

# 盐津铺子 (002847)

证券研究报告

2021年11月02日

## 21Q3 营收同增 15.3%持续扩张，聚焦品类+优化渠道成效显著，扭亏转盈拐点或将至

**事件:**公司发布2021年第三季度报告。前三季度公司实现营业收入16.28亿,同比增长13.48%;实现归母净利润0.77亿元,同比减少59.00%。单三季度,公司实现营收5.64亿元,同比增长15.30%,归母净利润为0.29亿元,同比减少51.03%。

**点评:**

**收入端:**公司2021年前三季度实现营业收入16.28亿元,同比增长13.48%。分季度来看,21Q1/Q2/Q3分别实现营业收入5.92亿元/4.72亿元/5.64亿元,同比+27.5%/-1.9%/+15.3%。其中,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。

**毛利率方面,原材料成本上涨影响明显。**公司2021年前三季度毛利率为39.8%,较2020年同期减少2.7pct。分季度来看,2021Q1/Q2/Q3毛利率分别为44.0%/36.1%/38.5%,分别同比+3.6pct/-7.0pct/-5.4pct。主要或由于2021年大豆油等原材料价格上涨幅度较大,导致部分产品生产成本上升。

**费用端,公司2021年前三季度期间费用率37.1%,同增6.54pct,单三季度期间费用率37.0%,同增3.65pct。**其中2021Q3销售费用率28.35%,同增3.6pct,主要系公司按照新规划的战略布局,加大市场拓展和市场投入力度;管理费用率5.95%,同增1.1pct,主要系人力资源、运营管理等转型升级;财务费用率0.83%,同增1.0pct,主要系贷款增加所致;研发费用率1.88%,同减2.1pct,主要因为公司为进一步研发新品及打磨产品力,在产品研发方面加大投入,导致研发费用增加。

**利润端,公司2021年前三季度归母净利润为0.77亿元,同比减少59.00%,归母净利率为4.75%,较去年同期减少8.4pct。**分季度来看,公司2021Q1/Q2/Q3归母净利润分别为0.82/-0.33/0.29亿元,同比分别为+43.4%/-145.9%/+5.1%。主要或由于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,当前规模效应已逐渐开始体现。

**公司经营方面,加大研发进一步锻造产品竞争力,加速分产品分渠道全国招商进程。**产品方面,公司正逐步向核心品类集中,进一步加大研发费用投入,锻造产品核心竞争力;渠道方面,Q3保持了较合理的费用投入,加速分产品、分渠道经销商全国招商进程。Q3业绩受限电影影响仍企稳回升,公司转型已初见成效,公司将努力在Q4迎来全面好转。

**投资建议:**公司年初制定股权激励方案,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,预计四季度公司将迎来全新拐点。考虑今年原材料成本及期间费用波动较大,四季度及明年成效有望进一步显现,我们调整公司2021/2022归母净利润分别为1.45/4亿元(前值2.5亿/4亿),对应68/24xPE,结合股权激励费用,预计2021/2022公司实际经营净利润分别为2.1/4.7亿元,维持“买入”评级。

**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	2,304.59	3,173.65	3,996.45
增长率(%)	26.34	39.99	17.65	37.71	25.93
EBITDA(百万元)	215.47	371.49	228.11	524.48	825.54
净利润(百万元)	128.04	241.77	145.16	402.35	660.47
增长率(%)	81.58	88.83	(39.96)	177.18	64.15
EPS(元/股)	0.99	1.87	1.12	3.11	5.11
市盈率(P/E)	76.81	40.67	67.75	24.44	14.89
市净率(P/B)	12.72	11.45	8.30	6.50	4.88
市销率(P/S)	7.03	5.02	4.27	3.10	2.46
EV/EBITDA	22.07	39.23	42.20	18.40	10.77

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	76.02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)	9,462.68
流通A股市值(百万元)	8,287.53
每股净资产(元)	6.22
资产负债率(%)	58.52
一年内最高/最低(元)	145.80/50.50

