

# 盐津铺子 (002847)

证券研究报告

2021年07月19日

## 21H1 业绩受新渠道新品费用投入影响,公司新战略聚焦大单品加速渠道拓展

**事件:** 公司发布 21 年半年度业绩预告。21 年上半年公司预计归母净利润 4500 万元-5500 万元, 同比下降 57.68%-65.38%。

**点评:** 二季度定量装流通渠道铺设及新品推广费用投入大, 对公司业绩造成一定影响。公司 21Q2 预计亏损 2700 万元-3700 万元, 主要由于: 1) 传统商超渠道受新零售渠道冲击, 公司商超渠道业绩未达预期。2) 公司定量装流通渠道费用投放在二季度集中计提, 目前公司定量装流通渠道均处于培育阶段。3) 公司陆续推出深海零食等新品, 新品市场费用及研发费用在二季度计提金额较大。4) 2021 年半年度所得税前共列支股份支付费用 3384.82 万元。

2020 年以来, 公司重点发展定量装及电商, 加快了创新步伐, 营销事业部“以顾客为中心”, 根据消费需求制定产品结构, 散装、定量装排兵布阵, 品牌和品质双轮驱动; 四大战区资源向一线聚集, 全面开拓定量装市场, 全力推进渠道下沉, 实施差异化营销, 持续增强线下渠道推广力度, 16000 个店中岛点亮盐津铺子全国版图。

我们认为公司战略清晰, 定量装有望为公司带来全新增长。公司通过直营大型连锁商超打开市场后, 多方向发力线下销售。而近期以来, 社区团购等新零售渠道对传统商超渠道造成一定冲击, 公司提前布局定量装战略, 将公司供应链完善、空间潜力大、产品力突出的产品打造定量装, 利用定量装打入社区团购等新渠道, 打造全渠道矩阵。我们认为公司在供应链、渠道建设等多方面能力突出, 定量装有望为公司打通新零售渠道, 带来新的增长动力。

公司年初制定股权激励方案, 收入利润目标复合高增长, 下半年公司预计将全力以赴完成全年股权激励目标, 新渠道新品类投入在所难免, 理性看待业绩变化。

**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%。预计 2021/2022 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; 业绩预告为初步测算结果, 具体财务数据以公司披露公告为准。

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)	78.28	41.46	29.89	21.03	15.00
市净率(P/B)	12.96	11.67	7.56	5.84	4.51
市销率(P/S)	7.16	5.12	4.00	3.16	2.51
EV/EBITDA	22.07	39.23	21.44	15.73	10.65

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	77.48 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)	113.30
A 股总市值(百万元)	10,022.81
流通 A 股市值(百万元)	8,778.10
每股净资产(元)	6.58
资产负债率(%)	58.84
一年内最高/最低(元)	161.88/77.48

### 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-季报点评: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》 2021-04-27
- 《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

## 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%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
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	78.28	41.46	29.89	21.03	15.00
市净率	12.96	11.67	7.56	5.84	4.51
EV/EBITDA	22.07	39.23	21.44	15.73	10.65
EV/EBIT	31.04	52.88	23.65	16.98	11.30

### 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com