

增持

——维持

盐津铺子 (002847)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2021年03月02日

行业: 食品饮料



2020年圆满收官，股权激励谋定新三年依然高增长

分析师: 周菁
 Tel: 021-53686158
 E-mail: zhoujing@shzq.com
 SAC证书编号: S0870518070002

■ 公司动态事项

公司近期发布2020年业绩快报和2021年限制性股票激励计划(草案)。

■ 事项点评

基本数据 (2021.3.1)

报告日股价(元)	102.91
12mth A股价格区间(元)	46.75-153
总股本(百万股)	129.36
无限售A股/总股本	84.70%
流通市值(亿元)	112.76
每股净资产(元)	7.31
PBR(X)	14.09

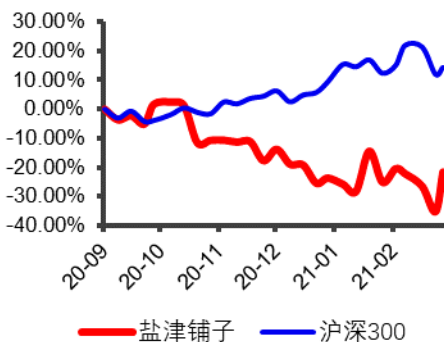
主要股东 (2020Q3)

盐津铺子控股	37.36%
吴平投资	11.19%
张学武	9.43%
张学文	4.98%

收入结构 (2020H1)

烘焙点心	32.21%
干杂类(鱼糜、肉鱼、豆干等)	50.32%
果干类	9.45%
辣条	2.91%
其他	5.11%

最近6个月股票与沪深300比较



相关报告:

《盐津铺子(002847)中报点评: 品类拓展和渠道扩张并进, 盈利大幅提升》

2020年圆满收官, 上市三年实现高速高质量发展

公司2020年营业收入为19.59亿元, 同比增长40.0%, 其中Q4实现营收5.24亿元, 同比增长25.5%, 增速环比有所放缓主要系21年春节靠后导致备货更多将在21Q1体现。公司全年归属净利润为2.42亿元, 同比增长88.7%, 净利率为12.3%, 同比提高3.1pct; 其中Q4归属净利润为0.53亿元, 同比增长38.7%, 季度净利率为10.1%, 环比小幅下降, 预计主要系春节年货旺季, 公司投入较多的陈列和促销等费用导致销售费用率环比上升。总体看, 公司上市后第一个三年(2018-2020年)期间, 营收和归属净利润的CAGR分别达到33%和85%, 同期净利率由6.4%提至12.3%, ROE由11.5%升至27.6%, 实现了高速且高质量的发展。

股权激励谋定新三年, 继续高增长引领行业

公司发布2021年股权激励方案, 对公司董事、高管、核心技术(业务)人员授予限制性股票, 共223.67万股, 占总股本的1.73%, 授予价格为53.37元/股, 分三期分别解售30%/30%/40%。根据公司业绩考核目标, 23年公司营收将接近40亿元, 20-23年CAGR为27%, 同期净利润(扣非但不扣股权激励成本)CAGR为42%, 公司谋定新三年继续维持快于行业的高增长目标。股权激励共需摊销1.11亿元费用, 21-24年分别摊销3770/4525/2170/616万元, 前两年费用摊销压力较大。

多品牌、多品类战略, 第二曲线烘焙点心迅速成长

上市后公司推进多品牌(盐津铺子、憨豆先生)、多品类战略, 成功孕育多条成长曲线: 第一曲线休闲(咸味)零食稳中有升; 第二曲线休闲烘焙点心迅速成长, 17-19年收入CAGR达175%, 20H1同比增长82%, 全年有望保持高速增长, 且随着规模扩大, 烘焙品类的毛利率大幅提升。目前烘焙点心已成为公司第一大品类(20H1收入占比32%), 未来计划占到收入的50%以上。

2020年中岛加速推广, 从区域走向全国

公司17年底开始推广店中岛模式, 截止20年底全国共有1.6万个中岛, 远期可布局空间在5-10万个, 公司远未到成长的天花板。20年公司计划投放5000个中岛, 实际投放8000个, 21年公司仍计划新增5000个中岛, 不排除依然有超预期投放可能。公司店中岛投放聚焦投大店、投好店, 单岛变双岛, 成熟中岛通过多品类运营、持续迭代SKU来不断提高单店产出、获得较高的坪效, 从而塑造占据线下商超渠道的经营壁垒。此外公司通过定量装布局便利店、小超市、电商等渠道。

■ 投资建议

根据20年业绩快报、股权激励目标及费用分摊情况, 我们调整盈利预测, 预计公司2020-2022年归属净利润分别为2.41/3.25/4.45亿元, 对应EPS分别为1.87/2.51/3.44元/股, 对应PE为55/41/30倍(按2021/3/1收盘价计算)。维持“增持”评级。

■ 风险提示

疫情反复风险、食品安全风险、行业竞争加剧风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1399.28	1959.06	2591.87	3210.58
年增长率		40.01%	32.30%	23.87%
归属于母公司的净利润	128.04	241.49	324.76	444.76
年增长率		88.61%	34.48%	36.95%
每股收益 (元)	0.99	1.87	2.51	3.44
PER (X)	103.97	55.13	40.99	29.93

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2021/3/1 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	122	156	188	228
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	156	188	269	321
存货	292	368	510	608
预付账款	50	62	87	103
其他流动资产	40	47	51	57
流动资产合计	660	820	1105	1317
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	740	928	1106	1288
无形资产	138	168	206	240
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	17	17	17	17
其他非流动资产	105	113	111	109
资产总计	1660	2046	2544	2970
短期借款	348	381	293	113
应付票据及应付账款	257	336	457	550
预收账款	68	86	120	144
应付职工薪酬	46	60	82	98
应交税费	3	11	10	15
其他流动负债	139	130	213	235
流动负债合计	862	1004	1175	1156
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	881	1023	1194	1174
归属于母公司所有者权益	773	1018	1346	1793
少数股东权益	6	5	4	3
股东权益	780	1024	1350	1796
负债及股东权益	1660	2046	2544	2970

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.99	1.87	2.51	3.44
BVPS	5.98	7.87	10.40	13.86
PE	36.47	59.04	43.90	32.06
PEG	0.45	0.67	1.27	0.87

数据来源: wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1399	1959	2592	3211
营业成本	799	1121	1472	1804
毛利	600	838	1120	1407
税金及附加	13	18	23	29
销售费用	344	458	591	722
管理费用	91	90	140	161
研发费用	27	41	54	67
财务费用	13	14	12	6
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
其他收益	37	49	57	64
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-6	0	0	0
营业利润	138	265	356	486
营业外收支	1	-3	-3	-3
利润总额	139	262	353	483
所得税费用	11	21	29	40
净利润	128	241	324	443
归属于母公司的净利润	128	241	325	445
少数股东损益	0	-1	-1	-1
现金流量表 (单位: 百万元)				
经营活动现金流净额	184	265	368	465
投资	0	0	0	0
资本性支出	-350	-249	-232	-236
其他	8	0	0	0
投资活动现金流净额	-342	-249	-232	-236
债权融资	0	0	0	0
股权融资	64	0	0	0
银行贷款增加(减少)	389	33	-88	-181
筹资成本	-40	-16	-15	-9
其他	-255	0	0	0
筹资活动现金流净额	158	17	-103	-190
现金净流量	0	34	32	40

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
PB	6.04	14.00	10.60	7.95
EV/EBITDA	25.90	56.78	43.28	31.31
ROE	17%	24%	24%	25%
ROIC	10%	15%	17%	21%

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。