

转型效果显著，经营势头向上

——盐津铺子 2022 三季度报点评

核心观点

- **事件：公司发布 2022 年第三季度报告。2022 年前三季度公司实现营收 19.70 亿元/yoy+21.01%，归母净利润 2.19 亿元/yoy+182.85%，扣非归母净利润 1.93 亿元/yoy+656.19%。单 Q3 公司实现营收 7.60 亿元/yoy+34.73%，归母净利润 0.90 亿元/yoy+213.19%，扣非归母净利润 0.79 亿元/yoy+990.30%。**
- **转型效果显著，营收延续高增。**公司 22Q3 营收 yoy+34.73%，环比增长 19.62%，高增态势延续。公司自 21Q2 起积极进行转型，品类上聚焦辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片以及果干 5 大核心品类，对供应链能力持续优化；产品定位【高品质+高性价比】，符合当下消费趋势；渠道上做全渠道发力，加速渠道下沉，积极突破电商、零食专卖店等渠道，应对消费渠道碎片化趋势。公司产品、渠道转型效果持续显现，经营势头向上。
- **毛利率同比改善，净利率企稳。**公司毛利率面临原材料成本上涨、渠道扩张期促销多、SKU 丰富规模效应低等多重制约，但公司毛利率呈现改善态势，剔除运费调整影响，公司 22Q3 毛利率同比+0.88pct，预计与公司供应链效率及规模效应的提升有关；公司管理/财务/研发费用率同比-1.83/-0.73/+0.58pct，费用率有所收缩；公司 22Q3 归母净利润率 11.82%，公司 21Q4 后连续 4 个季度保持在 10%以上，净利率企稳。
- 公司收入及利润持续向好，全年股权激励目标有望达成。公司的中长期发展战略自 20 年起升级至“多品牌、多品类，全渠道、全产业链、（未来）全球化”，我们认为其战略打法充分结合行业需求多元化、渠道碎片化的特点，并充分发挥自身的供应链优势，战略定位清晰，反映管理层的深度思考力。公司的转型成果亦得到过往几个季度的有效验证，看好其中长期发展价值。

盈利预测与投资建议

- 因公司转型成果持续显现，我们上调公司营收预测，给予公司 2022-24 年 EPS2.44/3.29/4.07 元（调整前为 2.33/3.28/3.91 元），使用可比公司估值法，给予公司 22 年估值 39 倍，对应目标价 95.16 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 新品投放不及预期，渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，成本上涨

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,959	2,282	2,758	3,310	3,963
同比增长(%)	40.0%	16.5%	20.9%	20.0%	19.7%
营业利润(百万元)	278	170	346	467	580
同比增长(%)	101.8%	-39.0%	103.7%	35.1%	24.1%
归属母公司净利润(百万元)	242	151	314	423	524
同比增长(%)	88.8%	-37.7%	108.0%	34.9%	23.9%
每股收益(元)	1.88	1.17	2.44	3.29	4.07
毛利率(%)	43.8%	35.7%	36.9%	36.9%	37.3%
净利率(%)	12.3%	6.6%	11.4%	12.8%	13.2%
净资产收益率(%)	29.6%	17.4%	28.3%	27.2%	25.8%
市盈率	48.4	77.6	37.3	27.6	22.3
市净率	13.6	13.4	8.7	6.6	5.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	买入（维持）
股价（2022年10月28日）	88.64 元
目标价格	95.16 元
52 周最高价/最低价	102.25/53.88 元
总股本/流通 A 股（万股）	12,869/11,465
A 股市值（百万元）	11,407
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 10 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.94	-3.68	-0.65	45.67
相对表现	-0.55	3.83	15.54	72.87
沪深 300	-5.39	-7.51	-16.19	-27.2



证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人

张玉洁 zhangyujie@orientsec.com.cn

相关报告

- 渠道转型、新品培育初见成效，供应链优势结合中长期发展战略，未来可期：——盐津铺子 2021 年报点评 2022-04-05
- 渠道变革业绩短期承压，公司奋力转型，看好长期投资价值：——盐津铺子半年报解读 2021-08-23
- 扩张模式清晰，股权激励落地，持续成长可期：——盐津铺子年报点评 2021-04-11

