

青岛食品 (001219)

公司研究/深度报告

青食饼干深耕区域 70 年，全国扩张正当时

——青岛食品 (001219.SZ) 深度报告

深度研究报告/食品饮料

2021 年 10 月 22 日

报告摘要：

● 钙奶饼干优势稳固，产品+渠道+产能多重发力带来未来增长动力

青岛食品成立于 1950 年解放初的青岛，并于 1960 年推出核心单品钙奶饼干，在山东市场经过 70 年发展，陪伴了 4 代人成长。2020 年公司实现收入 4.80 亿元，同比-0.50%，实现归母净利润 0.79 亿元，同比+5.27%。公司目前已将钙奶饼干打造为核心大单品，并在山东本地市场具备清晰的品牌认知和消费黏性，建立了稳固的基本盘。同时公司积极培育休闲饼干等品类，着力布局全国化市场，并扩建产能以匹配市场需求，在产品+渠道+产能多重发力下，我们认为公司成长潜力充足，有望迎来业绩拐点。

● 产品格局清晰，有望进驻婴童零食领域开拓新产品

公司已形成钙奶饼干为主，休闲饼干、花生酱积极培育，豆沙馅料、面粉挂面等同步发展的产品体系，2020 年钙奶饼干/休闲饼干/花生酱/其他品类分别实现 82%/3%/10%/5% 收入占比。中国饼干行业竞争充分，马太效应明显，公司作为全国前十的饼干企业，有望把握住健康营养的特质，实现份额提升。目前公司已在传统钙奶饼干的基础上拓展出更多新品，未来有望开发婴幼儿钙奶饼干，进驻婴童零食领域。休闲饼干已布局多种经典口味，在全国化市场扩张及营销活动跟进的情况下仍具备充足扩容空间。

● 省内市场积累深厚优势，省外市场扩张带来量增空间

区域市场层面，公司在山东本地市场经过多年培育，已搭建密集营销网络，2020 年山东省内市场贡献 83.89% 收入，而在省外仍存在大量的空白区域，公司拟将省外市场细分为 8 个区域，辐射华北、华中、华南市场，搭建全国营销体系，实现省外市场精细化发展。渠道层面，公司以经销为主，直销、OEM 为辅，20H1 已合作 178 家经销商，实现 66.36% 营收占比，未来将在全国范围内积极寻求与优质经销商的合作，扩大营销网络。

● 产能瓶颈凸显，扩建产能达成市场需求

公司生产以自产为主，代工为辅。核心产品钙奶饼干、休闲饼干、花生酱均为自产。目前已有 8 条饼干生产线及 2 条花生酱生产线，基本满足现有生产需求，但钙奶饼干产能利用率已接近 100%，在市场需求增长情况下，产能瓶颈日益凸显。公司计划新增 4 条饼干生产线，钙奶饼干/休闲饼干分别规划 2.18/0.62 万吨新增产能，有望缓解产能压力。

● 投资建议

预计 2021-2023 年公司营业收入为 4.93/5.51/6.04 亿元，同比+2.7%/+11.7%/+9.6%；实现归母净利润 0.84/0.98/1.11 亿元，同比+6.1%/+16.4%/+13.1%；全面摊薄后折合 EPS 分别为 0.95/1.10/1.25 元；对应 PE 分别为 26X/23X/20X。低于 CS 休闲食品行业平均 30X 估值（Wind 一致预期，算术平均法），我们看好公司在山东本地市场建立的品牌力，以及省外渠道扩张带来的成长潜力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

渠道扩张不及预期、原材料价格波动、食品安全问题、新股上市股价波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	480	493	551	604
增长率（%）	-0.5%	2.7%	11.7%	9.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	79	84	98	111
增长率（%）	5.3%	6.1%	16.4%	13.1%
每股收益（元）	0.89	0.95	1.10	1.25
PE（现价）	27.8	26.2	22.5	19.9
PB	3.5	2.4	2.1	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

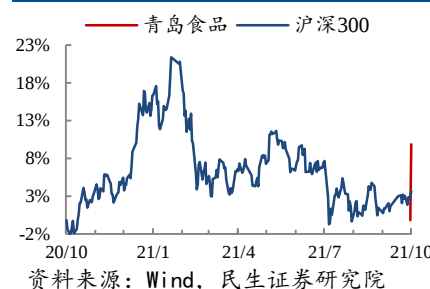
首次评级

当前价格： 24.77 元

交易数据 2021-10-21

近 12 个月最高/最低(元)	24.77/24.77
总股本（百万股）	89
流通股本（百万股）	22
流通股比例（%）	25.01
总市值（亿元）	22
流通市值（亿元）	5

该股与沪深 300 走势比较



分析师：王言海

执业证号： S0100521090002

电话： 18956494422

邮箱： wangyanhai@mszq.com

相关研究

目录

1	70 年传统饼干企业，深厚底蕴奠定发展基石	3
1.1	青岛老牌饼干企业，滋养时光 70 年	3
1.2	钙奶饼干建立稳固基本盘，山东市场积累深厚资源	3
1.3	青岛市直企业，管理层均具备丰富经验	5
2	休闲食品万亿市场持续扩容，饼干行业马太效应凸显	7
2.1	休闲食品万亿市场，量价齐升推动行业规模较快扩容	7
2.2	饼干行业格局分散，但马太效应明显，份额向大规模企业集中	8
3	核心单品建立稳固优势，全国化渠道扩张带来量增推力	10
3.1	产品体系高度集中于钙奶饼干，同时多品类积极培育	10
3.2	经销渠道稳固发展，积极拓展省外市场空间	13
3.3	自产为主外协为辅，钙奶饼干产能瓶颈凸显	15
4	募投项目	17
4.1	智能化工厂改扩建项目	17
4.2	研发中心建设项目	18
4.3	营销网络及信息化建设项目	19
5	盈利预测	20
5.1	收入拆分与基本假设	20
5.2	可比公司估值对比	21
5.3	投资建议	22
6	风险提示	22
	插图目录	24
	表格目录	25

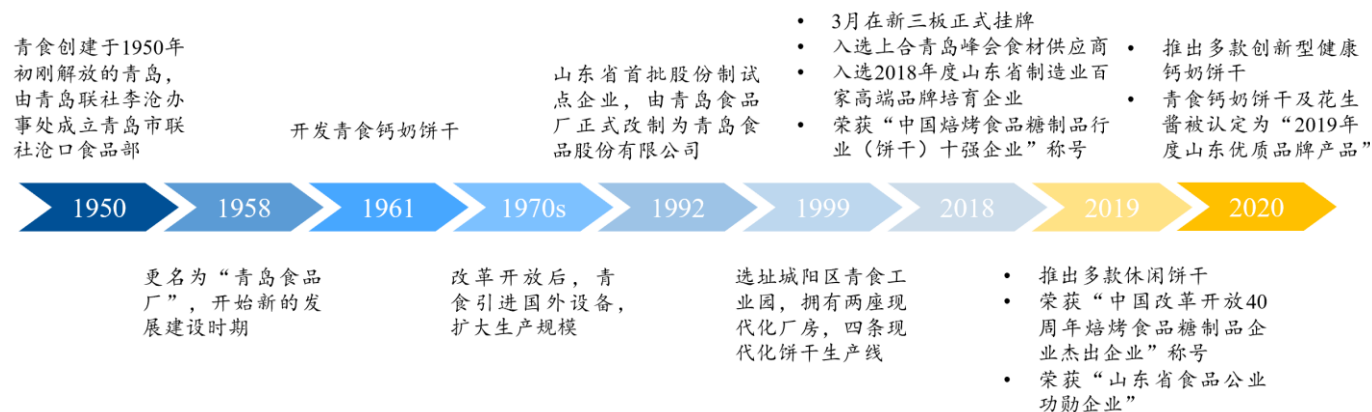
1 70 年传统饼干企业，深厚底蕴奠定发展基石

1.1 青岛老牌饼干企业，滋养时光 70 年

青岛食品创始于 1950 年，是山东省传统老牌饼干糖果企业，发展至今已在烘焙饼干领域建立了深厚的品牌底蕴和具有黏性的消费客群，是“中国焙烤食品糖制品行业饼干十强企业”，也是“中国改革开放 40 周年烘焙食品糖制品产业杰出企业”。在山东本地市场具备清晰品牌认知和市场地位，代表产品“钙奶饼干”以“滋养时光 70 年”享誉山东。青岛食品目前在原有饼干领域之外更拓展出花生制品、红小豆制品、巧克力糖果、挂面面粉、休闲食品等六大品类 100 余个 SKU。在深耕山东本地市场的同时，也积极拓展全国市场，迈向海外市场。

青岛食品成立于解放之初百废待兴的青岛，历经了联社食品部、改革开放、股份制改革等中国历史上制造业逐步发展崛起的阶段。生产也由小食品厂，到引进国外设备，搬迁现代化厂房，拥有现代化饼干生产线，至今已拥有 8 条饼干生产线和 2 条花生酱生产线，年产能达 3.94 万吨。青食代表产品钙奶饼干开发于 1961 年，经过 60 年发展，在山东本土市场陪伴四代人成长的同时，拓展了特制、精制、铁锌、硒锌等多样化产品体系，满足从儿童到老人多年龄段，休闲到健身代餐多样化消费场景。

图1: 青岛食品发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 钙奶饼干建立稳固基本盘，山东市场积累深厚资源

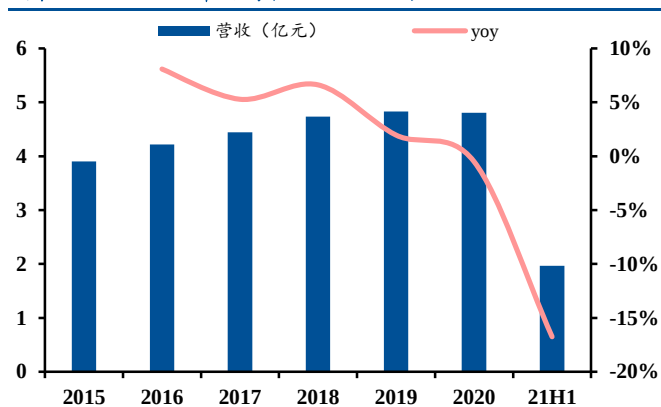
2020 年公司实现收入 4.80 亿元，受疫情影响，同比-0.50%，与 2019 年基本持平。长期看，公司收入规模由 2015 年 3.90 亿元增长至 2020 年 4.80 亿元，5 年 CAGR 为 4.24%，达成稳定增长态势，验证了公司以现有钙奶饼干为主的产品体系的稳固基本盘。2020 年实现归母净利润 0.79 亿元，同比+5.27%，公司由 2015 年 0.38 亿元归母净利润增长至今，CAGR 达 15.54%，跑赢收入增速，验证了公司在降本控费方面的优势和潜力。

