

投资评级 优于大市 首次覆盖

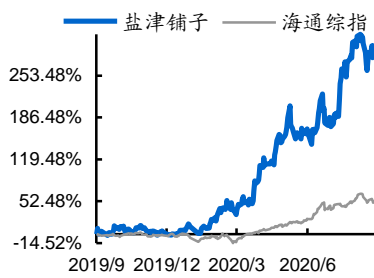
# 增长曲线持续接力成长，“双岛战略”比翼齐飞

## 股票数据

09月22日收盘价(元)	138.97
52周股价波动(元)	34.24-154.58
总股本/流通A股(百万股)	130/111
总市值/流通市值(百万元)	17997/15449

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.2	36.1	49.6
相对涨幅(%)	-2.4	37.7	36.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 闻宏伟

Tel: (010)58067941

Email: whw9587@htsec.com

证书: S0850514030001

分析师: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@htsec.com

证书: S0850520050001

## 投资要点:

● **战略升维已见成效, 近两年业绩持续高增长。**公司是专业从事休闲食品研发、生产和销售的综合型企业。公司自成立以来, 专注于发展中国传统特色小品类休闲食品行业, 以具有地方特色的凉果蜜饯产品发轫, 经过数年发展沉淀, 已成为国内较具影响力的中国传统特色小品类休闲食品生产企业。公司上市后, 优化调整战略, 转型夯实基础, 升维的产品战略、渠道战略、区域拓展战略等已见成效。公司 2018-2020H1 营收增速分别为 46.81%/26.34%/47.53%; 归母净利润分别同比增长 7.27%/81.58%/96.44%, 业绩不断加速上行。

● **不断打造增长曲线, 将重点发力定量装市场。**

**1) 持续培育产品曲线, 拓展业务天花板。**公司创建了产学研深度融合的技术创新体系和“实验室+工厂”的研发机制, 以具有地方特色的凉果蜜饯产品发轫, 推陈出新, 主动引领休闲食品升级, 形成“休闲零食”类, “休闲短保烘焙”类, 果干、冻干系列的三大产品体系。其中休闲(咸味)零食第一曲线稳中有升, 同时随着消费升级, 公司在原有休闲零食稳健增长的基础上, 迅速打造“憨豆先生”烘焙为第二增长曲线。2017-2019年烘焙产品营收增长迅速, 期间 CAGR=175%, 且烘焙产品毛利率不断提升, 2019年已达 38.9%, 较 2017 年增长 15.0pct。此外公司坚果果干等第三曲线正在培育。2019 年推出每日坚果重点品项, 2020H1 果干、蜜饯炒货、辣条类产品已贡献近 20% 的营收。

**2) 将重点发力定量装市场。**据公司 2019 年年报, 2020 年, 公司将建立定量装营销事业部, 重点发力定量装市场。近几年来, 食品行业进入一个新时代, 以 90 后、00 后为代表的新一代消费群体的崛起, 倡导个性化消费。散装产品满足了消费者的基本需求, 而定量装产品可以同时满足新生代消费者的个性需求。此外, 定量装体量的崛起也将加速打造公司第三增长曲线。

**3) 全国市场拓展势头良好。**从不同地域来看, 公司根据地市场呈稳健增长态势, 川、渝、鄂等市场增长强劲, 华东、华北市场不断拓展延伸, 增长势头迅猛。华中、华南地区目前仍是公司的主要市场, 2019 年两者营收占比合计 68.41%。在华中、华南市场保持稳健增长的同时(2017-2019 营收 CAGR=19.31%), 其他地区业务快速发展, 华东/西南/华北/西北 2017-2019 营收 CAGR 分别达 125%/147%/108%/235%。

## 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1107.55	1399.28	1927.46	2540.53	3166.57
(+/-)YoY(%)	46.81%	26.34%	37.75%	31.81%	24.64%
净利润(百万元)	70.51	128.04	224.63	321.22	429.73
(+/-)YoY(%)	7.27%	81.58%	75.44%	43.00%	33.78%
全面摊薄 EPS(元)	0.54	0.99	1.73	2.48	3.32
毛利率(%)	39.13%	42.87%	43.02%	43.82%	44.56%
净资产收益率(%)	11.00%	16.56%	24.54%	28.48%	30.47%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

深耕大型连锁商超，“双岛战略”比翼齐飞。

**1) 公司以“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”为营销网络发展理念，形成了多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络。**公司与现代大型连锁商超保持紧密合作关系，覆盖沃尔玛、麦德龙等国际大型连锁商超，以及家乐福、大润发等国内大型连锁商超，同时可随商超新开设卖场而自动实现市场扩张。此外公司在每个市或者县级市选取一至二家经销商从事产品的推广和销售，从而有效填补高端渠道外的市场份额，使销售网络向下延伸。

