

盐津铺子 (002847.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

23年开局顺利, Q1收入超预期

业绩简评

4月20日公司发布一季报, 23Q1实现营收8.9亿元, 同比+55.4%; 实现归母净利润1.1亿元, 同比+81.7%; 扣非归母净利润1.0亿元, 同比+100.3%, 业绩贴近一季报预告中枢。

经营分析

聚焦核心品类, 全渠道加速扩张。23Q1公司收入增速创新高, 实现50%以上增长, 我们认为主要系公司春节备货充足, 在零食很忙、电商等渠道快速放量, 动销超预期。22年零食很忙成为第一大客户, 销售额破2亿元, 彰显零食专营业态的爆发潜力。23年如零食有鸣、赵一鸣等区域龙头具备翻倍的门店扩张规划, 且Q1一般为开店高峰期, 我们预计该渠道显著放量。电商渠道亦表现强劲, 淘系Q1GMV较去年同期有翻倍以上增长; 抖音去年同期基数较低, 预计增速更为明显。

成本回落+渠道结构优化, 23Q1净利率显著改善 (同比+1.8pct, 环比+3.5pct)。1) 毛销差持续改善, 系直营占比提升。零食专营等渠道以直营合作为主, 销售单价较低, 但节省了如配送、入场、折扣返利等费用, 毛销差23Q1同比+2.3pct。2) Q1原材料鹌鹑蛋、大豆油、棕榈油、大豆蛋白原材料价格有涨有跌, 内部对冲后成本总体回落, 毛利率环比+3.3pct。3) 同期管理费用率-1.3pct, 主要系股份支付费用减少约500万(同比-29%), 销售规模效应逐步显现。但研发费率+0.6pct, 系公司为多品类生产商, 需不断推陈出新顺应消费需求变化。

继续看好公司“产品+渠道”双轮驱动策略,伴随着渠道结构改变, 费效比提升驱动利润优化。公司目前已储备了如辣卤、烘焙、深海等准大单品, 通过完善包装规格适应全渠道销售, “三大两中一小”产品梯队逐步发展壮大。另外公司通过股权投资方式, 加强对上游魔芋、鹌鹑蛋等原材料的控制权, 供应链建设不断强化, 成本优化可期。

盈利预测、估值与评级

预计公司23-25年公司收入分别为36.0/43.7/52.4亿元, 分别同比+24.5%/21.3%/20.0%; 归母净利润分别为4.7/6.2/7.6亿元, 分别同比+55.2%/32.1%/23.6%。对应PE分别为35x/27x/21x, 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

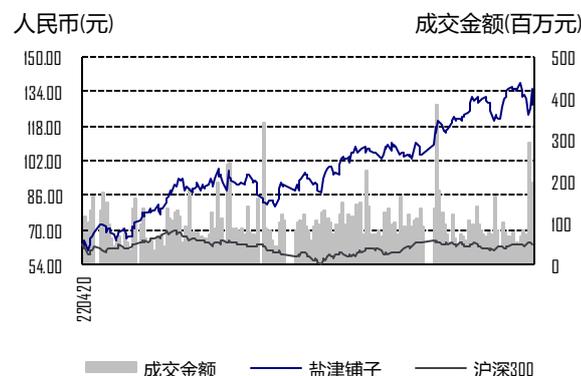
联系人: 陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 127.50元

相关报告:

- 《盐津铺子公司点评: 转型效果凸显, 23Q1再超预期》, 2023.4.16
- 《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



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	3,601	4,369	5,241
营业收入增长率	16.47%	26.83%	24.46%	21.32%	19.96%
归母净利润(百万元)	151	301	468	618	764
归母净利润增长率	-37.65%	100.01%	55.23%	32.05%	23.61%
摊薄每股收益(元)	1.165	2.343	3.639	4.806	5.940
每股经营性现金流净额	3.69	3.31	6.19	6.71	7.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.27%	26.57%	31.75%	31.47%	29.40%
P/E	73.46	46.22	35.04	26.53	21.46
P/B	12.68	12.28	11.12	8.35	6.31

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	1,959	2,282	2,894	3,601	4,369	5,241	货币资金	180	135	203	273	566	1,119	
增长率	16.5%	26.8%	24.5%	21.3%	20.0%		应收款项	167	208	180	229	269	316	
主营业务成本	-1,100	-1,467	-1,889	-2,315	-2,783	-3,328	存货	352	259	453	381	419	501	
%销售收入	56.2%	64.3%	65.3%	64.3%	63.7%	63.5%	其他流动资产	89	84	216	219	193	210	
毛利	859	815	1,005	1,286	1,586	1,914	流动资产	788	685	1,053	1,101	1,448	2,146	
%销售收入	43.8%	35.7%	34.7%	35.7%	36.3%	36.5%	%总资产	39.0%	32.9%	42.9%	41.6%	47.2%	55.5%	
营业税金及附加	-17	-20	-28	-32	-39	-47	长期投资	70	64	1	-4	-4	-4	
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	969	1,064	1,084	1,195	1,295	1,383	
销售费用	-471	-505	-457	-511	-612	-734	%总资产	47.9%	51.1%	44.2%	45.2%	42.2%	35.8%	
%销售收入	24.1%	22.2%	15.8%	14.2%	14.0%	14.0%	无形资产	159	198	203	217	230	243	
管理费用	-96	-119	-131	-148	-175	-210	非流动资产	1,233	1,397	1,402	1,544	1,617	1,718	
%销售收入	4.9%	5.2%	4.5%	4.1%	4.0%	4.0%	%总资产	61.0%	67.1%	57.1%	58.4%	52.8%	44.5%	
研发费用	-52	-55	-74	-90	-109	-131	资产总计	2,021	2,082	2,455	2,646	3,064	3,864	
%销售收入	2.6%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	472	530	483	214	0	0	
息税前利润 (EBIT)	223	115	314	505	651	792	应付款项	376	491	433	541	642	759	
%销售收入	11.4%	5.0%	10.9%	14.0%	14.9%	15.1%	其他流动负债	161	161	226	242	287	336	
财务费用	-6	-21	-9	-26	-6	10	流动负债	1,010	1,181	1,142	997	929	1,095	
%销售收入	0.3%	0.9%	0.3%	0.7%	0.1%	-0.2%	长期贷款	130	2	137	137	137	137	
资产减值损失	-1	-3	1	0	0	0	其他长期负债	16	16	27	25	22	21	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,156	1,198	1,307	1,159	1,088	1,252	
投资收益	1	1	1	1	1	1	普通股股东权益	859	873	1,135	1,474	1,964	2,599	
%税前利润	0.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	其中：股本	129	129	129	129	129	129	
营业利润	278	170	341	517	682	842	未分配利润	461	469	640	980	1,469	2,104	
营业利润率	14.2%	7.4%	11.8%	14.4%	15.6%	16.1%	少数股东权益	6	11	13	13	13	13	
营业外收支	-4	-3	-8	-3	-3	-3	负债股东权益合计	2,021	2,082	2,455	2,646	3,064	3,864	
税前利润	274	167	333	514	679	839	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	14.0%	7.3%	11.5%	14.3%	15.5%	16.0%	每股指标							
所得税	-32	-13	-31	-46	-61	-76	每股收益	1.867	1.165	2.343	3.639	4.806	5.940	
所得税率	11.5%	7.6%	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%	每股净资产	6.632	6.749	8.819	11.463	15.268	20.207	
净利润	242	154	302	468	618	764	每股经营现金净流	2.630	3.694	3.307	6.186	6.709	7.404	
少数股东损益	0	4	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	
归属于母公司的净利润	242	151	301	468	618	764	回报率							
净利率	12.3%	6.6%	10.4%	13.0%	14.1%	14.6%	净资产收益率	28.15%	17.27%	26.57%	31.75%	31.47%	29.40%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.96%	7.24%	12.28%	17.69%	20.17%	19.77%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	13.44%	7.49%	16.11%	24.97%	28.04%	26.21%	
净利润	242	154	302	468	618	764	增长率							
少数股东损益	0	4	0	0	0	0	主营业务收入增长率	39.99%	16.47%	26.83%	24.46%	21.32%	19.96%	
非现金支出	97	132	150	113	135	156	EBIT 增长率	77.86%	-48.52%	173.64%	60.54%	29.12%	21.57%	
非经营收益	8	11	18	42	23	12	净利润增长率	88.83%	-37.65%	100.01%	55.23%	32.05%	23.61%	
营运资金变动	-6	181	-44	172	88	21	总资产增长率	21.75%	2.99%	17.91%	7.79%	15.82%	26.09%	
经营活动现金净流	341	478	426	796	863	953	资产管理能力							
资本开支	-356	-331	-260	-288	-214	-260	应收账款周转天数	26.6	28.3	22.7	22.0	21.5	21.0	
投资	0	0	0	-11	5	0	存货周转天数	106.7	76.0	68.8	60.0	55.0	55.0	
其他	9	9	9	6	1	1	应付账款周转天数	69.3	53.8	47.4	46.0	45.0	44.0	
投资活动现金净流	-348	-322	-251	-293	-208	-259	固定资产周转天数	172.5	161.5	118.7	104.6	92.0	80.1	
股权募资	31	119	6	0	0	0	偿债能力							
债权募资	282	-72	85	-268	-214	0	净负债/股东权益	48.79%	44.94%	36.35%	5.25%	-21.70%	-37.61%	
其他	-237	-252	-188	-161	-146	-139	EBIT 利息保障倍数	37.6	5.5	35.6	19.5	101.8	-82.9	
筹资活动现金净流	76	-205	-97	-430	-360	-139	资产负债率	57.19%	57.56%	53.23%	43.79%	35.49%	32.40%	
现金净流量	69	-49	77	73	295	555								

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