

盐津铺子 (002847)

供应链提效, 极致性价比+品类品牌双轮驱动 穿越周期

买入 (维持)

2024年08月18日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2894	4115	5183	6417	7746
同比 (%)	26.83	42.22	25.96	23.80	20.72
归母净利润 (百万元)	301.48	505.77	668.89	875.85	1,068.30
同比 (%)	100.00	67.76	32.25	30.94	21.97
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.10	1.84	2.44	3.19	3.89
P/E (现价&最新摊薄)	35.11	20.93	15.83	12.09	9.91

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.58
一年最低/最高价	35.53/84.55
市净率(倍)	6.67
流通A股市值(百万元)	9,482.95
总市值(百万元)	10,585.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.79
资产负债率(% ,LF)	43.17
总股本(百万股)	274.39
流通A股(百万股)	245.80

相关研究

《盐津铺子(002847): 2024年半年度业绩预告: 收入稳健增长, 多措并举强化股东回报》

2024-07-12

《盐津铺子(002847): 2024年一季度报点评: 24Q1 迎来开门红, 势头未减》

2024-04-24

投资要点

- **复盘企业发展, 盐津铺子通过持续迭代革新攫取渠道变革红利。**盐津铺子是一家集休闲食品研发、生产和销售为一体的现代化制造企业。复盘企业发展, 盐津铺子以具有地方特色的凉果蜜饯产品发轫, 在早期阶段(2016年前)以直营商超为核心; 2017年通过商超“店中岛战略”和“咸味+烘焙”发力赢得现代渠道红利; 2021年以来, 公司以零食量贩&内容电商渠道引领, 强化供应链, 成为“多品类+全渠道”和“高品质+高性价比”的休闲零食企业。
- **零食渠道变革效率为王, 当下阶段性演绎“去品牌化”。**参考美日零售发展史, 下游渠道长期向效率提升方向发展。从零售商自有品牌渗透率来看, 中国与海外差距较大, 截至2022Q2 西欧、东欧、北美分别达到36%、15%、14%, 国内自有品牌渗透率约5%。目前国内零食下游渠道多元、碎片化的发展使得长尾品牌和白牌厂家收入快速增长, 呈现出类自有品牌渗透率提升的趋势, 步入阶段性“去品牌化”。类似美国会员制商超模式, 快速发展的下游渠道更易以高周转、大规模获得更高议价权。积极主动拥抱它们的厂商能与渠道共振, 获得更快的销售额增长。全渠道布局及与渠道博弈过程中, 零食厂商的供应链效率将成为支撑销售额增速与利润率保障的致胜之法。
- **供应链为基, 多措并举打造极致性价比。**盐津铺子自2021年转型后, 战略转型为“低成本之上的高品质+高性价比”。公司积极拥抱符合性价比趋势的零食量贩和内容电商渠道, 双渠道的高速发展推动公司2022-2023年业绩的亮眼表现。我们认为公司在打造极致性价比拥抱全渠的过程中, 高瞻远瞩的管理层是未来持续助力公司攫取行业变化红利的重要保障, 他们敏锐捕捉行业变革并勇于求变。其次, 公司在变革中不断强化原材料把控、完善生产基地布局, 提高供应链效率使“极致性价比”战略具备可行性与持续性。
- **打造品类品牌, 铸造长期竞争力。**目前饼干、糖巧等经典零食品类步入成熟期, 中式零食红利风起。鹤鹑蛋、魔芋制品品类红利释放, 盐津“大魔王”、“蛋皇”扶摇直上。品类品牌上, 盐津铺子以素毛肚和鹤鹑蛋作为抓手, 通过跟随创新、引领上游原材料标准化等不断打磨提升产品力。与六必居合作的“大魔王”麻酱素毛肚成为爆品, 进入盒马等高势能渠道; 定位高品质的“蛋皇”鹤鹑蛋子品牌顺利入驻山姆会员超市。双子品牌锚定品类品牌之王, 通过高势能渠道突破赋能品牌声量。渠道端, 公司全渠发力, 招商拓售点推动定量流通渠道接力增长。
- **盈利预测与投资评级: 强组织管理能力赋能, 公司全渠道多品类战略持续深化。**考虑外部环境复杂性, 我们略下调盈利预测, 预计2024-2026年公司收入分别为51.8/64.2/77.5亿元(前次为52.6/64.7/77.8亿元), 同增26%/24%/21%; 归母净利润分别为6.7/8.8/10.7亿元(前次为6.8/8.9/10.9亿元), 同增32%/31%/22%, EPS分别为2.44/3.19/3.89元, 对应当前PE为16x、12x、10x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险、原材料价格波动风险、量贩零食渠道下游竞争加剧的风险、定量流通渠道开拓不及预期风险。

内容目录

1. 历史复盘：不断迭代革新，盐津持续攫取渠道变革红利	4
2. 渠道变革：渠道高效发展，供应链支撑长期竞争力	5
3. 极致性价比&品类品牌双轮驱动，供应链零食巨头以变求存	9
3.1. 供应链为基，多措并举打造极致性价比	9
3.1.1. 管理层高瞻远瞩，高效组织驱动全渠转型	11
3.1.2. 强化供应链效率，保障高质低价	14
3.2. 打造品类品牌，铸造长期竞争力	15
3.2.1. 中式零食品类红利持续，盐津顺势而为	15
3.2.2. 鹤鹑蛋、魔芋制品品类红利释放，“大魔王”、“蛋皇”扶摇直上	17
4. 盈利预测	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	盐津铺子股价复盘 (单位: 元)	5
图 2:	盐津铺子市值涨跌归因	5
图 3:	盐津铺子分季度归母净利润 yoy 与 PE (TTM)	5
图 4:	中国零食行业渠道变革史	6
图 5:	日本零售业发展史	7
图 6:	美国零售业渠道发展史	8
图 7:	2022Q2 全球零售商自有品牌份额	8
图 8:	2023Q1 全球主要零售商自有品牌份额前十国家	8
图 9:	2023 年头腰尾部零食厂商在各渠道的销售份额	9
图 10:	盐津铺子及同类产品在抖音平台价格、销量情况	10
图 11:	零食量贩渠道销售额持续爬坡	10
图 12:	盐津铺子在抖音平台销售额	11
图 13:	公司股权结构 (截至 2024Q1)	11
图 14:	盐津铺子共发布三期股权激励	12
图 15:	公司核心管理层人员简介	12
图 16:	盐津铺子商超中的“店中岛”	13
图 17:	盐津铺子旗舰店位居抖音热销榜榜首	13
图 18:	2017-2023 年公司各渠道营业收入及占比	13
图 19:	盐津铺子全国四大生产基地布局	14
图 20:	盐津铺子自建全国最大鹤鹑养殖基地	15
图 21:	中国分品类休闲零食规模及 yoy	16
图 22:	按风味分类的中国休闲食品行业零售额及 yoy	16
图 23:	盐津铺子七大品类产品营收	17
图 24:	“大魔王”麻酱味魔芋素毛肚	18
图 25:	“蛋皇”可生食+无抗双认证鹤鹑蛋	18
图 26:	“蛋皇”鹤鹑蛋进驻山姆超市	18
图 27:	“大魔王”素毛肚上市盒马	18
图 28:	“大魔王”新品发布会	19
图 29:	“大魔王”线下打卡快闪店	19
图 30:	盐津铺子经销商数量	20
图 31:	盐津铺子主要业务收入拆分预测	21

1. 历史复盘：不断迭代革新，盐津持续攫取渠道变革红利

盐津铺子是一家集休闲食品研发、生产和销售为一体的现代化制造企业。自成立以来，专注于发展中国传统特色中式休闲零食行业，以具有地方特色的凉果蜜饯产品发轫，经过数年发展沉淀，现已成为国内较具影响力的中国传统特色中式休闲零食生产企业。2005 年成立以来，盐津铺子由早期的直营商超为核心的传统产品型公司，逐步变革为“多品类+全渠道”、“低成本之上的高品质+高性价比”的复合型公司，主要发展可以划分为三个阶段：

第一阶段（2016 年之前）：形成直营商超为渠道核心，蜜饯、咸味零食为主导的产品型企业。渠道结构以线下直营商超为主导，经销商跟随；线上渠道包括天猫旗舰店、京东超市和线上分销。在 2016 形成“新型豆干+烘焙糕点+满口香炒货+其他小品类”的产品组合，以“小品类+差异类”的产品战略和以直营商超为主的渠道战略为主。在这一阶段，盐津基于历史优势，逐步构建了蜜饯、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品为核心的散称包装咸味零食体系。