**2) 线下“盐津铺子”零食屋、“憨豆先生”面包屋“双岛战略”比翼齐飞。**据公司 2018 年年报，“金铺子”店中岛投放以来，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，门店销售大幅增长。

**3) 全渠道构建稳步推进。**相比起散装食品需要柜台、称量工具的局限性，定量装以其灵活的销售方式，可以打入 KTV、便利店等消费场所，完成公司销售的全渠道构建。此外，电商运营规模与效益兼顾，逐步形成“线下+线上”良性互补的立体营销网络。

**自主生产，盈利能力行业领先。**公司建立了自有生产车间，拥有先进的生产设备，主要产品均为自主生产。同时，公司不断完善产能布局，形成了四大生产基地争相辉映的发展格局。2019 年，湖南烘焙制造中心新建生产线，烘焙年产能提升 2 万余吨；江西、广西生产基地推动技改升级；河南生产基地启动全面建设，预计 2020 年即可投入生产。公司 2019 年固定资产/总资产比例高达 44.6%，远高于三只松鼠（8.2%）、良品铺子（13.6%）、洽洽食品（20.9%）等企业。此外，公司盈利能力维持较高水平，2017-2019 年平均毛利率/净利率分别为 42.94%/8.07%，相比之下，三只松鼠 2017-2019 年平均毛利率/净利率仅为 28.32%/4.04%，良品铺子为 30.83%/3.07%。

**股权激励计划激发团队积极性，解锁目标彰显发展信心。**2019 年公司向高级管理人员、核心技术人员共 12 人授予 440 万股限制性股票，授予价格为每股 13.85 元。而此次激励计划解锁条件为，相比 2018 年，2019-2021 年营收增长率不低于 15%/35%/60%，净利润增长率不低于 95%/160%/250%。我们认为此次计划将公司利益与员工个人利益深度绑定，有利于激发管理层积极性，解锁目标也彰显了公司对未来发展的信心。

#### 盈利预测与投资建议。

1) 速冻鱼糜制品+肉制品+豆制品+蜜饯炒货产品方面，2018-2020H1 营业收入增速分别为 6.37%/5.37%/19.80%，同时毛利率从 2018 年的 46.98%提升至 2019 年的 53.50%。参照于此，我们给予本块业务 2020-2022 年 30%/25%/20%的营收增速预测，同时预计毛利率为 54%/55%/56%。

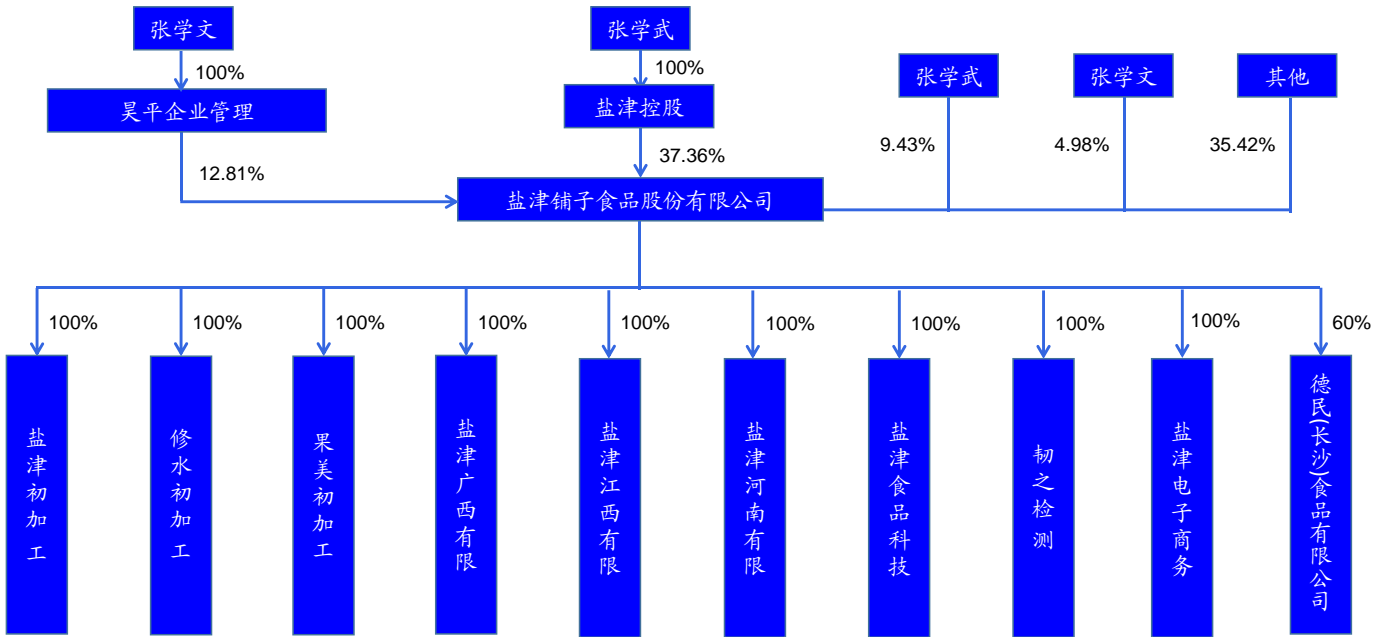
2) 烘焙产品(含薯片)方面，2018-2020H1 营业收入增速分别为 296.57%/90.26%/82.18%，同时毛利率从 2018 年的 33.76%提升至 2019 年的 38.86%。参照于此，我们给予本块业务 2020-2022 年 60%/45%/30%的营收增速预测，同时预计毛利率为 39%/40%/41%

3) 其他业务方面，我们预计 2020-2022 年相关营收保持 25%的增长，同时预计毛利率为 23%/24%/25%

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 19.27/25.41/31.67 亿元，归母净利润分别为 2.25/3.21/4.30 亿元，对应 EPS 分别为 1.73/2.48/3.32 元/股。结合 A 股可比公司估值，考虑到公司的成长性，给予公司 50-60 倍的 PE (2021E) 估值区间，合理价值区间为 124-148.8 元，首次覆盖并给予“优于大市”评级。

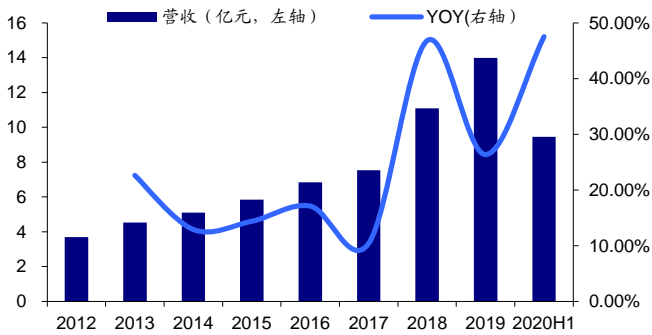
**风险提示。**(1) 市场需求下滑，(2) 渠道拓展不及预期，(3) 食品安全问题。

图1 股权结构图&amp;子公司情况 (2020年半年报)



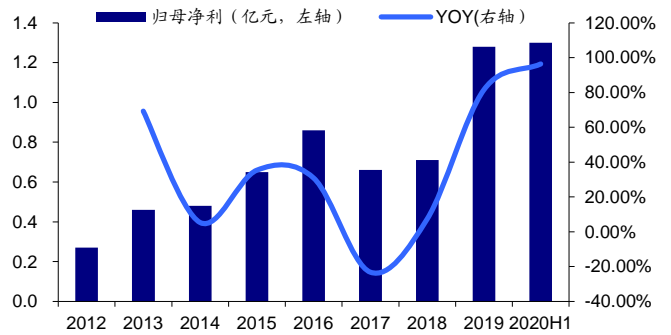
资料来源: 公司2020年半年报, 海通证券研究所

图2 2012-2020H1 公司营收情况



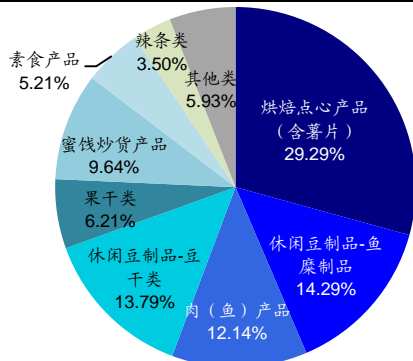
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 2012-2020H1 公司归母净利润情况



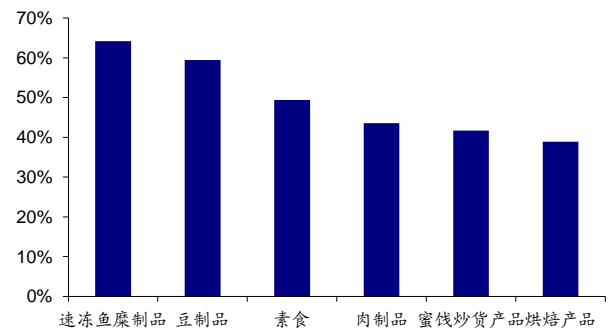
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司分产品营收构成 (2019年)



