天风证券 TF SECURITIES

盐津铺子（002847）

证券研究报告
2019 年 10 月 16 日

“店中岛”模式引领 KA 渠道持续拓展，新品类逐步放量，规模效应推动盈利逐步释放

事件：公司公布 19 前三季度业绩预告
其中盐津铺子 2019 前三季度业绩预告核心情况：
2019 年前三季度公司预计实现归母净利润 8540.44 万元-9091.44 万元，同比增长 55%-65%
分季度来看，盐津铺子 19H1 实现归母净利润 6615.95 万元，19Q3 单季度预计实现归母净利润 1924.49 万元-2475.48 万元，同比增长 20.88%-55.49%，符合预期；

前三季度业绩预告点评
盐津铺子 2019 年前三季度业绩大幅增长主要是由于：
1、产品端，公司建立了休闲食品全品类产品体系，并且近几年加快新品推出进度，随着新品类培育期的结束，规模效益逐渐显现。目前公司已经成功推出烘焙、果干、辣条等新品类，其中烘焙快速放量。丰富的产品体系使得公司能完全贯彻广覆盖、差异化的竞争策略；**随着新品类培育期的结束开始逐渐放量，公司毛利率有望持续提升。**

2、渠道端，公司在“直营商超为主，经销跟随”的战略下通过“店中岛”模式对 KA 渠道进行持续扩张。公司推出“店中岛”模式，在商超采用精美的展示柜陈列产品，有效的解决了商超散装区品牌区别性不强，跨区域难以复制等难点，在增强消费者体验的同时强化了公司品牌形象，提升了经营效率。

3、成本管控增强，盈利结构优化。一方面公司持续加强费用管控和资源的优化配置，另一方面相关新品产销量逐渐放大，规模效益逐渐凸显。

4、公司治理：有效激励核心员工，有利于公司未来三年战略实施落地。19 年 3 月公司推出限制性股权激励计划，涉及公司核心管理层及技术骨干，激励力度较大，占总股本 4.44%；激励解锁业绩标准高，股权激励分三年解锁，三年业绩目标均较高；有利于公司未来发展与核心业务骨干利益的深度绑定，同时也可以有效激发员工动力，确保新三年规划顺利推进落地。展望四季度，公司收入有望持续快速增长，利润逐步释放。公司下半年烘焙产能逐步释放，相关其他产品亦随着公司渠道扩张进一步提升销量，规模效应下，公司产品端毛利率有望持续，费用率逐渐下降，利润将稳步释放。

盈利预测：我们预计公司 19-21 年收入分别为 14.8/20/26 亿元；业绩分别为 1.07/1.8/2.34 亿元，维持买入评级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，产品创新无法持续， 新品增长不及预期，区域拓展不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	754.43	1,107.55	1,484.12	2,003.57	2,604.63
增长率(%)	10.38	46.81	34.00	35.00	30.00
EBITDA(百万元)	75.34	105.56	160.09	241.92	308.54
净利润(百万元)	65.74	70.51	107.41	180.33	234.34
增长率(%)	(23.25)	7.27	52.32	67.89	29.95
EPS(元/股)	0.51	0.55	0.84	1.40	1.83
市盈率(P/E)	74.42	69.38	45.55	27.13	20.88
市净率(P/B)	8.22	7.63	6.83	5.88	4.97
市销率(P/S)	6.48	4.42	3.30	2.44	1.88
EV/EBITDA	42.89	25.95	31.30	19.99	15.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.1 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	128.40
流通 A 股股本(百万股)	36.07
A 股总市值(百万元)	4,892.04
流通 A 股市值(百万元)	1,374.21
每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	41.74
一年内最高/最低(元)	39.55/20.02

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《盐津铺子-半年报点评:渠道创新引领区域拓展，烘焙新品打造全新增长极》2019-08-13
2 《盐津铺子-首次覆盖报告：“店中岛”推动渠道创新，烘焙、辣条驱动成长》 2019-07-31
3 《盐津铺子-首次覆盖报告:知名零食自主制造商，立足湖南走向全国》2017-02-23