21H1 公司实现收入 1.97 亿元，同比-16.75%，其中 Q1/Q2 分别实现收入 0.95/1.02 亿元，分别同比-20.56%/-12.85%。一季度收入下滑主因春节期间疫情反复，受各地防疫政策及群众自发“就地过年”影响，2021 年春运旅客人次下滑 40.8%，青食的节日馈赠需求大幅下滑，因此在春节正常备货之后，节后的采购需求相对减少。二季度受春节库存及返乡限制影响，业绩仍有一定下滑，

但下滑幅度明显收窄，公司整体发展逐步进入回升通道。21H1 实现归母净利润 0.34 亿元，同比 -14.47%，利润的下滑幅度小于收入降幅验证公司整体的创收控费能力突出。

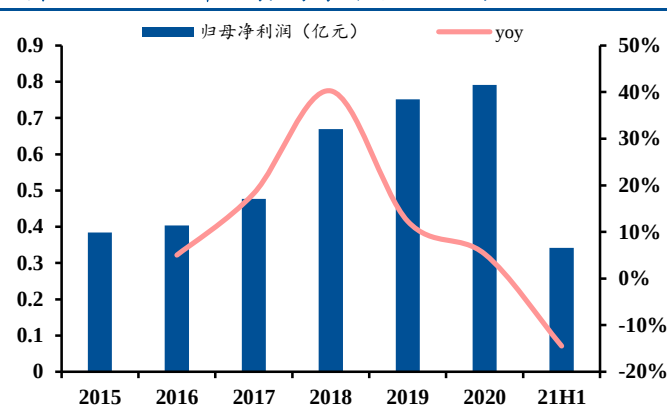
拆分公司毛利率和净利率，我们发现净利率的增长同时来自于毛利率的提升和费用率的降低，说明公司在规模效应下控制成本和费用投放均有所成效，2017 年、2020 年对部分产品进行提价，验证公司具备将上游成本波动转移到下游的能力。其中 2020 年毛利率和费用率双下滑是由于会计准则变更，将运输费用由销售费用转移至成本端列示，不改公司净利率提升的整体规律。调整运输费用后，原口径下毛利率为 32.80%，同比-0.40ppt，销售费用率为 5.71%，同比+0.36%。拆分期间费用率，我们发现销售费用率及管理费用率在近年基本保持稳定趋势，而 2020 年分别下滑-1.63/-1.09ppt，除会计准则变动带来的影响外，另有疫情影响，国家减免部分社保缴纳，人工费用支出有所降低，以及疫情期间销售人员减少出差频率，差旅费用降低所致。21H1 受去年年末提价影响，公司毛利率 34.17%，同比+2.86ppt，净利率 17.37%，同比+0.46ppt。

图2: 2015~2020 年公司收入 CAGR 为 4.24%



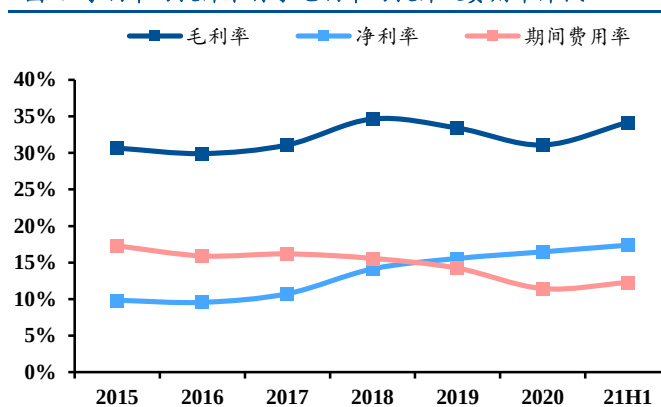
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3: 2015~2020 年公司归母净利润 CAGR 为 15.54%



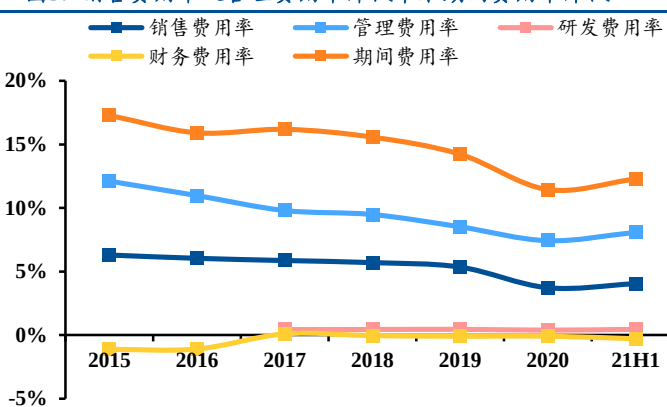
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4: 净利率的提升来自于毛利率的提升及费用率降低



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5: 销售费用率及管理费用率降低带来期间费用率降低



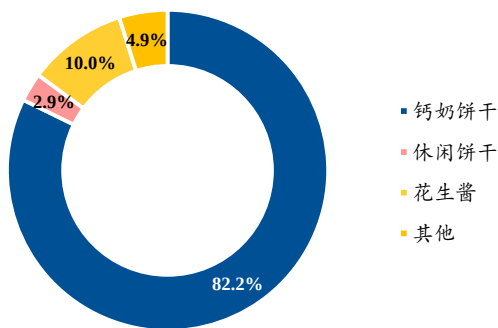
资料来源：公司公告，民生证券研究院

产品层面，公司建立了高度围绕钙奶饼干的产品矩阵，同时叠加上近年快速拓展的休闲饼干和花生酱，以及正在培育中的红豆、糖巧、米面制品，共同构成产品体系。2020 年公司钙奶饼干/休闲饼干/花生酱/其他产品分别实现收入 3.92/0.14/0.48/0.23 亿元，分别占比 82.23%/2.89%/10.00%/4.87%。

渠道层面，公司主要耕耘国内市场，近年也逐渐向海外市场扩张，2020 年国内/国外市场分别实现收入 4.42/0.35 亿元，分别占比 92.64%/7.36%。国内市场以经销为主，直营为辅，另有少量 OEM 代工业务。与大部分食品企业类似，公司通过经销商协助铺开广泛线下市场，并通过直营对接 KA 等大型客户。2020 年国内经销/直营/OEM 分别实现收入 3.40/1.00/0.02 亿元，分别占总收入的 71.36%/20.97%/0.31%，另有国外市场实现收入 0.35 亿元，占比 7.36%。

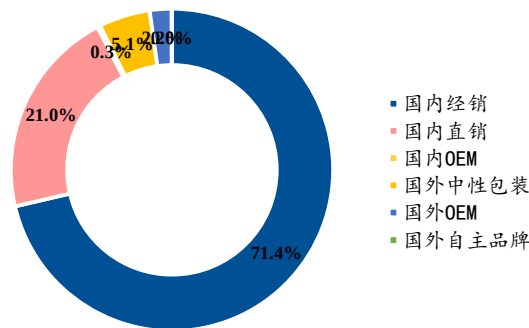
区域市场层面，公司多年深耕山东本地市场，在山东积累了深厚的用户资源，近年也逐渐向省外市场扩张。2020 年公司在山东省内/山东省外分别实现 4.03/0.29 亿元，另外国外市场及线上分别实现 0.35/0.14 亿元。长期看，2015 年以来山东省内收入占比持续保持在 80%以上，是公司最为核心的市场区域。

图6: 2020 年钙奶饼干收入占比达 82%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7: 2020 年国内市场营销及直销收入占比超 90%

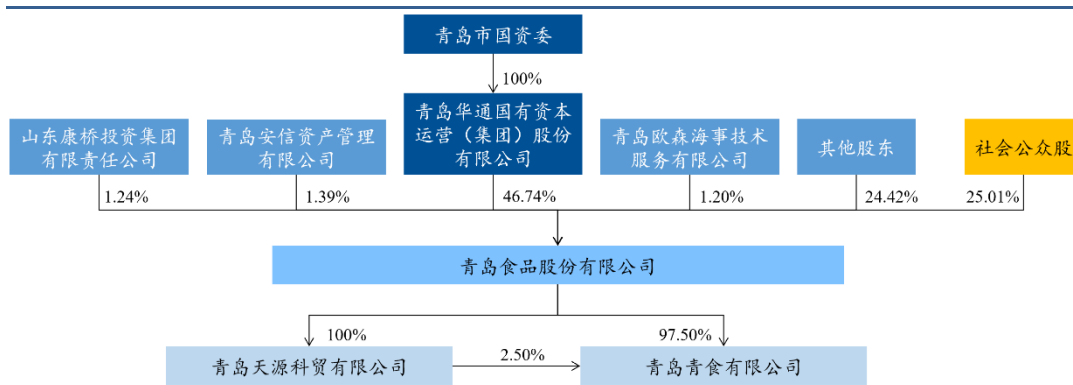


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 青島市直企业，管理层均具备丰富经验

发行前公司股份总数为 6655 万股，本次 IPO 发行 2220 万股，为发行后总股本的 25%。发行前华通集团持有公司 62.33% 股权，发行后华通集团将持有公司 46.74% 股权，为公司控股股东和实际控制人。华通集团是青島市国资委 100% 控股公司，有权对国有资产实施管理，截至 2020 年 6 月末，华通集团旗下共有 150 家存续企业，青島食品是其中唯一一家食品企业。“其他股东”股权主要来自于公司在 1999 年前在青島证券交易中心发行的社会公众股，以及由内部职工股上柜转让的社会公众股。

图8: 青島食品 IPO 后股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司管理层与核心技术人员均在公司工作多年，核心管理层和技术骨干多从改制前青岛食品厂时期就在公司工作，从基层员工开始积累生产运营经验，经过几十年沉淀，均具备丰富经验，对市场和行业具有充分认知。高管普遍任职过青食多个部门，对于各部门基层情况均有深度掌握，而核心技术人员普遍在生产和技术部门工作多年，纵向积累了深厚的生产研发经验，有利于后续研发推新。