第二阶段（2017 年-2020 年）：“店中岛战略”和“咸味+烘焙”多重发力赢得渠道红利。商超渠道存在明显的存量竞争，对零食企业的品牌要求逐步强化。公司对直营商超进一步深耕，通过店中岛模式实现单一品牌的产品矩阵。2017-2019 年大幅扩充烘焙产能，在“盐津铺子”咸味零食的主品牌之外开拓“憨豆爸爸”副品牌，打造成味食品、烘焙的双成长曲线。在产品上强化多品类，2017 年建立小品类休闲食品全品类产品体系，包括休闲豆制品等六大类产品，在 2019 年上市纯蛋糕、乳酸菌小面包等产品。2020 年在疫情期，居家消费需求爆发，公司“店中岛”模式下，业绩实现高速增长；同时在结构性牛市环境下，公司实现戴维斯双击。

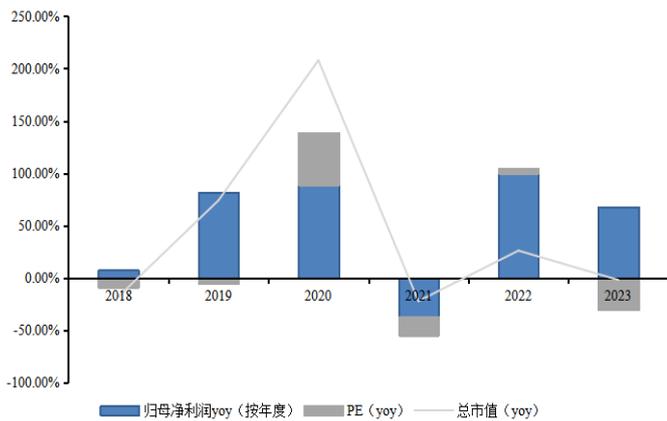
第三阶段（2021 年至今）：零食量贩&内容电商渠道引领，强化供应链，逐渐打造“多品类+全渠道”和“高品质+高性价比”。2021 年随着商超人流量下滑，公司业绩承压，寻求转型。从 2021 年下半年开始转型，制定了“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”的中长期战略，于零食很忙的零食量贩渠道合作，布局抖音等内容电商平台，在 2022Q2 迎来业绩兑现，开启第二轮改革红利。公司利用多品类矩阵、供应链优势，覆盖全渠道，商超渠道占比下降，新兴渠道迎来快速增长。同时公司减少蜜饯等传统产品占比，大力拓展辣卤制品、蛋制品等中式零食品类，积极调整包装策略，发展定量装、小包装等规格。在 2023 年公司形成了七大品类、四大渠道为核心的营收结构，再次实现收入业绩双高增。

图1: 盐津铺子股价复盘 (单位: 元)



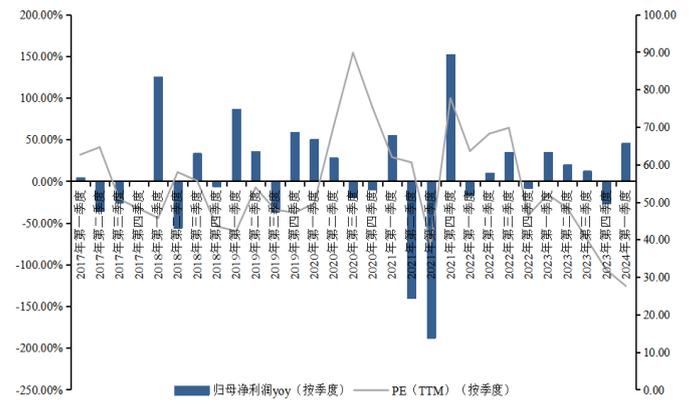
数据来源: Wind、公司公告、东吴证券研究所

图2: 盐津铺子市值涨跌归因



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 盐津铺子分季度归母净利润yoy与PE (TTM)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2. 渠道变革: 渠道高效发展, 供应链支撑长期竞争力

国内零食渠道历经四次变革, 渠道效率不断提升。回溯我国零食行业四十余年渠道变迁, 从过去以传统渠道为主, 渠道效率低下, 到 21 世纪后商超渠道迈入黄金发展期, 商超渠道为消费者提供了重要品质背书, 降低消费者选择成本; 2010 年后互联网渠道引发新一轮渠道变革, 传统电商渠道以其便利性、价格透明性为消费者提供了更高效的购物体验; 2018 年以来渠道趋向多元化、碎片化, 社区团购、会员制商超、零食量贩等新渠道崛起, 本质是“性价比”新趋势的确立, 不同消费群体能通过不同渠道获得更物美价廉、质高价优的商品。复盘每一轮零食渠道的变革, 渠道不断向高效化演进, 在去变革背景下, 零食企业发展态势有所分化, 抓住渠道变革红利的企业都将乘风而上。

图4：中国零食行业渠道变革史

零食1.0-行业起步期（1980-2000年）：国内零食需求萌芽，品类空白，主为卖方市场。**拥有成熟单品的外资品牌率先抢占市场。**

零食3.0-电商爆发期（2010-2018年）：**互联网**红利迎来新一轮渠道变革，流量为王。百草味、良品铺子和三只松鼠纷纷拥抱线上红利，电商成为零食增长最快的渠道。

零食2.0-品牌发展期（2000-2010年）：规范化全国性品牌相继成立，转变为买方市场。随着家乐福、沃尔玛等进入中国，**商超**逐步成为零食主要销售渠道。洽洽食品、百草味、甘源食品、良品铺子加速扩张。

零食4.0-全渠道并进（2018年至今）：2018年后随着经济增速放缓、疫情冲击等多重宏观因素，线上盈利表现欠佳，全渠道转型已成行业共识。2020年电商加速去中心化，**社区团购兴起。2021年会员制商超、零食折扣连锁店**等渠道兴起，并成为主要销售模式。

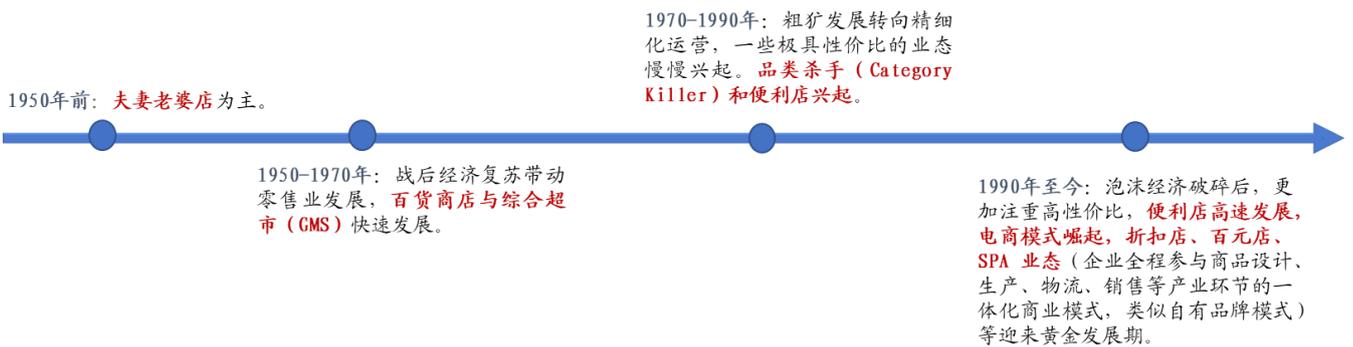
数据来源：36Kr，东吴证券研究所

我国现代渠道发展以前，零售商都是以小商铺的形式存在，称为夫妻老婆店，没有超市、百货中心、连锁店的概念。这些小店只是从批发商那里进货，然后加价出售给附近居民，或者城市游客，消费者消费体验较差，购物效率较低。**参考美日零售发展史，效率提升贯彻始终。**

日本零售发展史：日本现代渠道从1950年开始主要历经三个阶段的变迁。

- 1950-1970年，日本战后经济复苏带动百货商店与综合超市(GMS)快速发展，GMS=连锁+超市+折扣店，主要满足“新中产”标准化与一站式购物的需求，提高了消费者选购商品的效率。
- 1970-1990年，由于两次石油危机和布雷顿-森林体系的崩溃，整个日本经济都很低迷。日本在第一消费时代经历了一个粗犷扩张时期后，很多企业意识到对于资源匮乏的日本来说，低成本，低消耗和高效率的运营是至关重要的，于是开始转向精细运营，比如柔性制造、工程管理，一些极具性价比的业态慢慢兴起。1980年后进入日本泡沫经济时期，阶层分化出现。GMS（大型综合超市）依然是市场主力，但大量品类杀手（Category Killer）出现，比如早期只卖家具的Nitori、早期只卖五金的TokyuHands，他们在品类选择深度和性价比上比GMS更有优势。80年后期，日本进入泡沫经济疯狂期，百货店高速增长，同时主打高频刚需的便利店业态强势崛起。
- 1990年以来：日本进入泡沫经济破灭期，高性价比、去品牌化（Muji等兴起）助推了新一轮渠道变革。在日本代表大消费升级的百货业开始迅速进入萧条；便利店以时间、距离、商品的便利性取胜，迎来高速发展期；极致低价业态迅速崛起，大创、Seria等日本百元店收入增长迅猛。电商模式也同步进入快速发展期。