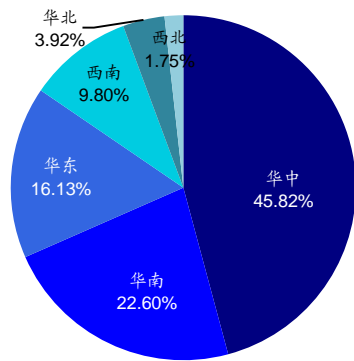
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 公司分产品毛利率情况 (2019年)



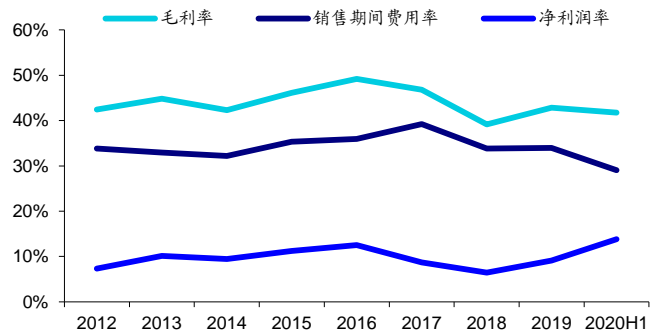
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 公司分地区营收构成 (2019年)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 2012-2020H1 毛利率、期间费用率及净利率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表1 2019年公司各生产基地情况

序号	生产基地	具体情况
1	江西生产基地	推进休闲食品生产线技术改造, 辣条生产线实现自动化升级。
2	广西生产基地	推动技改升级, 实现了芒果制品自动包装。
3	河南生产基地	启动全面建设, 预计2020年7月即可投入生产。
4	湖南生产基地	技改升级后的自动化生产线显著提高了生产效率, 烘焙年产能提升2万余吨。

资料来源: 公司2019年年报, 海通证券研究所

表2 公司营业收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1107.55	1399.28	1927.46	2540.53	3166.57
烘焙产品(含薯片)	215.49	410.00	656.00	951.20	1236.56
速冻鱼糜制品+肉制品+豆制品+蜜饯炒货产品	661.69	697.20	906.36	1132.95	1359.54
其他	230.37	292.08	365.10	456.38	570.47
营业收入同比增长	--	26.34%	37.75%	31.81%	24.64%
烘焙产品(含薯片)	--	90.26%	60.00%	45.00%	30.00%
速冻鱼糜制品+肉制品+豆制品+蜜饯炒货产品	--	5.37%	30.00%	25.00%	20.00%
其他	--	26.79%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	39.13%	42.87%	43.02%	43.82%	44.56%
烘焙产品(含薯片)	33.76%	38.86%	39.00%	40.00%	41.00%
速冻鱼糜制品+肉制品+豆制品+蜜饯炒货产品	46.98%	53.50%	54.00%	55.00%	56.00%
其他	21.61%	23.13%	23.00%	24.00%	25.00%

营业成本	674.16	799.43	1098.21	1427.39	1755.62
烘焙产品(含薯片)	142.74	250.69	400.16	570.72	729.57
速冻鱼糜制品+肉制品 +豆制品+蜜饯炒货产 品	350.83	324.21	416.93	509.83	598.20
其他	180.59	224.53	281.13	346.85	427.85

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 可比上市公司估值表 (2021 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2021E)
来伊份	603777	15.49	30.14
三只松鼠	300783	57.28	63.49
良品铺子	603719	60.39	47.16
好想你	002582	14.46	39.07
洽洽食品	002557	58.81	33.35
平均 PE (倍, 2021E)			42.64

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2020 年 09 月 22 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1399.28</b>	<b>1927.46</b>	<b>2540.53</b>	<b>3166.57</b>
每股收益	0.99	1.73	2.48	3.32	营业成本	799.43	1098.21	1427.39	1755.62
每股净资产	6.02	7.07	8.71	10.89	毛利率%	42.87%	43.02%	43.82%	44.56%
每股经营现金流	1.44	1.62	2.99	3.87	营业税金及附加	12.65	17.35	22.86	28.50
每股股利	0.000	0.600	0.800	1.100	营业税金率%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	343.81	452.95	584.32	728.31
P/E	135.31	77.13	53.93	40.32	营业费用率%	24.57%	23.50%	23.00%	23.00%
P/B	22.21	18.93	15.36	12.29	管理费用	117.95	144.56	184.19	221.66
P/S	12.38	8.99	6.82	5.47	管理费用率%	8.43%	7.50%	7.25%	7.00%
EV/EBITDA	93.50	61.59	43.15	33.01	EBIT	125.43	254.39	361.76	472.48
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.45%</b>	<b>0.60%</b>	<b>0.82%</b>	财务费用	13.38	12.54	13.77	5.25
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.96%	0.65%	0.54%	0.17%
毛利率	42.87%	43.02%	43.82%	44.56%	资产减值损失	-5.10	-5.00	-5.00	-5.00
净利润率	9.12%	11.65%	12.64%	13.57%	投资收益	0.12	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	16.56%	24.54%	28.48%	30.47%	<b>营业利润</b>	<b>137.79</b>	<b>246.84</b>	<b>352.99</b>	<b>472.23</b>
资产回报率	7.71%	12.52%	14.87%	16.55%	营业外收支	1.25	0.00	0.00	0.00
投资回报率	12.41%	21.04%	28.20%	35.72%	<b>利润总额</b>	<b>139.04</b>	<b>246.84</b>	<b>352.99</b>	<b>472.23</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	187.71	325.48	444.09	560.67
营业收入增长率	26.34%	37.75%	31.81%	24.64%	所得税	11.43	22.22	31.77	42.50
EBIT 增长率	65.84%	102.82%	42.21%	30.61%	有效所得税率%	8.22%	9.00%	9.00%	9.00%
净利润增长率	79.18%	76.02%	43.00%	33.78%	少数股东损益	-0.42	0.00	0.00	0.00
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>128.04</b>	<b>224.63</b>	<b>321.22</b>	<b>429.73</b>
资产负债率	53.0%	48.6%	47.5%	45.4%					
流动比率	0.77	0.84	1.04	1.27	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.37	0.36	0.51	0.71	货币资金	122.01	91.44	237.05	483.04
现金比率	0.35	0.26	0.68	1.39	应收款项	129.20	153.14	201.85	251.59
<b>经营效率指标</b>					存货	291.53	346.01	449.73	553.14
应收帐款周转天数	28.45	29.00	29.00	29.00	其它流动资产	29.85	29.85	29.85	29.85
存货周转天数	111.46	115.00	115.00	115.00	流动资产合计	660.34	719.87	1048.32	1478.05
总资产周转率	0.99	1.12	1.29	1.33	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	2.13	2.55	3.31	4.24	固定资产	739.95	839.95	914.95	964.95
					在建工程	8.20	38.20	68.20	98.20
					无形资产	138.23	153.23	164.87	176.27
					非流动资产合计	999.83	1073.74	1111.40	1118.21
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1660.17</b>	<b>1793.61</b>	<b>2159.72</b>	<b>2596.25</b>
净利润	128.04	224.63	321.22	429.73	短期借款	348.50	348.50	348.50	348.50
少数股东损益	-0.42	0.00	0.00	0.00	应付账款	207.20	270.79	351.96	432.89
非现金支出	67.38	66.10	77.34	83.19	预收账款	68.00	86.74	114.32	142.50
非经营收益	10.90	17.42	17.42	17.42	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-21.41	-98.59	-29.35	-29.48	流动负债合计	861.71	853.23	1006.71	1160.97
<b>经营活动现金流</b>	<b>184.48</b>	<b>209.56</b>	<b>386.63</b>	<b>500.86</b>	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-349.82	-145.00	-120.00	-95.00	其它长期负债	18.86	18.86	18.86	18.86
投资	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	18.86	18.86	18.86	18.86
其他	7.95	0.00	0.00	0.00	<b>负债总计</b>	<b>880.57</b>	<b>872.09</b>	<b>1025.57</b>	<b>1179.83</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-341.87</b>	<b>-145.00</b>	<b>-120.00</b>	<b>-95.00</b>	实收资本	128.40	129.50	129.50	129.50
债权募资	133.42	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	773.37	915.29	1127.92	1410.19
股权募资	64.06	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	6.23	6.23	6.23	6.23
其他	-39.87	-95.12	-121.02	-159.87	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1660.17</b>	<b>1793.61</b>	<b>2159.72</b>	<b>2596.25</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>157.61</b>	<b>-95.12</b>	<b>-121.02</b>	<b>-159.87</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>0.22</b>	<b>-30.57</b>	<b>145.60</b>	<b>245.99</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业  
张宇轩 食品饮料行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 贵州茅台,中国茶叶,东鹏饮料,洋河股份,双汇发展,农夫山泉,光明乳业,中炬高新,安琪酵母,汤臣倍健,益海嘉里,海天味业,绝味食品,今世缘,日辰股份,天味食品,洽洽食品,青岛啤酒,桃李面包,中国飞鹤,安井食品,涪陵榨菜

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。