

盐津铺子 (002847)

公司研究/点评报告

渠道变革业绩短期承压，主动调整蓄力后期转折

—盐津铺子 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 20 日

一、事件概述

8 月 19 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内公司实现营业收入 10.64 亿元，同比+12.54%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比-62.59%；基本 EPS 为 0.39 元/股。

二、分析与判断

➤ 商超客流下滑影响短期表现，补充布局流通渠道有望带来业绩量增

21H1 公司实现营收 10.64 亿元，同比+12.54%，折合 Q2 单季度实现营收 4.72 亿元，同比-1.86%。二季度业绩增速下滑主因社区团购冲击，公司高度聚焦的商超渠道客流大幅下滑。公司去年提前布局定量装战略，3 月通过定量装进驻流通渠道，并以核心单品进驻团购渠道，将通过品牌及供应链优势展开竞争。

分产品看，烘焙/深海零食/肉鱼产品/果干产品/豆干类/素食/蜜饯炒货/辣条等其他产品分别实现营收 3.60/1.65/1.26/1.17/1.03/0.72/0.70/0.51 亿元，分别同比+18.35%/+17.33%/+7.15%/+30.86%/+4.45%/+28.94%/+9.66%/-32.03%，目前公司已布局休闲零食全品类，未来则将聚焦于市场有体量、有空间、格局分散且公司有优势的核心品类，打磨产品力，同步打造散称及定量装市场。

分地区看，华中/非华中地区分别实现收入 4.49/6.14 亿元，分别同比+8.95%/+15.32%，公司在非华中地区增速更快，验证全国化布局卓有成效。“盐津铺子”零食屋+“憨豆先生”甜点屋的双岛模式在全国 KA 已基本跑通。目前正积极拓展更广泛的流通渠道，对高端渠道形成补充，覆盖更广阔的消费客群。截至 6 月末公司已进驻 2988 个大型连锁 KA 卖场，并拥有 1206 家经销商，广泛布局全国超市、便利店、批发市场等，以流通渠道补充布局填补高端渠道之外的市场份额。

➤ 商超费用+渠道进驻费用，推升销售费用率

净利率：21H1 公司净利率 4.92%，同比-8.87ppt，单 Q2 净利率-6.68%，同比-21.87ppt。二季度净利率大幅下滑，主因商超费用投放过多而效果不及预期，同时公司开拓定量装，拓展流通渠道，初期大力投放在所难免，应理性看待。**毛利率**：21H1 公司毛利率 40.51%，同比-1.27ppt，单 Q2 毛利率 36.11%，同比-6.99ppt。毛利率波动主因原材料涨价及新品推广所致。具体看深海零食/肉鱼产品毛利率分别为 51.46%/37.51%，分别同比-6.31ppt/-8.04ppt，预计为核心单品升级定量装，前期以低毛利打开市场空间所致。**期间费用率**：21H1 期间费用率为 37.08%，同比+8.03ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 27.85%/5.30%/2.98%/0.95%，分别同比+5.13ppt/+0.67ppt/+1.80ppt/+0.43ppt，销售费用率的增长主因公司大力投放商超营销费用及渠道开拓费用，而客流下滑导致收入不及预期，推升销售费用率。

➤ 打造定量装，进驻流通渠道，形成组合产品全渠道布局

公司在商超红利下滑背景下，于今年 3 月开始布局定量装流通渠道，对 KA 渠道形成差异化补充，目前正组织定量装专业人才，积极拓展优势经销商，预计将通过 1-2 年时间布局全国市场。公司对于定量装产品将聚焦核心品类，研发升级，高单价产品进驻商超渠道，低单价产品进驻流通渠道，预计布局全国市场后，每个品类达成 5 亿元规模。散装方面公司已建立坚实品牌认知，未来仍将坚持 KA 商超，将继续在大型商超投放大型专柜，在其他超市投放保持公司形象的品牌专柜，降低耗材成本。公司的店中岛具备强劲竞争力，在商超形象转型和利润诉求下，公司在散装领域具备品牌、产品、供应链全方位优势，将持续关注销售本源，着重提高坪效。

