盐津铺子（002847）

公司研究/点评报告

利润高增无忧，产品+渠道双轮驱动业绩增长

——盐津铺子（002847）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 28 日

一、事件概述

10 月 27 日盐津铺子发布三季报，公司前三季度实现营业收入 14.34 亿元，同比+46.15%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比+110.00%；基本 EPS 为 1.51 元。20Q3 单季度公司实现营业收入 4.89 亿元，同比+43.55%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比+147.99%。

公司同时发布 2020 年业绩预告。预计全年实现归母净利润 2.40-2.60 亿元，同比增长 87.45%-103.70%，预计单 Q4 归母净利润 0.51-0.71 亿元，同比增长 34.54%-86.80%。

二、分析与判断

➢ 多品类布局，渠道快速扩张，推动收入高速增长

前三季度公司实现营业收入 14.34 亿元，同比+46.15%，20Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 4.64/4.81/4.89 亿元，分别同比+35.43%/+61.47%+43.55%。公司第一增长曲线休闲零食稳中有升，第二增长曲线烘焙点心大幅提升，第三增长曲线坚果果干正加速培育，多品类产品布局推动公司零食业务高速成长。同时公司采用商超“双中岛”战略，构建商超品牌化小专柜，计划渠道端快速扩张，带来量增确定性。

➢ 控费效果显著，利润水平大幅攀升

毛利率：公司前三季度毛利率 42.48%，同比-0.39ppt，单 Q3 毛利率 43.84%，同比-1.71ppt。公司业绩高增背景下毛利率稍有下降，预计是加大渠道促销政策所致。随着新品放量，预计后续毛利水平仍有上升空间。**期间费用率：**前三季度期间费用率为 30.52%，同比-3.21ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.41%/4.71%/2.13%/0.27%，分别同比-1.64ppt/-1.32ppt/+0.35ppt/-0.60ppt；单 Q3 期间费用率 33.36%，同比-2.41ppt，其中销售/管理费用率分别为 24.76%/4.85%，分别同比-0.18ppt/-2.32ppt。公司在规模高速增长的同时注重效益的提升，不断优化内部管理和资源配置，狠抓投入产出比，加强费用投放管理，提高费用使用效率。**净利率：**公司前三季度实现归母净利润 1.89 亿元，同比+110.00%，单 Q3 实现归母净利润 0.59 亿元，同比+147.99%。前三季度净利率 13.17%，同比+4.04ppt，单 Q3 净利率 11.97%，同比+5.07ppt。公司净利润实现高速增长的同时，净利率水平大幅攀升，凸显公司业绩高质量发展的趋势。

➢ 产品+渠道双轮驱动，业绩快速增长

1. 产品端：两大产品曲线共同发展。盐津铺子已形成休闲零食（鱼糜/豆干/肉鱼/蜜饯炒货/素食）和烘焙点心（面包/蛋糕/薯片/布丁）两大差异化产品曲线。咸味休闲零食经过多年发展，优势稳固；积极打造的第二增长曲线烘焙点心已发展出核心产品中长保、短保面包和辣条，同时正重点研发沙琪玛、米饼等新品类，扩充产品矩阵，成为盐津主要业绩增量。第三产品曲线坚果果干正处于培育阶段，有望接力烘焙成为公司未来业绩增长支撑力。**2.渠道端：店中岛模式建立品牌认知度，快速拓张带来量增支持。**盐津通过商超店中岛策略，建立品牌化小专柜，快速形成品牌化认知，提高坪效。目前店中岛投放已超过 14000 个，仍处于快速拓张阶段，带来强劲量增支持。**3. 股权激励深度绑定高管利益，激发团队积极性。**公司向董事、高管及核心技术人员在内 12 人授予 440 万股限制性股票，预留授予 110 万股，合计占公司总股本的 4.44%，业绩考核目标以 2018 年为基础，2019-2021 年营收增速分别不低于 15%/35%/60%，扣非净利润增速分别不低于 95%/160%/250%。业绩增速考核目标较高，彰显公司对未来发展的坚定信心。

