盐津铺子（002847.SZ） 持续业绩超预期后，如何看公司的成长空间

2020 年 08 月 04 日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/3
当前股价(元)	102.80
一年最高最低(元)	116.00/27.95
总市值(亿元)	133.13
流通市值(亿元)	114.28
总股本(亿股)	1.30
流通股本(亿股)	1.11
近 3 个月换手率(%)	132.28

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

● **前三季度预计业绩同比增长 94.95%-106.09%，全年高增长无忧**

公司公告了 2020 年半年报和三季度业绩预告，2020H1 实现归母净利润 1.30 亿元，同比增长 96.44%，处于业绩预告的上限，其中二季度单季实现归母净利润 7276 万元，同比增长 93.14%。同时，公司预计 2020 前三季度预计实现归母净利润为 1.75-1.85 亿元，同比增长 94.95%-106.09%，将继续保持高增长。公司作为休闲零食散装称重渠道的龙头，疫情之后开启加速扩张。在产品和渠道双轮驱动下，公司全年收入和业绩高增长无忧。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别至 2.45/3.44/4.71 亿元，对应 EPS1.89/2.66/3.64 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 54.4/38.7/28.3 倍，维持“买入”评级。

● **烘焙延续放量，渠道扩张带动全品类加速增长**

公司 2020H1 烘焙（包括薯片）实现收入 3.04 亿元（销量同比+82.18%），延续快速放量，果干实现收入 8936 万元（销量同比+89.06%），逐步开始贡献业绩。同时，在渠道扩张的带动下，公司老产品中的鱼糜制品实现收入 1.40 亿元（销量同比+73.38%），肉（鱼）产品实现收入 1.18 亿元（销量同比+39.92%），素食实现收入 5563 万元（销量同比+59.69%），增速较此前均显著加速。区域来看，公司核心的华中区域继续保持了 43.17%的快速增长，同时新开拓的华东、西南和西北地区均实现了翻倍以上的高增长。目前公司店中岛投放数量已经超过 1.2 万个并且仍处于快速投放期，全国范围内投放的空间在 3-5 万个。

● **业绩持续高增长后，公司的成长天花板在哪？**

公司在散装称重领域已经证明了其推新产品以及渠道全国化扩张的能力。目前公司已有的产品在全国化散装称重渠道的潜在销售规模超 50 亿元（传统干杂系列超 15 亿元+烘焙超 20 亿元+果干超 10 亿元+辣条 5-10 亿元）。公司全国范围内店中岛投放空间 3-5 万个，单产 10-15 万元，对应潜在收入亦超 50 亿元。对标散装称重领域的徐福记（糖果收入即超 60 亿元）和喜之郎（年收入 85 亿元），公司的产品布局更优且正在拓展定量装市场，未来的收入天花板将更高。

● **风险提示：**新产品推广低于预期；渠道拓展低于预期；原材料价格大幅上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,108	1,399	2,094	2,941	3,794
YOY(%)	46.8	26.3	49.6	40.5	29.0
归母净利润(百万元)	71	128	245	344	471
YOY(%)	7.3	81.6	91.2	40.7	36.8
毛利率(%)	39.1	42.9	46.1	46.5	47.4
净利率(%)	6.4	9.2	11.7	11.7	12.4
ROE(%)	11.1	16.4	25.5	27.2	27.8
EPS(摊薄/元)	0.54	0.99	1.89	2.66	3.64
P/E(倍)	188.8	104.0	54.4	38.7	28.3
P/B(倍)	20.8	17.2	14.0	10.6	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

相关研究报告

《中小盘信息更新-疫情后加速扩张落地，连续四个季度业绩超预期》-2020.7.13

《中小盘信息更新-散装称重的龙头优势尽显，收入增速超预期》-2020.4.26

《中小盘信息更新-疫情影响有限，一季度盈利再超预期》-2020.4.14

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	462	660	1018	1422	1721
现金	101	122	285	401	517
应收票据及应收账款	89	156	211	305	360
其他应收款	11	10	21	23	34
预付账款	32	50	73	100	123
存货	197	292	398	563	656
其他流动资产	33	30	30	30	30
非流动资产	697	1000	1294	1663	2026
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	575	740	1007	1344	1671
无形资产	93	138	153	171	193
其他非流动资产	29	122	134	148	162
资产总计	1159	1660	2312	3085	3747
流动负债	497	862	1332	1799	2033
短期借款	185	348	711	879	1025
应付票据及应付账款	187	257	370	504	604
其他流动负债	125	256	251	417	404
非流动负债	18	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	19	19	19	19
负债合计	515	881	1351	1818	2052
少数股东权益	3	6	6	6	6
股本	124	128	130	130	130
资本公积	290	375	375	375	375
留存收益	227	330	475	674	936
归属母公司股东权益	641	773	955	1261	1689
负债和股东权益	1159	1660	2312	3085	3747

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	155	184	234	463	517
净利润	71	128	245	344	471
折旧摊销	38	62	61	85	113
财务费用	7	13	13	19	24
投资损失	1	-0	0	0	0
营运资金变动	27	-30	-87	12	-95
其他经营现金流	11	11	2	3	4
投资活动现金流	-163	-342	-357	-457	-480
资本支出	222	352	294	369	363
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	59	10	-63	-88	-117
筹资活动现金流	37	158	-76	-58	-67
短期借款	75	163	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	4	1	0	0
资本公积增加	0	85	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-95	-78	-58	-67
现金净增加额	30	0	-199	-52	-30

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1108	1399	2094	2941	3794
营业成本	674	799	1129	1573	1996
营业税金及附加	13	13	23	31	39
营业费用	288	344	507	712	911
管理费用	57	91	134	185	239
研发费用	23	27	38	53	68
财务费用	7	13	13	19	24
资产减值损失	7	-1	0	0	0
其他收益	38	37	38	38	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-6	-2	-3	-4
营业利润	75	138	285	402	551
营业外收入	1	3	4	4	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	75	139	288	405	554
所得税	4	11	43	61	83
净利润	71	128	245	344	471
少数股东损益	1	-0	0.0	0.0	0.0
归母净利润	71	128	245	344	471
EBITDA	121	219	375	528	711
EPS(元)	0.54	0.99	1.89	2.66	3.64

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	46.8	26.3	49.6	40.5	29.0
营业利润(%)	-10.0	82.9	106.9	41.1	36.8
归属于母公司净利润(%)	7.3	81.6	91.2	40.7	36.8
获利能力					
毛利率(%)	39.1	42.9	46.1	46.5	47.4
净利率(%)	6.4	9.2	11.7	11.7	12.4
ROE(%)	11.1	16.4	25.5	27.2	27.8
ROIC(%)	9.4	12.6	15.9	17.5	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	44.5	53.0	58.4	58.9	54.8
净负债比率(%)	15.8	31.3	46.2	39.1	31.0
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	14.1	11.4	11.4	11.4	11.4
应付账款周转率	4.1	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.99	1.89	2.66	3.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.42	1.81	3.58	4.00
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.97	7.37	9.73	13.03
估值比率					
P/E	188.8	104.0	54.4	38.7	28.3
P/B	20.8	17.2	14.0	10.6	7.9
EV/EBITDA	110.5	62.0	36.7	26.2	19.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835