

# 盐津铺子 (002847)

证券研究报告

2021年08月11日

## 前卫龙副总强势加盟，借助卫龙经验公司定量装打造及渠道布局有望加速，休食龙头未来可期

### 事件：

公司发布公告，聘任张小三先生担任公司副总经理。张先生是前卫龙执行董事兼副总裁，负责公司整体销售和营销工作，13年加入卫龙，在卫龙8年营销渠道业务方面功勋卓著，本次加盟盐津有望加速公司定量装打造及渠道布局。

张先生精耕休闲食品市场数十年，深谙市场营销与渠道拓展。张先生2007年1月至2007年10月任职杭州娃哈哈集团安徽省商超经理；自2008年1月至2010年4月，担任上海全益食品有限公司华东大区经理；自2010年5月至2013年6月，其担任漯河一食品有限公司全国KA经理；自2013年7月至2015年4月，其加盟卫龙并担任卫龙商贸的华东和华南大区经理；自2015年5月起，张先生担任卫龙商贸营销总处长；21年4月，张先生获委任成为卫龙高管，负责卫龙整体销售和营销工作。张先生在卫龙8年，几乎经历公司渠道布局全过程，营销渠道方面功勋卓著，截至20年底，卫龙合作经销商超过1900家，覆盖超过57万个终端网点，2018年-2020年线上渠道由2.3亿元提升至3.8亿元，全渠道布局成效显著。

卫龙在定量装、品牌营销方面行业领先，新将加盟有望加速公司定量装打造及渠道布局。卫龙是中国最大的辣味休闲食品企业，在辣味休闲定量装方面已经有领先行业的经验，近年推出的“风吃”“魔芋爽”“亲嘴烧”等产品均取得成功。同时，卫龙在品牌营销方面行业领先，线上代表性的营销活动包括开发“万物皆可辣”系列周边产品；效仿iPhone7推出“辣条7”登上热搜；春节期间提供卫龙辣条年夜饭，贡献了逾7000万浏览量的品牌曝光等等。此次卫龙营销及市场方面负责人的重磅加盟有效完善了盐津未来的战略拼图，借助卫龙经验，公司未来的渠道下沉以及定量装打造有望加速完善，战略转型可期。

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，下半年公司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。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)	64.75	34.29	24.72	17.39	12.41
市净率(P/B)	10.72	9.65	6.26	4.83	3.73
市销率(P/S)	5.92	4.23	3.31	2.61	2.07
EV/EBITDA	22.07	39.23	17.60	12.90	8.57

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	64.09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)	8,290.68
流通A股市值(百万元)	7,261.08
每股净资产(元)	6.58
资产负债率(%)	58.84
一年内最高/最低(元)	161.88/51.44

### 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-公司点评:21H1业绩受新渠道新品类费用投入影响，公司新战略聚焦大单品加速渠道拓展》2021-07-19
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	122.01	180.39	682.63	794.01	1,479.81	营业收入	1,399.28	1,958.85	2,507.33	3,173.34	3,996.06
应收票据及应收账款	156.28	156.08	117.24	228.68	206.93	营业成本	799.43	1,100.25	1,340.83	1,685.04	2,121.91
预付账款	50.23	51.70	77.71	81.32	120.17	营业税金及附加	12.65	16.62	22.83	28.96	37.32
存货	291.53	351.81	448.78	555.62	710.90	营业费用	343.81	471.33	615.80	764.77	885.13
其他	40.29	43.39	53.61	49.33	66.36	管理费用	91.05	96.07	92.77	95.20	123.88
<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>	研发费用	26.90	51.50	25.07	31.73	39.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	13.38	5.93	15.36	6.77	(0.13)
固定资产	739.95	925.62	927.90	942.80	952.28	资产减值损失	(0.74)	(0.14)	0.36	0.73	1.02
在建工程	8.24	43.36	62.01	85.21	81.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	138.23	157.22	153.96	150.71	147.46	投资净收益	0.12	0.90	(0.04)	(0.04)	(0.04)
其他	113.41	106.73	99.98	94.72	90.60	其他	(25.13)	(61.72)	0.08	0.08	0.08
<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>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>
<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>	营业外收入	2.54	0.23	1.39	2.50	1.76
短期借款	348.50	472.40	340.00	406.20	373.10	营业外支出	1.28	4.64	1.00	1.00	1.41
应付票据及应付账款	257.01	210.44	446.43	342.50	681.62	<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>
其他	256.20	327.23	387.62	417.62	500.88	所得税	11.43	31.59	59.20	84.24	118.09
<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>	<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>
长期借款	0.00	130.14	103.00	80.00	56.00	少数股东损益	(0.42)	0.35	0.09	0.70	0.98
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<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>
其他	18.86	15.80	17.40	16.92	17.29	每股收益(元)	0.99	1.87	2.59	3.68	5.17
<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	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	128.40	129.36	129.36	129.36	129.36	<b>成长能力</b>					
资本公积	374.60	440.12	440.12	440.12	440.12	营业收入	26.34%	39.99%	28.00%	26.56%	25.93%
留存收益	705.03	948.19	1,195.71	1,585.56	2,091.52	营业利润	82.92%	101.84%	41.76%	42.06%	40.50%
其他	(434.66)	(658.81)	(440.12)	(440.12)	(440.12)	归属于母公司净利润	81.58%	88.83%	38.71%	42.13%	40.19%
<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>获利能力</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>	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	64.75	34.29	24.72	17.39	12.41
						市净率	10.72	9.65	6.26	4.83	3.73
						EV/EBITDA	22.07	39.23	17.60	12.90	8.57
						EV/EBIT	31.04	52.88	19.42	13.92	9.09

  

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

### 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