



盐津铺子 (002847.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

转型升级顺利，业绩再超预期

业绩简评

公司于7月7日发布业绩预告,预计23H1实现归母净利润2.4-2.5亿元(中枢为2.5亿元,下同),同比+86%-94%(90%);扣非归母净利润2.3-2.4亿元(2.3亿元),同比+99%-108%(103%)。其中23Q2归母净利润1.3-1.4亿元(1.3亿元),同比+90%-105%(98%);扣非归母净利润1.3-1.4亿元(1.3亿元),同比+98%-113%(106%)。业绩超预期,主要系“产品+渠道”策略推动收入快速增长,供应链优化实现降本增效。

经营分析

我们预计公司Q2收入增速为50%-60%(9.5-10.2亿元)。1)产品端,七大核心品类升级产品力、实现全规格发展。其中新品表现超预期,魔芋、鹌鹑蛋月销大几千万,麻辣棒近1千万。除传统散装产品,定量装、小商品以及量贩装产品,满足不同消费场景需求。2)渠道端,传统KA、流通散装仍维持双位数增长,符合年初预算规划。零食专营、电商、定量流通表现超预期。零食专营系下游门店扩张速度超预期,零食很忙已开设超3000家店。电商抖音起势快,借助主播种草引流,高性价比属性贴合大众,主流电商月度GMV超5千万。定量流通加强新渠道覆盖,如BC类超市、CVS等,全年销售额翻倍目标有望达成。

重视研发投入,强化供应链建设,净利率逐步提升。采用利润中枢估算Q2净利率为13%-14%,同比+2-3pct。1)核心原料白糖价格上涨,但油脂、黄豆价格明显回落,整体生产成本下降。2)充分利用上游供应链布局,强化豆制品、魔芋、薯片成本领先优势。3)销售费用持续优化,主因高费用投入的商超渠道占比下降;23H1研发费用投入为0.5亿,同比增长52.7%。另外,支付股份费用约0.2亿。

公司自22Q2起转型效果逐步显现,渠道改革速度快且执行力强,业绩持续超预期。我们认为其背后是强大的供应链基础、管理层能力、人才储备和稳定性支撑,我们看好公司股权激励目标(23-25收入CAGR为25%)顺利实现,利润端有望通过供应链升级、缩减渠道链条,提升生产效率,持续跑赢收入增速。

盈利预测、估值与评级

我们预计23-25年公司归母净利润分别为4.9/6.4/8.0亿元,分别同比增长61%/31%/26%,对应PE分别为33x/25x/20x,维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险;新品放量不及预期;市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人:陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币):80.85元

相关报告:

- 《盐津铺子公司点评:激励势能强劲,看好业绩兑现》, 2023.5.7
- 《盐津铺子公司点评:23年开局顺利,Q1收入超预期》, 2023.4.20
- 《盐津铺子公司点评:转型效果凸显,23Q1再超预期》, 2023.4.16



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,282	2,894	3,788	4,736	5,771
营业收入增长率	16.47%	26.83%	30.92%	25.01%	21.85%
归母净利润(百万元)	151	301	485	635	799
归母净利润增长率	-37.65%	100.01%	60.95%	30.92%	25.76%
摊薄每股收益(元)	1.165	2.343	2.473	3.238	4.072
每股经营性现金流净额	3.69	3.31	6.35	6.92	7.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.27%	26.57%	32.54%	31.80%	29.94%
P/E	73.46	46.22	32.69	24.97	19.85
P/B	12.68	12.28	10.64	7.94	5.94

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,959	2,282	2,894	3,788	4,736	5,771
增长率		16.5%	26.8%	30.9%	25.0%	21.9%
主营业务成本	-1,100	-1,467	-1,889	-2,428	-3,007	-3,652
%销售收入	56.2%	64.3%	65.3%	64.1%	63.5%	63.3%
毛利	859	815	1,005	1,360	1,729	2,118
%销售收入	43.8%	35.7%	34.7%	35.9%	36.5%	36.7%
营业税金及附加	-17	-20	-28	-34	-43	-52
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-471	-505	-457	-538	-663	-808
%销售收入	24.1%	22.2%	15.8%	14.2%	14.0%	14.0%
管理费用	-96	-119	-131	-170	-213	-242
%销售收入	4.9%	5.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.2%
研发费用	-52	-55	-74	-95	-118	-144
%销售收入	2.6%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	223	115	314	523	692	872
%销售收入	11.4%	5.0%	10.9%	13.8%	14.6%	15.1%
财务费用	-6	-21	-9	-26	-6	11
%销售收入	0.3%	0.9%	0.3%	0.7%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-1	-3	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1	1
%税前利润	0.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	278	170	341	536	703	884
营业利润率	14.2%	7.4%	11.8%	14.2%	14.9%	15.3%
营业外收支	-4	-3	-8	-3	-3	-3
税前利润	274	167	333	533	700	881
利润率	14.0%	7.3%	11.5%	14.1%	14.8%	15.3%
所得税	-32	-13	-31	-48	-65	-82
所得税率	11.5%	7.6%	9.3%	9.0%	9.3%	9.3%
净利润	242	154	302	485	635	799
少数股东损益	0	4	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	242	151	301	485	635	799
净利率	12.3%	6.6%	10.4%	12.8%	13.4%	13.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	242	154	302	485	635	799
少数股东损益	0	4	0	0	0	0
非现金支出	97	132	150	113	135	156
非经营收益	8	11	18	42	23	12
营运资金变动	-6	181	-44	176	97	24
经营活动现金净流	341	478	426	817	890	991
资本开支	-356	-331	-260	-288	-214	-260
投资	0	0	0	-11	5	0
其他	9	9	9	6	1	1
投资活动现金净流	-348	-322	-251	-293	-208	-259
股权募资	31	119	6	0	0	0
债权募资	282	-72	85	-274	-208	0
其他	-237	-252	-188	-161	-146	-139
筹资活动现金净流	76	-205	-97	-435	-354	-139
现金净流量	69	-49	77	89	328	594

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	180	135	203	288	614	1,205
应收款项	167	208	180	241	292	348
存货	352	259	453	399	453	550
其他流动资产	89	84	216	224	200	220
流动资产	788	685	1,053	1,152	1,559	2,323
%总资产	39.0%	32.9%	42.9%	42.7%	49.1%	57.5%
长期投资	70	64	1	-4	-4	-4
固定资产	969	1,064	1,084	1,195	1,295	1,383
%总资产	47.9%	51.1%	44.2%	44.3%	40.8%	34.2%
无形资产	159	198	203	217	230	243
非流动资产	1,233	1,397	1,402	1,544	1,617	1,718
%总资产	61.0%	67.1%	57.1%	57.3%	50.9%	42.5%
资产总计	2,021	2,082	2,455	2,697	3,176	4,041
短期借款	472	530	483	208	0	0
应付款项	376	491	433	569	696	834
其他流动负债	161	161	226	254	309	368
流动负债	1,010	1,181	1,142	1,030	1,005	1,202
长期贷款	130	2	137	137	137	137
其他长期负债	16	16	27	25	22	21
负债	1,156	1,198	1,307	1,192	1,164	1,359
普通股股东权益	859	873	1,135	1,491	1,998	2,668
其中：股本	129	129	129	129	129	129
未分配利润	461	469	640	997	1,503	2,174
少数股东权益	6	11	13	13	13	13
负债股东权益合计	2,021	2,082	2,455	2,697	3,176	4,041

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.867	1.165	2.343	2.473	3.238	4.072
每股净资产	6.632	6.749	8.819	7.602	10.184	13.600
每股经营现金净流	2.630	3.694	3.307	6.348	6.916	7.702
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	28.15%	17.27%	26.57%	32.54%	31.80%	29.94%
总资产收益率	11.96%	7.24%	12.28%	17.99%	20.01%	19.77%
投入资本收益率	13.44%	7.49%	16.11%	25.73%	29.21%	28.06%
增长率						
主营业务收入增长率	39.99%	16.47%	26.83%	30.92%	25.01%	21.85%
EBIT增长率	77.86%	-48.52%	173.64%	66.46%	32.26%	26.02%
净利润增长率	88.83%	-37.65%	100.01%	60.95%	30.92%	25.76%
总资产增长率	21.75%	2.99%	17.91%	9.86%	17.76%	27.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.6	28.3	22.7	22.0	21.5	21.0
存货周转天数	106.7	76.0	68.8	60.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	69.3	53.8	47.4	46.0	45.0	44.0
固定资产周转天数	172.5	161.5	118.7	99.4	84.9	72.7
偿债能力						
净负债/股东权益	48.79%	44.94%	36.35%	3.79%	-23.72%	-39.86%
EBIT利息保障倍数	37.6	5.5	35.6	20.5	124.7	-79.7
资产负债率	57.19%	57.56%	53.23%	44.20%	36.66%	33.64%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-27	增持	58.46	N/A
2	2022-03-31	增持	59.97	N/A
3	2022-08-15	买入	92.00	N/A
4	2022-10-26	买入	92.13	N/A
5	2023-02-28	买入	123.95	N/A
6	2023-04-16	买入	130.86	N/A
7	2023-04-20	买入	135.33	N/A
8	2023-05-07	买入	124.63	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究