表1: 青岛食品管理层与核心技术人员

姓名	职位	履历
仲明	董事、总经理	本科学历，高级政工师、工程师。1982年起曾任青岛食品厂分厂电工、团委干事、团委副书记，公司1992年改制后，历任公司劳动人事部副部长、总经理办公室副主任、贯标办主任、企业管理部部长、公司副总经理、党委委员、董事、公司负责人。现任公司总经理、党委书记、董事。
张法倡	副总经理	本科学历，统计师，人力资源管理师。1981年起曾任青岛食品厂计划科统计员，公司1992年改制后，历任公司计划科副科长、副厂长、计划调度中心副部长、生产部部长、人力资源部部长、纪委书记、监事。现任公司党委委员、副总经理。
于明洁	副总经理	博士研究生。曾任华通集团资本运营部科员、部长助理，战略发展与投资策划部门负责人；华通能源投资公司投资部部门负责人、综合部负责人。现任公司党委委员、副总经理。
苏金红	董事、财务总监	本科学历，高级会计师。曾任青岛食品厂科员、公司财务科副科长、审计科科长、监事、党委委员、董事、财务总监；益青公司运营部科员、财务部部长；崂山可乐公司财务总监；华通科技投资公司党委委员、总会计师、副总经理。现任公司党委委员、董事、财务总监。
张剑春	董事会秘书	本科学历，会计师、工程师。1989年起曾任青岛食品厂设备管理员、能源管理员，公司市场部信息科副科长、监事、财信部副部长、工会副主席、董秘、总经理助理。现任公司董秘、总经理助理、战略发展部部长。
赵先民	监事、核心技术人员	本科学历，经济师。曾任青岛食品厂技术科科员，公司技术部科长、企业管理部部长、副部长、企业管理部部长、监事。现任公司总经理助理、企业管理部部长、人力资源部部长、监事。
李伟军	副总工程师	本科学历，高级工程师。曾任青岛食品厂工人、技术员、助理工程师，公司工程师、高级工程师、设计主管。现任公司副总工程师。
司娟	技术中心副主任	本科学历，中级工程师。历任公司技术中心科员、科长。现任公司技术中心副主任。
苑滨	生产部副部长	大专学历。曾任青岛食品厂车间工人、班长，公司车间主任。现任公司生产部副部长。

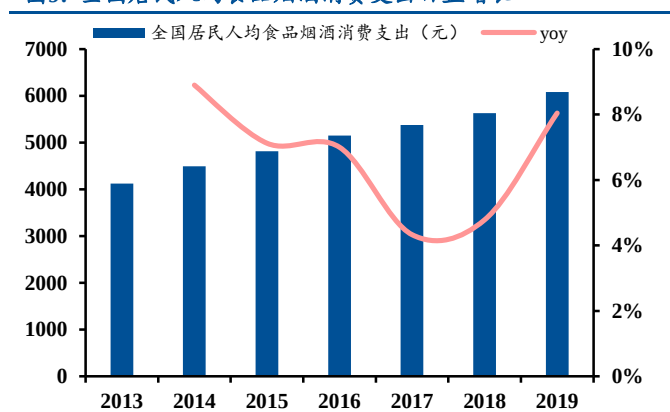
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 休闲食品万亿市场持续扩容，饼干行业马太效应凸显

2.1 休闲食品万亿市场，量价齐升推动行业规模较快扩容

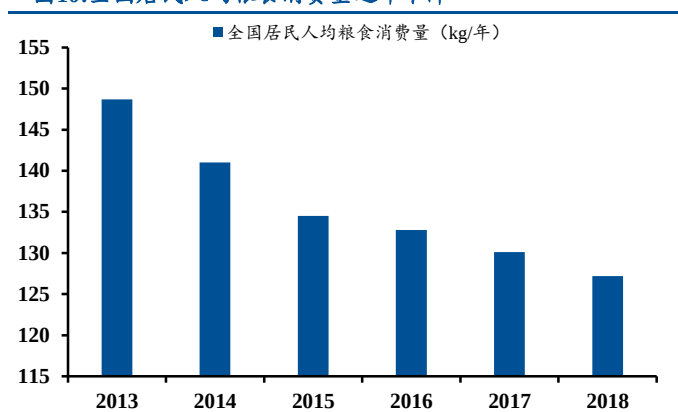
食品类消费是日常必需消费，我国居民食品烟酒消费常年维持 30% 左右占比，随着经济快速发展及生活水平日益提高，居民人均食品烟酒消费支出由 2013 年 4126.70 元上涨至 2019 年 6084.00 元，CAGR 达 6.68%，与 GDP 增速基本同步，实现较快增长，预期未来仍有充足上涨潜力。同时居民日常饮食结构也发生着改变，粮食消费量日益下滑，居民人均粮食消费量由 2013 年 148.70kg/年下降至 2018 年 127.20kg/年，对应休闲食品等主食以外的食品消费量日益上升。

图9: 全国居民人均食品烟酒消费支出日益增长



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

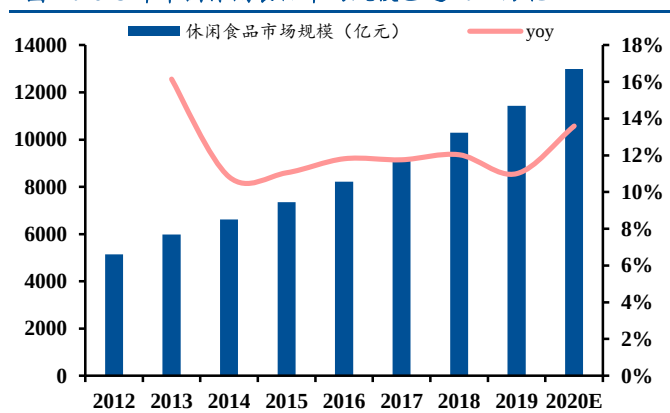
图10: 全国居民人均粮食消费量逐年下降



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

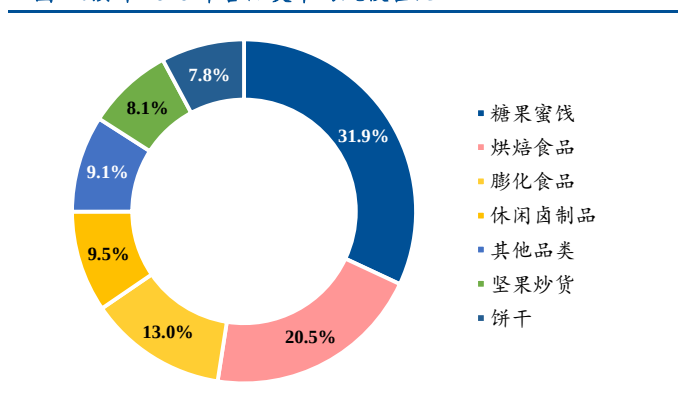
根据前瞻产业研究院数据，2019 年中国休闲食品市场规模已达 11430 亿元，由 2012 年 5145 亿元增长至今，CAGR 达 12.08%，并且增速已趋于稳定，达成持续较快增长趋势，预计 2020 年中国休闲食品将达 12984 亿元。其中糖果蜜饯/烘焙食品/膨化食品/休闲卤制品/其他品类/坚果炒货/饼干将分别达成 4148/2663/1689/1235/1179/1053/1017 亿元，分别占比 31.95%/20.51%/13.01%/9.51%/9.08%/8.11%/7.83%。

图11: 2019 年中国休闲食品市场规模已达 1.14 万亿



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图12: 预计 2020 年各品类市场规模占比

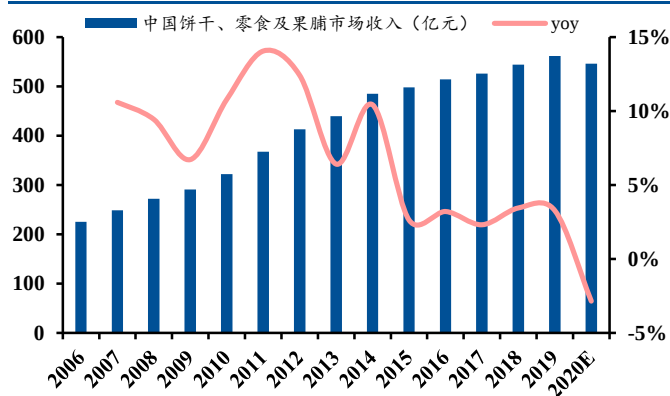


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

在零食细分“饼干、零食及果脯”品类中，2019 年市场规模达 562.16 亿元，同比+3.28%，过去 13 年的复合增速达 7.29%，预计近年增速下滑主要来自于果脯品类的增速下降以及行业规模

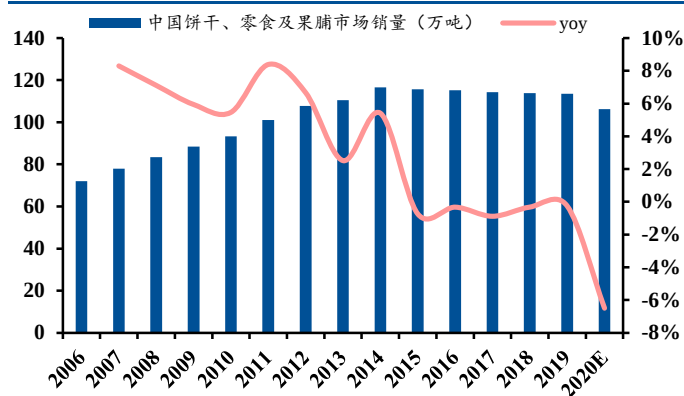
扩大带来的高基数效应。整体来看，饼干零食果脯品类依然存在充足的市场空间和增长潜力，新品研发和产品结构升级将推动行业规模持续扩容。2019 年销量达 113.60 万吨，由 2006 年 71.95 万吨增长至今，CAGR 为 3.57%，验证行业增速来自于量增及价增的双重带动。

图13:2019 年中国饼干零食及果脯市场规模达 562.2 亿元



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图14:2019 年中国饼干零食及果脯品类实现 113.6 万吨销量



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

2.2 饼干行业格局分散，但马太效应明显，份额向大规模企业集中

中国饼干行业特点在于市场进入壁垒低，经营主体多，行业集中度低，市场中同时存在已具备品牌优势、规模效应、具有清晰产品认知的大型企业和规模小、技术设备相对落后、产品标准和质控不完善的小微企业。根据中国焙烤食品糖制品工业协会数据，2019 年营收超 2000 万元的规上饼干企业已达 656 家，合计营收达 1317.33 亿元。2018 年协会由企业规模、营收及增速等多指标出发，综合评选了“2018 年中国焙烤食品糖制品行业（饼干）十强企业”，分别为亿滋、顶园、达利等，青食名列第六。纵观中国饼干龙头企业，其优势主要在于打造了具有认知度的产品，并在全国或区域市场建立了消费者黏性，比如亿滋旗下奥利奥、趣多多，顶园的 3+2，达利的好吃点等，而青食的钙奶饼干在山东市场也具备密集的渠道布局和深厚的用户黏性。

图15:全国饼干十强企业分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

饼干行业马太效应明显，市场份额正向大规模企业集中。近年制造业的原料、人工、运输等生产成本日益走高，而市场不断推新，分流老品需求。小微企业在生产端规模效应相对不足，在市场中也缺乏议价权，利润空间被日益压缩，而大规模企业建立了完善的生产流程，在行业成本普遍上升的环境中，能保持成本的相对稳定，并受益于市场秩序的向好发展，实现规模的扩张和份额的提升。

