

2023年04月17日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

**证券分析师**

丰毅 S0630522030001

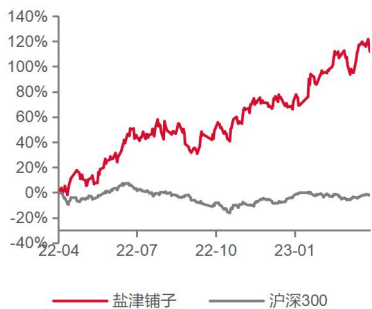
fengyi@longone.com.cn

**证券分析师：**

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

总股本(万股)	12,860
流通A股/B股(万股)	12,860/0
资产负债率(%)	53.23%
市净率(倍)	16.19
净资产收益率(加权)	30.65
12个月内最高/最低价	140/129

**相关研究**

1. 盐津铺子(002847.SZ)：弯道超车，改革成效显-20221102

**业绩超预期，战略效果持续显现****——盐津铺子（002847）公司简评报告****投资要点**

➤ **事件：**(1) 4月15日，公司发布年度报告，2022年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达28.94、3.01、2.76亿元，分别同比增长26.83%、100.01%、201.47%；2022年Q4公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达9.24、0.83、0.83亿元，分别同比增长41.31%、12.83%、25.73%。整体略超预期。

(2) 同时，公司发布利润分配及公积金转增股本预案，每10股派发现金红利15元（含税）不送红股，以资本公积金向全体股东每10股转增5股。预计派发现金红利人民币1.93亿元，以股本溢价转增64,302,495股，转增后公司总股本为192,907,485股。

(3) 同时，公司管理层面临人事调整，朱正旺先生申请辞去公司董事会秘书及财务总监职务，辞任后在公司担任其他职务。董事会同意由公司董事、副总经理杨林广先生代行董事会秘书职责，同时聘任杨峰先生担任公司财务总监。杨峰先生，1977年11月生，大学学历，中国注册会计师。曾任职东莞联基电业有限公司财务经理、湖南方盛制药股份有限公司财务副总监，2019年10月入职盐津铺子食品股份有限公司，任职财务中心总监至今。

(4) 同时，公司发布2023年Q1业绩预告，预计2023年Q1归母净利润达11亿~1.2亿（+62.87%~+96.44%），预计扣非净利润达8680万元~1.068亿元（+76.80%~+117.54%），业绩略超预期。

**点评：**

➤ **整体业绩：2022年超预期增长，Q1高成长持续。**2022年在公司战略（“产品+渠道”双轮驱动且聚焦核心品类）效果持续验证的背景下，新兴渠道快速成长，渠道结构发生显著变化（低费用的经销渠道、新兴渠道占比明显提升）。这导致公司多数品类维持高速增长，辣卤、薯片等品类爆发的前提下，销售费用显著减少，收入提升且盈利提升更快。2023Q1在本身成本压力进一步减轻的情况下，盈利能力进一步提升，归母净利润超预期，在去年Q1低基数背景下，我们预计2023Q1收入增长或超40%。公司多品类规模优势及渠道下沉带来的盈利弹性已持续显现，2023年业绩值得期待。

**营收：持续聚焦核心品类，零食很忙跃升为第一大客户**

(1) **分产品：①多数品类双位数以上增长，辣卤类、薯片表现突出。**2022年辣卤零食-休闲豆制品、辣卤零食-休闲魔芋制品、辣卤零食-肉禽蛋制品、辣卤零食-其他、深海零食、休闲烘焙（含点心）、薯片、果干、其他营收分别达2.37亿元（同比+16.31%、占比8.19%，下同）、2.57亿元（+120.32%、8.90%）、2.89亿元（+23.91%、9.99%）、2.08亿元（+224.37%、7.19%）、5.59亿元（+17.68%、19.33%）、6.52亿元（+14.01%、22.53%）、2.77亿元（+52.20%、9.58%）、1.94亿元（-12.56%、6.72%）、2.19亿元（+3.37%、7.56%）。薯片及辣卤类表现突出。其中辣卤零食合计营收达9.92亿元（同比+60.45%，占比34.27%），成为第一大品类，业绩的核心驱动。②**战略品类新增较弱，新品持续推出。**公司聚焦六大核心品类，由去年聚焦5大的品类新增蒟蒻果冻。在快速反应的实验工厂模式下，公司新品持续迭代，2022年继续开发出平江风味豆干（酱香味）、长保老卤干等大量新品。③**包装升级，贡献增量。**包装方面，加速开发非散装的定量装（包括量贩装等）产品，用以匹配新的流通渠道需求，成为公司业绩核心增长点

