

布局大品类+市场全国化+“店中岛”特色营销，

三要素推动公司业绩实现较高增长

——盐津铺子（002847）调研报告

研究所

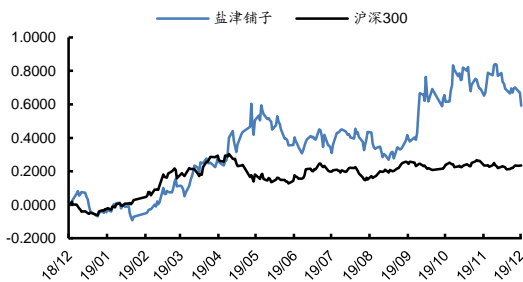
证券分析师：

021-68591576

余春生 S0350513090001

yucs@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
盐津铺子	-6.0	12.4	59.9
沪深300	-0.0	-0.7	23.5

市场数据

2019-12-11

当前价格（元）	35.35
52周价格区间（元）	19.88 - 43.47
总市值（百万）	4538.94
流通市值（百万）	1275.02
总股本（万股）	12840.00
流通股（万股）	3606.85
日均成交额（百万）	75.43
近一月换手（%）	99.45

相关报告

《盐津铺子（002847）调研简报：传统干杂类零食稳健增长，新品烘焙类发展空间大》——
2019-09-16

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **盐津铺子是一家全产业链、自主研发制造销售的多品类、多品牌休闲食品企业** 盐津铺子是一家始终坚持“自主生产”的休闲食品企业。自主生产的好处在于能够保证产品品质，确保食品安全，有利于产销融合，将各环节利润都保留在公司，在参与市场竞争方面更有优势。公司作为多品类休闲食品企业，产品涉足广泛，主要有闲味小吃、休闲烘焙、坚果果干三大类产品。闲味小吃为传统产品，增长滞缓。近年来，切入到休闲烘焙、坚果果干等大品类后，打开了公司成长空间。
- **我国休闲食品行业规模大、品类多、品牌分散，盐津铺子仍有较大发展空间** 我国休闲食品行业规模大，2018年约5104亿元。休闲食品的发展与经济收入水平高度相关，随着居民可支配收入增加，主食食量下降，而休闲食品用量在持续增加。我国休闲食品行业规模大，但品牌分散。盐津铺子行业内具有一定的知名度，公司营销能力也较强，未来在品类扩张和市场扩张双轮驱动下，预计仍有较大的发展空间。
- **新品类烘焙产品行业规模大，集中度低，预计公司未来几年有望保持高速增长** 我国烘焙行业规模大，2018年约有2000多亿元的零售额。由于烘焙产品具有代餐功能，未来随着市场拓展和渠道下沉，尤其是居民消费习惯西方化加剧，行业仍能保持较好的增长。2017年，公司创新性推出“58天鲜”中保烘焙系列产品，这些产品不仅品质好，同时系列全，消费者认可度和渠道接受度都比较高。近年来，公司烘焙产品销售收入也实现了快速增长。
- **坚果果干和辣条类新品正在布局，足够的行业空间支持公司进一步发展** 我国坚果果干行业年零售规模2018年约985亿元，我国辣条行业约有600亿元的行业规模。公司目前生产的果干产品主要是替其他品牌代加工。未来，如果再进行自有品牌的销售，足够的行业空间，预计能给公司再次带来一定的盈利贡献。
- **产品销售以散装形式为主，“店中岛”特色营销模式效果好** 公司产品约80%左右是散装，重点做商超渠道和一些有卖散装零食的较大

的便利超市。公司在商超渠道的销售主要以“店中岛”模式，“店中岛”是公司在商场零食集中区域，通过品牌展柜、产品陈列、视频、音频等传播方式，将公司各系列产品集中陈列，全方位向消费者展示公司品牌及销售产品。2018年店中岛投放以来，市场反馈普遍较好，消费者的购物体验指数有明显上升。目前公司对“店中岛”整合为“零食屋”和“面包屋”，由此形成了“一中一西”、“一咸一甜”的特色营销模式体系。目前大“店中岛”约有6000多个，预计到2020年上半年，能实现上万个。

