

2023年04月23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(%)	51.30%
市净率(倍)	12.97
净资产收益率(加权)	9.34
12个月内最高/最低价	140/60



相关研究

- 盐津铺子 (002847)：业绩超预期，战略效果持续显现-20230417
- 盐津铺子 (002847.SZ)：弯道超车，改革成效显-20221102

盐津铺子（002847）：营收再超预期，2023年发展势能强劲

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**4月21日，公司发布一季度报告，2023年Q1公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为8.93、1.12、0.98亿元，分别同比增长55.37%、81.67%、100.33%。其中，收入再超预期，利润基本符合公司业绩预告。
- **点评：**
- **营收：业绩开门红，多品类+渠道下沉带来的盈利弹性持续显现。**（1）Q1营收亮眼。公司业绩迎来开门红，营收再超预期，我们预计23年Q1公司产品端的核心品类（辣卤以及部分新品）及定量装，渠道端的新兴渠道（线上渠道、抖音、零食专营店等）表现出色。（2）2022年以来战略效果持续显现。2022年公司多数品类维持高速增长，辣卤、薯片等品类爆发，同时渠道结构发生显著变化，低费用的经销渠道和新兴渠道占比明显提升、电商低基数高成长，推动营收高速增长但费用增长有限。公司多品类规模优势及渠道下沉带来的盈利弹性持续显现，2023年业绩值得期待。
- **毛利率：扭转持续下滑趋势，环比明显回升。**2023年Q1公司毛利率为34.57%（同比-4.02pct，环比+3.33pct），2022年Q1-Q4毛利率分别为38.59%、36.52%、34.52%、31.24%，23年Q1毛利率扭转2022年Q1以来毛利率持续下滑的趋势，环比明显回升，预计主要与Q1生产成本回落有关。2023Q1毛利率同比下行及公司2022年毛利率下行主因渠道结构中高毛利高费用的直营渠道减少、部分低毛利低费用高渠道占比提升，整体业务毛利率保持健康。
- **费用：销售费率回落明显，毛销差优势进一步扩大。**2023年Q1公司期间费率为21.21%（-7.20pct），销售、管理、财务、研发费率分别为13.77%（-6.29pct）、4.38%（-1.33pct）、0.34%（-0.13pct）、2.72%（+0.54pct）。预计高费用的商超占比下降是导致销售费率降低的主因，同时毛销差优势扩大至20.80%（+2.27pct），渠道优化增强整体盈利能力。研发费率提升主要与公司加大研发投入有关，研发费用同比增长94.35%，有望推出更多新品。
- **净利率与现金流：盈利能力强化、营运周转效率有望进一步提升。**2023年Q1公司归母净利润率为12.49%（+1.81pct），盈利能力进一步强化。销售收现同比提升54.14%，基本与报表收入增速持平。渠道结构的变化有望进一步带动营运周转效率的提升。
- **展望：制造型龙头替代继续，零食专营店红利持续，渠道结构调整打开成长及盈利空间**

(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2021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。

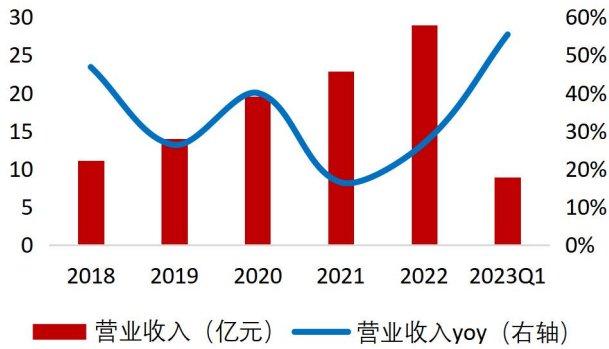
- **投资建议：**公司2020年中长期战略升级，2021年进一步战略落地执行启动供应链转型，战略战术符合行业发展规律，并且战略成效持续显现。我们对未来公司业绩长期看好，预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为4.62/5.97/7.55亿元，同比增速为53.18%/29.27%/26.49%，对应EPS为3.59/4.64/5.87元，对应P/E为35/27/22倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料涨价的风险；产能建设进程不达预期的风险；管理层配合的风险。

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
归母净利润	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	54.12	35.33	27.33	21.61

