2020-08-10
公司点评报告
增持/维持

盐津铺子(002847)

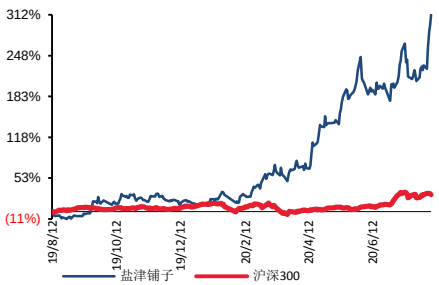
目标价：137

昨收盘：129.8

日常消费 食品、饮料与烟草

盐津铺子中报点评：烘焙持续放量，模式推进顺利

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	130/111
总市值/流通(百万元)	16,809/14,430
12 个月最高/最低(元)	129.80/28.20

相关研究报告：

盐津铺子(002847)《盐津铺子一季报点评：烘焙再放量，看好新模式》--2020/04/27

盐津铺子(002847)《盐津铺子一季报预告点评：业绩超预期，全年高增有望》--2020/04/15

盐津铺子(002847)《盐津铺子 2017 年三季报点评：收入环比改善，利润符合预期》--2017/10/25

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

点评事件：盐津铺子发布 2020 年中报，上半年公司实现营收 9.45 亿元，同比增长 47.53%，归母净利润 1.30 亿元，同比增长 96.44%，归母扣非净利润 1.00 亿元，同比增长 141.37%。其中 Q2 实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 61.47%，归母净利润 0.73 亿元，同比增长 93.14%，归母扣非净利润 0.60 亿元，同比增长 148.27%。

同时公司发布前三季度业绩预告，预计前三季度公司实现归母净利润 1.75-1.85 亿元，同比增长 95.95%-106.09%，其中预计 Q3 实现归母净利润 0.45-0.55 亿元，同比增长 90.76%-133.12%。

收入分析：第二曲线烘焙放量，第三曲线开拓顺利

上半年公司实现营收 9.45 亿元，同比增长 47.53%（其中 Q1：+35.43%；Q2：+61.47%）。

分品类来看，第一增长曲线的休闲咸味零食表现各不相同，其中速冻鱼糜制品销售额位居品类第二，上半年实现营收 1.40 亿元，同时增速很快，同比增长 73%；第二增长曲线的烘焙产品（含薯片）销售额最高，实现营收 3.04 亿元，同比增长 82%；第三增长曲线的果干、辣条收入良好，分别实现营收 0.89 亿元、0.28 亿元，分别同比增长 89%和 30%。

分市场来看，华中大本营实现营收 4.13 亿元，销售占比略有下降，从 45%下降至 43.7%，华南、华东占比次之，销售占比均在 20%左右，西南销售再次之，销售占比在 10%左右。增速来看，大本营华中增速良好（同比+44%），华南市场由于渠道结构调整增速略有放缓（同比+3.5%），华东、西南等新兴市场势头强劲，分别增长 116%、235%。

利润分析：费用投放减少，利润高增

公司上半年毛利率 41.78%，同比提升 0.34pct，规模优势逐步显现。期间费用率 29.05%，同比下滑 3.59pct，主要是销售费用率下降加大。具体来说，销售费用率下滑 2.39pct，其中工资及福利费用率下滑 1.38pct，合同类促销费用率下滑 1.38pct；管理费用率下滑 0.79pct，

执业资格证书编码：S1190517050002
证券分析师：李鑫鑫
电话：021-58502206
E-MAIL：lixx@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190519100001

其中工资及福利费用率下滑 0.81pct，主要是职工薪酬增速相对稳定。上半年净利率 13.75%，同比提升 3.42pct，主要得益于期间费用率的下降。

公司看点：战略转型，思路清晰

公司上市之初为休闲零食的品牌企业，2018 年底公司进行战略转型，进行了品类、渠道、区域拓展改革，从品牌商逐步转化为渠道商，战略思路契合商业模式。具体来说：

（1）品类上，从杂乱无章改为重点品类重点营销，不再是零食杂货铺，公司走向“实验工厂”模式，品类采取先试验再推出的模式，力争规模上量；**（2）渠道上**，公司专注于商超渠道，针对重点品类推出“店中岛”模式，设立金铺子、麻辣小镇、蓝宝石三类岛中岛，其中金铺子针对大型连锁商超的中式零食，麻辣小镇重点针对区域中小型商超的中式零食，是金铺子战略的核心补充，蓝宝石重点针对西式糕点，主打短保烘焙产品，是店中岛模式在短保烘焙市场的差异化体现。2019 年公司岛中岛模式投放良好，我们预计未来三年公司每年投放 5000 家以上的店中岛；**（3）品牌上**，针对重点品类推出不同品牌，进行多品牌营销。产品+渠道+品牌三力合璧，共同打造公司核心竞争力。

未来展望：模式复制走向全国，未来收入利润可期

公司是休闲零食渠道商，主攻线下渠道中的商超渠道。目前公司“店中岛”运作成熟，异地复制效果较好，未来模式有望从华中、华南走向全国，公司收入增速确定性强。同时公司上游采用自主生产模式，毛利率较高，也享有部分税收优惠，为净利润提供保障，也为利润高增长提供可能。

盈利预测与评级：维持公司“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 21 亿（上调）、29 亿（上调）、38 亿（上调），净利润分别为 2.43 亿元（上调）、3.53 亿元（上调）、4.88 亿元（上调），EPS 分别为 1.89 元/股、2.75 元/股、3.80 元/股。**我们按照 2021 年业绩给 50 倍 PE，一年目标价 137 元，维持公司“增持”评级。**

风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；公司业绩季节波动性风险；渠道铺设不及预期。

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1399	2099	2938	3820
增长率（%）	26%	50%	40%	30%
净利润(百万元)	128	243	353	488
增长率（%）	82%	90%	45%	38%
摊薄每股收益(元)	1.00	1.89	2.75	3.80

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。