

新品推广+渠道扩张, 未来前景看好

投资要点

- **前期阶段蓄力, 影响中报业绩。**公司中报收入增速放缓, 利润下滑, 表现略低于市场预期, 我们认为主要原因是公司新品推出较少+战略实施前期费用投入较大。上半年为公司蓄力阶段, 工作重心在上市以及全国化的战略部署, 以前期准备为主, 在推新品力度上投入精力并不多, 导致上半年收入增速放缓。为全国化战略而投入的开拓渠道和人才引进费用则为战略性举措, 短期内可能对利润造成侵蚀, 但利于公司长远发展。下半年随着新品的陆续推出和新开拓渠道开始贡献增量, 收入端增速有望出现明显回升。
- **产品符合潮流趋势, 果干有望成为下一个爆款产品。**公司以湖南特色蜜饯凉果起家, 并致力于将地域性特色食品做成具有全国广泛接受度的流通食品, 豆制品已取得初步成功, 鱼豆腐大单品销售收入占比已达 20%。同时公司顺应休闲食品向营养健康发展趋势, 推出热带水果干、轻油蛋糕等新品, 均取得较好市场反响。公司设立广西凭祥工厂大力发展果干、冻干产品, 依托越南热带水果原产地优势有望成为又一爆款产品。随着热带水果干品类丰富和产能释放, 未来将成为公司重要增长点。
- **电商渠道+全国市场同步开拓, 未来增长空间巨大。**公司上市后将全国化布局和电商渠道建设放至战略高度。公司募投资入 3107 万元投入各地分仓建设和线上品牌推广, 力争实现电子商务的快速扩张, 未来三年电商渠道将保持快速增长趋势, 收入占比将逐步提升。线下渠道公司坚持“商超直营模式”, 深耕华中华南主力市场, 同时积极拓展华北、西南等新兴市场, 上半年成效显著。未来公司线上与线下渠道同步发力, 增长空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。**公司处于快速发展且空间巨大的休闲食品行业, 在渠道扩张+新品推广的双轮驱动下, 公司未来前景广阔。预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 8520 万元、9951 万元、1.2 亿元, EPS 分别为 0.69 元、0.80 元、0.97 元, 对应 PE 分别为 41 倍、35 倍和 29 倍, 暂时维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新品销售或不及预期, 原材料价格波动风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	683.48	784.93	917.21	1080.99
增长率	17.09%	14.84%	16.85%	17.86%
归属母公司净利润 (百万元)	85.66	85.20	99.51	120.48
增长率	30.89%	-0.53%	16.79%	21.08%
每股收益 EPS (元)	0.69	0.69	0.80	0.97
净资产收益率 ROE	28.12%	14.17%	15.02%	16.32%
PE	42	41	35	29
PB	11.68	5.92	5.37	4.82

数据来源: Wind, 西南证券

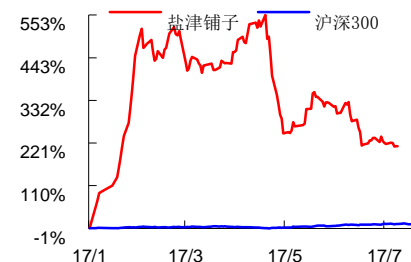
西南证券研究发展中心

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

联系人: 李光歌
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
邮箱: zjfei@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)	9.14-59.5
总市值(亿元)	34.76
总资产(亿元)	7.96
每股净资产(元)	4.60

相关研究

1. 盐津铺子 (002847): 产品增速放缓, 费用投放加大拖累业绩 (2017-07-28)
2. 盐津铺子 (002847): 聚焦产品与渠道, 双轮渠道业绩稳步增长 (2017-05-05)
3. 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)

观点

1、盐津铺子上半年主要做战略规划和前期市场部署，新品推出较少。下半年公司新品上市+电商发力，收入端将会提速，全年增速 15%左右；上半年利润下滑主要原因是上市后开启全国化布局，在前期市场费用支出和人才招聘这块投入较大，预计费用支出存在惯性，今年利润端承压。

