

002847.SZ
买入

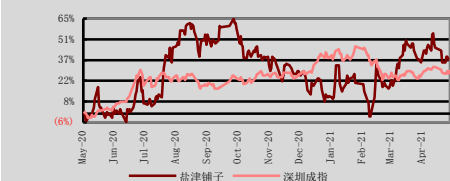
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 127.11

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 盐津铺子首次覆盖报告

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.1	(0.0)	13.1	47.8
相对深证成指	15.3	(3.4)	24.1	18.2

发行股数(百万)	129
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	16,443
3个月日均交易额(人民币 百万)	192
净负债比率(%) (2021E)	22
主要股东(%)	
湖南盐津铺子控股有限公司	37

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年5月14日收市价为标准

盐津铺子

瞄准低市占率赛道, 多品类布局, 强渠道获取竞争优势

盐津铺子是国内领先的多品类布局休闲食品企业, 公司瞄准低市占率的细分赛道, 通过直营商超+经销商+新零售模式打造立体化营销网络, 坚持自主生产模式保障产品质量。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 休闲食品行业规模稳健增长, 细分市场增长潜力大。中国休闲食品市场规模接近 1.3 万亿元, 且保持着两位数的增长速度。烘焙、卤制品、坚果等细分市场集中度低, 增长潜力大。
- 公司股权相对集中, 股权激励计划鼓舞士气。创始人兄弟二人合计持股 64%, 股权相对集中, 有利于公司快速决策。两期股权激励计划的推出对公司管理层及核心员工形成有效激励。
- 公司业务模式: (1) 产品端, 公司主打咸味休闲零食和烘焙产品, 并积极培育新品类, 拥有丰富的产品矩阵。(2) 渠道端, 深耕线下渠道, 与众多大型商超建立了紧密的合作关系, 并通过经销商实现多层次覆盖。此外, 大力发展电商类渠道, 积极拥抱社区团购、直播带货等新形式, 与线下渠道形成互补。(3) 公司立足于华中大本营并不断向外延伸, 销售区域已覆盖全国 31 个省区市, 弱势地区销售规模快速增长。(4) 坚持自主生产, 打造了“源头控制、自主生产、产品溯源”的食品安全控制体系。“实验工厂”模式支撑公司产品快速迭代, 抢占市场先机。
- 核心竞争优势: 我们认为公司的核心竞争优势有三: (1) 瞄准增长潜力大的细分赛道, 获取差异化竞争优势。公司避开膨化食品、糖果巧克力等竞争激烈的大品类, 专注于中国传统特色小品类休闲食品细分赛道, 主打休闲深海零食、休闲豆制品、蜜饯炒货、休闲素食、肉鱼产品等品类, 并自 2018 年起通过中保产品切入烘焙领域, 打造出第二增长曲线。(2) 双中岛模式强化品牌形象。公司打造了“盐津铺子”休闲零食屋和“憨豆爸爸”烘焙点心屋双中岛, 布置数量超过 16000 个, 直营商超和多品类优势为双岛模式构筑壁垒。(3) 多品类策略与自主生产模式结合, 既能满足多元化消费需求, 又有利于保障产品质量。
- 费用率逐年降低, 盈利能力不断改善。公司新品放量, 规模效应显现, 同时高毛利率产品销量占比提升, 毛利率持续提升。费用率自 2017 年起呈现逐年下降趋势, 盈利能力不断改善。

估值

- 我们认为公司未来增长逻辑清晰, 首次覆盖给予“买入”评级, 预计公司 2021-23 年 EPS 为 2.68、3.69、5.08 元, 同比增 43.3%、37.8%、37.6%, 对应 PE 为 47.5、34.5、25.0 倍。

评级面临的主要风险

- 市场竞争加剧, 新冠肺炎疫情疫情影响超预期, 新品推广不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,399	1,959	2,571	3,326	4,288
变动(%)	26	40	31	29	29
净利润(人民币 百万)	128	242	346	477	657
全面摊薄每股收益(人民币)	0.990	1.869	2.678	3.689	5.076
变动(%)	81.6	88.8	43.3	37.8	37.6
全面摊薄市盈率(倍)	128.4	68.0	47.5	34.5	25.0
价格/每股现金流量(倍)	89.1	48.3	28.5	32.7	19.4
每股现金流量(人民币)	1.43	2.63	4.46	3.89	6.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	87.6	51.6	37.7	27.7	20.3
每股股息(人民币)	0.192	0.496	0.710	0.979	1.346
股息率(%)	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

目录

行业概况：规模稳健增长，细分市场增长潜力大	5
2020 年休闲食品市场规模接近 1.3 万亿元，年复合增速超过两位数	5
休闲食品细分品类多，烘焙、坚果炒货、休闲卤制品市场集中度低	5
公司概况：业绩快速增长，股权激励鼓舞士气	7
以凉果蜜饯起家，力争建立小品类休闲食品全品类产品体系	7
公司股权相对集中，股权激励计划形成有效激励	8
业务模式：多品类布局+立体营销网络+自主生产	10
产品端：做大产品矩阵，打造多重增长曲线	10
渠道端：渠道发展理念升级，线下渠道多层次覆盖，新兴渠道加速发展	12
生产模式：自主生产保障产品质量，自主研发抢占市场先机	15
竞争优势：瞄准细分赛道，双中岛强化品牌形象，自主生产保障产品质量	17
成本分析：盈利能力不断改善，利润率行业领先	18
费用率逐年下降，盈利能力不断改善	18
同业对比：公司毛利率、净利率处于同业较高水平	18
盈利预测与估值	20
盈利预测及关键假设	20
相对估值和投资评级	20
风险提示	22

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 中国休闲食品市场规模（2012-2021E） 5

图表 2. 休闲食品细分品类市场规模占比..... 6

图表 3. 休闲食品细分品类 CR5..... 6

图表 4. 烘焙糕点行业市场规模（2013-2020E） 6

图表 5. 烘焙食品行业市场集中度情况 6

图表 6. 中国人均烘焙食品消费量（2007-2019） 6

图表 7. 中国与部分国家烘焙食品人均消费量对比（2019） 6

图表 8. 盐津铺子发展历程..... 7

图表 9. 盐津铺子营收及增速（2012-2020） 8

图表 10. 盐津铺子归母净利及增速（2012-2020） 8

图表 11. 盐津铺子股权结构图..... 8

图表 12. 盐津铺子第一期股权激励计划激励对象名单 9

图表 13. 盐津铺子第二期股权激励计划激励对象名单 9

图表 14. 盐津铺子两期股权激励计划情况对比 9

图表 15. 盐津铺子产品展示 10

图表 16. 盐津铺子分品类营收（2019-2020） 10

图表 17. 盐津铺子分品类营收占比（2020） 10

图表 18. 盐津铺子“焙宁”系列 28 天短保产品..... 11

图表 19. 盐津铺子分品类毛利率（2017-2020） 12

图表 20. 休闲食品公司线上、线下渠道收入占比（2020） 12

图表 21. 盐津铺子分渠道营收（2017-2020） 13

图表 22. 盐津铺子分渠道营收占比（2017-2020） 13

图表 23. 双岛之“盐津铺子”休闲零食屋..... 14

图表 24. 双岛之“憨豆爸爸”烘焙点心屋 14

图表 25. 盐津铺子与壹网壹创签订战略合作..... 14

图表 26. 盐津铺子分区域营收占比（2016-2020） 15

图表 27. 盐津铺子分区域营收（2016-2020） 15

图表 28. 盐津铺子研发-生产链条示意图 16

图表 29. 盐津铺子研发投入情况（2017-2020） 16

图表 30. 盐津铺子与同行业公司研发费用率对比（2020） 16

图表 31. 盐津铺子各项费用率变化情况 (2015-2020)	18
图表 32. 盐津铺子毛利率与净利率变化情况 (2015-2020)	18
图表 33. 盐津铺子与同行业公司毛利率对比.....	19
图表 34. 盐津铺子与同行业公司净利率对比.....	19
图表 35. 盐津铺子收入预测表.....	20
图表 36. 可比公司估值表	21
损益表(人民币 百万).....	23
资产负债表(人民币 百万).....	23
现金流量表(人民币 百万).....	23
主要比率 (%).....	23

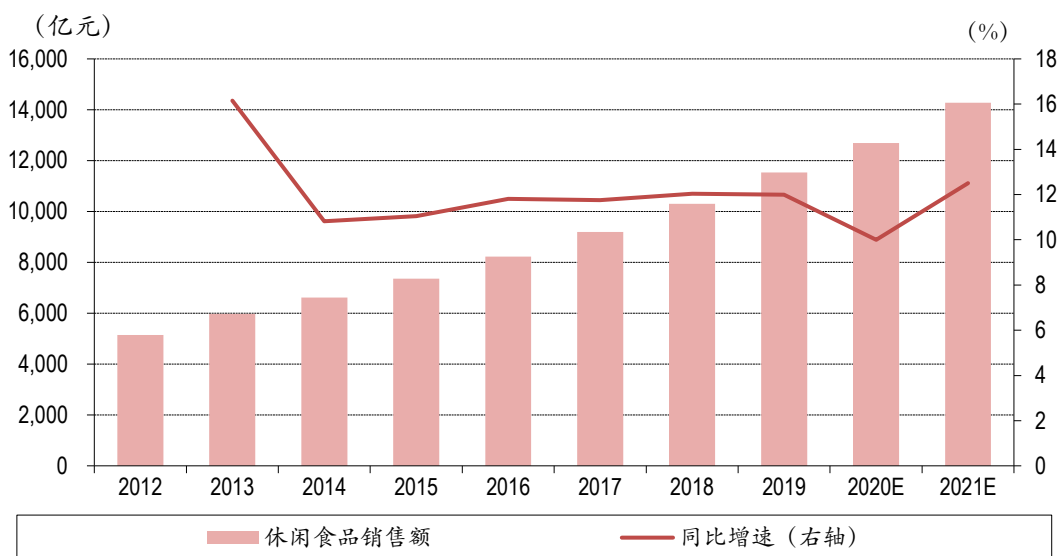
行业概况：规模稳健增长，细分市场增长潜力大

2020 年休闲食品市场规模接近 1.3 万亿元，年复合增速超过两位数

中国休闲食品市场规模已突破万亿元，年复合增速超过两位数。根据中国食品工业协会援引 Frost&Sullivan 数据，中国休闲食品市场规模已突破万亿，近五年年复合增长率接近 12%。

