



2023年08月06日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

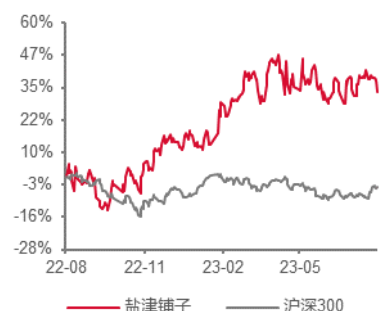
rxf@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2023/08/06
收盘价	81.61
总股本(万股)	19,619
流通A股/B股(万股)	19,619/0
资产负债率(%)	50.47%
市净率(倍)	12.90
净资产收益率(加权)	19.79
12个月内最高/最低价	139.50/78.01



相关研究

1. 盐津铺子(002847): 零食专营店驱动足, 再超预期-20230710
2. 盐津铺子(002847): 再提股权激励, 目标提速彰显信心-20230507
3. 盐津铺子(002847): 营收再超预期, 2023年发展势能强劲-20230423
4. 盐津铺子(002847): 业绩超预期, 战略效果持续显现-20230417
5. 盐津铺子(002847.SZ): 弯道超车, 改革成效显-20221102

盐津铺子(002847): 持续提速, 借渠道红利打造多品类增长曲线

——公司简评报告

投资要点

- **事件:** 8月2日, 公司发布中报业绩, 2023H1公司营业收入为18.94亿元(+56.54%), 归母净利润为2.46亿元(+90.69%), 落在此前业绩预告中枢, 整体表现略超预期。2023Q2营业收入10.01亿元(同比+57.59%, 环比+2.22pct, 下同), 归母净利润1.34亿元(+98.91%, +17.24pct), 业绩持续提速。
- **点评: 业绩高增, 持续提速, 借渠道红利打造多品类增长曲线。** 受益于产品和渠道双轮驱动以及费效管控, 业绩高增, 持续提速, 且盈利表现好于营收表现。2021年的第三期股权激励有望超额达成。公司与零食专营店合作深化, 带动经销维持高速增长, 同时电商在“大单品战略”指引下表现亮眼, 渠道进一步下沉, 综合势能持续提升。渠道红利下, 辣卤全面高增, 魔芋加速放量。蒟蒻和鹌鹑蛋表现突出, 跻身两大新增核心品类。“实验工厂”模式成效显著, 公司具备快速反应和打造爆款功力, 加速形成多品类增长曲线。
- **产品端: 魔芋、蒟蒻和鹌鹑蛋表现突出, “实验工厂”快反功力深厚。** ①**品类上,** 2023H1辣卤零食/休闲烘焙/深海零食/薯类零食/蒟蒻/果干坚果/蛋类营收分别为7.14/3.04/2.90/1.59/1.27/1.07/0.95亿元, 同比+95.63%/+11.47%/+18.00%/+46.68%/+93.30%/+26.48%/+582.38%。其中, 辣卤细分品类全面高增, 休闲魔芋制品/肉禽制品/休闲豆制品/其他分别同比+163.00%/+93.89%/+52.61%/+79.32%, 魔芋加速放量, 超越肉禽制品成为辣卤第一大品类。蒟蒻和蛋类零食持续表现突出, 成为今年两大新增核心品类, 说明公司“实验工厂”模式成效显著, 具备快速反应和打造爆款功力, 多品类布局有望进一步深化。②**产品规格上,** 除优势散装外, 公司全力发展定量装、小商品以及量贩装产品, 适配多元化渠道生态, 满足消费者各种场景的零食需求。
- **渠道端: 渠道进一步下沉, 经销和电商占比提升。** ①**渠道:** 2023H1直营商超/经销渠道/电商渠道分别实现营业收入1.92/13.11/3.91亿元, 同比-15.42%/+58.04%/+155.17%, 占比10.15%/69.21%/20.64%。自公司战略升级以来, 渠道进一步下沉, 直营商超占比持续下降。经销渠道受益于零食专营店爆发、区域扩张和渠道下沉维持高增长, 公司与当下热门零食量贩品牌零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等深度合作。2023H1经销商客户数量2609家, 同比增加639家, 平均提货额同比+19.33%提升至50.24万元。电商“大单品战略”奏效, 公司在抖音平台与主播种草引流, 持续打造新爆款, 增幅显著。②**区域:** 华中/华南/西南+西北/华东/华北+东北分别实现收入7.0亿/2.8亿/2.7亿/2.3亿/0.3亿, 同比+44.1%/+20.6%/+76.2%/+34.3%/+65.7%, 华中基地增长稳健, 西南受益于零食专营店表现优秀, 全国化布局进一步深化。
- **费用端: 毛利率环比改善, 整体费效比提升。** ①**毛利率:** 2023H1毛利率35.34%(-2.16pct), 2023Q2毛利率为36.03%(同比-0.49pct, +1.46pct), 毛利率变动主要与品类和渠道结构变化有关, 环比改善, 还与原材料(大豆油、棕榈油、黄豆等)成本压力缓解有关。②**期间费用和利润率:** 2023H1期间费率为19.61%(-7.45pct), 销售/管理/财务/研发费率分别为12.56%/4.24%/0.41%/2.40%, 分别同比-6.27pct/-1.02pct/-0.12pct/-0.17pct, 销售费率降幅明显带动期间费率大幅下降, 预计与人员、促销投入较多的直营商超占比下降以及股份支付下降有关。渠道结构变化带动整体费效比提升, 2023H1毛销差为15.73%(+5.29pct), 归母净利润率+2.32pct提升至12.97%。

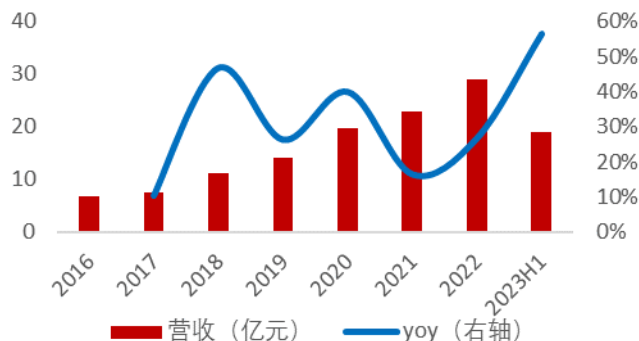
- **现金流：整体健康。**2023H1销售收现20.81亿元，同比+51.07%，同步于营收增速。合同负债5912.43万元，同比持平，增速低于营收。主要系账期较长的直营商超渠道占比下降，经销渠道中零食专营店采用先款后货，且付款与交货时间较短。截至2023H1，现金及现金等价物2.63亿元，较年初增加0.72亿元，现金储备持续增加。
- **展望：制造型龙头替代继续，零食专营店红利持，渠道结构调整打开成长及盈利空间**
 - (1) **制造型龙头替代继续。**在经历10年渠道持续变革后，不同于海外生产型龙头占据主导，国内线上、线下渠道型龙头依靠渠道红利崛起。但品类碎片化、规模效应为王的背景下。供应链能力带来的成本和品质优势成为决定下一阶段胜者核心。国产生产型龙头对渠道型龙头的替代成为本轮零食崛起的核心原因。
 - (2) **零食专营店红利仍在持续。**①**行业红利持续。**2020年以来，零食专营店，因更便宜的价格（比KA商超便宜20-30%）、更强的零食购物体验（只做零食，多个SKU，多为100-150平米大店）、较低的闭店率（头部品牌10%以下）、较弱的市场竞争（主要以三四线城市为主），在全国以区域割据的方式在各省崛起，2022年末头部品牌门店总数达万家，较2021年接近翻倍。目前零食折扣渠道在零食零售渠道中零售额占比预计低于5%，将对占比超过7成的商超、流通渠道产生一定替代，零食专营店短期红利仍将持续。零食很忙在去年未开店超2000家的基础上，2023年6月开店超3000家。②**盐津铺子望成为最大受益方。**目前盐津铺子在零食很忙采购占比超过5%，而基于公司较强成本控制及较强研发能力，公司可供品类较多，基于门店调研，零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等均有10-25个SKU门店端露出，且零食很忙部分品牌定制产品由盐津铺子完工。故基于整体供应链实力，盐津铺子有望成为本轮零食专营店崛起制造端最大受益方。
 - (3) **渠道结构调整，打开成长及盈利空间。**公司在2018年之前乘连锁商超发展红利完成了品牌打造、价格锚定等标杆任务，近年来持续加码经销渠道和新零售渠道，借经销商团队实现全国市场布局，借零食专营店带来新渠道增量。同时经销渠道和新零售渠道在费用投入方面优于直营渠道，公司盈利能力得到增强。
- **投资建议：**公司2020年中长期战略升级，2021年进一步战略落地执行启动供应链转型，战略战术符合行业发展规律，并且战略成效持续显现。我们对未来公司业绩长期看好，预计2023/2024年公司归母净利润分别为4.81/6.23亿元，同比增速为59.57%/29.39%，对应EPS为2.49/3.23元，对应P/E为33/25倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料涨价的风险；产能建设进程不达预期的风险；管理层配合的风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E
营业总收入	2893.52	3769.15	4707.87
(+/-)(%)	26.83	30.26	24.91
归母净利润	301.49	481.09	622.50
(+/-)(%)	100.01	59.57	29.39
EPS(元)	1.56	2.49	3.23
P/E	52.22	32.72	25.29

