



买入（维持）

所属行业：食品饮料
当前价格(元)：94.97

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

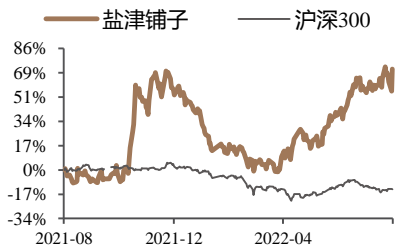
董广达

资格编号：S0120522070002

邮箱：donggd@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.36	20.52	39.70
相对涨幅(%)	7.10	21.30	33.12

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《盐津铺子半年度业绩预告：Q2 利润环比改善，战略改革成效显著》，2022.7.21
- 《盐津铺子季报点评：成本压力缓和、渠道扩张推进，关注利润弹性》，2022.4.24
- 《盐津铺子年报点评：业绩逐季改善，大单品多渠道共驱 22 年继续向上》，2022.4.6
- 《盐津铺子三季报点评：拐点向上，产品、渠道调整成效有望逐步显现》，2021.10.31

盐津铺子半年度报告点评：调整改善逐步兑现，下半年有望延续高速增长

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年半年报和三季度业绩预告。**22H1 公司实现营收 12.10 亿元，同比上涨 13.73%；归母净利润 1.29 亿元，同比增长 164.97%；扣非归母净利润 1.14 亿元，同比增长 523.33%。22Q2 单季度实现营业收入 6.35 亿元，同比增长 34.60%，归母净利润 0.67 亿元，同比增长 301.83%，扣非归母净利润 0.65 亿元，同比增长 230.94%；公司同时发布 Q3 业绩预告，预计 Q3 实现归母净利润 7200-8600 万元，同比增长 151.15%~199.99%；前三季度累计实现归母净利润 20,083.38 万元~21,483.38 万元，同比增长 159.85%~177.96%。
- **费效比管控更精准，盈利能力明显改善。**公司 22H1 毛利率同比下降 3.01pct 至 37.5% (Q2 同比+0.41pct)，上半年公司毛利率下降主因 1) 大豆油、蛋品、棕榈油、大豆蛋白等部分原材料价格上涨，导致公司成本端承压，但近期棕榈油、大豆价格较年内高点均有回落，将缓解部分成本压力；2) 新品推广较多，未来随新品培育逐渐成熟，毛利率有望提升；3) 上半年根据新收入准则，部分物流费和配送费计入营业成本当中。费用端来看，22H1 公司销售费用率为 18.83%，同比下降 9.02pct，主要系公司减少商超渠道投入，费用管控精准。22H1 公司管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.26%/2.44%/0.53%，同比-0.04/-0.54/-0.42pct。受上述因素综合影响，公司调整改善逐步兑现，带动 22H1 归母净利率回升至 10.6%，同比增长 6.08pct。
- **产品+渠道双轮驱动，战略改革继续精进。**22Q2 公司实现净利润 0.67 亿元，较 22Q1 净利润 0.61 亿元环比增长。公司自 2021 年以来进行的战略改革效果显现，由渠道驱动增长升级为产品、渠道双轮驱动公司增长。(1) 产品端，公司聚焦辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片以及果干五大核心品类、精进产品力，同时研发定量装、量贩装等不同规格适配多渠道开拓。上半年烘焙点心/深海零食/肉鱼产品/素食/豆制品/果干/蜜饯炒货/其他（含组合装）分别实现营收 4.46/2.26/1.35/1.06/0.98/0.85/0.26/0.89 亿元，同比+23.8%/+37.2%/+6.6% /+48.4%/-4.7%/-27.6%/-63.1%/+72.1%。(2) 渠道端，公司在保持原有 KA、AB 类超市优势外，重点布局电商、CVS、零食专卖店、校园店等渠道，实现全渠道覆盖。上半年直营/经销/电商收入分别为 2.27/8.29/1.53 亿元，同比-38.9%/+26.4%/+331.1%，其中直营因结构调整收入规模有所下降；经销渠道全面下沉，经销商较 21 年底净增 221 家；电商渠道增速最快，收入占比自上市以来首次突破两位数。
- **投资建议：**公司 Q2 利润环比改善，2021 年以来的战略改革成效显著，未来随着多品类全渠道开拓继续推进，供应链能力强化，预期公司业绩仍有望逐季改善。根据中报数据，我们预计下半年收入较上半年环比提速，利润有望维持高速增长，预计公司 2022-2024 年实现营收 27.1/33.0/39.6 亿元，同比增速为 18.6%/21.9%/20.2%；实现归母净利润 2.87/4.12/5.44 亿元，同比增速为 90.6%/43.4%/31.9%，对应 EPS 分别为 2.23/ 3.20/4.23 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**全渠道布局进度不及预期；原材料成本上涨；疫情反复影响需求；食品安全问题等。

