

**公司点评**
**盐津铺子 (002847)**
**食品饮料 | 食品加工**
**新品放量渠道赋能，拉动业绩持续高增**

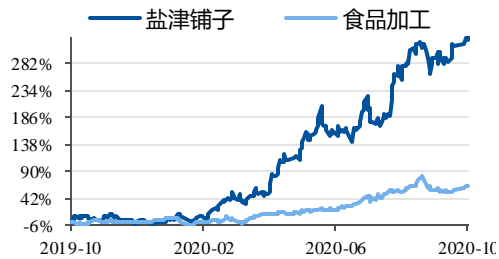
2020年10月14日

**评级 推荐**

评级变动 调高

**合理区间 137.34-150.42 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	150.31
52 周价格区间 (元)	34.24-161.88
总市值 (百万)	19465.15
流通市值 (百万)	9437.43
总股本 (万股)	12950.00
流通股 (万股)	6278.64

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
盐津铺子	8.0	41.76	322.88
食品加工	5.28	14.34	65.76

**张昕奕**
**分析师**

 执业证书编号: S0530520080001  
 zhangxy@cfzq.com

0731-84403358

**相关报告**

1 《盐津铺子: 盐津铺子 (002847.SZ) 2020 年中报点评: 烘焙系列放量成长, 店中岛模式快速扩张》 2020-08-11

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	1107.55	1399.28	2076.10	2802.74	3643.56
净利润 (百万元)	70.51	128.04	260.66	422.87	615.86
每股收益 (元)	0.54	0.99	2.01	3.27	4.76
每股净资产 (元)	4.95	5.97	7.63	9.92	13.25
P/E	229.02	126.13	61.95	38.19	26.22
P/B	25.20	20.88	16.34	12.57	9.41

资料来源: 贝格数据, 财信证券

**投资要点:**

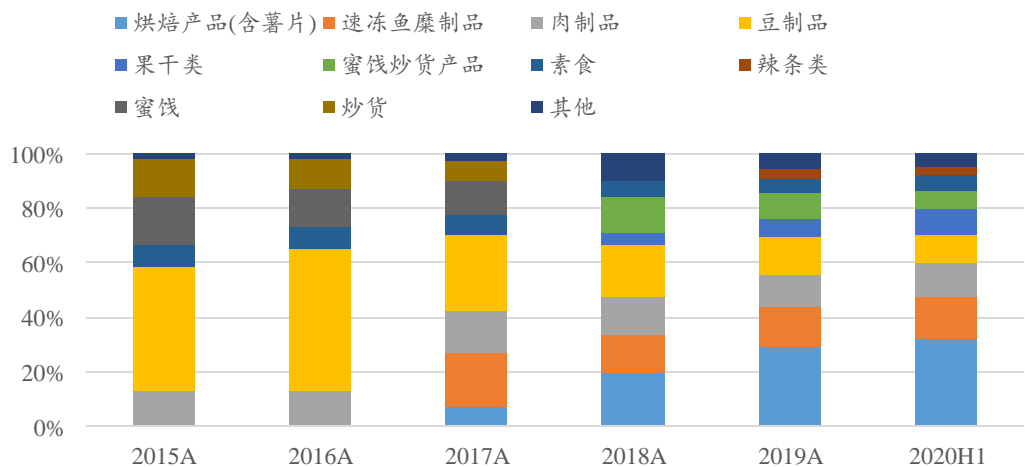
- 商超散装零食龙头, 品类齐全一站购齐。**公司始终专注于中国传统特色小品类休闲食品的生产与销售, 产品销售形式以散装称重为主。凭借研发实力强劲、品种齐全覆盖多种消费需求、商超新品推广效率较高等优势, “盐津铺子”历经多年沉淀, 已经成为具有一定知名度的休闲零食品牌。
- 烘焙开辟第二曲线, 单品接力外延增长。**公司规划的第二成长曲线——烘焙系列一经推出快速成长, 营收占比持续提升, 目前已成为公司营收占比最大的业务, 且仍维持快速增长态势。随着销售量增加带来规模效应, 产品毛利率也有所抬升。除传统零食品类与烘焙系列以外, 公司储备培育产品群系丰富, 目前仍在培育期的坚果果干、辣条有望接力烘焙成为公司日后的业绩增长贡献主力。
- 商超标杆带动经销, 店中岛模式持续赋能。**公司的营收大部分来源于华中、华南地区, 但华东、西南等战略区域成长速度较快, 全国拓展具有一定的空间。公司推出的店中岛模式能够有效提升公司在商超渠道的坪效, 且起到较好的品牌宣传效果。店中岛在商超渠道的覆盖率不高, 具有一定的渗透空间, 能够持续为公司产品增长赋能。
- 投资建议与盈利预测。**产品方面, 公司自主生产+多品类+散装的生产模式铸造核心竞争力, 打造差异化选择优势的同时, 也能够一定程度上规避定量包装零食市场的激烈竞争。渠道方面, 公司在商超散装领域运营能力较强, 并且大型商超合作商、经销商资源丰富, 新市场扩张步伐持续加快; 店中岛的铺设空间广阔、可复制性强, 将有效促进公司在核心市场的下沉, 以及品牌认知度的提升。我们预计公司 2020-2022 年的实现营业收入分别为 20.76/28.03/36.44 亿元, 净利润分别为 37.63/44.82/36.44 亿元, 对应 EPS 分别为 2.01/3.27/4.76 元, 对应当前股价 PE 分别为 64/40/27 倍。参考公司基本面情况以及未来业绩的增长空间, 给予公司 2021 年 42-46 倍估值, 合理区间为 137.34-150.42 元, 目前股价已进入合理区间, 维持“谨慎推荐”评级。**风险提示: 食品安全风险; 新品扩张不及预期风险; 店中岛扩张不及预期风险; 同业竞争风险。**