- **市场拓展：成熟市场渠道下沉，非成熟市场重点开发华东和西南地区** 盐津铺子过去的大本营市场主要集中在华中和华南地区，对于这些核心市场，过去主要做到县级市场，未来进一步实现渠道下沉，做到乡镇和农村市场。对于大本营市场以外的非成熟市场，目前先行重点拓展经济相对发达的华东和西南地区。近年来，华东和西南地区的销售增速都比较快，销售占比也在持续提高。
- **产品结构优化+产能利用率爬坡，公司盈利能力有望持续提高** 综合来看，未来公司将四个方面因素来推动公司盈利能力提升。一是品项结构优化。大品类烘焙新品销售规模扩大后，对公司盈利弹性大；二是渠道结构拓宽。为了加快扩大销售规模，加大经销渠道拓展。经销渠道相对直营商超渠道毛利率较低，但因相对市场投入较少，净利率反而提高；三是供应链优化。公司对各品类产品不断优化，强调走大单品战略。随着SKU减少，则采购成本、生产成本、销售和管理以及后勤服务等费用都会降低；四是新品产能爬坡。公司自2017年开始加大固定资产投入，主要为烘焙类、果干类和辣条类新品准备。而随着各项新品上市量产，产能爬坡后，单位固定资产摊销成本会慢慢降低。
- **股权激励考核指标较高，管理层业绩压力与动力均较为强烈** 公司于2019年5月10日首次执行股权激励方案，按照方案要求，2019/2020/2021年收入相比较于2018年，增长不低于15%/35%/60%，三年复合增长率约17%以上。2019/2020/2021年净利润相比较于2018年，增长不低于95%/160%/250%，三年复合增长率约52%以上。较高的股权激励指标对公司管理层而言是压力也是动力。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。** 我们认为，在商超渠道“店中岛”的销售模式较专卖店拓展将更为迅速，同时从小品类切入到大品类，市场拓展全国化后，打开公司成长空间。鉴于看好公司大品类新品业务拓展，调高公司盈利预测2019/20/21年EPS分别为0.89/1.33/1.92元，对应2019/20/21年PE为39.82/26.53/18.42倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 传统业务增长不达预期；烘焙等新品开发不达预期；店中岛渠道拓展不达预期；流通渠道开发不达预期；食品安全。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1108	1428	1952	2328
增长率(%)	47%	29%	37%	19%
归母净利润(百万元)	71	114	173	248
增长率(%)	7%	62%	51%	44%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.89	1.33	1.92
ROE(%)	10.96%	14.02%	17.36%	20.16%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 盐津铺子是一家全产业链、自主研发制造销售的多品类、多品牌休闲食品企业	6
2、 我国休闲食品行业规模大、品类多、品牌分散，盐津铺子仍有较大发展空间	7
3、 新品类烘焙产品行业规模大，集中度低，预计公司未来几年有望保持高速增长	8
4、 坚果果干和辣条类新品正在布局，足够的行业空间支持公司进一步发展	10
5、 产品销售以散装形式为主，“店中岛”特色营销模式效果好	11
6、 市场拓展：成熟市场渠道下沉，非成熟市场重点开发华东和西南地区	12
7、 产品结构优化+产能利用率爬坡，公司盈利能力有望持续提高	12
8、 股权激励考核指标较高，管理层业绩压力与动力均较为强烈	13

图表目录

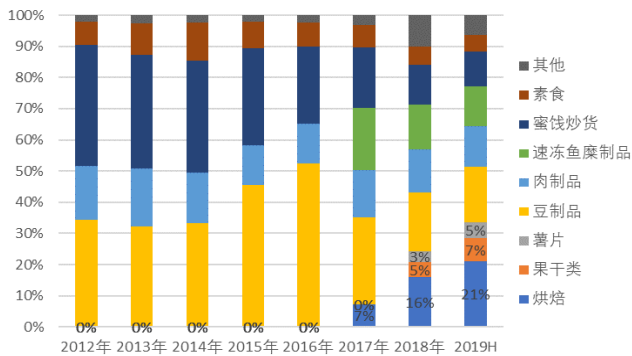
图 1: 公司各品类产品历年来收入占比情况	6
图 2: 公司各品类产品历年收入增速情况	6
图 3: 公司各品类产品历年毛利润占比	6
图 4: 公司各品类产品历年毛利率情况	6
图 5: 我国休闲食品市场规模持续扩大	7
图 6: 我国人均粮食消费量持续下降	7
图 7: 休闲食品各品类零售规模结构分布情况	7
图 8: 我国烘焙行业市场规模情况	8
图 9: 公司烘焙系列产品	9
图 10: 我国坚果果干行业规模情况	10
图 11: 三只松鼠坚果和果干收入规模情况	10
图 12: 百草味坚果和果干收入规模情况	10
图 13: 盐津铺子“零食屋”图案	11
图 14: 憨豆先生“面包屋”图案	11
图 15: 各地区销售收入占比	12
图 16: 各地区销售收入增速	12
图 17: 公司历年来固定资产投资情况	13