图5：日本零售业发展史



数据来源：钟鼎资本，虎嗅网等公开资料，东吴证券研究所

美国零售发展史：美国现代渠道从 1850 年开始历经四个阶段的变迁：

- 1850-1950 年：美国的商业和经济领域发生了巨大变化，随着越来越成功和富裕的美国人拥有更广泛的品味，梅西百货（1858 年）、布鲁明戴尔百货（1861 年）和西尔斯百货（1886 年）等百货商店开始在纽约市和芝加哥等城市涌现。这些商店不仅仅销售商品，还提供演示、讲座和娱乐活动，以吸引那些寻求如何最好地利用可支配收入的新富顾客。
- 1950-1960 年：购物中心通常以一家大型百货公司为中心，周围还有一簇其他商店。二战结束后，美国经历了长达 20 年的经济快速增长，2/3 美国家庭达到中等收入水平，家庭可支配收入稳步上升。同时随着汽车普及，越来越多的人离开城市，从郊区通勤。购物中心不仅提供购物场所，还成为人们的文化和社交中心，是符合消费升级，提升消费购物体验的渠道变革。
- 1960-1990 年：超市、会员制商超模式快速发展。1962 年，第一家沃尔玛在阿肯色州罗杰斯开业。同年，塔吉特和凯马特也开设了第一家门店。性价比购物逐渐为消费者带来更强的吸引力，与百货商店和购物中心不同，这些大型零售商更注重自助服务和周转效率，消费者能以低得多的价格购买到所需商品。70 年代美国经济开始走向衰退，“滞胀”终结了二战后长达 20 多年的繁荣，期间高失业率伴随高通货膨胀，美国家庭财富大量蒸发。提供折扣商品的会员制商超、折扣商超迎来黄金发展期，大型折扣商场迅速抢占了日用品消费市场并扩张自己的地盘，以高周转、大规模在与供应商的博弈上获得了更高议价权。
- 1990 年以来：技术变革使电商模式以其便利性和高效快速发展（1995 年的 eBay 和 1996 年的 Amazon），电商能帮助消费者在一天中的任何时间、任何地点进行研究、查看评论、比较价格和购买。

图6: 美国零售业渠道发展史



数据来源: Bigcommerce, 零售老板内参公众号, 东吴证券研究所

总结: 渠道变革适应了不同阶段的需求, 高效贯彻始终。经济高速发展期, 百货商店、购物中心、GMS 等为消费者提供一站式购物体验, 品牌能为消费者提供品质背书, 降低选择成本; 精细化发展期, 消费者出现需求分化, 性价比与品质要求兼而有之, 品类杀手 (Category Killer)、便利店、会员制商超更能满足中产阶级需求, 品类杀手为消费者选择垂直品类的品质和价格提供了更高效。便利店以购物便捷性获得快速发展, 会员制商超为美国中产直接提供了低价高质的商品; 日本泡沫经济破灭后, 折扣店、百元店等模式为消费者直接提供了极致高性价比的购物场所; 电商模式以其购物便捷性在各国快速发展。渠道的多次变革本质上都是为消费者降低选择成本, 提供更好、更便利的购物体验, 提高购物效率。

零食下游渠道多元发展将助推阶段性“去品牌化”。从零售商自有品牌渗透率来看, 中国与海外差距较大, 截至 2022Q2 西欧、东欧、北美分别达到 36%、15%、14%, 国内自有品牌渗透率约 5%。目前国内零食下游渠道多元、碎片化的发展使得长尾品牌和白牌厂家收入快速增长, 呈现出类自有品牌渗透率提升的趋势, 步入阶段性“去品牌化”。以电商渠道为例, 头部零食厂商依旧依赖传统电商平台如天猫, 腰部零食厂商在京东、天猫都有发展, 并在京东成长更快, 而尾部零食厂商则更依赖于抖音电商平台。内容电商通过内容营销和直播销售, 将更多长尾品牌带到消费者面前。

图7: 2022Q2 全球零售商自有品牌份额

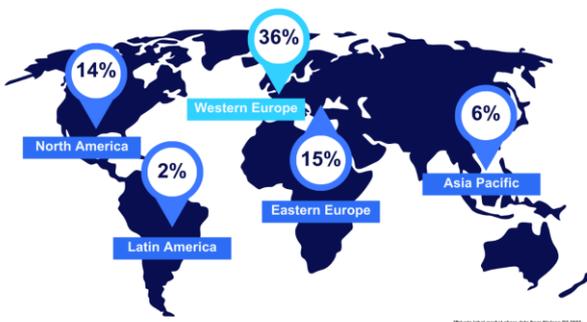
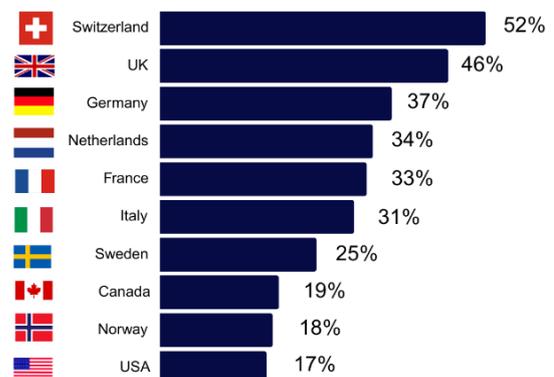


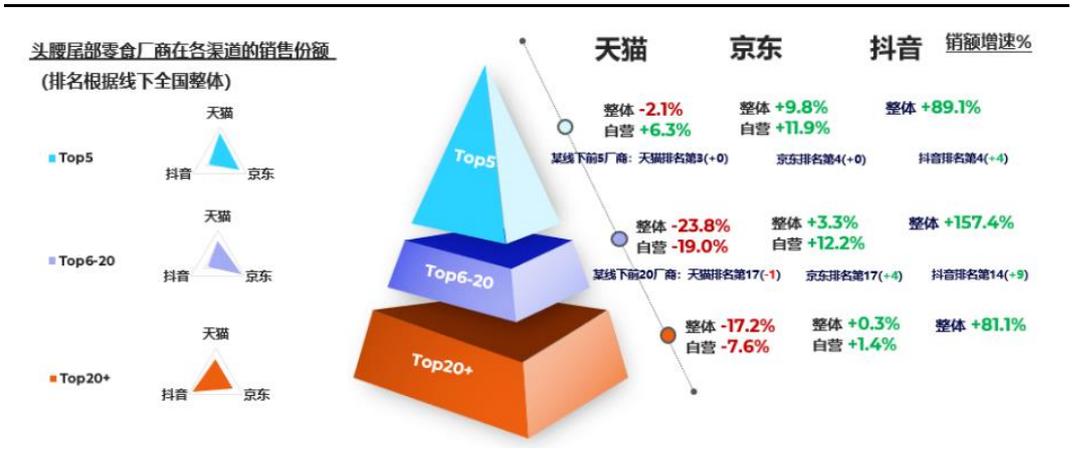
图8: 2023Q1 全球主要零售商自有品牌份额前十国家



数据来源: Nielsen, 东吴证券研究所

数据来源: Nielsen, 东吴证券研究所

图9: 2023 年头腰尾部零食厂商在各渠道的销售份额



数据来源: Nielsen, 东吴证券研究所

拥抱全渠+供应链提效的零食企业能在中短期把握渠道变革红利，同时沉淀长期竞争力。类似美国会员制商超模式，快速发展的下游渠道更易以高周转、规模经济获得更高议价权。积极主动拥抱它们的厂商能与渠道共振，获得更快的销售额增长。同时，全渠道布局及与渠道博弈过程中，零食厂商的供应链效率将成为支撑销售额增速与利润率保障的致胜之法。

3. 极致性价比&品类品牌双轮驱动，供应链零食巨头以变求存

3.1. 供应链为基，多措并举打造极致性价比

盐津铺子应时代变化积极转型，拥抱渠道变革机遇，打造极致性价比覆盖全渠。公司经历 2021 年转型升级之后，2022 年起规模效应逐步显现，公司产品从“低成本下的高品质+高性价比”逐渐升级成为“低成本之上的高品质+高性价比”。2023 年公司战略主轴由“产品+渠道”双轮驱动增长升级为“渠道为王、产品领先、体系护航”，顺应各渠道特点进行相应布局。以抖音渠道为例，盐津铺子大多产品在价格和近一年销量上都领先同行。

