

盐津铺子 (002847.SZ)

食品饮料

评级：增持 维持评级

公司点评

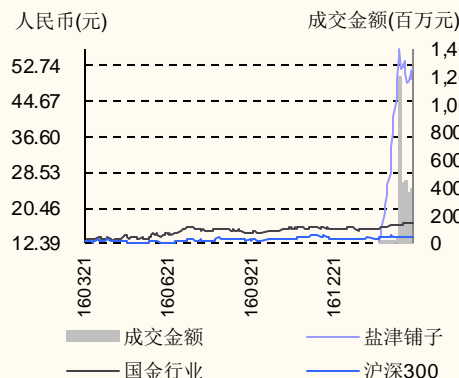
市场价格(人民币)：51.90元

## 豆制品新品增速高，带动利润提升

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	31.00
总市值(百万元)	6,435.60
年内股价最高最低(元)	56.50/13.16
沪深 300 指数	3445.81
深证成指	10515.41



## 相关报告

1. 《传统特色小品类休闲食品龙头，扩产能、拓渠道创造新增长-盐津...》，2017.2.6

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001  
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006  
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.704	0.921	0.795	0.927	1.185
每股净资产(元)	2.68	3.28	5.30	6.02	7.01
每股经营性现金流(元)	0.86	1.39	0.81	1.05	1.42
市盈率(倍)	N/A	N/A	62.35	53.51	41.84
行业优化市盈率(倍)	27.73	30.99	34.40	34.40	34.40
净利润增长率(%)	35.36%	30.89%	15.12%	16.52%	27.89%
净资产收益率(%)	26.29%	28.12%	15.01%	15.38%	16.91%
总股本(百万股)	93.00	93.00	124.00	124.00	124.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司 2016 年实现收入 6.83 亿，同比+17.1%，实现利润 8,566 万元，同比+30.9%，对应 EPS 0.921 元。其中 16Q4 实现收入 1.93 亿元，同比+26%，净利 2,361 万元，同比+25%。公司派发红利每股 0.2 元。

## 经营分析

- **受新品拉动豆制品表现抢眼：**公司豆制品收入 2016 年录得 3.58 亿元，同比+34.8%，收入占比提升 6.9ppt 至 52.46%，主要得益于公司鱼豆腐新品“31°鲜”销售同比+20%至 1.4 亿元。而其他品类蜜饯收入同比-4.3%，肉制品收入同比+17%，炒货收入同比-10.6%，素食收入+8.5%。
- **豆制品带动毛利率提升：**去年公司整体毛利率同比+2.9PPT 至 49.2%，主要得益于豆制品新品毛利的推动。豆制品毛利率同比+6.4PPT 至 56.8%，到达历史最高点。
- **销售区域向华中以外扩张：**公司继续省外扩张步伐，去年华中收入占比由 2015 年的 65.1% 下滑至 61.6%，而华东、华南及华西地区比重提升至 5.39%、22.08% 和 8.11%。
- **费用率基本稳定：**去年公司销售费用及管理费用率同比略有上升，分别同比+0.6ppt/0.5ppt，至 27.5%/8.3%，其中工资福利及研发费用增幅相对较快。而公司财务费用率小幅下行，整体费用率同比小幅+0.7ppt 至 36%。
- **17 年将继续研发新品、拓宽渠道：**产品方面，公司计划推出肉制品小烤肠等；糕点类拉丝面包等以及鱼糜制品蒸鱼丸等。渠道方面，公司将深耕华南市场、夯实华中市场，拓展华西、华北，加大直营系统开发力度。

## 投资建议

- 公司生产基地建设期两年，预计将在 2019 年投产，而电商和渠道建设也需要一年的时间，业绩预计将从 2018 年起逐渐释放。我们预计 2017-2019 年公司收入为 7.3 亿/7.9 亿/9.9 亿，净利润分别为 9,861 万/1.14 亿/1.47 亿。对应 EPS 分别为 0.795 元/0.927 元/1.185 元。公司目前股价对应 17/18 年 PE 分别为 62X/54X，考虑其产能到位后的发展空间，而目前新股估值较高，给予“增持”评级。