1、盐津铺子是一家全产业链、自主研发制造销售的多品类、多品牌休闲食品企业

相比较于其他多品类休闲食品企业，如三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份等，多采用 OEM 形式，而盐津铺子是一家始终坚持“自主生产”的休闲食品企业。自主生产的好处在于能够保证产品品质，确保食品安全，从而有利于长期保持品牌的美誉度，在经营上也更有利于产销融合。此外，自主生产能将各环节利润都保留在公司，在参与市场竞争方面更有优势。

公司作为多品类休闲食品企业，产品涉足广泛，主要有休闲小吃（鱼糜、豆干、蜜饯炒货、素食等）、休闲烘焙、坚果果干三大类产品。其中休闲小吃类产品为传统产品，2018 年收入占比约 76%。近几年，公司持续切入大品类，如 2017 年新推出烘焙产品，2018 年新推出果干和薯片产品，2019 年新推出辣条产品，从小品类到大品类的布局，打开了公司成长空间。

图 1：公司各品类产品历年来收入占比情况



资料来源：wind，国海证券研究所

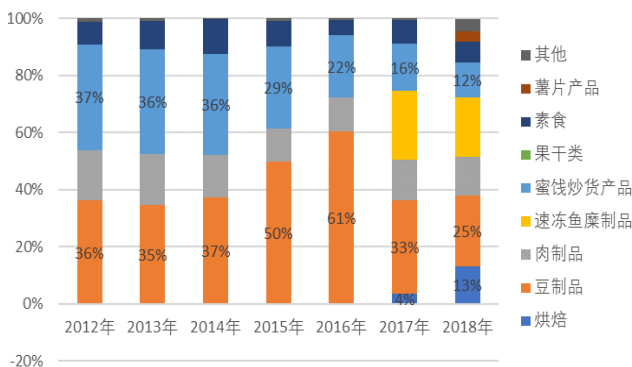
图 2：公司各品类产品历年收入增速情况

品类	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
烘焙	/	/	/	/	/	227%	90%
果干类	/	/	/	/	/	/	/
薯片	/	/	/	/	/	/	/
豆制品	15%	17%	56%	35%	-41%	0%	-34%
肉制品	32%	-3%	-11%	17%	32%	35%	16%
速冻鱼糜制品	/	/	/	/	/	5%	/
蜜饯炒货	15%	12%	-1%	-7%	-13%	-4%	-10%
素食	66%	32%	-20%	9%	3%	20%	19%
其他	55%	8%	3%	25%	44%	383%	-36%

资料来源：wind，国海证券研究所

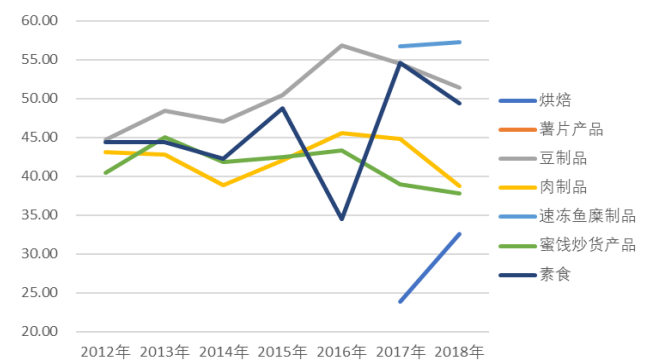
从收入增长来看，传统老产品如蜜饯类、肉制品和豆制品都增长滞缓，但切入大品类后，尤其是烘焙产品无论是收入规模还是增长速度都保持较好的状态。从毛利润贡献来看，豆制品和蜜饯炒货产品前期贡献都比较大，但到近期，随着新品烘焙产品销售规模扩大，烘焙产品的毛利率提升和毛利润贡献都较快。

图 3：公司各品类产品历年毛利润占比



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：公司各品类产品历年毛利率情况



资料来源：wind，国海证券研究所

公司对于一些小品类继续沿用“盐津铺子”品牌名，而对于休闲烘焙、坚果果干、辣条等一些大的品类采用新的独立品牌名，如中保烘焙产品叫“憨豆先生”，果干叫“果甄”品牌（目前坚果类产品尚少），辣条叫“小新王子”。大品类独立品牌一方面有利于品牌名与品类形象更为相符，容易形成消费者认知和产生互动，另一方面，不同品牌名代表不同品类也更能体现出公司产品的专业性，以此能够更好地参与与其他深耕该大品类的品牌商之间的竞争。

