

# 盐津铺子 (002847)

证券研究报告

2021年04月27日

## 21Q1 业绩增长超预期，毛利率净利率同比均实现增长，战略调整初现成效

**事件:**公司发布21年度一季报。21Q1公司实现营收5.92亿元,同增27.45%,实现归母净利润0.82亿元,同增43.41%。实现扣非归母净利润0.68亿元,同增67.64%,主要由于毛利率上升以及20Q1公司收到政府补助约2000万元导致的非经常性收益较高。公司2021年新一期股权激励计划对于2021年的业绩考核包括营收不低于28%以及扣非归母净利润不低于42%,相比之下公司21Q1扣非归母净利润完成超出预期。

**利润端,**公司一季度实现毛利率44.02%,较20Q1增加3.6pct,较20Q4减少3.5pct;净利率14.17%,较20Q1增加1.8pct,较20Q4增加4.0pct。公司整体营收与毛利、净利均实现稳健增幅。

**费用率方面,**公司一季度①销售费用为13003.75万元,同比增长24.23%,销售费用率为21.97%。②管理费用为2724.78万元,同比增长29.64%,管理费用率4.60%。③财务费用为419.49万元,同比增长18.94%;财务费用率为0.71%。④研发费用1706.11万,有344.21%的显著同比增长,研发费用率为2.88%。为进一步打磨产品力,公司在产品研发方面加大投入,导致研发费用增加。

**产品端:**①公司聚焦主业,关注休闲食品行业,建立了小品类休闲食品全品类产品系列,包括:“盐津铺子”系列咸味休闲零食和“憨豆先生”系列休闲烘焙点心产品。②咸味零食一荤一素重点形成,烘焙甜点多品类发展。公司2021年全力打造两大品牌,在全面发展的基础上将更加聚焦,咸味零食将重点打造“海味零食”和“辣味零食”,甜味零食将重点发展“休闲烘焙”和“休闲点心”。预期海味零食在公司的重点打造下将成为大类单品,为公司业绩贡献强劲的新增长动力。③在建立全品类产品体系的同时,公司着力发展小量散称包装产品,全面开拓定量装市场。

**渠道端:**①线下,公司全面推进渠道下沉成效显著。截至20年年底公司产品已进入3088个卖场,16000个店中岛点亮全国版图。②公司新一年来对发展战略做出调整,大营销散装业务由“渠道事业部制”向“战区总经理制”转变,因地制宜的制定战区产品、渠道、中岛等策略,同时全面推动渠道精耕和渠道下沉,资源向一线汇集,“双岛是基础,推广是核心竞争力”,公司将加速双岛门店布局,升级店铺运营。

**投资建议:**公司2021股票激励计划设定2021/2022/2023年营业收入增速不低于28%/27%/26%,扣非归母净利润增速不低于42%/42%/42%。考虑到公司非经常性损益或存在波动,预计公司21-22年收入分别为25/32亿元;结合股权激励费用,预计2021/2022实际经营净利润分别为3.4/4.8亿元。维持“买入”评级。

**风险提示:**产品推广不及预期;营收增长不及预期;线上新电商业务拓展不及预期;食品安全风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,399.28	1,958.85	2,507.33	3,173.34	3,996.06
增长率(%)	26.34	39.99	28.00	26.56	25.93
EBITDA(百万元)	215.47	371.49	451.94	612.01	834.66
净利润(百万元)	128.04	241.77	335.36	476.65	668.20
增长率(%)	81.58	88.83	38.71	42.13	40.19
EPS(元/股)	0.99	1.87	2.59	3.68	5.17
市盈率(P/E)	137.15	72.63	52.36	36.84	26.28
市净率(P/B)	22.71	20.45	13.25	10.24	7.91
市销率(P/S)	12.55	8.96	7.00	5.53	4.39
EV/EBITDA	22.07	39.23	38.11	28.04	19.68

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	132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)	17,075.52
流通A股市值(百万元)	14,463.64
每股净资产(元)	6.58
资产负债率(%)	58.84
一年内最高/最低(元)	161.88/72.50

### 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-年报点评报告:品类渠道再聚焦,加速线下双岛布局发力新零售,新三年计划有望再度超预期》2021-04-04
- 《盐津铺子-公司点评:发布新一轮股权激励计划,高目标高增长充分调动核心骨干积极性,聚焦品类渠道未来持续高增长可期》2021-03-08
- 《盐津铺子-公司点评:业绩持续高增长,品类渠道再度聚焦,战略调整未来可期》2021-02-24

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	122.01	180.39	682.63	794.01	1,479.81
应收票据及应收账款	156.28	156.08	117.24	228.68	206.93
预付账款	50.23	51.70	77.71	81.32	120.17
存货	291.53	351.81	448.78	555.62	710.90
其他	40.29	43.39	53.61	49.33	66.36
<b>流动资产合计</b>	<b>660.34</b>	<b>783.36</b>	<b>1,379.96</b>	<b>1,708.95</b>	<b>2,584.18</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	739.95	925.62	927.90	942.80	952.28
在建工程	8.24	43.36	62.01	85.21	81.12
无形资产	138.23	157.22	153.96	150.71	147.46
其他	113.41	106.73	99.98	94.72	90.60
<b>非流动资产合计</b>	<b>999.83</b>	<b>1,232.93</b>	<b>1,243.86</b>	<b>1,273.44</b>	<b>1,271.46</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,660.17</b>	<b>2,021.30</b>	<b>2,626.05</b>	<b>2,985.37</b>	<b>3,857.93</b>
短期借款	348.50	472.40	340.00	406.20	373.10
应付票据及应付账款	257.01	210.44	446.43	342.50	681.62
其他	256.20	327.23	387.62	417.62	500.88
<b>流动负债合计</b>	<b>861.71</b>	<b>1,010.07</b>	<b>1,174.06</b>	<b>1,166.33</b>	<b>1,555.60</b>
长期借款	0.00	130.14	103.00	80.00	56.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.86	15.80	17.40	16.92	17.29
<b>非流动负债合计</b>	<b>18.86</b>	<b>145.94</b>	<b>120.40</b>	<b>96.92</b>	<b>73.29</b>
<b>负债合计</b>	<b>880.57</b>	<b>1,156.01</b>	<b>1,294.46</b>	<b>1,263.24</b>	<b>1,628.90</b>
少数股东权益	6.23	6.43	6.52	7.20	8.16
股本	128.40	129.36	129.36	129.36	129.36
资本公积	374.60	440.12	440.12	440.12	440.12
留存收益	705.03	948.19	1,195.71	1,585.56	2,091.52
其他	(434.66)	(658.81)	(440.12)	(440.12)	(440.12)
<b>股东权益合计</b>	<b>779.59</b>	<b>865.29</b>	<b>1,331.59</b>	<b>1,722.12</b>	<b>2,229.04</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,660.17</b>	<b>2,021.30</b>	<b>2,626.05</b>	<b>2,985.37</b>	<b>3,857.93</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	127.61	242.12	335.36	476.65	668.20
折旧摊销	62.28	95.86	42.32	45.16	47.86
财务费用	13.58	6.12	15.36	6.77	(0.13)
投资损失	(0.12)	(0.90)	0.04	0.04	0.04
营运资金变动	(118.92)	59.25	210.38	(286.77)	237.45
其它	100.06	(61.84)	0.09	0.70	0.98
<b>经营活动现金流</b>	<b>184.48</b>	<b>340.61</b>	<b>603.55</b>	<b>242.55</b>	<b>954.41</b>
资本支出	264.95	338.70	58.39	80.49	49.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(606.83)	(686.53)	(115.64)	(161.27)	(98.98)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(341.87)</b>	<b>(347.83)</b>	<b>(57.25)</b>	<b>(80.78)</b>	<b>(49.36)</b>
债权融资	348.50	602.54	443.00	486.20	429.10
股权融资	15.91	(98.08)	203.33	(6.77)	0.13
其他	(206.79)	(428.20)	(690.38)	(529.81)	(648.47)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>157.61</b>	<b>76.26</b>	<b>(44.06)</b>	<b>(50.39)</b>	<b>(219.24)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>0.22</b>	<b>69.04</b>	<b>502.24</b>	<b>111.38</b>	<b>685.81</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,399.28</b>	<b>1,958.85</b>	<b>2,507.33</b>	<b>3,173.34</b>	<b>3,996.06</b>
营业成本	799.43	1,100.25	1,340.83	1,685.04	2,121.91
营业税金及附加	12.65	16.62	22.83	28.96	37.32
营业费用	343.81	471.33	615.80	764.77	885.13
管理费用	91.05	96.07	92.77	95.20	123.88
研发费用	26.90	51.50	25.07	31.73	39.96
财务费用	13.38	5.93	15.36	6.77	(0.13)
资产减值损失	(0.74)	(0.14)	0.36	0.73	1.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.12	0.90	(0.04)	(0.04)	(0.04)
其他	(25.13)	(61.72)	0.08	0.08	0.08
<b>营业利润</b>	<b>137.79</b>	<b>278.12</b>	<b>394.26</b>	<b>560.09</b>	<b>786.93</b>
营业外收入	2.54	0.23	1.39	2.50	1.76
营业外支出	1.28	4.64	1.00	1.00	1.41
<b>利润总额</b>	<b>139.04</b>	<b>273.71</b>	<b>394.64</b>	<b>561.59</b>	<b>787.28</b>
所得税	11.43	31.59	59.20	84.24	118.09
<b>净利润</b>	<b>127.61</b>	<b>242.12</b>	<b>335.45</b>	<b>477.35</b>	<b>669.19</b>
少数股东损益	(0.42)	0.35	0.09	0.70	0.98
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>128.04</b>	<b>241.77</b>	<b>335.36</b>	<b>476.65</b>	<b>668.20</b>
每股收益 (元)	0.99	1.87	2.59	3.68	5.17

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.34%	39.99%	28.00%	26.56%	25.93%
营业利润	82.92%	101.84%	41.76%	42.06%	40.50%
归属于母公司净利润	81.58%	88.83%	38.71%	42.13%	40.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.87%	43.83%	46.52%	46.90%	46.90%
净利率	9.15%	12.34%	13.38%	15.02%	16.72%
ROE	16.56%	28.15%	25.31%	27.79%	30.09%
ROIC	19.43%	28.15%	29.61%	48.68%	50.80%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.04%	57.19%	49.29%	42.31%	42.22%
净负债率	29.05%	48.79%	-18.00%	-17.87%	-47.14%
流动比率	0.77	0.78	1.18	1.47	1.66
速动比率	0.43	0.43	0.80	0.99	1.21
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.41	12.54	18.35	18.35	18.35
存货周转率	5.73	6.09	6.26	6.32	6.31
总资产周转率	0.99	1.06	1.08	1.13	1.17
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.99	1.87	2.59	3.68	5.17
每股经营现金流	1.43	2.63	4.67	1.87	7.38
每股净资产	5.98	6.64	10.24	13.26	17.17
<b>估值比率</b>					
市盈率	137.15	72.63	52.36	36.84	26.28
市净率	22.71	20.45	13.25	10.24	7.91
EV/EBITDA	22.07	39.23	38.11	28.04	19.68
EV/EBIT	31.04	52.88	42.05	30.28	20.88

### 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