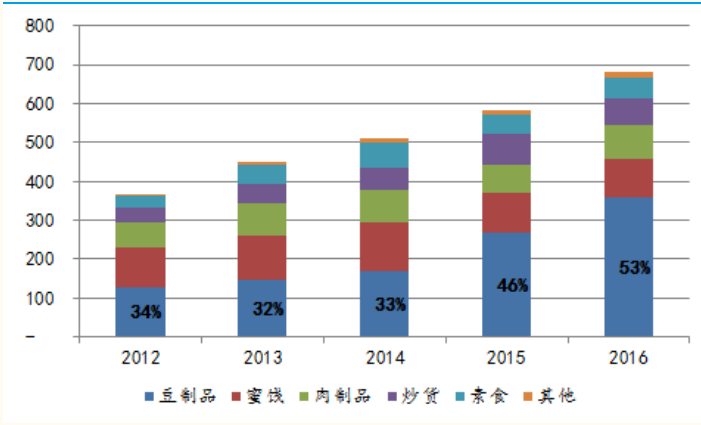
## 风险提示

- 食品安全问题/产能建设不达预期/扩张费用提升

### 1. 受新品拉动豆制品表现抢眼

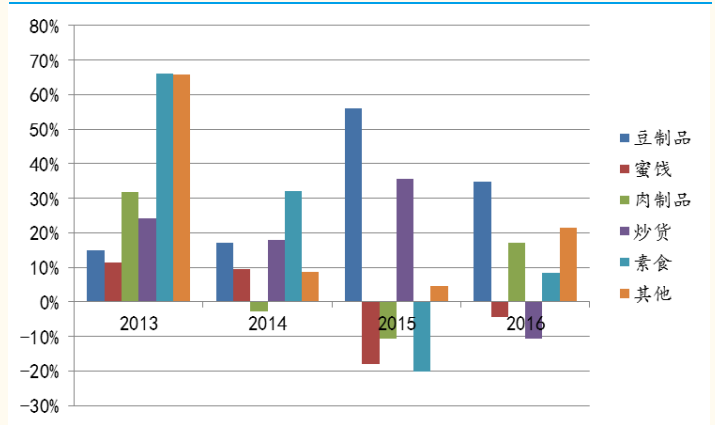
公司豆制品收入 2016 年录得 3.58 亿元，同比+34.8%，收入占比提升 6.9ppt，至 52.46%，主要得益于公司鱼豆腐新品销售同比+20%至 1.4 亿元。而其他品类蜜饯收入同比-4.3%，肉制品收入同比+17%，炒货收入同比-10.6%，素食收入+8.5%。

图表 1：毛利较高豆制品收入占比提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：豆制品增速最快

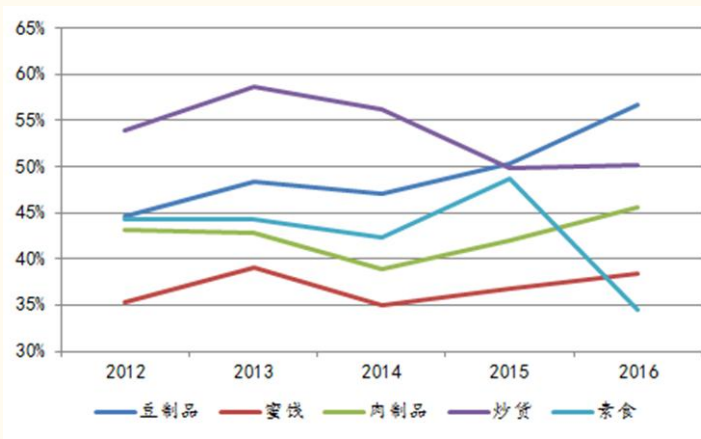


来源：公司公告，国金证券研究所

### 2. 豆制品带动毛利率提升

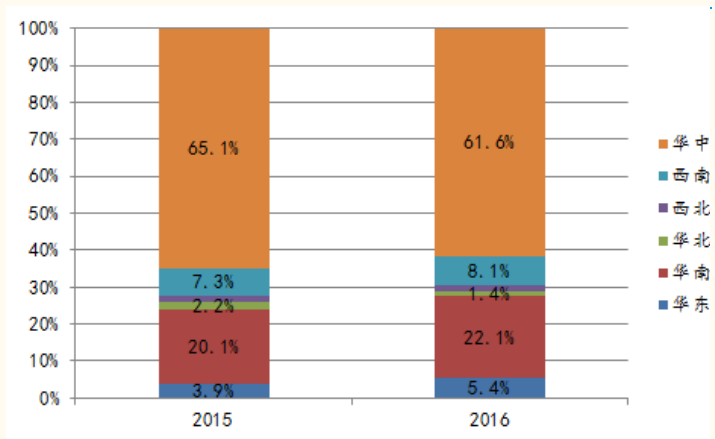
去年公司整体毛利率同比+2.9PPT 至 49.2%，主要得益于豆制品新品毛利的推动。豆制品毛利率同比+6.4PPT 至 56.8%，到达历史最高点。未来公司将逐步推进全面预算管理，全面优化内部管理，提高产能利用率和劳动生产率，形成规模效应，降低了产品成本，进一步提高毛利率。