投资建议

因公司转型成果持续显现，我们上调公司营收预测，给予公司 2022-24 年 EPS2.44/3.29/4.07 元（调整前为 2.33/3.28/3.91 元），使用可比公司估值法，给予公司 22 年估值 39 倍，对应目标价 95.16 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2022/10/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
三只松鼠	300783	16.84	1.03	0.45	0.76	0.94	16.43	37.42	22.09	17.96
良品铺子	603719	27.30	0.70	0.85	1.07	1.33	38.88	32.16	25.42	20.53
甘源食品	002991	57.01	1.65	1.89	2.50	3.40	34.59	30.11	22.78	16.78
洽洽食品	002557	42.65	1.83	2.03	2.45	2.86	23.28	20.98	17.38	14.90
劲仔食品	003000	9.85	0.21	0.31	0.40	0.52	46.75	31.42	24.77	18.87
妙可蓝多	600882	27.96	0.30	0.68	1.22	1.75	93.45	41.22	22.84	15.96
立高食品	300973	76.28	1.67	1.27	2.01	2.79	45.63	60.28	37.86	27.33
来伊份	603777	15.14	0.09	0.14	0.19	0.25	164.39	108.14	79.68	60.56
	调整后平均						39.00	26.00	26.00	20.00

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

新品投放不及预期，渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，成本上涨

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	180	135	624	1,056	1,589	营业收入	1,959	2,282	2,758	3,310	3,963
应收票据及应收账款	156	198	248	298	357	营业成本	1,100	1,467	1,739	2,087	2,487
预付账款	52	60	81	91	110	营业税金及附加	17	20	25	29	35
存货	352	259	609	731	870	营业费用	471	505	472	532	648
其他	48	33	34	36	38	管理费用及研发费用	148	174	205	234	260
流动资产合计	788	685	1,597	2,211	2,964	财务费用	6	21	30	25	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	3	1	0	0
固定资产	926	1,010	1,048	1,061	1,074	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	43	54	34	37	36	投资净收益	1	1	0	0	0
无形资产	157	195	192	188	184	其他	61	78	59	66	67
其他	107	138	5	5	5	营业利润	278	170	346	467	580
非流动资产合计	1,233	1,397	1,278	1,291	1,299	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	2,021	2,082	2,875	3,501	4,263	营业外支出	5	3	3	3	3
短期借款	472	528	528	528	528	利润总额	274	167	343	465	577
应付票据及应付账款	210	242	539	647	771	所得税	32	13	27	37	46
其他	327	411	448	539	646	净利润	242	154	316	428	531
流动负债合计	1,010	1,181	1,516	1,714	1,945	少数股东损益	0	4	2	5	7
长期借款	130	2	2	2	2	归属于母公司净利润	242	151	314	423	524
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.88	1.17	2.44	3.29	4.07
其他	16	16	1	1	1						
非流动负债合计	146	18	3	3	3	主要财务比率					
负债合计	1,156	1,198	1,519	1,718	1,948		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	6	11	13	17	25	成长能力					
股本	129	129	129	129	129	营业收入	40.0%	16.5%	20.9%	20.0%	19.7%
资本公积	221	212	368	368	368	营业利润	101.8%	-39.0%	103.7%	35.1%	24.1%
留存收益	508	532	845	1,268	1,792	归属于母公司净利润	88.8%	-37.7%	108.0%	34.9%	23.9%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	865	884	1,356	1,784	2,315	毛利率	43.8%	35.7%	36.9%	36.9%	37.3%
负债和股东权益总计	2,021	2,082	2,875	3,501	4,263	净利率	12.3%	6.6%	11.4%	12.8%	13.2%
						ROE	29.6%	17.4%	28.3%	27.2%	25.8%
						ROIC	19.4%	12.2%	20.9%	21.6%	21.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	57.2%	57.6%	52.8%	49.1%	45.7%
净利润	242	154	316	428	531	净负债率	48.8%	44.9%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	92	113	63	68	72	流动比率	0.78	0.58	1.05	1.29	1.52
财务费用	6	21	30	25	20	速动比率	0.43	0.36	0.65	0.86	1.08
投资损失	(1)	(1)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(39)	171	(92)	16	10	应收账款周转率	13.7	12.9	12.4	12.1	12.1
其它	40	20	120	0	0	存货周转率	3.4	4.8	4.0	3.1	3.1
经营活动现金流	341	478	436	537	633	总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
资本支出	(331)	(240)	(77)	(80)	(80)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.88	1.17	2.44	3.29	4.07
其他	(17)	(82)	5	0	0	每股经营现金流	2.63	3.69	3.37	4.15	4.90
投资活动现金流	(348)	(322)	(72)	(80)	(80)	每股净资产	6.67	6.78	10.44	13.72	17.80
债权融资	130	(127)	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	(92)	(10)	157	0	0	市盈率	48.4	77.6	37.3	27.6	22.3
其他	38	(69)	(30)	(25)	(20)	市净率	13.6	13.4	8.7	6.6	5.1
筹资活动现金流	76	(205)	126	(25)	(20)	EV/EBITDA	32.0	39.7	27.5	21.5	17.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	42.5	63.2	32.1	24.5	20.1
现金净增加额	69	(49)	490	432	533						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn