



2022-08-21

公司点评报告

增持/维持

盐津铺子(002847)

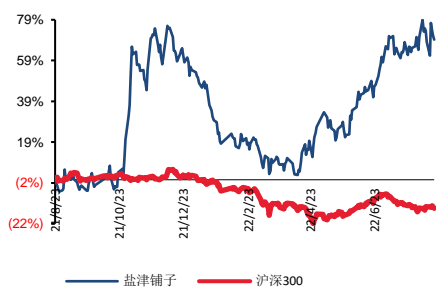
目标价: 119

昨收盘: 92.64

食品饮料 休闲食品

盐津铺子：电商渠道快速成长，业绩考核完成可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	129/115
总市值/流通(百万元)	11,922/10,621
12个月最高/最低(元)	98.00/52.22

相关研究报告：

盐津铺子(002847)《盐津铺子事件点评：股票激励靴子落地，看好模式全国复制》--2021/03/02

盐津铺子(002847)《盐津铺子中报点评：烘焙持续放量，模式推进顺利》--2020/08/10

盐津铺子(002847)《盐津铺子一季报点评：烘焙再放量，看好新模式》--2020/04/27

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

事件：盐津铺子发布2022年中报，上半年公司实现营收12.10亿元，同比增长13.7%、归母净利润1.29亿元，同比增长165.0%、归母扣非净利润1.14亿元，同比增长523.3%。其中Q2实现营收6.35亿元，同比增长34.6%、归母净利润0.67亿元，同比增长301.8%、归母扣非净利润0.65亿元，同比增长230.9%。

同时公司发布前三季度业绩预告，预计前三季度公司实现归母净利润2.01-2.15亿元，同比增长159.85%-178.96%，其中预计Q3实现归母净利润0.72-0.86亿元，同比增长151.15%-199.99%。

点评：

收入分析：核心品类烘焙点心、深海零食稳定放量，渠道开拓顺利。上半年公司实现营收12.10亿元，同比+13.7%(Q1:-2.9%;Q2:+34.6%)，Q2增速环比大幅改善。

1) 分品类，核心品类表现有所分化，其中烘焙点心类(含薯片)、深海零食增速较快，同比增长24%、37%；辣卤零食中休闲素食增速较高，同比增长49%，肉鱼产品、豆制品较为平稳，同比+7%、-5%；果干同比下降28%。蜜饯炒货同比下降63%，主要由于公司对品类聚焦调整。

2) 分渠道，新渠道拓展顺利，电商渠道快速增长。1) 经销和其他渠道收入实现8.29亿元，同比增长26%，主要系经销商数量进一步提升，期内公司经销商为1970家，净增加221家，同时公司重点发展，对CVS、零食专卖店、校园店等渠道。2) 电商渠道实现营收1.53亿元，同比增长331%，主要为公司线上聚焦大单品战略，并重视抖音、快手的新流量，积极在社交渠道传播及种草，带动电商收入快速增长。3) 直营渠道受商超人流量下滑影响，实现营收2.27亿元，同比下降39%。

3) 分区域，华中大本营稳健增长，地区占比结构稳定。上半年，华中大本营实现营收5.03亿元，同比增长11.77%，占比41.56%；华南地区实现营收2.35亿元，同比增长9.15%，占比19.39%，华东地区实现营收2.28亿元，同比增长7.91%，占比20.20%，整体地区收入结构保持稳定。

本费利分析：销售费用投放优化明显，利润弹性释放

1) 上半年调整后毛利率有所提升。公司上半年毛利率37.50%，剔除运费影响后为41.68%，同比提升1.17pct，在原材料涨价、毛利率较

低的经销、电商渠道占比提升的情况下，公司供应链规模优势逐步显现。

2) 销售费用投放优化明显，归母净利率同比提升。上半年期间费用率 26.53%，同比下滑 9.60pct，主要是促销费用收缩推动销售费用率下降加大、新收入准则下运费划入营业成本。具体来说，销售费用率同比下降 9.02pct，其中推广类促销费用率下降 1.27pct，合同类促销费用率下降 2.12pct；管理费用率下降 0.04pct；研发费用率下降 0.42pct。上半年归母净利率 10.65%，同比提升 6.08pct。

3) 去年同期基数较低，Q2 净利润扭亏。Q2 毛利率为 36.5%，同比 +0.41pct；期间费用率为 25.85%，同比-19.91pct，主要为去年同期营收基数较低，管理费用率、研发费用率较高，同时 Q2 减少商超渠道投入，销售费用有所优化，其中销售费用率为 17.72%，同比-17.5pct，管理费用率为 4.86%，同比-1.32pct，研发费用率为 2.68%，同比-0.42pct。Q2 公司归母净利润 10.62%，同比扭亏，+17.70pct。

22 年展望：Q3 业绩环比持续改善，全年有望完成业绩考核。根据前三季度业绩预告，公司 Q3 归母净利润预计为 0.72-0.86 亿元，环比增长 6.78%-27.54%，Q1-Q3 归母净利润呈现逐季度改善，反映出公司在聚焦五大核心品类后，供应链的规模效应不断显现，同时渠道的开拓效果较好，目前已和零食有鸣、老婆大人等零食专营渠道合作。我们认为下半年随着公司对 CVS、零食专卖店等渠道持续开拓，重点发展电商渠道，下半年业绩环比有望进一步改善。根据前三季度扣非归母净利润较 2020 年同期增长约 25.4%-30.34%，我们认为公司全年有望完成股权激励中较 20 年扣非归母净利润增长 31%的业绩考核目标。

中长期展望：渠道结构持续优化，品类聚集打造高性价比。公司持续推进全渠道覆盖，积极拓展 CVS、零食专卖店、校园店等新渠道，大力发展电商渠道，并发展定量装、量贩装产品满足各种场景需求，在保持原有 KA、AB 类超市优势外，渠道结构有望持续优化，带动新增量。产品端，聚焦五大核心品类，带来供应链的规模效应，有望打造高性价比产品，推动公司业绩持续增长。

投资建议：随着公司持续兑 CVS、零食专卖店等新渠道的开拓，并持续提升产品性价比，公司有望保持稳健增长。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 27.28/33.01/39.04 亿元，归母净利润分别为 3.00/4.14/5.30 亿元，EPS 分别为 2.30/3.12/4.00 元。我们按照 2023 年业绩给 38 倍 PE，一年目标价 119 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；渠道拓展不及预期；疫情反复风险；商超人流量下滑风险。

■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2282	2728	3301	3904
YoY	16%	20%	21%	18%
净利润(百万元)	151	300	414	530
YoY	-38%	99%	38%	28%
摊薄每股收益(元)	1.17	2.30	3.12	4.00
PE	79.50	40.28	29.70	23.18

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。