图表 3：豆制品、肉制品、蜜饯毛利上升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：继续向华中以外市场扩充



来源：公司公告，国金证券研究所

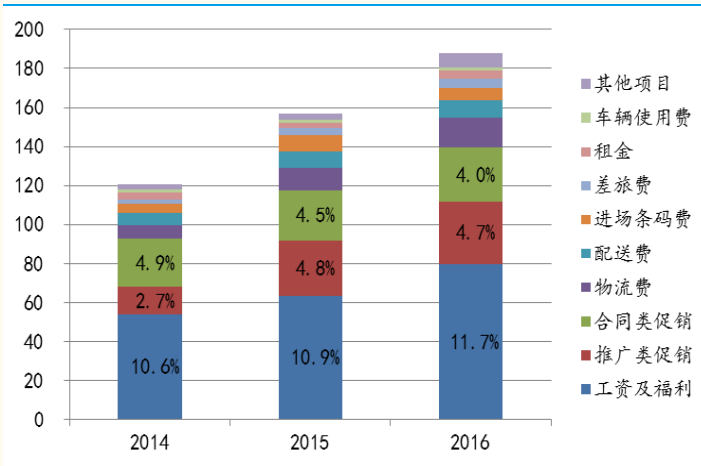
### 3. 销售区域向华中以外扩张

公司继续省外扩张步伐，去年华中收入占比由 2015 年的 65.1% 下滑至 61.6%，而华东、华南及华西地区比重提升至 5.39%、22.08% 和 8.11%。公司未来将深耕华南市场、夯实华中市场，拓展华西、华北，加大直营系统开发力度。同时整合经销商渠道，对公司的全国经销商进行统一管理。

### 4. 费用率基本稳定

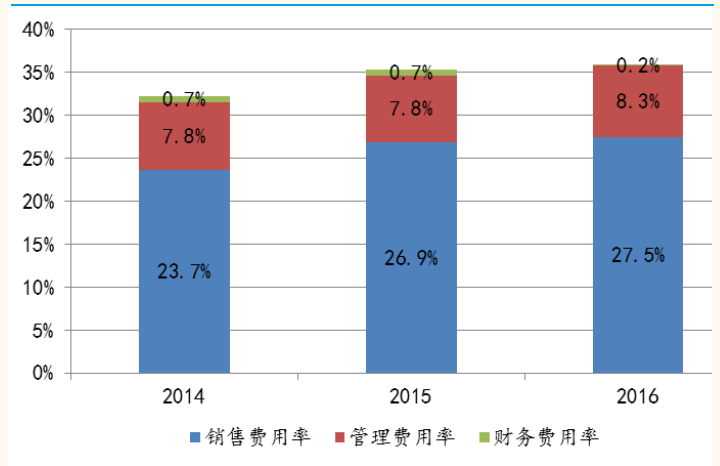
去年公司销售费用及管理费用率同比略有上升，分别同比+0.6ppt/0.5ppt，至 27.5%/8.3%，其中工资福利及研发费用增幅相对较快。而公司财务费用率小幅下行，整体费用率同比小幅+0.7ppt 至 36%。

图表 5：销售费用分解



来源：国金证券研究所

图表 6：期间费用率小幅上升



来源：国金证券研究所

### 5. 17 年将继续研发新品、拓宽渠道

产品方面：公司将继续开发新品，丰富公司产品种类。如：迷你小烤肠、牛肉干、牛板筋、鸭肉等肉制品，拉丝面包、长崎蛋糕、钢带面包等糕点制品，蒸鱼丸、蒸鱼卷等鱼糜制品。另外，将重点开发热带果干系列产品。

渠道方面：公司将进一步整合渠道，线下线上互补并进，重点是：(1)、整合经销商渠道，对公司的全国经销商进行统一管理；(2)、线下：深耕华南市场、夯实华中市场，拓展华西、华北，加大直营系统开发力度

### 6. 盈利预测

公司生产基地建设期两年，预计将在 2019 年投产，而电商和渠道建设也需要一年的时间，业绩预计将从 2018 年起逐渐释放。我们预计 2017-2019 年公司收入为 7.3 亿/7.9 亿/9.9 亿，净利润分别为 9,861 万/1.14 亿/1.47 亿。对应 EPS 分别为 0.795 元/0.927 元/1.185 元。公司目前股价对应 17/18 年 PE 分别为 65X/56X，考虑其产能到位后的发展空间，而目前新股估值较高，给予“增持”评级。