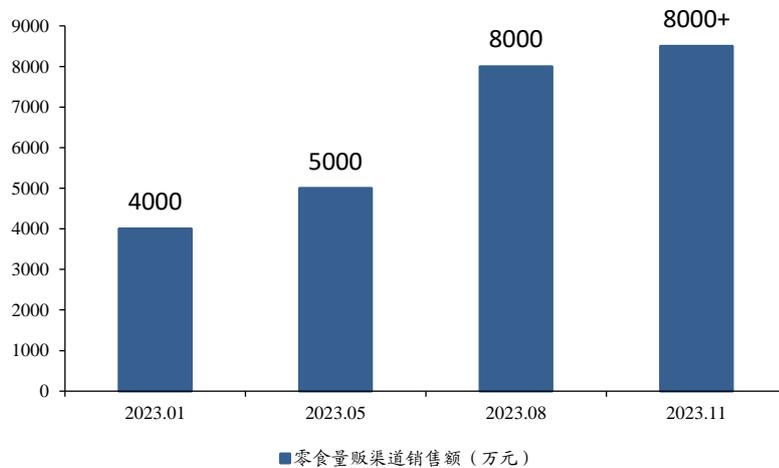
性价比趋势下，公司在抖音、零食量贩渠道表现亮眼。我们认为，零食行业中短期仍在演绎高性价比趋势下的渠道变革。作为零食行业中的代表性供应链企业，盐津铺子深耕内容电商布局和零食量贩渠道策略，持续攫取红利。据蝉妈妈数据，公司产品在抖音平台的销售额自 2023 年来实现稳步增长，同比增长比率显著，截至 2024 年 5 月抖音销售额单月超过 7500 万元，保持近 150%增速；同时，公司在零食量贩渠道月度销售额环比持续增长，表现亮眼。

图10: 盐津铺子及同类产品在抖音平台价格、销量情况

魔芋制品				鹌鹑蛋			
品牌	盐津铺子	卫龙	南江桥	品牌	盐津铺子	百草味	劲仔
商品页面				商品页面			
售价	19.9元/450g	19.9元/390g	12.8元/100g	售价	19.9元/400g	18.9元/420g	19.9元/210g
单价	4.42元/100g	5.10元/100g	12.8元/100g	单价	4.98元/100g	4.5元/100g	9.48元/100g
销量(近365天内)	186.1w	84.9w	201.2w	销量(近365天内)	593.4w	2.5w	3644
鳕鱼肠				手撕素肉			
品牌	盐津铺子	不二宝贝	三只松鼠	品牌	盐津铺子	三只松鼠	金磨坊
商品页面				商品页面			
售价	19.9元/560g	21.8元/180g	19.9元/535g	售价	9.9元/270g	9.9元/240g	9.9元/260g
单价	3.55元/100g	12.11元/100g	3.72元/100g	单价	3.67元/100g	3.29元/100g	3.81元/100g
销量(近365天内)	84.9w	5.6w	6.9w	销量(近365天内)	409w	5381	1.8w

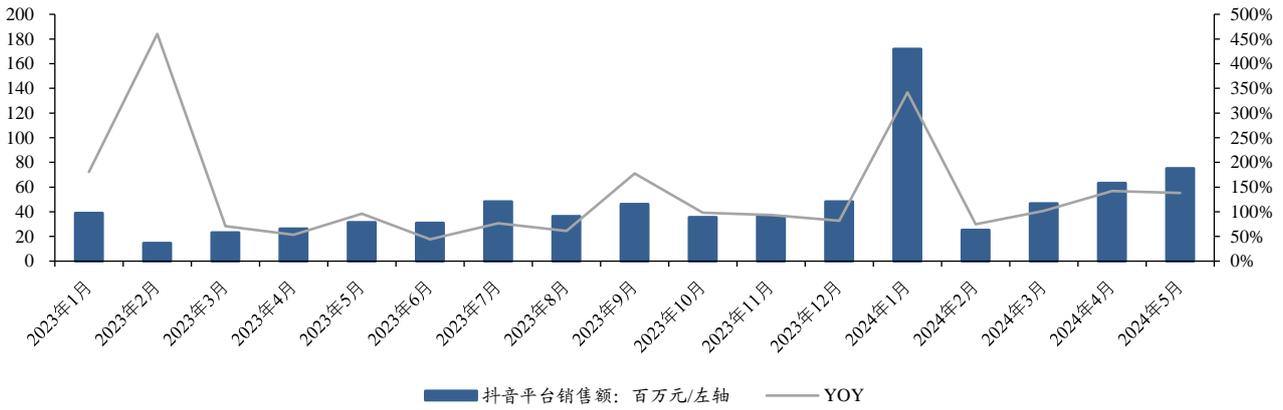
数据来源: 抖音、东吴证券研究所

图11: 零食量贩渠道销售额持续爬坡



数据来源: 渠道调研、东吴证券研究所

图12: 盐津铺子在抖音平台销售额

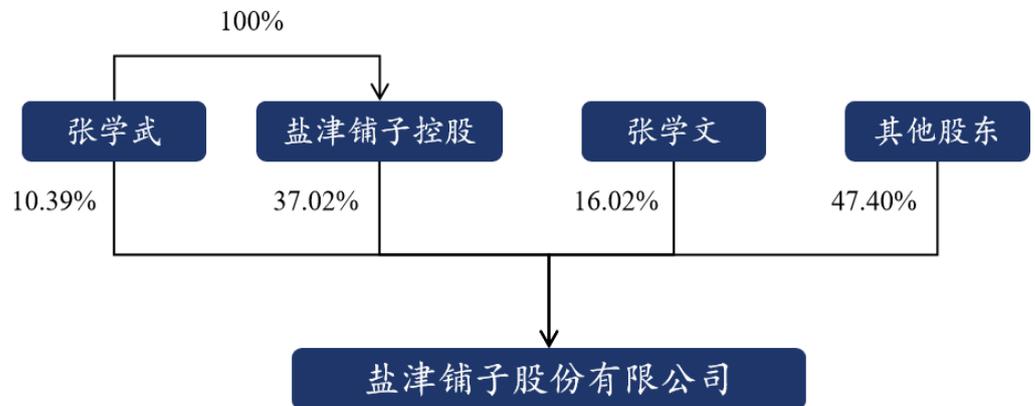


数据来源: 抖音、东吴证券研究所

3.1.1. 管理层高瞻远瞩, 高效组织驱动全渠转型

公司股权结构清晰稳定, 股权激励充分。创始人兄弟张学武、张学文为公司实际控制人。截至 2024Q1 末, 公司董事长张学武直接持股 10.39%, 并通过湖南盐津铺子控股有限公司间接持股 37.02%。自上市以来盐津铺子共发布三期股权激励计划, 深度绑定管理层及核心技术人员, 表明了公司在“低成本之上的高品质+高性价比”策略牵引下的发展信心, 利于充分调动员工积极性和创造性, 有效提升团队核心凝聚力。

图13: 公司股权结构 (截至 2024Q1)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图14: 盐津铺子共发布三期股权激励

股权激励	第一期		第二期 (修订前)			第二期 (修订后)		第三期				
	年份	2019	2020	2021	2021	2022	2023	2022	2023	2023	2024	2025
股权激励目标	收入同比	15.0%	17.4%	18.5%	28.0%	26.6%	25.9%	7.8%	20.3%	25.0%	25.0%	25.0%
	利润同比	95.0%	33.3%	34.6%	42.0%	41.5%	42.3%	-7.8%	53.4%	50.0%	30.0%	30.0%
实际业绩表现	收入同比	26.3%	40.0%	16.5%	16.5%			26.8%	42.2%	42.2%		
	利润同比	165.3%	87.0%	-51.7%	-51.7%			201.5%	72.8%	72.8%		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

核心管理层背景丰富, 具备多元化食品行业运营经验。公司创始人张学武自上世纪90年代后便深耕食品行业, 于2005年创办盐津铺子。在张学武的带领下, 盐津铺子聚焦食品主业, 持续发力渠道、供应链建设, 逐渐成长为中国休闲食品领域的知名龙头企业。围绕张学武为核心, 盐津铺子构造了一支多元化背景的管理层核心团队。主要负责大制造和质量保证事业部运营管理的黄敏胜先生曾供职于雀巢十余年, 拥有丰富的食品生产运营和供应链管理经历; 主要负责电商及线上数字化营销工作的张磊先生曾任立白集团电商总经理, 熟悉电商内容营销策略; 副总兰波先生自公司创立之初就已入职, 积累了多年渠道销售经验, 深谙行业市场状况和公司发展特点。