疫情对休闲食品销售影响有限，不改快速增长的大趋势。2020 年，新冠肺炎疫情导致工厂短暂停工、销售部分受阻，但整体来说，疫情对休闲食品行业的负面影响较为有限。一方面，政府积极采取措施保障商超渠道迅速恢复经营，线下销售渠道经营稳定；另一方面，疫情期间直播电商、社区团购等新兴销售模式为休闲食品线上销售带来了新的解决方案。此外，疫情期间休闲食品的消费场景及消费习惯均得到培养，为休闲食品消费增长提供保障。因此我们判断 2020 年休闲食品市场规模增速较前几年小幅放缓，2021 年增速有所反弹。按此估计，2020 年休闲食品市场规模接近 1.3 万亿元，2021 年突破 1.4 万亿元。

图表 1. 中国休闲食品市场规模 (2012-2021E)



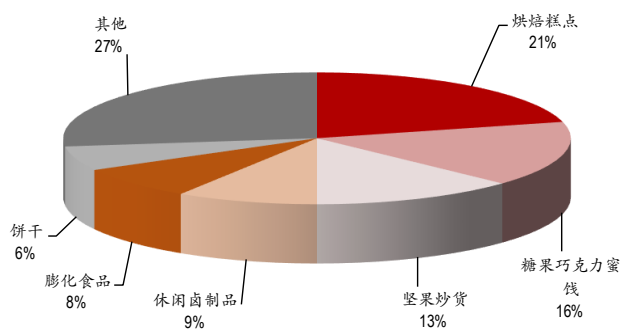
资料来源：中国食品工业协会，Frost&Sullivan，中银证券测算

休闲食品细分品类多，烘焙、坚果炒货、休闲卤制品市场集中度低

休闲食品细分品类众多，各细分品类市场集中度差距较大。休闲食品可分为烘焙糕点、膨化类、糖果巧克力、坚果炒货、休闲卤制品、果脯蜜饯、饼干等细分品类。按照销售规模来看，烘焙糕点、糖果巧克力蜜饯、坚果炒货、休闲卤制品以及膨化食品占据前五名。细分品类市场集中度方面，膨化食品、糖果蜜饯的 CR5 超过 50%，而烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品等品类的市场集中度较低，仍有较大机会。

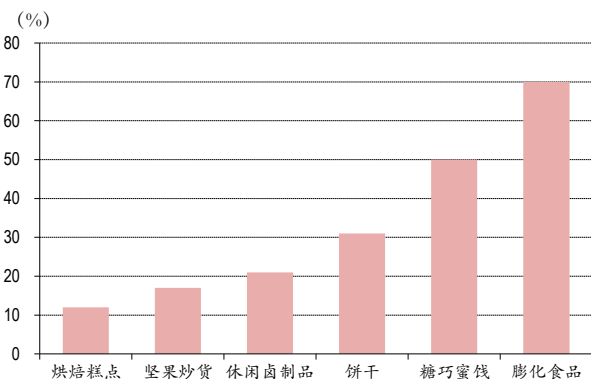
烘焙糕点品类市场规模增速快、集中度低。根据智研咨询数据，2019 年烘焙糕点市场规模超过 2300 亿元，近 5 年年复合增速达到 9%，预计 2020 年市场规模突破 2500 亿元。中国烘焙行业 CR5 不足 11%，低于日本的 43%、英国的 23% 及美国的 18%，主要因为各地区均存在大量规模较小的手工作坊式蛋糕/面包店，缺乏全国性品牌，竞争格局尚未稳固。

图表 2. 休闲食品细分品类市场规模占比



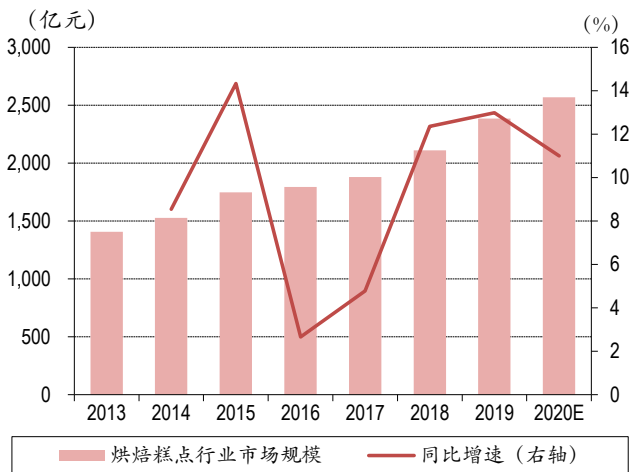
资料来源：中国食品工业协会，中银证券

图表 3. 休闲食品细分品类 CR5



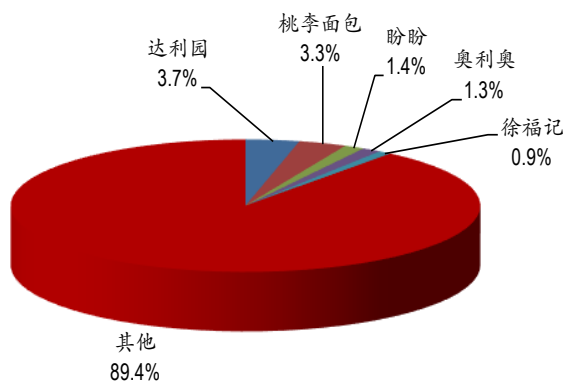
资料来源：中国食品工业协会，中银证券测算

图表 4. 烘焙糕点行业市场规模 (2013-2020E)



资料来源：Euromonitor，中银证券

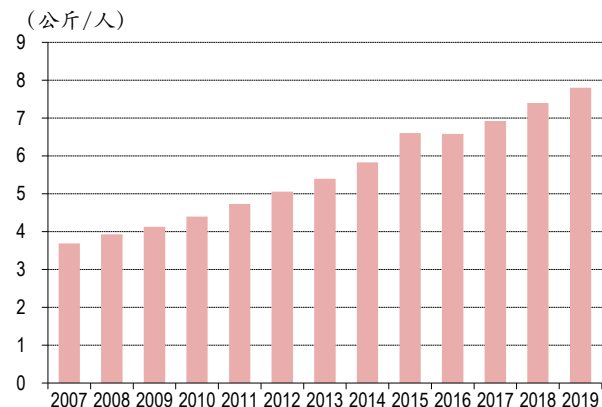
图表 5. 烘焙食品行业市场集中度情况



资料来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，中银证券

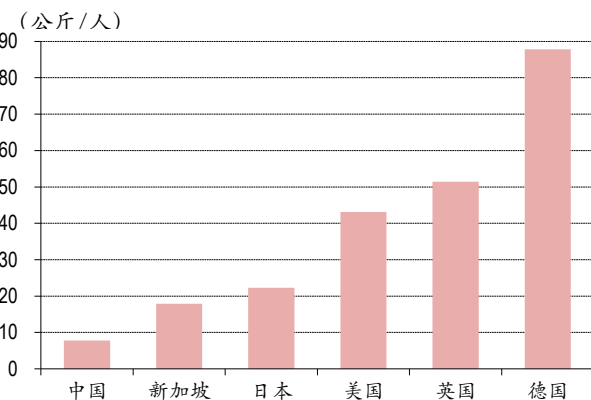
中国人均烘焙食品消费逐年稳健攀升，但与德美日等发达国家相比依旧偏低。2019年，中国人均烘焙食品消费量达到 7.8 公斤，相较 2007 年接近翻倍，但与其他发达国家相比，中国人均烘焙食品消费量依旧偏低。2019 年，德国、美国烘焙食品人均消费量为 88 公斤和 43 公斤，分别是中国人均的 11 倍和 5.5 倍之多；同样身处亚洲、饮食习惯与中国接近的日本和新加坡，人均消费量也达到中国人均的 2-3 倍。参考其他国家的烘焙食品消费量，中国烘焙食品消费规模尚有较大提升空间。

图表 6. 中国人均烘焙食品消费量 (2007-2019)



资料来源：中国食品工业协会，前瞻产业研究院，中银证券

图表 7. 中国与部分国家烘焙食品人均消费量对比 (2019)