图表 7: 分产品预测

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
豆制品	产能 (吨)	6,000	7,000	14,000	14,000	14,000	14,000	23,156	27,898
	- 新增产能打产							80%	100%
	- 豆制品%							70%	85%
	产量 (吨)	5,162	5,899	10,049	13,170	13,300	14,000	19,683	23,992
	产能利用率	86.0%	84.3%	71.8%	94%	95%	100%	85%	86%
	销量 (吨)	5,150	6,036	9,150	12,506	12,901	14,000	18,690	22,782
	- 销售比	99.8%	102.3%	91.1%	95.0%	97%	100%	95%	95%
	均价 (元/kg)	28.26	28.24	29.06	28.67	29.25	30.12	31.33	32.89
	- YoY		0%	3%	-1%	2%	3%	4%	5%
	销售额 (万元)	14,553	17,047	26,591	35,856	37,730	42,172	58,551	74,938
毛利率	48.4%	47.1%	50.4%	56.8%	57.0%	57.5%	58.0%	58.5%	
蜜饯	产能 (吨)	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300
	产量 (吨)	3,748	3,532	2,819	2,890	2,967	3,096	3,225	3,440
	产能利用率	87.2%	82.2%	65.6%	67.2%	69%	72%	75%	80%
	销量 (吨)	3,434	3,522	2,909	2,786	2,967	3,096	3,225	3,440
	- 销售比	91.6%	99.7%	103.2%	96.4%	100%	100%	100%	100%
	均价 (元/kg)	33.19	35.41	35.21	35.20	35.55	36.27	37.35	38.85
	- YoY		6.7%	-0.6%	0.0%	1%	2%	3%	4%
	销售额 (万元)	11,398	12,470	10,242	9,807	10,549	11,228	12,046	13,363
	毛利率	39.2%	35.1%	36.7%	38.4%	40%	42%	44%	46%
	肉制品	产能 (吨)	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250
产量 (吨)		1,821	1,272	1,533	2,067	2,093	2,115	2,138	2,160
产能利用率		81.0%	56.5%	68.1%	92%	93%	94%	95%	96%
销量 (吨)		1,842.0	1,700.2	1,564.8	1,900	1,925	1,967	2,009	2,052
- 销售比		101.1%	133.7%	102.1%	91.9%	92%	93%	94%	95%
均价 (元/kg)		46.02	48.49	47.09	45.36	45.36	45.81	46.73	48.13
- YoY			5.4%	-2.9%	-3.7%	0%	1%	2%	3%
销售额 (万元)		8,477	8,244	7,369	8,619	8,732	9,011	9,389	9,876
毛利率		42.8%	38.9%	42.0%	45.5%	48%	50%	51%	52%
坚果炒货		产能 (吨)	2,500	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
	产量 (吨)	2,073	2,083	3,065	2,866	3,240	3,280	3,400	3,400
	产能利用率	82.9%	52.1%	76.6%	71.6%	81%	82%	85%	85%
	销量 (吨)	1,889	2,103	2,960	2,756	3,143	3,214	3,366	3,400
	- 销售比	91.1%	101.0%	96.6%	96.2%	97%	98%	99%	100%
	均价 (元/kg)	26.34	27.92	26.93	25.85	25.85	26.11	26.37	27.16
	- YoY		6.0%	-3.5%	-4.0%	0%	1%	2%	3%
	销售额 (万元)	4,975	5,871	7,970	7,124	8,124	8,392	8,875	9,234
	毛利率	58.6%	56.3%	49.8%	50%	52%	53%	54%	55%
	素食	产能 (吨)	1,100	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	3,762
- 新增产能打产								80%	100%
- 素食%								15%	15%
产量 (吨)		902	1,642	1,381	1,784	1,782	1,782	3,010	3,615
产能利用率		82.0%	91.2%	76.7%	99%	99%	99%	80%	85%
销量 (吨)		1,484	1,940	1,562	1,727	2,049	2,049	2,408	2,892
- 销售比		165%	118%	113%	97%	115%	115%	80%	80%
均价 (元/kg)		31.47	31.79	31.46	32.40	33.38	34.71	36.10	37.90
- YoY			1.0%	-1.0%	3%	3%	4%	4%	5%
销售额 (万元)		4,669	6,165	4,914	5,332	6,840	7,113	8,692	10,961
毛利率	44.4%	42.3%	48.8%	34.5%	38.0%	40.0%	42.00%	44.0%	

