

**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

# 紧握“好吃不贵”大趋势

2023年07月09日

**事件:** 公司发布 23Q2 业绩预告。2023H1 归母净利润预计同比+86%-94%至 2.4 亿-2.5 亿元, 扣非净利润同比+99%-108%至 2.3 亿-2.4 亿元; 单 23Q2, 归母净利润预计同比+ 90%-105%, 扣非净利润预计同比+98%-113%。

**点评:**

- **市场对盐津铺子业绩高增长有一定预期, 但实际利润仍超出我们预期。** 电商、量贩零食、社区团购等渠道全面开花。辣卤、烘焙、鹤鹑蛋等七大核心品类快速增长, 盐津铺子培育新品成熟的速度较之以往明显加快。“低成本、低价格、高性价比”成为公司产品战略, 紧握“好吃不贵”大趋势, 23H1 研发费用同比提升 53%。
- **23H1 盈利能力预计同比持续提升。** 23H1 大豆油、棕榈油、黄豆等部分原材料价格有所回落, 白糖价格上涨, 整体生产成本预计有所下降。规模效应下, 23H1 盈利能力有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 零食高景气, 渠道有红利。盐津铺子全渠道放量驱动, 我们预计收入有望持续超预期。我们认为盐津铺子不仅具备较强的渠道机会抓取和执行能力, 近几年供应链持续加成(产品力提升解决复购)有望推动盐津铺子持续的高增长。23 年我们预计营收 39 亿, 归母净利润 4.9 亿, 32X PE, 23-25 年三年收入预计保持复合 25%以上增速(股权激励目标, 利润目标更高), 凭借丰富且新锐的核心品类储备+具有内部企业家精神的职业经理人团队打造+灵活激励机制, 多渠道全面发力。我们预计 23-25 年每股收益分别为 2.49、3.10、4.00 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	3,930	4,767	5,772
增长率 YoY %	16.5%	26.8%	35.8%	21.3%	21.1%
归属母公司净利润 (百万元)	151	301	488	609	786
增长率 YoY%	-37.7%	100.0%	61.7%	24.8%	29.1%
毛利率%	35.7%	34.7%	35.8%	35.8%	36.3%
净资产收益率ROE%	17.3%	26.6%	31.2%	30.1%	30.1%
EPS(摊薄)(元)	0.77	1.54	2.49	3.10	4.00
市盈率 P/E(倍)	111.41	70.47	32.53	26.06	20.19
市净率 P/B(倍)	19.24	18.72	10.14	7.85	6.08

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 07 月 07 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	685	1,053	1,502	1,974	2,582	
货币资金	135	203	647	969	1,408	
应收票据	0	8	10	13	15	
应收账款	198	161	215	248	285	
预付账款	60	118	101	122	147	
存货	259	453	414	503	605	
其他	33	109	114	118	122	
<b>非流动资产</b>	1,397	1,402	1,523	1,738	1,977	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,010	941	986	1,140	1,306	
无形资产	195	200	275	336	409	
其他	192	261	261	262	263	
<b>资产总计</b>	2,082	2,455	3,025	3,712	4,559	
<b>流动负债</b>	1,181	1,142	1,268	1,498	1,754	
短期借款	528	472	400	450	500	
应付票据	20	8	9	10	12	
应付账款	222	269	345	420	504	
其他	411	394	513	618	738	
<b>非流动负债</b>	18	164	179	179	179	
长期借款	2	137	152	152	152	
其他	16	27	27	27	27	
<b>负债合计</b>	1,198	1,307	1,447	1,677	1,934	
少数股东权益	11	13	14	15	15	
归属母公司股东权益	873	1,135	1,564	2,020	2,610	
<b>负债和股东权益</b>	2,082	2,455	3,025	3,712	4,559	

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	3,930	4,767	5,772	
同比(%)	16.5%	26.8%	35.8%	21.3%	21.1%	
归属母公司净利润	151	301	488	609	786	
同比(%)	-37.7%	100.0	61.7%	24.8%	29.1%	
毛利率(%)	35.7%	34.7%	35.8%	35.8%	36.3%	
ROE%	17.3%	26.6%	31.2%	30.1%	30.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.77	1.54	2.49	3.10	4.00	
P/E	111.41	70.47	32.53	26.06	20.19	
P/B	19.24	18.72	10.14	7.85	6.08	
EV/EBITDA	47.98	31.60	26.14	19.66	14.75	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	2,282	2,894	3,930	4,767	5,772	
营业成本	1,467	1,889	2,521	3,062	3,679	
营业税金及附加	20	28	33	40	47	
销售费用	505	457	601	729	872	
管理费用	119	131	177	205	242	
研发费用	55	74	101	114	133	
财务费用	21	9	14	9	6	
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	59	69	81	
<b>营业利润</b>	170	341	541	677	874	
营业外收支	-3	-8	1	1	1	
<b>利润总额</b>	167	333	541	677	874	
所得税	13	31	53	68	87	
<b>净利润</b>	154	302	488	610	787	
少数股东损益	4	0	1	1	1	
<b>归属母公司净利润</b>	151	301	488	609	786	
EBITDA	239	455	604	790	1,026	
EPS(当年)(元)	0.77	1.54	2.49	3.10	4.00	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>478</b>	<b>426</b>	<b>805</b>	<b>832</b>	<b>1,075</b>	
净利润	154	302	488	610	787	
折旧摊销	124	140	108	173	227	
财务费用	22	14	17	17	19	
投资损失	-1	-1	-1	0	0	
营运资金变动	186	-34	192	31	37	
其它	-7	4	-1	2	5	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-322</b>	<b>-251</b>	<b>-228</b>	<b>-390</b>	<b>-471</b>	
资本支出	-331	-260	-228	-390	-470	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	9	9	-1	-1	-1	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-205</b>	<b>-97</b>	<b>-133</b>	<b>-119</b>	<b>-165</b>	
吸收投资	119	6	68	0	0	
借款	-72	85	-57	50	50	
支付利息或股息	-151	-146	-139	-169	-215	
<b>现金流净增加额</b>	<b>-49</b>	<b>77</b>	<b>444</b>	<b>323</b>	<b>438</b>	

## 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	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	<a href="mailto:sulin@cindasc.com">sulin@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	张佳琳	13923488778	<a href="mailto:zhangjialin@cindasc.com">zhangjialin@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。