品类拓展和渠道扩张并进，盈利大幅提升

增持 ——首次覆盖

日期：2020 年 08 月 06 日
行业：食品饮料

分析师： 周菁
Tel： 021-53686158
E-mail： zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号： S0870518070002

基本数据（2020.8.4）

报告日股价（元）	113.08
12mth A 股价格区间（元）	27.94-115.51
总股本（百万股）	129.50
无限售 A 股/总股本	85.84%
流通市值（亿元）	125.71
每股净资产（元）	6.77
PBR（X）	16.71

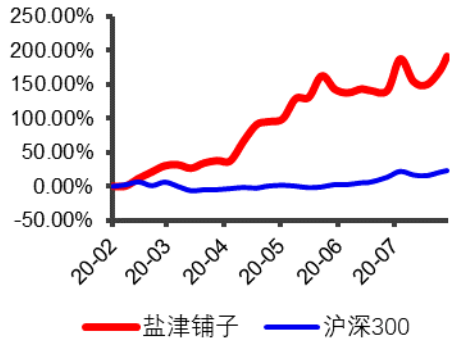
主要股东（2020H1）

盐津铺子控股	37.36%
吴平投资	12.81%
张学武	9.43%
张学文	4.98%

收入结构（2020H1）

烘焙点心	32.21%
干杂类（鱼糜、肉鱼、豆干等）	50.32%
果干类	9.45%
辣条	2.91%
其他	5.11%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2020年中报，上半年实现营收9.45亿元，同比增长47.53%，归属净利润为1.30亿元，同比增长96.44%，扣非归属净利润为1.00亿元，同比增长141.37%。

■ 事项点评

三大曲线各有表现，华东、西南翻倍增长

公司Q2实现营收4.81亿元，同比增长61.47%，延续了Q1的高速增长态势。上半年公司第一曲线干杂类收入4.76亿元，同比增长23.4%，实现了稳中有升，其中鱼糜1.4亿元/+73.4%、豆干0.98亿元/-14.2%、肉鱼1.18亿元/+39.9%、蜜饯炒货0.64亿元/-10.3%、素食0.56亿元/+59.7%；第二曲线烘焙类（含薯片）收入3.04亿元，同比增长82.2%，产品继续产销两旺，烘焙收入占比进一步提升至32.21%；第三曲线坚果果干逐步培育，果干类收入0.89亿元，同比增长89.1%，其中榴莲制品销售额达到约0.55亿元。此外，战略新品辣条收入27.51亿元，同比增长29.8%。上半年公司核心区域华中收入4.13亿元/+43.2%、华南1.87亿元/+3.5%，大力开拓的华东1.86亿元/+116.1%、西南0.96亿元/+235.1%，华北收入则同比下滑10.3%至0.43亿元，低基数的西北收入0.20亿元/+129.2%，此外海外加拿大地区创收13.1万元。

费用管控有效，盈利水平大幅提升

上半年公司毛利率 41.8%，同比小幅提升 0.4pct，随着新品已过培育性亏损期，公司整体毛利率逐渐上升。公司费用管控到位，上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.7%/4.6%/1.2%/0.5%，同比下降 2.4pct/0.8pct/0.2pct/0.3pct，若剔除股权激励费用，销售和管理费用率分别为 21.3%/3.4%。公司所得税由于从事农产品初加工的子公司免缴、广西子公司税率低、江西子公司高新企按 15%缴纳等致所得税率保持低位。受益于期间费用率和所得税率下行，上半年公司归属净利润同比增长 96.44%至 1.30 亿元，净利率同比提高 3.4pct 至 13.8%，其中 Q2 净利率达到 15.1%，盈利水平大幅提升。公司预计 Q3 实现归属净利润 4503.48 万元-5503.48 万元，同比增长 90.76%-133.12%。

