

盐津铺子 (002847)

证券研究报告

2021年10月18日

聚焦核心品类+优化渠道建设成效明显, 21Q3 扭亏转盈即将迎来全新拐点

事件:

公司发布 2021 年前三季度业绩预告。公司预计 2021 年前三季度实现归母净利润在 0.74-0.84 亿元之间, 较去年同期下降 60.95%-55.64%。其中, 第三季度单季实现归母净利润 0.25-0.35 亿元, 较去年同期下降 57.30%-40.22%。

点评:

聚焦核心品类优化销售渠道, 三季度业绩扭亏转盈。分季度看, 21Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.82/-0.33 亿元, 分别同比+43.4%/-145.9%, 21Q3 预计实现归母净利润 0.25-0.35 亿元, 较去年同期下降 57.3%-40.2%。公司业绩变动的主要原因如下: 1) 7-8 月经公司重新评估并优化调整后, 第三季度控制和保持了较为合理的费用投入, 且目前正在通过秋季糖酒会等不同方式加速分产品分渠道经销商全国招商进程; 2) 新品上市初期市场费用和研发费用投入较大, 经历孵化推广期后, 规模效应已逐渐开始体现; 3) 2021 年 9 月中下旬, 公司部分产能因限电原因未能及时供货而影响了部分货品销售, 对业绩有所影响; 4) 公司进一步加大研发费用投入, 锻造研发核心竞争力。

三季度业绩受限电影响仍企稳回升, 预计 Q3 收入二位数增长、拐点将至。

2021 年二季度起, 公司主动进行业务转型变革, 在产品矩阵基础上进一步聚焦核心品类, 优化散装称量产品和拓展定量装产品分别精准投放不同渠道, 销售产品、销售渠道和销售区域同步进行结构性优化。三季度业绩表现已经部分显示公司转型成效, 预计三季度营收有望实现双位数增长。在此基础上, 今年四季度最后一个月将是 22 年年货节前奏, 预计公司将全力以赴完成股权激励目标。

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, 我们预计四季度公司将全力以赴完成全年股权激励目标。借助卫龙经验, 公司未来的渠道下沉以及目前海味零食定量装打造有望加速完善。公司正处于业务转型变革期, 新渠道、新品类, 费用投入较大在所难免, 预计四季度公司将迎来全新拐点。**结合股权激励费用, 预计 2021/2022 公司实际净利润分别为 2.5/4 亿元 (前值 3.4/4.8 亿元), 对应 29x/18xPE, 持续推荐。**

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; 业绩预告是初步测算结果, 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	351.64	526.02	834.66
净利润(百万元)	128.04	241.77	250.13	403.66	668.20
增长率(%)	81.58	88.83	3.46	61.38	65.54
EPS(元/股)	0.99	1.87	1.93	3.12	5.17
市盈率(P/E)	56.68	30.02	29.01	17.98	10.86
市净率(P/B)	9.38	8.45	5.75	4.56	3.46
市销率(P/S)	5.19	3.70	2.89	2.29	1.82
EV/EBITDA	22.07	39.23	19.86	13.27	7.48

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	56.1 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)	7,257.10
流通 A 股市值(百万元)	6,355.85
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	62.35
一年内最高/最低(元)	146.97/50.50

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-半年报点评: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》 2021-08-23
- 《盐津铺子-公司点评:前卫龙副总加盟, 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

1. 事件

公司发布 2021 年前三季度业绩预告。公司预计 2021 年前三季度实现归母净利润在 0.74-0.84 亿元之间，较去年同期下降 60.95%-55.64%。其中，第三季度单季实现归母净利润 0.25-0.35 亿元，较去年同期下降 57.30%-40.22%。

图 1：分季度归母净利润情况（21Q3 为业绩预告上限）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 点评

