

盐津铺子 (002847)

公司研究/点评报告

全品类布局+渠道拓张，推动业绩高速增长

—盐津铺子 (002847) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 31 日

一、事件概述

3 月 30 日，公司发布 2020 年报，报告期内实现营业收入 19.59 亿元，同比+39.99%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比+88.70%；基本 EPS 为 1.94 元。20Q4 单季度公司实现营业收入 5.24 亿元，同比+25.52%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比+38.73%。拟每 10 股派现金红利 10 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 全品类覆盖+非华中区域快速布局，推动收入高速增长

2020 年公司实现营业收入 19.59 亿元，其中 Q1-Q4 分别实现营收 4.64/4.81/4.89/5.24 亿元，分别同比+35.43%/+61.47%/+43.55%/+25.52%。盐津实现了休闲零食全品类覆盖，报告期内烘焙/深海零食/肉鱼/豆干/果干/蜜饯炒货/素食/辣条分别实现 6.81/2.97/2.46/1.94/1.62/1.32/1.27/0.50 亿元收入，其中烘焙、深海零食、肉鱼产品、果干、素食增长超 45%，盐津已构成了第一曲线咸味零食业绩稳增长+第二曲线烘焙点心业绩快速放量+第三曲线坚果果干积极培育的全系列产品矩阵，能及时推出并调整符合市场期待的产品组合，保障业绩快速增长。分市场看，华中/华南/华东/西南/华北/西北/东北/境外分别实现收入 8.55/3.88/3.64/2.30/0.67/0.40/0.13/0.05 亿元，西南、西北、华东均取得了 60% 以上的高增长，非华中区域市场占比也由 2016 年 38.42% 持续提升至 2020 年 56.36%，验证了公司在大本营华中区域以外市场的快速布局，公司将继续精耕优势区域市场，建立川渝鄂第二根据地市场，重点突破华东华北空白市场，推动全国化布局速度进一步加快。

➤ 毛利率稳步提升，控费能力日益显著

毛利率：2020 年公司达成毛利率 43.83%，同比+0.96ppt，单 Q4 毛利率 47.52%，同比+4.66ppt。支撑毛利率稳步提升的原因在于公司产品力的增加，在推新初期为配合终端动销，公司会以低毛利率切入市场，形成产品竞争力后，公司将逐步提价拉升毛利率，烘焙单品放量带动毛利率提升尤为突出。**期间费用率：**2020 年公司期间费用率为 31.90%，同比-2.06ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.06%/4.90%/2.63%/0.30%，分别同比-0.51ppt/-1.60ppt/+0.71ppt/-0.65ppt，在目前休闲零食行业普遍加大广告投放力度的情况下，公司销售费用率不增反降，得益于公司渠道战略高度集中线下 KA，避免了线上流量红利减退，也受益于 KA 店中岛集中陈列所具备的广告效应。**净利率：**公司全年实现归母净利润 2.42 亿元，同比+88.83%，单 Q4 实现归母净利润 0.53 亿元，同比+39.18%。全年达成净利率 12.36%，同比+3.24ppt，单 Q4 净利率 10.15%，同比+1.04ppt。公司利润增速跑赢收入增速，说明公司业绩增长不仅来自于量增，也来自于价增（毛利率增加）和控费能力的增强（费用率下降）。

➤ 多品类布局+渠道快速扩张，构成盐津业绩强大推力

产品层面，盐津铺子通过品类叠加模式已覆盖休闲零食全品类，能根据市场变化快速推出新品，满足消费需求。同时多样化产品策略将有助于降低单品依赖度，保证公司稳健发展。2020 年公司重点开拓定量装，实施差异化、全面化营销战略。

渠道层面，盐津铺子重点聚焦 KA 散装渠道，以直营带动经销，通过大型商超建立品牌形象与销售样板，带动经销商发展，快速布局地区型中小商超、便利店、批发市场等，填补直营渠道空白，推动公司渠道下沉。2020 年末盐津铺子终端店中岛已超 1.6 万个，预估全国至少有 4.7 万个商超可建岛，未来市场空间巨大，并且公司拟发展“盐津铺子”零食屋和“憨豆先生”面包屋双岛战略，中岛存在倍增空间。同时定位线上渠道为品牌形象建设与产品推广，结合直播带货、社区团购等新零售模式，作为线下渠道的补充。

推荐

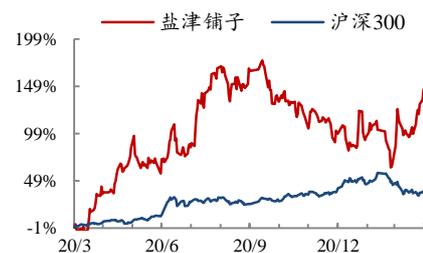
维持评级

当前价格： 135.96 元

交易数据 2021-3-30

近 12 个月最高/最低(元)	153.0/52.8
总股本(百万股)	129
流通股本(百万股)	110
流通股比例(%)	84.70
总市值(亿元)	176
流通市值(亿元)	149

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 盐津铺子(002847):全品类覆盖+店中岛拓张，双轮驱动业绩高增
2. 盐津铺子(002847):利润高增无忧，产品+渠道双轮驱动业绩增长

➤ 新三年股权激励落地，释放业绩持续向好信号

2021年3月公司发布2021年股权激励计划，计划授予公司董事、高管、核心技术人员等32人223.67万股限制性股权，占公司总股本的1.73%。业绩考核目标定为2021-2023年收入分别不低于2020年的28%/62%/104%，即分别同比+28%/+27%/+26%，净利润分别不低于2020年的42%/101%/186%，即分别同比+42%/+42%/+42%。高位业绩目标彰显了公司对未来经营的充足信心，也将极大程度调动公司核心骨干积极性。

三、投资建议

预计2021-2023年公司实现收入25.69/32.87/41.57亿元，同比+31.1%/+27.9%/+26.5%；实现归母净利润3.46/5.01/7.29亿元，同比+43.2%/+44.6%/+45.6%，EPS分别为2.68/3.87/5.64元，对应PE分别为51X/35X/24X。目前休闲食品板块2021年预期估值约为34倍（Wind一致预期，算数平均法），公司估值略高于可比公司平均水平。考虑到公司未来业绩增长的确定性，仍维持“推荐”评级。

四、风险提示：

线下渠道扩张不及预期、行业竞争加剧、食品质量安全问题。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,959	2,569	3,287	4,157
增长率（%）	40.0%	31.1%	27.9%	26.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	242	346	501	729
增长率（%）	88.8%	43.2%	44.6%	45.6%
每股收益（元）	1.94	2.68	3.87	5.64
PE（现价）	70.1	50.8	35.1	24.1
PB	20.5	14.6	10.3	7.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,959	2,569	3,287	4,157
营业成本	1,100	1,405	1,759	2,157
营业税金及附加	17	22	28	35
销售费用	471	598	739	915
管理费用	96	110	138	166
研发费用	52	59	76	83
EBIT	223	374	546	801
财务费用	6	42	40	36
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	278	392	567	825
营业外收支	(4)	(5)	(5)	(5)
利润总额	274	392	567	825
所得税	32	45	65	95
净利润	242	347	501	730
归属于母公司净利润	242	346	501	729
EBITDA	319	478	672	946
资产负债表 (百万元)				
货币资金	180	419	836	1406
应收账款及票据	156	232	297	368
预付款项	52	74	92	111
存货	352	483	562	717
其他流动资产	38	38	38	38
流动资产合计	788	1268	1843	2673
长期股权投资	0	0	1	1
固定资产	926	1108	1288	1470
无形资产	157	181	204	226
非流动资产合计	1233	1344	1441	1519
资产合计	2021	2612	3285	4192
短期借款	472	472	472	472
应付账款及票据	210	350	425	509
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	1010	1254	1425	1602
长期借款	130	130	130	130
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	146	146	146	146
负债合计	1156	1400	1571	1748
股本	129	129	129	129
少数股东权益	6	7	8	9
股东权益合计	865	1212	1714	2444
负债和股东权益合计	2021	2612	3285	4192

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	40.0%	31.1%	27.9%	26.5%
EBIT 增长率	77.9%	67.8%	46.0%	46.5%
净利润增长率	88.8%	43.2%	44.6%	45.6%
盈利能力				
毛利率	43.8%	45.3%	46.5%	48.1%
净利润率	12.3%	13.5%	15.2%	17.5%
总资产收益率 ROA	12.0%	13.3%	15.2%	17.4%
净资产收益率 ROE	28.2%	28.7%	29.3%	29.9%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.0	1.3	1.7
速动比率	0.4	0.6	0.9	1.2
现金比率	0.2	0.3	0.6	0.9
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	26.2	26.7	26.8	26.7
存货周转天数	105.2	107.0	106.9	106.7
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	2.7	3.9	5.6
每股净资产	6.6	9.3	13.2	18.8
每股经营现金流	2.3	3.8	5.3	6.5
每股股利	1.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	70.1	50.8	35.1	24.1
PB	20.5	14.6	10.3	7.2
EV/EBITDA	48.6	33.1	23.2	16.3
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	242	347	501	730
折旧和摊销	96	104	126	145
营运资金变动	(51)	3	13	(82)
经营活动现金流	295	497	684	837
资本开支	356	215	222	223
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(348)	(215)	(222)	(223)
股权募资	31	0	0	0
债务募资	282	0	0	0
筹资活动现金流	76	(44)	(44)	(44)
现金净流量	23	238	418	570

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。