之一，2022年预计定量装类超3亿，且在较小基数下，2023年预计仍有可观涨幅。

**(2) 分渠道：①直营占比下降。**2022年直营营收达3.72亿（同比-43.63%，占比12.85%）。直营营收下滑比重下降主因公司调整营销战略，减少商超渠道投入，部分商超系统和门店卖场已转场由经销商经营，KA网点数量（1975家，同比减少156家）下降7%。**②受益渠道扩张，经销和其他渠道占比提升。**2022年经销渠道营收达21.04亿（同比+41.81%，占比72.70%）。经销渠道于2018年反超直营渠道后，收入贡献占比持续提升，主要得益于经销商全面拓展和渠道下沉、部分直营转经销、以及零食专营店等新零售渠道的开拓。公司2022年经销商数量同比增加734家至2483家（+41.97%），平均经销商规模84.72万元，因渠道下沉，平均规模整体持平略有缩减。同时，公司与零食很忙、零食有鸣、戴永红、好想来、老婆大人、糖巢、零食优选等展开深度合作，其中零食很忙（2.11亿元，占比7.31%，首次进入前五并超越沃尔玛成为第一）、兴盛优选（0.51亿元，占比1.77%）分别位列第一大、第五大客户。**③电商：**2022年电商营收达4.18亿（同比+201.38%，占比14.46%）。在抖音平台与主播种草引流，拼多多爆款出击，引领突围电商、直播、社区团购等渠道，电商渠道高速增长，在此趋势下，因品牌力突出、基数较小、性价比突出、去年电商团队搭建，2023年我们认为电商业务仍有大概率维持高速增长。

**(3) 分地区：**2022年华中、华南、华东、西南+西北、华北+东北、境外地区营收分别达11.21亿元（同比+15.20%、占比38.74%，下同）、4.79亿元（+6.42%、16.57%）、3.70亿元（+6.70%、12.79%）、4.62亿元（+44.29%、15.98%）、0.41亿元（-16.23%、1.43%）、84万元（-63.32%、0.03%）。未来，公司在不断夯实华中市场的同时，全力开拓华南市场为新的根据地，将加速布局华东、华北市场。

- **毛利率：供应链优化产生降价空间，品类具备价格优势。**整体看，2022年毛利率达34.72%（-0.99pct），小幅下滑。**①分产品：**核心大单品中，2022年辣卤零食、深海零食、休闲烘焙（含点心）毛利率分别达34.83%（-4.40pct）、50.16%（+2.73pct）、33.89%（-2.34pct），深海零食高位继续回升，辣卤零食下降较为明显，可能与电商渠道占比比较高有关。**②分渠道，除规模较小的电商业务毛利率有所回落，其他均有提升。**2022年直营、经销和其他、电商毛利率分别达54.57%（+3.74pct）、30.26%（+1.74pct）、39.51%（-1.26pct）。整体看，2022年四季度低毛利的新兴渠道投入影响当季毛利外，全年毛利率下行也主要与经销占比提升的结构有关，整体业务毛利率健康。目前Q1整体生产成本有所回落，预计毛利率仍有上行空间。
- **费用：销售费率回落明显带动期间费率大幅下降。**2022年公司期间费率达23.20%（-7.50pct），2022年销售、管理、财务、研发费率分别达15.81%（-6.34pct）、4.52%（-0.69pct）、0.30%（-0.62pct）、2.57%（+0.15pct）。其中销售费用因减少商超渠道投入和终端推广活动而明显下降，对应销售人员下降207人，工资及福利、合同类促销费用、进场条码费分别下降3.12%、53.39%、53.14%。同时，股份支付中归集到销售费用3094.94万元（-10.96%），归集到管理费用2087.03万元（-13.86%），低于去年水平。研发费用较去年增长明显主因公司扩招研发人员71人，开展“实验工厂”模式，新品发布数量较高。2023Q1研发费用达2433.9万元（+94%），研发费用进一步提升。
- **现金流及合同负债：合同负债、销售收现增长优秀。****①合同负债：**合同负债（预收货款）1.06亿（+67.79%），优于去年同期。**②现金流：第一，**经营活动产生的现金流量净额同比下降10.95%，主因购买商品接受劳务支付的现金增加。**第二，**2022年公司销售收现同比提升33.12%，高于报表收入增速，同时应收账款周转天数从2021年的27.94天下降至2022年的22.36天，主因渠道结构变化，直营渠道（一个月左右账期）占比下降，

经销渠道（款到发货）占比提升。

➤ **展望：产品借助渠道势能继续释放，短期可供销量供给充足，长期目标稳健**

**(1) 制造型龙头替代继续。**在经历10年渠道持续变革后，不同于海外生产型龙头占据主导，国内线上、线下渠道型龙头依靠渠道红利崛起。但品类碎片化、规模效应为王的背景下，供应链能力带来的成本和品质优势成为决定下一阶段胜者核心。国产生产型龙头对渠道型龙头的替代成为本轮零食崛起的核心原因。

**(2) 零食专营店红利仍在持续。**2020年以来，零食专营店，因更便宜的价格（比KA商超便宜20-30%）、更强的零食购物体验（只做零食，多个SKU，200-500平米大店）、较低的闭店率（头部品牌10%以下）、较弱的市场竞争（主要以三四线城市为主），在全国以区域割据的方式在各省崛起，2022年末头部品牌门店总数达万家，较前一年接近翻倍。目前零食折扣渠道在零食零售渠道中零售额占比预计低于5%，将对占比超过7成的商超、流通渠道产生一定替代，零食专营店短期红利仍将持续。

**(3) 渠道结构调整，打开成长及盈利空间。**公司在2018年之前乘连锁商超发展红利完成了品牌打造、价格锚定等标杆任务，近年来持续加码经销渠道和新零售渠道，借经销商团队实现全国市场布局，借零食专营店带来新渠道增量。同时经销渠道和新零售渠道在费用投入方面优于直营渠道，公司盈利能力得到增强。

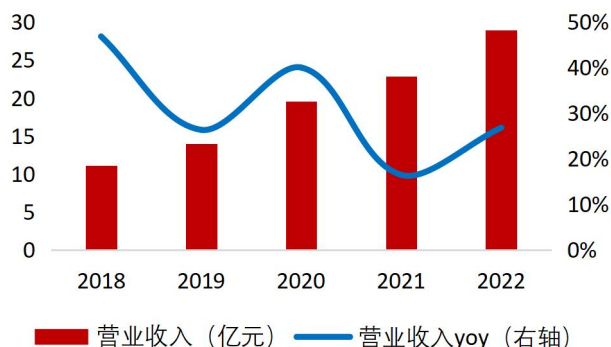
- **投资建议：**公司2020年中长期战略升级，2021年进一步战略落地执行启动供应链转型，战略战术符合行业发展规律，并且战略成效持续显现。我们对未来公司业绩长期看好，预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为4.62/5.97/7.55亿元，同比增速为53.18%/29.27%/26.49%，对应EPS为3.59/4.64/5.87元，对应P/E为36/28/22倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料涨价的风险；产能建设进程不达预期的风险；管理层配合的风险。

**盈利预测与估值**

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2893.52	3644.89	4542.49	5472.98
(+/-)(%)	26.83	25.97	24.63	20.48
净利润	301.49	461.82	597.00	755.16
(+/-)(%)	100.01	53.18	29.27	26.49
EPS(元)	2.34	3.59	4.64	5.87
P/E	55.82	36.44	28.19	22.28

