得税前共列支股份支付费用4,554.28万元），股权激励实施效果良好。
- **回购落地彰显信心，拟用于员工股权激励。**2020年12月1日，公司召开第三届董事会第三次会议审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，公司拟使用自有资金以集中竞价的方式回购公司股份，回购的股份拟全部用于股权激励。回购股份的金额总额不低于1.50亿元（含），且不超过人民币2.50亿元（含），回购股份价格不超过150.00元/股（含）。截止2021年2月3日，此次回购股份计划已实施完毕，共斥资2.50亿元、回购公司股份223.6701万股。2021年准备进行的股权激励正用的是本次回购回来的股票，有利于充分调动公司中高级管理人员、核心骨干人员的积极性，助力公司的长远发展；同时也反映了管理层对公司内在价值的肯定和对未来可持续发展的坚定信心。





---

## 04 盈利预测与投资建议



- 基于公司多品类战略下各品类快速发展，产品力、品牌力及规模效应逐步体现，我们对2020-2022年各项主要业务收入及毛利率做出以下假设：
- **收入**：我们预计烘焙产品（含薯片）保持高速增长，肉制品、休闲豆制品（鱼糜制品的快速增长的带动下）保持较快增长。同时包括果干、辣条等新的大单品有望持续放量，带来其他品类快速成长。总体来看，公司2020-2022年总营收将分别达到19.59/25.66/32.69亿元。
- **毛利率**：我们预计伴随各品类快速增长，公司的产品力和品牌力将进一步增强，规模效应将逐步体现，各品类2020-2022年的毛利率有望稳中有升。总体来看，公司2020-2022年综合毛利率将分别达到43.3%/43.7%/44.0%，保持持续提升的态势。

## 盐津铺子业务拆分

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	683	754	1,108	1,399	1,959	2,566	3,269
同比	17%	10%	47%	26%	40%	31%	27%
烘焙产品(含薯片)		54	215	410	696	1,009	1,372
同比			297%	90%	70%	45%	36%
休闲豆制品（含鱼糜制品）	359	361	367	393	488	588	697
同比	135%	1%	2%	7%	24%	21%	18%
肉制品	86	114	153	170	229	286	354
同比	17%	32%	35%	11%	35%	25%	24%
其他	239	225	372	427	546	683	847
同比	-2%	-6%	65%	15%	28%	25%	24%
<b>毛利率</b>	<b>49.2%</b>	<b>46.8%</b>	<b>39.1%</b>	<b>42.9%</b>	<b>43.3%</b>	<b>43.7%</b>	<b>44.0%</b>
烘焙产品(含薯片)		23.9%	33.8%	38.9%	40.0%	40.6%	41.1%
休闲豆制品（含鱼糜制品）	56.8%	55.4%	53.9%	61.8%	62.5%	63.3%	64.0%
肉制品	45.5%	44.8%	38.8%	43.6%	44.0%	44.4%	44.6%
其他	39.1%	39.6%	27.8%	29.0%	30.0%	31.0%	31.8%

资料来源：Wind，德邦研究所



- **投资建议**：预计公司 2020-2022 年营业总收入分别为 19.59/25.66/32.69 亿元，分别同比增长 40.0%/31.0%/27.4%；2020-2022 年归母净利润分别为 2.42/3.11/4.56 亿元，分别同比增长 88.7%/28.9%/46.4%；EPS 分别为 1.87/2.41/3.52 元，对应 PE 分别为 62/48/33 倍。基于对公司在扩产品、布渠道、拓区域、高激励的多维驱动下有望实现高成长的良好预期，首次覆盖并给予“买入”评级。

### 盐津铺子盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,108	1,399	1,959	2,566	3,269
同比	46.8%	26.3%	40.0%	31.0%	27.4%
净利润(百万元)	71	128	242	311	456
同比	7.3%	81.6%	88.7%	28.9%	46.4%
全面摊薄EPS(元)	0.55	0.99	1.87	2.41	3.52
毛利率(%)	39.1%	42.9%	43.3%	43.7%	44.0%
净资产收益率(%)	11.0%	16.6%	26.9%	29.4%	35.2%

资料来源：Wind，德邦研究所

### 盐津铺子与可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营业总收入(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300783.SZ	三只松鼠	144	101.22	119.10	142.14	2.66	3.41	4.45	54.00	42.12	32.28
002557.SZ	洽洽食品	260	52.89	62.03	71.03	7.90	8.89	9.97	32.96	29.29	26.12
603719.SH	良品铺子	200	79.78	97.42	118.60	3.45	4.49	5.59	58.08	44.58	35.81
603777.SH	来伊份	40	43.09	51.30	61.33	-0.14	0.96	0.70	-292.96	41.80	57.20
可比公司平均值		--	69.25	82.46	98.28	3.47	4.44	5.18	-36.98	39.45	37.85
002847.SZ	盐津铺子	150	19.59	25.66	32.69	2.42	3.11	4.56	61.93	48.03	32.82

注：总市值和计算PE的收盘价日期为2021年3月22日；EPS除盐津铺子外，其他公司均采用Wind一致预测（洽洽食品2020年营业总收入和归母净利润为公司业绩快报披露数据）



# 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)				
每股收益	0.99	1.87	2.41	3.52
每股净资产	5.98	6.95	8.19	10.00
每股经营现金流	1.43	1.96	3.00	4.88
每股股利	0.50	0.91	1.17	1.71
价值评估 (倍)				
P/E	116.86	61.93	48.03	32.82
P/B	19.35	16.65	14.13	11.57
P/S	8.28	5.96	4.55	3.57
EV/EBITDA	80.32	60.78	52.23	35.90
股息率%	0.4%	0.8%	1.0%	1.5%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	42.9%	43.3%	43.7%	44.0%
净利润率	9.2%	12.3%	12.1%	13.9%
净资产收益率	16.6%	26.9%	29.4%	35.2%
资产回报率	7.7%	11.9%	12.9%	16.4%
投资回报率	10.2%	14.8%	16.1%	21.5%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	26.3%	40.0%	31.0%	27.4%
EBIT增长率	139.1%	82.6%	16.2%	46.8%
净利润增长率	81.6%	88.7%	28.9%	46.4%
偿债能力指标				
资产负债率	53.0%	55.2%	55.7%	53.2%
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.7	34.0	32.0	31.0
存货周转天数	133.1	120.0	115.0	100.0
总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.0
固定资产周转率	1.9	2.1	2.3	2.1

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	128	242	311	456
少数股东损益	0	1	1	1
非现金支出	67	24	28	33
非经营收益	11	16	10	6
营运资金变动	-21	-29	38	135
经营活动现金流	184	253	389	632
资产	-350	-226	-247	-260
投资	0	0	0	0
其他	8	-2	-4	-3
投资活动现金流	-342	-228	-251	-263
债权募资	389	121	38	-124
股权募资	64	1	0	0
其他	-295	-130	-166	-235
融资活动现金流	158	-7	-128	-359
现金净流量	0	18	10	10

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为3月22日  
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



# 财务报表分析和预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,399	1,959	2,566	3,269
营业成本	799	1,111	1,445	1,832
毛利率%	42.9%	43.3%	43.7%	44.0%
营业税金及附加	13	18	23	30
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	344	452	616	762
营业费用率%	24.6%	23.1%	24.0%	23.3%
管理费用	91	102	149	173
管理费用率%	6.5%	5.2%	5.8%	5.3%
研发费用	27	47	67	82
研发费用率%	1.9%	2.4%	2.6%	2.5%
EBIT	125	229	266	391
财务费用	13	10	12	10
财务费用率%	1.0%	0.5%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	138	277	328	487
营业外收支	1	-4	1	4
利润总额	139	273	329	491
EBITDA	188	252	293	423
所得税	11	31	16	34
有效所得税率%	8.2%	11.2%	5.0%	7.0%
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司所有者净利润	128	242	311	456

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	122	140	150	160
应收账款及应收票据	156	182	225	278
存货	292	365	455	502
其它流动资产	91	133	150	178
流动资产合计	660	821	980	1,118
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	740	921	1,117	1,319
在建工程	8	20	33	47
无形资产	138	145	156	172
非流动资产合计	1,000	1,201	1,429	1,667
资产总计	1,660	2,022	2,409	2,785
短期借款	348	470	508	384
应付票据及应付账款	257	353	449	575
预收账款	68	95	116	155
其它流动负债	188	181	251	349
流动负债合计	862	1,098	1,324	1,464
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债总计	881	1,117	1,343	1,482
实收资本	128	129	129	129
普通股股东权益	773	899	1,059	1,294
少数股东权益	6	7	8	9
负债和所有者权益合计	1,660	2,022	2,409	2,785

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为3月22日  
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所





---

## 05 风险提示



- 疫情出现反复
- 宏观经济下行
- 新产品推广不及预期
- 食品安全问题等



## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获2015年轻工消费新财富最佳分析师第5名；2016年轻工消费新财富第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第1名；2018年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名，IAMAC第2名；2019年获轻工《财经》最佳分析师第2名，Wind金牌分析师第3名，水晶球第4名，新浪金麒麟分析师第4名，等等。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

2021

THANKS



德邦证券  
Topsperity Securities