2、公司处于发展迅速的休闲食品行业，深耕小品类休闲食品，有较好的消费者基础和先发优势。在新品推广和市场开拓的双重作用下，未来三年收入端复合增速在 17%左右；果干、冻干品类将有望做出新的爆款产品，贡献较大业绩弹性。利润端短期承压，前期费用投放将慢慢见效，静待拐点出现。

前期阶段蓄力，影响中报业绩

公司上半年收入同比+11.5%，归母净利润同比-11.2%。我们认为上半年公司收入增速放缓和利润下滑主要原因是**新品推出较少+战略实施前期费用投入较大**。

从收入端构成来看，豆制品、肉制品、蜜饯、炒货、素食、糕点分别实现收入 1.8 亿元、5571 万元、4831 万元、2827 万元、2817 万元和 2038 万元，同比+6.8%、**+31.3%**、-5.3%、-20.8%、+6.4%、**+1103.3%**，其中收入占比达 50%的豆制品增速放缓是拖累整体增速的主要原因。上半年增速较快的肉制品和糕点主要是新品的推出，前者新增加小黄鱼、小银鱼等产品，后者推出清啣等轻油蛋糕，均取得较好的市场反馈。而豆制品和传统的蜜饯炒货类产品由于产品线没有及时更新，增速自然放缓。消费者对于休闲食品的口味追求不断变化，这就要求公司不断推出迎合消费者需求的新产品，新品的重要性对休闲食品公司的重要性不言而喻。

从利润端看，归母净利润下滑主要是因为成本和费用的齐升。受糖油、包材等原材料价格上涨影响，公司毛利率下滑 2.3 个百分点，但销售费用和管理费用却同比**+14.4%**、**+28.7%**，导致净利润出现 2.9 个百分点下滑。公司在上市之后便开始全国化战略的部署，新市场开拓的前期费用已陆续投入进去，营销费用大幅增长，但并未开始贡献收入。同时为配合公司发展战略，公司在研发、品控、运营、生产等方面引进人才，导致管理费用增加，拖累了整体利润。

上半年主要是公司蓄力阶段，工作重心在上市以及全国化的战略部署，以前期的准备为主，在推新品度上投入精力并不多，导致上半年收入增速放缓。而开拓渠道和引入人才的费用投入我们认为是战略性的举措，短期内可能对利润造成侵蚀，但利于公司的长远发展。下半年随着新品的陆续推出和新开拓渠道开始贡献增量，收入端增速有望出现明显回升。

产品符合潮流趋势，果干有望成为下一个爆款产品

休闲食品行业整体近些年保持较快增速，但内部子品类则呈现出明显分化。以膨化食品、糖果为代表的高热量、非健康的西式食品增速明显放缓或者出现下滑，以坚果、豆制品、果干为代表的营养健康小品类休闲食品则呈现出快速增长态势，低糖、低盐、低热量、低脂肪、营养价值高的健康型休闲食品将成为市场发展趋势。

公司以具有湖南特色的蜜饯凉果起家，逐步发展至目前产品涵盖豆制品、肉制品、蜜饯、炒货、素食、糕点六类小品类休闲食品系列，并努力将具有地域性差异化特色产品做成具有广泛接受度的流通产品。以目前收入规模占比 50% 的豆制品为例，由于豆制品在全国范围内接受度较高，因此在推出之后获得了较快的发展，尤其是 2015 年才推出的鱼豆腐大单品，仅有两年市场培育就已经发展成为全国范围内销售的爆款产品，目前整体销售占比已达 20%。在休闲食品中，真正迎合消费者需求的产品极有可能成为爆款，短期内将贡献较大的业绩弹性。

在公司目前已有的产品体系和未来将出的新品中，我们认为热带果干有望成为下一个爆款产品。越南热带水果资源丰富，进口新鲜青芒，制成的芒果干水分均匀，酸甜润口，兼具美味和营养价值，自七月在电商平台推出以来，市场反响热烈，大有成为爆款趋势。公司在广西凭祥设立工厂，紧挨越南边境，专门负责基于热带水果生产的果干、冻干等产品。未来依托凭祥的地理位置优势，将有效提升生产效率，降低生产成本。凭祥工厂目前已经开始建设，年底有望投产。随着热带水果干品类丰富和产能释放，未来有望成为公司重要增长点。

