

盐津铺子 (002847)

证券研究报告

2021年02月24日

业绩持续高增长，品类渠道再度聚焦，战略调整未来可期

事件： 公司发布 2020 年业绩快报，公司销售规模持续增长，实现营业收入 19.59 亿元，yoy+39.99%；实现归母净利润 2.42 元，yoy+88.70%；基本每股收益 1.94 元，yoy+88.35%。公司咸味零食第一曲线稳中有升，休闲烘焙点心第二曲线迅速成长，整体营业收入保持持续稳定增长。

2020Q4 季度营收 yoy+25.52%，归母净利润 yoy+38.72%，持续稳定增长。 2020 年第四季度营收 5.24 亿元，yoy+25.52%，归母净利润 0.53 亿元，yoy+38.72%。2020 前三季度营收分别为 4.64 亿元/4.81 亿元/4.89 亿元，同比增速+35.43%/61.47%/43.55%，前三季度归母净利润分别为 0.57 亿元/0.73 亿元/0.59 亿元，同比增速+100.77%/+93.18%/+147.95%。公司第四季度业绩增速有所下滑，主要由于：1) 公司 2020 年 1-12 月所得税前共列支股份支付费用 4,554 万元，较 19 年增加 1624.7 万元，股权激励实施效果良好。2) 公司申报高新技术企业已获备案，2020 年度公司本部企业所得税率适用 15%(原为 25%)，变动后递延所得税费用增加 809.33 万元。3) 春节前后为年货旺季，2020 年 12 月陈列和促销等市场费用较平时投入较多。

公司聚焦主业，在电商、社区团购等新型渠道继续深入。 公司上市后优化调整战略，转型夯实基础，升维的产品战略、渠道战略、区域拓展战略等已见成效，休闲（咸味）零食第一曲线稳中有升，休闲烘焙点心第二曲线较大幅度提升，拳头产品矩阵正在逐步形成。渠道端，线下营销网络“以点带面、分区连片、阶梯拓展”，同时，电商定位为制造企业品牌电商，逐步形成“线下+线上”良性互补的立体营销网络，主营业务收入稳定增长，盈利能力持续提升。

投资建议：

公司建立了休闲食品全品类产品体系，随着新品的逐步放量，盐津铺子业绩稳步向上。

产品端，公司烘焙品类培育期结束，规模效应显现明显，坚果果干品类稳步推进。渠道端，“店中岛”全国快速复制。

综上，我们预计盐津铺子 2020/2021/2022 年的营业收入分别为 19.59/25.31/32.91 亿元，归母净利润分别为 2.42/3.36/4.86 亿元。对应当前股价，PE 倍数分别为 53.76x/38.62x/26.73x，给与“买入”评级。

风险提示： 疫情恢复不及预期；销售不及预期；战略转型不及预期；食品安全风险；快报为初步核算数据、请以年报为准

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,107.55 | 1,399.28 | 1,958.85 | 2,531.29 | 3,290.68 |
| 增长率(%) | 46.81 | 26.34 | 39.99 | 29.22 | 30.00 |
| EBITDA(百万元) | 105.56 | 215.47 | 329.28 | 438.24 | 607.89 |
| 净利润(百万元) | 70.51 | 128.04 | 241.60 | 336.34 | 485.95 |
| 增长率(%) | 7.27 | 81.58 | 88.70 | 39.21 | 44.48 |
| EPS(元/股) | 0.55 | 0.99 | 1.87 | 2.60 | 3.76 |
| 市盈率(P/E) | 184.01 | 101.34 | 53.70 | 38.58 | 26.70 |
| 市净率(P/B) | 20.25 | 16.78 | 13.28 | 11.07 | 9.00 |
| 市销率(P/S) | 11.71 | 9.27 | 6.62 | 5.13 | 3.94 |
| EV/EBITDA | 25.95 | 22.07 | 39.50 | 29.07 | 20.80 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 食品饮料/食品加工 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 100.3 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 129.36 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 109.57 |
| A 股总市值(百万元) | 12,974.81 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,990.17 |
| 每股净资产(元) | 7.31 |
| 资产负债率(%) | 49.24 |
| 一年内最高/最低(元) | 161.88/43.01 |