2、我国休闲食品行业规模大、品类多、品牌分散，盐津铺子仍有较大发展空间

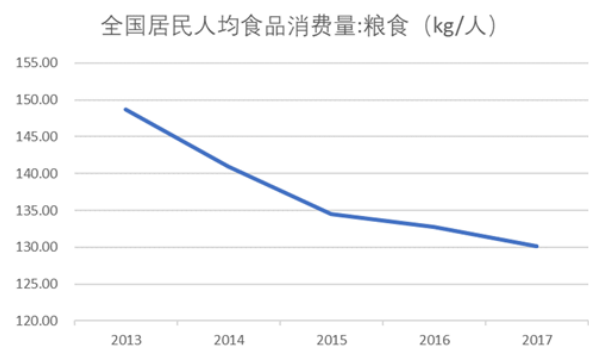
我国休闲食品行业规模大。根据中国产业信息网的数据，我国休闲食品销售规模2018年约5104亿元，2011-2018年年复合增长6.80%。休闲食品的发展与经济收入水平高度相关，随着居民可支配收入增加，主餐食量下降（参考wind数据，居民主餐食量从2013年的148kg/人，下跌到2017年的130.12kg/人），而居民休闲食品用量在持续增加。

图 5：我国休闲食品市场规模持续扩大



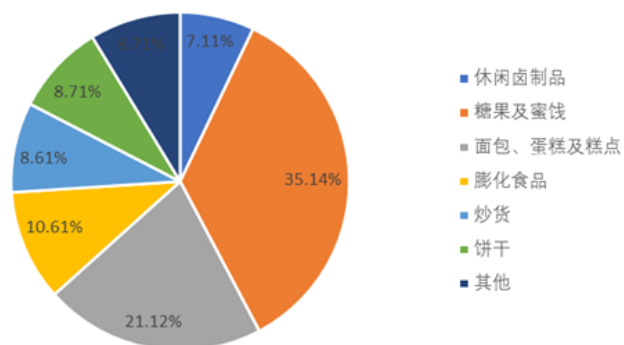
资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 6：我国人均粮食消费量持续下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：休闲食品各品类零售规模结构分布情况



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

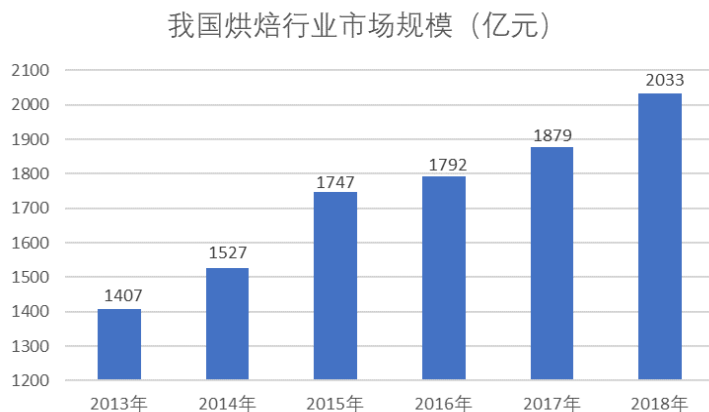
休闲食品从品类上来看，大致可以分为以下几大类：糖果及蜜饯，市场占比约 35.14%；面包、蛋糕及糕点，市场占比约 21.12%；膨化食品，市场占比约 10.61%；炒货，市场占比约 8.61%；饼干，市场占比约 8.71%；休闲卤制品，市场占比约 7.11%；其他，市场占比约 8.71%。由于休闲食品品牌依靠单个品类发展很容易遇到天花板。近年来，如三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份都是多品类发展。

我国休闲食品行业规模大，但品牌分散。休闲食品既有线上为主的品种，如三只松鼠、百草味，又有以线下为主的品种，如洽洽食品、喜之郎等。既有产品品牌（单品类如好想你、洽洽食品，多品类如三只松鼠、百草味等），也有渠道品牌，如良品铺子和来伊份。此外，各个区域都有自己的某个区域或某个品类的强势品牌，如四川的张飞牛肉干，杭州的华味亨，上海的天喔，深圳的自然派等等，还有其他一些不知名，甚至是中小作坊企业。盐津铺子作为从湖南发展起家的休闲食品上市公司，行业内具有一定的知名度，公司营销能力也较强，未来在品类扩张和市场扩张双轮驱动下，预计仍有较大的发展空间。

