

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

锚定高成长，势能全面向上

2023年05月06日

事件：公司于5月5日发布新一轮股权激励。

点评：

- **激励力度大，锚定未来三年高成长。**此次激励数量为220万股，占总股本1.71%，激励力度大，公司乐于分享，激励机制到位。业绩目标为23-25年营收相比22年增长25%/56%/95%（对应23-25年营收为36.2/45.1/56.4亿，年化25%左右），净利润23-25相比22年增长50%/95%/154%（对应的扣非归母净利润+股权激励费用23-25年分别为4.8/6.2/8.1亿元，同比为50%/30%/30%），25年对应的净利润率14%+，业绩目标25年营收利润增速相比24年不减，超市场预期，足见公司的拼搏态度和发展信心。费用摊销23-26年分别为4724/5669/2719/771万元，合计1.39亿元，主要摊销在23-24年。激励对象包括副总兰波/杨林广/黄敏胜/张磊/李汉明/财务总监杨峰以及核心技术/业务人员（共80人）。授予价格为61.52元（约为前一交易日的50%）。
- **激励充分，注重高管团队培养。**盐津22年处于全面起势快速发展的一年，此时推出股权激励足见公司的发展信心。公司最为核心的点是有意识培养具有企业家精神的高管团队，在招人、用人、培养人才上打造了独到的理念、机制并且充分激励。
- **修炼产品力内功，收入空间和利润率提升有强支撑。**公司自21Q3进行战略调整，聚焦六大核心品类，在供应链及生产方面持续引入人才、修炼内功，渠道敏锐高+扎实的产品力及品类成本领先，助力零食量贩、电商、流通定量装等全渠道放量，锚定25年营收突破50亿元，利润率也有望随着品类规模化和成本领先优势持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计23-25年每股收益分别为3.83、4.91、6.29元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格上涨、烘焙/深海零食等品类竞争加剧、食品安全。

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	5,646
增长率 YoY %	16.5%	26.8%	30.8%	22.3%	22.0%
归属母公司净利润 (百万元)	151	301	493	631	810
增长率 YoY%	-37.7%	100.0%	63.4%	28.2%	28.2%
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%	31.4%
EPS(摊薄)(元)	1.17	2.34	3.83	4.91	6.29
市盈率 P/E(倍)	73.03	46.19	32.53	25.38	19.80
市净率 P/B(倍)	12.61	12.27	10.69	8.12	6.21

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年05月05日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	685	1,053	1,322	1,768	2,406	
货币资金	135	203	495	791	1,255	
应收票据	0	8	10	12	15	
应收账款	198	161	207	241	278	
预付账款	60	118	97	119	144	
存货	259	453	399	488	592	
其他	33	109	114	117	121	
非流动资产	1,397	1,402	1,408	1,616	1,848	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,010	941	882	1,029	1,186	
无形资产	195	200	264	325	399	
其他	192	261	261	262	263	
资产总计	2,082	2,455	2,730	3,384	4,254	
流动负债	1,181	1,142	1,037	1,217	1,478	
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	493	
其他	411	394	495	600	723	
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	1,658	
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	2,581	
负债和股东权益	2,082	2,455	2,730	3,384	4,254	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,282	2,894	3,784	4,629	5,646	
同比(%)	16.5%	26.8%	30.8%	22.3%	22.0%	
归属母公司净利润	151	301	493	631	810	
同比(%)	-	100.0	63.4%	28.2%	28.2%	
毛利率(%)	35.7%	34.7%	35.8%	35.9%	36.2%	
ROE%	17.3%	26.6%	32.8%	32.0%	31.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.17	2.34	3.83	4.91	6.29	
P/E	73.03	46.19	32.53	25.38	19.80	
P/B	12.61	12.27	10.69	8.12	6.21	
EV/EBITDA	47.98	31.60	26.18	19.31	14.55	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,282	2,894	3,784	4,629	5,646	
营业成本	1,467	1,889	2,429	2,970	3,602	
营业税金及附加	20	28	32	38	46	
销售费用	505	457	568	685	824	
管理费用	119	131	159	190	226	
研发费用	55	74	97	111	130	
财务费用	21	9	10	1	-3	
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	79	
营业利润	170	341	546	702	900	
营业外收支	-3	-8	1	1	1	
利润总额	167	333	547	702	901	
所得税	13	31	54	70	90	
净利润	154	302	493	632	811	
少数股东损益	4	0	1	1	1	
归属母公司净利润	151	301	493	631	810	
EBITDA	239	455	608	808	1,045	
EPS(当年)(元)	1.17	2.34	3.83	4.91	6.29	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	478	426	803	845	1,090	
净利润	154	302	493	632	811	
折旧摊销	124	140	108	173	227	
财务费用	22	14	13	8	9	
投资损失	-9	-10	-1	-1	0	
营运资金变动	-7	-54	14	25	32	
其它	5	4	0	0	0	
投资活动现金流	-859	-32	-265	-297	-380	
资本支出	-151	-205	-266	-299	-382	
长期投资	-718	538	0	0	0	
其他	10	-364	2	2	2	
筹资活动现金流	733	-135	-46	-61	-80	
吸收投资	855	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-100	-70	-46	-61	-80	
现金流净增加额	78	-36	-82	-47	-48	

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。

姜青丰，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（深度研究安井食品、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（深度研究绝味食品、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（深度研究贵州茅台、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（深度研究伊利股份、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，深度研究华润啤酒、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。