

盐津铺子 (002847)

证券研究报告

2021年08月23日

21H1 聚焦渠道变革&产品结构优化, 前卫龙副总加盟加速定量装推进, 全渠道矩阵促未来增长

事件:

公司发布 2021 年半年报, 上半年公司实现营业收入 10.64 亿, 同增 12.54%; 实现归母净利润 0.49 亿元, 同减 62.59%。分季度看, 公司 21Q1/Q2 营收分别为 5.92 亿元/4.72 亿元, 同比+27.45%/-1.86%, 归母净利润分别为 0.82 亿元/-0.33 亿元, 同比+43.41%/-145.92%。

点评:

1、收入端: 公司 2021H1 实现营业收入 10.64 亿元, 同比增长 12.54%。分产品, 21H1 休闲烘焙点心类(含薯片)实现营业收入 3.60 亿元, 同增 18.35%; 休闲深海零食(含鱼豆腐等)营收 1.65 亿元, 同增 17.33%; 休闲肉鱼产品营收 1.26 亿元, 同增 7.15%; 果干产品营收 1.17 亿元, 同增 30.86%; 休闲豆制品一豆干类营收 1.03 亿元, 同增 4.45%; 休闲素食类营收 0.72 亿元, 同增 28.94%; 蜜饯炒货类营收 0.70 亿元, 同比增长 9.66%。

2、毛利率: 2021 年上半年公司毛利率为 40.51%, 较 2020 年 H1 下降 1.27pct。分季度来看, 2021Q1 及 Q2 毛利率分别为 44.02%/36.11%, 分别同比+3.59pct/-6.99pct。

3、期间费用率: 2021 年上半年公司期间费用率为 37.08%, 较 2020 年 H1 增加 8.03pct。其中, ①2021H1 销售费用率为 27.85%, 较 2020 年 H1 上升 5.13pct, 主要系公司加大市场拓展和市场投入力度, 另外还包括(税前)列支股份支付费用 1,970.18 万元; ②管理费用率为 5.30%, 较去年同期上升 0.67pct, 主要系为配合公司发展战略, 公司在人力资源、运营管理等方 面转型升级导致日常管理费用增加, 另外还包括(税前)列支股份支付费用 1,414.63 万元; ③财务费用率为 0.95%, 较去年同期上升 0.43pct; ④研发费用率为 2.98%, 较去年同期上升 1.80pct, 主要由于为进一步研发新品及打磨产品力, 公司在产品研发方面加大投入。

4、净利润: 上半年公司归母净利润为 0.49 亿元, 同比减少 62.59%, 归母净利率为 4.57%, 较 2020H1 下降 9.18pct。分季度来看, 公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 0.82/-0.33 亿元, 同比分别为 43.41%/-145.92%。

5、现金流: ①经营活动现金流净额: 公司 21H1 经营活动现金流净额 2.18 亿元, 较 20H1 同比增加 13.32%; ②投资活动现金流净额: 21H1 投资活动现金净流入-1.62 亿元, 较 20H1 同比增加 5.23%; ③筹资活动现金流净额: 21H1 筹资活动现金流净额-0.74 亿元, 较 20H1 同期减少 182.19%, 主要系回购股份支付、分配股利、偿还借款增加所致。

投资建议:

公司年初制定股权激励方案, 收入利润复合高增长, 下半年公司将全力以赴完成股权激励目标, 新渠道新品类投入再所难免, 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, 对应 22X/15X。

风险提示: 食品安全风险, 行业竞争加剧, 产品创新无法持续, 新品增长不及预期, 区域拓展不及预期

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)	57.59	30.50	21.99	15.47	11.03
市净率(P/B)	9.53	8.59	5.56	4.30	3.32
市销率(P/S)	5.27	3.76	2.94	2.32	1.85
EV/EBITDA	22.07	39.23	15.57	11.40	7.47

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	55.09 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)	7,126.44
流通 A 股市值(百万元)	6,241.42
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	62.35
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: 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》 2021-08-11
- 《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

1. 事件

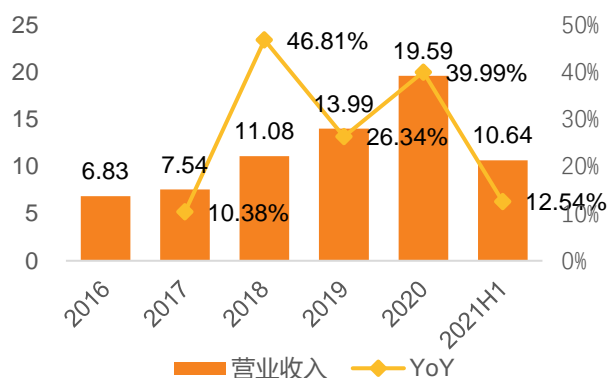
公司发布 2021 年半年报，上半年公司实现营业收入 10.64 亿，同增 12.54%；实现归母净利润 0.49 亿元，同减 62.59%。分季度看，公司 21Q1/Q2 营收分别为 5.92 亿元/4.72 亿元，同比+27.45%/-1.86%，归母净利润分别为 0.82 亿元/-0.33 亿元，同比+43.41%/-145.92%。