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《盐津铺子-季报点评：“店中岛”快速复制，新品逐步放量，盐津铺子业绩呈加速向上趋势》 2020-11-04
- 《盐津铺子-半年报点评：中报业绩超去年全年，三季度仍然持续提速》 2020-08-05
- 《盐津铺子-公司点评：半年度业绩或超去年全年，休食白马扬帆起航》 2020-07-16

预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 100.60 | 122.01 | 156.71 | 202.50 | 266.30 |
| 应收票据及应收账款 | 88.96 | 156.28 | 140.67 | 114.48 | 217.21 |
| 预付账款 | 32.04 | 50.23 | 46.17 | 81.84 | 88.36 |
| 存货 | 196.70 | 291.53 | 427.59 | 431.53 | 754.01 |
| 其他 | 43.56 | 40.29 | 41.00 | 50.04 | 54.38 |
| 流动资产合计 | 461.86 | 660.34 | 812.13 | 880.39 | 1,380.27 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 574.59 | 739.95 | 737.15 | 753.02 | 767.08 |
| 在建工程 | 15.57 | 8.24 | 40.94 | 72.56 | 73.54 |
| 无形资产 | 92.74 | 138.23 | 135.19 | 132.15 | 129.11 |
| 其他 | 13.88 | 113.41 | 48.84 | 58.71 | 73.65 |
| 非流动资产合计 | 696.77 | 999.83 | 962.12 | 1,016.44 | 1,043.38 |
| 资产总计 | 1,158.63 | 1,660.17 | 1,774.25 | 1,896.83 | 2,423.65 |
| 短期借款 | 185.10 | 348.50 | 232.46 | 19.51 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 186.66 | 257.01 | 325.85 | 402.41 | 567.02 |
| 其他 | 125.37 | 256.20 | 214.28 | 277.84 | 389.49 |
| 流动负债合计 | 497.13 | 861.71 | 772.60 | 699.77 | 956.51 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 18.01 | 18.86 | 18.51 | 18.46 | 18.61 |
| 非流动负债合计 | 18.01 | 18.86 | 18.51 | 18.46 | 18.61 |
| 负债合计 | 515.14 | 880.57 | 791.11 | 718.23 | 975.12 |
| 少数股东权益 | 2.65 | 6.23 | 6.24 | 6.98 | 6.82 |
| 股本 | 124.00 | 128.40 | 129.36 | 129.36 | 129.36 |
| 资本公积 | 289.64 | 374.60 | 374.60 | 374.60 | 374.60 |
| 留存收益 | 516.83 | 705.03 | 847.54 | 1,042.25 | 1,312.34 |
| 其他 | (289.64) | (434.66) | (374.60) | (374.60) | (374.60) |
| 股东权益合计 | 643.49 | 779.59 | 983.15 | 1,178.60 | 1,448.52 |
| 负债和股东权益总 | 1,158.63 | 1,660.17 | 1,774.25 | 1,896.83 | 2,423.65 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 71.22 | 127.61 | 241.60 | 336.34 | 485.95 |
| 折旧摊销 | 37.89 | 62.28 | 33.14 | 35.55 | 38.01 |
| 财务费用 | 9.09 | 13.58 | 15.36 | 6.77 | (0.13) |
| 投资损失 | 1.15 | (0.12) | 0.34 | 0.34 | 0.34 |
| 营运资金变动 | 16.87 | (118.92) | (25.96) | 107.74 | (174.62) |
| 其它 | 19.21 | 100.06 | 0.02 | 0.75 | (0.16) |
| 经营活动现金流 | 155.42 | 184.48 | 264.50 | 487.50 | 349.39 |
| 资本支出 | 211.40 | 264.95 | 60.35 | 80.05 | 49.85 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (374.37) | (606.83) | (120.69) | (160.39) | (100.19) |
| 投资活动现金流 | (162.97) | (341.87) | (60.34) | (80.34) | (50.34) |
| 债权融资 | 185.10 | 348.50 | 232.46 | 19.51 | 0.00 |
| 股权融资 | (5.87) | 17.02 | 46.77 | (5.66) | 1.24 |
| 其他 | (141.94) | (207.90) | (448.70) | (375.21) | (236.49) |