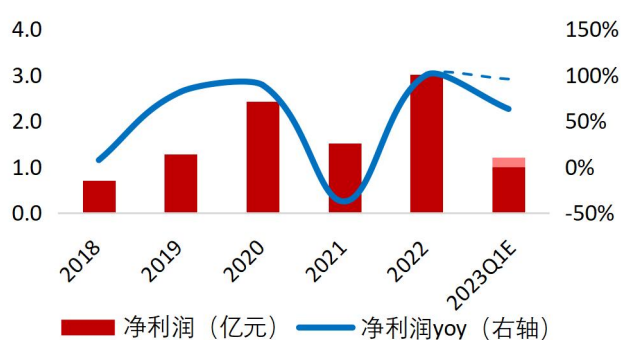
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月14日

图 1 2018-2022 年公司营收及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 2 2018-2023 年 Q1 公司归母净利润及增速



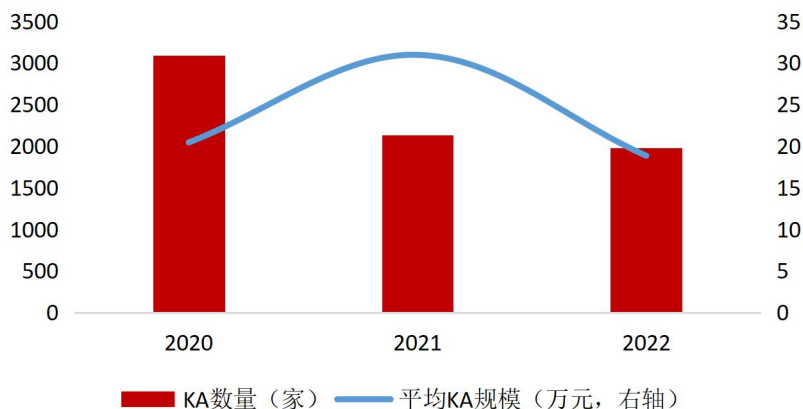
资料来源: wind, 东海证券研究所

表 1 盐津铺子分产品、地区、销售收入、增速及毛利率 (亿元)

小类	项目	2021	2022	
分产品	收入	6.18	9.92	
	辣卤零食	同比增速	/	60.45%
	毛利率	39.23%	34.83%	
	收入	4.75	5.59	
	深海零食	同比增速	/	17.68%
	毛利率	47.43%	50.16%	
分地区	收入	5.72	6.52	
	休闲烘焙 (含点心)	同比增速	/	14.01%
	毛利率	36.23%	33.89%	
	收入	9.73	11.21	
	华中地区 (含江西省)	同比增速	/	15.20%
	毛利率	37.63%	38.05%	
分渠道	收入	4.50	4.79	
	华南地区	同比增速	/	6.42%
	毛利率	34.03%	35.12%	
	收入	3.47	3.70	
	华东地区	同比增速	/	6.70%
	毛利率	33.04%	29.30%	
分渠道	收入	3.20	4.62	
	西南+西北地区	同比增速	/	44.29%
	毛利率	34.74%	27.15%	
	收入	6.59	3.72	
	直营渠道	同比增速	4.59%	-43.63%
	毛利率	50.83%	54.57%	
分渠道	收入	14.83	21.04	
	经销和其他渠道	同比增速	21.67%	41.81%
	毛利率	28.51%	30.26%	
	收入	1.39	4.18	
	电商渠道	同比增速	27.08%	201.38%
	毛利率	40.77%	39.51%	

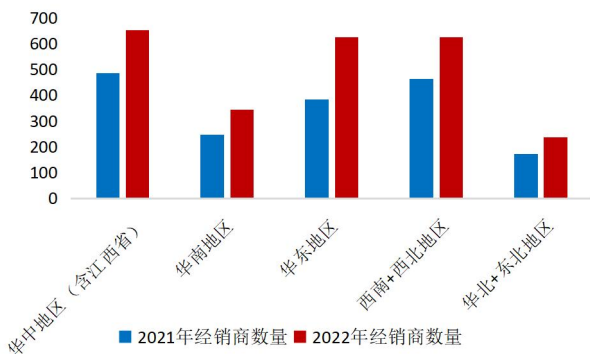
资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

