

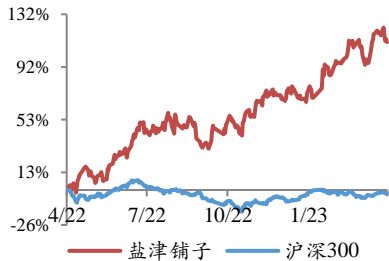
## 全渠道战略下新增长极表现亮眼，全年盈利能力显著修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-17

收盘价(元)	130.86
近12个月最高/最低(元)	137.61/60.88
总股本(百万股)	129
流通股本(百万股)	115
流通股比例(%)	89.68
总市值(亿元)	168
流通市值(亿元)	151

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

### 相关报告

1.盐津铺子2022年业绩快报点评：转型成效显著，22年收入较快增长、盈利如期提升 2023-02-28

2.盐津铺子深度报告：打磨供应链塑造极致性价比，覆盖全渠道把握新流量红利 2022-11-04

### 主要观点：

#### ●事件：公司发布2022年年度报告及2023年第一季度业绩预告

公司发布2022年年度报告，2022年实现营业收入28.9亿元，同比+26.8%；实现归母净利润3.0亿元，同比+100.0%；实现扣非归母净利润2.8亿元，同比+201.5%。年报公布业绩与此前业绩快报一致，2022年收入、利润表现全面强化，表明公司已处于改革红利释放期。公司同时发布2023年第一季度业绩预告，预计2023年第一季度实现归母净利润1.0-1.2亿元，同比增长62.87%至95.44%；预计实现扣非后归母净利润0.87-1.07亿元，同比增长76.80%至117.54%。

#### ●渠道结构变化显著，经销及其他渠道、电商渠道有力拉动增长

公司渠道结构变化显著，2022年KA直营渠道占比大幅下降至12.8%（同比-16.1pp），经销及其他渠道（包括新零售等渠道）收入占比快速提升至72.7%（同比+7.7pp），同时电商渠道收入占比亦提高至14.5%（同比+8.4pp）。渠道结构的显著变化是公司发力推动全渠道转型的结果。面对商超渠道流量分化问题，2022年以来公司对直营KA渠道主动进行优化调整，大力发展零食专营、定量流通等发展迅猛或市场空间广阔的渠道，同时加码电商渠道，以实现渠道结构多元化，并精准把握住当前流量增长最快的新零售渠道。2022年，包括零食专营、定量流通、有散称柜形态的BC超市在内的经销及其他渠道收入同比大幅增长41.8%，贡献主要收入增量；电商渠道收入基数相对较低，2022年同比大幅增长201.4%。

#### ●全年盈利能力如期修复，费用使用效率显著提升

2022年归母净利率10.42%，同比提升3.7pp，盈利能力修复幅度较大，主要系：1）聚焦核心品类、优化供应链、全渠道扩张的战略转型取得显著成效，收入端规模快速增长+供应链降本增效相互促进，规模效应强化；2）从高费用投入的“商超模式”转型后，公司销售费用节省较多；3）2021年为转型调整年，净利率水平偏低。2022年公司毛利率为34.7%，同比下降1.0pp，销售费用率为15.8%，同比下降6.3pp，毛销差18.91%，同比提升5.4pp，公司全渠道转型实现了销售费用使用效率的显著提升，帮助强化盈利能力。其他费用方面，管理费用率4.5%，同比下降0.7pp，主要受益于收入规模扩张更快。

#### ●春节备货季订单旺盛，22Q4收入增长加速

据2022年年报测算，22Q4公司收入同比增长41.3%，环比Q3加速，主因春节备货季订单旺盛，部分渠道销售情况略超预期，同时叠加23年春节同比21年提前的时间错位因素，22Q4整体销售表现亮眼，预计零食专营、定量流通、电商等渠道在22Q4展现强成长性。22Q4单季度归母净利率为8.95%，同比下滑2.3pp，与Q4旺季公司适度加大促销力度、且继续加大研发费用投入有关（22Q4研发费用率为2.82%，同比提升0.85pp）。

● **全渠道发展增强经营韧性，23Q1 业绩略超预期，增长势能仍强**

23 年公司继续推进全渠道扩张战略，同时持续增强供应链能力，为渠道扩张与渠道下沉提供有力支撑。其中公司与零食很忙等头部零食专营品牌合作较早、合作基础稳固，当前零食专营业态蓬勃发展，公司 23 年继续深化与零食很忙的合作，并加快与其他零食专营品牌的合作，预计 23 年公司将继续在零食专营渠道实现快速增长。定量流通渠道在产品梳理、供应链升级完成后，已摸索出适合的打法，23 年增长任务目标较高，公司与渠道信心较足。电商团队已完成前期基础梳理工作，22 Q4 电商渠道月销额已实现新的突破，预计 23 年公司将持续紧抓抖音、快手等新流量，以高性价比的产品吸引消费者，电商渠道有望延续较快增长。公司预告 23Q1 实现归母净利润 1.0-1.2 亿，业绩略超市场预期，预计主要系零食专营渠道收入增长超预期，Q1 年货节销售完成情况优秀，公司增长势能仍然强劲。

● **盈利预测与投资建议**

考虑到部分渠道增长速度略超预期，我们调整 2023/2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 36.4/44.0/51.9 亿元（前预测值 34.9/41.6/-），同比 +25.8%/+21.0%/+17.8%；实现归母净利润 4.8/6.0/7.3 亿元（前预测值 4.6/6.6/-），同比+59.3%/+24.8%/+21.2%；EPS 分别为 3.73/4.66/5.65 元。当前股价对应 PE 分别为 35/28/23 倍，考虑到公司战略转型红利持续释放，渠道拓展进程显著，短期成长确定性与长期成长空间兼备，维持“买入”评级。

● **风险提示**

1) 渠道扩张进程不及预期；2) 行业竞争加剧，产品放量受阻；3) 全球通胀问题持续突出，成本端压力增大；4) 食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2894	3640	4404	5187
收入同比	26.8%	25.8%	21.0%	17.8%
归属母公司净利润	301	480	600	726
净利润同比	100.0%	59.3%	24.8%	21.2%
毛利率	34.7%	33.2%	32.4%	31.9%
ROE	26.6%	33.9%	34.5%	34.5%
每股收益 (元)	2.40	3.73	4.66	5.65
P/E	45.12	35.04	28.07	23.16
P/B	12.28	11.87	9.69	8.00
EV/EBITDA	28.83	24.30	19.98	16.31

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	1053	1436	1755	2212	
现金	203	593	666	1035	
应收账款	161	203	287	290	
其他应收款	11	15	14	17	
预付账款	118	109	128	148	
存货	453	424	568	629	
其他流动资产	106	91	93	93	
<b>非流动资产</b>	1402	1510	1592	1659	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	941	988	982	963	
无形资产	200	210	220	228	
其他非流动资产	261	313	390	468	
<b>资产总计</b>	2455	2947	3347	3871	
<b>流动负债</b>	1142	1382	1492	1679	
短期借款	472	472	472	472	
应付账款	269	406	421	521	
其他流动负债	402	504	600	686	
<b>非流动负债</b>	164	134	103	73	
长期借款	137	107	77	47	
其他非流动负债	27	27	26	26	
<b>负债合计</b>	1307	1515	1596	1752	
少数股东权益	13	14	14	15	
股本	129	129	129	129	
资本公积	385	381	381	381	
留存收益	621	908	1228	1594	
归属母公司股东权	1135	1418	1737	2104	
<b>负债和股东权益</b>	2455	2947	3347	3871	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	426	906	649	1024	
净利润	302	481	600	727	
折旧摊销	140	149	165	181	
财务费用	14	18	16	15	
投资损失	-1	-1	-1	-2	
营运资金变动	-34	259	-135	98	
其他经营现金流	340	224	739	634	
<b>投资活动现金流</b>	-251	-259	-250	-250	
资本支出	-260	-258	-249	-250	
长期投资	0	0	-1	0	
其他投资现金流	9	-1	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-97	-246	-327	-405	
短期借款	-57	0	0	0	
长期借款	135	-30	-30	-30	
普通股增加	-1	0	0	0	
资本公积增加	17	-4	0	0	
其他筹资现金流	-191	-211	-297	-375	
<b>现金净增加额</b>	77	402	72	369	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	2894	3640	4404	5187	
营业成本	1889	2431	2976	3531	
营业税金及附加	28	35	42	47	
销售费用	457	455	520	581	
管理费用	131	146	163	176	
财务费用	9	13	3	0	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	1	1	1	2	
<b>营业利润</b>	341	533	670	821	
营业外收入	1	0	0	0	
营业外支出	9	2	3	4	
<b>利润总额</b>	333	531	667	817	
所得税	31	50	67	90	
<b>净利润</b>	302	481	600	727	
少数股东损益	0	1	1	1	
<b>归属母公司净利润</b>	301	480	600	726	
EBITDA	498	693	838	1001	
EPS (元)	2.40	3.73	4.66	5.65	

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.8%	25.8%	21.0%	17.8%	
营业利润	100.9%	56.3%	25.6%	22.6%	
归属于母公司净利	100.0%	59.3%	24.8%	21.2%	
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	34.7%	33.2%	32.4%	31.9%	
净利率 (%)	10.4%	13.2%	13.6%	14.0%	
ROE (%)	26.6%	33.9%	34.5%	34.5%	
ROIC (%)	18.2%	24.2%	26.0%	27.4%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	53.2%	51.4%	47.7%	45.3%	
净负债比率 (%)	113.8%	105.9%	91.1%	82.7%	
流动比率	0.92	1.04	1.18	1.32	
速动比率	0.34	0.59	0.65	0.80	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.28	1.35	1.40	1.44	
应收账款周转率	16.10	20.00	18.00	18.00	
应付账款周转率	7.70	7.20	7.20	7.50	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.40	3.73	4.66	5.65	
每股经营现金流薄)	3.31	7.05	5.04	7.97	
每股净资产	8.82	11.02	13.51	16.36	
<b>估值比率</b>					
P/E	45.12	35.04	28.07	23.16	
P/B	12.28	11.87	9.69	8.00	
EV/EBITDA	28.83	24.30	19.98	16.31	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

**分析师:** 杨苑, 剑桥大学经济学硕士, 2年食品饮料行业研究经验, 1年宏观利率研究经验

## 重要声明

### 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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。