

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盐津铺子(002847)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

全渠道放量，经营全面向上

2023年04月21日

事件：公司于4月20日发布23Q1报告。

点评：

- **全渠道放量驱动，收入超预期。**23Q1盐津实现营收8.93亿元，同比+55.37%，23Q1营收高增超预期，主要系公司聚焦六大核心品类，零食量贩/电商/社区团购等全渠道快速放量。2022年年报显示单零食很忙贡献收入2.11亿，电商渠道贡献2.8亿的收入增量，我们预计23Q1零食量贩和电商渠道延续高增态势。兴盛优选等社区团购渠道我们预计也在持续快速放量，23Q1直营KA下降的边际影响预计降低，BC散装通过扩张点位我们预计在23Q1亦有不错表现。流通和定量装，在薯片、素毛肚以及鹤鹑蛋等合适产品加持下，有望持续提升市场份额。
- **品类聚焦+规模效应，盈利能力持续提升。**归母净利润落在预告中位数，对应归母净利率12.5%，盈利能力环比向上。其中毛利率为34.6%，同比-4.0pct，我们预计主要系渠道结构占变化的影响。23Q1销售费用率和管理费用率分别为13.77%/4.38%，同比-6.3pct/1.3pct，毛销差同比提升明显，管理费用率下降，规模效应进一步体现。现金流量端，销售收现为9.68亿元，同比+54.1%，和收入高增相匹配，经营净现金流为0.79亿元，同比-9.23%，我们预计主要系渠道收款节奏及加大原材料储备影响。
- **盈利预测与投资评级：**展望后续，公司自21Q2转型升级，22年效果显著。产品策略上从【高成本下的高品质+高性价比】逐渐升级成为【低成本之上的高品质+高性价比】，渠道驱动增长升级为【产品+渠道】双轮驱动增长。具体来看，零食量贩渠道具备趋势性红利，盐津铺子21年起即全面拥抱该渠道，后面有望持续享受行业红利。电商社交渠道快速发展，公司在线上聚焦大单品策略，有望进一步提升品牌力和销量。直营KA占比逐步降低，人流量下滑对于公司边际影响有望降低。BC超通过扩张点位，我们预计将实现稳步增长。流通和定量装，流通渠道空间广阔，公司打造了辣卤等核心品类，后续加速放量可期。全渠道驱动下，盐津营收向上势头强劲。盈利能力端，作为自带生产端的企业，后续规模效应有望进一步推动利润率提升。我们预计23-25年每股收益分别为3.83、4.91、6.12元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格波动风险、商超人流量进一步下滑、烘焙等品类竞争加剧。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,282	2,894	3,784	4,629	5,491
增长率 YoY %	16.5%	26.8%	30.8%	22.3%	18.6%
归属母公司净利润 (百万元)	151	301	493	631	787
增长率 YoY %	-37.7%	100.0%	63.4%	28.2%	24.7%
毛利率%	35.7%	34.7%	35.8%	35.9%	36.2%
净资产收益率ROE%	17.3%	26.6%	32.8%	32.0%	30.7%
EPS(摊薄)(元)	1.17	2.34	3.83	4.91	6.12
市盈率 P/E(倍)	73.03	46.19	33.28	25.97	20.83
市净率 P/B(倍)	12.61	12.27	10.93	8.31	6.40

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 20 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	685	1,053	1,322	1,768	2,426
货币资金	135	203	495	791	1,304
应收票据	0	8	10	12	14
应收账款	198	161	207	241	271
预付账款	60	118	97	119	140
存货	259	453	399	488	576
其他	33	109	114	117	121
非流动资产	1,397	1,402	1,408	1,616	1,778
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,010	941	882	1,029	1,128
无形资产	195	200	264	325	387
其他	192	261	261	262	263
资产总计	2,082	2,455	2,730	3,384	4,204
流动负债	1,181	1,142	1,037	1,217	1,446
短期借款	528	472	200	200	250
应付票据	20	8	9	10	12
应付账款	222	269	333	407	480
其他	411	394	495	600	704
非流动负债	18	164	179	179	179
长期借款	2	137	152	152	152
其他	16	27	27	27	27
负债合计	1,198	1,307	1,216	1,396	1,625
少数股东权益	11	13	14	15	16
归属母公司股东权益	873	1,135	1,500	1,973	2,564
负债和股东权益	2,082	2,455	2,730	3,384	4,204

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,282	2,894	3,784	4,629	5,491
同比(%)	16.5%	26.8%	30.8%	22.3%	18.6%
归属母公司净利润	151	301	493	631	787
同比(%)	-37.7%	100.0	63.4%	28.2%	24.7%
毛利率(%)	35.7%	34.7%	35.8%	35.9%	36.2%
ROE%	17.3%	26.6%	32.8%	32.0%	30.7%
EPS(摊薄)(元)	1.17	2.34	3.83	4.91	6.12
P/E	73.03	46.19	33.28	25.97	20.83
P/B	12.61	12.27	10.93	8.31	6.40
EV/EBITDA	47.98	31.60	26.79	19.77	15.19

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,282	2,894	3,784	4,629	5,491
营业成本	1,467	1,889	2,429	2,970	3,504
营业税金及附加	20	28	32	38	45
销售费用	505	457	568	685	802
管理费用	119	131	159	190	220
研发费用	55	74	97	111	126
财务费用	21	9	10	1	-4
减值损失合计	-1	0	0	0	0
投资净收益	1	1	0	0	0
其他	76	35	57	67	77
营业利润	170	341	546	702	875
营业外收支	-3	-8	1	1	1
利润总额	167	333	547	702	876
所得税	13	31	54	70	88
净利润	154	302	493	632	788
少数股东损益	4	0	1	1	1
归属母公司净利润	151	301	493	631	787
EBITDA	239	455	608	808	1,021
EPS(当年)(元)	1.17	2.34	3.83	4.91	6.12

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	478	426	803	845	1,063
净利润	154	302	493	632	788
折旧摊销	124	140	108	173	227
财务费用	22	14	13	8	9
投资损失	-1	-1	-1	0	0
营运资金变动	186	-34	189	30	34
其它	-7	4	-1	2	5
投资活动现金流	-322	-251	-113	-383	-394
资本支出	-331	-260	-113	-383	-393
长期投资	0	0	0	0	0
其他	9	9	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-205	-97	-398	-166	-156
吸收投资	119	6	0	0	0
借款	-72	85	-257	0	50
支付利息或股息	-151	-146	-137	-166	-206
现金流净增加额	-49	77	292	296	513

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深入研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒A股和港股，深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒，熟悉燕京啤酒和乐惠国际。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。