盐津铺子（002847.SZ）

半年报表现亮眼，发布 Q3 预告彰显信心

事件：公司发布 2022 年半年报和三季度业绩预告。22H1 收入 12.10 亿元，同比 + 13.73%；归母净利润 1.29 亿元，同比+164.97%；扣非归母净利润 1.14 亿元，同比 + 523.33%。其中，Q2 收入 6.35 亿元，同比+34.60%；归母净利润 0.67 亿元；扣非归母净利润 0.65 亿元。公司同时发布 Q3 预告，预计归母净利润 0.72~0.86 亿元（中枢 0.79 亿元，21Q3 0.29 亿元）；预计扣非归母净利润 0.65~0.72 亿元（中枢 0.69 亿元，21Q3 0.07 亿元）

核心品类聚焦+全渠道转型驱动，收入表现较为亮眼。1）分渠道：经销和电商表现亮眼。直营/经销/电商 H1 收入分别为 2.3/8.3/1.5 亿元，同比-38.9%/+26.4%/+331.1%，占比 18.8%/68.6%/12.7%。从收入绝对增量看，22H1 增长 1.46 亿元，其中直营因结构调整、效能优化收入减少 1.4 亿元，直营 KA 从 21H1 的 2,988 个卖场(36 家)缩减至 2,148 个卖场(49 家)；全渠道调整下经销增长 1.73 亿元（零食特渠包含其中），电商增长 1.18 亿元，为收入增长的核心贡献。经销商数量 H1 为 1970 家，相较于 2021 年末新增 221 家，其中华中/华东/西南/华南新增 60/73/45/27 家。**2）分品类：**烘焙/深海零食/鱼肉/素食/豆制品/果干/蜜饯炒货/其他（含组合装）收入分别为 4.5/2.3/1.3/1.1/1.0/0.8/0.3/0.9 亿元，同比+23.8%/+37.2%/+6.58%/+48.4%/-4.7%/-27.6%/-63.1%/+72.1%，占比 36.9%/18.7%/11.1%/8.8%/8.1%/7.0%/2.1%/7.3%。公司聚焦五大核心品类同时多品牌发力，今年推出新品魔芋丝、大片素毛肚、素牛排、蟹柳等，预计今年在渠道和产品双轮启动下有望打造第一个十亿大品类。

全渠道转型红利渐显，毛销差环比持续抬升。2022H1 毛利率为 37.5%，其中包含 5048.6 万元运输费用，还原口径后毛利率同比增长 1.2pcts。从季度口径看，22Q1/22Q2 毛利率分别为 38.6%/36.5%，考虑公司在全渠道转型和原材料价格波动下扰动因素较多，以毛销差口径看 Q1/Q2 分别为 18.5%/18.8%，自 21Q2 的 0.9%呈现持续加速改善，全渠道转型红利逐步显现。此外，上半年税前列支股权支付费用为 3090 万元，公司预计 Q3 为 1273 万元。

盈利预测：展望下半年，除公司渠道+产品双向发力外，旺季动销来临为业绩持续高增提供支撑，我们预计 2022/2023/2024 年收入 27.7/33.3/39.4 亿元，归母净利润分别为 2.8/4.2/5.7 亿元，同比+87.4%/48.1%/35.2%，对应当前市值 PE40/27/20 倍。加回股权激励费用后为 3.2/4.4/5.7 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复、市场竞争加剧、原材料价格波动、食品安全风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,959	2,282	2,772	3,331	3,935
增长率 yoy（%）	40.0	16.5	21.5	20.2	18.1
归母净利润（百万元）	242	151	282.4	418.2	565.3
增长率 yoy（%）	88.8	-37.7	87.4	48.1	35.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.88	1.17	2.19	3.25	4.39
净资产收益率（%）	28.0	17.5	27.4	30.7	31.0
P/E（倍）	47.0	75.4	40.3	27.2	20.1
P/B（倍）	13.2	13.0	11.1	8.4	6.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 15 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	休闲食品
前次评级	增持
8 月 15 日收盘价(元)	88.34
总市值(百万元)	11,368.39
总股本(百万股)	128.69
其中自由流通股(%)	89.09
30 日日均成交量(百万股)	0.90