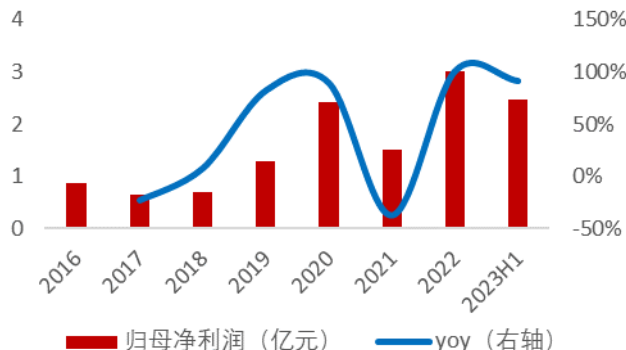
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年8月6日

图1 2016-2023H1 公司营收及增速



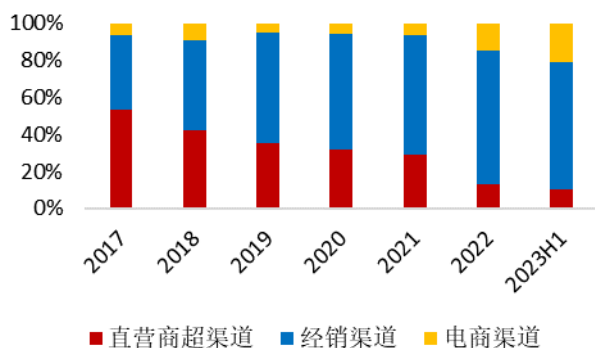
资料来源: wind, 东海证券研究所

图2 2016-2023H1 公司归母净利润及增速



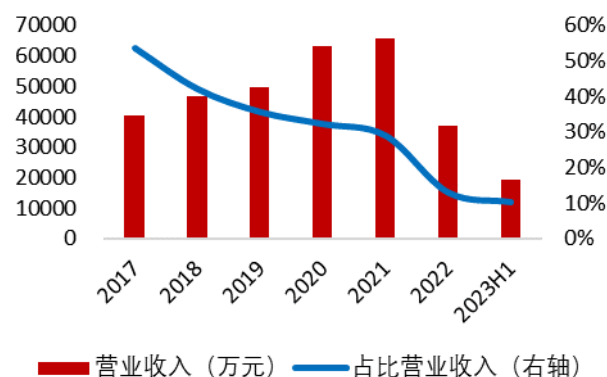
资料来源: wind, 东海证券研究所

图3 2017-2023H1 渠道结构



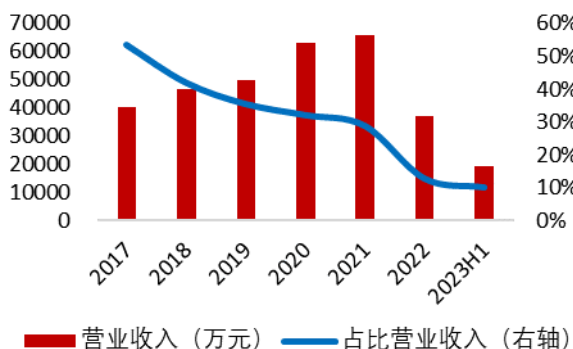
资料来源: wind, 东海证券研究所

图4 2017-2023H1 直营商超渠道营收



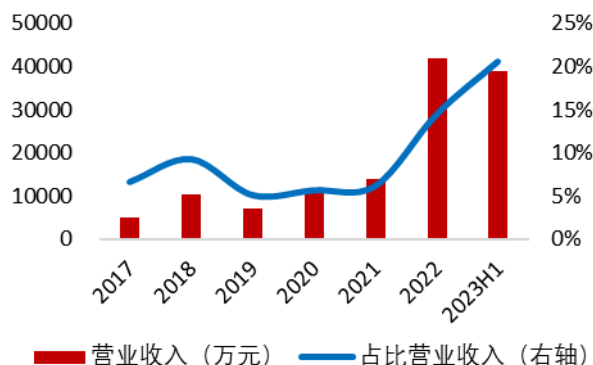
资料来源: wind, 东海证券研究所

图5 2017-2023H1 经销渠道营收



资料来源: wind, 东海证券研究所

图6 2017-2023H1 电商渠道营收



资料来源: wind, 东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
流动资产	1052.96	1495.95	1831.56
现金	202.94	449.42	665.02
应收账款	172.57	204.34	187.98
应收票据	7.60	0.00	0.00
预付账款	118.27	146.56	180.85
存货	453.44	605.90	703.77
非流动资产	1401.79	1553.71	1676.28
固定资产	940.91	1054.78	1244.73
无形资产	200.19	200.63	200.96
资产总计	2454.75	3049.66	3507.84
流动负债	1142.27	1308.09	1516.27
短期借款	471.56	406.00	426.30
应付账款	269.10	350.12	415.42
非流动负债	164.42	252.71	252.94
长期借款	137.10	237.00	248.85
其他	27.32	15.71	4.09
负债合计	1306.69	1560.80	1769.21
少数股东权益	13.16	13.75	14.52
股本	128.69	192.91	192.91
资本公积	385.17	385.17	385.17
留存收益	704.60	897.04	1146.04
归属母公司股东权益	1134.89	1475.11	1724.11
负债和股东权益	2454.75	3049.66	3507.84

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
经营活动现金流	425.55	566.95	770.83