公司在饼干行业中，具备产品、生产、渠道等多方面的综合优势。产品层面具备代表性产品钙奶饼干，契合消费者对食品营养健康的诉求，同时大力开发休闲饼干把握市场多样化、风味化需求。生产层面自上世纪 70 年代开始引进国外生产设备，目前已建立 10 条自动生产线，并实现采购-生产-质检-销售的闭环管理，有效达成生产链条的自动化和管理的精细化。渠道方面经过多年深耕，在山东省本地市场已具备充分竞争实力，也在省外全国市场建立 5 个销售区域，逐步向全国化发展，并通过经销及 OEM 模式发展海外业务，扩张海外市场空间。

3 核心单品建立稳固优势，全国化渠道扩张带来量增推力

3.1 产品体系高度集中于钙奶饼干，同时多品类积极培育

公司产品体系高度集中于钙奶饼干，形成了特制、精制、铁锌、硒锌等系列化钙奶饼干。精制是在特制饼干的配方基础上，对生产工艺进行优化，采用网带烘烤；铁锌饼干是针对儿童群体，添加儿童成长所需铁、锌元素；硒锌饼干是针对老年群体，加入硒、锌元素，抗氧化抗衰老。今年新推精品钙奶饼干、壳寡糖、异麦芽酮糖钙奶饼干、黑芝麻钙奶饼干。精品饼干在传统特制、精制饼干的基础上，优化配方比例和原料，采用进口奶源，口感更加浓郁细腻。壳寡糖、异麦芽酮糖较蔗糖更加健康，具备促进肠道内代谢活动、抑制脂肪积累、避免引起蛀牙等特征，契合消费者对于零食产品健康、代餐等诉求。此外新推青島味道系列包装，升级了原有经典包装，并采用小袋独立包装，更贴近年轻化市场。

图16:青食产品体系



资料来源：青食天猫旗舰店，民生证券研究院

公司在钙奶饼干之外打造休闲饼干系列，定位更高附加值、风味化饼干，目前已推多款饼干，涵盖夹心饼干、黄油曲奇、巧克力曲奇等经典口味，形成风味化产品矩阵。但休闲饼干在公司整体收入结构中占比仍较小，2020年占比仅2.5%，而休闲饼干具备充足扩容实力，2020年产能利用率为39.33%，远低于钙奶饼干接近满产状态，结合公司持续给予休闲饼干品类促销支持，看来休闲饼干扩容空间仍非常充足。

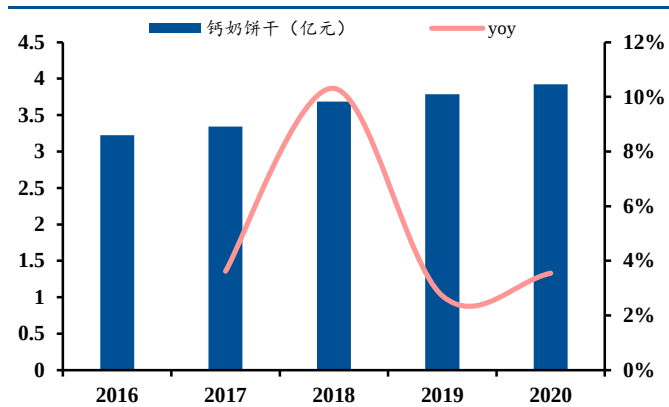
花生酱方面，公司一方面采用海友品牌独立运营，另一方面也通过OEM代工模式生产部分

花生醬。海友花生醬目前已有乳化性、咸味、幼滑型和顆粒型 4 種花生醬。乳化性花生醬是以花生仁為原料經過多層研磨烘焙形成的花生醬，具有不流動、無油脂分層的特徵。咸味花生醬是在乳化型的基礎上添加了食用鹽，具備咸味口感。幼滑型是在乳化性的基礎上加入了白砂糖和食用鹽，進一步優化口感。顆粒型花生醬是在幼滑型的基礎上加入了花生碎，使其中具備花生顆粒。

此外公司另有豆沙餡料、香油、面粉挂面、水果罐頭等新開拓品類均採用外協代工模式進行加工生產。我們認為小規模且協同性低的产品通過外協生產，在擴張產品品類的同時，也降低生產成本、提高生產效率。預期未來在品類培育成熟的情況下，有望進一步擴大生產規模。另外未來公司的產能計劃中，規劃 2 條以嬰幼兒輔食標準建設的生產線，將以生產嬰幼兒鈣奶餅干為主，這也意味著公司有望在未來進駐嬰童零食領域。嬰童零食目前仍是藍海市場，並且行業具備市場規模高增潛力，公司有望在此領域建立獨特競爭力。

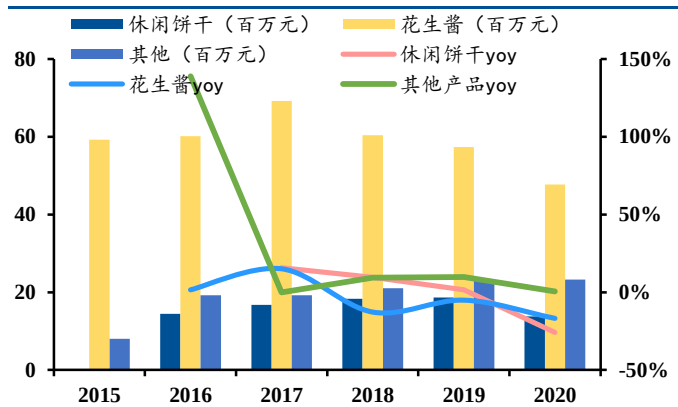
2020 年公司鈣奶餅干/休閒餅干/花生醬/其他產品分別實現收入 3.92/0.14/0.48/0.23 億元，分別占比 82.23%/2.89%/10.00%/4.87%。鈣奶餅干作為公司主力產品，從 2016 年 3.23 億元增長至 2020 年 3.92 億元，一直保持着穩定增速，4 年 CAGR 為 5.01%。而休閒餅干和花生醬分別呈現出一定程度的下滑，2020 年休閒餅干/花生醬分別實現 0.14/0.48 億元收入，分別同比-25.82%/-16.80%，預計為疫情影響下，線下渠道嚴重受阻，拖累公司業績表現，此外公司對休閒餅干促銷力度有所減弱也是業績下滑原因之一。其他品類 2020 年實現收入 0.23 億元，與去年基本持平，自 2015 年 0.08 億元發展至今，CAGR 達 23.60%，表現出了優秀的成長性，也體現了餅干及花生醬以外的其他產品的充足成長空間。

圖17:2020 年鈣奶餅干實現 3.92 億元收入



資料來源：公司公告，民生證券研究院

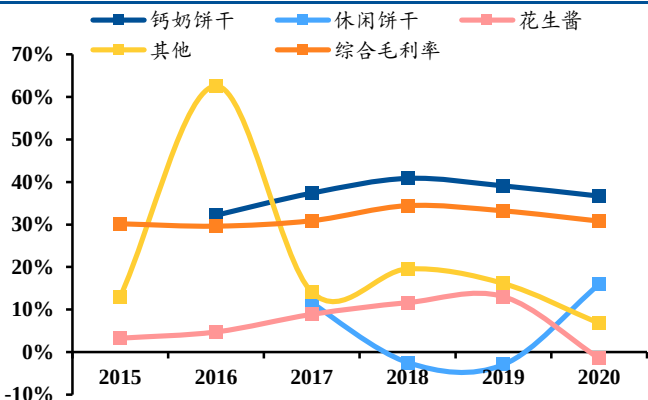
圖18:2020 年休閒餅干與花生醬收入呈現一定程度下滑



資料來源：公司公告，民生證券研究院

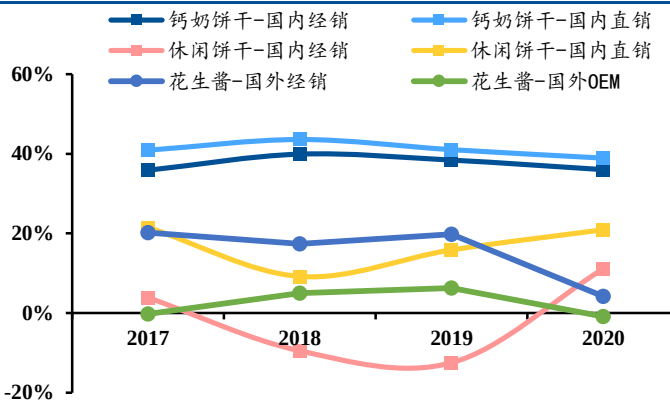
毛利率方面，2020 年公司綜合毛利率為 30.80%，同比-2.40ppt，毛利率下滑主因會計準則變更，運輸費用移至成本端列示，將運輸費用調整後的毛利率為 32.80%，同比-0.40ppt，基本持平於去年。細分品類看，鈣奶餅干/休閒餅干/花生醬/其他產品毛利率分別為 36.68%/15.94%/-1.48%/6.76%，分別同比-2.40/+18.89/-14.52/-9.36ppt。細分不同渠道的各產品毛利率來看，餅干在國內直銷渠道毛利率普遍高於經銷渠道，花生醬在國外經銷渠道毛利率普遍高於 OEM 代工，與市場普遍渠道利潤率基本一致。經銷模式需要給經銷商和終端都預留充足利潤空間，而直銷直接對接 KA 客戶，鏈條簡短，促銷活動易於把控，廠商利潤空間更為充足。OEM 模式下公司僅參與生產環節，利潤空間較經銷模式更為壓縮，但毛利率也更為穩定，不易受原料價格及市場變化的擾動。

图19:钙奶饼干拉升公司整体毛利率持续向好发展



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图20:直营毛利率普遍高于经销渠道

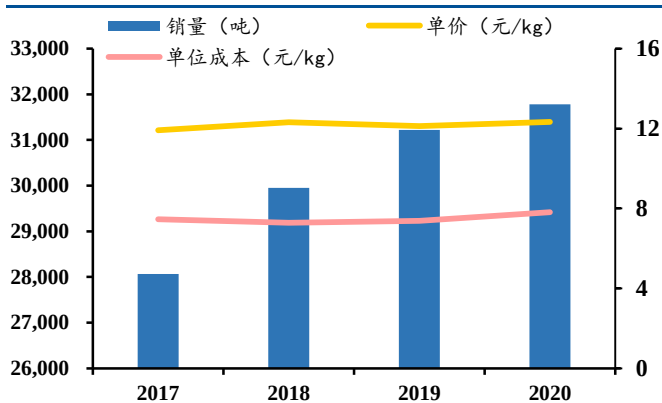


资料来源:公司公告,民生证券研究院

长期看,钙奶饼干的毛利率基本处于稳步提升状态,毛利率的提升主要来自于公司提价及成本回落,2017年年中公司对钙奶饼干进行提价,同时当年成本有一定下滑,共同拉升2018年毛利率同比+3.47ppt。后续价格基本企稳,2019年毛利率稍有下滑,主因加大促销力度。2020年钙奶饼干单位价格稍有提升主因11月对饼干产品提价约10%。钙奶饼干作为公司最大占比产品,未来将持续拉升整体毛利率稳定向好发展。