资料来源：中国食品工业协会，Euromonitor，中银证券

公司概况：业绩快速增长，股权激励鼓舞士气

以凉果蜜饯起家，力争建立小品类休闲食品全品类产品体系

继承特色盐津工艺，以地方特色产品起家。“盐津”是种传统食品制作工艺，即将新鲜的蔬果加入盐和糖制作成盐津菜。这一工艺运用到凉果蜜饯制作中，使其具备酸甜咸辣等独特风味，成为南方具有特色的蜜饯食品。上世纪 80 年代，公司创始人张学武的父亲传承祖业，在湖南浏阳经营一家盐津食品作坊。2005 年，张学武坚定了将盐津食品做成中国特色品牌的信念，回到家乡创办了食品公司，并将盐津这种独特的工艺名称用于品牌名称。

多品类布局，力争建立小品类休闲食品全品类产品体系。经过多年的发展，公司逐渐成为了集食品研发、生产、销售于一体的集团公司。公司的主要产品为“盐津铺子”和“憨豆爸爸”系列休闲食品，并形成了三大产品体系，即以鱼糜产品、豆干产品、肉鱼产品、蜜饯炒货产品、素食产品等为代表的咸味小吃休闲零食产品，以面包、蛋糕、薯片、布丁等为代表的休闲烘焙点心类产品，以及坚果果干类产品，是目前国内产品品种较丰富、品类较为齐全的小品类休闲食品生产企业。2017 年 2 月，公司在深交所中小板上市。公司上市后，不断优化调整战略，并将中长期战略升级为“两多三全”，即“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”。

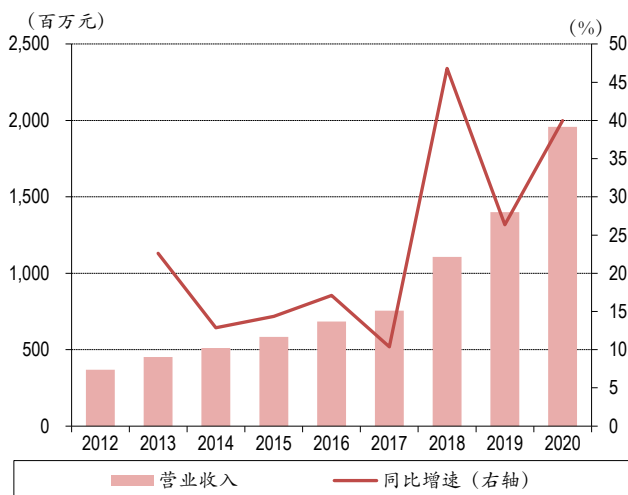
图表 8. 盐津铺子发展历程

时间	事件
2005 年	盐津铺子食品有限公司正式成立，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。
2009 年	荣获湖南省农业产业化龙头企业荣誉。
2010 年	创建坚果炒货厂。
2011 年	素食、糕点厂的相继新建。
2013 年	公司扩建凤爪厂；新建坚果炒货厂。
2013 年	公司总部仓储物流中心一期项目建成；办事处达到 40 多个，在全国设有多个物流自主配货仓，配送服务更加便利与快捷。
2014 年	公司以自有资金投资设立全资子公司湖南盐津铺子电子商务有限公司，开创了互联网+食品模式。
2014 年	江西盐津铺子食品有限公司、修水县盐津铺子农副产品初加工有限公司成立。
2015 年	签约何灵为首位品牌形象代言人。
2016 年	创建烘焙糕点厂，推出“蒸蛋糕”、“戚风蛋糕”、“鲜蛋糕”等系列产品。
2017 年	盐津铺子在深交所中小板挂牌上市。
2017 年	广西盐津铺子食品有限公司成立，推出“菓甄”芒果干产品。
2018 年	创新推出“憨豆先生”短保烘焙、小新王子”辣条，全面升级品牌经营战略。
2019 年	成立河南盐津铺子食品有限公司。
2020 年	获评“国家绿色工厂”、“高新技术企业”，公司市值突破百亿。

资料来源：公司官网，中银证券

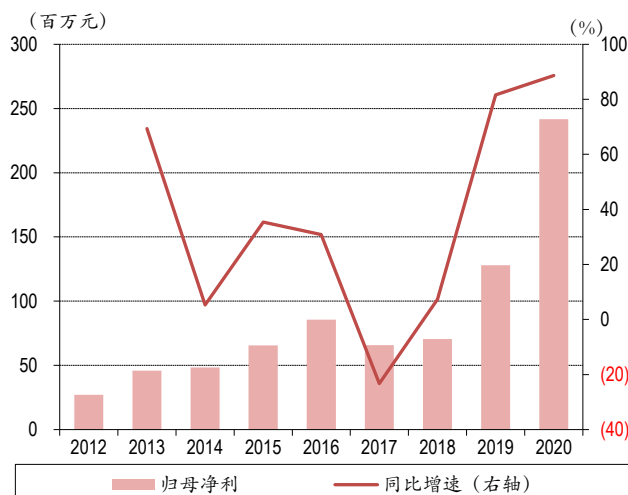
公司营收、归母净利保持快速增长。自上市以来，公司营收、归母净利实现逐年快速增长。2020 年，公司实现营收 19.6 亿元，同比增长 40.0%，近 5 年年复合增长率达到 27%，实现归母净利 2.4 亿元，同比增长 88.7%，近 5 年年复合增长率达到 30%。

图表 9. 盐津铺子营收及增速 (2012-2020)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 盐津铺子归母净利润及增速 (2012-2020)

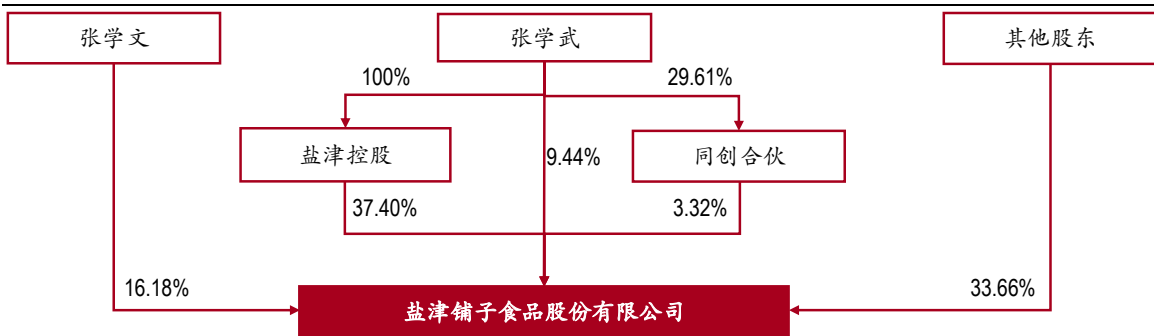


资料来源: 万得, 中银证券

公司股权相对集中, 股权激励计划形成有效激励

公司实际控制人为张学武、张学文兄弟, 合计持股 64%。创始人张学武担任公司董事长兼总经理, 直接和间接持有公司股份合计 47.8%; 创始人之兄张学文持有公司 16.18% 股份, 兄弟二人合计持有公司股份 64%。公司股权相对集中, 创始人持股比例大, 与公司利益相关度高, 有利于提升决策效率以及保障公司稳健经营。

图表 11. 盐津铺子股权结构图



资料来源: 万得, 中银证券

注: 股权结构数据截至 2021 年 2 月 18 日

公司目前共推出了两期股权激励计划, 其中首期于 2019 年推出, 第二期于 2021 年推出。股权激励与业绩挂钩, 公司通过股权激励计划将公司利益与高管及核心员工利益相绑定, 同时设立了较高的解除限售目标, 极大地激发了管理人员积极性, 推动公司快速发展。两期股权激励计划的股票解除限售条件目标侧重点有所不同, 体现出了公司在不同阶段根据自身情况而调整的发展战略。

首期股权激励计划注重利润的提升。2019 年, 公司审议通过并实行了股权激励计划。激励计划的激励对象为公司董事、副总经理等管理人员及部分核心技术人员, 共计 12 人, 授予的股票数量为 550 万股, 占公司股本总数的 4.44%, 其中首次授予 440 万股, 预留 110 万股。激励计划授予股票的解除限售条件与个人绩效考核及公司业绩考核挂钩, 其中公司业绩考核目标为: 相比 2018 年, 公司 2019-2021 年营收增速不低于 15%、35% 和 60%, 折算成逐年增速为 15%、17% 和 19%; 扣非归母净利润 (不含股权激励成本) 增速不低于 95%、160% 和 250%, 折算成逐年增速为 95%、33% 和 35%。

图表 12. 盐津铺子第一期股权激励计划激励对象名单

激励人员	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占公司股本总额比例(%)
兰波	副总经理	120	0.97
邱湘平	总经理助理	76	0.61
朱正旺	董事会秘书、财务总监	70	0.56
王宾	董事	56	0.45
杨林广	副总经理	30	0.24
孙林	副总经理	20	0.16
核心技术(业务)人员		178	1.45
合计		550	4.44

资料来源: 万得, 中银证券

第二期股权激励计划对营收增速提出了更高要求。2021年3月, 公司审议通过了《2021年限制性股票激励计划(草案)》, 计划向公司董事、高管及核心技术人员等共32人授予限制性股票223.6701万股, 占公司股本总数的1.73%。本次激励计划的解除限售考核年度为2021-2023年, 业绩考核目标为: 相比2020年, 公司2021-2023年营收增速不低于28%、62%和104%, 折算成逐年增速为28%、27%和26%, 扣非归母净利润(不含股权激励成本)增速不低于42%、101%和186%, 折算成逐年增速为42%、42%和42%。若未来三年业绩考核目标得以达成, 公司营收规模将于2023年达到40亿元, 相较2020年实现翻倍, 扣非归母净利润接近5.5亿元。