股价走势

作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

相关研究

1、《盐津铺子（002847.SZ）：品类聚焦齐发力，渠道转型新征程》2022-06-14

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	788	685	1078	1123	1513
现金	180	135	262	315	414
应收票据及应收账款	156	198	232	285	326
其他应收款	11	9	15	14	20
预付账款	52	60	76	87	105
存货	352	259	469	398	624
其他流动资产	38	24	24	24	24
非流动资产	1233	1397	1532	1678	1814
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	926	1010	1122	1240	1349
无形资产	157	195	219	247	271
其他非流动资产	150	192	191	192	193
资产总计	2021	2082	2610	2801	3326
流动负债	1010	1181	1548	1403	1458
短期借款	472	528	841	551	528
应付票据及应付账款	210	242	297	344	411
其他流动负债	327	411	409	508	518
非流动负债	146	18	23	25	27
长期借款	130	2	8	9	11
其他非流动负债	16	16	16	16	16
负债合计	1156	1198	1571	1428	1485
少数股东权益	6	11	13	16	22
股本	129	129	129	129	129
资本公积	440	368	368	368	368
留存收益	508	532	657	819	1023
归属母公司股东权益	859	873	1026	1357	1820
负债和股东权益	2021	2082	2610	2801	3326

现金流量表（百万元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	341	478	219	739	530
净利润	242	154	285	421	571
折旧摊销	96	129	123	149	179
财务费用	6	21	22	14	-5
投资损失	-1	-1	0	-1	-1
营运资金变动	-51	125	-212	153	-215
其他经营现金流	49	50	2	2	1
投资活动现金流	-348	-322	-260	-297	-314
资本支出	358	333	135	146	135
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	11	10	-125	-151	-179
筹资活动现金流	76	-205	-144	-99	-95
短期借款	124	56	0	0	0
长期借款	130	-128	6	1	2
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	66	-72	0	0	0
其他筹资现金流	-244	-61	-150	-100	-97
现金净增加额	69	-49	-185	343	121

利润表（百万元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1959	2282	2772	3331	3935
营业成本	1100	1467	1748	2081	2453
营业税金及附加	17	20	25	30	35
营业费用	471	505	530	585	642
管理费用	96	119	120	130	144
研发费用	52	55	69	83	98
财务费用	6	21	22	14	-5
资产减值损失	0	-1	-1	-1	-1
其他收益	61	78	54	57	62
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	0	1	1
资产处置收益	0	0	-2	-2	-1
营业利润	278	170	312	464	631
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	5	3	2	3	3
利润总额	274	167	310	462	628
所得税	32	13	26	41	57
净利润	242	154	285	421	571
少数股东损益	0	4	2	3	6
归属母公司净利润	242	151	282	418	565
EBITDA	401	325	469	646	829
EPS（元）	1.88	1.17	2.19	3.25	4.39

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	40.0	16.5	21.5	20.2	18.1
营业利润(%)	101.8	-39.0	83.5	49.0	35.8
归属于母公司净利润(%)	88.8	-37.7	87.4	48.1	35.2
获利能力					
毛利率(%)	43.8	35.7	36.9	37.5	37.7
净利率(%)	12.3	6.6	10.2	12.6	14.4
ROE(%)	28.0	17.5	27.4	30.7	31.0
ROIC(%)	18.3	12.7	16.8	23.4	24.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.2	57.6	60.2	51.0	44.6
净负债比率(%)	50.5	46.6	58.2	19.2	7.9
流动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	12.5	12.9	12.9	12.9	12.9
应付账款周转率	4.7	6.5	6.5	6.5	6.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.88	1.17	2.19	3.25	4.39
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	3.71	1.70	5.74	4.12
每股净资产(最新摊薄)	6.67	6.78	7.97	10.54	14.14
估值比率					
P/E	47.0	75.4	40.3	27.2	20.1
P/B	13.2	13.0	11.1	8.4	6.2
EV/EBITDA	29.6	36.5	25.7	18.1	14.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 15 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com