图15: 公司核心管理层人员简介

姓名	职位	个人简介
张学武	董事长, 总经理	大学学历, 湖南大学EMBA, 现清华大学五道口金融学院EMBA在读。2005年至今在公司工作, 现任盐津铺子食品股份有限公司董事长兼总经理、湖南盐津铺子控股有限公司执行董事兼总经理。
黄敏胜	副总经理	华南理工大学硕士研究生。2006年7月至2021年1月就职于雀巢(中国)有限公司, 历任生产主管、质量体系主任、绩效管理经理、生产经理、品类生产服务经理、工厂厂长和品类技术总监; 2021年2月入职公司, 负责大制造和质量保证事业部运营管理, 2021年3月30日起任公司副总经理。
李汉明	副总经理	湖南师范大学本科, 深圳大学管理学院MBA。2005年7月至2013年3月, 历任爱普生技术(深圳)有限公司车间主管、工艺项目主任、精益改善组长、人才开发主任; 2013年4月至2015年11月, 任广东华颂家具集团人力资源中心总监; 2015年12月至2017年9月, 任豪鹏国际集团HRBP专家(人力资源业务伙伴); 2017年10月至2019年3月, 任东莞市银通玻璃有限公司HRBP专家; 2019年4月入职公司, 任公司人力资源中心总监、盐津学院执行副院长, 2022年10月起任公司副总经理, 分管公司人力资源、组织与人才运营管理工作。
张磊	副总经理	中南大学本科, 中山大学岭南学院EMBA。2008年-2013年任库巴网华南大区总经理; 2013-2014任深圳海吉星商城CEO; 2015-2020年9月任立白集团电商总经理。2020年10月入职公司, 负责电商及线上数字化营销工作, 2020年10月起任公司副总经理。
杨林广	副总经理	硕士研究生, 2002年7月-2006年6月, 任湖南第一师范学院讲师; 2006年7月-2016年4月, 历任四川米老头食品工业集团股份有限公司人力资源部经理、总裁办主任、营销总监、副总裁、总裁(2013年起); 2016年4月-2017年1月, 任成都湘商联盟股权投资基金管理有限公司副总经理, 兼湖南田园香生鲜集团总裁。2017年2月-2018年1月, 任湖南田园香生鲜集团总裁。2018年1月入职公司, 任公司管理事业部负责人兼总经理特别助理, 2019年3月起任公司副总经理, 2020年8月起任公司董事、副总经理。
兰波	副总经理	2004年7月入职公司, 先后任职长沙销售主管、区域经理、江西省省区经理、云贵广大区经理、湖南省省区经理, 2015年任全国经销商渠道负责人, 2016年任公司华西片区、华东片区负责人, 2017年5月起历任公司渠道事业部副部长、部长, 2019年3月起任公司副总经理, 2019年10月起, 任公司董事、副总经理。

数据来源: Wind、东吴证券研究所

敏锐捕捉行业变革，管理层独具慧眼、勇于求变。2018年公司管理层结合市场动态和科学预判，做出积极探索店中岛模式+培育烘焙等产品第二增长曲线的战略决定，以较小的投资准确捕捉更为集中、更易产生溢价的线下商超流量；2021年面对商超渠道人流下降的趋势，管理层果断转变发展思路，积极探索新渠道，在2021年中开始展开针对零食量贩渠道、抖音等内容电商平台的布局，同时利用抖音渠道进行品牌营销，2022年电商和经销渠道收入合计占比大幅提升16pct至87%；2024年公司持续培育大单品鹌鹑蛋和片状魔芋制品，并着力于打造品类品牌，重点突破山姆、盒马等高势能渠道并布局定量流通渠道，增强全渠道动能。

图16：盐津铺子商超中的“店中岛”



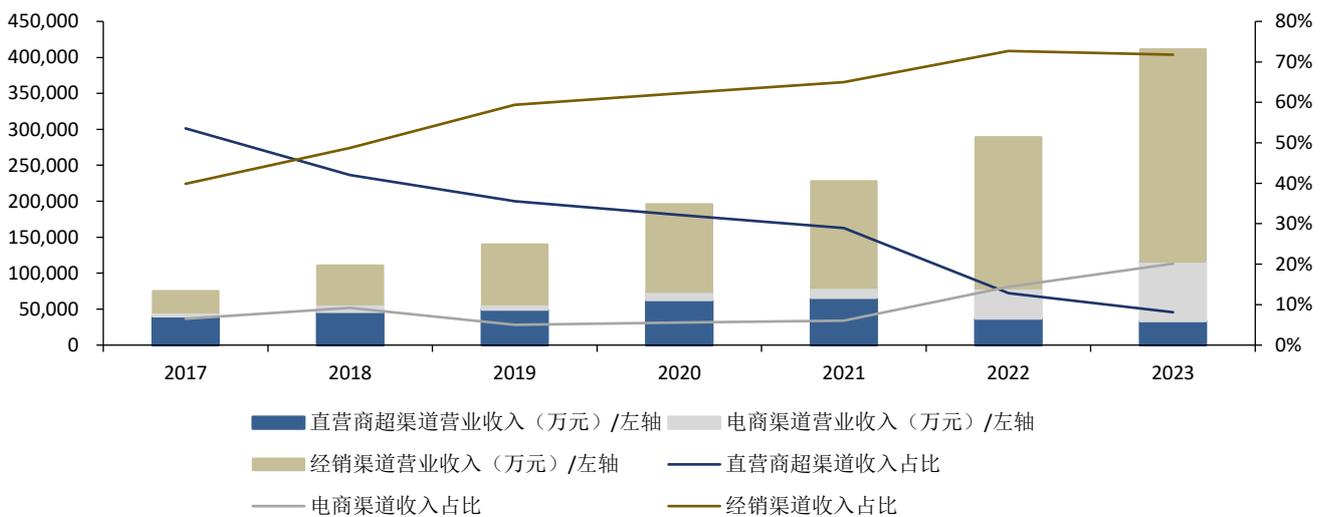
数据来源：新浪财经、东吴证券研究所

图17：盐津铺子旗舰店位居抖音热销榜榜首



数据来源：抖音、东吴证券研究所

图18：2017-2023年公司各渠道营业收入及占比



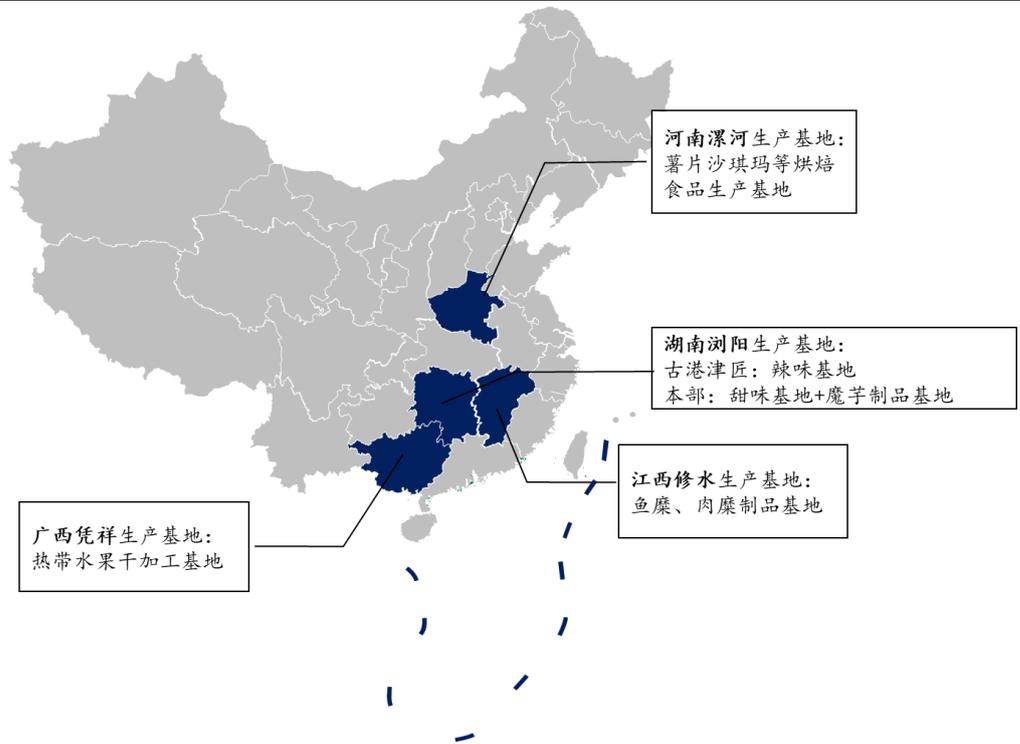
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.1.2. 强化供应链效率，保障高质低价