1. 事件：公司公布 19 前三季度业绩预告

其中盐津铺子 2019 前三季度业绩预告核心情况：

2019 年前三季度公司预计实现归母净利润 8540.44 万元-9091.44 万元，同比增长 55%-65%

分季度来看，盐津铺子 19H1 实现归母净利润 6615.95 万元，19Q3 单季度预计实现归母净利润 1924.49 万元-2475.48 万元，同比增长 20.88%-55.49%，符合预期；

2. 前三季度业绩预告点评

盐津铺子 2019 年前三季度业绩大幅增长主要是由于：

1、**产品端，公司建立了休闲食品全品类产品体系，并且近几年加快新品推出进度，随着新品类培育期的结束，规模效益逐渐显现。**目前公司已经成功推出烘焙、果干、辣条等新品类，其中烘焙快速放量。丰富的产品体系使得公司能完全贯彻广覆盖、差异化的竞争策略；**随着新品类培育期的结束开始逐渐放量，公司毛利率有望持续提升。**

2、**渠道端，公司在“直营商超为主，经销跟随”的战略下通过“店中岛”模式对 KA 渠道进行持续扩张。**公司推出“店中岛”模式，在商超采用精美的展示柜陈列产品，有效的解决了商超散装区品牌区别性不强，跨区域难以复制等难点，在增强消费者体验的同时强化了公司品牌形象，提升了经营效率。

3、**成本管控增强，盈利结构优化。**一方面公司持续加强费用管控和资源的优化配置，另一方面相关新品产销量逐渐放大，规模效益逐渐凸显。

4、**公司治理：有效激励核心员工，有利于公司未来三年战略实施落地。**19 年 3 月公司推出限制性股权激励计划，涉及公司核心管理层及技术骨干，激励力度较大，占总股本 4.44%；激励解锁业绩标准高，股权激励分三年解锁，三年业绩目标均较高；有利于公司未来发展与核心业务骨干利益的深度绑定，同时也可以有效激发员工动力，确保新三年规划顺利推进落地。

展望四季度，公司收入有望持续快速增长，利润逐步释放。公司下半年烘焙产能逐步释放，相关其他产品亦随着公司渠道扩张进一步提升销量，规模效应下，公司产品端毛利率有望持续，费用率逐渐下降，利润将稳步释放。

3. 盈利预测

公司专注生产、销售中国特色小品类休闲食品以及具备地方特色凉果蜜饯产品，是国内休闲食品龙头。公司产品线丰富，渠道覆盖度广，未来有望通过“店中岛”模式从核心华中、华南区域走向全国。

我们预计公司 19-21 年收入分别为 14.8/20/26 亿元；业绩分别为 1.07/1.8/2.34 亿元，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	120.42	100.60	118.73	160.29	208.37
应收票据及应收账款	68.54	88.96	107.23	56.42	156.33
预付账款	26.21	32.04	26.53	62.67	57.51
存货	202.40	196.70	381.46	405.90	659.02
其他	19.19	43.56	22.21	40.21	36.80
流动资产合计	**436.75**	**461.86**	**656.17**	**725.48**	**1,118.04**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	370.61	574.59	584.77	612.36	637.39
在建工程	61.18	15.57	45.34	75.20	75.12
无形资产	78.23	92.74	90.52	88.29	86.07
其他	19.23	13.88	15.81	16.31	15.33
非流动资产合计	**529.26**	**696.77**	**736.45**	**792.17**	**813.91**
资产总计	**966.01**	**1,158.63**	**1,392.61**	**1,517.65**	**1,931.95**
短期借款	110.00	185.10	246.15	117.78	238.41
应付票据及应付账款	143.44	186.66	241.83	355.98	426.20
其他	95.86	125.37	162.15	189.93	251.96
流动负债合计	**349.31**	**497.13**	**650.13**	**663.69**	**916.57**
长期借款	0.00	0.00	4.32	0.00	7.94
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.65	18.01	19.21	18.63	18.62
非流动负债合计	**18.65**	**18.01**	**23.54**	**18.63**	**26.55**
负债合计	**367.96**	**515.14**	**673.66**	**682.32**	**943.12**
少数股东权益	2.92	2.65	2.77	3.05	4.02
股本	124.00	124.00	128.40	128.40	128.40
资本公积	289.64	289.64	289.64	289.64	289.64
留存收益	471.12	516.83	587.78	703.88	856.41
其他	(289.64)	(289.64)	(289.64)	(289.64)	(289.64)
股东权益合计	**598.05**	**643.49**	**718.95**	**835.33**	**988.83**
负债和股东权益总	**966.01**	**1,158.63**	**1,392.61**	**1,517.65**	**1,931.95**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**754.43**	**1,107.55**	**1,484.12**	**2,003.57**	**2,604.63**
营业成本	401.14	674.16	826.83	1,116.22	1,520.30
营业税金及附加	9.11	13.11	17.26	23.75	30.67
营业费用	231.11	287.79	385.64	520.62	608.18
管理费用	63.31	56.85	97.51	101.18	132.84
研发费用	16.58	23.18	14.84	20.04	26.05
财务费用	1.41	6.98	11.69	8.51	7.05
资产减值损失	2.08	6.81	3.83	4.24	4.96
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(1.15)	(0.38)	(0.38)	(0.38)
其他	(54.00)	(35.51)	0.77	0.77	0.77
营业利润	**83.69**	**75.33**	**126.13**	**208.63**	**274.21**
营业外收入	9.80	0.78	5.29	5.29	3.79
营业外支出	2.38	0.75	1.20	1.44	1.13
利润总额	**91.11**	**75.36**	**130.22**	**212.48**	**276.86**
所得税	25.79	4.14	22.69	31.87	41.53
净利润	**65.32**	**71.22**	**107.54**	**180.61**	**235.33**
少数股东损益	(0.42)	0.71	0.13	0.28	0.99
归属于母公司净利润	**65.74**	**70.51**	**107.41**	**180.33**	**234.34**
每股收益（元）	0.51	0.55	0.84	1.40	1.83