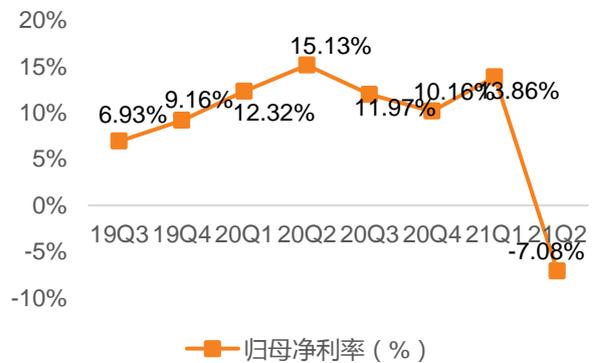
聚焦核心品类优化销售渠道，三季度业绩扭亏转盈。分季度看，21Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.82/-0.33 亿元，分别同比+43.4%/-145.9%，21Q3 预计实现归母净利润 0.25-0.35 亿元，较去年同期下降 57.3%-40.2%。2021 年前三季度所得税前共列支股份支付费用 6,439.88 万元，其中第三季度为 3,055.06 万元，较去年同期增长近两千万。若扣除股份支付费用前三季度归母净利润预计为 1.38-1.48 亿元，较去年同期下降 38.56%-34.11%，扣除股份支付费用第三季度归母净利润预计为 0.56-0.66 亿元，较去年同期扣除股份支付费用的归母净利润下降 20.18%-5.82%。

图 2：分季度营业收入情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：分季度归母净利率情况

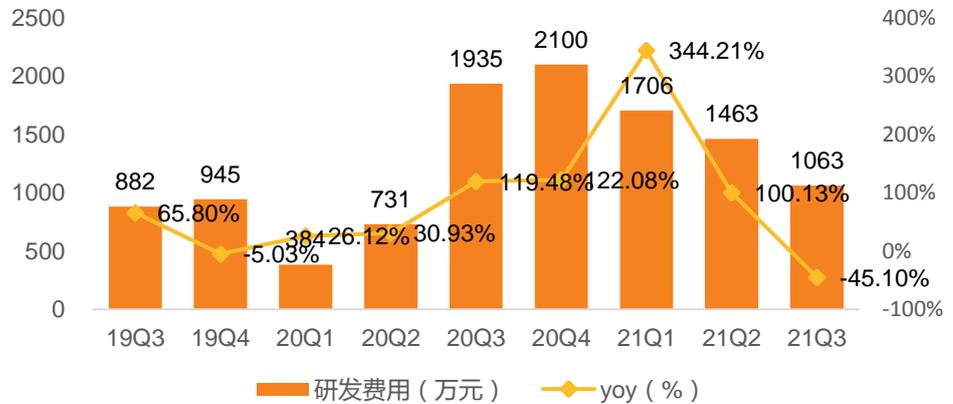


资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司业绩变动的主要原因如下：1) 7-8 月经公司重新评估并优化调整后，第三季度控制和保持了较为合理的费用投入，且目前正在通过秋季糖酒会等不同方式加速分产品分渠道经销商全国招商进程；2) 2021 年公司陆续推出鳕鱼豆腐、鳕鱼肠、鳕蟹柳等系列新品，新

品上市初期市场费用和研发费用投入较大，经历孵化推广期后，规模效应已逐渐开始体现；3) 2021 年 9 月中下旬，公司部分产能因限电原因未能及时供货而影响了部分货品销售，对业绩有所影响；4) 公司进一步加大研发费用投入，锻造研发核心竞争力，2021 年前三季度公司整体研发费用投入 4,231.73 万元，较去年同期 3,050.45 万元增长 38.72%。

图 4: 分季度研发费用情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

三季度业绩受限电影响仍企稳回升，预计 Q3 收入二位数增长、拐点将至。2021 年二季度起，公司主动进行业务转型变革，在产品矩阵基础上进一步聚焦核心品类，优化散装称量产品和拓展定量装产品分别精准投放不同渠道，销售产品、销售渠道和销售区域同步进行结构性优化。三季度业绩表现已经部分显示公司转型成效，预计三季度营收有望实现双位数增长。在此基础上，今年四季度最后一个月将是 22 年年货节前奏，预计公司将全力以赴完成股权激励目标。

