

## 传统干杂类零食稳健增长，新品烘焙类发展空间

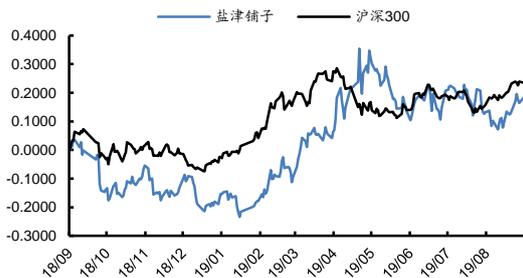
大

### ——盐津铺子（002847）调研简报

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
盐津铺子	5.2	4.3	13.6
沪深 300	6.7	8.3	22.1

#### 市场数据

2019-09-16

当前价格（元）	31.16
52 周价格区间（元）	19.88 - 35.83
总市值（百万）	4000.94
流通市值（百万）	1123.90
总股本（万股）	12840.00
流通股（万股）	3606.85
日均成交额（百万）	64.73
近一月换手（%）	101.78

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 投资要点：

##### 1、盐津铺子是一家全产业链、自主研发制造销售的休闲食品企业

相比较于其他多品类休闲食品企业，如三只松鼠，百草味、良品铺子、来伊份等，多采用 OEM 形式，而盐津铺子是一家始终坚持“自主生产”的休闲食品企业。自主生产的好处在于能够保证产品品质，确保食品安全，同时能将各环节利润都保留在公司。

公司作为多品类休闲食品企业，产品涉足广泛，主要有干杂（鱼糜、豆干、蜜饯炒货、素食等）、烘焙、果干三大类产品。其中干杂类产品为传统产品，2018 年收入占比约 76%。2017 年新推出烘焙产品，2018 年新推出果干产品和薯片产品。

##### 2、我国休闲食品行业规模大，品牌分散，盐津铺子仍有较大发展空间

我国休闲食品行业规模大，品牌分散。根据前瞻研究院的数据，我国休闲食品销售规模 2018 年约 5104 亿元，2011-2018 年年复合增长 6.80%。休闲食品的发展与经济收入水平高度相关，随着居民可支配收入增加，主餐食量下降（参考 WIND 数据，居民主餐食量从 2013 年的 148kg/人，下跌到 2017 年的 130.12kg/人），而居民休闲食品用量在持续增加。

我国休闲食品行业规模大，品牌分散。休闲食品既有线上为主的，如三只松鼠，百草味，又有以线下为主的，如洽洽食品、喜之郎等。既有产品品牌（单品类如好想你，洽洽食品，多品类如三只松鼠，百草味等），也有渠道品牌，如良品铺子和来伊份。此外，各个区域都有自己的某个区域或某个品类的强势品牌，如四川的张飞牛肉干，杭州的华味亨，上海的天喔，等等。盐津铺子作为从湖南发展起来的休闲食品企业，市场拓展也从核心市场华中、华南地区向华东、西南、华北、西北地区发展。

##### 3、传统业务稳健增长，新品类烘焙产品未来几年有望高速增长

公司传统休闲食品稳健增长，营业收入从 2012 年的 3.69 亿元增长到 2018 年的 11.08 亿元（剔除烘焙、果干、薯片等新产品），年复合增长率约 15%。传统休闲食品市场上品牌较多，品类已比较成熟，增长趋缓。我们预计未来保持 5%-10% 左右的增长可能性较大。

新品类烘焙食品近两年增长快速，预计未来几年仍然能保持高速增长。我国烘焙行业规模巨大，根据前瞻研究院数据，2018 年我国烘焙行业约有 2000 多亿的行业规模，增长从 2013 的 1407 亿元到 2018 年的 2033 亿元，年复合增速 7.6%。由于烘焙产品具有代餐功能，如早餐，点心，夜宵均可，同时老少皆宜，预计未来随着市场拓展和渠道下沉，行业仍能保持较好的增长。

2017 年，公司创新性推出“58 天鲜”短保烘焙系列产品，目前主要有“憨豆 58 天鲜”系列面包、坚果小口袋面包和坚果吐司面包，以及乳酸菌软面包等系列新品。上述产品一经推出就获得了市场认可，2017 年烘焙类收入 0.54 亿元，2018 年 1.78 亿元，2019H1.35 亿元，同比增长 90%。公司的短保产品相比较于市场上中长保产品口感上更好，更健康，同时设计成小口袋包装更加方便携带，在上班或旅行途中，亦或在工作休息的碎片时间里，补充营养能量，也由此更受消费者喜欢。我们预计公司烘焙产品未来 3-4 年内有望实现 10 亿元以上的销售规模。

#### 4、产品销售以散装形式为主，销售渠道以商超渠道为重点

公司产品约 80%左右是散装，重点做商超渠道。由此，可以相对避开三只松鼠，百草味，良品铺子等大品牌的线上竞争和专卖店竞争，以及和其他品牌（主要单品类品牌）避开定量装和流通渠道的竞争。