### 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-公司点评: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》2021-10-18
- 《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

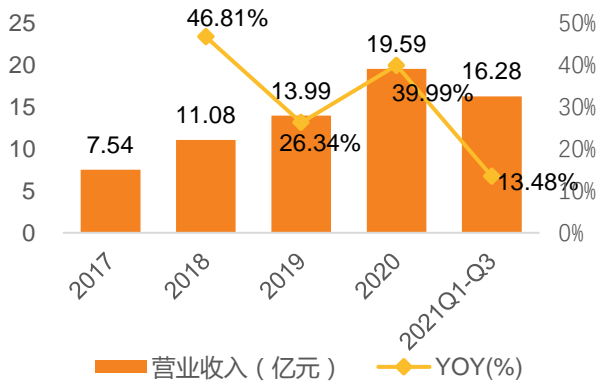
## 1. 事件

公司发布 2021 年第三季度报告。前三季度公司实现营业收入 16.28 亿，同比增长 13.48%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比减少 59.00%。单三季度，公司实现营收 5.64 亿元，同比增长 15.30%，归母净利润为 0.29 亿元，同比减少 51.03%。

## 2. 收入端

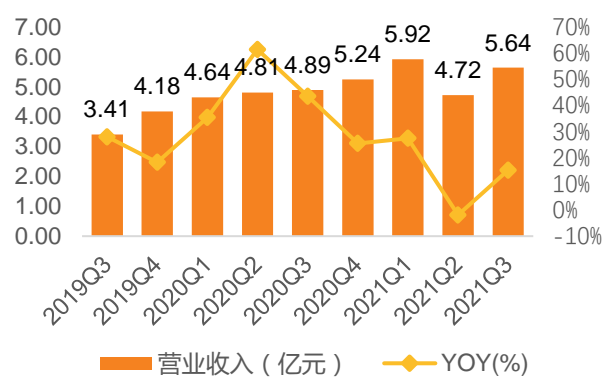
**营业收入有所增长，限电原因影响货品销售。**公司 2021 年前三季度实现营业收入 16.28 亿元，同比增长 13.48%。分季度来看，21Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 5.92 亿元/4.72 亿元/5.64 亿元，同比+27.5%/-1.9%/+15.3%。其中，2021 年 9 月中下旬，公司部分产能因限电原因未能及时供货而影响了部分货品销售。

图 1：近年营业收入情况及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：分季度营业收入情况及增速

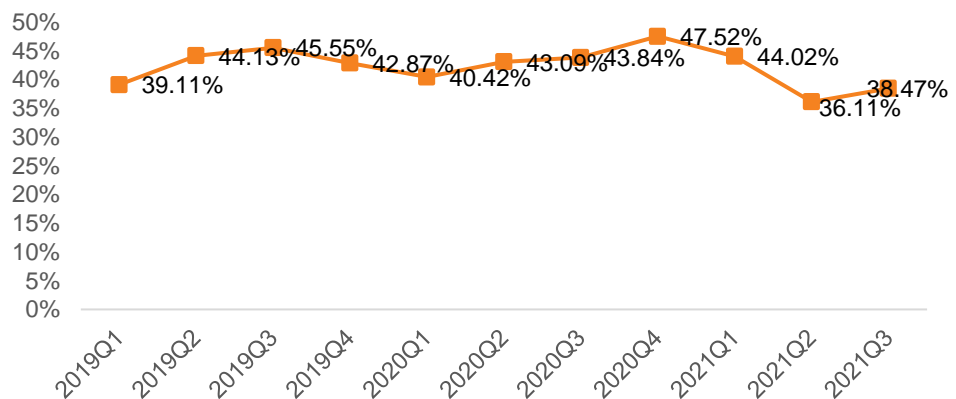


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 3. 毛利率

**原材料成本上涨影响明显。**公司 2021 年前三季度毛利率为 39.8%，较 2020 年同期减少 2.7pct。分季度来看，2021Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 44.0%/36.1%/38.5%，分别同比+3.6pct/-7.0pct/-5.4pct。主要或由于 2021 年大豆油、棕榈油、奶粉、黄豆、鹌鹑蛋等部分原材料价格上涨幅度较大，导致部分产品生产成本上升。

图 3：分季度毛利率情况

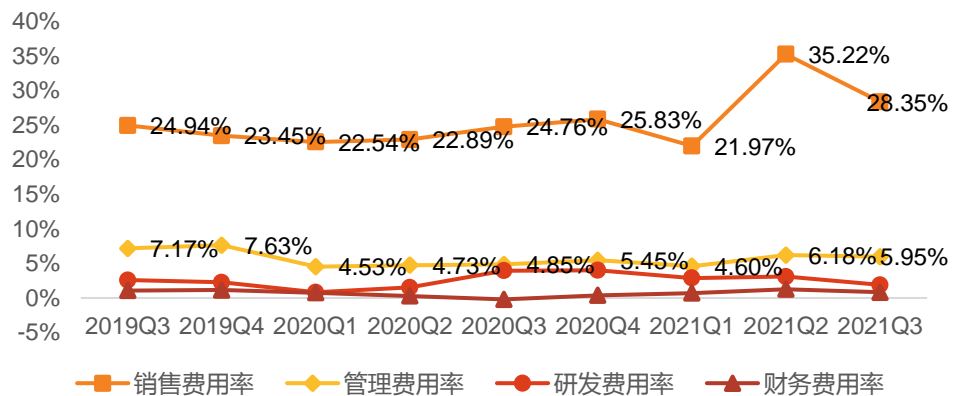


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 4. 费用端

公司 2021 年前三季度期间费用率为 37.1%，较 2020 年同期增长 6.54pct，单三季度期间费用率为 37.0%，同比增长 3.65pct。其中，①2021Q3 销售费用率为 28.35%，同比增长 3.6pct，主要系公司按照新规划的营销战略布局，加大市场拓展和市场投入力度，导致销售费用增加，另外（税前）列支股份支付费用为 3,878.09 万元，去年同期为 1,903.07 万元；②管理费用率为 5.95%，较去年同期增长 1.1pct，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（税前）列支股份支付费用为 2,561.79 万元，去年同期为 1,711.72 万元；③财务费用率为 0.83%，同比增长 1.0pct，主要系贷款增加所致；④研发费用率为 1.88%，同比减少 2.1pct，主要因为公司为进一步研发新品及打磨产品力，在产品研发方面加大投入，导致研发费用增加。

图 4：分季度期间费用率情况

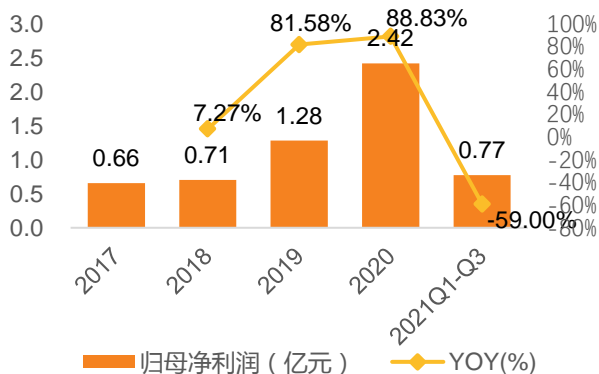


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 5. 利润端

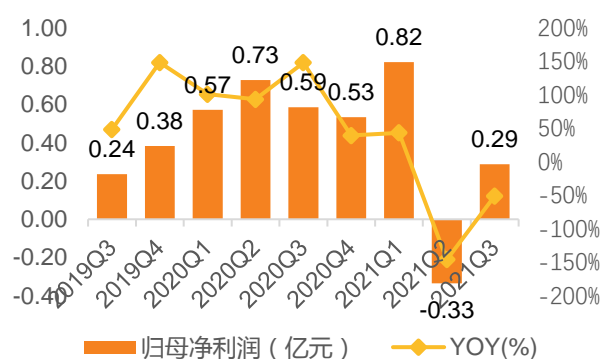
公司 2021 年前三季度归母净利润为 0.77 亿元，同比减少 59.00%，归母净利率为 4.75%，较去年同期减少 8.4pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 0.82/-0.33/0.29 亿元，同比分别为+43.4%/-145.9%/+5.1%。主要或由于新品上市初期市场费用和研发费用投入较大，经历孵化推广期后，当前规模效应已逐渐开始体现。

图 5：近年归母净利润情况及增速



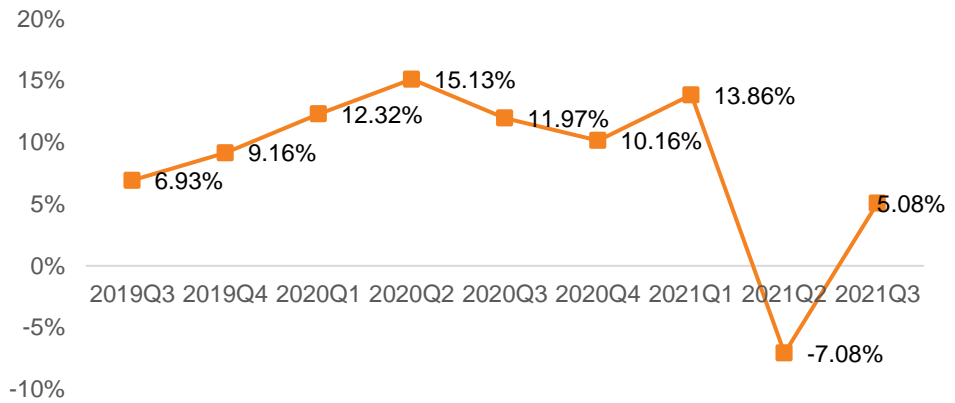
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：分季度归母净利润情况及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：分季度归母净利润率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 6. 公司经营

公司经营方面，加大研发进一步锻造产品竞争力，加速分产品分渠道全国招商进程。

- 1) **产品方面**，公司正在逐步向有足够市场体量且还在成长、无垄断品牌、公司有足够供应链优势的品类集中，聚焦深海零食、辣卤零食、面包、蛋糕、薯片点心等核心大单品，2021 年公司陆续推出鳕鱼豆腐、鳕鱼肠、鳕蟹柳等系列新品，此后公司也计划进一步加大研发费用投入，锻造产品核心竞争力；
- 2) **渠道方面**，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，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。三季度业绩受限电影响仍企稳回升，公司转型已初见成效，今年四季度最后一个月将是 22 年年货节前奏，公司将努力在四季度迎来全面好转。

## 7. 投资建议

公司年初制定股权激励方案，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，预计四季度公司将迎来全新拐点。考虑今年原材料成本及期间费用波动较大，四季度及明年成效有望进一步显现，我们调整公司 2021/2022 归母净利润分别为 1.45/4 亿元（前值 2.5 亿/4 亿），对应 68/24xPE，结合股权激励费用，预计 2021/2022 公司实际经营净利润分别为 2.1/4.7 亿元，维持“买入”评级。

## 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	554.97	580.14	1,285.27	营业收入	1,399.28	1,958.85	2,304.59	3,173.65	3,996.45
应收票据及应收账款	156.28	156.08	95.14	250.81	184.84	营业成本	799.43	1,100.25	1,349.11	1,705.52	2,131.31
预付账款	50.23	51.70	78.51	82.46	119.93	营业税金及附加	12.65	16.62	20.98	28.96	37.33
存货	291.53	351.81	453.72	562.88	709.25	营业费用	343.81	471.33	639.98	832.13	885.21
其他	40.29	43.39	50.94	51.99	63.70	管理费用	91.05	96.07	85.27	95.21	123.89
<b>流动资产合计</b>	<b>660.34</b>	<b>783.36</b>	<b>1,233.28</b>	<b>1,528.29</b>	<b>2,362.98</b>	研发费用	26.90	51.50	23.05	31.74	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>170.43</b>	<b>472.55</b>	<b>777.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,660.17</b>	<b>2,021.30</b>	<b>2,479.37</b>	<b>2,804.70</b>	<b>3,636.73</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	450.48	348.04	680.63	<b>利润总额</b>	<b>139.04</b>	<b>273.71</b>	<b>170.82</b>	<b>474.05</b>	<b>778.16</b>
其他	256.20	327.23	377.32	432.73	487.86	所得税	11.43	31.59	25.62	71.11	116.72
<b>流动负债合计</b>	<b>861.71</b>	<b>1,010.07</b>	<b>1,167.80</b>	<b>1,186.97</b>	<b>1,541.58</b>	<b>净利润</b>	<b>127.61</b>	<b>242.12</b>	<b>145.20</b>	<b>402.94</b>	<b>661.44</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	0.04	0.59	0.97
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>145.16</b>	<b>402.35</b>	<b>660.47</b>
其他	18.86	15.80	17.40	16.92	17.29	每股收益(元)	0.99	1.87	1.12	3.11	5.11
<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>1,288.21</b>	<b>1,283.89</b>	<b>1,614.87</b>						
少数股东权益	6.23	6.43	6.47	7.05	7.99	<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%	17.65%	37.71%	25.93%
留存收益	705.03	948.19	1,055.33	1,384.41	1,884.51	营业利润	82.92%	101.84%	-38.72%	177.26%	64.60%
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%	-39.96%	177.18%	64.15%
<b>股东权益合计</b>	<b>779.59</b>	<b>865.29</b>	<b>1,191.16</b>	<b>1,520.82</b>	<b>2,021.86</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>2,479.37</b>	<b>2,804.70</b>	<b>3,636.73</b>	毛利率	42.87%	43.83%	41.46%	46.26%	46.67%
						净利率	9.15%	12.34%	6.30%	12.68%	16.53%
						ROE	16.56%	28.15%	12.25%	26.58%	32.80%
						ROIC	19.43%	28.15%	13.43%	41.70%	49.73%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	53.04%	57.19%	51.96%	45.78%	44.40%
						净负债率	29.05%	48.79%	-9.40%	-6.18%	-42.35%
						流动比率	0.77	0.78	1.06	1.29	1.53
						速动比率	0.43	0.43	0.67	0.82	1.07
						<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	5.72	6.24	6.28
						总资产周转率	0.99	1.06	1.02	1.20	1.24
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.99	1.87	1.12	3.11	5.11
						每股经营现金流	1.43	2.63	3.29	1.10	7.51
						每股净资产	5.98	6.64	9.16	11.70	15.57
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	76.81	40.67	67.75	24.44	14.89
						市净率	12.72	11.45	8.30	6.50	4.88
						EV/EBITDA	22.07	39.23	42.20	18.40	10.77
						EV/EBIT	31.04	52.88	51.81	20.13	11.44

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	127.61	242.12	145.16	402.35	660.47
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	223.16	(312.10)	262.64
其它	100.06	(61.84)	0.04	0.59	0.97
<b>经营活动现金流</b>	<b>184.48</b>	<b>340.61</b>	<b>426.07</b>	<b>142.81</b>	<b>971.85</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)	(640.56)	(516.28)	(646.59)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>157.61</b>	<b>76.26</b>	<b>5.76</b>	<b>(36.85)</b>	<b>(217.36)</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>374.58</b>	<b>25.17</b>	<b>705.13</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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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