图 1：公司 7 月新片菓甄-芒果干


数据来源：京东，西南证券整理

图 2：凭祥工厂紧挨越南边境，极具地理位置优势


数据来源：谷歌地图，西南证券整理

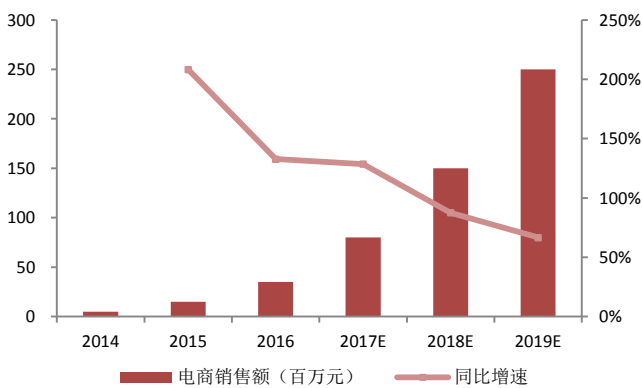
电商渠道+全国市场同步开拓，未来增长空间巨大

消费升级下，休闲食品行业电商模式兴起。相较于传统销售渠道，电商模式能够提供更加亲民的价格和更加便捷的购买，休闲食品重复购买率高、便于物流配送的特点十分适合电商模式。目前休闲食品的主要消费群体是学生和上班族，更倾向于通过网购消费。同时，企业通过网络渠道打破时间和地域限制，迅速做大做强。三只松鼠和百草味的快速崛起证明了电商模式在休闲食品行业是行之有效的，且能在短时间内实现较大规模。

公司目前的商业模式是“以商超直营为主，经销为辅”，电商渠道销售额目前仅占 5%，占比有较大的提升空间。公司电商于 2014 年起步，经历了一个摸索前进的过程，随着原良品铺子电商负责人加盟，公司电商渠道逐步走上发展正轨。公司上市后将电商渠道建设提到战略高度，募资投入 3107 万元投入各地分仓建设和线上品牌推广，力争实现电子商务的快速扩张。上半年电商渠道实现收入 2304 万元，同比+69.1%，在整体收入占比中达到 6.3%。下半年随着“双十一”、“双十二”等网购促销节日到来，电商渠道收入占比将进一步提升。未来三年电商渠道有望保持较快增速，在 2020 年达到 3-4 个亿的销售规模。

公司传统的线下市场主要集中在华中和华南两大区域。华中市场作为公司大本营，营收占比达 60%，未来公司将继续稳扎稳打，进一步推动渠道下沉。华南市场是公司第二大市场，公司经过前期市场培育已具有较好的消费者基础，上半年收入同比+26.0%，收入占比提升 2.7pct 至 23.3%，华南市场将是公司未来深耕重点，市场空间广阔。公司上市之后将全国化布局提上日程，上半年全国市场拓展初显成效，西南、华北、东北、西北市场增速分别达 18.8%、28.2%、20.0%和 124.2%，考虑到新兴市场基数较低，随着市场投入力度加大，高增长态势有望延续。

公司未来将继续坚持直营为主的商业模式，增加直营门店建设规模，同时在成熟门店开展金铺子（店中柜）建设项目。店中柜将为公司产品提供集中展示和宣传的平台，将有效提升品牌形象，加强与消费者的互动，起来促进动销作用，单店收入规模有望提升 30%以上。未来线下网点数量增加+单店收入提升，将有效贡献收入增量。

图 3：公司电商收入规模有望实现快速提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司主要市场集中在华中和华南区域


数据来源：西南证券整理

盈利预测与投资建议

公司处于快速发展且空间巨大的休闲食品行业，在渠道扩张+新品推广的双轮驱动下，公司未来前景看好。虽然短期内公司在市场投入方面费用较大，利润端承压，但不影响公司长期发展。我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 8520 万元、9951 万元、1.2 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.80 元、0.97 元，对应 PE 分别为 41 倍、35 倍和 29 倍，暂时维持“增持”评级。

