

扩张模式清晰，股权激励落地，持续成长可期

——盐津铺子年报点评

事件：公司发布 2020 年年报，实现营收 19.59 亿元/+39.99%，归母净利润 2.42 亿元/+88.83%，扣非归母净利润 1.89 亿元/+86.96%。分季度来看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 4.64/4.81/4.89/5.24 亿元，对应增速 +35.43%/+61.47%/+43.55%/+25.52%，实现归母净利润 0.57/0.73/0.59/0.53 亿元，对应增速+100.80%/+93.14%/+147.99%/+39.18%。

核心观点

- **各品类高景气度维持，全国化扩张稳步进行，中岛模式持续推进。**1) 公司各品类高景气度维持，表现亮眼：第一增长曲线稳中有升，深海零食、肉鱼制品分别实现营收 2.97 亿/+48.73%、2.46 亿/+45.10%；第二增长曲线增速持续放量，烘焙点心产品实现营收 6.80 亿/+66.00%，稳居第一大品类，占比 34.75%；第三增长曲线培育有效，果干、素食分别实现营收 1.62 亿/+86.54%、1.27 亿/+74.10%。2) 新区域保持高速发展，公司扩张为全国性品牌。公司传统优势区域华中实现营收 8.54 亿/+33.34%，华东及西南地区快速发展，20 年营收增速分别为 61.47%和 67.86%。3) 公司中岛模式持续推进，目前已有 1.6 万个，相较年初增长约 0.8 万家。4) Q4 季度受 20 年春节延后影响，增速有所下滑。
- **毛利率稳中有升，费用率控制良好，扩张阶段下净利率稳定提升。**1) 公司 20 年实现毛利率 43.83%/+0.96pct，其中烘焙点心类毛利率 44.84%/+5.99pct，毛利率提升主要系营收放量带来折旧等固定费用摊薄。2) 公司销售费用、管理费用分别为 24.06%/-0.51pct 和 4.90%/-1.60pct，剔除股权激励支付后分别为 22.87%/-0.88pct、3.77%/-1.47pct，费用率控制良好；公司销售人员 1703 人/+403。3) 公司加大产品研发投入，研发费用 0.51 亿/+91.45%，对应研发费用率 2.63%/+0.71pct，研发人员 173 人/+105。4) 公司实现归母净利率 12.34%/+3.19pct，得益于营收放量带来的固定费用摊薄以及费用率的良好控制，公司市场扩张阶段下净利率保持稳定提升。
- **公司扩张路径清晰，伴随股权激励落地，未来业绩增长确定性强。**公司将于 21 年加速中岛模式投放，进一步推动渠道深耕与下沉；同时，公司于 20 年起全面开拓定量装市场，这将助力公司进行全渠道布局。公司前期产能布局亦为公司扩张提供强力支撑，报告期内漯河生产基地正式投产。看外在，公司扩张路径清晰，扩容空间大；看内在，21 年公司高目标股权激励项目落地，内生动力足，未来三年业绩增长确定性强。

财务预测与投资建议

- 由于公司股权激励落地，未来三年业绩增长确定性强，我们调整公司 21-23EPS 预测为 2.69/3.80/5.08 元（调整前 21-22 年 2.71/3.22 元）。使用可比公司估值法，由于公司业绩增长显著高于同业且增长确定性强，给予 20% 的溢价，对应 21 年 56 倍 PE，对应目标价 150.38 元，维持买入评级。

风险提示

食品安全问题，市场竞争加剧，市场拓张不及预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,399	1,959	2,591	3,221	3,904
同比增长(%)	26.3%	40.0%	32.3%	24.3%	21.2%
营业利润(百万元)	138	278	383	542	726
同比增长(%)	82.9%	101.8%	37.9%	41.3%	34.0%
归属母公司净利润(百万元)	128	242	347	492	657
同比增长(%)	81.6%	88.8%	43.7%	41.5%	33.6%
每股收益(元)	0.99	1.87	2.69	3.80	5.08
毛利率(%)	42.9%	43.8%	45.0%	45.3%	45.7%
净利率(%)	9.2%	12.3%	13.4%	15.3%	16.8%
净资产收益率(%)	18.1%	29.6%	31.3%	30.6%	30.1%
市盈率	137.4	72.7	50.6	35.8	26.8
市净率	22.7	20.5	12.9	9.5	7.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

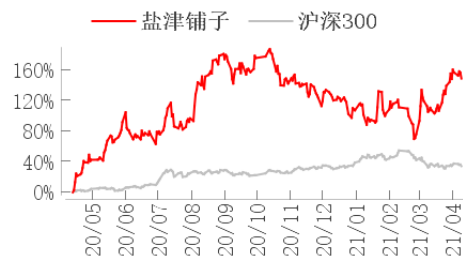


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月09日)	132.47 元
目标价格	150.38 元
52周最高价/最低价	161.88/52.24 元
总股本/流通A股(万股)	12,936/10,957
A股市值(百万元)	17,136
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年04月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.16	20.38	23.58	148.33
相对表现	-2.33	21.1	20.64	130.23
沪深300	-0.83	-0.72	2.94	18.1