公司在商超渠道的销售主要以“店中岛”模式，“店中岛”是公司在商场零食集中区域，通过品牌展柜、产品陈列、视频、音频等传播方式，将盐津铺子各系列产品集中陈列，全方位向消费者展示盐津铺子品牌及销售产品。“店中岛”模式，共分为“金铺子”、“麻辣小镇”和“蓝宝石”三种，其中金铺子主要针对散装零食，麻辣小镇主要针对辣条等麻辣零食，蓝宝石重点针对西式糕点，主打烘焙产品。从渠道铺货情况来看，目前约有 5000 家商场业已铺货进去，店中岛的模式相比较于开专卖店，速度上要快一点，我们预计未来 3-4 年能开到 2 万家左右。

#### 5、股权激励考核指标较高，管理层业绩压力与动力均较为强烈

公司于 2019 年 5 月 10 日首次执行股权激励方案，按照方案要求，2019/2020/2021 年收入相比较于 2018 年，增长不低于 15%/35%/60%，三年复合增长率约 17%以上。2019/2020/2021 年净利润相比较于 2018 年，增长不低于 95%/160%/250%，三年复合增长率约 52%以上。较高的股权激励指标对公司管理层而言是压力也是动力。

**6、盈利预测和投资评级：首次覆盖“买入”评级** 我们认为，在商超渠道“店中岛”的销售模式较专卖店拓展将更为迅速，同时烘焙新品正处在行业较好的发展时期，有望实现高增长。预测公司 2019/20/21 年 EPS 分别为 0.78/1.12/1.63 元，对应 2019/20/21 年 PE 为 40.13/27.75 /19.17 倍，首次覆盖“买入”评级。

**7、风险提示：**传统业务增长不达预期；烘焙等新品开发不达预期；店中岛渠道拓展不达预期；流通渠道开发不达预期；食品安全。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1108	1452	1982	2460
增长率(%)	47%	31%	36%	24%
归母净利润（百万元）	71	100	144	209
增长率(%)	7%	41%	45%	45%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.78	1.12	1.63
ROE(%)	10.96%	12.48%	15.38%	18.34%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：盐津铺子盈利预测表

证券代码:	002847.SZ				股票价格:	31.16	投资评级:	买入		日期:	2019/9/16
<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	11%	12%	15%	18%	EPS	0.57	0.78	1.12	1.63		
毛利率	39%	37%	39%	39%	BVPS	5.17	6.20	7.26	8.81		
期间费率	33%	2%	2%	1%	<b>估值</b>						
销售净利率	6%	7%	7%	8%	P/E	54.80	40.13	27.75	19.17		
<b>成长能力</b>					P/B	6.03	5.03	4.29	3.54		
收入增长率	47%	31%	36%	24%	P/S	3.49	2.75	2.02	1.63		
利润增长率	7%	41%	45%	45%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>		
总资产周转率	0.96	1.06	1.24	1.29	营业收入	1108	1452	1982	2460		
应收账款周转率	11.11	10.65	10.87	10.76	营业成本	674	888	1210	1477		
存货周转率	3.43	3.43	3.43	3.43	营业税金及附加	13	17	23	29		
<b>偿债能力</b>					销售费用	288	363	492	608		
资产负债率	44%	42%	41%	40%	管理费用	57	76	101	123		
流动比	0.93	1.01	1.04	1.41	财务费用	7	8	8	6		
速动比	0.53	0.54	0.48	0.82	其他费用/(-收入)	(8)	6	6	6		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业利润	75	107	154	223		
现金及现金等价物	101	79	7	245	营业外净收支	0	0	0	0		
应收款项	100	136	182	229	利润总额	75	107	154	223		
存货净额	197	264	360	439	所得税费用	4	6	8	12		
其他流动资产	65	85	116	144	净利润	71	101	146	211		
<b>流动资产合计</b>	<b>462</b>	<b>564</b>	<b>665</b>	<b>1057</b>	少数股东损益	1	1	1	2		
固定资产	575	517	815	734	归属于母公司净利润	71	100	144	209		
在建工程	16	191	16	16							
无形资产及其他	93	90	88	86	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>		
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	155	99	112	251		
<b>资产总计</b>	<b>1159</b>	<b>1376</b>	<b>1598</b>	<b>1906</b>	净利润	71	101	146	211		
短期借款	185	185	185	185	少数股东权益	1	1	1	2		
应付款项	187	276	304	413	折旧摊销	38	60	54	84		
预收帐款	43	16	71	70	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	82	82	82	82	营运资金变动	46	(186)	(256)	(261)		
<b>流动负债合计</b>	<b>497</b>	<b>559</b>	<b>642</b>	<b>750</b>	投资活动现金流	(163)	(118)	(123)	82		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(158)	(118)	(123)	82		
其他长期负债	18	18	18	18	长期投资	0	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	其他	(5)	0	0	0		
<b>负债合计</b>	<b>515</b>	<b>577</b>	<b>660</b>	<b>768</b>	筹资活动现金流	(14)	55	(7)	(10)		
股本	124	128	128	128	债务融资	75	0	0	0		
股东权益	643	799	938	1138	权益融资	0	60	0	0		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1159</b>	<b>1376</b>	<b>1598</b>	<b>1906</b>	其它	(90)	(5)	(7)	(10)		
					现金净增加额	(22)	36	(19)	322		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，9年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。