## 1 商超散装零食龙头，品类齐全一站购齐

公司始终专注于中国传统特色小品类休闲食品的生产与销售。发展早期，公司以凉果蜜饯类产品发轫并切入商超散装称重领域，不断扩充产品体系，旗下零食品类系列较为丰富；公司也建立了“源头控制、自主生产、产品溯源”为核心的食品安全质量控制体系，保证生产的产品安全可靠。凭借研发实力强劲、品种齐全覆盖多种消费需求、商超新品推广效率较高等优势，“盐津铺子”历经多年沉淀已经成为具备一定知名度的休闲零食品牌，而公司产品销售也逐步覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，且仍在随着连锁商超持续下沉中。

产品方面，公司设立“实验工厂”用以进行产品改进和新品研发，大部分产品实现自主生产，相比代工模式具有盈利优势。休闲食品品类迭代速度快，而公司凭借研发与生产结合的“实验工厂”模式，能在短期内根据市场需求推出产品并进行生产布局，市场反响良好后再进行规模生产，研发效率较高。早期公司主营的产品主要是蜜饯，随着近几年的丰富与扩张，公司产品体系日益丰富。目前主要的产品分为三类：（1）咸味小吃休闲零食产品：包括鱼糜产品、豆干产品、肉鱼产品、蜜饯炒货产品、素食产品等；（2）休闲烘焙点心类产品：面包、蛋糕、薯片、布丁等；（3）坚果果干类产品：每日坚果等。

图 1：2015-2020H1 公司不同类型的产品营收占比



资料来源：WIND 数据库，财信证券

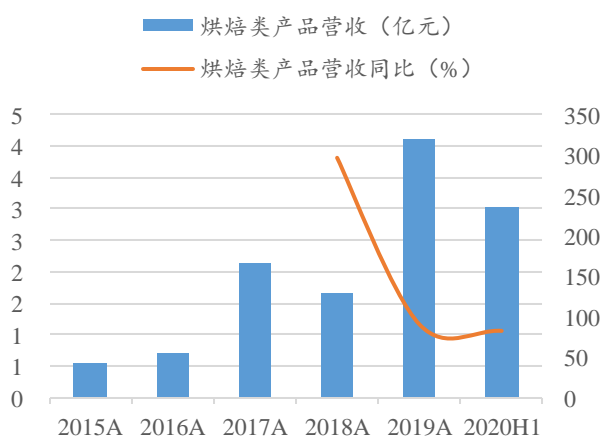
渠道方面，公司秉承“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”的发展理念，在直营渠道耕耘多年，目前已经成为沃尔玛、麦德龙等国际大型连锁商超，以及永辉、家乐福、大润发等国内大型连锁商超的核心供应商，以销量散装称重的模式进行销售。而公司产品齐全的优势也与这一销售模式相得益彰，能为消费者提供一站式购齐的购物体验，在商超内部的面积效益较好。通过商超树立品牌形象后，公司再通过与经销商的合作，将产品覆盖至括地区性中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等渠道，实现市场渗透率的提升。

## 2 烘焙开辟第二曲线，单品接力外延增长

**第一曲线：休闲咸味零食稳中有升。**豆制品属于公司的传统业务，目前也是营收贡献的主要来源之一。凭借研发实力与在商超渠道多年积淀的消费基础，公司持续丰富产品种类，为消费者提供更多选择。2020年上半年公司的产品矩阵战略卓有成效，豆制品类的鱼糜制品营收同比增长73.38%至1.40亿元，营收占比提升2.21个百分点至14.83%，成为仅次于烘焙系列的重点品类。此外，鱼类、禽类制品也分别同比增长40.66%/23.83%，新品类培育期已过，逐渐开始贡献业绩。

