

业绩表现超预期，增长逻辑持续兑现

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营业收入9.8亿元(+30%)，归母净利润8977万元(+63%)，归母扣非净利润6395万元(+159%)。其中Q3实现营业收入3.4亿元(+28%)，归母净利润23612万元(+48.3%)，归母扣非净利润2233万元(+144%)。业绩贴近预告上限。
- **收入端持续保持高增长。** 1、预计线下商超渠道继续保持35%-40%的快速增长，营收增速自18Q2开始提速，持续多个季度兑现，核心原因是战略调整到位后的有效推进，新品持续放量。2、线上渠道在经历Q2的主动性调整下滑后，目前已差不多完成线上品类梳理，推广烘焙新品，预计Q3仍受影响增速有所下滑，但预计下滑幅度将大幅缩窄。3、分品类看，传统干杂类产品受益金铺子店中岛推广预计实现15%以上增长，烘焙新品受益品类红利及蓝宝石终端数量的扩张，销量持续增长，预计月销售额在4000万以上，辣条作为今年新推出的品类每月也能贡献小千万增量，果干、薯片等产品亦有不错增长。各个品类呈现梯队式放量趋势，态势较好。4、在终端方面，金铺子、蓝宝石等的终端项目稳步推进，对终端销售拉动明显，带动单店营收较大提升，同时公司也在着手推进中岛2.0升级版盐津铺子零食屋和憨豆先生面包房的新模式；5、在区域拓展方面，华中、华南成熟区域继续深耕，华东和西南作为两大新市场重点发力。
- **毛利率、净利率持续改善。** 1、19Q3公司毛利率45.6%，同比提升6.8pp，毛利率持续提升，受益于规模效应下烘焙新品毛利率改善（目前35%以上）以及产品结构优化（调整电商业务及砍掉线下低毛利产品）。2、费用率方面：销售费用率24.9%（同比+0.22pp），管理费用率7.2%（同比+2.1pp），在扣除约1145万元股权激励费用后，实际费用率下降，主要是公司注重规模与效益兼顾，不断优化各项内部管理和资源配置，狠抓投入产出比，各项成本和费用管控较好。3、公司Q3净利率为6.9%，同比提升0.8pp，实际扣非净利率（不考虑股权激励费用）则在10%以上，同比18Q3的3.4%大幅改善，盈利改善逻辑持续兑现。
- **收入端和利润端逻辑持续兑现，公司发展进入良性快车道。** 公司产品组合、渠道布局、营销战略全面梳理清晰，烘焙、辣条新品快速放量，全国市场梯队式发展有序推进，收入端将实现三年30%以上的爆发式增长；公司前些年由于市场开拓和新品开发培育在前期投了较多费用，导致利润增长停滞或者下滑，随着体量增长，公司生产端和销售端的规模效应逐步体现，利润端在Q2迎来拐点，Q3利润继续改善，验证逻辑。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年收入复合增速为32.5%，归母净利润复合增速为53%，EPS分别为0.89、1.30、1.95元，对应PE分别为45X、31X、21X，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动，烘焙动销情况或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1107.55	1432.79	1930.90	2576.56
增长率	46.81%	29.37%	34.76%	33.44%
归属母公司净利润(百万元)	70.51	114.15	166.30	250.08
增长率	7.27%	61.88%	45.69%	50.38%
每股收益EPS(元)	0.55	0.89	1.30	1.95
净资产收益率ROE	11.07%	14.54%	18.47%	23.23%
PE	73	45	31	21
PB	7.98	6.48	5.65	4.72

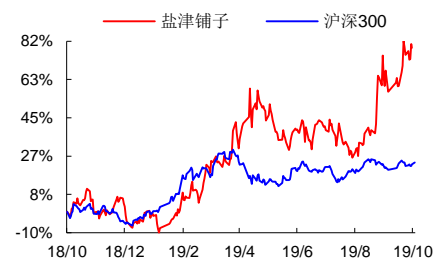
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 周金菲
执业证号: S1250519080002
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.28
流通A股(亿股)	0.36
52周内股价区间(元)	20.29-40.72
总市值(亿元)	51.36
总资产(亿元)	14.39
每股净资产(元)	6.10

相关研究

1. 盐津铺子(002847): 结构调整提升盈利水平, 兼顾速度与质量 (2019-08-12)
2. 盐津铺子(002847): 厚积薄发, 开启高质量发展三年新征程 (2019-07-28)
3. 盐津铺子(002847): 中报业绩超预期, 利润拐点已现 (2019-07-15)
4. 盐津铺子(002847): 股权激励提振士气, 利润端有望迎来拐点 (2019-03-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1107.55	1432.79	1930.90	2576.56	净利润	71.22	115.29	167.97	252.59
营业成本	674.16	846.42	1157.08	1522.40	折旧与摊销	37.89	42.08	44.96	47.77
营业税金及附加	13.11	15.76	21.24	28.34	财务费用	6.98	9.55	8.06	8.89
销售费用	287.79	355.33	447.97	582.30	资产减值损失	6.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	56.85	93.13	119.72	154.59	经营营运资本变动	24.02	46.63	-8.37	-15.15
财务费用	6.98	9.55	8.06	8.89	其他	8.51	-4.67	0.00	0.00
资产减值损失	6.81	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	155.42	208.88	212.61	294.10
投资收益	-1.15	0.00	0.00	0.00	资本支出	-191.72	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	28.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-162.97	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	75.33	112.60	176.84	280.04	短期借款	75.10	-35.10	0.00	0.00
其他非经营损益	0.03	28.00	28.00	28.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	75.36	140.60	204.84	308.04	股权融资	0.00	66.00	0.00	0.00
所得税	4.14	25.31	36.87	55.45	支付股利	-24.80	-31.73	-51.37	-74.83
净利润	71.22	115.29	167.97	252.59	其他	-13.01	-9.55	-8.06	-8.89
少数股东损益	0.71	1.14	1.67	2.51	筹资活动现金流净额	37.29	-10.38	-59.43	-83.72
归属母公司股东净利润	70.51	114.15	166.30	250.08	现金流量净额	29.75	148.50	103.19	160.37
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	100.60	249.10	352.29	512.66	成长能力				
应收和预付款项	131.76	150.09	208.09	274.71	销售收入增长率	46.81%	29.37%	34.76%	33.44%
存货	196.70	253.93	347.12	456.72	营业利润增长率	-9.99%	49.48%	57.05%	58.36%
其他流动资产	32.80	42.43	57.18	76.30	净利润增长率	9.03%	61.88%	45.69%	50.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.60%	36.64%	39.96%	46.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	590.14	600.05	607.08	611.30	毛利率	39.13%	40.93%	40.08%	40.91%
无形资产和开发支出	92.74	90.76	88.77	86.78	三费率	31.75%	31.97%	29.82%	28.95%
其他非流动资产	13.89	13.89	13.89	13.89	净利率	6.43%	8.05%	8.70%	9.80%
资产总计	1158.63	1400.24	1674.42	2032.35	ROE	11.07%	14.54%	18.47%	23.23%
短期借款	185.10	150.00	150.00	150.00	ROA	6.15%	8.23%	10.03%	12.43%
应付和预收款项	272.71	389.81	529.27	688.14	ROIC	12.13%	14.37%	22.08%	33.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.85%	11.46%	11.90%	13.07%
其他负债	57.34	67.38	85.50	106.81	营运能力				
负债合计	515.14	607.20	764.77	944.95	总资产周转率	1.04	1.12	1.26	1.39
股本	124.00	128.40	128.40	128.40	固定资产周转率	2.34	2.47	3.27	4.32
资本公积	289.64	351.24	351.24	351.24	应收账款周转率	14.06	14.18	14.28	14.14
留存收益	227.19	309.61	424.54	599.79	存货周转率	3.33	3.72	3.85	3.79
归属母公司股东权益	640.83	789.25	904.18	1079.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.03%	—	—	—
少数股东权益	2.65	3.80	5.46	7.97	资本结构				
股东权益合计	643.49	793.05	909.65	1087.40	资产负债率	44.46%	43.36%	45.67%	46.50%
负债和股东权益合计	1158.63	1400.24	1674.42	2032.35	带息债务/总负债	35.93%	24.70%	19.61%	15.87%
					流动比率	0.93	1.18	1.29	1.42
					速动比率	0.53	0.75	0.83	0.93
					股利支付率	35.17%	27.80%	30.89%	29.92%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	120.19	164.23	229.85	336.69	每股收益	0.55	0.89	1.30	1.95
PE	72.84	44.99	30.88	20.54	每股净资产	5.01	6.18	7.08	8.47
PB	7.98	6.48	5.65	4.72	每股经营现金	1.21	1.63	1.66	2.29
PS	4.64	3.58	2.66	1.99	每股股利	0.19	0.25	0.40	0.58
EV/EBITDA	41.85	30.59	21.40	14.14					
股息率	0.48%	0.62%	1.00%	1.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn