

盐津铺子 (002847)

半年度业绩或超去年全年，休食白马扬帆起航

事件：

公司发布20年半年度业绩预告，其中20年上半年实现归母净利润1.25-1.3亿，同比增长88.94%-96.49%，或超去年全年业绩1.28亿。按季度来看，19Q2单季度归母净利润0.68亿-0.73亿，同比增长79.96%-93.24%。

公司自19年二季度以来，盈利拐点开始逐步确认，公司渠道扩张费用投入、以及品类扩张带来的产能方面的投入随着渠道规模扩张，销售的增长而相应摊低单位费用成本，同时核心烘焙单品毛利率提升明显，对公司盈利拉升明显。

点评：

盐津铺子业绩大幅增长主要是由于渠道端扩张顺利，产品端新品类培育期的结束开始逐渐放量，尤其是，休闲烘焙点心第二曲线较大幅度提升，同时坚果果干品类也在稳步推进。同时公司成本管控也在增强。

渠道端，“店中岛”全国快速复制，直播电商带来模式新变化。

公司19年渠道战略调整，从之前的“直营商超为主，经销跟随”到现在的以“直营商超标杆、经销渠道全面拓展，新零售跟进覆盖”理念搭建销售网络，新战略全面激活经销渠道。

公司凭借大型连锁商超的高端渠道优势，发展本地区经销商，经销商的销售渠道包括地区性中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等，能够有效填补大型超市以外的市场份额，使公司销售网络向下延伸。

公司电商渠道通过天猫、京东、唯品会等众多电商平台经营，同时公司19年在电商渠道尝试直播电商新模式，为电商渠道带来新活力。

产品端，烘焙品类培育期结束，规模效应显现明显，坚果果干品类稳步推进。

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，目前三大战略新品烘焙、果干、辣条均已推出，而随着新品的逐步放量，盐津铺子业绩也开始加速向上。

我们预计公司20-22年收入18.75/25.31/32.91亿元，归母净利润2.04/3.36/4.86亿元；维持买入评级。

风险提示：疫情反复影响需求，行业竞争加剧，宏观经济下行。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,107.55	1,399.28	1,875.03	2,531.29	3,290.68
增长率(%)	46.81	26.34	34.00	35.00	30.00
EBITDA(百万元)	105.56	215.47	285.11	438.24	607.89
净利润(百万元)	70.51	128.04	203.62	336.37	486.00
增长率(%)	7.27	81.58	59.03	65.20	44.49
EPS(元/股)	0.54	0.99	1.57	2.60	3.75
市盈率(P/E)	197.28	108.65	68.32	41.36	28.62
市净率(P/B)	21.71	17.99	14.57	12.10	9.80
市销率(P/S)	12.56	9.94	7.42	5.50	4.23
EV/EBITDA	25.95	22.07	48.94	31.29	22.35

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	107.42元
目标价格	元

基本数据

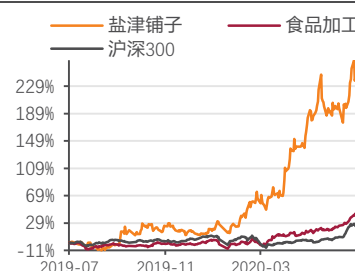
A股总股本(百万股)	129.50
流通A股股本(百万股)	111.17
A股总市值(百万元)	13,910.89
流通A股市值(百万元)	11,941.66
每股净资产(元)	6.06
资产负债率(%)	57.46
一年内最高/最低(元)	116.00/27.95

作者

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

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《盐津铺子-季报点评:20Q1 商超渠道持续高增长，公司继续受益规模效应》
2020-04-29
- 《盐津铺子-公司点评:业绩大超预期》
2020-04-15
- 《盐津铺子-年报点评报告：“双岛战略”比翼齐飞，零食白马加速增长》
2020-03-09

1. 事件：公司公布 2020 年半年度业绩预告

公司发布 20 年半年度业绩预告，其中 20 年上半年实现归母净利润 1.25-1.3 亿，同比增长 88.94%-96.49%，或超去年全年业绩 1.28 亿。

按季度来看，19Q2 单季度归母净利润 0.68 亿-0.73 亿，同比增长 79.96%-93.24%。

公司 19 年推出限制性股票激励计划，19Q2 共列支股份支付费用 640.84 万元，20Q2 共列支 1365.2 万元，若剔除股份支付费用影响，20Q2 实际实现归母净利润 0.81 亿-0.86 亿元，同比增长 84.77%-96.11%；