股票数据

总股本(百万股):	128.69
流通 A 股(百万股):	114.65
52 周内股价区间(元):	51.49-98.00
总市值(百万元):	12,221.59
总资产(百万元):	2,078.74
每股净资产(元):	7.28

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,959	2,282	2,705	3,298	3,964
(+/-)YOY(%)	40.0%	16.5%	18.6%	21.9%	20.2%
净利润(百万元)	242	151	287	412	544
(+/-)YOY(%)	88.8%	-37.7%	90.6%	43.4%	31.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.88	1.17	2.23	3.20	4.23
毛利率(%)	43.8%	35.7%	38.2%	39.5%	40.5%
净资产收益率(%)	28.2%	17.3%	27.9%	28.6%	27.4%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.21	2.23	3.20	4.23
每股净资产	6.75	8.01	11.22	15.44
每股经营现金流	3.69	2.74	5.75	5.21
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	70.74	43.51	30.34	22.99
P/B	12.68	12.13	8.66	6.29
P/S	5.51	4.65	3.81	3.17
EV/EBITDA	58.47	25.99	18.79	14.49
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.7%	38.2%	39.5%	40.5%
净利润率	6.8%	10.8%	12.8%	14.0%
净资产收益率	17.3%	27.9%	28.6%	27.4%
资产回报率	7.2%	12.0%	13.5%	14.3%
投资回报率	12.4%	18.8%	20.6%	20.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	16.5%	18.6%	21.9%	20.2%
EBIT 增长率	-32.9%	79.7%	42.9%	30.7%
净利润增长率	-37.7%	90.6%	43.4%	31.9%
偿债能力指标				
资产负债率	57.6%	56.4%	51.8%	46.8%
流动比率	0.6	0.7	1.0	1.3
速动比率	0.3	0.3	0.6	0.9
现金比率	0.1	0.1	0.4	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	27.9	27.9	27.9	27.9
存货周转天数	75.0	75.0	75.0	75.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0
固定资产周转率	2.3	2.6	3.0	3.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	151	287	412	544
少数股东损益	4	6	8	11
非现金支出	132	157	177	197
非经营收益	11	21	23	25
营运资金变动	181	-119	119	-106
经营活动现金流	478	353	739	671
资产	-331	-255	-255	-255
投资	0	3	0	0
其他	9	1	1	2
投资活动现金流	-322	-251	-254	-254
债权募资	-72	69	65	60
股权募资	119	0	0	0
其他	-252	-151	-24	-26
融资活动现金流	-205	-82	41	34
现金净流量	-49	19	526	451

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 17 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,282	2,705	3,298	3,964
营业成本	1,467	1,673	1,995	2,360
毛利率%	35.7%	38.2%	39.5%	40.5%
营业税金及附加	20	24	29	35
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	505	524	611	712
营业费用率%	22.2%	19.4%	18.5%	18.0%
管理费用	119	131	145	162
管理费用率%	5.2%	4.8%	4.4%	4.1%
研发费用	55	65	80	96
研发费用率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
EBIT	190	342	488	638
财务费用	21	20	22	16
财务费用率%	0.9%	0.7%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	1	1	1	2
营业利润	170	322	467	624
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	167	322	467	624
EBITDA	196	498	665	835
所得税	13	29	47	69
有效所得税率%	7.6%	9.0%	10.0%	11.0%
少数股东损益	4	6	8	11
归属母公司所有者净利润	151	287	412	544

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	135	154	680	1,131
应收账款及应收票据	198	222	290	325
存货	259	438	393	590
其它流动资产	93	96	110	130
流动资产合计	685	910	1,473	2,177
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,010	1,057	1,084	1,091
在建工程	54	69	84	99
无形资产	195	231	267	303
非流动资产合计	1,397	1,492	1,571	1,629
资产总计	2,082	2,402	3,044	3,806
短期借款	528	578	628	678
应付票据及应付账款	242	274	341	387
预收账款	4	5	5	7
其它流动负债	407	461	549	649
流动负债合计	1,181	1,318	1,524	1,721
长期借款	2	22	37	47
其它长期负债	16	15	15	15
非流动负债合计	18	37	52	62
负债总计	1,198	1,355	1,575	1,782
实收资本	129	129	129	129
普通股股东权益	873	1,031	1,443	1,987
少数股东权益	11	16	25	36
负债和所有者权益合计	2,082	2,402	3,044	3,806

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

董广达，德邦证券食品饮料行业分析师。毕业于伦敦政治经济学院，拥有零售咨询经验，曾任职于中银国际证券，2 年食品饮料行业卖方研究经验，主要覆盖啤酒、休闲食品、肉制品等板块。2021 年卖方分析师水晶球奖入围团队成员。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。