来源: 国金证券研究所

图表 8: 财务预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	510	584	683	734	794	990
增长率		14.4%	17.1%	7.5%	8.1%	24.7%
主营业务成本	-295	-315	-347	-365	-385	-464
% 销售收入	57.7%	53.9%	50.8%	49.8%	48.5%	46.8%
毛利	216	269	336	369	409	527
% 销售收入	42.3%	46.1%	49.2%	50.2%	51.5%	53.2%
营业税金及附加	-5	-5	-8	-8	-9	-11
% 销售收入	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-121	-157	-188	-205	-225	-284
% 销售收入	23.7%	26.9%	27.5%	27.9%	28.3%	28.7%
管理费用	-40	-45	-57	-61	-66	-82
% 销售收入	7.8%	7.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	51	62	84	95	110	149
% 销售收入	9.9%	10.6%	12.3%	12.9%	13.8%	15.1%
财务费用	-4	-4	-1	1	6	6
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.2%	-0.2%	-0.8%	-0.6%
资产减值损失	-1	0	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	46	59	80	96	116	155
营业利润率	9.0%	10.1%	11.7%	13.1%	14.6%	15.7%
营业外收支	10	22	25	25	25	25
税前利润	56	80	105	121	141	180
利润率	11.0%	13.7%	15.4%	16.5%	17.7%	18.2%
所得税	-8	-15	-19	-22	-26	-33
所得税率	13.7%	18.4%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	48	65	86	99	115	147
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	48	65	86	99	115	147
净利率	9.5%	11.2%	12.5%	13.4%	14.5%	14.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	48	65	86	99	115	147
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	16	23	26	34	47
非经营收益	1	3	2	-23	-25	-25
营运资金变动	-3	-5	19	-2	6	7
经营活动现金净流	62	80	129	100	131	176
资本开支	-76	-70	-95	-35	-135	-135
投资	0	0	0	0	0	0
其他	22	4	3	0	0	0
投资活动现金净流	-54	-66	-92	-35	-135	-135
股权募资	12	0	0	278	0	0
债权募资	5	-17	12	-70	0	1
其他	-35	-4	-24	-3	-25	-25
筹资活动现金净流	-18	-21	-12	205	-25	-24
现金净流量	-11	-7	26	270	-29	17

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	28	21	46	317	287	304
应收款项	56	47	37	44	48	60
存货	91	108	128	125	132	159
其他流动资产	12	8	13	7	8	9
流动资产	188	184	225	493	475	532
% 总资产	45.5%	40.5%	39.2%	56.2%	48.2%	46.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	165	213	290	314	431	535
% 总资产	39.9%	46.8%	50.3%	35.8%	43.7%	46.3%
无形资产	49	47	46	56	65	74
非流动资产	225	271	350	384	510	623
% 总资产	54.5%	59.5%	60.8%	43.8%	51.8%	53.9%
资产总计	413	455	576	878	985	1,156
短期借款	75	58	70	0	0	0
应付款项	114	107	151	146	161	202
其他流动负债	26	22	29	54	56	63
流动负债	215	187	250	200	217	265
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	14	19	21	21	21	21
负债	229	206	271	221	238	287
普通股股东权益	184	249	305	657	747	869
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	413	455	576	878	985	1,156

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.520	0.704	0.921	0.795	0.927	1.185
每股净资产	1.973	2.677	3.276	5.296	6.023	7.008
每股经营现金净流	0.663	0.856	1.390	0.810	1.053	1.422
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	26.34%	26.29%	28.12%	15.01%	15.38%	16.91%
总资产收益率	11.72%	14.39%	14.88%	11.23%	11.67%	12.71%
投入资本收益率	15.97%	15.56%	17.34%	11.44%	11.67%	13.67%
增长率						
主营业务收入增长率	12.88%	14.36%	17.09%	7.46%	8.09%	24.73%
EBIT 增长率	-5.91%	23.06%	35.40%	12.97%	15.56%	36.00%
净利润增长率	5.31%	35.36%	30.89%	15.12%	16.52%	27.89%
总资产增长率	22.29%	10.21%	26.64%	52.44%	12.18%	17.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.1	29.9	20.9	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	116.7	115.4	124.3	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	62.5	53.8	62.6	63.0	63.0	63.0
固定资产周转天数	102.5	125.3	152.8	154.4	196.3	195.7
偿债能力						
净负债/股东权益	25.45%	14.89%	7.77%	-48.20%	-38.45%	-34.92%
EBIT 利息保障倍数	13.7	15.8	63.7	-65.3	-17.6	-24.5
资产负债率	55.52%	45.25%	47.10%	25.18%	24.16%	24.81%

来源: 国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	1
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD