

聚焦产品与渠道，双轮渠道业绩稳步增长

投资要点

- **事件:** 近期我们对盐津铺子进行调研, 就公司经营状况与未来发展战略与管理层进行了交流。
- **聚焦产品创新与渠道建设, 提升品牌影响力。** 公司专注生产中国特色传统休闲食品, 目前涵盖休闲豆制品、凉果蜜饯、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品五个大类。未来公司将依托自主研发、自主制造能力, 遵循美味健康原则, 不断推陈出新, 满足消费者不断变化的需求。公司在做大做强传统强势品类(豆制品)同时, 已经加快新品的研发投放, 未来公司将发展重心更多地向烘焙类和果干类产品倾斜。**在渠道建设方面:** 公司坚持线下商超主导的经营模式, 加强与沃尔玛、华润万家等大型连锁商超的合作拓展全国市场。目前公司主要销售区域依旧集中在中华华南, 渠道拓展仍有 5-10 倍空间。商超渠道进入门槛高, 公司有望在激烈竞争中脱颖而出, 通过扩充产品线提升坪效和单店产出。同时公司也在积极寻找渠道方面的并购机会, 通过营销渠道的互补进一步加强渠道掌控力。电商也将是公司未来大力发展方向, 目前电商渠道收入占比为 4%。公司募资 3107 万元投入电子商务平台项目建设, 募投项目平稳进行, 未来电商业有望快速增长, 帮助公司实现“弯道超车”。**在品牌建设方面:** 公司将强化盐津铺子“自主制造”品牌基因, 打造差异化品牌优势。通过年轻化的形象设计和贴近消费者的媒介形式(如热门电视剧广告植入)更好地融入以 90 后为主导的消费群体, 提升品牌知名度和影响力。品牌投入紧密结合渠道拓展和产品推广, 实现费用投放到销售的高效转化。
- **新设越南全资子公司, 重点打造果干类产品。** 公司拟出资 800 万美元在越南设立全资子公司北纬 11° 食品有限公司, 主要负责公司热带水果制品、坚果制品、鱼类制品、饼干类产品等产品的海外生产。越南生产基地的设立是公司战略性举措, 抢占优质热带水果原料资源, 为重点打造果干类产品打下基础。果干类产品相比较公司现有蜜饯、豆制品等传统品类更显时尚健康, 符合休闲食品未来发展潮流趋势, 将是对公司略显老化产品结构的优化升级, 同时有利于公司品牌形象往年轻化方向转型。越南市场将是公司向全球化布局的初步尝试, 期待公司未来更多地与国际市场接轨。
- **盈利预测与投资建议。** 公司上市募投项目稳步推进, 聚焦产品创新和渠道建设, 双轮驱动业绩持续增长。预计公司 2017-2019 年收入分别为 8.0 亿元、9.7 亿元、11.9 亿元, 归母净利润分别为 1.1 亿元、1.4 亿元、1.9 亿元, 对应动态 PE 分别为 62 倍、47 倍和 36 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新品销售或不及预期, 食品安全风险, 募投项目进展或不及预期。

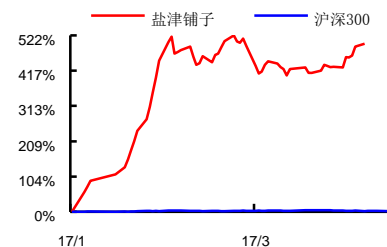
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	683.48	803.95	968.46	1190.11
增长率	17.09%	17.62%	20.46%	22.89%
归属母公司净利润(百万元)	85.66	108.89	142.95	186.05
增长率	30.89%	27.12%	31.28%	30.15%
每股收益 EPS(元)	0.69	0.88	1.15	1.50
净资产收益率 ROE	28.12%	17.42%	19.88%	22.13%
PE	79	62	47	36
PB	22.20	10.82	9.41	8.04

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.24
流通 A 股(亿股)	0.31
52 周内股价区间(元)	9.14-56.83
总市值(亿元)	67.63
总资产(亿元)	7.94
每股净资产(元)	4.67

相关研究

1. 盐津铺子(002847): 小品类休闲食品龙头, 扩产能建渠道加速全国化布局 (2017-04-06)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	683.48	803.95	968.46	1190.11	净利润	85.66	108.89	142.95	186.05
营业成本	347.28	399.06	469.07	567.57	折旧与摊销	20.65	25.06	34.99	42.57
营业税金及附加	7.50	8.04	9.68	11.90	财务费用	1.32	-0.08	-0.10	-0.12
销售费用	187.73	217.07	256.64	309.43	资产减值损失	2.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	56.83	65.92	77.48	92.83	经营营运资本变动	38.22	-16.51	18.21	3.07
财务费用	1.32	-0.08	-0.10	-0.12	其他	-19.16	1.61	-0.09	0.14
资产减值损失	2.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	129.31	118.96	195.96	231.71
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-127.38	-200.00	-200.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	35.49	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-91.89	-200.00	-200.00	-50.00
营业利润	80.21	113.94	155.68	208.50	短期借款	12.00	-70.00	0.00	0.00
其他非经营损益	24.84	19.50	19.50	19.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	105.05	133.44	175.18	228.00	股权融资	0.00	250.00	0.00	0.00
所得税	19.40	24.55	32.23	41.95	支付股利	-30.00	-38.55	-49.00	-64.33
净利润	85.66	108.89	142.95	186.05	其他	6.16	0.08	0.10	0.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-11.84	141.53	-48.90	-64.21
归属母公司股东净利润	85.66	108.89	142.95	186.05	现金流量净额	25.58	60.50	-52.94	117.50
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	46.32	106.82	53.88	171.38	成长能力				
应收和预付款项	44.34	67.57	76.53	93.15	销售收入增长率	17.09%	17.62%	20.46%	22.89%
存货	128.50	131.69	140.72	170.27	营业利润增长率	36.71%	42.06%	36.63%	33.93%
其他流动资产	6.30	7.41	8.93	10.97	净利润增长率	30.89%	27.12%	31.28%	30.15%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.10%	35.95%	37.18%	31.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	289.86	465.80	631.80	640.23	毛利率	49.19%	50.36%	51.57%	52.31%
无形资产和开发支出	46.16	45.16	44.16	43.17	三费率	35.97%	35.19%	34.49%	33.79%
其他非流动资产	14.35	14.35	14.35	14.35	净利率	12.53%	13.54%	14.76%	15.63%
资产总计	575.84	838.81	970.39	1143.53	ROE	28.12%	17.42%	19.88%	22.13%
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.88%	12.98%	14.73%	16.27%
应付和预收款项	158.18	167.52	200.70	245.86	ROIC	22.56%	22.72%	21.99%	26.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.95%	17.28%	19.68%	21.09%
其他负债	43.03	46.32	50.77	57.03	营运能力				
负债合计	271.21	213.84	251.46	302.88	总资产周转率	1.33	1.14	1.07	1.13
股本	93.00	124.00	124.00	124.00	固定资产周转率	2.81	2.26	1.92	1.98
资本公积	71.09	290.09	290.09	290.09	应收账款周转率	16.94	17.64	16.27	17.07
留存收益	140.54	210.88	304.83	426.56	存货周转率	2.94	3.07	3.44	3.65
归属母公司股东权益	304.63	624.97	718.92	840.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.09%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	304.63	624.97	718.92	840.64	资产负债率	47.10%	25.49%	25.91%	26.49%
负债和股东权益合计	575.84	838.81	970.39	1143.53	带息债务/总负债	25.81%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.90	1.63	1.22	1.58
					速动比率	0.39	0.94	0.60	0.98
					股利支付率	35.02%	35.40%	34.28%	34.58%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	102.19	138.92	190.58	250.95	每股收益	0.69	0.88	1.15	1.50
PE	78.95	62.11	47.31	36.35	每股净资产	2.46	5.04	5.80	6.78
PB	22.20	10.82	9.41	8.04	每股经营现金	1.04	0.96	1.58	1.87
PS	9.89	8.41	6.98	5.68	每股股利	0.24	0.31	0.40	0.52
EV/EBITDA	49.73	47.81	35.13	26.21					
股息率	0.44%	0.57%	0.72%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn