

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

紧握渠道趋势，新品培育加速

2023年08月04日

事件: 2023H1 公司实现营收 18.94 亿元, 同比+56.5%, 实现归母净利润 2.46 亿元, 落在预告中位。单 Q2 实现营收 10.01 亿元, 同比+57.6%, **Q2 收入环比仍加速超我们预期**, 实现归母净利润 1.34 亿元, 同比+98.9%。

点评:

- **定位性价比国民零食，多品类全渠道多点开花。**辣卤、蛋类、蒟蒻果冻等核心单品 23H1 快速增长，休闲魔芋在市场竞争激烈的情况下 23H1 体量超过 2 亿，鹌鹑蛋上半年体量接近 1 亿元，**盐津培育新品的能力和渠道运作效率可见一斑**。电商渠道 23H1 同比实现 155% 的高增长，体量达到 3.91 亿元，**内部组织管理高效率且激励到位**。零食量贩、社区团购推动经销渠道同比增长 58%，渠道多点开花，**紧握渠道变革趋势和机会**。直营 KA 由于人流量下滑影响，23H1 体量同比下滑 15% 至 1.92 亿元，占比进一步降低到 10%，影响进一步降低。公司近年全力打磨供应链，23H1 盐津研发费用同比提升 53.7%，内部重视培养具备企业家精神的高管，品牌定位“大牌零食，好吃不贵”，有望实现“产品领先+效率驱动”的核心竞争优势，**持续突破品类培育边界和单品天花板瓶颈**。
- **规模效应及效率驱动下，23Q2 盈利能力同环比进一步提升。**盐津单 Q2 毛利率同比+1.4pct 至 36.0%，销售费用率同比下降 6.2pct 至 11.5%，23Q2 毛销差同环比提升亮眼，23Q2 管理费用率为 4.1%，同环比分别下降 0.7pct/0.2pct。单 Q2 归母净利率为 13.4%，同环比分别提升 2.8pct/0.9pct，盈利能力在规模效应及效率驱动下持续提升，进一步向市场证明了盐津内部高效的运营体系及核心聚焦品类上盈利能力的持续突破。
- **盈利预测与投资评级:** 中式零食行业格局未定，品类整合和渠道变革有红利。盐津铺子全渠道放量驱动，新品培育明显加速，收入增长有望持续超预期。我们预计 23 年收入为 40 亿元，上调归母净利润至 5.1 亿元，对应当前 PE32X。盐津内部机制灵活+激励到位+渠道执行能力强，全力打磨供应链及效率驱动下，盈利能力亦有望延续提升。我们预计 23-25 年公司每股收益分别为 2.59、3.31、4.18 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	3,999	4,958	6,044
增长率 YoY %	16.5%	26.8%	38.2%	24.0%	21.9%
归属母公司净利润 (百万元)	151	301	508	650	819
增长率 YoY %	-37.7%	100.0%	68.5%	28.0%	26.0%
毛利率%	35.7%	34.7%	35.8%	35.5%	35.3%
净资产收益率ROE%	17.3%	26.6%	32.2%	31.5%	30.6%
EPS(摊薄)(元)	0.77	1.54	2.59	3.31	4.18
市盈率 P/E(倍)	111.41	70.47	31.67	24.74	19.63
市净率 P/B(倍)	19.24	18.72	10.19	7.78	6.00

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 03 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	1,542	2,044	2,701	
货币资金	135	203	673	1,001	1,465	
应收票据	0	8	11	13	16	
应收账款	198	161	219	258	298	
预付账款	60	118	103	128	156	
存货	259	453	422	526	643	
其他	33	109	115	119	123	
非流动资产	1,397	1,402	1,528	1,793	2,063	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,010	941	986	1,181	1,371	
无形资产	195	200	281	350	429	
其他	192	261	261	262	263	
资产总计	2,082	2,455	3,070	3,837	4,763	
流动负债	1,181	1,142	1,283	1,544	1,831	
短期借款	528	472	400	450	500	
应付票据	20	8	9	11	13	
应付账款	222	269	352	438	536	
其他	411	394	522	645	782	
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	1,463	1,723	2,010	
少数股东权益	11	13	28	48	72	
归属母公司股东权益	873	1,135	1,579	2,067	2,681	
负债和股东权益	2,082	2,455	3,070	3,837	4,763	

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	3,999	4,958	6,044	
同比(%)	16.5%	26.8%	38.2%	24.0%	21.9%	
归属母公司净利润	151	301	508	650	819	
同比(%)	-37.7%	100.0	68.5%	28.0%	26.0%	
毛利率(%)	35.7%	34.7%	35.8%	35.5%	35.3%	
ROE%	17.3%	26.6%	32.2%	31.5%	30.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.77	1.54	2.59	3.31	4.18	
P/E	111.41	70.47	31.67	24.74	19.63	
P/B	19.24	18.72	10.19	7.78	6.00	
EV/EBITDA	47.98	31.60	24.87	18.41	14.10	

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	3,999	4,958	6,044	
营业成本	1,467	1,889	2,568	3,200	3,910	
营业税金及附加	20	28	34	41	50	
销售费用	505	457	580	704	840	
管理费用	119	131	180	213	248	
研发费用	55	74	103	119	139	
财务费用	21	9	14	9	5	
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	60	72	85	
营业利润	170	341	581	744	937	
营业外收支	-3	-8	1	1	1	
利润总额	167	333	581	744	938	
所得税	13	31	58	74	94	
净利润	154	302	523	670	844	
少数股东损益	4	0	15	19	24	
归属母公司净利润	151	301	508	650	819	
EBITDA	239	455	643	853	1,085	
EPS(当年)(元)	0.77	1.54	2.59	3.31	4.18	

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	842	897	1,140	
净利润	154	302	523	670	844	
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	194	36	45	
其它	-7	4	-1	2	5	
投资活动现金流	-322	-251	-234	-440	-502	
资本支出	-331	-260	-233	-439	-501	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	9	9	-1	-1	-1	
筹资活动现金流	-205	-97	-138	-130	-174	
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	-144	-180	-224	
现金流净增加额	-49	77	470	328	464	

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，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

娄青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。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（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3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、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

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，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

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（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

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。