风险提示

新品销售或不及预期，原材料价格波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	683.48	784.93	917.21	1080.99	净利润	85.66	85.20	99.51	120.48
营业成本	347.28	405.74	472.28	554.07	折旧与摊销	20.65	21.71	27.62	35.51
营业税金及附加	7.50	8.63	10.09	11.89	财务费用	1.32	-0.08	-0.09	-0.11
销售费用	187.73	219.78	255.44	297.27	资产减值损失	2.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	56.83	65.93	77.05	89.72	经营营运资本变动	37.34	-14.95	18.94	3.38
财务费用	1.32	-0.08	-0.09	-0.11	其他	-18.27	0.69	-0.13	0.07
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	92.57	145.84	159.32
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-127.38	-50.00	-200.00	-100.00
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	-50.00	-200.00	-100.00
营业利润	80.21	84.91	102.45	128.15	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	104.41	121.95	147.65	股权融资	0.00	250.00	0.00	0.00
所得税	19.40	19.21	22.44	27.17	支付股利	-30.00	-38.55	-38.34	-44.78
净利润	85.66	85.20	99.51	120.48	其他	6.16	0.08	0.09	0.11
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	-38.25	-44.67
归属母公司股东净利润	85.66	85.20	99.51	120.48	现金流量净额	25.58	184.10	-92.41	14.65
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	46.32	230.42	138.01	152.66	成长能力				
应收和预付款项	44.34	66.33	73.08	85.43	销售收入增长率	17.09%	14.84%	16.85%	17.86%
存货	128.50	133.90	141.68	166.22	营业利润增长率	36.71%	5.86%	20.65%	25.09%
其他流动资产	6.30	7.24	8.46	9.97	净利润增长率	30.89%	-0.53%	16.79%	21.08%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.10%	4.26%	21.99%	25.83%
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	319.15	492.53	558.03	毛利率	49.19%	48.31%	48.51%	48.74%
无形资产和开发支出	46.16	45.16	44.16	43.17	三费率	35.97%	36.39%	36.24%	35.79%
其他非流动资产	14.35	14.35	14.35	14.35	净利率	12.53%	10.85%	10.85%	11.15%
资产总计	575.84	816.55	912.28	1029.83	ROE	28.12%	14.17%	15.02%	16.32%
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.88%	10.43%	10.91%	11.70%
应付和预收款项	158.18	168.52	198.86	235.51	ROIC	22.56%	20.65%	19.28%	19.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.95%	13.57%	14.17%	15.13%
其他负债	43.03	46.75	50.97	56.17	营运能力				
负债合计	271.21	215.27	249.83	291.68	总资产周转率	1.33	1.13	1.06	1.11
股本	93.00	124.00	124.00	124.00	固定资产周转率	2.81	2.64	2.42	2.21
资本公积	71.09	290.09	290.09	290.09	应收账款周转率	16.94	17.48	16.04	16.74
留存收益	140.54	187.19	248.36	324.06	存货周转率	2.93	3.08	3.43	3.60
归属母公司股东权益	304.63	601.28	662.45	738.15	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	601.28	662.45	738.15	资产负债率	47.10%	26.36%	27.39%	28.32%
负债和股东权益合计	575.84	816.55	912.28	1029.83	带息债务/总负债	25.81%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.90	2.25	1.58	1.53
					速动比率	0.39	1.56	0.96	0.92
					股利支付率	35.02%	45.24%	38.53%	37.17%
					每股指标				
					每股收益	0.69	0.69	0.80	0.97
					每股净资产	2.46	4.85	5.34	5.95
					每股经营现金	1.04	0.75	1.18	1.28
					每股股利	0.24	0.31	0.31	0.36
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	102.19	106.54	129.97	163.55					
PE	42	41	35	29					
PB	11.68	5.92	5.37	4.82					
PS	5.21	4.53	3.88	3.29					
EV/EBITDA	26.20	31.09	26.20	20.73					
股息率	0.84%	1.08%	1.08%	1.26%					

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 20 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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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