强化原材料和生产基地布局，供应链提效助力“低成本之上的高品质+高性价比”。相比于其他贴牌模式的供应链型零食企业，盐津铺子自成立以来便扎根生产研发端，并围绕供应链开展一系列前瞻性布局，以高效供应链为高性价比夯实基础。依靠研发-采购-生产的全链条优势，盐津铺子不断打磨供应链韧性，以更高的生产效率和更优质的产品力铸就总成本领先优势，助力公司在极致性价比的渠道如抖音和零食量贩渠道上高效布局、快速突破。

- 贴近原材料产地布局生产基地，以实验工厂快速响应研发。公司目前在湖南浏阳、江西修水、河南漯河、广西凭祥共有 4 个生产基地，根据当地原材料布局生产品类，公司 95%以上产品为自产，并以“实验工厂”模式开展已有产品的改进和新产品的研发工作，研发生产有机结合，提升供应链效率，快速适应市场需求。

图19: 盐津铺子全国四大生产基地布局



数据来源：公司公告、食品板、东吴证券研究所

- 向上游原材料延伸布局，强化原材料端成本与供应的稳定。近年来，公司持续向上游产业延伸，引导产品向专业化、标准化、绿色生产和规模化种植养殖发展。原材料端，盐津铺子拥有国内规模最大的鹤鹑养殖农场、新疆马铃薯粉基地、云南曲靖魔芋种植基地等原材料农业基地；同时集团公司在柬埔寨、泰国、越南投资创办了芒果、榴莲等热带水果加工企业，为盐津铺子供应优质原材料。

以鹤鹑蛋大单品为例，公司于 2023 年 4 月建设绿色蛋鹤鹑养殖基地，项目占地 300 亩，总投资 3 亿元，共建设标准化产蛋鹤鹑舍 28 栋，被国际知名认证机构评估为“中国鹤鹑养殖农场规模最大之一”。同时为最大程度保证原料的新鲜和安全，农场在 45 分钟车程内布局了数字化鹤鹑蛋工厂。每一颗原料鹤鹑蛋在从农场诞生后，会被第一时间运到工厂在第一时间进行加工卤煮，全流程不超过 12 小时。公司鹤鹑蛋自供原料比例预计可达到 40-50%，能保障原材料供应量和成本的稳定。

图20：盐津铺子自建全国最大鹤鹑养殖基地



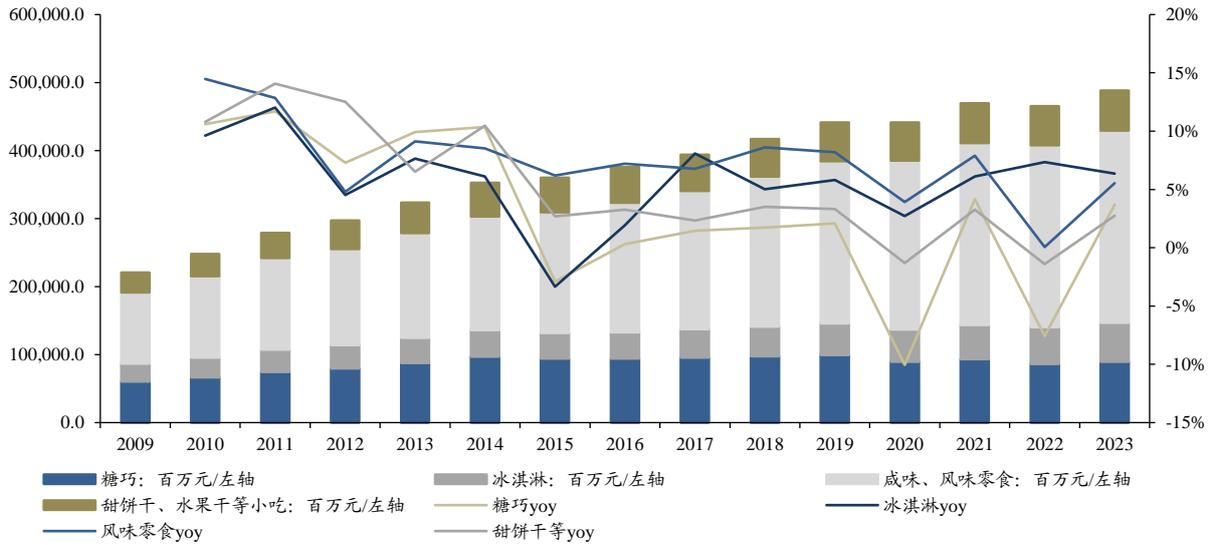
数据来源：盐津铺子公众号、东吴证券研究所

3.2. 打造品类品牌，铸造长期竞争力

3.2.1. 中式零食品类红利持续，盐津顺势而为

经典零食品类步入成熟期，中式零食红利风起。欧睿将零食划分为经典品类（包括糖果、巧克力和饼干等）以及高增长品类（包括风味零食、坚果等细分品类），经典品类的规模增速明显放缓甚至出现下滑，而风味零食如辣卤零食、魔芋加工制品等为代表的中式零食保持快速增长。欧睿数据显示糖巧、饼干类销售规模 2018-2023 年 CAGR 分别为 -2%、+1%；风味/咸味零食销售规模的 2018-2023 年 CAGR 则达到 5.1%，增速更快。

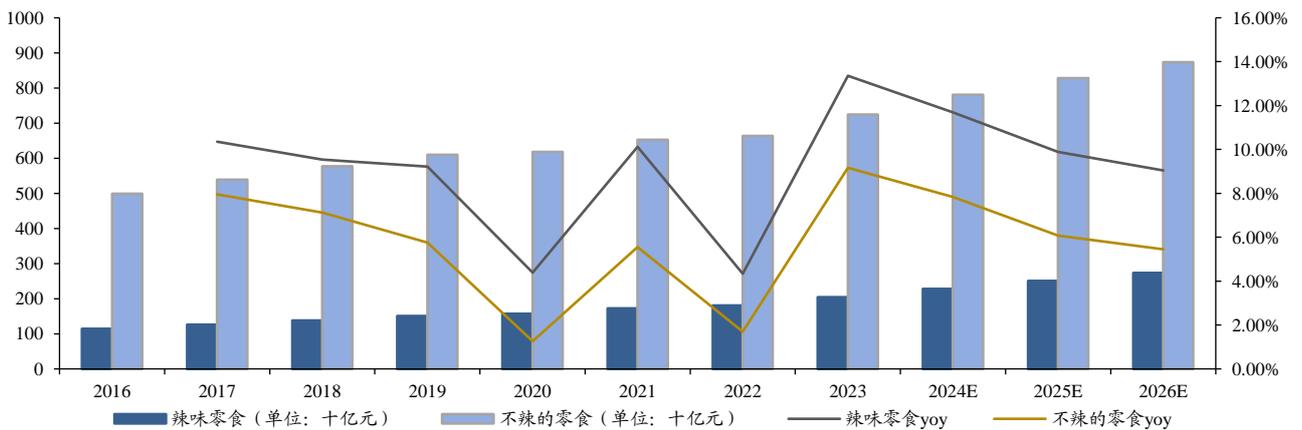
图21: 中国分品类休闲零食规模及 yoy



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

- **辣味零食为代表的中式零食保持快速增长。**中国辣味零食行业的零售额从2016年的1130亿元增长到2021年的1729亿元，复合年增长率为8.7%，高于同期中国整体零食行业的复合年增长率。根据弗罗斯特沙利文报告，中国辣味零食行业到2026年预计复合增长率为9.6%，零售额达2737亿元，而中国非辣味零食行业预计同期增长6.0%。其中，辣味调味面粉产品已经成为年轻消费者最喜欢的零食之一。辣条企业和行业不断走向标准化、健康化，《调味面制品》行业标准对于降盐降脂做出明确规定，新行规下企业数量缩减到150余家，辣条产值却增长到500亿元。

图22: 按风味分类的中国休闲食品行业零售额及 yoy



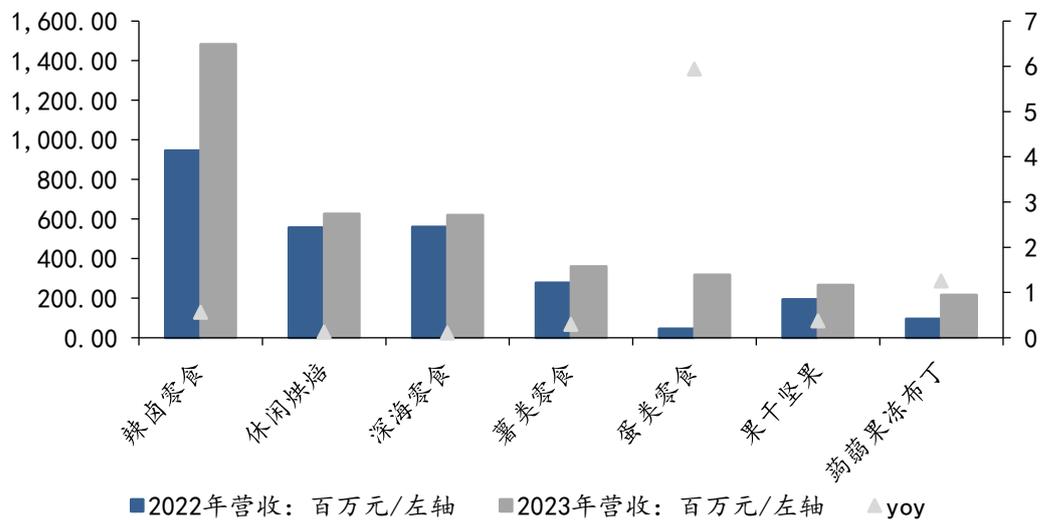
数据来源: 卫龙招股书、东吴证券研究所

- **魔芋加工制品成为低卡零食界新宠。**魔芋不含热量，有强烈饱腹感，可预防肥胖和

缓慢减肥，还具有预防心血管疾病，润肠通便、防治便秘和癌症，降血糖及防治糖尿病等功能。随着健康消费意识的加强，魔芋加工制品逐渐成为中式零食的一大单品。根据 FBIF，中国魔芋市场规模已经突破 400 亿元，元气森林、卫龙、盐津铺子等零食品牌争相布局魔芋加工制品赛道。

盐津铺子抓住中式零食行业红利，推出七大品类产品。2023 年报显示，盐津铺子的零食产品包括七大品类：辣卤零食、薯类零食、深海零食、休闲烘焙、蛋类零食、蒟蒻果冻布丁、果干坚果等。辣卤零食作为第一大品类，2023 年实现营收 14.82 亿元，在总营收中占比达到 36.02%，同比增长 56.71%。蛋类零食的营收金额 3.19 亿元，占总营收比例 7.75%，同比增速达到 594.52%，系增长最亮眼的大单品之一；蒟蒻果冻布丁营收 2.16 亿元，以 125.67%的同比增长位列增速第二。

图23：盐津铺子七大品类产品营收



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2.2. 鹌鹑蛋、魔芋制品品类红利释放，“大魔王”、“蛋皇”扶摇直上

全渠发力，以大单品&品类品牌布局定量流通接力增长。过去 2 年，公司在零食量贩和电商渠道攫取增量，获得高速增长。未来，这两个渠道仍将持续深化，提升自身市场份额。而在空间更为广阔的大流通渠道，公司将继续深耕。公司以子品牌定量装聚焦核心品类进行渠道下沉开拓售点；在散称渠道布建新的根据地市场，坚持渠道下沉，持续耕耘三、四线以下城市销售渠道，力争用三年时间，把四川、山东、河南、江苏、浙江等省市，打造成新的根据地市场。

大单品&品牌力是开拓定量流通渠道的重要基础。

1) 大单品上，公司以素毛肚和鹌鹑蛋作为抓手，渠道变革倒逼供应链提质增效，

产品力在不断打磨中提升。盐津铺子在魔芋制品和鹤鹑蛋品类放量的红利期，分别于2023、2024年推出魔芋零食类子品牌“大魔王”和鹤鹑蛋类子品牌“蛋皇”。魔芋制品中，大魔王魔芋采用跟随战略加上差异化，彼时友商魔芋丝正发展得如火如荼，盐津差异化地推出了片状魔芋制品，与六必居合作创新性推出的麻酱味魔芋素毛肚一经推出即成为爆品，入驻盒马超市并获得多榜第一。鹤鹑蛋品类上，起初鹤鹑蛋作为一个小品类，鹤鹑蛋原材料缺乏标准化养殖生产，盐津投入把前端研发、数字化养殖的源头建起来，在推出第一年就实现3亿元收入。2024年在常规鹤鹑蛋品类之上，推出了“可生食+无抗”双认证的高端“蛋皇”品牌，并顺利入驻山姆会员超市。大魔王和蛋皇在高势能渠道的突破，是盐津产品力提升的重要体现。

图24：“大魔王”麻酱味魔芋素毛肚



数据来源：盐津铺子公众号、东吴证券研究所

图25：“蛋皇”可生食+无抗双认证鹤鹑蛋



数据来源：盐津铺子公众号、东吴证券研究所

图26：“蛋皇”鹤鹑蛋进驻山姆超市



数据来源：盐津铺子公众号、东吴证券研究所

图27：“大魔王”素毛肚上市盒马



数据来源：盐津铺子公众号、东吴证券研究所

2) 品牌上,公司以“大魔王”和“蛋皇”子品牌锚定品类品牌之王。

延续年轻化国潮营销,打造“大魔王”品牌新中式零食形象。“大魔王”品牌的发布会融入了穿越、国潮等多元化元素,打造古色古香的穿越式派对,提供身着古装“回明朝”吃“下午茶”的穿越体验,让消费者沉浸式欣赏大师现场调制芝麻酱和制作芝麻酱素毛肚。此外,盐津铺子洞察年轻人网红打卡的喜好,在地标点“小蛮腰”的东广场打造“大魔王未来商店”主题创意快闪店;校园营销中邀请大学生参与通关游戏和 PK 赢取大魔王福利,为年轻人在博物馆里举行一场穿越派对。大魔王精准拿捏年轻人潮流兴趣,将品牌“潮流有趣”的价值感具象化,同时与老字号结合,展开有趣、有料的国潮营销,焕发老字号的活力,成功打造了一个新中式零食的品牌形象。

抢占新中式零食高地,打造高品质鹤鹑蛋子品牌“蛋皇”。2024年3月16日,盐津铺子在成都东安湖举行以“天生高品质,蛋源可生食”为主题的蛋类零食品牌「蛋皇」鹤鹑蛋的品牌发布会。蛋皇专注于鹤鹑蛋零食细分赛道,在行业首次获得可生食鹤鹑蛋标准认证,采用高品质鹤鹑原料蛋制造,致力于为亿万中国家庭带来品质更高、体验更优的新中式健康零食。其包装由中国顶级包装设计师潘虎操刀,打破常规的还原性设计获得了2024德国IF包装设计奖,简单直接易记的logo超级符号让消费者过目不忘。

持续拓展高势能渠道如山姆、盒马,赋能品牌声量。当下“蛋皇”鹤鹑蛋已进入山姆会员店,盐津铺子鱼豆腐、魔芋素毛肚等品项已进入盒马系统。山姆属于“高端会员制”超市,以严格选品闻名,系“爆品收割机”。2021年甘源“芥末味夏威夷果”进入山姆系统一炮而红,而后公司在其他渠道同步推出芥末味夏威夷果仁,成为全渠道爆品。因为,我们认为盐津铺子“蛋皇”鹤鹑蛋进入山姆会员店后,将帮助“蛋皇”子品牌扩大全渠声量,为其他渠道赋能。

图28: “大魔王”新品发布会



数据来源: 盐津铺子公众号、东吴证券研究所

图29: “大魔王”线下打卡快闪店

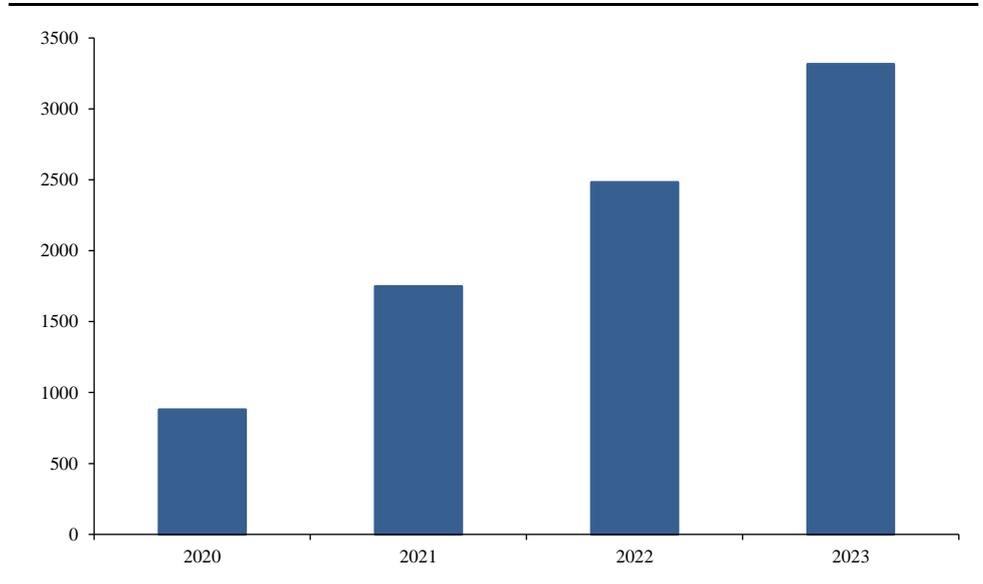


数据来源: 微博、东吴证券研究所

3) 渠道端,招商拓售点是推动定量流通渠道接力增长的重要落脚点。公司以散称起家,在2021年经过大半年反复调整,最终确定了与盐津铺子适配度更高的9.9元定

量装模式推动发展。2022 年定量装已初现成效，公司通过持续招商，经销商数量显著增加。截至 2023 年公司已拥有 3315 个经销商，比 2021 年数量接近翻倍。同时随着全渠道合力增强，品牌声量加大，定量流通渠道有望接力增长。