推荐　维持评级

当前价格：　131.8 元

交易数据	2020-10-27
近 12 个月最高/最低(元)	153.0/35.35
总股本（百万股）	130
流通股本（百万股）	111
流通股比例（%）	85.84
总市值（亿元）	171
流通市值（亿元）	147

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

1.盐津铺子(002847)20 年半年报点评：业绩强劲增长，烘焙点心持续放量

2.盐津铺子（002847）19 年中报点评：业绩超股权激励考核目标，公司成长性可期

三、投资建议

预计 20-22 年公司营业收入分别为 20.77/26.00/32.07 亿元，同比增速分别为+48.4%/+25.2%/+23.3%；归母净利润分别为 2.47/3.35/4.36 亿元，同比增速分别为+92.8%/+35.5%/+30.3%；对应 EPS 分别为 1.91/2.58/3.37 元，对应 PE 为 69/51/39 倍。目前休闲食品板块 20 年预期估值约为 50 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值略高于可比公司平均水平。考虑到公司未来业绩增长的确定性，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

线下渠道扩张不及预期、行业竞争加剧、食品质量安全问题。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,399	2,077	2,600	3,207
增长率（%）	26.3%	48.4%	25.2%	23.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	128	247	335	436
增长率（%）	81.6%	92.8%	35.5%	30.3%
每股收益（元）	1.03	1.91	2.58	3.37
PE（现价）	128.0	69.1	51.0	39.1
PB	21.9	17.9	14.0	10.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,399	2,077	2,600	3,207
营业成本	799	1,176	1,459	1,786
营业税金及附加	13	19	24	29
销售费用	344	490	606	737
管理费用	91	96	114	138
研发费用	27	44	53	67
EBIT	125	252	345	449
财务费用	13	17	14	10
资产减值损失	(1)	4	2	3
投资收益	0	0	0	0
营业利润	138	265	361	470
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	139	266	362	471
所得税	11	18	27	34
净利润	128	248	335	437
归属于母公司净利润	128	247	335	436
EBITDA	188	325	437	555

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	122	134	370	588
应收账款及票据	156	199	270	320
预付款项	50	65	86	102
存货	292	418	471	612
其他流动资产	30	30	30	30
流动资产合计	660	863	1244	1679
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	740	925	1100	1279
无形资产	138	165	199	228
非流动资产合计	1000	1113	1215	1299
资产合计	1660	1977	2459	2978
短期借款	348	348	348	348
应付账款及票据	257	352	453	544
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	862	999	1218	1375
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债合计	881	1017	1237	1394
股本	128	130	130	130
少数股东权益	6	7	7	8
股东权益合计	780	959	1223	1584
负债和股东权益合计	1660	1977	2459	2978

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26.3%	48.4%	25.2%	23.3%
EBIT 增长率	139.1%	101.3%	36.5%	30.5%
净利润增长率	81.6%	92.8%	35.5%	30.3%
盈利能力				
毛利率	42.9%	43.4%	43.9%	44.3%
净利润率	9.2%	11.9%	12.9%	13.6%
总资产收益率 ROA	7.7%	12.5%	13.6%	14.6%
净资产收益率 ROE	16.6%	25.9%	27.5%	27.7%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.8
现金比率	0.1	0.1	0.3	0.4
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	28.1	28.1	28.1	28.1
存货周转天数	109.9	108.2	109.1	108.7
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
每股指标（元）				
每股收益	1.0	1.9	2.6	3.4
每股净资产	6.0	7.4	9.4	12.2
每股经营现金流	1.4	2.2	4.0	3.8
每股股利	0.5	0.5	0.6	0.6
估值分析				
PE	128.0	69.1	51.0	39.1
PB	21.9	17.9	14.0	10.8
EV/EBITDA	80.6	46.8	34.8	27.1
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	128	248	335	437
折旧和摊销	63	77	94	109
营运资金变动	(21)	(57)	75	(60)
经营活动现金流	180	285	517	495
资本开支	350	188	195	191
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(342)	(188)	(195)	(191)
股权募资	64	0	0	0
债务募资	133	0	0	0
筹资活动现金流	158	(85)	(85)	(85)
现金净流量	(4)	12	237	218

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。