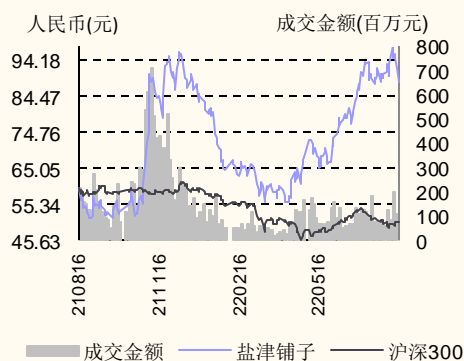


市场价格 (人民币): 88.34 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.29
已上市流通 A 股(亿股)	1.15
总市值(亿元)	113.68
年内股价最高最低(元)	98.00/51.49
沪深 300 指数	4186
深证成指	12460



相关报告

- 1.《改革成效逐步显现, 22 年轻装上阵-盐津铺子年报点评》, 2022.3.31
- 2.《环比改善明显, 持续关注 Q4 旺季动销-盐津铺子三季报点评》, 2021.10.27
- 3.《多因素共振导致 Q2 亏损, 关注逆境中的转机-盐津中报点评》, 2021.8.20

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

改革效果显现, 盈利水平逐步修复

公司基本情况 (人民币)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,959	2,282	2,770	3,332	3,949
营业收入增长率	39.99%	16.47%	21.40%	20.31%	18.50%
归母净利润(百万元)	242	151	294	429	546
归母净利润增长率	88.83%	-37.65%	94.81%	45.93%	27.32%
摊薄每股收益(元)	1.867	1.165	2.282	3.330	4.240
每股经营性现金流净额	2.62	2.72	2.66	4.65	5.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.15%	17.27%	29.20%	32.64%	33.26%
P/E	59.04	73.46	38.71	26.53	20.84
P/B	16.62	12.68	11.30	8.66	6.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月15日公司发布公告, 22H1 实现营收 12.10 亿元, 同比增长 13.73%; 实现归母净利 1.29 亿元, 同比增长 164.97%。22Q2 实现营收 6.35 亿元, 同比增长 34.60%, 实现归母净利 0.67 亿元, 同比增长 301.83%。22Q3 预计实现归母净利 0.72-0.86 亿元, 同比增长 151.15%-199.99%; 预计实现扣非净利 0.65-0.72 亿元, 同比增长 796.67%-893.23%。

经营分析

- **调整效果明显, 推动产品和渠道的结构性优化。**1) 产品上聚焦五大核心品类(辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片、果干), 进一步提升产品竞争力; 同时公司积极完善产品规格, 发展定量装、小商品及量贩装等, 满足多场景需求。22H1 公司烘焙点心/深海零食/肉鱼/素食/豆制品/果干/蜜饯炒货/其他(含组合装等)分别同比+24%/+37%/+7%/+48%/-5%/-28%/-63%/+72%, 核心品类发力效果明显。2) 渠道上推进全渠道覆盖, 除了 KA 渠道, 积极发展电商、便利店、零食专卖店、校园店等渠道。22H1 直营渠道占比由 21 年的 28.9%降至 18.8%, 同比下滑 39%, 考虑到 KA 人流量下滑, 公司转变策略以投放低成本专柜为主; 22H1 经销渠道(含新零售和其他)和电商渠道的占比由 21 年的 65.0%、6.1%提升至 68.5%、12.7%, 分别同比增长 26%、331%。上半年净增经销商 221 家, 主要集中在定量装和流通装。
- **阵痛期逐步度过, 盈利端已修复到较为正常的水平。**22H1/Q2 毛利率分别为 37.5%/36.5%, 可比口径下同比提升 1.2/4.6pct, Q2 毛利率改善明显, 一方面 21Q2 基数较低(KA 人流下滑导致营收大幅承压, 且原材料同比涨幅较大), 另一方面产品调整后规模效应逐步显现。22H1 销售/管理/研发/财务费率同比下降 4.8/0.0/0.5/0.4pct, 22Q2 同比下降 13.3/1.3/0.4/0.7pct。Q2 在低基数下费用率明显改善, 同时公司改变渠道策略后直营的费用投放有所缩减。22H1 共计计提股权激励费用 3090 万元, 预计 Q3 计提 1274 万元。22H1/Q2 净利率分别为 10.6%/10.6%, 同比+5.7/+17.3pct。

投资建议

- 预计公司 22-24 年 EPS 为 2.3/3.3/4.2 元(考虑到渠道结构变动, 22 年业绩相比上次下调 8%), 对应 PE 为 39/27/21X。上调为“买入”评级。

风险提示

- 新品增长不达预期, 渠道扩张不达预期, 食品安全问题, 行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,399	1,959	2,282	2,770	3,332	3,949
增长率		40.0%	16.5%	21.4%	20.3%	18.5%
主营业务成本	-799	-1,100	-1,467	-1,593	-1,866	-2,191
%销售收入	57.1%	56.2%	64.3%	57.5%	56.0%	55.5%
毛利	600	859	815	1,177	1,466	1,757
%销售收入	42.9%	43.8%	35.7%	42.5%	44.0%	44.5%
营业税金及附加	-13	-17	-20	-25	-30	-36
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-344	-471	-505	-623	-726	-861
%销售收入	24.6%	24.1%	22.2%	22.5%	21.8%	21.8%
管理费用	-91	-96	-119	-138	-160	-178
%销售收入	6.5%	4.9%	5.2%	5.0%	4.8%	4.5%
研发费用	-27	-52	-55	-53	-63	-75
%销售收入	1.9%	2.6%	2.4%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	125	223	115	338	487	608
%销售收入	9.0%	11.4%	5.0%	12.2%	14.6%	15.4%
财务费用	-13	-6	-21	-20	-21	-15
%销售收入	1.0%	0.3%	0.9%	0.7%	0.6%	0.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	2	2	2
%税前利润	0.1%	0.3%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%
营业利润	138	278	170	320	467	596
营业利润率	9.8%	14.2%	7.4%	11.5%	14.0%	15.1%
营业外收支	1	-4	-3	4	4	4
税前利润	139	274	167	324	471	600
利润率	9.9%	14.0%	7.3%	11.7%	14.1%	15.2%
所得税	-11	-32	-13	-26	-38	-48
所得税率	8.2%	11.5%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	128	242	154	298	434	552
少数股东损益	0	0	4	4	5	6
归属于母公司的净利润	128	242	151	294	429	546
净利率	9.2%	12.3%	6.6%	10.6%	12.9%	13.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	128	242	154	298	434	552
少数股东损益	0	0	4	4	5	6
非现金支出	62	96	6	119	141	162
非经营收益	11	8	11	17	21	15
营运资金变动	-21	-6	181	-90	6	8
经营活动现金净流	179	340	352	344	601	737
资本开支	-350	-356	-331	-336	-278	-278
投资	0	0	0	0	0	0
其他	8	9	9	-8	-8	-8
投资活动现金净流	-342	-348	-322	-344	-286	-286
股权募资	64	31	119	-43	50	0
债权募资	133	282	-72	192	-115	-178
其他	-40	-237	-252	-143	-198	-239
筹资活动现金净流	158	76	-205	6	-263	-417
现金净流量	-5	68	-175	6	52	34

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	122	180	135	140	192	226
应收款项	167	167	208	228	274	325
存货	292	352	259	349	409	480
其他流动资产	80	89	84	94	105	118
流动资产	660	788	685	811	979	1,148
%总资产	39.8%	39.0%	32.9%	33.2%	35.5%	37.5%
长期投资	80	70	64	74	84	94
固定资产	748	969	1,064	1,297	1,410	1,501
%总资产	45.1%	47.9%	51.1%	53.1%	51.0%	49.1%
无形资产	138	159	198	227	256	284
非流动资产	1,000	1,233	1,397	1,631	1,782	1,912
%总资产	60.2%	61.0%	67.1%	66.8%	64.5%	62.5%
资产总计	1,660	2,021	2,082	2,442	2,762	3,060
短期借款	348	472	530	720	606	428
应付款项	396	376	491	518	607	713
其他流动负债	117	161	161	163	198	235
流动负债	862	1,010	1,181	1,402	1,410	1,376
长期贷款	0	130	2	2	2	2
其他长期负债	19	16	16	17	17	17
负债	881	1,156	1,198	1,421	1,429	1,394
普通股股东权益	773	859	873	1,006	1,313	1,640
其中：股本	128	129	129	129	129	129
未分配利润	300	461	469	646	903	1,230
少数股东权益	6	6	11	15	20	26
负债股东权益合计	1,660	2,021	2,082	2,442	2,762	3,060

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.997	1.867	1.165	2.282	3.330	4.240
每股净资产	6.023	6.632	6.749	7.816	10.202	12.746
每股经营现金净流	1.397	2.625	2.721	2.662	4.645	5.696
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.908	1.325	1.687
回报率						
净资产收益率	16.56%	28.15%	17.27%	29.20%	32.64%	33.26%
总资产收益率	7.71%	11.96%	7.24%	12.03%	15.52%	17.83%
投入资本收益率	10.19%	13.44%	7.49%	17.83%	23.06%	26.68%
增长率						
主营业务收入增长率	26.34%	39.99%	16.47%	21.40%	20.31%	18.50%
EBIT增长率	139.11%	77.86%	-48.52%	194.22%	43.98%	24.99%
净利润增长率	81.58%	88.83%	-37.65%	94.81%	45.93%	27.32%
总资产增长率	43.29%	21.75%	2.99%	17.29%	13.10%	10.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.5	26.6	28.3	28.0	28.0	28.0
存货周转天数	111.5	106.7	76.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	85.0	69.3	53.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	193.0	172.5	161.5	144.1	126.6	110.7
偿债能力						
净负债/股东权益	29.05%	48.79%	44.94%	57.05%	31.20%	12.25%
EBIT利息保障倍数	9.4	37.6	5.5	16.6	22.9	41.8
资产负债率	53.04%	57.19%	57.56%	58.21%	51.75%	45.56%

来源：公司年报、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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402