

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盐津铺子 (002847)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员  
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

盐津铺子 (002847.SZ):  
闭环供给, 迭代创新

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 疫情放大渠道调整影响, 主动调整奋力跃迁

2021年07月15日

**事件:** 盐津铺子于2021年7月14日发布2021年半年度业绩预告, 预计2021H1公司实现归母净利润4500-5500万元, 同比下降57.68%-65.38%。

**点评:**

- **盐津铺子主销售渠道的波动在疫情的影响下放大, 给企业经营带来阵痛。**20年线下流量红利让多年积累的优势集中爆发, 但同时也让公司低估了疫情常态化下新渠道对既有渠道的影响。“危”、“机”并存。
- **2020年初疫情爆发、餐饮复工慢, 给线下商超带来一次流量红利。**三年积累, 一举爆发, 店中岛模式加速扩张, 烘焙赶上线上红利。此时, 社区团购影响初显, 但超市渠道影响有限。21年疫情反复, 食品公司普遍预期20年行情重来, 加速既有渠道布局。但疫情常态化, 餐饮正常化, 前期扩张带来库存问题。21Q2, 消费疲软、超市流量下降问题突出。公司主动调整, 积极拓展新的渠道, 发展定量装, 效果需要时间, 短期阵痛难免。
- **公司经营遇到困难的确存在疫情影响下的客观因素, 同时也暴露出公司渠道较为单一所带来的经营风险。**21Q2公司主动调整, 着力发展定量装、扩张新渠道, 既是未来长远发展的关键所在, 也是疫情倒逼的选择。我们认为公司势头向上的品牌力并没有改变, 年轻的管理团队+充分激励理念并没有改变, 零食行业的市场空间大, 渠道调整带来的更多是短期的加减速, 公司应对困难的调整速度值得期待。
- **公司聚焦主业战略清晰, 当下正从渠道力向产品力转换, 死磕供应链聚焦大单品。**商超渠道拨乱反正(严控投入产出比、加速下沉)、新渠道新区域加速培育, 以市场带动产品, 以产品驱动市场。
- **盈利预测与投资评级:** 预计21-23年EPS为2.36/3.43/5.13元/股, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 店中岛铺设不达预期、店中岛营销模式竞争加剧、食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,399	1,959	2,512	3,175	3,996
增长率 YoY %	26.3%	40.0%	28.2%	26.4%	25.9%
归属母公司净利润(百万元)	128	242	305	444	663
增长率 YoY%	81.6%	88.8%	26.1%	45.7%	49.3%
毛利率%	42.9%	43.8%	43.4%	43.7%	45.0%
净资产收益率ROE%	16.6%	28.2%	28.0%	31.3%	34.6%
EPS(摊薄)(元)	0.99	1.87	2.36	3.43	5.13
市盈率 P/E(倍)	36.47	58.97	40.58	27.86	18.66
市净率 P/B(倍)	6.04	16.60	11.38	8.71	6.45

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2021年07月14日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	660	788	891	1,101	1,429	
货币资金	122	180	116	135	242	
应收票据	27	0	0	0	0	
应收账款	129	156	200	253	318	
预付账款	50	52	67	84	103	
存货	292	352	454	571	702	
其他	40	48	54	58	62	
<b>非流动资产</b>	1,000	1,233	1,514	1,815	2,185	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	740	926	1,161	1,410	1,714	
无形资产	138	157	200	252	316	
其他	122	150	152	153	155	
<b>资产总计</b>	1,660	2,021	2,405	2,916	3,614	
<b>流动负债</b>	862	1,010	1,165	1,342	1,541	
短期借款	348	472	472	472	472	
应付票据	50	0	0	0	0	
应付账款	207	210	272	342	420	
其他	256	327	421	528	649	
<b>非流动负债</b>	19	146	146	146	146	
长期借款	0	130	130	130	130	
其他	19	16	16	16	16	
<b>负债合计</b>	881	1,156	1,311	1,488	1,687	
少数股东权益	6	6	7	8	8	
归属母公司	773	859	1,088	1,421	1,918	
<b>负债和股东权益</b>	1,660	2,021	2,405	2,916	3,614	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,399	1,959	2,512	3,175	3,996	
同比	26.3%	40.0%	28.2%	26.4%	25.9%	
归属母公司净利润	128	242	305	444	663	
同比	81.6%	88.8%	26.1%	45.7%	49.3%	
毛利率(%)	42.9%	43.8%	43.4%	43.7%	45.0%	
ROE%	16.6%	28.2%	28.0%	31.3%	34.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.99	1.87	2.36	3.43	5.13	
P/E	36.47	58.97	40.58	27.86	18.66	
P/B	6.04	16.60	11.38	8.71	6.45	
EV/EBITDA	25.90	46.03	32.03	22.50	15.17	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	1,399	1,959	2,512	3,175	3,996	
营业成本	799	1,100	1,421	1,787	2,197	
<b>营业税金及附加</b>	13	17	21	27	33	
销售费用	344	471	603	730	879	
管理费用	91	96	121	146	168	
研发费用	27	52	65	67	72	
财务费用	13	6	9	10	10	
减值损失合	-1	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	0	1	0	0	0	
其他	26	60	61	61	61	
<b>营业利润</b>	138	278	333	470	699	
营业外收支	1	-4	0	0	0	
<b>利润总额</b>	139	274	333	470	699	
所得税	11	32	27	25	35	
<b>净利润</b>	128	242	305	445	664	
少数股东损	0	0	0	1	1	
<b>归属母公司</b>	128	242	305	444	663	
EBITDA	188	319	402	571	839	
EPS(当	0.99	1.87	2.36	3.43	5.13	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	184	341	423	594	845	
净利润	128	242	305	445	664	
折旧摊销	62	96	121	153	192	
财务费用	14	6	10	10	10	
投资损失	0	-1	0	0	0	
营运资金变	-21	-6	-13	-14	-21	
其它	3	3	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-342	-348	-401	-454	-562	
资本支出	-350	-356	-399	-452	-560	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	8	9	-2	-2	-2	
<b>筹资活动现金流</b>	158	76	-87	-121	-176	
吸收投资	64	31	0	0	0	
借款	133	282	0	0	0	
支付利息或	-40	-77	-87	-121	-176	
<b>现金流净增加额</b>	0	69	-64	18	108	

## 研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北区销售	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchexu@cindasc.com">liuchexu@cindasc.com</a>
华北区销售	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南区销售	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南区销售	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。