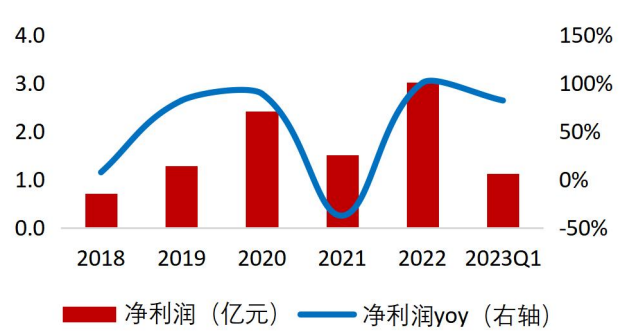
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月21日

图 1 2018-2023 年 Q1 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



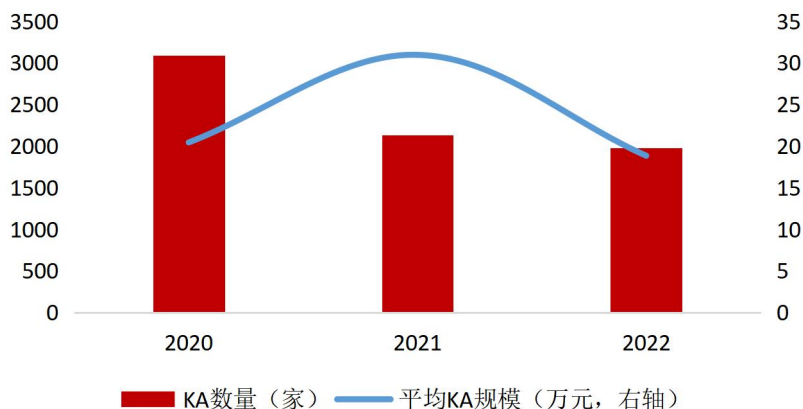
资料来源: wind, 东海证券研究所

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%	
	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%	
分地区	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%	
	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%	
	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%	
分渠道	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%	

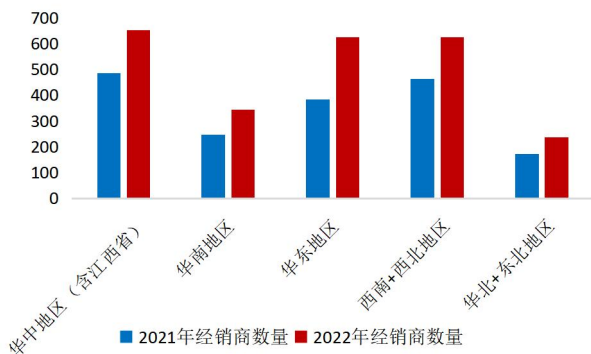
资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

图3 盐津铺子 KA 情况



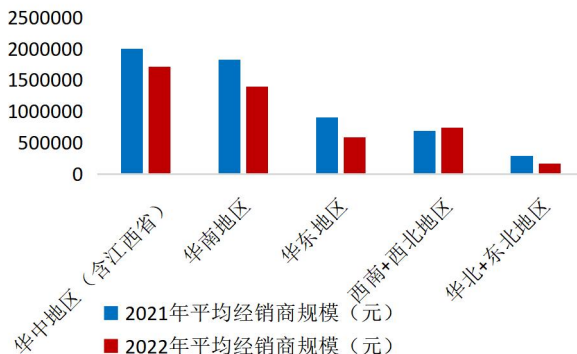
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图4 公司经销商数量 (家)



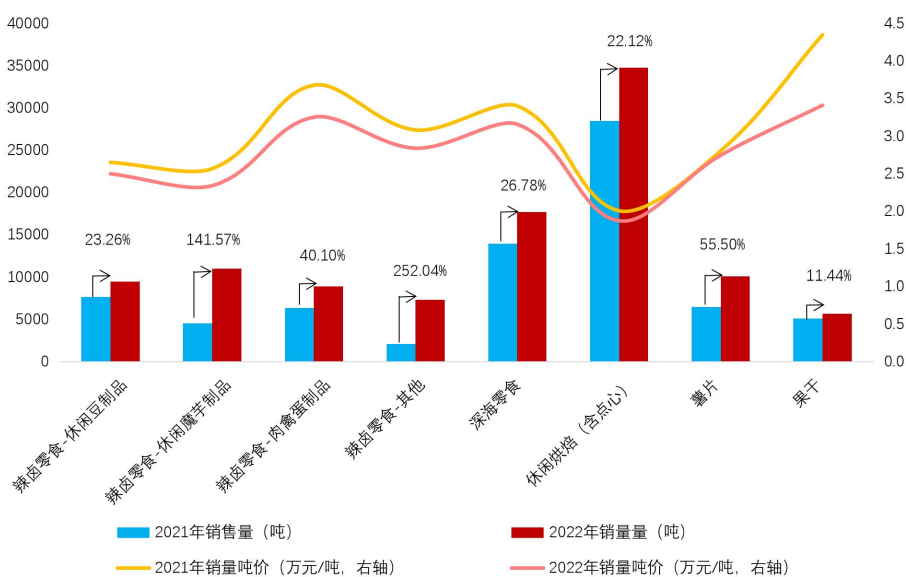
资料来源：wind，东海证券研究所

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
流动资产	1052.96	1375.70	1716.64	2048.30
现金	202.94	383.43	565.21	727.21
应收账款	172.57	191.91	186.63	208.64
应收票据	7.60	0.00	0.00	0.00
预付账款	118.27	138.20	178.10	200.20
存货	453.44	572.44	692.77	820.42
非流动资产	1401.79	1568.38	1695.50	1819.30
固定资产	940.91	1054.78	1244.73	280.21
无形资产	200.19	215.30	220.19	224.85
资产总计	2454.75	2944.08	3412.14	3867.60
流动负债	1142.27	1274.55	1502.84	1654.47
短期借款	471.56	406.00	426.30	447.62
应付账款	269.10	330.56	408.99	475.51
非流动负债	164.42	252.71	252.94	253.77
长期借款	137.10	237.00	248.85	261.29
其他	27.32	15.71	4.09	-7.52
负债合计	1306.69	1527.26	1755.78	1908.24
少数股东权益	13.16	13.73	14.46	15.39
股本	128.69	128.60	128.60	128.60
资本公积	385.17	385.17	385.17	385.17
留存收益	704.60	889.32	1128.12	1430.19
归属母公司股东权益	1134.89	1403.10	1641.90	1943.96
负债和股东权益	2454.75	2944.08	3412.14	3867.60

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	425.55	568.36	726.26	800.11
净利润	301.86	461.82	597.00	755.16
折旧摊销	138.55	64.03	77.36	88.83
财务费用	13.54	10.10	9.46	9.78
投资损失	-1.05	-1.00	-1.03	-1.02
营运资金变动	-24.63	32.85	42.74	-53.57
投资活动现金流	-251.35	-218.49	-208.97	-208.98
短期借款	471.56	406.00	426.30	447.62
长期借款	137.10	237.00	248.85	261.29
其他	-725.57	-1280.70	-1010.66	-1138.03
筹资活动现金流	-96.78	-169.38	-335.51	-429.12
现金净增加额	68.41	180.49	181.78	162.00

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2893.52	3644.89	4542.49	5472.98
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	10.10	9.46	9.78
营业利润	341.05	515.27	665.90	839.81
营业外收入	0.57	0.50	0.54	0.52
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
净利润	301.49	461.82	597.00	755.16
归属母公司净利润	301.49	461.82	597.00	755.16
EBITDA	526.87	782.51	967.89	1127.73
EPS(元)	2.34	3.59	4.64	5.87

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
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
获利能力				
毛利率	0.35	0.37	0.37	0.38
净利率	0.10	0.13	0.13	0.14
ROE	0.27	0.33	0.36	0.39
ROIC	0.28	0.34	0.41	0.48
偿债能力				
资产负债率	0.53	0.52	0.51	0.49
流动比率	0.92	1.08	1.14	1.24
速动比率	0.52	0.63	0.68	0.74
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.35	1.43	1.50
应收账款周转率	15.22	20.00	24.00	27.69
应付账款周转率	11.79	12.16	12.28	12.38
每股指标(元)				
每股经营现金	3.31	4.42	5.64	6.22
每股净资产	8.82	10.91	12.77	15.12
估值比率				
P/E	54.13	35.34	27.33	21.61
P/B	14.38	11.63	9.94	8.39
EV/EBITDA	26.93	27.85	21.61	17.20

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月21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