3、新品类烘焙产品行业规模大，集中度低，预计公司未来几年有望保持高速增长

我国烘焙行业规模大，根据前瞻产业研究院数据，2018 年我国烘焙行业约有 2000 多亿元的行业规模，增长从 2013 的 1407 亿元到 2018 年的 2033 亿元，年复合增速 7.6%。由于烘焙产品具有代餐功能，如早餐，点心，夜宵均可，同时老少皆宜，预计未来随着市场拓展和渠道下沉，尤其是居民消费习惯西方化加剧，行业仍保持较好的增长。

图 8：我国烘焙行业市场规模情况



资料来源：前瞻产业研究院、国海证券研究所

2017 年，公司创新性推出“58 天鲜”中保烘焙系列产品，包括系列面包、吐司、蛋糕和华夫饼等系列新品。公司烘焙类产品不仅品质好，同时系列全，消费者认可度和渠道接受度都比较高，近年来，销售收入也实现了快速增长。2017 年烘焙类收入 0.54 亿元，2018 年 1.78 亿元，2019H1.35 亿元，同比增长 132%。公司薯片产品亦应归为烘焙类产品，如合并计算，同比增长更多。

图 9:公司烘焙系列产品

面包系列	吐司系列	蛋糕系列	饼系列
			
			

资料来源：公司公告、国海证券研究所

烘焙类产品，按保质期可以分为短保（3-15 天），中保（1-2 个月）和长保（4-6 个月）。目前市场上相对比较知名的品牌，短保有桃李面包和美焙辰（达利食品旗下），中保有港荣、豪士、憨豆先生（盐津铺子旗下）、小白心里软（福建蔡记食品旗下）等，长保有达利园、盼盼等。由于烘焙类行业规模大，行业仍保持较好的增长，集中度低，即使深耕多年的知名品牌市占率仍很低，地方性区域小品牌仍然众多，故有着品质和品牌优势的盐津铺子预计未来仍有很好的发展机会。

公司的中保产品相比较于市场上的长保产品，保质期更短，更新鲜，口感上更好，更健康，同时设计成小口袋包装更加方便携带，在上班或旅行途中，亦或在工作休息的碎片时间里，补充营养能量，也因此更受消费者喜欢。从渠道上来看，中保烘焙产品也比较合适在散装零食渠道销售。散装零食，由于品类比较多，销售渠道一般集中在比较大的卖场、商超，和部分比较大的零食店以及杂货店等。在这些较大的门店内，人流量一般较多，整体产品的动销速度较好，也为公司推出保质期相对较短的中保产品提供现实的可能。我们预计公司烘焙产品今年有望实现 3-4 个亿的销售规模，未来 2-3 年内有望实现 10 亿元以上的销售规模。长期来看，有望做成 20-30 亿元的大品类。

烘焙类产能上，公司已积极布局。目前公司在湖南浏阳生产基地已经新建 4 条烘焙智能生产线，年产值达 8 亿元，升级后产值可达 10 亿元。此外，公司计划在河南漯河再建 3 万吨烘焙类产品的产能，建成达产后年产值也将达到 10 亿元。浏阳和漯河两地合计，已经达到 20 亿产能，为公司未来烘焙类产品实现较高增长在产能上提供了保障。

此外，类似烘焙类的薯片产品，公司也在积极布局。公司推出的薯片产品采用非油炸和散装方式，从产品品质而言非油炸更符合现代人健康的消费理念，散装小包装更适合消费者量少次多的消费习惯。2018 年推出的薯片产品在当年即实现收入 3765 万元，2019 年上半年实现收入 3201 万元，同比增长 150%，预计 2019 年全年实现将近 1 个亿的销售额，2020 年 1.5-2 亿元的销售额。公司在湖南浏阳生

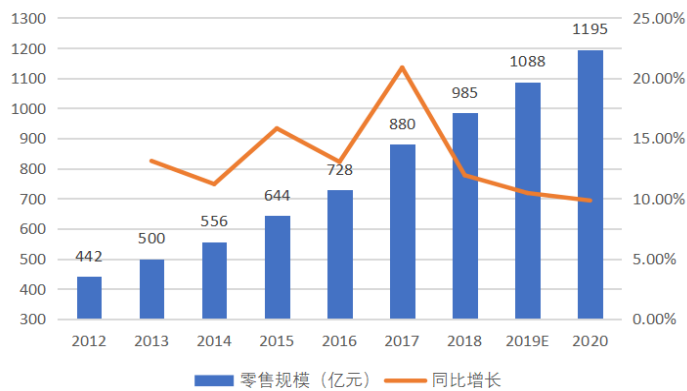
产基地已经有 2 条薯片生产线，后继在河南上第三条生产线，预计未来 2-3 年薯片约可实现 3-5 亿元的销售规模。