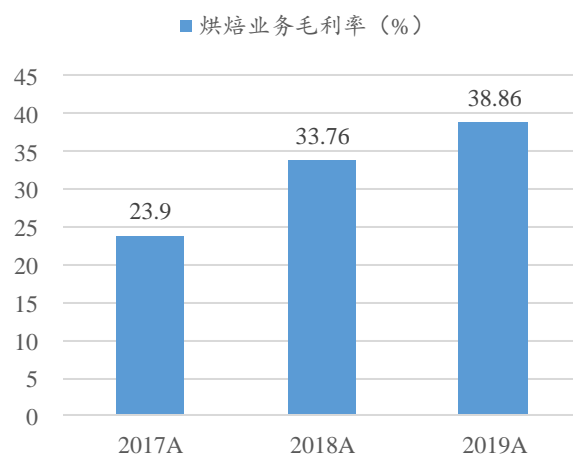
**第二曲线：休闲烘焙点心快速放量。**我国2019年烘焙行业的零售规模将近2317亿元，行业规模2009-2019年十年间的复合增速为12.3%，正处于快速扩张阶段；同时我国居民烘焙产品的消费量对比美、日等国规模较小，并且市场集中度较低，长期来看仍有一定的发展空间。2018年公司重点发力短保烘焙市场，推出58天保质期吐司面包、乳酸菌小口袋面包、乳酸菌蒸蛋糕等系列产品，仍以散装称重的模式销售。公司与商超渠道深度合作，新品推广效率较高，烘焙系列一经推出快速成长，营收占比持续提升，目前已成为公司营收占比最大的业务，且仍维持快速增长态势。随着销售量增加带来规模效应，产品毛利率也有所抬升，今年上半年毛利率接近40%，业务盈利性持续增强。

图2：公司烘焙业务近年来保持快速增长



资料来源：WIND 数据库，财信证券

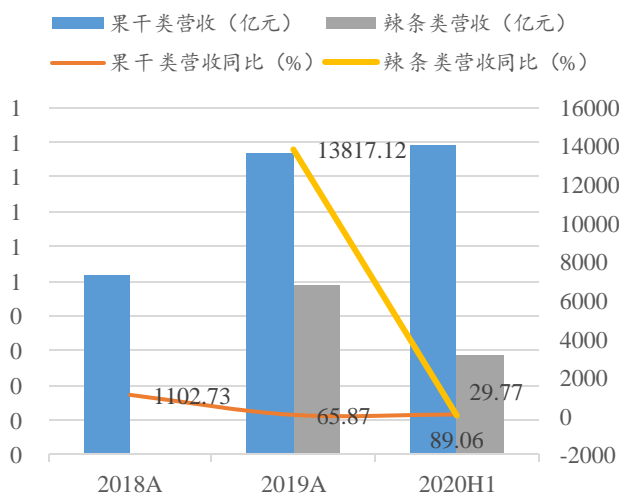
图3：烘焙类产品的毛利率逐年提升



资料来源：WIND 数据库，财信证券

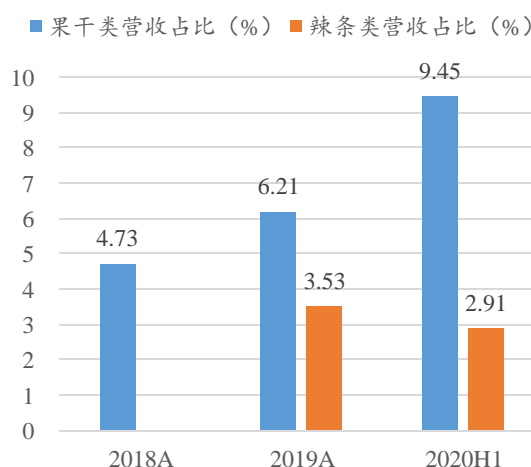
**第三曲线：果干辣条有望接力增长。**公司目标是成为多品牌、全品项、全渠道、全产业链覆盖的休闲零食厂商，储备培育产品群系丰富。公司将坚果果干作为第三增长曲线进行培育，其中坚果行业由于营养价值较高近几年较受欢迎，消费量在国内零食品类中排名前列，市场规模仍在快速扩张中，去年公司推出了“每日坚果”以迎合市场需求；果干方面，公司在越南设立子公司采购热带水果以保证原材料稳定供给，今年上半年榴莲类产品销售情况较好，推动果干品类营收高速增长。2019年公司正式进军辣条市场，除常规辣条定量装产品以外，公司也推出了散装形式进行销售，与其他品类形成渠道协同效应。2020年上半年辣条销售情况良好，实现营收0.28亿元，同比增长29.77%。新品类营收占比逐年提升，有望在未来持续为公司贡献业绩。

图 4：果干类、辣条类产品近年来的经营情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 5：果干、辣条类产品近年来的营收占比情况

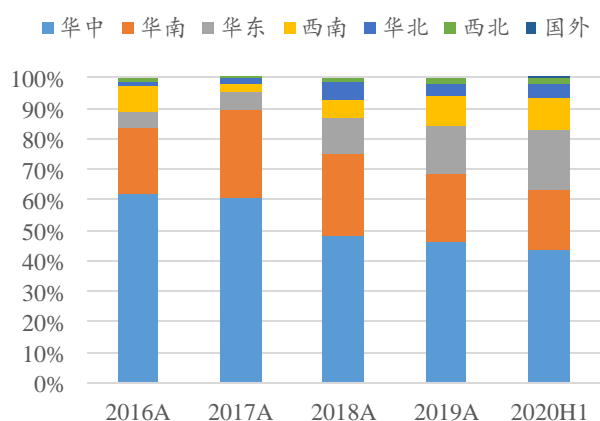


资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 3 商超标杆带动经销，店中岛模式持续赋能

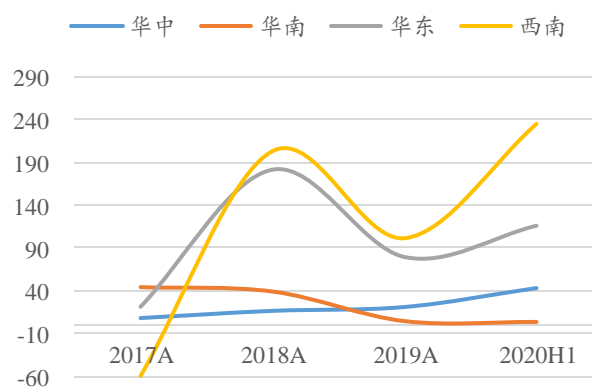
核心市场稳扎稳打，经销渠道持续扩张。2020 年上半年，公司在华中/华南/华东/西南/华北/西北/国外加拿大分别实现营收 4.12/1.87/1.86/0.96/0.43/0.20/0.01 亿元，分别同比增长 43.17%/3.53%/116.08%/235.09%/-10.25%/129.20%/100.00%。分地区来看，公司的营收大部分来源于华中、华南地区，但华东、西南等战略区域成长速度较快，全国拓展具有一定的空间。公司通过在大型商超积累的品牌优势以及定价优势，以点带面扩大营销网络，强势区域深度下沉，拓展区域稳步扩张。近年来公司的经销团队快速扩张，目前已拥有 3000 多家经销商，经销渠道营收占比达到 55%，直营渠道占比 45%。

图 6：2016-2020H1 各大区营收占比



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 7：2017-2020H1 各大区营收增速情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

店中岛放大品牌效应，高坪效拉升盈利性。近年，公司持续向商超渠道投放“金铺子”、“蓝宝石”等店中岛陈列模式。店中岛模式与公司多品类经营的生产模式切合，将品牌下的产品群集中陈列，能够为消费者提供一站购齐的购物体验，也能提升品牌在商超内部的辨识度；模式的复制性较强，标准化的陈列能够进一步提升品牌在市场

的影响力。店中岛一经推出，公司在商超的坪效有了显著的提升。今年的店中岛开设目标为 1.3 万家，预期目标可提前完成。目前店中岛在商超渠道的覆盖率不高，公司与多个国际、国内大型连锁商超达成深度合作关系，店中岛具有一定的渗透空间，能够持续为公司的核心系列产品增长赋能。

图 8：休闲零食店中岛——店中岛盐津铺子零食屋



资料来源：公司官网，财信证券

图 9：烘焙系列店中岛——憨豆先生面包屋



资料来源：公司官网，财信证券

## 4 投资建议与盈利预测

产品方面，公司自主生产+多品类+散装的生产模式铸造核心竞争力，打造差异化选择优势的同时，也能够一定程度上规避定量包装零食市场的激烈竞争。目前第一、第二生长曲线产品贴合市场需求，动销保持稳增，规模效应持续释放；渠道方面，公司在商超散装领域运营能力较强，并且大型商超合作商、经销商资源丰富，新市场扩张步伐持续加快；店中岛的铺设空间广阔、可复制性强，将有效促进公司在核心市场的下沉，以及品牌认知度的提升。

我们预计公司 2020-2022 年的实现营业收入分别为 20.76/28.03/36.44 亿元，净利润分别为 37.63/44.82/36.44 亿元，对应 EPS 分别为 2.01/3.27/4.76 元，对应当前股价 PE 分别为 64/40/27 倍。参考公司基本面情况以及未来业绩的增长空间，给予公司 2021 年 42-46 倍估值，合理区间为 137.34-150.42 元，目前股价已进入合理区间，维持“谨慎推荐”评级。

## 5 风险提示

食品安全风险；新品扩张不及预期风险；店中岛扩张不及预期风险；同业竞争风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438