| 筹资活动现金流 | 37.29 | 157.61 | (169.46) | (361.36) | (235.25) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 29.75 | 0.22 | 34.70 | 45.80 | 63.80 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,107.55 | 1,399.28 | 1,958.85 | 2,531.29 | 3,290.68 |
| 营业成本 | 674.16 | 799.43 | 1,063.98 | 1,371.96 | 1,780.26 |
| 营业税金及附加 | 13.11 | 12.65 | 21.52 | 26.89 | 33.63 |
| 营业费用 | 287.79 | 343.81 | 460.52 | 607.51 | 773.31 |
| 管理费用 | 56.85 | 91.05 | 94.02 | 93.66 | 98.72 |
| 研发费用 | 16.58 | 26.90 | 19.59 | 25.31 | 32.91 |
| 财务费用 | 6.98 | 13.38 | 15.36 | 6.77 | (0.13) |
| 资产减值损失 | 6.81 | (0.74) | 2.71 | 2.93 | 1.63 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (1.15) | 0.12 | (0.34) | (0.34) | (0.34) |
| 其他 | (28.91) | (25.13) | 0.68 | 0.68 | 0.68 |
| 营业利润 | 75.33 | 137.79 | 280.79 | 395.92 | 570.01 |
| 营业外收入 | 0.78 | 2.54 | 1.66 | 1.66 | 2.50 |
| 营业外支出 | 0.75 | 1.28 | 1.47 | 1.00 | 1.00 |
| 利润总额 | 75.36 | 139.04 | 280.97 | 396.58 | 571.51 |
| 所得税 | 4.14 | 11.43 | 39.35 | 59.49 | 85.73 |
| 净利润 | 71.22 | 127.61 | 241.62 | 337.09 | 485.79 |
| 少数股东损益 | 0.71 | (0.42) | 0.02 | 0.75 | (0.16) |
| 归属于母公司净利润 | 70.51 | 128.04 | 241.60 | 336.34 | 485.95 |
| 每股收益(元) | 0.55 | 0.99 | 1.87 | 2.60 | 3.76 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 46.81% | 26.34% | 39.99% | 29.22% | 30.00% |
| 营业利润 | -9.99% | 82.92% | 103.78% | 41.00% | 43.97% |
| 归属于母公司净利润 | 7.27% | 81.58% | 88.70% | 39.21% | 44.48% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 39.13% | 42.87% | 45.68% | 45.80% | 45.90% |
| 净利率 | 6.37% | 9.15% | 12.33% | 13.29% | 14.77% |
| ROE | 11.00% | 16.56% | 24.73% | 28.71% | 33.71% |
| ROIC | 13.69% | 19.43% | 28.53% | 33.89% | 51.70% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 44.46% | 53.04% | 44.59% | 37.86% | 40.23% |
| 净负债率 | 13.13% | 29.05% | 7.71% | -15.53% | -18.38% |
| 流动比率 | 0.93 | 0.77 | 1.05 | 1.26 | 1.44 |
| 速动比率 | 0.53 | 0.43 | 0.50 | 0.64 | 0.65 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 14.06 | 11.41 | 13.19 | 19.84 | 19.84 |
| 存货周转率 | 5.55 | 5.73 | 5.45 | 5.89 | 5.55 |
| 总资产周转率 | 1.04 | 0.99 | 1.14 | 1.38 | 1.52 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.55 | 0.99 | 1.87 | 2.60 | 3.76 |
| 每股经营现金流 | 1.20 | 1.43 | 2.04 | 3.77 | 2.70 |
| 每股净资产 | 4.95 | 5.98 | 7.55 | 9.06 | 11.14 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 184.01 | 101.34 | 53.70 | 38.58 | 26.70 |
| 市净率 | 20.25 | 16.78 | 13.28 | 11.07 | 9.00 |
| EV/EBITDA | 25.95 | 22.07 | 39.50 | 29.07 | 20.80 |
| EV/EBIT | 40.48 | 31.04 | 43.92 | 31.64 | 22.18 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |