

2021年03月02日

盐津铺子 (002847.SZ)

激励彰显强信心，三轮驱动高成长

■事件：公司披露《2021年限制性股票激励计划(草案)》，拟授予限制性股票数量224万股，占公司总股本的1.73%，授予对象为含董事、高管、核心技术(业务)人员在内的32人，授予价格为53.37元/股。

■目标设定高成长，增速超预期。本次激励计划的解除限售考核条件为：相比2020年，2021-2023年收入增速不低于28%/62%/104%，净利润(扣非扣费)增速不低于42%/101%/186%，经测算，2021-2023年收入同比增速28.0%/26.6%/25.9%，净利润(扣非扣费)增速42.0%/41.5%/42.3%；目标设定超市场预期，表现了公司对自身商业模式的肯定和成长性的信心。

■三轮驱动贡献高成长性。正如我们在前期点评中提到“公司三轮驱动，即区域扩张+店中岛复制+品类扩张，以上三个驱动力在未来2-3年边际弱化概率不大，收入较高水平的增长具备可持续性。”：

1) 区域扩张：2020H1华中、华南收入合计占比63.48%，而华东、西南仅占比19.62%、10.20%，公司产品坪效高，给予商超较高的利润水平，公司与商超形成稳定与共赢的合作关系，并通过标准化的“店中岛”模式复制扩张、经销渠道助力，全国化空间可见；

2) 店中岛复制：自2017年底开始推出店中岛计划，店中岛为消费者提供多样化选择和自主组合的场景，符合消费升级趋势，店中岛是公司营KA商超，自主制造，多品类三个特点的集中体现，竞品难以复制，且盐津具备先发优势；

3) 品类扩张：休闲零食第一曲线稳中有升，烘焙第二曲线达到预期，“咸味”+“甜味”零食、多SKU产品矩阵逐步形成，配合以店中岛模式，实现品类快速成长。

■规模效应下净利率维持提升态势。据测算，按照股权激励目标，2021-2023年扣非扣费后净利率分别为13.2%/14.7%/16.6%，维持提升态势，主要系：1) 原有产品的生产端、费用端仍有一定的规模效应；2) 公司前期拓展的新品类、新区域跨过盈亏平衡点进入收获期；3) 随着基本盘越来越大，公司目前及未来的新区域新品类(前期需要度过一定的亏损时期)对公司整体净利润的拖累将减轻。

■面对新兴渠道，公司灵活调整，表现出色。市场普遍担心社区团购对商超客流量的负面影响，从而影响公司成长性。我们认为公司作为生产品牌，可以充分和新兴渠道对接，共享渠道成长。对于社区团购渠道，公司交出较好的成绩单，2020年公司在兴盛优选平台的收入达到一定的体量；操作模式上面，公司直接对接，找经销商维护，产品规格和普通商超有区别，例如卖定量装、大包装的等产品。

■投资建议：扣除股权激励摊销费用，预计2021-2022年EPS分别为2.47、3.69元，未扣除股权激励摊销费用，预计2021-2022年EPS分别为2.89、3.97元，给予6个月目标价135元，对应2021年(未扣除股权激励摊销费用计算)PE47x，上调至“买入-A”评级。

风险提示：扩品类扩区域不及预期；经济增速放缓居民消费力下降。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,107.6	1,399.3	1,958.7	2,542.5	3,248.5
净利润	70.5	128.0	262.2	335.6	473.6
每股收益(元)	0.55	0.99	1.88	2.47	3.69
每股净资产(元)	4.95	5.98	7.81	9.54	12.12

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	188.8	104.0	55	42	28
市净率(倍)	20.8	17.2	13.2	10.8	8.5
净利润率	6.4%	9.2%	12.3%	12.5%	14.6%
净资产收益率	11.0%	16.6%	24.1%	25.9%	30.4%
股息收益率	0.2%	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%
ROIC	13.7%	19.4%	29.1%	25.7%	38.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他食品

投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价：**135.00元**
股价(2021-03-01) **102.91元**

交易数据

总市值(百万元)	13,312.44
流通市值(百万元)	6,297.22
总股本(百万股)	129.36
流通股本(百万股)	61.19
12个月价格区间	47.19/153.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-2.86	-20.37	81.71
绝对收益	-4.87	-11.87	119.2

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100001
xuzq1@essence.com.cn

相关报告

- 盐津铺子：店中岛与品类扩张并驾齐驱，成长性乐观/苏斌 2020-11-29
- 盐津铺子：各季保持高增，成长性乐观/苏斌 2020-10-28
- 盐津铺子：扩区域扩品类红利持续释放，三季度预计继续高增/苏斌 2020-08-04
- 盐津铺子：Q2业绩超预期，三轮驱动具备高成长性/苏斌 2020-07-14
- 盐津铺子：核心渠道高占有强复制，品类组合焕发新机/苏斌 2020-03-08

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏毓、徐哲琪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034