

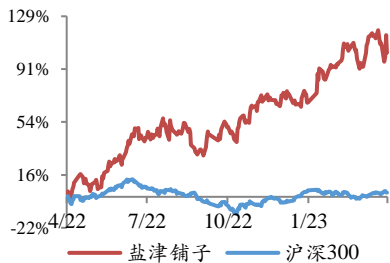
战略转型红利加速释放，23Q1 收入利润强势增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-21

收盘价（元）	127.50
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）	164
流通市值（亿元）	147

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 年年报点评：全渠道战略下新增长极表现亮眼，全年盈利能力显著修复 2023-04-17

2.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

主要观点：

● 事件：公司发布 2023 年第一季度报告

公司发布 2023 年第一季度报告，2023Q1 公司实现营业收入 8.93 亿元，同比增长 55.4%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 82.8%；实现扣非归母净利润 0.98 亿元，同比增长 100.3%。一季度实际利润落在此前业绩预告区间中间位置，收入、利润均超此前市场预期。

● 23Q1 收入高增 55.36%迎开门红，与部分渠道放量超预期有关

23Q1 公司收入同比大幅增长 55.36%，环比 22Q4 进一步加速，超此前市场预期，主因公司春节备货季订单旺盛、部分细分渠道开拓进展略超预期，预计零食专营、定量流通、电商等渠道在 23Q1 延续强成长性。

● 23Q1 净利率进一步提升至 12.5%，渠道结构优化显著提升费投效率

23Q1 公司实现归母净利率 12.5%，同比提升 1.8pp，环比 22Q4 提升 3.5pp。在全渠道转型背景下，我们重点跟踪毛销差指标来观察公司的渠道运营效率变化，23Q1 毛销差 20.80%，同比提升 2.3pp，主因零食专营、经销渠道等更高效渠道收入贡献比例提升，公司对销售费用使用效率相对较低的商超渠道进行主动优化。费用方面，2023Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.8%/4.4%/2.7%/0.3%，同比-6.3/-1.3/+0.5/-0.1pp，反映全面战略转型的降费提质效果显著。值得注意的是，公司 23Q1 研发费用约 2434 万元，同比接近翻倍（+94.35%），与公司重视产品研发创新的特征相符。我们认为在零食行业产品快速迭代的背景下，公司产品研发创新能力突出将成为公司重要的竞争优势之一。

● 全渠道发展增强经营韧性，多驾马车齐发力拉动业绩增长

23 年公司继续推进全渠道战略，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，22Q4 电商渠道月销售额已实现新的突破，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。

● 盈利预测与投资建议

因公司此前预告的 23Q1 利润超预期，我们在业绩预告后已上调 2023 年业绩，本次维持业绩预测不变：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 36.4/44.0/51.9 亿元，同比+25.8%/+21.0%/+17.8%；实现归母净利润 4.8/6.0/7.3 亿元，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 34/27/23 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	34.14	27.35	22.57
P/B	12.28	11.57	9.44	7.79
EV/EBITDA	28.83	23.68	19.46	15.88

资料来源: wind, 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。