图30: 盐津铺子经销商数量



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 51.8/64.2/77.5 亿元，同比增速 +26%/24%/21%，分拆业务如下：

- 1) **直营商超**：商超客流整体仍呈下滑趋势，公司也在进行主动收缩。我们预计 2024-2026 年直营商超渠道营业收入分别为 3.08/3.05/3.08 亿元，同比-8%/-1%/+1%。
- 2) **经销渠道**：公司经销渠道包括 BC 超、零食量贩渠道、大流通渠道等。2023 年来零食量贩渠道保持高速增长，公司抓住机遇乘风而上；同时以“大魔王”素毛肚和鹤鹑蛋大单品积极布局大流通渠道。我们经销渠道将保持较快增速，2024-2026 年营业收入分别为 37.6/46.6/56.2 亿元，同比+27%/24%/21%。
- 3) **电商渠道**：电商渠道包括传统货架电商及抖快等社交电商平台，社交电商处于快速增长期，盐津铺子积极布局，保持快速增长。我们预计 2024-2026 年公司电商渠道营业收入分别为 11.2/14.5/18.2 亿元，同比+35%/30%/25%。

图31: 盐津铺子主要业务收入拆分预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1. 直营商超 (KA)							
收入 (百万元)	630	659	372	334	308	305	308
同比 (%)	26.7%	4.6%	-43.6%	-10.0%	-8.0%	-1.0%	1.0%
占比%	32.2%	28.9%	12.8%	8.1%	5.9%	4.7%	4.0%
成本 (百万元)	273	324	169	160	145	143	145
毛利 (百万元)	358	335	203	174	163	161	163
毛利率	56.74%	50.83%	54.57%	52.16%	53.00%	53.00%	53.00%
净利率			中低个位数				
2. 经销渠道							
收入 (百万元)	1,219	1,483	2,104	2,952	3,757	4,658	5,621
同比 (%)	46.6%	21.7%	41.8%	40.4%	27.3%	24.0%	20.7%
占比%	62.2%	65.0%	72.7%	71.7%	72.5%	72.6%	72.6%
成本 (百万元)	768	1,060	1,467	2,079	2,649	3,293	3,991
毛利 (百万元)	451	423	636	873	1,108	1,365	1,630
毛利率	36.98%	28.51%	30.26%	29.57%	29.50%	29.30%	29.00%
净利率							
3. 电商渠道							
收入 (百万元)	109	139	418	828	1,118	1,454	1,817
同比 (%)	55.6%	27.1%	201.4%	98.0%	35.0%	30.0%	25.0%
占比%	5.6%	6.1%	14.5%	20.1%	21.6%	22.7%	23.5%
成本 (百万元)	59	82	253	496	671	872	1,090
毛利 (百万元)	50	57	165	333	447	582	727
毛利率	45.84%	40.77%	39.51%	40.16%	40.00%	40.00%	40.00%
净利率			8-10%				
合计							
收入 (百万元)	1,959	2,282	2,894	4,115	5,183	6,417	7,746
同比 (%)	40.0%	16.5%	26.8%	42.2%	26.0%	23.8%	20.7%
成本 (百万元)	1,100	1,467	1,889	2,735	3,465	4,309	5,226
毛利 (百万元)	859	815	1,005	1,380	1,719	2,108	2,520
毛利率	43.83%	35.71%	34.72%	33.54%	33.16%	32.85%	32.53%

数据来源: Wind、东吴证券研究所

强组织管理能力赋能,公司全渠道多品类战略持续深化。我们维持盈利预测,预计2024-2026年公司收入分别为51.8/64.2/77.5亿元,同增26%/24%/21%;归母净利润分别为6.7/8.8/10.7亿元,同增32%/31%/22%,EPS分别为2.44/3.19/3.89元,对应当前PE为16x、12x、10x,维持“买入”评级。

5. 风险提示

食品安全风险: 食品安全内部控制是公司的声誉基石,若出现食品安全事件,公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

原材料价格波动风险: 公司生产所需的原材料较多,包括大宗油脂、面粉以及独立市场的原材料如鹤鹑蛋、魔芋等。若原材料价格波动较大,会对公司盈利能力带来较大压力。

量贩零食渠道下游竞争加剧的风险: 量贩零食店是公司一大重要渠道,如果量贩零食门店开店饱和,竞争加剧,降本增效需求向供应商传导,会对公司这样的零食供应商企业的收入增长和利润端带来较大影响。

定量流通渠道开拓不及预期风险。 公司正通过招经销商、开拓终端网点大力发展流

通渠道，如果定量流通渠道发展不及预期，将对公司未来业绩造成负面影响。

盐津铺子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,304	1,900	3,177	4,682	营业总收入	4,115	5,183	6,417	7,746
货币资金及交易性金融资产	310	682	1,714	2,970	营业成本(含金融类)	2,735	3,465	4,309	5,226
经营性应收款项	355	440	536	638	税金及附加	33	41	51	62
存货	594	731	874	1,016	销售费用	516	638	783	945
合同资产	0	0	0	0	管理费用	183	225	215	244
其他流动资产	44	48	52	58	研发费用	80	109	135	163
非流动资产	1,566	1,474	1,361	1,246	财务费用	16	3	(5)	(25)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	60	73	90	108
固定资产及使用权资产	1,160	1,073	963	851	投资净收益	2	2	3	3
在建工程	33	30	27	24	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	198	198	198	198	减值损失	(16)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(16)	(12)	(20)	(24)
长期待摊费用	15	15	15	15	营业利润	584	765	1,001	1,220
其他非流动资产	159	158	158	158	营业外净收支	(10)	(7)	(8)	(8)
资产总计	2,870	3,374	4,537	5,928	利润总额	574	758	993	1,211
流动负债	1,376	1,354	1,628	1,934	减:所得税	61	80	104	127
短期借款及一年内到期的非流动负债	528	308	308	308	净利润	513	679	889	1,084
经营性应付款项	320	423	551	697	减:少数股东损益	8	10	13	16
合同负债	100	130	160	194	归属母公司净利润	506	669	876	1,068
其他流动负债	428	493	609	736	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.84	2.44	3.19	3.89
非流动负债	32	31	31	31	EBIT	614	761	989	1,186
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	773	902	1,131	1,331
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.54	33.16	32.85	32.53
租赁负债	18	18	18	18	归母净利率(%)	12.29	12.90	13.65	13.79
其他非流动负债	14	14	14	14	收入增长率(%)	42.22	25.96	23.80	20.72
负债合计	1,408	1,385	1,659	1,965	归母净利润增长率(%)	67.76	32.25	30.94	21.97
归属母公司股东权益	1,447	1,965	2,840	3,909					
少数股东权益	15	25	38	54					
所有者权益合计	1,462	1,989	2,878	3,962					
负债和股东权益	2,870	3,374	4,537	5,928					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	664	818	1,097	1,324	每股净资产(元)	7.38	7.16	10.35	14.25
投资活动现金流	(296)	(65)	(55)	(59)	最新发行在外股份(百万股)	274	274	274	274
筹资活动现金流	(255)	(381)	(9)	(9)	ROIC(%)	28.98	31.53	32.07	28.34
现金净增加额	113	371	1,032	1,256	ROE-摊薄(%)	34.95	34.05	30.84	27.33
折旧和摊销	159	140	143	145	资产负债率(%)	49.07	41.04	36.57	33.16
资本开支	(345)	(69)	(58)	(62)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.93	15.83	12.09	9.91
营运资本变动	(59)	(28)	31	57	P/B(现价)	5.23	5.39	3.73	2.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>