3. 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，我们预计四季度公司将全力以赴完成全年股权激励目标。借助卫龙经验，公司未来的渠道下沉以及目前海味零食定量装打造有望加速完善。公司正处于业务转型变革期，新渠道、新品类，费用投入较大在所难免，预计四季度公司将迎来全新拐点。结合股权激励费用，预计 2021/2022 公司实际净利润分别为 2.5/4 亿元（前值 3.4/4.8 亿元），对应 29x/18xPE，持续推荐。

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	619.70	671.28	1,357.09
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
流动资产合计	660.34	783.36	1,317.04	1,586.22	2,461.45
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
非流动资产合计	999.83	1,232.93	1,243.86	1,273.44	1,271.46
资产总计	1,660.17	2,021.30	2,563.12	2,862.64	3,735.20
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
流动负债合计	861.71	1,010.07	1,174.06	1,166.33	1,555.60
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
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
少数股东权益	6.23	6.43	6.50	7.08	8.03
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	1,132.80	1,462.96	1,968.92
其他	(434.66)	(658.81)	(440.12)	(440.12)	(440.12)
股东权益合计	779.59	865.29	1,268.66	1,599.39	2,106.31
负债和股东权益总计	1,660.17	2,021.30	2,563.12	2,862.64	3,735.20

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	127.61	242.12	250.13	403.66	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)	0.07	0.59	0.98
经营活动现金流	184.48	340.61	518.30	169.45	954.41
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)
投资活动现金流	(341.87)	(347.83)	(57.25)	(80.78)	(49.36)
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)	(668.06)	(516.52)	(648.47)
筹资活动现金流	157.61	76.26	(21.73)	(37.09)	(219.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	0.22	69.04	439.31	51.57	685.81

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,399.28	1,958.85	2,507.33	3,173.34	3,996.06
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	716.09	850.77	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
营业利润	137.79	278.12	293.97	474.09	786.93
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
利润总额	139.04	273.71	294.35	475.59	787.28
所得税	11.43	31.59	44.15	71.34	118.09
净利润	127.61	242.12	250.20	404.25	669.19
少数股东损益	(0.42)	0.35	0.07	0.59	0.98
归属于母公司净利润	128.04	241.77	250.13	403.66	668.20
每股收益(元)	0.99	1.87	1.93	3.12	5.17

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.34%	39.99%	28.00%	26.56%	25.93%
营业利润	82.92%	101.84%	5.70%	61.27%	65.99%
归属于母公司净利润	81.58%	88.83%	3.46%	61.38%	65.54%
获利能力					
毛利率	42.87%	43.83%	46.52%	46.90%	46.90%
净利率	9.15%	12.34%	9.98%	12.72%	16.72%
ROE	16.56%	28.15%	19.82%	25.35%	31.85%
ROIC	19.43%	28.15%	22.36%	41.30%	50.80%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	53.04%	57.19%	50.50%	44.13%	43.61%
净负债率	29.05%	48.79%	-13.93%	-11.57%	-44.06%
流动比率	0.77	0.78	1.12	1.36	1.58
速动比率	0.43	0.43	0.74	0.89	1.13
营运能力					
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	1.09	1.17	1.21
每股指标(元)					
每股收益	0.99	1.87	1.93	3.12	5.17
每股经营现金流	1.43	2.63	4.01	1.31	7.38
每股净资产	5.98	6.64	9.76	12.31	16.22
估值比率					
市盈率	56.68	30.02	29.01	17.98	10.86
市净率	9.38	8.45	5.75	4.56	3.46
EV/EBITDA	22.07	39.23	19.86	13.27	7.48
EV/EBIT	31.04	52.88	22.58	14.52	7.94

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