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	65.32	71.22	107.41	180.33	234.34
折旧摊销	27.65	37.89	22.27	24.77	27.28
财务费用	2.28	9.09	11.69	8.51	7.05
投资损失	0.00	1.15	0.38	0.38	0.38
营运资金变动	(85.95)	16.87	(84.97)	113.09	(211.25)
其它	2.52	19.21	0.13	0.28	0.99
经营活动现金流	**11.82**	**155.42**	**56.90**	**327.36**	**58.79**
资本支出	203.95	211.40	58.80	80.59	50.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(447.23)	(374.37)	(119.18)	(160.97)	(100.39)
投资活动现金流	**(243.28)**	**(162.97)**	**(60.38)**	**(80.38)**	**(50.38)**
债权融资	110.00	185.10	250.47	117.78	246.35
股权融资	248.15	(6.98)	(7.29)	(8.51)	(7.05)
其他	(102.26)	(140.83)	(221.57)	(314.70)	(199.62)
筹资活动现金流	**255.88**	**37.29**	**21.61**	**(205.42)**	**39.68**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**24.42**	**29.75**	**18.13**	**41.56**	**48.09**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.38%	46.81%	34.00%	35.00%	30.00%
营业利润	4.34%	-9.99%	67.44%	65.41%	31.43%
归属于母公司净利润	-23.25%	7.27%	52.32%	67.89%	29.95%
获利能力					
毛利率	46.83%	39.13%	44.29%	44.29%	41.63%
净利率	8.71%	6.37%	7.24%	9.00%	9.00%
ROE	11.05%	11.00%	15.00%	21.67%	23.80%
ROIC	19.43%	13.69%	15.94%	22.11%	30.79%
偿债能力					
资产负债率	38.09%	44.46%	48.37%	44.96%	48.82%
净负债率	-1.74%	13.13%	18.32%	-5.09%	3.84%
流动比率	1.25	0.93	1.01	1.09	1.22
速动比率	0.67	0.53	0.42	0.48	0.50
营运能力					
应收账款周转率	14.57	14.06	15.13	24.49	24.49
存货周转率	4.56	5.55	5.13	5.09	4.89
总资产周转率	0.98	1.04	1.16	1.38	1.51
每股指标（元）					
每股收益	0.51	0.55	0.84	1.40	1.83
每股经营现金流	0.09	1.21	0.44	2.55	0.46
每股净资产	4.63	4.99	5.58	6.48	7.67
估值比率					
市盈率	74.42	69.38	45.55	27.13	20.88
市净率	8.22	7.63	6.83	5.88	4.97
EV/EBITDA	42.89	25.95	31.30	19.99	15.94
EV/EBIT	67.76	40.48	36.36	22.27	17.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com