2. 点评

2.1. 收入端

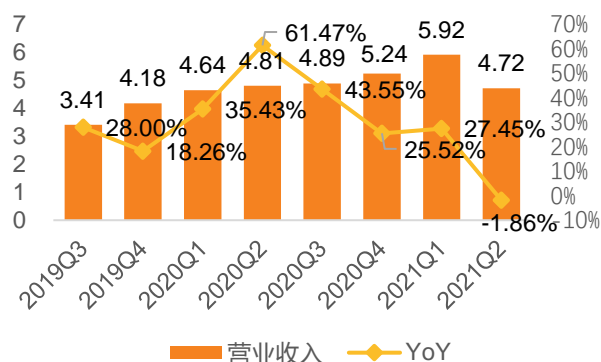
公司 2021H1 实现营业收入 10.64 亿元，同比增长 12.54%。分产品，21H1 休闲烘焙点心类(含薯片)实现营业收入 3.60 亿元，同增 18.35%；休闲深海零食（含鱼豆腐等）营收 1.65 万元，同增 17.33%；休闲肉鱼产品营收 1.26 亿元，同增 7.15%；果干产品营收 1.17 亿元，同增 30.86%；休闲豆制品-豆干类营收 1.03 亿元，同增 4.45%；休闲素食类营收 0.72 亿元，同增 28.94%；蜜饯炒货类营收 0.70 亿元，同比增长 9.66%。

图 1：近期公司营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

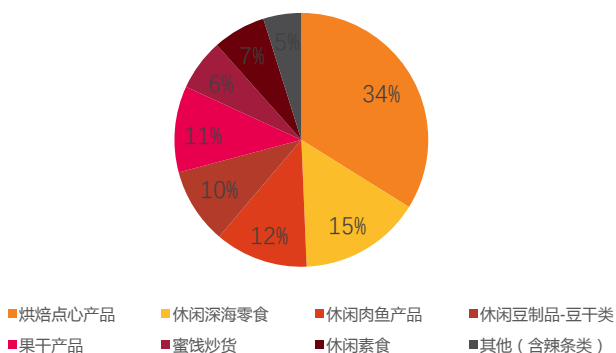
图 2：分季度营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

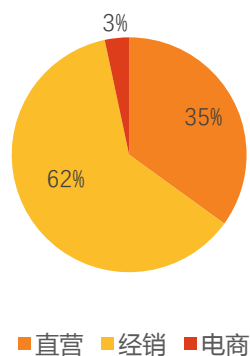
分渠道，公司 21H1 直营商超渠道收入为 3.72 亿元，占营业收入的比例为 34.97%，较 2020 年年底占比提升 2.79pct；经销渠道（含散装、定量装、流通、社区团购等新零售渠道和其他渠道）收入为 6.56 亿元，占营业收入的比例为 61.69%，较 2020 年年底占比下降 0.55pct；电商渠道营业收入为 0.36 亿元，占营业收入的比例为 3.34%，较 2020 年年底占比下降 2.24pct。

图 3：2021H1 公司各产品营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：2021H1 公司各渠道营收占比

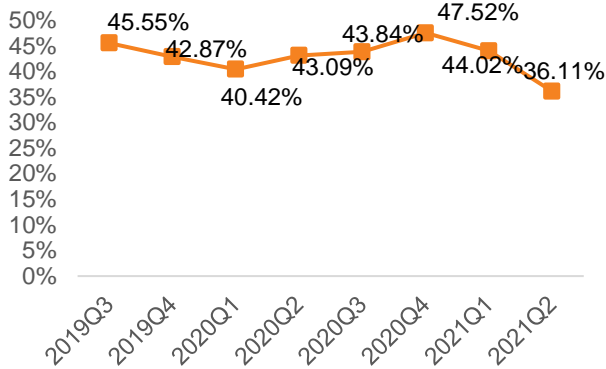


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 毛利率

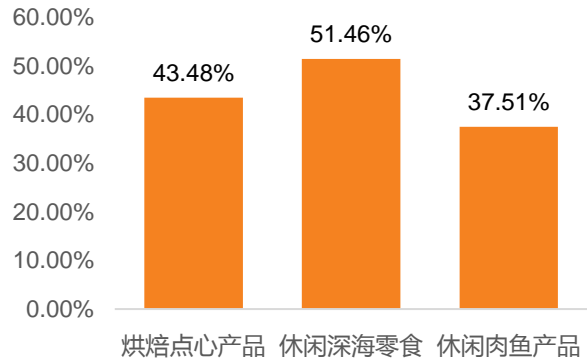
2021 年上半年公司毛利率为 40.51%，较 2020 年 H1 下降 1.27pct。分季度来看，2021Q1 及 Q2 毛利率分别为 44.02%/36.11%，分别同比+3.59pct/-6.99pct。分产品看，休闲烘焙点心类（含薯片）毛利率为 43.48%，同比增长 1.12pct；休闲深海零食（含鱼豆腐）毛利率为 51.46%，同比减少 6.31pct；休闲肉鱼产品毛利率为 37.51%，同比减少 8.04pct。

图 5：公司分季度毛利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：2021H1 分产品毛利情况

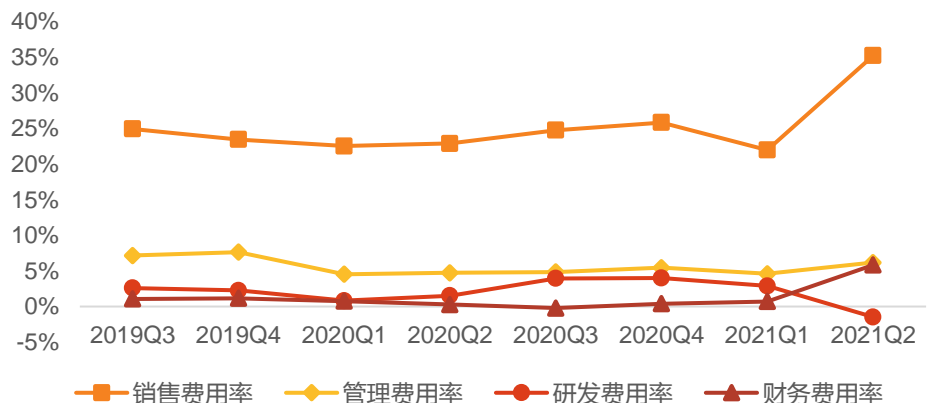


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 期间费用率

2021 年上半年公司期间费用率为 37.08%，较 2020 年 H1 增加 8.03pct。其中，①2021H1 销售费用率为 27.85%，较 2020 年 H1 上升 5.13pct，主要系公司加大市场拓展和市场投入力度，另外还包括（税前）列支股份支付费用 1,970.18 万元；②管理费用率为 5.30%，较去年同期上升 0.67pct，主要系为配合公司发展战略，公司在人力资源、运营管理等方转型升级导致日常管理费用增加，另外还包括（税前）列支股份支付费用 1,414.63 万元；③财务费用率为 0.95%，较去年同期上升 0.43pct；④研发费用率为 2.98%，较去年同期上升 1.80pct，主要由于为进一步研发新品及打磨产品力，公司在产品研发方面加大投入。

图 7：公司各季度期间费用率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.4. 净利润

上半年公司归母净利润为 0.49 亿元，同比减少 62.59%，归母净利率为 4.57%，较 2020H1

下降 9.18pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 0.82/-0.33 亿元，同比分别为 43.41%/-145.92%。

图 8：公司近年来归母净利润情况（万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：公司各季度归母净利润情况（万元）

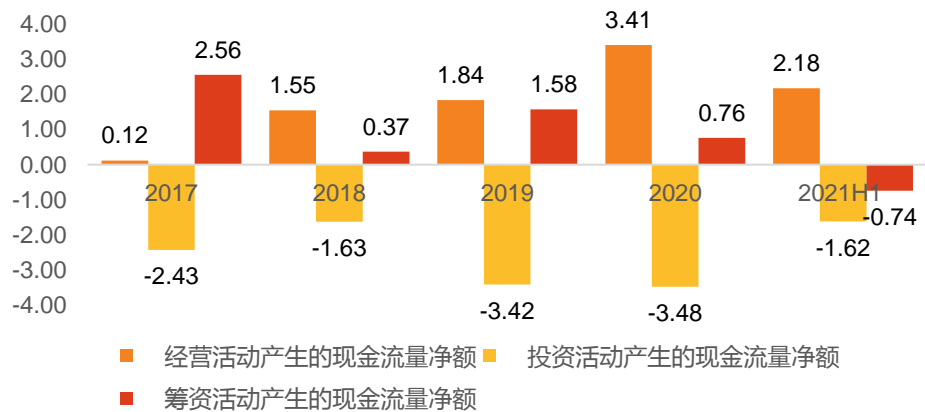


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.5. 现金流

①经营活动现金流净额：公司 21H1 经营活动现金流净额 2.18 亿元，较 20H1 同比增加 13.32%；②投资活动现金流净额：21H1 投资活动现金净流入-1.62 亿元，较 20H1 同比增加 5.23%；③筹资活动现金流净额：21H1 筹资活动现金流净额-0.74 亿元，较 20H1 同期减少 182.19%，主要系回购股份支付、分配股利、偿还借款增加所致。

图 10：公司近期现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 投资建议

我们认为公司战略清晰，前卫龙副总加盟，定量装加速推进。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。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，聚焦公司供应链完善、空间潜力大、产品力突出的产品，打造全渠道矩阵。日前，前卫龙副总强势加盟公司负责定量装的推进，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。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，收入利润复合高增长，下半年公司将全力以赴完成股权激励

目标，新渠道新品类投入再所难免，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，对应 22X/15X。

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
流动资产合计	660.34	783.36	1,379.96	1,708.95	2,584.18	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
非流动资产合计	999.83	1,232.93	1,243.86	1,273.44	1,271.46	营业利润	137.79	278.12	394.26	560.09	786.93
资产总计	1,660.17	2,021.30	2,626.05	2,985.37	3,857.93	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	利润总额	139.04	273.71	394.64	561.59	787.28
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
流动负债合计	861.71	1,010.07	1,174.06	1,166.33	1,555.60	净利润	127.61	242.12	335.45	477.35	669.19
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	归属于母公司净利润	128.04	241.77	335.36	476.65	668.20
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
非流动负债合计	18.86	145.94	120.40	96.92	73.29						
负债合计	880.57	1,156.01	1,294.46	1,263.24	1,628.90	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	6.23	6.43	6.52	7.20	8.16	成长能力					
股本	128.40	129.36	129.36	129.36	129.36	营业收入	26.34%	39.99%	28.00%	26.56%	25.93%
资本公积	374.60	440.12	440.12	440.12	440.12	营业利润	82.92%	101.84%	41.76%	42.06%	40.50%
留存收益	705.03	948.19	1,195.71	1,585.56	2,091.52	归属于母公司净利润	81.58%	88.83%	38.71%	42.13%	40.19%
其他	(434.66)	(658.81)	(440.12)	(440.12)	(440.12)	获利能力					
股东权益合计	779.59	865.29	1,331.59	1,722.12	2,229.04	毛利率	42.87%	43.83%	46.52%	46.90%	46.90%
负债和股东权益总计	1,660.17	2,021.30	2,626.05	2,985.37	3,857.93	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					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	53.04%	57.19%	49.29%	42.31%	42.22%
净利润	127.61	242.12	335.36	476.65	668.20	净负债率	29.05%	48.79%	-18.00%	-17.87%	-47.14%
折旧摊销	62.28	95.86	42.32	45.16	47.86	流动比率	0.77	0.78	1.18	1.47	1.66
财务费用	13.58	6.12	15.36	6.77	(0.13)	速动比率	0.43	0.43	0.80	0.99	1.21
投资损失	(0.12)	(0.90)	0.04	0.04	0.04	营运能力					
营运资金变动	(118.92)	59.25	210.38	(286.77)	237.45	应收账款周转率	11.41	12.54	18.35	18.35	18.35
其它	100.06	(61.84)	0.09	0.70	0.98	存货周转率	5.73	6.09	6.26	6.32	6.31
经营活动现金流	184.48	340.61	603.55	242.55	954.41	总资产周转率	0.99	1.06	1.08	1.13	1.17
资本支出	264.95	338.70	58.39	80.49	49.63	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.99	1.87	2.59	3.68	5.17
其他	(606.83)	(686.53)	(115.64)	(161.27)	(98.98)	每股经营现金流	1.43	2.63	4.67	1.87	7.38
投资活动现金流	(341.87)	(347.83)	(57.25)	(80.78)	(49.36)	每股净资产	5.98	6.64	10.24	13.26	17.17
债权融资	348.50	602.54	443.00	486.20	429.10	估值比率					
股权融资	15.91	(98.08)	203.33	(6.77)	0.13	市盈率	57.59	30.50	21.99	15.47	11.03
其他	(206.79)	(428.20)	(690.38)	(529.81)	(648.47)	市净率	9.53	8.59	5.56	4.30	3.32
筹资活动现金流	157.61	76.26	(44.06)	(50.39)	(219.24)	EV/EBITDA	22.07	39.23	15.57	11.40	7.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	31.04	52.88	17.18	12.31	7.93
现金净增加额	0.22	69.04	502.24	111.38	685.81						

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