品类拓展和渠道扩张并进，发力定量装市场

2017年上市后公司积极进行品类拓展和渠道扩张：（1）公司逐渐完善三大曲线布局，最初的第一曲线干杂类在鱼糜、素食、肉鱼等产品带动下收入稳步增长；积极打造的第二曲线烘焙类现已成为公司第一大品类，17-19年收入CAGR达174.7%，2020H1同比增长82.2%，持续放量，收入占比不断提升，2020年将重点研发上市小小面包、沙琪玛、米饼等新品，未来烘焙类产品计划占到营收的50%以上；第三曲线坚果果干尚处于培育期，榴莲制品快速增长。（2）线下渠道向外扩张，主要的华中、华南区域保持增长，继续精耕“湘、赣、粤、滇、桂、黔”根据地市场，并向乡县下沉；重点拓展华东、西南区域，将“川、渝、鄂”打造为第二根据地市场。2020H1华东、西南、西北区域收入均实现翻倍增长，华中以外的市场份额由2019年底的54.2%进一步增至56.3%。公司线下销售主要在商超渠道，实施“盐津铺子”零食屋+“憨豆先生”面包屋双岛战略，目前店中岛数量已达1.2万家。（3）发力定量装市场满足个性化、多元化需求，产品端打造方便食品、麻辣鲜食、

膨化点心、蜜饯果干四大产品矩阵，渠道端可进行全渠道推广，除公司传统占优的大卖场外，还包括BC类超市、便利店、校园店、零食店、新零售等众多终端，强化渠道纵深拓展。

■ 投资建议

我们预计公司2020-2022年归属净利润为2.38/3.18/4.14亿元，对应EPS为1.84/2.46/3.20元/股，对应PE为62/46/35倍（按2020/8/4收盘价计算）。公司上市后积极进行品类拓展和渠道扩张，目前产品战略、渠道战略、区域拓展战略等已见成效，未来进一步夯实第二和第三品类增长曲线，核心区域精耕+全国重点区域突破，并强化费效比，盈利有望保持快速增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1399.28	1992.32	2646.76	3282.31
年增长率		42.38%	32.85%	24.01%
归属于母公司的净利润	128.04	238.00	317.94	414.31
年增长率		85.88%	33.59%	30.31%
每股收益（元）	0.99	1.84	2.46	3.20
PER（X）	114.37	61.53	46.06	35.35

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/8/4 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	122	239	318	394
应收和预付款项	216	284	389	450
存货	292	361	400	471
其他流动资产	30	30	30	30
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	748	930	1037	1074
无形资产和开发支出	138	124	109	95
其他非流动资产	114	97	97	97
资产总计	1660	2064	2380	2611
短期借款	348	601	649	581
应付和预收款项	513	558	655	735
长期借款	0	0	0	0
其他负债	20	0	0	0
负债合计	881	1158	1305	1316
股本	128	128	128	128
资本公积	315	315	315	315
留存收益	330	456	624	843
归属母公司股东权益	773	899	1067	1286
少数股东权益	6	7	8	9
股东权益合计	780	906	1075	1295
负债和股东权益合计	1660	2064	2380	2611

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	184	313	419	528
投资活动产生现金流量	-342	-266	-216	-166
融资活动产生现金流量	158	121	-125	-286
现金流量净额	94	169	79	76

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1399	1992	2647	3282
营业成本	799	1142	1522	1874
营业税金及附加	13	18	24	30
营业费用	344	466	603	742
管理&研发费用	118	126	164	200
财务费用	13	18	23	21
资产处置收益	-6	0	0	0
投资&其他收益	37	37	37	37
资产/信用减值损失	-5	0	0	0
营业利润	138	260	347	453
营业外收支净额	2	0	0	0
利润总额	139	260	347	453
所得税	11	21	28	37
净利润	128	239	319	416
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司股东净利润	128	238	318	414

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	42.87%	42.69%	42.49%	42.91%
EBIT/销售收入	8.75%	13.98%	14.01%	14.46%
销售净利率	7.29%	11.98%	12.05%	12.66%
ROE	13.24%	26.47%	29.80%	32.23%
资产负债率	51.03%	56.11%	54.83%	50.41%
流动比率	0.75	0.79	0.87	1.02
速动比率	0.35	0.45	0.54	0.64
总资产周转率	0.88	0.97	1.11	1.26
应收账款周转率	8.95	9.67	9.17	9.76
存货周转率	2.74	3.16	3.80	3.98

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

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唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。