图3 盐津铺子 KA 情况



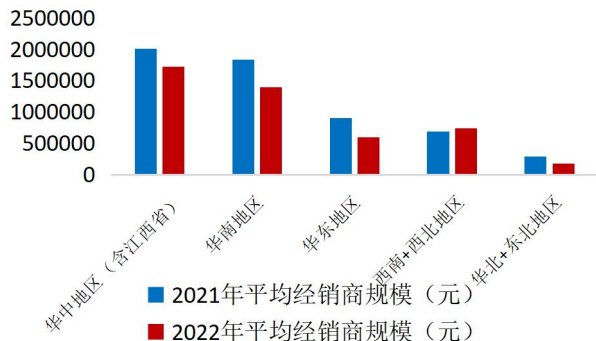
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图4 公司经销商数量 (家)



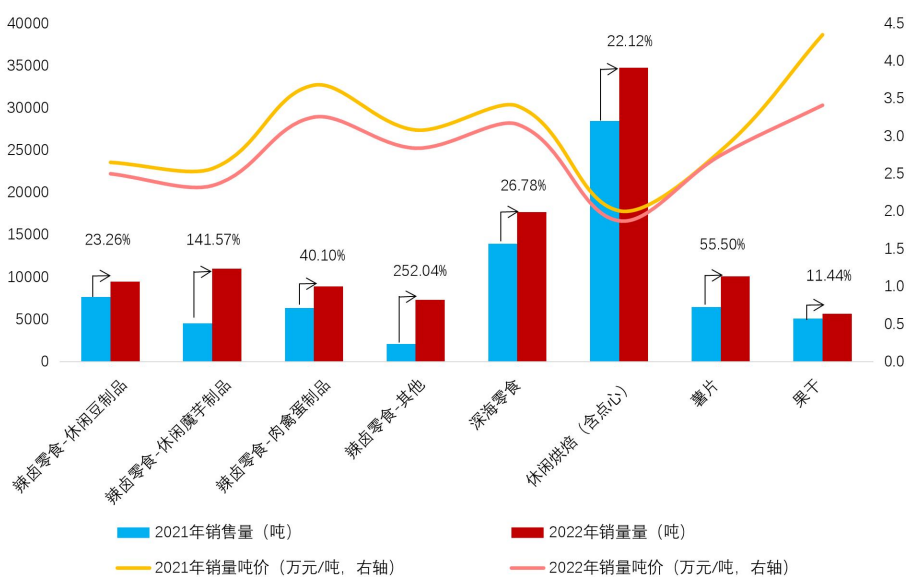
资料来源：wind，东海证券研究所

图5 公司平均经销商规模



资料来源：wind，东海证券研究所

图6 公司按产品销售量及销售吨价情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1052.96</b>	<b>1599.3</b>	<b>1958.53</b>	<b>2312.12</b>
现金	202.94	748.25	877.85	1145.22
应收账款	172.57	191.91	186.63	208.64
应收票据	7.6	12.65	12.59	17.82
预付账款	118.27	138.2	178.1	200.2
存货	453.44	418.56	609.43	648.41
<b>非流动资产</b>	<b>1401.79</b>	<b>1414.78</b>	<b>1549.06</b>	<b>1680.53</b>
固定资产	940.91	942.68	1114.59	280.21
无形资产	200.19	215.3	220.19	224.85
<b>资产总计</b>	<b>2454.75</b>	<b>3014.08</b>	<b>3507.59</b>	<b>3992.65</b>
<b>流动负债</b>	<b>1142.27</b>	<b>1444.55</b>	<b>1710.14</b>	<b>1903.82</b>
短期借款	471.56	576	633.6	696.96
应付账款	269.1	330.56	408.99	475.51
<b>非流动负债</b>	<b>164.42</b>	<b>152.71</b>	<b>141.09</b>	<b>129.48</b>
长期借款	137.1	137	137	137
其他	27.32	15.71	4.09	-7.52
<b>负债合计</b>	<b>1306.69</b>	<b>1597.26</b>	<b>1851.23</b>	<b>2033.3</b>
少数股东权益	13.16	13.73	14.46	15.39
股本	128.69	128.6	128.6	128.6
资本公积	385.17	385.17	385.17	385.17
留存收益	704.6	889.32	1128.12	1430.19
归属母公司股东权益	1134.89	1403.1	1641.9	1943.96
<b>负债和股东权益</b>	<b>2454.75</b>	<b>3014.08</b>	<b>3507.59</b>	<b>3992.65</b>
<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>425.55</b>	<b>703.69</b>	<b>648.63</b>	<b>875.87</b>
净利润	301.86	461.82	597	755.16
折旧摊销	138.55	58.13	70.2	81.16
财务费用	13.54	10.1	9.46	9.78
投资损失	-1.05	-1	-1.03	-1.02
营运资金变动	-24.63	174.08	-27.74	29.86
其他	-2.72	0.57	0.73	0.93
<b>投资活动现金流</b>	<b>-251.35</b>	<b>-59</b>	<b>-208.97</b>	<b>-208.98</b>
资本支出	-4.78	-60	-210	-210
其他	-246.57	1	1.03	0.46
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-96.78</b>	<b>-99.38</b>	<b>-310.06</b>	<b>-399.52</b>
短期借款	471.56	576	633.6	696.96
长期借款	137.1	137	137	137
普通股增加	20.12	468.33	0	0
其他	-725.57	-1280.7	-1080.66	-1233.48
<b>现金净增加额</b>	<b>68.41</b>	<b>545.31</b>	<b>129.6</b>	<b>267.37</b>

## 利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>2893.52</b>	<b>3644.89</b>	<b>4542.49</b>	<b>5472.98</b>
营业成本	1888.91	2308.22	2846.72	3404.69
营业税金及附加	27.88	35.12	43.77	52.74
营业费用	457.33	612.34	772.22	919.46
管理费用	130.86	164.84	205.43	247.51
财务费用	8.82	10.1	9.46	9.78
<b>营业利润</b>	<b>341.05</b>	<b>515.27</b>	<b>665.9</b>	<b>839.81</b>
营业外支出	8.78	5.92	7.35	6.64
利润总额	332.85	509.84	659.09	833.69
所得税	30.98	47.46	61.35	77.61
<b>净利润</b>	<b>301.49</b>	<b>461.82</b>	<b>597</b>	<b>755.16</b>
少数股东损益	0.37	0.57	0.73	0.93
<b>归属母公司净利润</b>	<b>301.49</b>	<b>461.82</b>	<b>597</b>	<b>755.16</b>
EBITDA	526.87	782.51	967.89	1127.73
<b>主要财务比率</b>				
	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	0.27	0.26	0.25	0.20
营业利润	1.01	0.51	0.29	0.26
归属母公司净利润	1.00	0.53	0.29	0.26
<b>获利能力</b>				
毛利率	0.35	0.37	0.37	0.38
净利率	0.1	0.13	0.13	0.14
ROE	0.27	0.33	0.36	0.39
ROIC	0.28	0.34	0.51	0.56
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	0.53	0.53	0.53	0.51
流动比率	0.92	1.11	1.15	1.21
速动比率	0.52	0.82	0.79	0.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.28	1.33	1.39	1.46
应收账款周转率	15.22	20	24	27.69
应付账款周转率	11.79	12.16	12.28	12.38
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.34	3.59	4.64	5.87
每股经营现金	3.31	5.47	5.04	6.81
每股净资产	8.82	10.91	12.77	15.12
<b>估值比率</b>				
P/E	55.82	36.44	28.19	22.28
P/B	9.90	8.01	6.85	5.78
EV/EBITDA	26.93	18.92	14.72	11.57

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月14日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话: (8621) 20333619  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话: (8610) 59707105  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089