

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盐津铺子 (002847)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

盐津铺子 (002847.SZ):
闭环供给, 迭代创新信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

一个核心, 两年承诺, 新的三年, 信心十足

2021年02月08日

事件: 盐津铺子于2021年2月8日发布简易权益变动报告书, 由张学文先生控股的昊平投资决议解散, 持有公司1448.49万股的股份将由张学文先生间接持有转变为直接持有。

点评:

- **昊平投资解散预计更多与税收筹划相关。**昊平投资是张学文先生100%的持股平台, 在对盐津铺子的股权结构上与直接持股的作用相当, 但昊平投资为有限责任公司, 减持时或将缴纳25%的企业所得税, 之后在个人取得收入后还要再交个人所得税。因此, 我们预计昊平投资解散本身与张学文先生的持股状态关系不大, 更多出于税收筹划的考虑。
- **实控人持股50%, 核心高管激励到位, 以董事长为核心的管理团队经营能力非常突出。**张学文先生为董事长的哥哥, 已于2019年10月离职, 董事长张学武持股近50%, 家族持股简单。核心高管全部通过股权激励持股, 激励到位。从公司上市后烘焙品类的成功切入, 到全国范围内店中岛模式的顺利推进, 我们看到了公司大品类放量和全国化的发展逻辑, 核心管理层的战略清晰、执行到位, 生产端和销售端相互促进形成正向循环, “坚持自主制造+坚持直营商超+坚持多品类发展”成为适合公司持续发展的商业模式, 具备很强的适应能力。
- **实控人上市时自愿延长解禁时间、降低解禁比例反映实控人对公司发展充满信心。**张学武先生和张学文先生上市时承诺, 其间接或直接持股在公司上市后36个月锁定期满后的24个月内, 转让股票总数不超过锁定期满日其所持有股票数的20%。我们得到三点结论, 第一, 上市之初两位实控人对公司发展充满信心, 三年限售期后自愿减少可解锁比例(无延长承诺状态下两年可减持大概40%); 第二, 董事长张学武先生至今未行使减持20%股票的权利, 可反映其对公司发展充满信心; 第三, 解散昊平投资, 张学文先生从间接持股转为直接持股后, 将依然遵守持股承诺, 非交易过户不影响持股意愿。据我们计算, 2020年2月11日-2022年2月11日, 张学文先生可减持数量总共约460万股, 其已于2020年9月减持210万股, 因此至2022年2月, 可减持额度还有250万股, 占比1.94%, 即使进一步减持, 对短期股价影响有限。
- **盈利预测与投资评级:** 目前公司正处于烘焙品类快速放量和店中岛铺设快速推进当中, 预计公司2020-2022年实现营收19.83/26.20/32.64亿元, 同比41.72%/32.12%/24.57%; 实现归母净利润2.51/3.63/4.92亿元, 同比96.06%/44.41%/35.8%; 预计20-22年EPS为1.94/2.80/3.8元/股, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 新品类扩张不达预期; 商超渠道费用增加; 散装渠道竞争加剧; 食品安全问题。



重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,108	1,399	1,983	2,620	3,264
增长率 YoY %	46.8%	26.3%	41.7%	32.1%	24.6%
归属母公司净利润 (百万元)	71	128	251	363	492
增长率 YoY%	7.3%	81.6%	96.1%	44.4%	35.8%
毛利率%	39.1%	42.9%	42.5%	42.9%	43.2%
净资产收益率ROE%	11.0%	16.6%	27.2%	31.8%	34.3%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.99	1.94	2.80	3.80
市盈率 P/E(倍)	39.49	36.51	57.23	39.63	29.18
市净率 P/B(倍)	4.34	6.04	15.55	12.59	10.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 02 月 07 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	462	660	751	980	1,209
货币资金	101	122	1	1	1
应收票据	0	27	38	51	63
应收账款	89	129	183	242	301
预付账款	32	50	72	94	116
存货	197	292	415	546	676
其他	44	40	42	46	51
非流动资产	697	1,000	1,244	1,635	2,023
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	575	740	925	1,253	1,578
无形资产	93	138	197	260	323
其他	29	122	122	122	122
资产总计	1,159	1,660	1,995	2,614	3,232
流动负债	497	862	1,047	1,450	1,774
短期借款	185	348	316	489	583
应付票据	22	50	71	93	115
应付账款	165	207	295	388	480
其他	125	256	365	480	595
非流动负债	18	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	19	19	19	19
负债合计	515	881	1,066	1,469	1,792
少数股东权益	3	6	5	4	3
归属母公司	641	773	924	1,141	1,437
负债和股东权益	1,159	1,660	1,995	2,614	3,232

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,108	1,399	1,983	2,620	3,264
同比	46.8%	26.3%	41.7%	32.1%	24.6%
归属母公司净利润	71	128	251	363	492
同比	7.3%	81.6%	96.1%	44.4%	35.8%
毛利率(%)	39.1%	42.9%	42.5%	42.9%	43.2%
ROE%	11.0%	16.6%	27.2%	31.8%	34.3%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.99	1.94	2.80	3.80
P/E	39.49	36.51	57.23	39.63	29.18
P/B	4.34	6.04	15.55	12.59	10.00
EV/EBITDA	30.45	25.90	50.77	37.54	27.36

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,108	1,399	1,983	2,620	3,264
营业成本	674	799	1,139	1,496	1,852
营业税金及	13	13	17	23	28
销售费用	288	344	440	555	659
管理费用	57	91	109	139	166
研发费用	23	27	34	42	51
财务费用	7	13	18	23	30
减值损失合	7	-1	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0	0
其他	24	26	37	37	37
营业利润	75	138	262	379	514
营业外收支	0	1	3	3	3
利润总额	75	139	265	382	517
所得税	4	11	15	20	26
净利润	71	128	250	361	491
少数股东损	1	0	-1	-1	-2
归属母公司	71	128	251	363	492
EBITDA	90	188	287	392	542
EPS(当	0.54	0.99	1.94	2.80	3.80

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	155	184	316	411	554
净利润	71	128	250	361	491
折旧摊销	38	62	43	28	35
财务费用	9	14	19	23	30
投资损失	1	0	0	0	0
营运资金变	28	-21	6	1	1
其它	8	3	-3	-3	-3
投资活动现金流	-163	-342	-285	-416	-421
资本支出	-221	-350	-285	-416	-421
长期投资	0	0	0	0	0
其他	58	8	0	0	0
筹资活动现金流	37	158	-152	6	-133
吸收投资	0	64	0	0	0
借款	75	133	-33	173	94
支付利息或	-36	-40	-119	-168	-227
现金流量净增加额	30	0	-121	0	0

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。