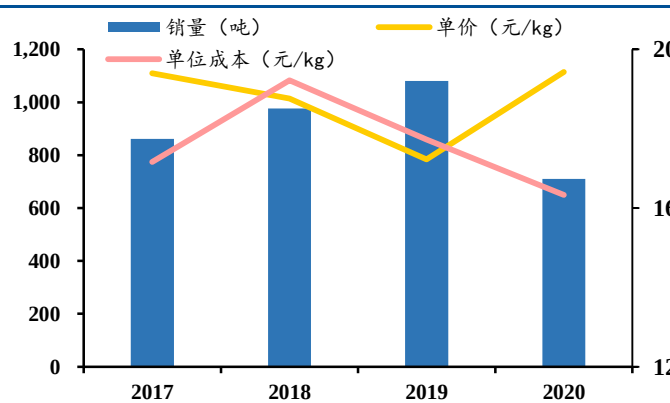
休闲饼干毛利率处于较低水平,且2018-2019年均处于亏损状态,主因公司休闲饼干业务体量较小,为拉动休闲饼干发展,扩大销售规模,丰富产品矩阵,公司对休闲饼干进行了降价促销,平均售价在2018-2019年呈下降趋势,且单位售价一度低于单位成本,2020年公司在前期市场开拓基础下,减少了促销力度,同时2020年11月公司同步对休闲饼干进行提价,拉动销售单价上升。2018年单位成本同比+12.04%,主因当年生产员工工资上涨及奖金增加所致,2019年成本下降得益于原料采购价格下降,2020年单位成本持续下降在于公司调整产品结构,减少了部分高成本产品的产量。

图21:钙奶饼干量价拆分



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图22:休闲饼干量价拆分

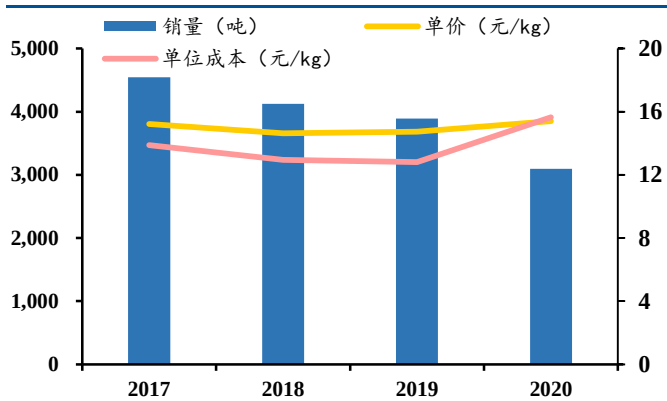


资料来源:公司公告,民生证券研究院

花生酱的销售单价及单位成本与花生仁市场价格高度相关。花生酱毛利率在2019年及之前形成稳定上升态势,主因原料采购价格下降带来的成本优势,而2020年毛利率大幅下降,主因花生仁价格大幅上涨,公司对此在11月提价10%来覆盖一部分成本,同时2021年与海外OEM

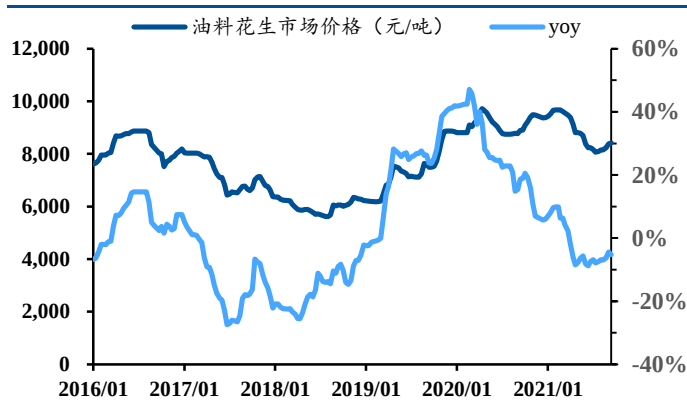
及经销客户签订的合同也相应调整了价格。2021 年油料花生价格已持续回落，较 2020 年高位水平有明显下降，预计今年花生酱毛利率将有所回升。

图23:花生酱量价拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24:2020 年花生价格处于高位水平拉低花生酱毛利率



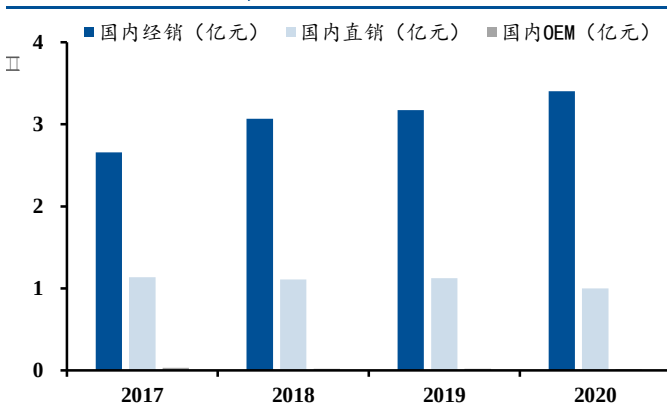
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3.2 经销渠道稳固发展，积极拓展省外市场空间

公司渠道以经销模式为主，直销、OEM 代工为辅，2020 年国内市场中经销/直销/OEM 代工模式分别实现收入 3.40/1.00/0.02 亿元，分别占总收入比例的 71.36%/20.97%/0.31%，国外市场实现收入 0.35 亿元，占比 7.36%，国外市场主要通过国际贸易商销售花生酱及饼干，以及代工生产花生酱等产品，国外市场销售的产品多采用中性包装，即不标注生产国信息和品牌信息；2018 年之后公司尝试在海外销售自有品牌海友花生酱和青食钙奶饼干，目前金额较小；通过 OEM 模式向澳新销售花生酱，向日本销售果脯巧克力。2020 年海外中性包装/OEM 分别实现收入 0.25/0.10 亿元，分别占比 5.14%/2.20%。

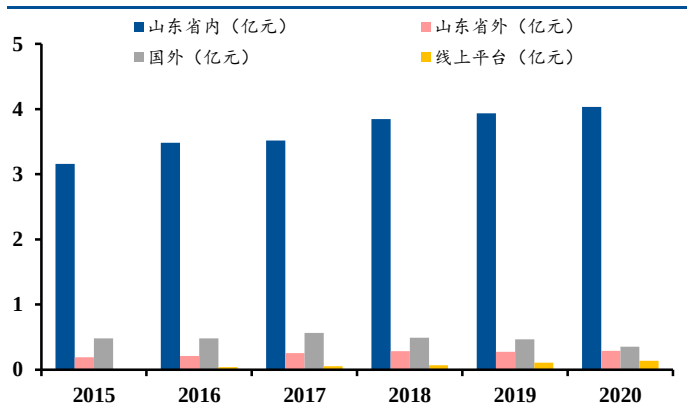
从区域市场来看，2020 年公司在山东省内/山东省外/国外/线上平台分别实现营收 4.00/0.29/0.35/0.14 亿元，分别占比 83.77%/6.04%/7.36%/2.83%，山东省作为公司本土市场，在品牌认识度、产品黏性、渠道密度等诸多方面经过长期培养已成为成熟市场，而省外区域受限于消费者对公司产品品牌和产品缺乏认知度，以及渠道密度的不足，市场渗透率不足。未来在加大省外市场培育力度、深耕渠道、加深产品认知背景下，省外市场仍具备充足扩容空间。

图25:国内以经销为主，直销、OEM 代工为辅



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26:2020 年山东省内收入占比达 83.77%

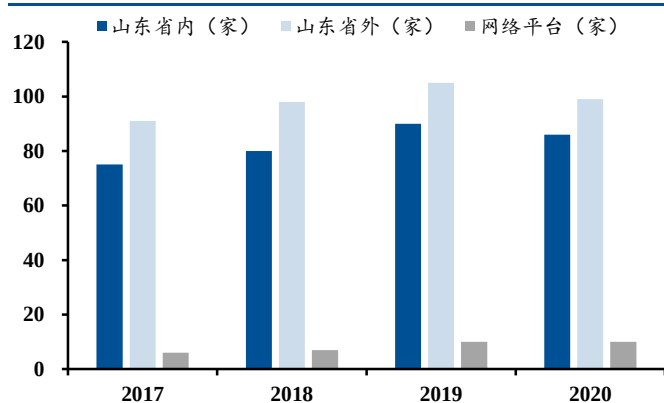


资料来源：公司公告，民生证券研究院

经销模式作为公司最重要最广泛的销售渠道，负责地区连锁商超、小型商超、便利店、批发市场、部分线上平台，以及近年对接部分公司直营 KA。在区域市场层面，公司将全国经销体系分为山东省内及省外两大区域，省内划分青岛市区、胶州、济南、潍坊、临沂、烟台、威海 7 个区域，省外划分郑州、沈阳、浙江、华北、西北 5 个销售区域，此外有部分经销商负责线上平台销售。截至 2020 年年末公司共有 195 家经销商，山东省内/山东省外/线上平台分别有 86/99/10 家经销商。

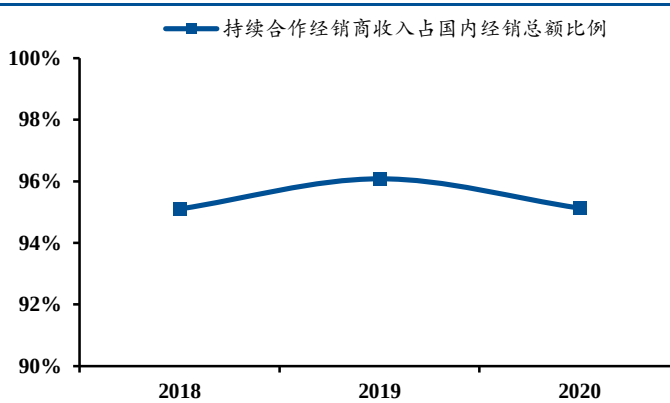
公司对于经销商的管理非常严格，采用先款后货的结算模式，严格管控窜货行为，不允许合作两年以上的经销商销售竞品等，均验证了公司对经销商的话语权更强，对终端的把控力充足。同时公司与主要经销商合作稳定，2018-2020 年与公司持续合作的经销商达 134 家，2020 年贡献了公司 95.13% 的收入占比。公司对于经销商拓展主要来自于原有经销区域内开发新的经销商、开拓空白区域新设经销商，以及近年公司将部分大型 KA 客户由直销模式变更为经销模式供货，以经销商先款后货的结算方式规避 KA 客户应收账款回款风险。

