

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盐津铺子(002847)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席分析师
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

积极调整策略，渠道加快下沉

2021年10月28日

事件: 公司发布2021年三季报, 2021Q3实现营收5.64亿元, 同比+15.30%, 归母净利润2867万元, 同比-51.03%。2021Q1-3实现营收16.28亿元, 同比+13.48%, 归母净利润7729万元, 同比-59.00%。

点评:

- **收入同比双位数增长, 经营企稳明显。**单Q3收入恢复至双位数增长, 营收端环比改善明显。业绩落在预告偏中位数, 整体符合预期。21Q3股份列支(税前)同比增加约2000万元, 回溯后归母净利润恢复明显。Q2受商超客流量下滑等多方面影响业绩出现亏损, 公司积极应对, Q3业绩初步表明公司调整生效。Q3实现毛利率38.47%, 同口径有所降低, 我们预计与原材料涨价、销售渠道调整及新品培育相关。销售费用率同比提升3.59pct至28.35%, 管理费用率同比提升1.10pct至5.95%, 主要与股权支付摊销增加有关。截止到Q3, 经营性现金流量净额同比提升55.49%, 现金流表现良性。整体来看, 公司经营逐步企稳, 改善明显。
- **纵向调整中岛投放策略, 加速低线商超下沉。**截止到21Q3底, 我们预计公司已经完成全年铺设5000个店中岛的目标, 面对商超客流量下滑的客观事实, 公司积极调整中岛投放策略, 对渠道进行分级, 大店投高配版的中岛, 腰部、腿部BC类门店, 改良用低配版的中岛, 中岛投放效率有望提升, 亦有望加速渠道下沉。
- **横向区域扩张, 放开经销商加盟KA, 提升扩张效率。**散装产品端, 集中精力聚焦发展重点省市直营KA, 其他地区KA放开经销商运营, 有望加速全国化的KA布局, 提升渠道开拓效率。同时, 公司积极拥抱新渠道, 目前进入了一些当地知名的连锁零食零售渠道, 有望成为公司的业绩增量。
- **聚焦核心大单品, 规模优势有望进一步凸显。**公司品类预计逐步聚焦深海零食、辣卤零食、面包、蛋糕、薯片点心等核心大单品, 自主生产模式下, 规模效应有望更加凸显。
- **注重人才引进, 定量装有望获得长足发展。**公司注重人才的引入及激励, 今年8月份, 定量装运营经验丰富的张小三先生加盟公司, 负责公司大营销全渠道运营管理, 有望强势加码公司定量装, 补足短板, 与散装共同拉动公司业绩增长。
- **盈利预测与投资评级:** 展望后续, 公司业绩环比有望持续回升。Q2在高基数、渠道变革、内部调整及新品培育等多因素影响下, 业绩经历短期挑战, Q3来看, 公司战略转型效果初显, 渠道策略调整有望加速渠道下沉及全国化扩张, 聚焦核心大单品规模效应有望进一步凸显, 管理上注重人才引入及激励, 组织架构上设立事业部有望提升运营效率, 公司明年的进一步恢复值得期待。我们预计公司21-23年EPS为1.15、

3.28、4.92 元/股，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：**疫情反复、定量装进展不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,399	1,959	2,326	3,226	4,075
增长率 YoY %	26.3%	40.0%	18.8%	38.7%	26.3%
归属母公司净利润 (百万元)	128	242	149	425	636
增长率 YoY%	81.6%	88.8%	-38.3%	184.6%	49.8%
毛利率%	42.9%	43.8%	40.2%	42.5%	43.9%
净资产收益率ROE%	16.6%	28.2%	15.4%	32.9%	36.0%
EPS(摊薄)(元)	0.99	1.87	1.15	3.28	4.92
市盈率 P/E(倍)	36.47	58.97	48.63	17.09	11.41
市净率 P/B(倍)	6.04	16.60	7.48	5.63	4.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	660	788	959	1,205	1,487	
货币资金	122	180	210	210	260	
应收票据	27	0	0	0	0	
应收账款	129	156	185	257	325	
预付账款	50	52	65	87	107	
存货	292	352	445	593	732	
其他	40	48	53	58	63	
非流动资产	1,000	1,233	1,474	1,958	2,363	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	740	926	1,137	1,548	1,885	
无形资产	138	157	185	257	323	
其他	122	150	152	153	155	
资产总计	1,660	2,021	2,433	3,164	3,849	
流动负债	862	1,010	1,309	1,721	1,929	
短期借款	348	472	634	820	817	
应付票据	50	0	0	0	0	
应付账款	207	210	266	355	438	
其他	256	327	410	546	674	
非流动负债	19	146	146	146	146	
长期借款	0	130	130	130	130	
其他	19	16	16	16	16	
负债合计	881	1,156	1,455	1,867	2,075	
少数股东权益	6	6	7	7	8	
归属母公司	773	859	971	1,289	1,766	
负债和股东权益	1,660	2,021	2,433	3,164	3,849	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,399	1,959	2,326	3,226	4,075	
同比	26.3%	40.0%	18.8%	38.7%	26.3%	
归属母公司净利润	128	242	149	425	636	
同比	81.6%	88.8%	-38.3%	184.6%	49.8%	
毛利率(%)	42.9%	43.8%	40.2%	42.5%	43.9%	
ROE%	16.6%	28.2%	15.4%	32.9%	36.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.99	1.87	1.15	3.28	4.92	
P/E	36.47	58.97	48.63	17.09	11.41	
P/B	6.04	16.60	7.48	5.63	4.11	
EV/EBITDA	25.90	46.03	32.39	13.79	9.36	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,399	1,959	2,326	3,226	4,075	
营业成本	799	1,100	1,391	1,854	2,288	
营业税金及	13	17	20	27	34	
销售费用	344	471	616	726	876	
管理费用	91	96	116	139	163	
研发费用	27	52	60	65	73	
财务费用	13	6	21	28	32	
减值损失合	-1	0	0	0	0	
投资净收益	0	1	0	0	0	
其他	26	60	61	61	61	
营业利润	138	278	163	449	670	
营业外收支	1	-4	0	0	0	
利润总额	139	274	163	449	671	
所得税	11	32	13	24	34	
净利润	128	242	149	425	637	
少数股东损	0	0	0	1	1	
归属母公司	128	242	149	425	636	
EBITDA	188	319	241	580	849	
EPS(当	0.99	1.87	1.15	3.28	4.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	184	341	287	597	857	
净利润	128	242	149	425	637	
折旧摊销	62	96	118	164	207	
财务费用	14	6	22	29	33	
投资损失	0	-1	0	0	0	
营运资金变	-21	-6	-3	-21	-21	
其它	3	3	0	0	0	
投资活动现金流	-342	-348	-359	-648	-611	
资本支出	-350	-356	-358	-647	-610	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	8	9	-2	-2	-2	
筹资活动现金流	158	76	102	51	-195	
吸收投资	64	31	0	0	0	
借款	133	282	161	186	-3	
支付利息或	-40	-77	-59	-135	-192	
现金流净增加额	0	69	30	0	50	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。