4、坚果果干和辣条类新品正在布局，足够的行业空间支持公司进一步发展

坚果果干一般都营养丰富，含有丰富的蛋白质、油脂、矿物质和维生素，对人体生长发育、增强体质、预防疾病有极好的功效。近年来，随着我国经济的快速发展，人民生活水平的提高，营养知识的普及，以及其独特的消费方式和休闲情趣，坚果果干较好地适应了当代人们的饮食休闲趋向需求，发展前景十分广阔。

根据华经产业研究院数据，我国坚果果干行业年零售规模由 2011 年的 390 亿元增长至 2018 年的约 985 亿元，年均复合增长率达到 14.28%。

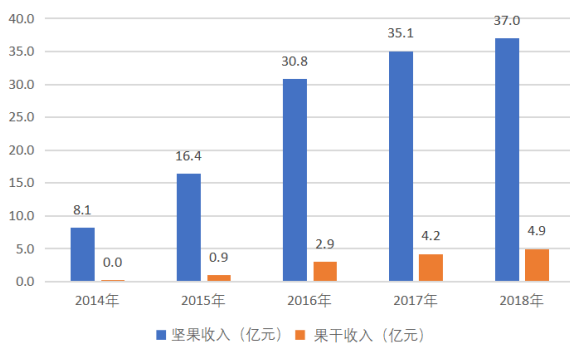
图 10: 我国坚果果干行业规模情况



资料来源：华经产业研究院、国海证券研究所

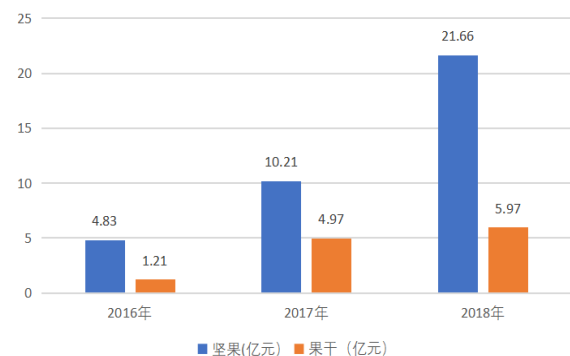
从已上市公司三只松鼠和百草味来看，坚果和果干业务销售规模大，增速快。公司目前生产的果干产品主要是替别人代加工。未来，随着自有品牌的销售，预计能给公司带来较大的盈利贡献。

图 11: 三只松鼠坚果和果干收入规模情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 12: 百草味坚果和果干收入规模情况



资料来源：wind，国海证券研究所

此外，新上市的辣条产品，预计发展空间也较大。辣条行业龙头品牌卫龙 2018 年约有 30 亿元的销售额。公司从“绿色、健康、美味”的角度出发，差异化推出了粗粮辣条，原材料在面粉之外加入了燕麦、玉米、甘薯全粉、马铃薯全粉、食用大豆粕以及膳食纤维，提升了产品档次。同时签约林更新作为代言人推出了公司的辣条新品牌“小新王子”。公司辣条业务 2019 年才开始重点推广，预计 2019 年能贡献 1-2 千万收入。

5、产品销售以散装形式为主，“店中岛”特色营销模式效果好

公司产品约 80%左右是散装，重点做商超渠道和一些有卖散装零食的较大的便利超市。由此，可以相对避开三只松鼠，百草味，良品铺子等大品牌的线上竞争和线下品牌专卖店竞争，以及和其他品牌（主要单品类品牌）避开定量装和分散的流通渠道的竞争。

公司在商超渠道的销售主要以“店中岛”模式，“店中岛”是公司在商场零食集中区域，通过品牌展柜、产品陈列、视频、音频等传播方式，将盐津铺子各系列产品集中陈列，全方位向消费者展示盐津铺子品牌及销售产品。2018 年店中岛投放以来，市场反馈普遍较好，消费者的购物体验指数有明显上升。

图 13: 盐津铺子“零食屋”图案



资料来源：公司网站，国海证券研究所

图 14: 憨豆先生“面包屋”图案



资料来源：公司网站，国海证券研究所

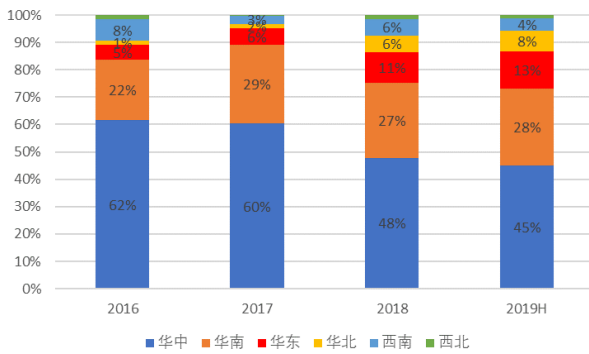
“店中岛”模式，之前分为“金铺子”、“麻辣小镇”和“蓝宝石”三种，其中金铺子主要针对散装零食，麻辣小镇主要针对辣条等麻辣零食，蓝宝石重点针对西式糕点，主打烘焙产品。后继，公司进行了整合，将“金铺子”和“麻辣小镇”整合为“零食屋”，烘焙产品整合为“面包屋”，由此形成了“一中一西”、“一咸一甜”的“店中岛”特色营销模式体系。而整合后的“零食屋”、“面包屋”，简单的两种“店中岛”模式，更有利于达成消费者认知，也更有利于市场推广。

从渠道铺货情况来看，预计未来 3-4 年能开到 2 万家店左右。而店中岛目前大约有 6000 多个，预计到 2020 年上半年，能实现上万个。

6、市场拓展：成熟市场渠道下沉，非成熟市场重点开发华东和西南地区

盐津铺子过去的大本营市场主要集中在华中和华南地区，对于这些核心市场，过去主要做到县级市场，未来进一步实现渠道下沉，做到乡镇和农村市场。随着经济发展，消费升级，乡镇和农村的消费潜力也日益提升，消费体量也越来越强大。此外，对于大本营市场以外的非成熟市场，目前先行重点拓展经济相对发达的华东和西南地区。近年来，华东和西南地区的销售增速都比较快，超过大本营市场的华中和华南地区。华东和西南地区的销售占比也在持续提高。

图 15：各地区销售收入占比



资料来源：wind，国海证券研究所

图 16：各地区销售收入增速

地区	2017	2018	2019H
华中	8.08%	16.49%	23.74%
华南	44.18%	39.10%	23.58%
华东	21.27%	181.57%	34.92%
华北	28.70%	421.35%	140.63%
西南	-59.52%	203.29%	61.85%
西北	-77.24%	600.37%	19.59%

资料来源：wind，国海证券研究所

7、产品结构优化+产能利用率爬坡，公司盈利能力有望持续提高

从盈利能力看，公司 2019 年前三季度毛利率持续提高。综合来看，未来公司将由四个方面因素来推动公司盈利能力提升。

一是品项结构优化。大品类烘焙新品，规模大、增速快、毛利高。随着销售规模扩大后，各项固定成本快速分摊，毛利率持续提升，对公司盈利弹性大；

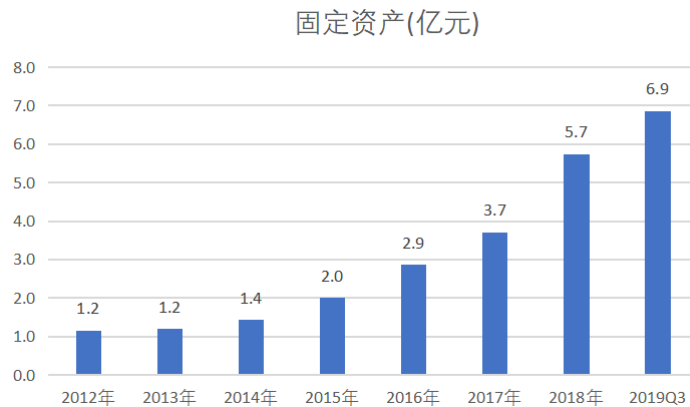
二是渠道结构拓宽。公司过去产品销售直营商超渠道占比较高（约 55%），经销商渠道占比较少（约 45%）。为了加快扩大销售规模，公司对渠道进一步拓宽和下沉。由此，直营商超渠道占比逐渐减少，经销商渠道占比增加。未来渠道定位是，商超渠道重点做品牌做形象，经销商渠道重点做利润。经销商渠道相比较于商超渠道，虽然毛利率低，但没有进场费条码费等费用，市场投入少，最后净利率反而提高；

三是供应链优化。公司对各品类产品不断优化，在开发新品的同时，不断淘汰市

场销售不好的产品。公司强调走大单品战略，形成每个环节都达到优化作用。如此，随着 SKU 减少，则采购成本、生产成本、销售和管理以及后勤服务等费用都会降低；

四是新品产能爬坡。2018 年推出的果干和辣条等新品尚在培育期，毛利率很低，尤其是果干尚在 OEM 阶段，待按自有品牌上市销售并上规模达到盈亏平衡后，毛利率有望大幅提升。公司自 2017 年开始加大固定资产投资，主要为烘焙类、果干类和辣条类新品准备，预计后继资本开支会相对减少。而随着各项新品上市量产，产能爬坡后，单位固定资产摊销成本会慢慢降低。