净利润	301.86	481.09	622.50
折旧摊销	138.55	63.69	76.91
财务费用	13.54	10.10	9.46
投资损失	-1.05	-1.00	-1.03
营运资金变动	-24.63	12.14	61.77
投资活动现金流	-251.35	-203.49	-203.97
筹资活动现金流	-96.78	-116.64	-350.81
短期借款	471.56	406.00	426.30
长期借款	137.10	237.00	248.85
其他	-725.57	-1227.97	-1025.96
现金净增加额	68.41	246.48	215.60

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E
营业总收入	2893.52	3769.15	4707.87
营业成本	1888.91	2383.51	2946.76
营业税金及附加	27.88	36.32	45.37
营业费用	457.33	633.22	800.34
管理费用	130.86	170.46	212.91
财务费用	8.82	10.10	9.46
营业利润	341.05	536.55	694.06
营业外收入	0.57	0.50	0.54
营业外支出	8.78	5.92	7.35
利润总额	332.85	531.13	687.24
所得税	30.98	49.44	63.97
净利润	301.49	481.09	622.50
归属母公司净利润	301.49	481.09	622.50
EBITDA	526.87	782.51	967.89
EPS(元)	1.56	2.49	3.23

主要财务比率

	2022	2023E	2024E
成长能力			
营业收入	27%	30%	25%
营业利润	101%	57%	29%
归属母公司净利润	100%	60%	29%
获利能力			
毛利率	35%	37%	37%
净利率	10%	13%	13%
ROE	27%	33%	36%
ROIC	28%	36%	42%
偿债能力			
资产负债率	53%	51%	50%
流动比率	92%	114%	121%
速动比率	52%	68%	74%
营运能力			
应收账款周转率	15.22	20.00	24.00
应付账款周转率	11.79	12.17	12.30
每股指标(元)			
每股收益	1.56	2.49	3.23
每股经营现金	3.31	4.40	5.99
每股净资产	5.88	7.65	8.94
估值比率			
P/E	52.22	32.72	25.29
P/B	13.87	10.67	9.13
EV/EBITDA	26.93	25.84	19.98

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年8月6日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089