图27:2020 年末公司经销商数量达 195 家



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28:持续合作的经销商贡献公司约 95% 经销收入



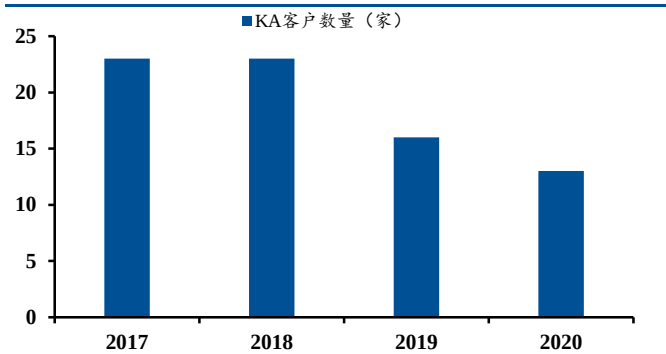
资料来源：公司公告，民生证券研究院

国内直销包括公司自营对接 KA 客户及线上电商平台旗舰店业务。2020 年直销业务实现收入 1.00 亿元，占比 20.97%，为公司第二大渠道，其中 KA/电商分别实现 0.92/0.08 亿元。

截至 2020 年年末公司有 13 家 KA 客户，主要为山东大中型商超，此数量较 2018 年末 23 家有所减少，原因在于公司将部分业务转由经销商供货，通过经销商先款后货的结算模式加快运营周转并降低应收账款风险，另有部分 KA 被收购或清算注销。目前公司对于部分 KA 客户实行先款后货，对于其余客户给予 50 天以内账期。

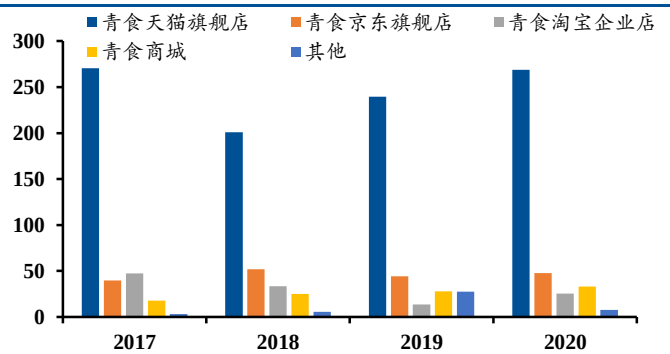
公司直销的线上渠道有 4 个，包括青食天猫旗舰店、青食京东旗舰店、青食淘宝企业店，以及公司独立运营的青食商城，2020 年公司在 4 个平台分别实现收入 268.75/47.58/25.57/32.98 万元，分别占比 70.27%/12.44%/6.69%/8.63%。对于线上平台运营，公司通过委托第三方来完成线上店铺推广、维护及日常发货售后等服务。

图29:公司 KA 客户数量有所减少



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

图30:公司线上 60% 以上收入来自于天猫旗舰店 (万元)



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

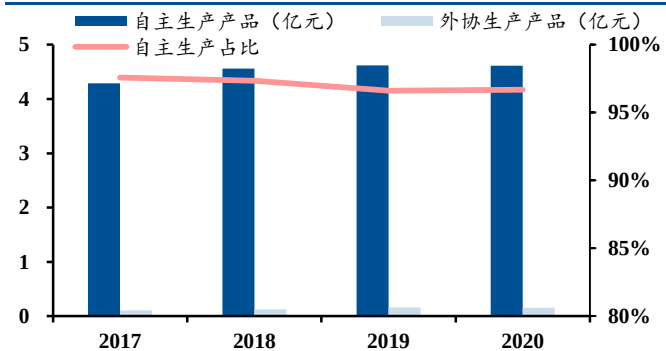
另有 OEM 代工模式, 国内市场主要是为上海三添食品生产花生酱, 目前已建立稳固合作关系。国外市场向新西兰、澳大利亚等销售花生酱, 向日本销售果脯巧克力, 花生酱由公司自主生产, 糖巧根据客户要求来料加工。

未来三年, 公司将积极开拓山东省外市场, 将在北京、郑州、沈阳、石家庄、西安、兰州、杭州、南京 8 个城市建设营销网点, 辐射华北、华中、华南三大区域, 配套物流、仓储体系, 建设完备供应链条, 并增加省外市场销售人员, 积极开拓省外市场。较过去 5 大省外区域的划分方式更加细致, 能更加有效辐射华北、华中、华南市场, 实现渠道精细化管理。同时加大广宣力度, 在电视、网络、直播、社媒等多个领域共同加大营销宣传, 提高公司产品曝光度和品牌知名度。拟打算与其他品牌合作推出联名产品, 覆盖更多消费人群, 也推动公司品牌形象更加年轻化。

3.3 自产为主外协为辅, 钙奶饼干产能瓶颈凸显

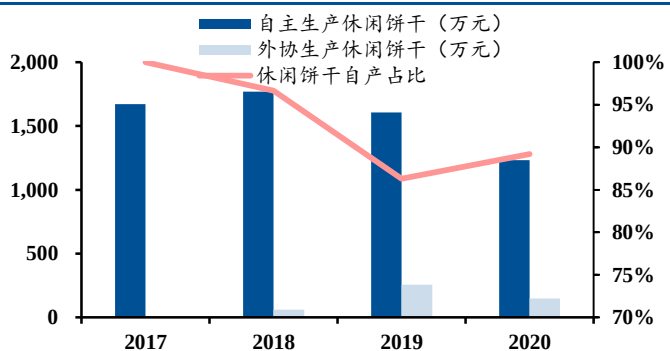
公司生产模式以自产为主, 外协代工为辅。核心产品钙奶饼干、休闲饼干、花生酱均为自产, 部分规模较小的红豆馅、豆沙、面粉、挂面、水果罐头、香油及部分种类休闲饼干为外协代工生产。2020 年自产/外协生产分别实现收入 4.62/0.16 亿元, 分别占比 96.70%/3.30%, 长期看公司自产占比稳定在 95% 以上, 休闲饼干作为唯一自产与外协结合生产的产品, 自产占比达 85% 以上。对于食品等高度依赖定制化设备的产品, 在小规模生产阶段, 采用外协生产模式将有效减少生产设备等固定资本投入, 降低生产成本, 借鉴外协厂商技术资源及规模效应, 提高生产效率, 并能快速扩充产品品类, 灵活调整产品矩阵, 有利于公司尝试拓展品类边界, 发现潜在高增产品。

图31:公司自产占比持续高于 95%



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

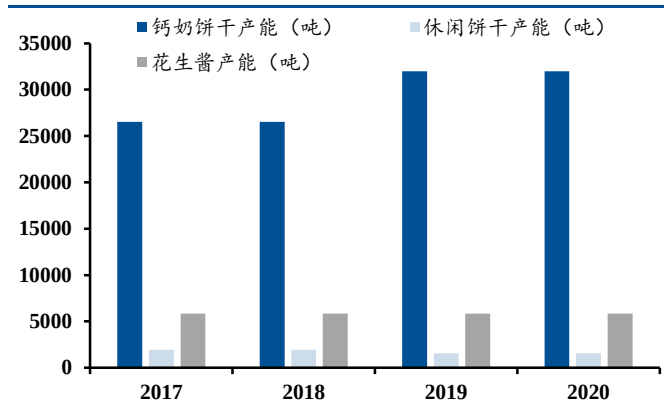
图32:休闲饼干自产占比持续高于 85%



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

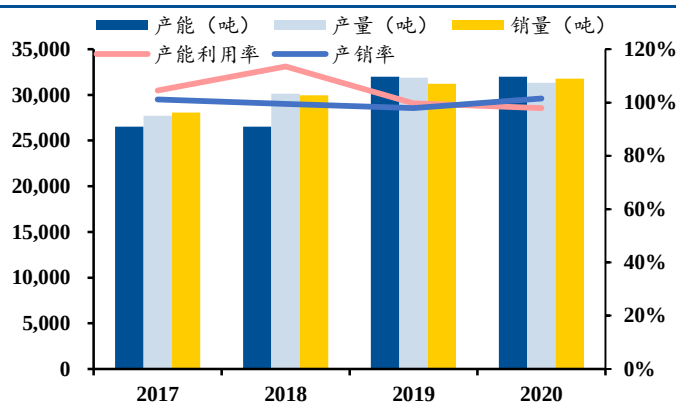
自产方面,公司目前有10条生产线,分别为4条钙奶饼干生产线、4条休闲饼干生产线、2条花生酱生产线,截至2020年末,分别拥有产能31980/1560/5850吨,产能情况与各品类营收规模基本匹配。但目前钙奶饼干的产能瓶颈已日益凸显,产能利用率在2018年及之前持续高于100%,2019年扩容后产能利用率回落到99%左右,产能瓶颈依然明显,现有产能难以支持全国化渠道扩张,亟需扩充产能。休闲饼干与花生酱的产能相对宽松,2020年产能利用率分别为39.33%/53.60%,较2019年小幅回落主要受疫情影响线下渠道客流明显减少,以及海外疫情影响花生酱海外OEM代工生产减少,未来仍有较为充足的产销量扩张空间。

图33:公司产能集中于钙奶饼干



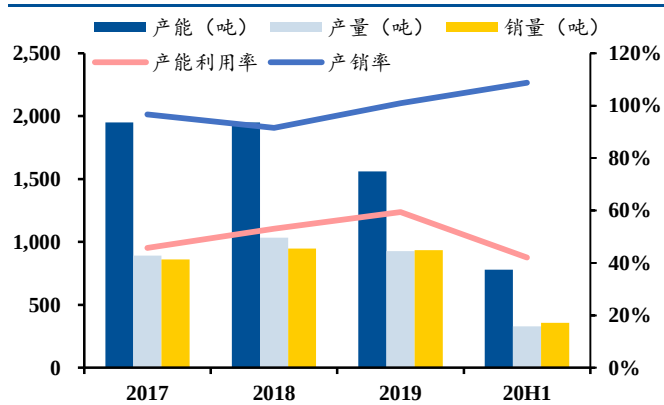
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图34:钙奶饼干产能瓶颈凸显



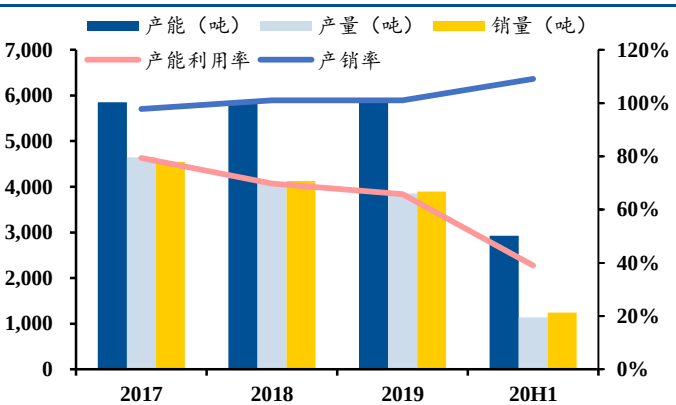
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图35:休闲饼干产能利用率仍有较充足提升空间



