

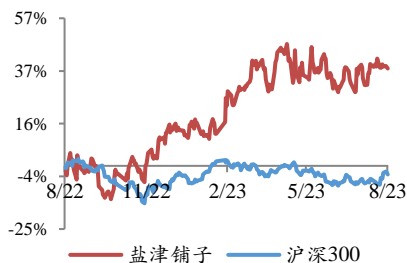
23Q2 收入延续高增，盈利水平如期提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-02

收盘价(元)	84.80
近12个月最高/最低(元)	90.67/79.12
总股本(百万股)	196
流通股本(百万股)	174
流通股比例(%)	88.44
总市值(亿元)	166
流通市值(亿元)	147

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1.盐津铺子一季报点评：战略转型红利加速释放，23Q1 收入利润强势增长
2023-04-21

2.盐津铺子 2022 年年报点评：全渠道战略下新增长极表现亮眼，全年盈利能力显著修复
2023-04-17

主要观点：

● 事件：公司发布 2023 年半年度报告

公司发布 2023 年中报，23H1 实现营收 18.94 亿元，同比增长 56.54%；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 90.69%，扣非归母净利润 2.31 亿元，同比增长 103.47%。其中，23Q2 实现营收 10.01 亿元，同比增长 57.59%；归母净利润 1.34 亿元，同比增长 98.92%，扣非归母净利润 1.33 亿元，同比增长 105.87%。半年度实际利润落在此前业绩预告区间上限，收入超此前市场预期。

● 23Q2 收入延续高增，经销渠道、电商渠道为主要增长动力

23H1 公司收入同比大幅增长 56.54%，其中 23Q2 收入同比增长 57.59%，环比 23Q1 继续提升 2.23pp，高增态势延续。分渠道来看，直营商超/经销（含散装、定量装、流通、量贩零食等）/电商渠道 23H1 分别实现收入 1.92/13.11/3.91 亿元，分别同比

-15.4%/+58.0%/+155.2%。公司继续对直营商超渠道主动瘦身，收入贡献比例进一步下降至 10.15%；零食专营、定量装、流通装等细分渠道继续发力高增，充分显现公司本轮深化改革的效果；电商渠道延续高增状态，主因公司把握新兴电商流量增长机会，并推出适应电商渠道的量贩包等产品。此外，公司此前针对细分渠道做出事业部划分，并匹配相应的带队人才，也是去年下半年以来公司业绩高速增长的重要助推力量。分品类看，辣卤零食系公司第一大品类，23H1 贡献收入 7.14 亿元，同比+95.70%，休闲烘焙/深海零食/薯类零食/果干坚果/蛋类零食分别实现收入 3.04/2.90/1.59/1.07/0.95 亿元，同比

+11.47%/+18.00%/+46.68%/+26.48%/+582.38%；新品蒟蒻果冻布丁实现收入 1.27 亿元，同比+93.30%。

● 战略转型提升费投效率，公司盈利能力进一步提升

费用方面，在全渠道转型背景下，盐津铺子因零食专营、经销渠道等更高效渠道收入贡献比例提升，高费用投入的商超渠道占比下降，使得公司整体费投效率持续提升。2023H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.6%/4.2%/2.4%/0.4%，分别同比-6.3/-1.0/-0.0/-0.1pp。23H1 公司毛利率受渠道结构变化影响，同比下滑 2.2pp 至 35.3%，最终实现净利率 13.4%，同比提升 2.7pp，实现归母净利率 13.0%，同比提升 2.3pp，表明公司全面战略转型的降本降费提质效果显著。

● 改革红利释放期，多渠道发力拉动业绩增长

本轮零食产业渠道结构变化显著，2020 年开始此前主流零售渠道 KA 超市面临流量分化的压力，公司过去以商超为核心的经营模式遭遇挑战，但公司在 2021 年迅速调整并开启深化改革：1、聚焦核心品类，优化升级供应链，通过降本增效及放大规模效应，实现低成本之上的高品质+高性价比；2、转型全渠道发展，以高品质+高性价比产品切入零食专营、新兴电商等快速成长的细分渠道，并对面临流量下滑压力的商超渠道主动进行优化调整，渠道结构多元化，增强公司未来发展的韧性。其中公司与零食很忙等头部零食专营品牌合作较早、合作基础稳固，当前零食专营业态蓬勃发展，公司 23 年继续深化与零食很忙的合作，并加快与

其他零食专营品牌的合作, 预计 23 年公司将继续在零食专营渠道实现快速增长。定量流通渠道在产品梳理、供应链升级完成后, 已摸索出适合的打法, 23 年增长任务目标较高, 公司与渠道信心较足。电商团队已完成前期基础梳理工作, 22Q4 电商渠道月销额已实现新的突破, 预计 23 年公司将继续紧抓抖音、快手等新流量, 以高性价比的产品吸引消费者, 电商渠道有望延续较快增长。

● **盈利预测与投资建议**

23Q2 收入、利润超出市场预期, 反映公司在完成改革之后竞争能力全面增强, 考虑到当前新兴渠道成长红利仍在释放, 我们进一步上调公司 2023 年业绩: 预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 38.0/45.2/54.1 亿元 (前预测值 36.4/44.0/51.9), 同比+31.4%/+18.9%/+19.6%; 实现归母净利润 5.0/6.4/7.8 亿元 (前预测值 4.8/6.0/7.3), 同比 +65.3%/+28.4%/+22.3%; EPS 分别为 2.54/3.26/3.99 元。当前股价对应 PE 分别为 33/26/21 倍, 公司战略转型红利持续释放, 渠道拓展进程显著, 短期成长确定性与长期成长空间兼备, 维持“买入”评级。

● **风险提示**

1) 渠道扩张进程不及预期; 2) 行业竞争加剧, 产品放量受阻; 3) 全球通胀问题持续突出, 成本端压力增大; 4) 食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2894	3802	4521	5406
收入同比	26.8%	31.4%	18.9%	19.6%
归属母公司净利润	301	498	640	783
净利润同比	100.0%	65.3%	28.4%	22.3%
毛利率	34.7%	33.2%	32.5%	32.0%
ROE	26.6%	34.7%	35.6%	35.3%
每股收益 (元)	2.40	2.54	3.26	3.99
P/E	45.12	33.38	25.99	21.26
P/B	12.28	11.59	9.26	7.50
EV/EBITDA	28.83	23.34	18.66	15.10

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1053	1507	1818	2402	营业收入	2894	3802	4521	5406
现金	203	602	744	1126	营业成本	1889	2540	3051	3675
应收账款	161	220	284	317	营业税金及附加	28	36	43	49
其他应收款	11	16	14	19	销售费用	457	479	511	584
预付账款	118	114	131	154	管理费用	131	152	167	184
存货	453	464	553	692	财务费用	9	13	3	-2
其他流动资产	106	91	92	94	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1402	1510	1592	1659	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	2
固定资产	941	988	982	963	营业利润	341	553	715	884
无形资产	200	210	220	228	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	261	313	390	468	营业外支出	9	2	3	4
资产总计	2455	3017	3411	4061	利润总额	333	551	712	880
流动负债	1142	1434	1497	1754	所得税	31	52	71	97
短期借款	472	472	472	472	净利润	302	499	641	784
应付账款	269	436	411	569	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	402	526	614	714	归属母公司净利润	301	498	640	783
非流动负债	164	134	103	73	EBITDA	498	713	883	1063
长期借款	137	107	77	47	EPS (元)	2.40	2.54	3.26	3.99
其他非流动负债	27	27	26	26					
负债合计	1307	1567	1600	1827					
少数股东权益	13	14	15	15	主要财务比率				
股本	129	193	193	193	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	385	316	316	316	成长能力				
留存收益	621	926	1286	1709	营业收入	26.8%	31.4%	18.9%	19.6%
归属母公司股东权	1135	1436	1796	2218	营业利润	100.9%	62.1%	29.2%	23.7%
负债和股东权益	2455	3017	3411	4061	归属于母公司净利	100.0%	65.3%	28.4%	22.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	34.7%	33.2%	32.5%	32.0%
					净利率 (%)	10.4%	13.1%	14.2%	14.5%
					ROE (%)	26.6%	34.7%	35.6%	35.3%
					ROIC (%)	18.2%	24.9%	27.1%	28.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.2%	52.0%	46.9%	45.0%
					净负债比率 (%)	113.8%	108.1%	88.4%	81.8%
					流动比率	0.92	1.05	1.21	1.37
					速动比率	0.34	0.59	0.70	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	1.28	1.39	1.41	1.45
					应收账款周转率	16.10	20.00	18.00	18.00
					应付账款周转率	7.70	7.20	7.20	7.50
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.40	2.54	3.26	3.99
					每股经营现金流薄)	2.17	4.66	3.66	5.29
					每股净资产	8.82	7.32	9.15	11.31
					估值比率				
					P/E	45.12	33.38	25.99	21.26
					P/B	12.28	11.59	9.26	7.50
					EV/EBITDA	28.83	23.34	18.66	15.10

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师: 杨苑, 剑桥大学经济学硕士, 2年食品饮料行业研究经验, 1年宏观利率研究经验

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。