

# 盐津铺子 (002847.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 转型效果凸显，23Q1 再超预期

### 业绩简评

4月14日公司发布年报和一季报，22年实现营收28.9亿元，同比+26.8%；实现归母净利润3.0亿元，同比+100.0%；扣非归母净利润2.8亿元，同比+201.5%。

22Q4实现营收9.2亿元，同比+41.3%；实现归母净利润0.8亿元，同比+12.8%；扣非归母净利润0.8亿元，同比+25.7%，符合预期。

23Q1实现归母净利润1.0-1.2亿元，同比+62.9%-95.4%；扣非净利润0.9-1.1亿元，同比+76.8%-117.5%，业绩超预期。

### 经营分析

“产品+渠道”转型顺利，驱动22Q4-23Q1收入高增。1)分产品来看，“三大两中一小”梯队基本成型，22年辣卤零食/深海/休闲烘焙/薯片/果干收入分别为9.9/5.6/6.5/2.8/1.9亿元，其中辣卤魔芋收入2.6亿元(同比+120.3%)表现亮眼；2)分渠道来看，零食很忙成为第一大客户，22年销售额2.11亿元，占比提升至7.31%。22年经销/电商渠道占比提升至73%/14%，直营商超下降至13%(同比-16pct)。全国经销网络快速扩充，22年新增经销商734家。3)预计23Q1收入延续高增态势，系公司春节备货充足，新兴渠道快速放量，动销超预期。

成本下行+结构优化，23Q1利润率逐步修复。1)22年公司毛利率34.7%，同比-1.0%，主要系大豆、油脂、奶粉等原辅材料价格居高，成本压力较大。随着棕榈油等成本下降、供应链效率提升，23Q1毛利率环比预计显著改善。2)商超占比下降致销售费率收缩，大幅释放利润弹性。22年销售费率15.8%(同比-6.4pct)，最终净利率10.4%(同比+3.8pct)。3)23Q1销售费用下降+股份支付减少，假定收入+40%-50%，取中枢计算净利率为12-13%，同比+1-2pct。

产品+渠道双轮驱动，股权激励目标有望顺利达成。公司聚焦五大核心产品，深化“多品类、全渠道、全产业链”布局策略，收入增量具备支撑，降本增效思路明确。伴随着新兴量贩零食、兴趣电商等渠道占比逐步提升，费用端仍具备下行空间，看好中长期利润率抬升。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司23-25年归母净利润分别为4.7/6.2/7.5亿元，分别同比+54.9%/33.3%/21.2%。对应PE分别为36x/27x/22x，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价(人民币)：130.86元

相关报告：

- 《盐津铺子公司点评：产品+渠道优化，业绩符合预期》，2023.2.28
- 《运营效率持续优化，渠道多点开花-盐津三季报点评》，2022.10.26
- 《改革效果显现，盈利水平逐步修复-盐津铺子22年中报及三季报预...》，2022.8.15



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,282	2,894	3,540	4,256	5,027
营业收入增长率	16.47%	26.83%	22.35%	20.21%	18.11%
归母净利润(百万元)	151	301	467	622	754
归母净利润增长率	-37.65%	100.01%	54.84%	33.32%	21.17%
摊薄每股收益(元)	1.165	2.343	3.630	4.840	5.864
每股经营性现金流净额	3.69	3.31	5.19	6.54	7.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.27%	26.57%	31.69%	31.65%	29.09%
P/E	73.46	46.22	36.05	27.04	22.32
P/B	12.68	12.28	11.42	8.56	6.49

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,959</b>	<b>2,282</b>	<b>2,894</b>	<b>3,540</b>	<b>4,256</b>	<b>5,027</b>
增长率		16.5%	26.8%	22.4%	20.2%	18.1%
主营业务成本	-1,100	-1,467	-1,889	-2,252	-2,685	-3,167
%销售收入	56.2%	64.3%	65.3%	63.6%	63.1%	63.0%
毛利	859	815	1,005	1,288	1,571	1,860
%销售收入	43.8%	35.7%	34.7%	36.4%	36.9%	37.0%
营业税金及附加	-17	-20	-28	-32	-38	-45
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-471	-505	-457	-517	-596	-704
%销售收入	24.1%	22.2%	15.8%	14.6%	14.0%	14.0%
管理费用	-96	-119	-131	-145	-170	-201
%销售收入	4.9%	5.2%	4.5%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	-52	-55	-74	-89	-106	-126
%销售收入	2.6%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	223	115	314	506	660	784
%销售收入	11.4%	5.0%	10.9%	14.3%	15.5%	15.6%
财务费用	-6	-21	-9	-28	-10	7
%销售收入	0.3%	0.9%	0.3%	0.8%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	-1	-3	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1	1
%税前利润	0.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	278	170	341	516	687	832
营业利润率	14.2%	7.4%	11.8%	14.6%	16.1%	16.5%
营业外收支	-4	-3	-8	-3	-3	-3
税前利润	274	167	333	513	684	829
利润率	14.0%	7.3%	11.5%	14.5%	16.1%	16.5%
所得税	-32	-13	-31	-46	-62	-75
所得税率	11.5%	7.6%	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	242	154	302	467	622	754
少数股东损益	0	4	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>242</b>	<b>151</b>	<b>301</b>	<b>467</b>	<b>622</b>	<b>754</b>
净利率	12.3%	6.6%	10.4%	13.2%	14.6%	15.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	242	154	302	467	622	754
少数股东损益	0	4	0	0	0	0
非现金支出	97	132	150	113	135	156
非经营收益	8	11	18	44	25	12
营运资金变动	-6	181	-44	44	60	35
<b>经营活动现金净流</b>	<b>341</b>	<b>478</b>	<b>426</b>	<b>668</b>	<b>841</b>	<b>957</b>
资本开支	-356	-331	-260	-268	-214	-260
投资	0	0	0	-11	0	0
其他	9	9	9	1	1	1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-348</b>	<b>-322</b>	<b>-251</b>	<b>-278</b>	<b>-213</b>	<b>-259</b>
股权募资	31	119	6	0	0	0
债权募资	282	-72	85	-219	-264	0
其他	-237	-252	-188	-163	-147	-139
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>76</b>	<b>-205</b>	<b>-97</b>	<b>-382</b>	<b>-411</b>	<b>-139</b>
<b>现金净流量</b>	<b>69</b>	<b>-49</b>	<b>77</b>	<b>8</b>	<b>218</b>	<b>559</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	180	135	203	208	423	980
应收款项	167	208	180	225	262	303
存货	352	259	453	494	552	607
其他流动资产	89	84	216	201	181	195
流动资产	788	685	1,053	1,128	1,417	2,086
%总资产	39.0%	32.9%	42.9%	42.1%	46.6%	54.8%
长期投资	70	64	1	1	1	1
固定资产	969	1,064	1,084	1,195	1,295	1,383
%总资产	47.9%	51.1%	44.2%	44.6%	42.6%	36.3%
无形资产	159	198	203	217	230	243
非流动资产	1,233	1,397	1,402	1,549	1,622	1,723
%总资产	61.0%	67.1%	57.1%	57.9%	53.4%	45.2%
<b>资产总计</b>	<b>2,021</b>	<b>2,082</b>	<b>2,455</b>	<b>2,677</b>	<b>3,039</b>	<b>3,808</b>
短期借款	472	530	483	264	0	0
应付款项	376	491	433	528	620	723
其他流动负债	161	161	226	238	280	323
流动负债	1,010	1,181	1,142	1,030	900	1,046
长期贷款	130	2	137	137	137	137
其他长期负债	16	16	27	25	22	21
负债	1,156	1,198	1,307	1,191	1,059	1,203
<b>普通股股东权益</b>	<b>859</b>	<b>873</b>	<b>1,135</b>	<b>1,473</b>	<b>1,967</b>	<b>2,592</b>
其中：股本	129	129	129	129	129	129
未分配利润	461	469	640	978	1,472	2,098
少数股东权益	6	11	13	13	13	13
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,021</b>	<b>2,082</b>	<b>2,455</b>	<b>2,677</b>	<b>3,039</b>	<b>3,808</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.867	1.165	2.343	3.630	4.840	5.864
每股净资产	6.632	6.749	8.819	11.454	15.293	20.156
每股经营现金净流	2.630	3.694	3.307	5.194	6.539	7.436
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	28.15%	17.27%	26.57%	31.69%	31.65%	29.09%
总资产收益率	11.96%	7.24%	12.28%	17.44%	20.48%	19.80%
投入资本收益率	13.44%	7.49%	16.11%	24.38%	28.37%	26.02%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	39.99%	16.47%	26.83%	22.35%	20.21%	18.11%
EBIT增长率	77.86%	-48.52%	173.64%	60.86%	30.56%	18.80%
净利润增长率	88.83%	-37.65%	100.01%	54.84%	33.32%	21.17%
总资产增长率	21.75%	2.99%	17.91%	9.07%	13.52%	25.31%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	26.6	28.3	22.7	22.0	21.5	21.0
存货周转天数	106.7	76.0	68.8	80.0	75.0	70.0
应付账款周转天数	69.3	53.8	47.4	46.0	45.0	44.0
固定资产周转天数	172.5	161.5	118.7	106.4	94.5	83.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	48.79%	44.94%	36.35%	12.94%	-14.46%	-32.39%
EBIT利息保障倍数	37.6	5.5	35.6	17.9	64.9	-118.0
资产负债率	57.19%	57.56%	53.23%	44.49%	34.85%	31.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402