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图36:花生酱产量受海外疫情影响稍有下滑



资料来源:公司公告,民生证券研究院

在省外渠道扩张的战略下,面对市场的高需求,公司计划新增4条饼干生产线,共计2.81万吨年产能。为缓解钙奶饼干产能瓶颈,4条生产线中3条为钙奶饼干生产线,且其中2条将按照婴幼儿辅食标准建设,设计年产能1.25万吨,未来将以生产婴幼儿钙奶饼干为主,在现有产品矩阵外扩充新的婴童零食领域。另外一条生产线将建设为休闲饼干产能,预计未来公司将重点拓展休闲饼干品类,结合营销推广,打开休闲饼干市场空间。并且公司将不断改进生产工艺,引入智能设备,在采购、仓储、生产、装卸、配送等多个环节逐步实现自动化控制,提高生产效率与管理精度。

4 募投项目

公司此次 IPO 公开发行 2220 万股，占发行后总股本的 25%，发行价为 17.20 元/股，为 2020 年扣除非经常性损益前后孰低的净利润摊薄后的 22.99X，公开募集资金 3.82 亿元。拟将募集资金扣除发行费用后，将投资于智能化工厂改扩建、研发中心、营销网络及信息化建设项目，预估项目投资总额为 4.64 亿元，投入募集资金 3.57 亿元。

表2: 公司募投项目

募集资金投资项目	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
智能化工厂改扩建项目	29,031.21	22,350.80
研发中心建设项目	11,104.19	8,550.83
营销网络及信息化建设项目	6,276.86	4,831.06
合计	46,412.26	35,732.69

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1 智能化工厂改扩建项目

公司钙奶饼干在山东市场已建立足够的产品优势和品牌认知，同时产能利用率已处于 99% 左右高位水平，随着市场需求的稳健增长，公司产能瓶颈日益凸显；并且公司拟重点开拓省外市场，面对广阔的全国化市场需求，亟需公司匹配相应生产能力。公司将基于多年积累的生产经验和品牌优势，扩大生产规模，突破产能瓶颈。并将根据消费者对于休闲食品多样化的需求，研发新的产品，包括种类更加丰富的休闲饼干和开发新的婴幼儿钙奶饼干，进一步丰富产品矩阵。同时也将匹配新增产能建设相应仓储空间和物流体系，缓解仓库超负荷运转压力，提升智能化水平和物流配送效率。

本次智能化工厂改扩建项目将包括扩建饼干生产线及智能仓储中心。拟上线 4 条饼干生产线，共计 28080 吨，其中 3 条钙奶饼干生产线设计年产能 21840 吨，1 条休闲饼干生产线设计年产能 6240 吨。3 条钙奶饼干生产线中将有 2 条按照婴幼儿辅食标准建设，未来将主要生产婴幼儿钙奶饼干，设计年产能为 12480 吨。智能仓储中心将通过全自动物流运输和分拣设备，搭建仓储物流自动控制系统，实现原料及成品的智能仓配。此项目预计投资总额为 2.90 亿元，其中具体投资构成如下：

表3: 智能化工厂改扩建项目投资构成

序号	投资项目	投资金额 (万元)	占项目总投资比例
1	硬件设备购置及安装	18,100.00	62.35%
2	建筑工程	8,440.00	29.07%
3	基本预备费	1,327.00	4.57%
4	项目铺底流动资金	1,164.21	4.01%
	合计	29,031.21	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此项目拟建设于公司全资子公司青岛青食有限公司生产厂区，项目已获青岛市生态环境局环评批复，建设周期为 3 年，具体实施进度安排如下：

表4: 智能化工厂改扩建项目建设进度

项目进度安排	T+1 年				T+2 年				T+3 年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
智能化工厂建设												
设备询价订购												
设备安装调试												
生产线试运行												
竣工验收												

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 研发中心建设项目

随着消费者对食品多元化的需求提升，以及市场新品迭代速度加快，公司也积极响应市场消费诉求，强化研发能力，推出更多符合消费者期待的新产品、新品类。公司拟建设新的研发中心、组建研发团队，提升整体研发水平，并与营销部门深度合作，及时将市场需求转化为公司产品，并着力优化生产工艺流程。同时也在检测环节根据国家检测中心标准，引进先进检测设备，实现从原材料到成品的多环节产品质控，保证品牌质量。

此研发中心项目将根据国家标准进行建设，主要包括研发检测场所建设及相关人才招聘。公司将建设试制车间、实验室、检测中心等专业研发检测场所，并配置专业设备，拟购置包括饼干多功能小型实验生产线、质谱仪、色谱仪等各类先进研发检测设备及数据中心处理系统，提供行业先进的技术研发环境。并招募在休闲零食及营养学等领域具备深厚学术底蕴和研发生产经验的科研人员，外聘专家教授提供技术支持，共同构建专业研发团队。此项目预计投资 1.11 亿元，具体投资构成如下：

表5: 研发中心建设项目投资构成

序号	投资项目	投资金额（万元）	占项目总资金比例
1	软硬件设备购置及安装	3,782.56	34.06%
2	建筑工程	3,750.00	33.77%
3	研发人员工资	2,645.00	23.82%
4	项目研发实施费用	550.00	4.95%
5	基本预备费	376.63	3.39%
	合计	11,104.19	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此项目也将建设于公司全资子公司青島青食有限公司厂区，已获青島市生态环境局环评批复，建设周期为 3 年，具体实施进度安排如下：

表6: 智能化工厂改扩建项目建设进度

项目进度安排	T+1 年				T+2 年				T+3 年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
研发场所建设												
设备询价、采购												
设备安装、调试												

人员招聘、培训
 新技术的性能评
 价及应用研究

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.3 营销网络及信息化建设项目

公司在山东省内市场已具备充分品牌优势和渠道优势，但在省外市场知名度甚少，面对全国化市场极大的市场空间和充足的增长潜力，公司亟需搭建全国化营销网络，加大全国化品牌宣传力度，让青食品走出山东走向全国。公司目前将省外市场划分为郑州、沈阳、浙江、华北、西北 5 大区域，划分方式较为粗略不利于精细化运营，未来将在此基础上进一步细分市场区域，精耕细作长足发展。在市场规模增长，覆盖区域扩大的同时，对公司的信息管理体系也提出了较高要求，需要公司加强信息化处理水平，增强多部门业务协同，提升精细化管理能力，为公司的全国化扩张奠定技术基础。

此次营销网络及信息化建设项目主要包括省外营销网络建设、营销宣传、配套信息化系统升级三个部分。对于省外营销网络，公司将在北京、郑州、沈阳、石家庄、西安、兰州、杭州、南京 8 个城市建设新的营销中心，配套建设完善仓储、物流体系，并派驻多位具备市场经验的专业营销人员，积极寻求与优质经销商及 KA 客户合作。广宣活动将通过线上、线下多渠道全面覆盖，通过电视、网络、直播、短视频等多种方式开展广宣活动，提高品牌知名度。同时公司将配套升级信息化管理系统的，提高数据收集及分析能力。此项目预计将通过三年时间达成，投资总额为 6276.86 万元，具体投资构成如下：

表7：营销网络及信息化建设项目投资构成

序号	投资项目	投资金额（万元）	占项目总资金比例
1	市场开发费用	3,500.00	55.76%
2	人工成本	1,320.00	21.03%
3	营销中心租赁费用	946.86	15.08%
4	软硬件设备购置	510.00	8.13%
合计		6,276.86	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测

5.1 收入拆分与基本假设

收入方面，公司已建立了钙奶饼干为核心大单品，休闲饼干快速发展，其他产品积极探索的产品结构。公司在山东市场经过 70 余年发展已达成深刻品牌认知，市场规模稳定增长，目前正在积极探索省外市场发展，在全国市场具备充分增长潜力。结合今年上半年疫情多点散发及居民“就地过年”所影响，公司节日礼赠需求大幅下滑，拖累上半年业绩表现；但公司产品深耕地方市场，经过 70 年历程，在山东本地陪伴 4 代人成长，已建立深厚的用户黏性，预计下半年在疫情修复基础上，全年将实现稳定增长。展望 2022 年，随着礼赠需求恢复以及低基数效应，预计将达成较快发展。预计 2021-2023 年收入增速分别+2.7%/+11.7%/+9.6%。

(1) 钙奶饼干：钙奶饼干已面世 60 余年，在山东市场已形成充足产品优势，是公司最重要的收入来源，已具备 4 亿元单品体量。在全国市场扩张的进程下，市场覆盖面持续扩大，以及新包装推出，把握年轻一代消费需求，预计钙奶饼干将实现稳定增长，预计未来三年将分别实现 3%/12%/10%的收入增速。

(2) 休闲饼干：休闲饼干为公司正大力发展的品类，结合营销推广活动的进行和研发能力的增强，休闲饼干具备充足放量空间。目前休闲饼干尚处开拓阶段，产品体量较小，在公司大力推动下，有望实现较快增速，预计未来三年将分别实现 5%/15%/10%的增速。

(3) 花生酱：花生酱近年受海外疫情及海外客户本身业务调整影响，海外 OEM 代工业务量稍有下滑。预计未来在扩充省外市场的情况下，将有效对冲花生酱海外业务量的下滑，预计花生酱未来三年将实现 0%/5%/5%的增速。

表8: 各品类收入增速预测 (百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
钙奶饼干	334.24	368.71	378.74	392.17	403.93	452.40	497.65
yoy	4%	10%	3%	4%	3%	12%	10%
休闲饼干	16.72	18.32	18.61	13.80	14.49	16.67	18.34
yoy	16%	10%	2%	-26%	5%	15%	10%
花生酱	69.25	60.41	57.35	47.71	47.71	50.10	52.60
yoy	15%	-13%	-5%	-17%	0%	5%	5%
其他	19.23	21.04	23.11	23.22	23.22	26.71	29.38
yoy	0%	9%	10%	0%	0%	15%	10%
合计	439.44	468.48	477.81	476.91	489.36	545.88	597.96
yoy	6%	7%	2%	0%	2.61%	11.55%	9.54%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛利率方面，2020 年毛利率为 30.80%，同比下滑较多，主因运输费用调整至成本端列示，剔除运输费用影响后，2020 年毛利率为 32.80%，仅小幅下滑 0.40ppt。展望未来由于公司 2020 年 11 月对各产品均提价 10%，今年毛利率将受益于此有所上行，但同时花生油、包材等原材料价格上行，相应压缩一部分利润增量；预计后续年份市场需求恢复常态，原料价格高位下滑，毛利率将逐渐提升。细分产品看，钙奶饼干作为公司长期大单品毛利水平持续保持稳定状态，今年受提价及花生油等原料价格上升，预计毛利率小幅上升；休闲饼干去年由于促销活动力度收缩毛