图表 13. 盐津铺子第二期股权激励计划激励对象名单

激励人员	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占公司股本总额比例(%)
杨林广	董事、副总经理	25	0.19
朱正旺	董事会秘书、财务总监	15	0.12
兰波	董事、副总经理	9	0.07
张磊	副总经理	5	0.04
核心技术(业务)人员		169.6701	1.31
合计		223.6701	1.73

资料来源: 万得, 中银证券

从注重利润提升, 到营收和利润并进, 展现出公司高速、高质量发展的决心。首期股权激励计划推出于2019年, 彼时公司经历了上市后夯实基础的阶段, 即将进入向上发展的阶段, 但销售净利率尚处在相对较低的水平, 因此首期股权激励计划更加强调净利润的增速, 体现出了公司提高收入质量、提升盈利能力的目标。第二期股权激励计划对营收增速提出了更高的要求, 展示出公司对于做大规模、提升市场份额的追求。在有效的激励计划带动以及合理的发展战略引导下, 公司有望保持高速增长、高质量发展, 提升在休闲食品行业的影响力。

图表 14. 盐津铺子两期股权激励计划情况对比

	第一期股权激励计划	第二期股权激励计划
时间	2019年	2021年
股票数量及占比	550万股, 占比4.44%	223.6701万股, 占比1.75%
激励对象	公司董事、高管及核心技术(业务人员) 共计12人	公司董事、高管及核心技术(业务人员) 共计28人
股票授予价格	13.65元/股	53.37元/股
解除限售考核目标	以2018年为比较标准, 2019-2021年 营收增速不低于15%、35%和60%, 且净利润增速不低于95%、160%和250%。	以2020年为比较标准, 2021-2023年 营收增速不低于28%、62%和104%, 且净利润增速不低于42%、101%和186%。

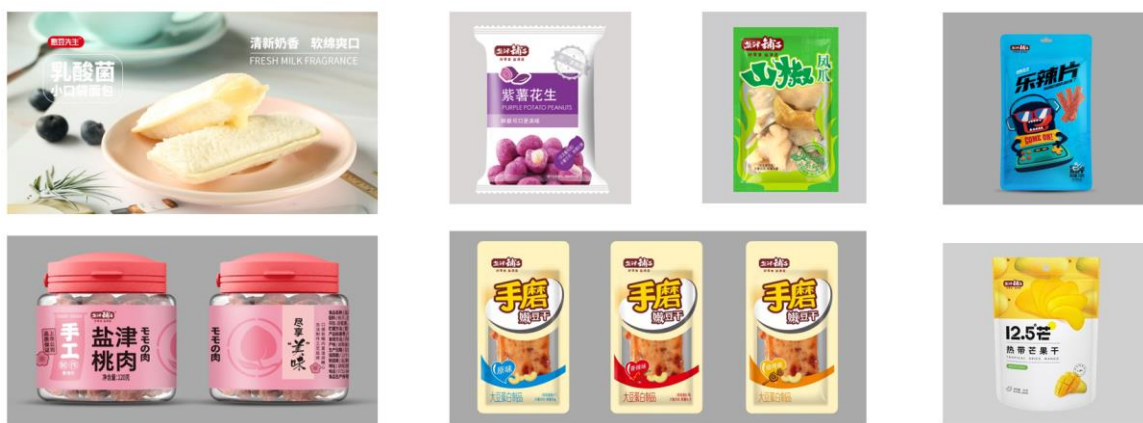
资料来源: 万得, 中银证券

业务模式：多品类布局+立体营销网络+自主生产

产品端：做大产品矩阵，打造多重增长曲线

公司建立了小品类休闲食品全品类产品体系。完善的产品矩阵有利于覆盖更大面积的客户群体，满足差异化的需求。公司针对不同地域、不同偏好、不同年龄的消费者提供丰富的产品组合，较大程度地降低了单一品种的市场波动风险。公司产品以散装为主，消费者在选购时可以按照喜好进行灵活组合购买，消费自由度更高。

图表 15. 盐津铺子产品展示

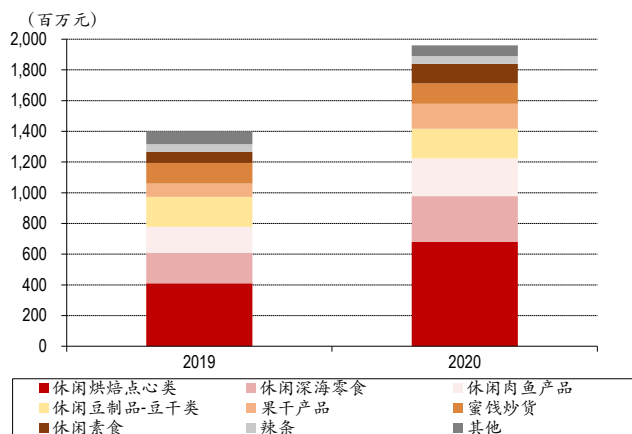


资料来源：公司官网，中银证券

公司专注小品类休闲食品，获取差异化竞争优势。公司避开膨化食品、糖果巧克力等竞争激烈的大品类，专注于中国传统特色小品类休闲食品细分赛道，通过休闲深海零食、休闲豆制品、蜜饯炒货、休闲素食、肉鱼产品等品类获取差异化竞争优势。

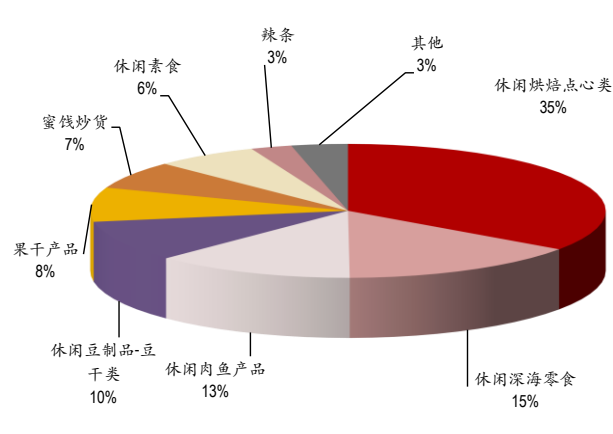
从 2017 年开始，公司加大新品培育力度，相继推出鱼糜、烘焙、坚果、辣条等新品，并逐渐形成了三大品类增长曲线，其中第一曲线休闲（咸味）零食稳中有升、第二曲线休闲烘焙点心较大幅度提升、第三曲线坚果果干正在培育，多品类组合助力公司营收规模快速增长。按营收来看，2020 年公司前五大品类分别为休闲烘焙点心（含薯片）、休闲深海零食（含鱼豆腐）、休闲肉鱼产品、休闲豆制品-豆干类和果干产品，其中休闲烘焙点心类营收达到 6.8 亿元，营收占比超过三分之一。收入增速方面，果干产品、休闲素食、休闲烘焙点心类营收增速分别达到 87%、74%和 66%，休闲深海零食和休闲肉鱼产品营收增速也均超过 45%。

图表 16. 盐津铺子分品类营收 (2019-2020)



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 盐津铺子分品类营收占比 (2020)



资料来源：万得，中银证券

自 2018 年起，公司重点培育烘焙品类，主推中保烘焙产品，与行业龙头展开错位竞争。烘焙市场中，短保赛道有桃李食品、宾堡、嘉顿、曼可顿等品牌，而长保赛道被盼盼、达利园等公司占据。盐津铺子瞄准长保与短保赛道中间的相对空白地带，于 2018 年推出 58 天保质期系列产品（吐司面包、乳酸菌小口袋面包等），与行业龙头展开错位竞争，将烘焙产品打造成了新的增长曲线。2019 年，烘焙产品（含薯片）销售额达到 4.1 亿元，成长为公司销售收入第一的品类，营收占比达到 29%。2020 年，烘焙产品营收占比进一步提升至 34.7%。

消费偏好推动烘焙行业向短保发展。按照烘焙产品的保质期来划分，可分为短保、中保和长保产品。其中，短保产品保质期一般在 3-15 天，中保产品保质期在 1-3 个月，长保产品保质期可达 6 个月以上。长保烘焙产品以达利园、盼盼为代表，具有保质期长的特点，便于广泛推广，但产品新鲜度有所牺牲。短保面包分为以桃李面包为代表的“中央工厂+批发”模式和以好利来、面包新语为代表的连锁面包房，产品新鲜度更高，但受限于较短的保质期，对供应链、储存条件、销售周转提出了较高要求。在消费升级的背景下，消费者对面包的新鲜程度、口感、营养性等方面的重视程度逐渐加深，推动烘焙行业向短保方向发展。

公司以中保烘焙食品切入烘焙领域，与行业龙头展开错位竞争。公司烘焙产品主打 58 天保质期的中保产品，兼具长保产品的便利性以及短保产品的新鲜品质，形成了自己的独特优势。中保产品帮助公司切入烘焙食品领域的相对空白区域，与行业龙头展开错位竞争。中保产品取得成功，公司又推出了保质期为 28 天的“焙宁”系列短保产品，强调产品的口感与新鲜度，进一步扩充休闲烘焙点心的产品矩阵。

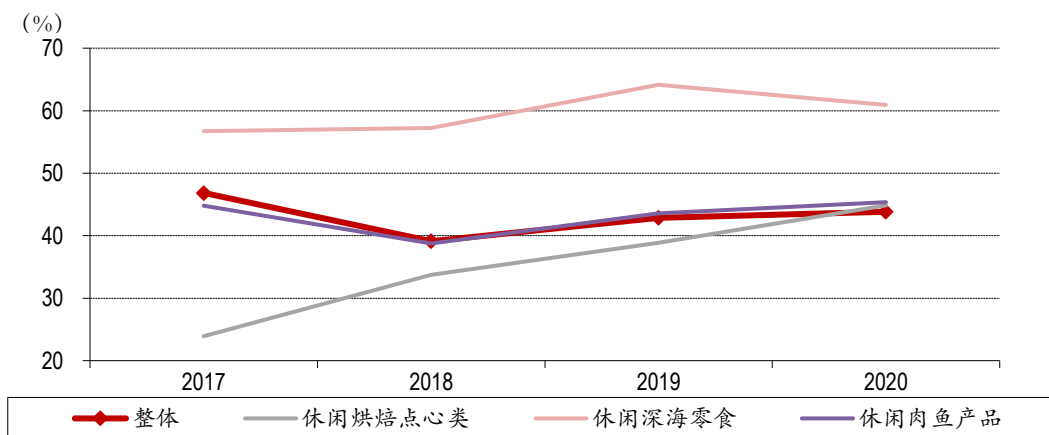
图表 18. 盐津铺子“焙宁”系列 28 天短保产品



资料来源：盐津铺子京东旗舰店，中银证券

规模效应显现，烘焙产品毛利率提升。分品类毛利率方面，2020 年休闲深海零食毛利率超过 60%，是公司毛利率最高的品类。第一大品类休闲烘焙点心类毛利率达到 45%，较 2019 年提升 6pct，展现出快速提升的趋势。我们认为，公司新品逐渐放量形成规模效应是毛利率提升的重要原因，未来新品毛利率有望继续改善，且高毛利率产品销量占比提升，公司整体毛利率提升可持续。

图表 19. 盐津铺子分品类毛利率 (2017-2020)

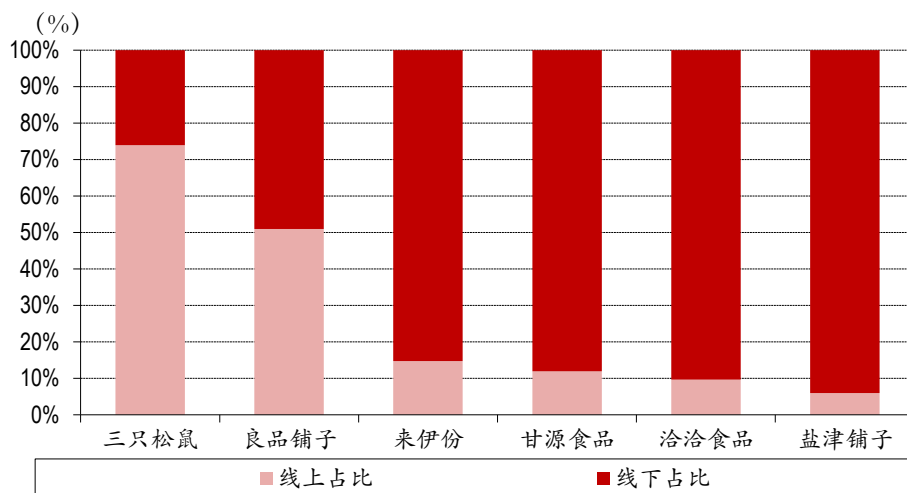


资料来源：公司官网，中银证券

渠道端：渠道发展理念升级，线下渠道多层次覆盖，新兴渠道加速发展

公司销售渠道以线下为主，线下渠道销售收入占比超过 90%。目前，大部分休闲食品公司更加依赖于线下渠道，来伊份、洽洽食品、甘源食品、盐津铺子等公司 2020 年线下销量占比超过 80%，仅有三只松鼠线上销量占比显著高于线下销量占比。从历史发展角度来看，在众多休闲食品公司成立初期，网购尚未兴起，传统线下渠道占据主导地位。经过多年的发展，这些公司已经建立起相对成熟的线下渠道销售网络。从消费习惯来看，线下销售渠道形式多样，更符合传统消费习惯；另外，网络去中心化的趋势使得线上渠道竞争日趋激烈，线下渠道因壁垒相对较高、抗风险能力较强而受到青睐。

图表 20. 休闲食品公司线上、线下渠道收入占比 (2020)



资料来源：万得，中银证券

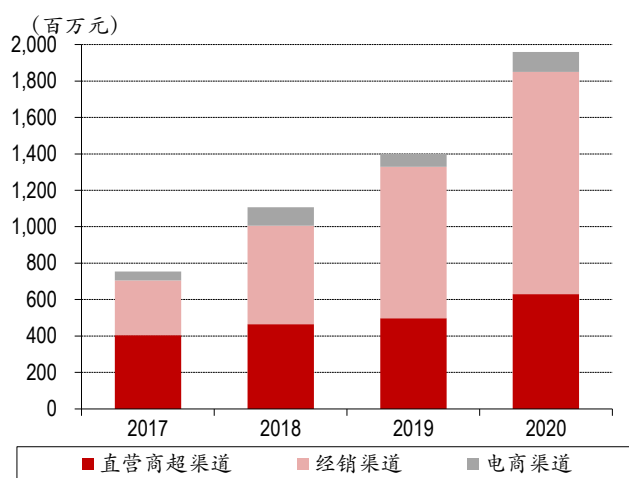
公司优化调整战略，渠道发展理念由原先的“直营商超主导、经销跟随”升级为“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”，力争打造多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络。

公司与大型连锁商超建立了紧密的合作关系，覆盖超过 3000 家卖场。公司在大型商超采取直营模式，与沃尔玛、家乐福、麦德龙、永辉、大润发、华润万家等 36 家国际和国内大型连锁商超建立起了长期、紧密的合作关系，目前已覆盖超过 3000 家卖场。直营的一大优势在于扩张效率高，一旦公司与连锁商超总部达成合作协议，即可获得该商超（特定区域范围内）所有销售卖场的准入，实现快速铺货，并可随商超新开设卖场而实现自动扩张。

大型商超带动经销渠道快速发展，实现多层次覆盖。大型商超具有管理规范、品牌信誉度高、货品品类齐全、选址优越、产品周转速度快等特性，公司借助大型商超的渠道优势树立起了“高端、时尚、休闲、健康”的品牌形象，并通过大型商超的标杆效应进行产品推广和口碑建设，进而带动当地的经销商渠道，实现以点带面快速发展，建立起了多层次广泛覆盖的立体营销网络。公司在每个县市选取1-2家经销商进行合作，经销商渠道覆盖范围包括地区性中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等，形成了对大型连锁商超渠道的补充，帮助公司经销渠道向三、四线城市及县域地区延伸。截至2020年末，公司拥有经销商超过800家。

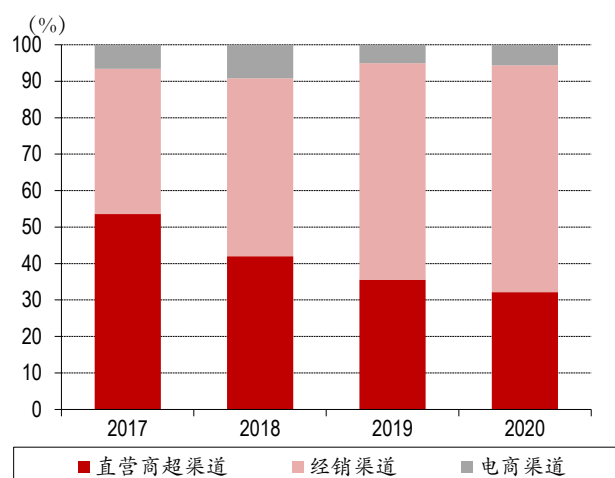
疫情期间线下渠道抗风险能力强，保障公司稳健经营。商超渠道是公司线下渠道的重要组成部分，疫情期间，大型商超肩负着维持百姓正常生活购物的重大责任，获得了政府的大力扶持，经营状况稳定，公司线下渠道也因此获益，销售受到疫情的负面影响较小。

图表 21. 盐津铺子分渠道营收 (2017-2020)



资料来源：公司官网，中银证券

图表 22. 盐津铺子分渠道营收占比 (2017-2020)



资料来源：公司官网，中银证券

持续推进品牌营销战略，两大店中岛比翼齐飞。公司在线下终端卖场实行“双中岛”模式，打造了“盐津铺子”休闲零食屋和“憨豆爸爸”烘焙点心屋。目前公司已布置超过16000个店中岛，并计划于2021年增加布置5000个岛屿，未来有望延续中岛布置速度，店中岛数量实现翻倍。相比传统休闲食品公司的中岛，双中岛提供了更大的陈列面积，并按产品品类做出区分，既能突出特色，又能形成合力，强化公司品牌形象。

渠道及品类优势为公司双中岛模式构筑壁垒。我们认为，双中岛的成功推行得益于三点。首先，公司采取大型商超直营模式，与大型商超合作关系紧密，公司店中岛得以快速、全面地覆盖大型商超门店；其次，公司丰富的产品矩阵足以“撑起”两个中岛的陈列要求，为吸引顾客以及贡献坪效提供了有力保障；此外，公司线下产品多以散装为主，方便顾客根据喜好灵活组合。渠道和品类优势为公司双中岛模式构筑壁垒，带来独特竞争优势。

图表 23. 双岛之“盐津铺子”休闲零食屋



资料来源：公司官网，中银证券

图表 24. 双岛之“憨豆爸爸”烘焙点心屋



资料来源：公司官网，中银证券

公司大力发展电商类新兴渠道，与线下渠道形成互补。公司将电商定位为制造企业品牌电商，起到品牌推广、新品试销、大数据分析、消费者行为洞察等作用，发挥线上渠道的特有优势。此外，公司积极尝试直播带货、社区团购等新形式，实现销售突破。

2020年8月，公司与杭州壹网壹创科技股份有限公司进行全面战略合作签约，借力壹网壹创专业的电子商务运营和创新营销体系，旨在通过品牌塑造及消费者运营双引擎，实现品牌价值提升与销售达成。目前公司线上销售收入占比为6%，低于行业平均水平，随着公司加大对线上渠道的建设投入，我们判断公司线上渠道将扮演更重要的角色，收入占比有望提升。

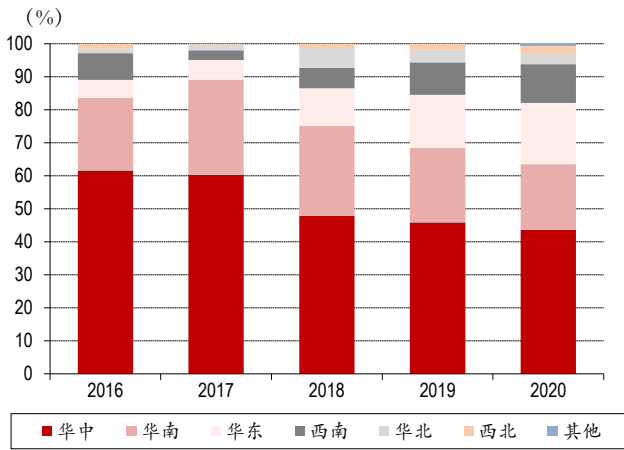
图表 25. 盐津铺子与壹网壹创签订战略合作



资料来源：公司官网，中银证券

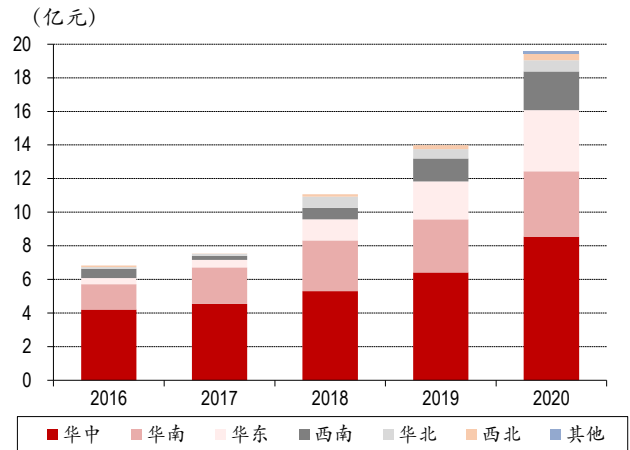
销售区域方面，公司继续深耕华中根据地，并积极向外拓展新市场，弱势区域销售增速快。截至2020年末，公司销售区域已覆盖全国31个省、自治区和直辖市。华中地区是公司的根据地市场，业绩逐年稳健增长，2020年营收贡献占比达到43.6%，华南、华东地区营收贡献占比分列二三位。公司销售渠道不断扩张，弱势地区销量提升明显，2020年公司在西南、西北、华东等地区的营收增速均超过60%。

图表 26. 盐津铺子分区域营收占比 (2016-2020)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 27. 盐津铺子分区域营收 (2016-2020)



资料来源: 万得, 中银证券

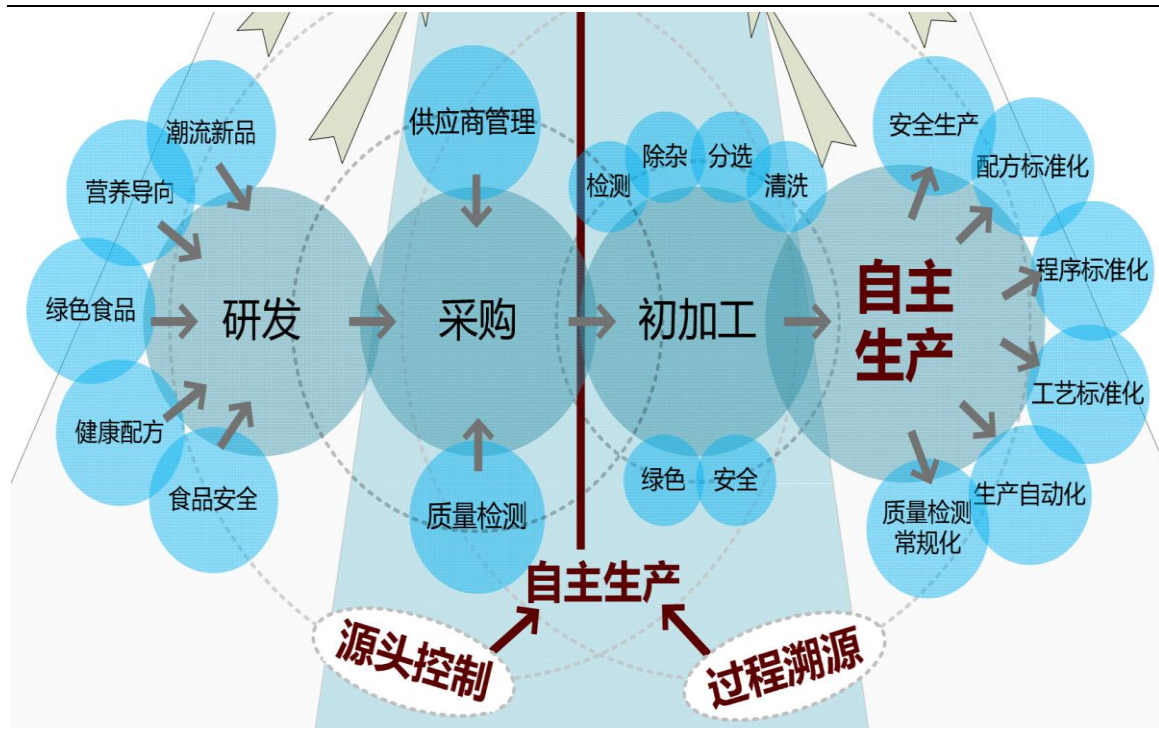
生产模式: 自主生产保障产品质量, 自主研发抢占市场先机

公司坚持自主生产, 严格的控制体系保障食品安全。公司致力于打造“源头控制、自主生产、产品溯源”的食品安全控制体系, 实现对采购、生产、销售三个环节的食品安全保障。源头控制方面, 公司建立了严格的质量控制体系, 严选主要原料的采购供应商, 并设立了初加工子公司专门负责对初级农产品的质量把控, 确保原材料安全可靠。自主生产方面, 公司拥有湖南、江西、广西、河南等几大全资子公司负责食品生产, 建立了自有生产车间并引进先进的生产设备, 实现主要产品自主生产。公司不断扩大产能, 力争逐步实现完全自主生产。产品溯源方面, 公司建立了产品可追溯制度, 对原材料采购至成品销售的全过程进行监控, 确保产品能够追溯至其原始状态。

持续推动技改升级, 构建大生产体系。公司持续推动技改升级, 通过引进和创新食品生产技术, 开发出了适应现代化、规模化生产的小品类休闲食品生产工艺。此外, 公司加快供应链布局, 打造食品生态平台, 将供应商、经销商、研发机构、设计公司、咨询机构相串联, 形成产业生态圈内上中下游的协同发展格局。2019年, 公司在湖南、江西、广西等生产基地全面推行技改升级, 引入自动化设备并扩大产能。2020年, 河南漯河生产基地项目正式投产, 江西盐津三期项目提前竣工, 进一步加速产能布局。随着公司生产自动化率的不断提升和生产规模的不断扩大, 生产效率逐步提升, 成本控制水平增强。

“实验工厂”模式助力公司抢占市场先机。公司“实验工厂”模式和主要开展已有产品的改进和新产品的研发工作, 将研发环节与生产环节进行结合, 对市场变化形成快速反应, 及时满足新的消费需求。在“实验工厂”模式下, 公司产品可快速实现从研发到规模生产, 抢占市场先机。“实验工厂”相继培育出了鸭翅、鸭锁骨、辣子鸡、鱼排鱼尾、鹌鹑蛋、小肉枣、海带、藕丁、布丁、果冻、深海鱼肠、兰花豆、小黄鱼等新品, 是公司产品迭代、迅速抢占市场的有力保障。

