盐津铺子（002847）

公司研究/点评报告

业绩强劲增长，烘焙点心持续放量

——盐津铺子（002847）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 4 日

一、事件概述

公司发布 2020 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 9.45 亿元，同比+47.53%，实现归母净利润 1.30 亿元，同比+96.44%，实现扣非净利润 1.00 亿元，同比+141.37%。

公司同时发布 2020 年前三季度业绩预告。预计前三季度实现归母净利润 1.75-1.85 亿元，同比增长 94.95%-106.09%，20Q3 单季度实现归母净利润 0.45-0.55 亿元，同比增长 90.76%-133.12%。

二、分析与判断

➢ 业绩实现强劲增长，产品+渠道+区域多战略协同发展

20H1 公司实现营业收入 9.45 亿元，同比增长 47.53%。折合 20Q2 单季度实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 61.47%。分产品看，20H1 烘焙/鱼糜/肉鱼/豆干/果干/蜜饯炒货/素食/辣条分别实现收入 3.04/1.40/1.18/0.98/0.89/0.64/0.56/0.28 亿元，分别同比+82.18%/+73.38%/+39.92%/-14.16%/+89.06%/-10.27%/+59.69%/+29.77%。营收实现高速增长，主因公司产品端新品放量，渠道端顺利扩张，区域端重点布局，多重战略协同发力共同拉升整体收入。产品端，短保面包等新品度过培育期，带来业绩贡献；渠道端，线下店中岛成功复制+线上新零售模式开启，共同助力终端动销提速；区域层面，现有优势区域渠道持续下沉，同时重点发展华东、华北等外埠区域。

➢ 毛利率提升+整体费用率显著下降共同拉升整体盈利能力

毛利率：20H1 公司毛利率 41.78%，同比+0.34pct，源于核心烘焙单品规模效应凸显，拉升整体毛利水平。**期间费用率：**20H1 期间费用率为 29.05%，同比-3.59pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 22.72%/4.63%/1.18%/0.52%，分别同比-2.39pct/-0.79pct/-0.17pct/-0.25pct，各项费用率均有所下行，带动公司整体费用率下行。**净利率：**20H1 公司实现归母净利润 1.30 亿元，同比+96.44%；20H1 净利率为 13.79%，同比大幅增长 3.42pct，主要得益于毛利率的稳步提升以及控费卓有成效。

➢ 展望未来：产品+渠道双驱动，烘焙点心放量助推公司业绩增长

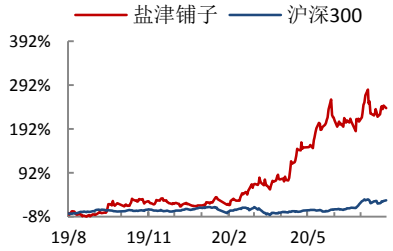
1.产品端：多维产品矩阵布局，烘焙点心放量推动业绩持续提升。休闲零食作为公司第一曲线，保持稳健增长。休闲烘焙点心作为第二曲线快速放量，助推公司业绩实现高速增长，短保面包得到市场广泛认可，成长逻辑明确。第三曲线坚果果干稳步推进，有望搭坚果市场整体增长红利，带来业绩增长新动力。**2.渠道端：**线下店中岛快速复制，线上直播电商新尝试。线下“盐津铺子”零食屋+“憨豆先生”面包屋双岛战略协同发展，疫情缓解后线下渠道店中岛模式快速复制，持续提升市场覆盖率。公司凭借直营大型 KA 布局优势，以点带面、着力拓展区域经销商，有效填充中小型超市、便利店等非核心 KA 类现代终端渠道。此外，公司于 2019 年开拓直播电商新模式，成功打造纯蛋糕等线上大单品，有望乘直播电商红利扬帆起航。

推荐　维持评级

当前价格：　102.80

交易数据	2020-8-3
近 12 个月最高/最低	115.51/27.94
总股本（百万股）	129.50
流通股本（百万股）	111.17
流通股比例（%）	86%
总市值（亿元）	133.13
流通市值（亿元）	114.28

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

➢ **股权激励深度绑定高管及核心团队利益，较高行权目标彰显强力发展信心**

公司于 2019 年 5 月授予包含董事、高管及核心技术人员在内 12 人共计 440 万股限制性股票，2020 年 5 月授予 8 人共计 110 万股限制性股票，占公司总股本的 4.44%。激励力度较大，深度绑定高管及核心团队的利益。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。

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司营业收入分别为 20.07/25.13/30.98 亿元，同比增速分别为+43.4%/+25.2%/+23.3%；归母净利润分别为 2.30/2.92/3.73 亿元，同比增速分别为+79.6%/+27.1%/+27.7%；对应 EPS 分别为 1.79/2.28/2.91 元，对应 PE 为 57/45/35 倍。2020 年休闲食品板块可比公司平均预期估值为 52 倍，公司预期估值水平与可比公司平均水平基本相当，21~22 年，公司仍能保持较高业绩增速，长期成长性良好，估值有进一步下降空间。维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新品推广不及预期、渠道拓展不及预期、食品安全风险等。

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	2,007	2,513	3,098
增长率（%）	26.3%	43.4%	25.2%	23.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	128	230	292	373
增长率（%）	81.6%	79.6%	27.1%	27.7%
每股收益（元）	1.03	1.79	2.28	2.91
PE（现价）	99.8	57.4	45.1	35.4
PB	17.1	14.1	11.4	9.1

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	2,007	2,513	3,098
营业成本	799	1,136	1,410	1,726
营业税金及附加	13	18	23	28
销售费用	344	461	577	716
管理费用	91	117	155	186
研发费用	27	40	49	62
EBIT	125	234	299	382
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	247	315	402
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	139	248	316	403
所得税	11	17	24	29
净利润	128	231	292	374
归属于母公司净利润	128	230	292	373
EBITDA	188	307	391	488

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	122	130	305	484
应收账款及票据	156	193	261	310
预付款项	50	63	83	99
存货	292	394	465	582
其他流动资产	30	30	30	30
流动资产合计	660	826	1160	1529
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	1940	2375	2828
短期借款	348	348	348	348
应付账款及票据	257	340	438	526
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	862	978	1192	1345
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	997	1211	1364
股本	128	128	128	128
少数股东权益	6	7	7	8
股东权益合计	780	943	1165	1464
负债和股东权益合计	1660	1940	2375	2828

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26.3%	43.4%	25.2%	23.3%
EBIT 增长率	139.1%	86.7%	27.7%	27.7%
净利润增长率	81.6%	79.6%	27.1%	27.7%
盈利能力				
毛利率	42.9%	43.4%	43.9%	44.3%
净利润率	9.2%	11.5%	11.6%	12.0%
总资产收益率 ROA	7.7%	11.9%	12.3%	13.2%
净资产收益率 ROE	16.6%	24.6%	25.3%	25.6%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7
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	1.8	2.3	2.9
每股净资产	6.0	7.3	9.0	11.3
每股经营现金流	1.4	2.2	3.5	3.5
每股股利	0.5	0.5	0.6	0.6
估值分析				
PE	99.8	57.4	45.1	35.4
PB	17.1	14.1	11.4	9.1
EV/EBITDA	63.1	39.0	30.3	24.0
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	128	231	292	374
折旧和摊销	63	77	94	109
营运资金变动	(21)	(44)	55	(36)
经营活动现金流	180	280	454	456
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)	8	175	180

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。