

消费升级与娱乐研究中心

盐津铺子 (002847.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 135.96 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.29
已上市流通 A 股(亿股)	1.10
总市值(亿元)	175.88
年内股价最高最低(元)	153.00/52.31
沪深 300 指数	5095
中小板综	12260



相关报告

1.《差异化定位享高增长，盈利空间逐步释放-差异化定位享高增长，盈...》，2021.3.3

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

扩容空间广阔，持续激励彰显信心

公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,399	1,959	2,522	3,270	4,129
营业收入增长率	26.34%	39.99%	28.72%	29.68%	26.27%
归母净利润(百万元)	128	242	346	478	644
归母净利润增长率	81.58%	88.83%	43.30%	37.93%	34.72%
摊薄每股收益(元)	0.997	1.867	2.678	3.694	4.977
每股经营性现金流净额	1.39	2.62	3.49	4.65	5.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.56%	28.15%	31.85%	34.27%	35.95%
P/E	36.20	59.04	50.76	36.80	27.32
P/B	5.99	16.62	16.17	12.61	9.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

公司于 2021 年 3 月 30 日发布 2020 年年报，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+88.83%。Q4 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+39.17%。业绩符合预期。

经营分析

- **产品、渠道持续扩容，2020 年依旧维持较高增速。**产品方面，烘焙作为第一大品类依旧增长强劲，同比+66%，占比提升 5.5pct 至 34.8%；新品里面，果干实现快速放量，同比+87%，占比达到 8.3% (+2.1pct)；老产品里面，肉鱼产品、休闲素食依旧保持较高增速，同比+45%/74%。豆制品/蜜饯炒货/辣条(新品)/其他同比+0.4%/-2%/+2%/-16%。渠道方面，省外扩张加速，华中(含江西省)/华南/华东/西南/华北/西北地区销售额同比+33%/23%/61%/68%/22%/66%，占比为 44%/20%/19%/12%/3%/2%，非华中地区占比提升 10.3pct；店中岛数量新增约 8000 个，实现翻倍增长。
- **毛利率受益烘焙产品规模效应，费用优化带动净利率水平明显提升。**2020 年毛利率小幅提升 0.96pct 至 43.83%，其中烘焙产品规模效应逐步凸显，毛利率提升 5.99pct，但公司仍有培育期新品拉低整体水平。公司销售/管理/财务费用分别同比-0.5/-1.6/-0.7pct，费用端整体优化明显，净利率提升 3.24pct 至 12.36%。我们认为管理费率明显下降主要系管理模式的优化；销售费率下降系疫情下展业、推广活动减少，财务费率下降系利息支出减少。
- **新一轮股权激励再次彰显信心。**2019 年公司针对 19-21 年提出股权激励计划，19-20 年均已达成解锁目标。2021 年 3 月公司又提出新一轮激励计划，解锁目标对应 21-23 年收入增速不低于 28%/26.6%/25.9%；扣非归母净利润增速不低于 42%/41.5%/42.3%，再次彰显管理层充足信心。

投资建议

- 考虑到公司扩容空间广阔，毛利率具有较大优化空间，我们将公司 22 年归母净利润上调 6.7%，预计 21-23 年归母净利润为 3.46/4.78/6.44 亿元，对应 EPS 为 2.68/3.69/5.00 元，对应 PE 为 51/37/27X，维持“买入”评级。

风险提示

- 新品增长不达预期，渠道扩张不达预期，食品安全问题，行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,108	1,399	1,959	2,522	3,270	4,129
增长率		26.3%	40.0%	28.7%	29.7%	26.3%
主营业务成本	-674	-799	-1,100	-1,387	-1,772	-2,209
%销售收入	60.9%	57.1%	56.2%	55.0%	54.2%	53.5%
毛利	433	600	859	1,135	1,498	1,920
%销售收入	39.1%	42.9%	43.8%	45.0%	45.8%	46.5%
营业税金及附加	-13	-13	-17	-23	-29	-37
%销售收入	1.2%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-288	-344	-471	-610	-785	-991
%销售收入	26.0%	24.6%	24.1%	24.2%	24.0%	24.0%
管理费用	-57	-91	-96	-126	-160	-186
%销售收入	5.1%	6.5%	4.9%	5.0%	4.9%	4.5%
研发费用	-23	-27	-52	-48	-62	-78
%销售收入	2.1%	1.9%	2.6%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	52	125	223	328	461	628
%销售收入	4.7%	9.0%	11.4%	13.0%	14.1%	15.2%
财务费用	-7	-13	-6	-23	-14	-3
%销售收入	0.6%	1.0%	0.3%	0.9%	0.4%	0.1%
资产减值损失	-7	5	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	1	3	3	6
%税前利润	n.a	0.1%	0.3%	0.8%	0.6%	0.9%
营业利润	75	138	278	371	513	694
营业利润率	6.8%	9.8%	14.2%	14.7%	15.7%	16.8%
营业外收支	0	1	-4	6	6	6
税前利润	75	139	274	377	519	700
利润率	6.8%	9.9%	14.0%	14.9%	15.9%	16.9%
所得税	-4	-11	-32	-30	-42	-56
所得税率	5.5%	8.2%	11.5%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	71	128	242	346	478	644
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	71	128	242	346	478	644
净利率	6.4%	9.2%	12.3%	13.7%	14.6%	15.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	71	128	242	346	478	644
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	45	62	96	92	110	129
非经营收益	11	11	8	32	7	-6
营运资金变动	28	-21	-6	-20	7	-15
经营活动现金净流	155	179	340	451	602	752
资本开支	-221	-350	-356	-184	-209	-209
投资	0	0	0	0	0	0
其他	58	8	9	5	2	5
投资活动现金净流	-163	-342	-348	-179	-207	-204
股权募资	0	64	31	21	20	10
债权募资	75	133	282	-224	-183	-180
其他	-38	-40	-237	-165	-207	-264
筹资活动现金净流	37	158	76	-368	-370	-434
现金净流量	30	-6	68	-95	24	114

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	101	122	180	85	110	224
应收账款	100	167	167	224	290	367
存货	197	292	352	418	534	666
其他流动资产	65	80	89	113	109	125
流动资产	462	660	788	840	1,043	1,381
%总资产	39.9%	39.8%	39.9%	39.8%	43.1%	48.6%
长期投资	0	80	70	67	68	69
固定资产	590	748	926	1,033	1,123	1,195
%总资产	50.9%	45.1%	46.8%	48.9%	46.4%	42.0%
无形资产	93	138	159	172	185	197
非流动资产	697	1,000	1,190	1,272	1,376	1,461
%总资产	60.1%	60.2%	60.1%	60.2%	56.9%	51.4%
资产总计	1,159	1,660	2,021	2,158	2,466	2,892
短期借款	185	348	472	313	180	0
应付款项	226	396	376	480	614	766
其他流动负债	86	117	161	190	241	299
流动负债	497	862	1,010	984	1,035	1,065
长期贷款	0	0	130	80	30	30
其他长期负债	18	19	16	0	0	0
负债	515	881	1,156	1,064	1,065	1,095
普通股股东权益	641	773	859	1,088	1,395	1,791
其中：股本	124	128	129	129	129	129
未分配利润	203	300	461	668	955	1,341
少数股东权益	3	6	6	6	6	6
负债股东权益合计	1,159	1,660	2,021	2,158	2,466	2,892

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.569	0.997	1.867	2.678	3.694	4.977
每股净资产	5.168	6.023	6.632	8.410	10.781	13.844
每股经营现金净流	1.253	1.391	2.624	3.486	4.650	5.812
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.071	1.478	1.991
回报率						
净资产收益率	11.00%	16.56%	28.15%	31.85%	34.27%	35.95%
总资产收益率	6.09%	7.71%	11.96%	16.05%	19.38%	22.26%
投入资本收益率	5.97%	10.19%	13.44%	20.27%	26.33%	31.60%
增长率						
主营业务收入增长率	46.81%	26.34%	39.99%	28.72%	29.68%	26.27%
EBIT增长率	5.42%	139.11%	77.86%	46.94%	40.65%	36.13%
净利润增长率	7.27%	81.58%	88.83%	43.30%	37.93%	34.72%
总资产增长率	19.94%	43.29%	21.75%	6.82%	14.48%	17.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.0	28.5	26.6	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	108.0	111.5	106.7	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	75.6	85.0	69.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	189.4	193.0	172.5	149.6	125.4	105.6
偿债能力						
净负债/股东权益	13.13%	29.05%	48.79%	28.18%	7.18%	-10.76%
EBIT利息保障倍数	7.5	9.4	37.6	14.1	33.8	219.4
资产负债率	44.46%	53.04%	57.19%	49.29%	43.19%	37.86%

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402