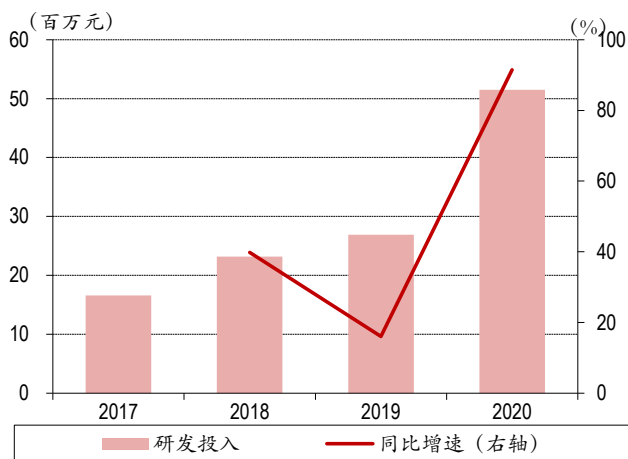
图表 28. 盐津铺子研发-生产链条示意图



资料来源：公司招股书，中银证券

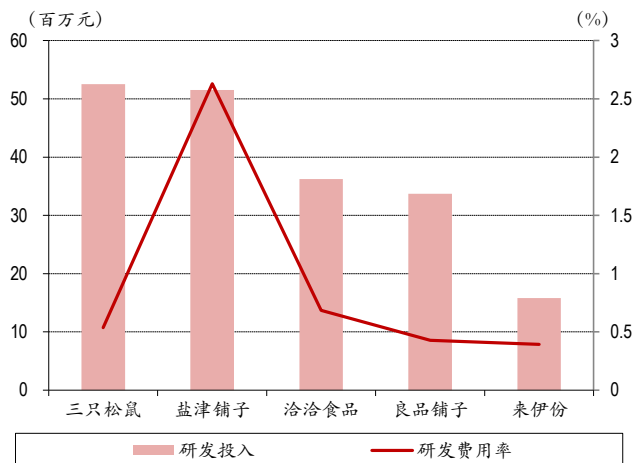
公司注重研发创新，研发投入行业领先。公司将自主研发作为打造核心竞争力的保障，多品类布局 and 自主生产的特点对研发投入提出了较高要求，研发费用呈现逐年上升趋势。2020 年，公司研发支出超过 5000 万元，同比增长 91%。公司在研发费用率方面远超其他竞争对手，研发费用率超过 2.6%，而其他休闲食品上市公司研发费用率大多不足 1%，足以体现公司对研发的重视。

图表 29. 盐津铺子研发投入情况 (2017-2020)



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 盐津铺子与同业公司研发费用率对比 (2020)



资料来源：万得，中银证券

休闲食品公司的生产模式与公司的产品策略有很大关联，盐津铺子是行业内少有的采取多品类策略且坚持自主生产的公司。

平台型公司选择代工模式是大概率事件。三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份均选择代工模式，我们认为这些公司可以归类为休闲食品平台型公司，只有通过代工模式，才能在生产端资产较轻的情况下，保证品类的多样化和产品的迅速上新。

专注少数品类的公司采取自主生产模式较多。公司自建工厂进行自主生产，对产品质量把控能力强，当规模做大后可产生规模效应，提升利润率。缺点在于生产端资产较重，且缺乏灵活性。选择自主生产模式的公司多为品类专注度高、生产工艺相对复杂的企业。

盐津铺子是行业内少有的采取多品类策略且坚持自主生产的公司。相较于平台型公司，盐津铺子的自主生产模式以及成熟完善的质量控制体系是产品质量的有力保障，且自建产能的优势短期内难以被追赶。相较于专注少数品类的公司，盐津铺子提供了更加丰富的产品组合，且多品类精益生产的经验使得公司能迅速完成产品研发至规模生产，快速对市场做出反应。在消费需求日趋多元化、食品安全问题愈发引人重视的今天，采取多产品策略并坚持自主生产是支撑盐津铺子快速稳定发展的基石。

竞争优势：瞄准细分赛道，双中岛强化品牌形象，自主生产保障产品质量

总结下来，我们认为公司的核心竞争优势有三：

- (1) 瞄准增长潜力大的细分赛道，获取差异化竞争优势。公司避开膨化食品、糖果巧克力等竞争激烈的大品类，专注于中国传统特色小品类休闲食品细分赛道，主打休闲深海零食、休闲豆制品、蜜饯炒货、休闲素食、肉鱼产品等品类，并自 2018 年起通过中保产品切入烘焙领域，打造出第二增长曲线。
- (2) 双中岛模式强化品牌形象。公司打造了“盐津铺子”休闲零食屋和“憨豆爸爸”烘焙点心屋双中岛，布置数量超过 16000 个，直营商超和多品类优势为双岛模式构筑壁垒。
- (3) 多品类策略与自主生产模式结合，既能满足多元化消费需求，又有利于保障产品质量。

成本分析：盈利能力不断改善，利润率行业领先

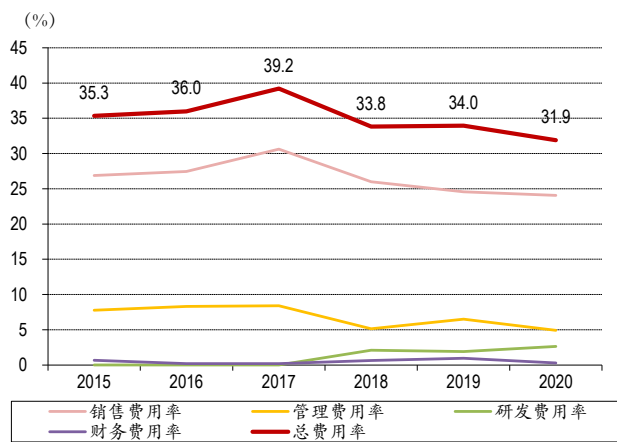
费用率逐年下降，盈利能力不断改善

整体费用率呈现下降趋势，销售费用率连续三年下降。自 2017 年上市以来，公司业务快速发展，渠道扩张以及新品推广投入加大导致销售费用快速增长，公司销售费用率达到了 30.6% 的高点。此外，公司在人力资源、品控管理、运营管理、生产管理等方面转型升级，导致管理费用增加。随后三年，公司营业收入大幅提升，营收增速超过了费用增速，费用率呈现下降趋势，其中销售费用率连续三年下降。2020 年，公司销售费用率为 24.1%，相较 2017 年下降了 6.6pct。

新品推广拉低毛利率，规模效应助推毛利率重新提升。2017-2018 年，公司相继推出烘焙、果干、辣条等新品，新品上市之初毛利率相对较低，拉低了公司整体的毛利率水平。随后两年，新品放量增长，规模效应助推毛利率重新提升。2020 年，公司毛利率为 43.8%，同比提升 0.9pct，相较 2018 年提升 4.7pct。

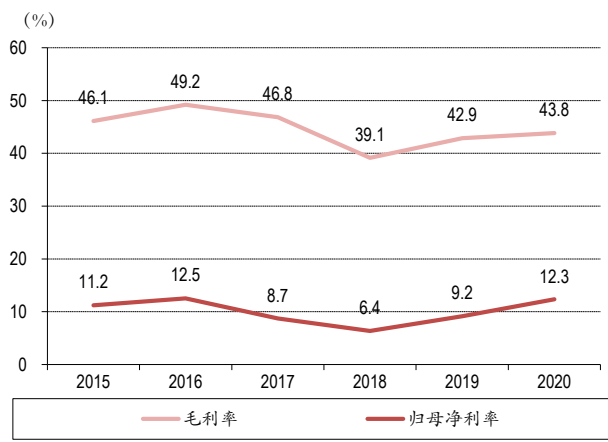
整体费用率下降叠加毛利率提升，净利率不断改善。公司整体费用率自 2017 年起呈现逐年下降趋势，而毛利率自 2018 年后开始提升，归母净利率也随之提升。2020 年公司归母净利率为 12.3%，同比提升 3.2pct，相较 2018 年提升 6.0pct，盈利能力不断改善。我们判断，在毛利率提升和费用率下降两大因素驱动下，公司盈利能力有望持续提升。毛利率方面，高毛利率的产品（例如休闲深海零食）销量占比提升，烘焙、辣条、果干等新产品毛利率改善，助推毛利率提升；费用率方面，费用投入更加合理，费用率延续下降趋势。

图表 31. 盐津铺子各项费用率变化情况 (2015-2020)



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 盐津铺子毛利率与净利率变化情况 (2015-2020)

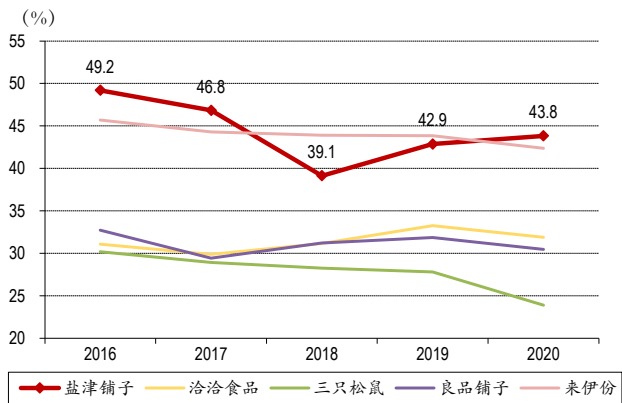


资料来源：万得，中银证券

同业对比：公司毛利率、净利率处于同业较高水平

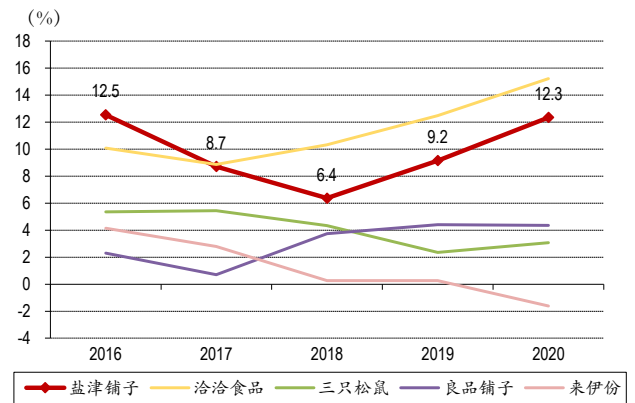
得益于公司自主生产以及偏重线下渠道的特点，公司毛利率、净利率处于同业较高水平。2020 年，公司毛利率、净利率分别为 43.8% 和 12.3%，其中毛利率受益于自主生产模式，以较大优势领先其他竞争对手，净利率与同为自主生产模式且偏重线下渠道的洽洽食品处于第一梯队。

图表 33. 盐津铺子与同业公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 盐津铺子与同业公司净利率对比



资料来源：万得，中银证券

盈利预测与估值

盈利预测及关键假设

基于前文的分析，我们对盐津铺子未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、产品方面，公司保持对新品的研发和推广，休闲烘焙点心、休闲深海零食等大品类保持较快增速，果干、辣条以及坚果等新品快速放量。
- 2、销售区域方面，在华中、华南等成熟地区通过渠道下沉获取增量，在西南、华北、西北等弱势地区加强渠道建设，销量取得突破。未来，在海外地区实现业务拓展。
- 3、销售渠道方面，“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”的全新渠道发展理念下，继续保持与商超渠道的紧密合作关系，并带动经销商渠道实现多层次覆盖。稳步推进双岛建设，巩固线下渠道优势。加速线上渠道建设，积极布局电商、直播带货、社区团购等新销售形式。
- 4、利润率方面，规模效应的显现以及高毛利率品类销量占比提升对公司整体毛利率起到拉升作用，整体费用率保持稳定。

图表 35. 盐津铺子收入预测表

(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	1,108	1,399	1,959	2,571	3,326	4,288
同比增速 (%)	47	26	40	31	29	29
毛利率 (%)	39.1	42.9	43.8	44.1	44.8	45.7
休闲烘焙点心类(含薯片)	215	410	681	919	1,194	1,529
同比增速 (%)	297	90	66	35	30	28
毛利率 (%)	33.8	38.9	44.8	45.0	45.5	46.0
休闲深海零食 (含鱼豆腐等)	157	200	297	415	561	757
同比增速 (%)	5	27	49	40	35	35
毛利率 (%)	57.3	64.2	60.9	58.0	58.5	59.0
休闲肉鱼产品	153	170	246	332	448	605
同比增速 (%)	35	11	45	35	35	35
毛利率 (%)	38.8	43.6	45.4	45.0	45.0	45.0
休闲豆制品-豆干类	210	193	194	194	195	195
同比增速 (%)	0	(8)	0	0	0	0
果干产品	52	87	162	235	329	444
同比增速 (%)		66	87	45	40	35
蜜饯炒货	141	135	132	139	146	153
同比增速 (%)	(4)	(5)	(2)	5	5	5
休闲素食	66	73	127	198	286	401
同比增速 (%)	20	11	74	55	45	40
辣条		49	50	63	79	99
同比增速 (%)			2	25	25	25
其他	105	83	69	76	88	105
同比增速 (%)	382	(21)	(16)	10	15	20

资料来源：万得，中银证券

相对估值和投资评级

我们从 A 股食品饮料行业休闲食品公司中选取另外 3 家公司进行估值对比，2021 年 PE 中位值为 46.7 倍，2022 年为 37.4 倍，盐津铺子估值与行业中位水平接近。考虑到公司在品类、渠道、生产模式等方面所具备的竞争优势，以及公司展现出的成长潜力，估值处于合理范围。

图表 36. 可比公司估值表

公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
盐津铺子	128.5	164	1.87	2.68	3.69	68.0	47.5	34.5
三只松鼠	49.4	198	0.75	1.03	1.33	65.9	47.9	37.1
良品铺子	49.8	200	0.86	1.09	1.32	57.3	45.8	37.7
洽洽食品	52.7	267	1.60	1.87	2.20	33.0	28.1	24.0

资料来源：万得，中银证券预测

注：洽洽食品 EPS 为中银证券预测，三只松鼠、良品铺子 EPS 为万得一致预期，收盘价截止 2021 年 5 月 14 日

我们认为公司未来增长逻辑清晰，首次覆盖给予**买入**评级，预计公司 2021-23 年 EPS 为 2.68、3.69、5.08 元，同比增 43.3%、37.8%、37.6%，对应 PE 为 47.5、34.5、25.0 倍。

风险提示

休闲食品市场竞争加剧；
新冠肺炎疫情影响超预期；
新品推广不及预期等。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,399	1,959	2,571	3,326	4,288
销售成本	799	1,100	1,437	1,835	2,330
经营费用	349	412	495	579	659
息税折旧前利润	188	319	436	594	809
折旧及摊销	62	96	116	137	159
经营利润(息税前利润)	125	223	320	456	650
净利息收入/(费用)	1	2	0	0	0
其他收益/(损失)	(8)	(5)	(3)	(1)	1
税前利润	139	274	381	525	723
所得税	11	32	34	47	65
少数股东权益	(0)	0	0	1	1
净利润	128	242	346	477	657
核心净利润	128	242	346	477	657
每股收益(人民币)	0.990	1.869	2.678	3.689	5.076
核心每股收益(人民币)	0.990	1.869	2.678	3.689	5.076
每股股息(人民币)	0.192	0.496	0.710	0.979	1.346
收入增长(%)	26	40	31	29	29
息税前利润增长(%)	139	78	43	43	42
息税折旧前利润增长(%)	108	70	37	36	36
每股收益增长(%)	82	89	43	38	38
核心每股收益增长(%)	82	89	43	38	38

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	139	274	381	525	723
折旧与摊销	62	96	116	137	159
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	21	(114)	110	(112)	31
税金	(21)	(31)	(34)	(47)	(65)
其他经营现金流	20	47	4	(0)	(1)
经营活动产生的现金流	184	341	577	503	846
购买固定资产净值	(352)	(358)	(376)	(395)	(415)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	22	321	(11)	(12)	(13)
投资活动产生的现金流	(342)	(348)	(387)	(407)	(428)
净增权益	68	34	29	29	30
净增债务	133	282	47	52	57
支付股息	(40)	(77)	(64)	(92)	(127)
其他融资现金流	(4)	(163)	10	10	11
融资活动产生的现金流	158	76	22	(0)	(29)
现金变动	21	58	212	96	389
期初现金	101	122	180	392	488
公司自由现金流	(225)	(147)	90	(28)	262
权益自由现金流	(72)	103	134	22	320

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	122	180	392	488	877
应收帐款	156	156	253	295	396
库存	292	352	504	591	789
其他流动资产	91	100	132	141	190
流动资产总计	660	788	1,281	1,515	2,252
固定资产	748	971	1,295	1,545	1,792
无形资产	138	157	93	101	110
其他长期资产	113	105	116	127	140
长期资产总计	1,000	1,233	1,504	1,773	2,042
总资产	1,660	2,021	2,785	3,288	4,294
应付帐款	513	461	856	882	1,259
短期债务	348	472	520	572	629
其他流动负债	0	77	77	77	77
流动负债总计	862	1,010	1,453	1,530	1,965
长期借款	0	130	130	130	130
其他长期负债	19	16	17	17	18
股本	128	129	129	129	129
储备	645	730	1,049	1,474	2,043
股东权益	773	859	1,179	1,603	2,173
少数股东权益	6	6	7	8	9
总负债及权益	1,660	2,021	2,785	3,288	4,294
每股帐面价值(人民币)	5.98	6.64	9.11	12.39	16.80
每股有形资产(人民币)	8.98	11.60	11.11	12.94	17.88
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.4	16.3	16.9	17.8	18.9
息税前利润率(%)	9.0	11.4	12.4	13.7	15.2
税前利润率(%)	9.9	14.0	14.8	15.8	16.9
净利率(%)	9.2	12.3	13.5	14.3	15.3
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	29.1	48.8	21.7	13.3	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	128.4	68.0	47.5	34.5	25.0
核心业务市盈率(倍)	128.4	68.0	47.5	34.5	25.0
市净率(倍)	21.3	19.1	14.0	10.3	7.6
价格/现金流(倍)	89.1	48.3	28.5	32.7	19.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	87.6	51.6	37.7	27.7	20.3
周转率					
存货周转天数	76.0	59.9	60.8	60.1	58.7
应收帐款周转天数	40.8	29.1	29.0	30.0	29.4
应付帐款周转天数	133.9	90.8	93.5	95.4	91.1
回报率					
股息支付率(%)	19.4	26.5	26.5	26.5	26.5
净资产收益率(%)	18.1	29.6	34.0	34.3	34.8
资产收益率(%)	7.6	10.3	11.3	12.8	14.6
已运用资本收益率(%)	12.9	17.3	19.4	22.0	24.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371