公司自 19 年二季度以来，盈利拐点开始逐步确认，公司渠道扩张费用投入、以及品类扩张带来的产能方面的投入随着渠道规模扩张，销售的增长而相应摊低单位费用成本，同时核心烘焙单品毛利率提升明显，对公司盈利拉升明显。

2. 2020 年半年度业绩预告点评：

盐津铺子业绩大幅增长主要是由于渠道端扩张顺利，产品端新品类培育期的结束开始逐渐放量，尤其是，休闲烘焙点心第二曲线较大幅度提升，同时坚果果干品类也在稳步推进。同时公司成本管控也在增强。

2.1. 渠道端，“店中岛”全国快速复制，直播电商带来模式新变化

公司线下渠道以“做品牌零食终端方案解决者”为己任，目前公司与沃尔玛、大润发、麦德龙等上千家国际国内大型连锁商超卖场的进行直营合作。

公司 19 年渠道战略调整，从之前的“直营商超为主，经销跟随”到现在的以“直营商超标杆、经销商渠道全面拓展，新零售跟进覆盖”理念搭建销售网络，新战略全面激活经销渠道。

公司凭借大型连锁商超的高端渠道优势，发展本地区经销商，经销商的销售渠道包括地区性中型连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等，能够有效填补大型超市以外的市场份额，使公司销售网络向下延伸。

公司电商渠道通过天猫、京东、唯品会等众多电商平台经营，同时公司 19 年在电商渠道尝试直播电商新模式，为电商渠道带来新活力。

图 1：盐津铺子直播电商



图 2：盐津铺子零食屋和憨豆先生面包屋



资料来源：淘宝 APP，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

店中岛模式拓展顺利，有效解决商超散装区品牌区隔度不强的问题。公司 2017 年下半年开始布局“店中岛”模式，此模式解决了超市品牌展示问题和公司线下销售问题。公司所有中岛销量平均 30 万一年，最高能达到 100 万，显示了良好的销售效果。

2.2. 产品端：烘焙品类培育期结束，规模效应显现明显，坚果果干品类稳步推进

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，目前三大战略新品烘焙、果干、辣条均已推出，而随着新品的逐步放量，盐津铺子业绩也开始加速向上。

烘焙快速放量，规模效应显现明显。公司线上线下差异化产品正在同步发力，线上主要以短保(短保、中保指按保质期划分的产品)为主，线下则是以中保为主。公司在烘焙品类已经开发出南瓜吐司面包、憨豆吐司土司面包、火爆单品纯蛋糕、半面包等全线“憨豆 58 天鲜”烘焙产品。公司中保烘焙产品以 58 天保质期产品实现 7 天保质期口感的核心优势，抢占“鲜”短保烘焙制高点。烘焙品类生产自动化程度强，规模扩张后产品端毛利率提升明显。

图 3：盐津铺子烘焙



资料来源：公司官网，天风证券研究所

坚果果干品类稳步推进。公司此前公告，拟与坚果代工龙头德民（天津）食品有限公司合资成立控股子公司将有效拓展公司品类，强化坚果果干第三增长曲线；德民（天津）为坚果代工龙头，是中粮山萃每日坚果代工厂商，合资子公司有望在每日坚果品类上进一步拓展。同时公司在广西食品加工项目投产也将贡献果干品类增量。

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 20-22 年收入 18.75/25.31/32.91 亿元，归母净利润 2.04/3.36/4.86 亿元；维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	100.60	122.01	150.00	202.50	263.25
应收票据及应收账款	88.96	156.28	127.96	127.19	204.51
预付账款	32.04	50.23	42.35	85.65	84.55
存货	196.70	291.53	399.14	459.97	725.56
其他	43.56	40.29	39.89	51.14	53.27
流动资产合计	461.86	660.34	759.35	926.46	1,331.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	574.59	739.95	737.15	753.02	767.08
在建工程	15.57	8.24	40.94	72.56	73.54
无形资产	92.74	138.23	135.19	132.15	129.11
其他	13.88	113.41	48.84	58.71	73.65
非流动资产合计	696.77	999.83	962.12	1,016.44	1,043.38
资产总计	1,158.63	1,660.17	1,721.47	1,942.90	2,374.52
短期借款	185.10	348.50	234.99	54.80	6.14
应付票据及应付账款	186.66	257.01	302.80	425.47	543.96
其他	125.37	256.20	204.30	287.82	379.51
流动负债合计	497.13	861.71	742.09	768.09	929.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.01	18.86	18.51	18.46	18.61
非流动负债合计	18.01	18.86	18.51	18.46	18.61
负债合计	515.14	880.57	760.60	786.56	948.22
少数股东权益	2.65	6.23	6.24	6.98	6.82
股本	124.00	128.40	129.50	129.50	129.50
资本公积	289.64	374.60	374.60	374.60	374.60
留存收益	516.83	705.03	825.13	1,019.86	1,289.98
其他	(289.64)	(434.66)	(374.60)	(374.60)	(374.60)
股东权益合计	643.49	779.59	960.88	1,156.34	1,426.30
负债和股东权益总	1,158.63	1,660.17	1,721.47	1,942.90	2,374.52

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	71.22	127.61	203.62	336.37	486.00
折旧摊销	37.89	62.28	33.14	35.55	38.01
财务费用	9.09	13.58	15.36	6.74	(0.19)
投资损失	1.15	(0.12)	0.34	0.34	0.34
营运资金变动	16.87	(118.92)	(12.92)	81.67	(148.55)
其它	19.21	100.06	0.01	0.75	(0.16)
经营活动现金流	155.42	184.48	239.54	461.42	375.45
资本支出	211.40	264.95	60.35	80.05	49.85
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(374.37)	(606.83)	(120.69)	(160.39)	(100.19)
投资活动现金流	(162.97)	(341.87)	(60.34)	(80.34)	(50.34)
债权融资	185.10	348.50	234.99	54.80	6.14
股权融资	(5.87)	17.02	46.91	(5.63)	1.30
其他	(141.94)	(207.90)	(433.12)	(377.76)	(271.80)
筹资活动现金流	37.29	157.61	(151.21)	(328.58)	(264.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.75	0.22	27.99	52.50	60.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,107.55	1,399.28	1,875.03	2,531.29	3,290.68
营业成本	674.16	799.43	1,021.89	1,371.96	1,780.26
营业税金及附加	13.11	12.65	20.60	26.89	33.63
营业费用	287.79	343.81	468.76	607.51	773.31
管理费用	56.85	91.05	90.00	93.66	98.72
研发费用	16.58	26.90	18.75	25.31	32.91
财务费用	6.98	13.38	15.36	6.74	(0.19)
资产减值损失	6.81	(0.74)	2.71	2.93	1.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.15)	0.12	(0.34)	(0.34)	(0.34)
其他	(28.91)	(25.13)	0.68	0.68	0.68
营业利润	75.33	137.79	236.61	395.95	570.08
营业外收入	0.78	2.54	1.66	1.66	2.50
营业外支出	0.75	1.28	1.47	1.00	1.00
利润总额	75.36	139.04	236.80	396.61	571.58
所得税	4.14	11.43	33.17	59.49	85.74
净利润	71.22	127.61	203.63	337.12	485.84
少数股东损益	0.71	(0.42)	0.01	0.75	(0.16)
归属于母公司净利润	70.51	128.04	203.62	336.37	486.00
每股收益(元)	0.54	0.99	1.57	2.60	3.75

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	46.81%	26.34%	34.00%	35.00%	30.00%
营业利润	-9.99%	82.92%	71.72%	67.34%	43.98%
归属于母公司净利润	7.27%	81.58%	59.03%	65.20%	44.49%
获利能力					
毛利率	39.13%	42.87%	45.50%	45.80%	45.90%
净利率	6.37%	9.15%	10.86%	13.29%	14.77%
ROE	11.00%	16.56%	21.33%	29.27%	34.24%
ROIC	13.69%	19.43%	24.27%	34.33%	50.99%
偿债能力					
资产负债率	44.46%	53.04%	44.18%	40.48%	39.93%
净负债率	13.13%	29.05%	8.85%	-12.77%	-18.03%
流动比率	0.93	0.77	1.02	1.21	1.43
速动比率	0.53	0.43	0.49	0.61	0.65
营运能力					
应收账款周转率	14.06	11.41	13.19	19.84	19.84
存货周转率	5.55	5.73	5.43	5.89	5.55
总资产周转率	1.04	0.99	1.11	1.38	1.52
每股指标(元)					
每股收益	0.54	0.99	1.57	2.60	3.75
每股经营现金流	1.20	1.42	1.85	3.56	2.90
每股净资产	4.95	5.97	7.37	8.88	10.96
估值比率					
市盈率	197.28	108.65	68.32	41.36	28.62
市净率	21.71	17.99	14.57	12.10	9.80
EV/EBITDA	25.95	22.07	48.94	31.29	22.35
EV/EBIT	40.48	31.04	55.38	34.05	23.84

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