推荐

维持评级

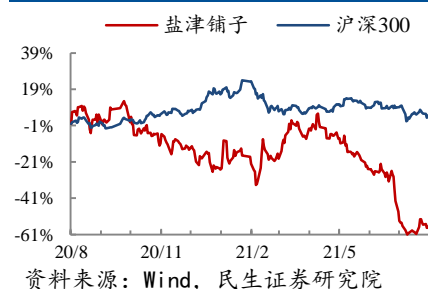
当前价格： 57.0 元

交易数据

2021-8-19

近 12 个月最高/最低(元)	153.0/52.67
总股本(百万股)	129
流通股本(百万股)	113
流通股比例(%)	87.58
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	65

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 盐津铺子 (002847) 2021 年一季报点评：21Q1 利润延续高增，股权激励保障内生增长
2. 盐津铺子 (002847) 2020 年报点评：全品类布局+渠道拓张，推动业绩高速增长

三、投资建议

结合 21H1 业绩，我们调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现收入 22.80/29.16/36.89 亿元，同比+16.4%/+27.9%/+26.5%；实现归母净利润 2.18/3.84/4.91 亿元，同比-9.8%/+76.1%/+27.7%，EPS 分别为 1.69/2.97/3.79 元，对应 PE 分别为 34X/19X/15X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 29 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值略高于行业平均水平。考虑到公司在休闲零食领域积累的品牌、产品、供应链全方位优势，及未来业绩高增潜力，仍维持“推荐”评级。

四、风险提示：

定量装拓展不及预期、流通渠道扩张不及预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,959	2,280	2,916	3,689
增长率（%）	40.0%	16.4%	27.9%	26.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	242	218	384	491
增长率（%）	88.8%	-9.8%	76.1%	27.7%
每股收益（元）	1.94	1.69	2.97	3.79
PE（现价）	29.4	33.8	19.2	15.0
PB	8.6	6.8	5.0	3.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,959	2,280	2,916	3,689
营业成本	1,100	1,379	1,654	2,062
营业税金及附加	17	19	25	31
销售费用	471	486	612	823
管理费用	96	98	122	148
研发费用	52	68	87	92
EBIT	223	229	416	533
财务费用	6	42	41	38
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	278	247	435	555
营业外收支	(4)	(5)	(5)	(5)
利润总额	274	247	435	555
所得税	32	29	50	64
净利润	242	218	385	491
归属于母公司净利润	242	218	384	491
EBITDA	319	333	541	679
资产负债表 (百万元)				
货币资金	180	305	612	921
应收账款及票据	156	206	264	327
预付款项	52	72	87	106
存货	352	468	514	708
其他流动资产	38	38	38	38
流动资产合计	788	1108	1532	2128
长期股权投资	0	0	1	1
固定资产	926	1108	1288	1470
无形资产	157	181	204	226
非流动资产合计	1233	1344	1441	1519
资产合计	2021	2452	2973	3647
短期借款	472	472	472	472
应付账款及票据	210	343	400	486
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	1010	1223	1358	1541
长期借款	130	130	130	130
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	146	146	146	146
负债合计	1156	1369	1504	1687
股本	129	129	129	129
少数股东权益	6	7	7	8
股东权益合计	865	1084	1468	1960
负债和股东权益合计	2021	2452	2973	3647

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	40.0%	16.4%	27.9%	26.5%
EBIT 增长率	77.9%	2.7%	81.3%	28.3%
净利润增长率	88.8%	-9.8%	76.1%	27.7%
盈利能力				
毛利率	43.8%	39.5%	43.3%	44.1%
净利润率	12.3%	9.6%	13.2%	13.3%
总资产收益率 ROA	12.0%	8.9%	12.9%	13.4%
净资产收益率 ROE	28.2%	20.3%	26.3%	25.1%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.9
现金比率	0.2	0.2	0.5	0.6
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	26.2	26.7	26.8	26.7
存货周转天数	105.2	107.0	106.9	106.7
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	1.7	3.0	3.8
每股净资产	6.6	8.3	11.3	15.1
每股经营现金流	2.3	3.0	4.4	4.5
每股股利	1.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.4	33.8	19.2	15.0
PB	8.6	6.8	5.0	3.8
EV/EBITDA	21.0	19.1	11.7	9.2
股息收益率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	242	218	385	491
折旧和摊销	96	104	126	145
营运资金变动	(51)	18	19	(104)
经营活动现金流	295	384	573	577
资本开支	356	215	222	223
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(348)	(215)	(222)	(223)
股权募资	31	0	0	0
债务募资	282	0	0	0
筹资活动现金流	76	(44)	(44)	(44)
现金净流量	23	125	307	309

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。