



盐津铺子 (002847.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入超预期，产品渠道势能有望延续

业绩简评

8月2日公司发布半年报,23H1实现营收18.94亿元,同比+56.54%;实现归母净利润2.46亿元,同比+90.69%。23Q2实现营收10.01亿元,同比+57.59%,实现归母净利润1.34亿元,同比+98.91%。收入超预期,利润贴近此前预告上限。

经营分析

渠道结构持续优化，助力全品类扩张。1) 23H1 直营 KA/经销/电商渠道销售额分别为 1.92/13.1/3.91 亿元，同比 -15.42%/+58.04%/155.17%。直营商超占比持续下降至 10.2%，经销渠道高增系广泛拓展 BC 超、CVS、零食专营等客户，23H1 零食很忙、赵一鸣等门店扩张速度超预期，且合作品类逐步增加。电商渠道借助抖音、社区团购快速放量，月销爬升至 8kw。2) 除散装优势外，公司积极完善定量装、量贩装产品规格，其中定量装实现翻倍，散装亦有双位数增长。3) 新品快速起量，魔芋跻身大单品，23H1 辣卤魔芋/薯片/蒟蒻/蛋类零食收入分别为 2.23/1.59/1.26/0.95 亿元，分别同比 +163.0%/+46.7%/+93.3%/582.4%。

转型红利持续释放，盈利端持续向好。23Q2 毛利率为 36.0%，环比+3.5pct。毛利端改善主要得益于，1) 原材料油脂、大豆、包材等价格延续 Q1 下降趋势。2) 供应链效率提升，核心大单品规模效应显现。3) “低费投、高周转”客户占比提升，同期销售/管理/研发费率同比-5.1pct/-0.7pct/-0.6pct，最终 23Q2 净利率为 13.4%，同比+3.1pct，环比+1.2pct。

产品+渠道双轮驱动，转型红利持续释放，年内业绩具备确定性。我们预计年内零食专营渠道仍处于快速开店期，收入端有望持续受益于渠道下沉和品类扩张。利润端，公司积极布局上游产业链，成本把控能力优于同行竞品。随着供应链效率增强，大单品规模效应显现，看好中长期利润率抬升空间。

盈利预测、估值与评级

考虑到 23H1 收入增速超预期，我们分别上调 23-25 年归母净利润 5%/5%/3%，预计 23-25 年归母净利润分别为 5.10/6.67/8.26 亿元，分别同比+69%/+31%/+24%，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

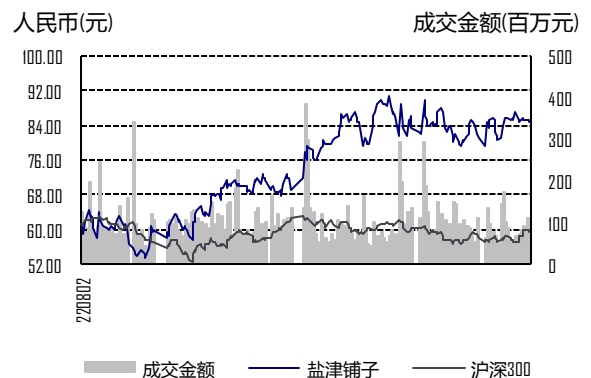
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：84.80 元

相关报告：

- 《盐津铺子公司点评：转型升级顺利，业绩再超预期》，2023.7.9
- 《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



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	3,911	4,934	6,012
营业收入增长率	16.47%	26.83%	35.17%	26.16%	21.84%
归母净利润(百万元)	151	301	510	667	826
归母净利润增长率	-37.65%	100.01%	69.27%	30.79%	23.74%
摊薄每股收益(元)	1.165	2.343	2.601	3.402	4.210
每股经营性现金流净额	3.69	3.31	3.78	4.33	5.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.27%	26.57%	35.21%	34.75%	32.38%
P/E	73.46	46.22	32.60	24.93	20.14
P/B	12.68	12.28	11.48	8.66	6.52

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	3,911	4,934	6,012
增长率		16.5%	26.8%	35.2%	26.2%	21.8%
主营业务成本	-1,100	-1,467	-1,889	-2,507	-3,133	-3,805
%销售收入	56.2%	64.3%	65.3%	64.1%	63.5%	63.3%
毛利	859	815	1,005	1,405	1,802	2,207
%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	-35	-44	-54
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-471	-505	-457	-548	-691	-842
%销售收入	24.1%	22.2%	15.8%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用	-96	-119	-131	-168	-207	-253
%销售收入	4.9%	5.2%	4.5%	4.3%	4.2%	4.2%
研发费用	-52	-55	-74	-98	-123	-150
%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	556	736	908
%销售收入	11.4%	5.0%	10.9%	14.2%	14.9%	15.1%
财务费用	-6	-21	-9	-31	-14	4
%销售收入	0.3%	0.9%	0.3%	0.8%	0.3%	-0.1%
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	564	739	914
营业利润率	14.2%	7.4%	11.8%	14.4%	15.0%	15.2%
营业外收支	-4	-3	-8	-3	-3	-3
税前利润	274	167	333	561	736	911
利润率	14.0%	7.3%	11.5%	14.3%	14.9%	15.1%
所得税	-32	-13	-31	-50	-68	-85
所得税率	11.5%	7.6%	9.3%	9.0%	9.3%	9.3%
净利润	242	154	302	510	667	826
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	510	667	826
净利率	12.3%	6.6%	10.4%	13.0%	13.5%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	242	154	302	510	667	826
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	47	29	13
营运资金变动	-6	181	-44	69	16	-5
经营活动现金净流	341	478	426	740	847	990
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	-117	-343	-23
其他	-237	-252	-188	-234	-219	-207
筹资活动现金净流	76	-205	-97	-351	-561	-229
现金净流量	69	-49	77	97	78	501

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	180	135	203	296	372	871
应收款项	167	208	180	249	304	362
存货	352	259	453	426	515	626
其他流动资产	89	84	216	220	235	262
流动资产	788	685	1,053	1,191	1,427	2,121
%总资产	39.0%	32.9%	42.9%	43.5%	46.9%	55.3%
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%	43.7%	42.5%	36.0%
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%	56.5%	53.1%	44.7%
资产总计	2,021	2,082	2,455	2,736	3,043	3,839
短期借款	472	530	483	366	23	0
应付款项	376	491	433	510	638	775
其他流动负债	161	161	226	236	289	342
流动负债	1,010	1,181	1,142	1,111	950	1,118
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	1,273	1,109	1,275
普通股股东权益	859	873	1,135	1,449	1,921	2,551
其中：股本	129	129	129	196	196	196
未分配利润	461	469	640	955	1,426	2,056
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	2,736	3,043	3,839

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.867	1.165	2.343	2.601	3.402	4.210
每股净资产	6.632	6.749	8.819	7.387	9.791	13.003
每股经营现金净流	2.630	3.694	3.307	3.780	4.326	5.052
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%	35.21%	34.75%	32.38%
总资产收益率	11.96%	7.24%	12.28%	18.66%	21.93%	21.51%
投入资本收益率	13.44%	7.49%	16.11%	25.73%	31.86%	30.50%
增长率						
主营业务收入增长率	39.99%	16.47%	26.83%	35.17%	26.16%	21.84%
EBIT增长率	77.86%	-48.52%	173.64%	76.85%	32.37%	23.47%
净利润增长率	88.83%	-37.65%	100.01%	69.27%	30.79%	23.74%
总资产增长率	21.75%	2.99%	17.91%	11.44%	11.24%	26.15%
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	62.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	69.3	53.8	47.4	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	172.5	161.5	118.7	96.3	81.5	69.8
偿债能力						
净负债/股东权益	48.79%	44.94%	36.35%	14.07%	-10.99%	-28.65%
EBIT利息保障倍数	37.6	5.5	35.6	18.2	53.0	-214.5
资产负债率	57.19%	57.56%	53.23%	46.54%	36.44%	33.21%

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	2022-03-31	增持	59.97	N/A
2	2022-08-15	买入	92.00	N/A
3	2022-10-26	买入	92.13	N/A
4	2023-02-28	买入	123.95	N/A
5	2023-04-16	买入	130.86	N/A
6	2023-04-20	买入	135.33	N/A
7	2023-05-07	买入	124.63	N/A
8	2023-07-09	买入	80.85	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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





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