图 17: 公司历年来固定资产投资情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

8、股权激励考核指标较高，管理层业绩压力与动力均较为强烈

公司于 2019 年 5 月 10 日首次执行股权激励方案，按照方案要求，2019/2020/2021 年收入相比较于 2018 年，增长不低于 15%/35%/60%，三年复合增长率约 17%以上。2019/2020/2021 年净利润相比较于 2018 年，增长不低于 95%/160%/250%，三年复合增长率约 52%以上。较高的股权激励指标对公司管理层而言是压力也是动力。

9、盈利预测和投资评级：维持“买入”评级

我们认为，在商超渠道“店中岛”的销售模式较专卖店拓展将更为迅速，同时从小品类切入到大品类，市场拓展全国化后，打开公司成长空间。鉴于看好公司大品类新品业务拓展，调高公司盈利预测 2019/20/21 年 EPS 分别为 0.89/1.33/1.92 元，对应 2019/20/21 年 PE 为 39.82/26.53/18.42 倍，维持“买入”评级。

10、风险提示： 传统业务增长不达预期；烘焙等新品开发不达预期；店中岛渠道拓展不达预期；流通渠道开发不达预期；食品安全。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1108	1428	1952	2328
增长率(%)	47%	29%	37%	19%
归母净利润(百万元)	71	114	173	248
增长率(%)	7%	62%	51%	44%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.89	1.33	1.92
ROE(%)	10.96%	14.02%	17.36%	20.16%

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

附表：盐津铺子盈利预测表

证券代码:	002847.SZ				股价:	35.35	投资评级:	买入		日期:	2019-12-11
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E		
盈利能力					每股指标						
ROE	11%	14%	17%	20%	EPS	0.57	0.89	1.33	1.92		
毛利率	39%	40%	41%	42%	BVPS	5.17	6.30	7.63	9.45		
期间费率	33%	32%	32%	31%	估值						
销售净利率	6%	8%	9%	11%	P/E	62.16	39.82	26.53	18.42		
成长能力					P/B	6.84	5.61	4.63	3.74		
收入增长率	47%	29%	37%	19%	P/S	3.96	3.18	2.34	1.97		
利润增长率	7%	62%	51%	44%							
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
总资产周转率	0.96	1.04	1.19	1.19	营业收入	1108	1428	1952	2328		
应收账款周转率	11.11	10.65	10.87	10.76	营业成本	674	851	1159	1360		
存货周转率	3.43	3.43	3.43	3.43	营业税金及附加	13	17	23	28		
偿债能力					销售费用	288	366	489	580		
资产负债率	44%	41%	39%	37%	管理费用	57	101	125	126		
流动比	0.93	1.03	1.13	1.56	财务费用	7	8	8	5		
速动比	0.53	0.57	0.58	0.99	其他费用 / (-收入)	(8)	6	6	6		
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	75	92	154	236		
现金及现金等价物	101	95	69	357	营业外净收支	0	30	30	30		
应收款项	100	134	180	216	利润总额	75	122	184	266		
存货净额	197	253	345	405	所得税费用	4	7	10	15		
其他流动资产	65	84	114	136	净利润	71	115	174	251		
流动资产合计	462	566	707	1115	少数股东损益	1	1	2	2		
固定资产	575	517	815	734	归属于母公司净利润	71	114	173	248		
在建工程	16	191	16	16	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
无形资产及其他	93	90	88	86	经营活动现金流	155	116	144	304		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	71	115	174	251		
资产总计	1159	1378	1640	1964	少数股东权益	1	1	2	2		
短期借款	185	185	185	185	折旧摊销	38	60	54	84		
应付款项	187	264	292	380	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	43	16	70	66	营运资金变动	46	(160)	(249)	(204)		
其他流动负债	82	82	82	82	投资活动现金流	(163)	(118)	(123)	82		
流动负债合计	497	547	629	714	资本支出	(158)	(118)	(123)	82		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	18	18	18	18	其他	(5)	0	0	0		
长期负债合计	18	18	18	18	筹资活动现金流	2	54	6	(12)		
负债合计	515	565	647	732	债务融资	75	0	0	0		
股本	124	128	130	130	权益融资	0	60	15	0		
股东权益	643	813	994	1232	其它	(73)	(6)	(9)	(12)		
负债和股东权益总计	1159	1378	1640	1964	现金净增加额	(5)	53	27	373		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。