利水平扭亏，预计今年将保持现有促销力度并受益于提价推动，毛利率小幅上行；花生酱受益于花生原料价格高位下滑，预计今年将实现正盈利，同时预计后续年份随着成本回落及重新约定订单价格，毛利率将恢复到此轮花生涨价前水平。

表9: 各品类毛利率及成本预测 (百万元)

		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	钙奶饼干	37.38%	40.85%	39.07%	36.68%	38.20%	39.00%	39.50%
	休闲饼干	11.56%	-2.46%	-2.95%	15.94%	18.00%	19.00%	19.00%
	花生酱	8.86%	11.62%	13.03%	-1.48%	3.00%	12.00%	12.00%
	其他	14.10%	19.55%	16.12%	6.76%	10.00%	16.00%	17.00%
	综合毛利率	30.88%	34.43%	33.20%	30.80%	32.83%	34.79%	35.35%
成本	钙奶饼干	209.31	218.11	230.76	248.34	249.63	275.97	301.08
	休闲饼干	14.78	18.77	19.16	11.60	11.89	13.50	14.85
	花生酱	63.11	53.39	49.87	48.42	46.28	44.09	46.29
	其他	16.51	16.93	19.39	21.66	20.90	22.44	24.38
	合计	303.72	307.20	319.17	330.02	328.70	355.99	386.60

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.2 可比公司估值对比

公司 10 月 21 日收盘价 24.77 元，对应民生 2021 年盈利预测为 26XPE，低于 CS 休闲食品行业平均 30X 估值及核心可比公司平均 31X 估值（Wind 一致预期，算术平均法）。

公司 2021 年预期 PE 明显低于同业公司。短期看，今年年初疫情影响礼赠需求，短期拖累今年业绩，但预期明年随着疫情控制礼赠需求修复，以及提价落地，低基数基础下预期将有较快增长。长期看，在渠道端省外市场开拓、产品年轻化升级基础上，预计公司成长性以及盈利能力将具备改善空间，并带动公司估值水平上移。

表10: 可比公司估值 (PE 法估值)

股票代码	公司简称	收盘价 10月21日	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
001219.SZ	青岛食品	24.77	0.95	1.10	1.25	26.20	22.50	19.89
603866.SH	桃李面包	27.71	0.89	1.06	1.26	31.04	26.09	22.00
300783.SZ	三只松鼠	38.80	1.17	1.46	1.82	33.05	26.59	21.31
002847.SZ	盐津铺子	53.50	2.20	3.41	4.88	24.28	15.69	10.95
603719.SH	良品铺子	36.56	1.05	1.28	1.53	34.75	28.53	23.96
核心可比公司						30.78	24.22	19.56
休闲食品行业						29.53	23.80	19.07

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：可比公司 EPS、PE 均采用 Wind 一致预期，预测 PE 为算术平均法

我们按照未来三年归母净利润复合增速来计算 PEG，公司目前股价对应 PEG 为 2.2X，明显低于桃李面包，但相比同业其他公司较高。主因公司今年受疫情影响较重，预计在明年疫情恢复背景下，市场需求回升，礼赠消费回归，公司业绩增长有望提速，目前估值水平具备充足投资价值。

表11:可比公司估值 (PEG 法估值)

股票代码	公司简称	收盘价 10月21日	三年归母净利润 复合增速	EPS-2021E	PE-2021E	PEG
001219.SZ	青岛食品	24.77	11.80%	0.95	26.20	2.22
603866.SH	桃李面包	27.71	10.76%	0.89	31.04	2.89
300783.SZ	三只松鼠	38.80	34.32%	1.17	33.05	0.96
002847.SZ	盐津铺子	53.50	37.75%	2.20	24.28	0.64
603719.SH	良品铺子	36.56	21.48%	1.05	34.75	1.62

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 可比公司三年归母净利润复合增速、EPS、PE 均采用 Wind 一致预期

5.3 投资建议

预计 2021-2023 年公司营业收入为 4.93/5.51/6.04 亿元, 同比+2.7%/+11.7%/+9.6%; 实现归母净利润 0.84/0.98/1.11 亿元, 同比+6.1%/+16.4%/+13.1%; 全面摊薄后折合 EPS 分别为 0.95/1.10/1.25 元; 对应 PE 分别为 26X/23X/20X。

我们看好公司在山东本地市场经过 70 年培育所建立的品牌力及消费者认知度, 以及省外渠道扩张、包装年轻化升级带来的成长潜力, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6 风险提示

渠道扩张不及预期。公司在山东省外市场认知度较小, 市场培育仍需时间, 省外渠道扩张将面临众多挑战, 从而对公司生产经营带来较大不确定性。

原材料价格上涨。公司生产所需主要原材料为大宗农产品, 受大宗商品价格波动影响。

食品安全问题。公司作为食品生产制造企业, 产品在生产及销售过程中将历经诸多环节, 若发生生产偶发性事件, 或造成食品质量安全风险。

新股上市股价波动风险。公司为新股, 上市之初股价容易大幅波动, 带来一定投资风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	480	493	551	604
营业成本	331	330	358	389
营业税金及附加	6	6	7	7
销售费用	18	16	29	33
管理费用	36	41	43	43
研发费用	2	2	4	2
EBIT	88	97	111	129
财务费用	(0)	(1)	(5)	(4)
资产减值损失	0	0	(0)	(0)
投资收益	17	12	13	14
营业利润	107	112	131	148
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	105	112	130	147
所得税	26	28	32	37
净利润	79	84	98	111
归属于母公司净利润	79	84	98	111
EBITDA	96	114	154	194
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	134	469	390	457
应收账款及票据	22	25	27	30
预付款项	4	3	3	4
存货	26	31	31	36
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	441	782	706	782
长期股权投资	0	12	26	39
固定资产	44	159	352	435
无形资产	14	14	13	12
非流动资产合计	105	244	420	460
资产合计	546	1025	1127	1242
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	32	36	38	41
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	79	93	96	101
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	80	94	97	102
股本	67	89	89	89
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	466	931	1029	1140
负债和股东权益合计	546	1025	1127	1242

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-0.5%	2.7%	11.7%	9.6%
EBIT 增长率	2.9%	10.4%	14.1%	16.0%
净利润增长率	5.3%	6.1%	16.4%	13.1%
盈利能力				
毛利率	31.1%	33.1%	35.1%	35.6%
净利润率	16.5%	17.0%	17.7%	18.3%
总资产收益率 ROA	14.5%	8.2%	8.7%	8.9%
净资产收益率 ROE	17.0%	9.0%	9.5%	9.7%
偿债能力				
流动比率	5.6	8.4	7.4	7.7
速动比率	5.2	8.1	7.0	7.4
现金比率	4.9	7.8	6.7	7.0
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	9.6	10.5	10.2	10.2
存货周转天数	30.3	31.4	31.1	31.1
总资产周转率	0.9	0.6	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	0.9	1.1	1.2
每股净资产	7.0	10.5	11.6	12.8
每股经营现金流	0.8	1.1	1.4	1.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	27.8	26.2	22.5	19.9
PB	3.5	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	21.0	14.8	11.5	8.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	79	84	98	111
折旧和摊销	8	17	43	65
营运资金变动	7	8	0	(3)
经营活动现金流	73	97	128	160
资本开支	2	144	206	92
投资	(60)	0	0	0
投资活动现金流	(43)	(144)	(206)	(92)
股权募资	0	382	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(35)	382	0	0
现金净流量	(5)	335	(79)	67

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 青岛食品发展历程.....	3
图 2: 2015~2020 年公司收入 CAGR 为 4.24%.....	4
图 3: 2015~2020 年公司归母净利润 CAGR 为 15.54%.....	4
图 4: 净利率的提升来自于毛利率的提升及费用率降低.....	4
图 5: 销售费用率及管理费用率降低带来期间费用率降低.....	4
图 6: 2020 年钙奶饼干收入占比达 82%.....	5
图 7: 2020 年国内市场经销及直销收入占比超 90%.....	5
图 8: 青岛食品 IPO 后股权结构.....	5
图 9: 全国居民人均食品烟酒消费支出日益增长.....	7
图 10: 全国居民人均粮食消费量逐年下降.....	7
图 11: 2019 年中国休闲食品市场规模已达 1.14 万亿.....	7
图 12: 预计 2020 年各品类市场规模占比.....	7
图 13: 2019 年中国饼干零食及果脯市场规模达 562.2 亿元.....	8
图 14: 2019 年中国饼干零食及果脯品类实现 113.6 万吨销量.....	8
图 15: 全国饼干十强企业分布.....	8
图 16: 青食产品体系.....	10
图 17: 2020 年钙奶饼干实现 3.92 亿元收入.....	11
图 18: 2020 年休闲饼干与花生酱收入呈现一定程度下滑.....	11
图 19: 钙奶饼干拉升公司整体毛利率持续向好发展.....	12
图 20: 直营毛利率普遍高于经销渠道.....	12
图 21: 钙奶饼干量价拆分.....	12
图 22: 休闲饼干量价拆分.....	12
图 23: 花生酱量价拆分.....	13
图 24: 2020 年花生价格处于高位水平拉低花生酱毛利率.....	13
图 25: 国内以经销为主, 直销、OEM 代工为辅.....	13
图 26: 2020 年山东省内收入占比达 83.77%.....	13
图 27: 2020 年末公司经销商数量达 195 家.....	14
图 28: 持续合作的经销商贡献公司约 95% 经销收入.....	14
图 29: 公司 KA 客户数量有所减少.....	15
图 30: 公司线上 60% 以上收入来自于天猫旗舰店 (万元).....	15
图 31: 公司自产占比持续高于 95%.....	15
图 32: 休闲饼干自产占比持续高于 85%.....	15
图 33: 公司产能集中于钙奶饼干.....	16
图 34: 钙奶饼干产能瓶颈凸显.....	16
图 35: 休闲饼干产能利用率仍有较充足提升空间.....	16
图 36: 花生酱产量受海外疫情影响稍有下滑.....	16

表格目录

表 1: 青岛食品管理层与核心技术人员	6
表 2: 公司募投项目	17
表 3: 智能化工厂改扩建项目投资构成	17
表 4: 智能化工厂改扩建项目建设进度	18
表 5: 研发中心建设项目投资构成	18
表 6: 智能化工厂改扩建项目建设进度	18
表 7: 营销网络及信息化建设项目投资构成	19
表 8: 各品类收入增速预测（百万元）	20
表 9: 各品类毛利率及成本预测（百万元）	21
表 10: 可比公司估值（PE 法估值）	21
表 11: 可比公司估值（PEG 法估值）	22
公司财务报表数据预测汇总	23

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。