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

相关报告

中报业绩超预期，三季度仍可提速：—— 2020-08-06

——盐津铺子中报点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

由于公司股权激励落地，未来三年业绩增长确定性强，我们调整公司 21-23EPS 预测为 2.69/3.80/5.08 元（调整前 21-22 年 2.71/3.22 元）。使用可比公司估值法，由于公司业绩增长显著高于同业且增长确定性强，给予 20%的溢价，对应 21 年 56 倍 PE，目标价 150.38 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率				EPS 增速
			2021/4/7	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
妙可蓝多	600882	63.88	0.16	0.73	1.38		390.46	87.47	46.32		89.0%
三只松鼠	300783	41.96	0.75	0.90	1.10		55.84	46.39	38.20		22.2%
良品铺子	603719	48.87	0.86	1.07	1.29		57.04	45.50	37.90		20.6%
好想你	002582	11.85	0.27	0.32	0.37		43.89	37.03	32.03		15.6%
华文食品	003000	15.88	0.26	0.32	0.36		61.50	49.63	44.11		12.5%
	调整后平均						58.13	47.17	40.07		19.5%

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

食品安全问题，市场竞争加剧，市场拓张不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	122	180	847	1,360	2,035	营业收入	1,399	1,959	2,591	3,221	3,904
应收票据及应收账款	156	156	233	290	351	营业成本	799	1,100	1,425	1,762	2,120
预付账款	50	52	79	100	114	营业税金及附加	13	17	29	35	43
存货	292	352	499	617	742	营业费用	344	471	568	660	765
其他	40	48	52	55	59	管理费用及研发费用	118	148	199	243	281
流动资产合计	660	788	1,710	2,420	3,301	财务费用	13	6	33	27	21
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	1	0	0	0
固定资产	740	926	934	948	952	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	8	43	35	14	15	投资净收益	0	1	0	0	0
无形资产	138	157	154	151	148	其他	31	61	46	48	51
其他	113	107	2	2	2	营业利润	138	278	383	542	726
非流动资产合计	1,000	1,233	1,125	1,116	1,117	营业外收入	3	0	0	0	0
资产总计	1,660	2,021	2,835	3,536	4,419	营业外支出	1	5	0	0	0
短期借款	348	472	472	472	472	利润总额	139	274	383	542	726
应付票据及应付账款	257	210	442	546	657	所得税	11	32	35	50	68
其他	256	327	423	528	642	净利润	128	242	348	492	658
流动负债合计	862	1,010	1,338	1,546	1,771	少数股东损益	(0)	0	1	0	1
长期借款	0	130	130	130	130	归属于母公司净利润	128	242	347	492	657
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.99	1.87	2.69	3.80	5.08
其他	19	16	0	0	0						
非流动负债合计	19	146	130	130	130	主要财务比率					
负债合计	881	1,156	1,468	1,677	1,901		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	6	6	7	7	8	成长能力					
股本	128	129	129	129	129	营业收入	26.3%	40.0%	32.3%	24.3%	21.2%
资本公积	315	221	440	440	440	营业利润	82.9%	101.8%	37.9%	41.3%	34.0%
留存收益	330	508	791	1,282	1,939	归属于母公司净利润	81.6%	88.8%	43.7%	41.5%	33.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	780	865	1,368	1,859	2,517	毛利率	42.9%	43.8%	45.0%	45.3%	45.7%
负债和股东权益总计	1,660	2,021	2,835	3,536	4,419	净利率	9.2%	12.3%	13.4%	15.3%	16.8%
						ROE	18.1%	29.6%	31.3%	30.6%	30.1%
						ROIC	14.2%	19.4%	22.0%	23.3%	24.3%
						偿债能力					
						资产负债率	53.0%	57.2%	51.8%	47.4%	43.0%
						净负债率	29.1%	48.8%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	0.77	0.78	1.28	1.57	1.86
						速动比率	0.43	0.43	0.91	1.17	1.44
						营运能力					
						应收账款周转率	12.8	13.7	13.3	12.3	12.2
						存货周转率	3.2	3.4	3.3	3.2	3.1
						总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
						每股指标(元)					
						每股收益	0.99	1.87	2.69	3.80	5.08
						每股经营现金流	1.44	2.63	4.57	4.54	5.86
						每股净资产	5.98	6.64	10.52	14.32	19.39
						估值比率					
						市盈率	137.4	72.7	50.6	35.8	26.8
						市净率	22.7	20.5	12.9	9.5	7.0
						EV/EBITDA	106.7	47.8	38.3	28.8	22.3
						EV/EBIT	119.1	63.4	43.2	31.7	24.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn