

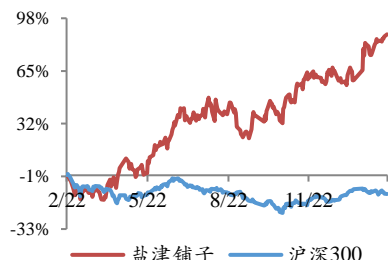
转型成效显著，22 年收入较快增长、盈利如期提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-02-27

收盘价（元）	123.95
近 12 个月最高/最低（元）	123.95/56.01
总股本（百万股）	129
流通股本（百万股）	115
流通股比例（%）	89.09
总市值（亿元）	160
流通市值（亿元）	142

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1. 盐津铺子深度报告：打磨供应链塑造极致性价比，覆盖全渠道把握新流量红利 2022-11-04

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年度业绩快报

公司预计 2022 年实现营业总收入 28.94 亿元，同比+26.8%；预计实现归母净利润 3.01 亿元，同比+99.9%。测算 22Q4 单季度实现营业总收入 9.24 亿元，同比+41.3%；实现归母净利润 0.83 亿元，同比+12.5%。

● 春节备货季订单旺盛，22Q4 收入增长加速

22Q4 收入同比增长 41.3%，环比 Q3 加速，主因春节备货季订单旺盛，部分渠道销售情况略超预期，同时叠加 23 年春节同比 21 年提前的时间错位因素，22Q4 整体销售表现亮眼。分渠道看，预计零食专营、定量流通、电商等渠道在 22Q4 继续展现较强成长性。

● 全年盈利能力如期提升，22Q4 净利率同比下滑预计与费用增投有关

盈利能力方面，测算 22 年归母净利率为 10.41%，同比提升 3.8pct，主要系公司聚焦核心品类、优化供应链、全渠道扩张的战略转型取得显著成效，收入端规模快速增长+供应链端降本增效相互促进，规模效应强化，同时整体费用节省较多，带来盈利能力提升。22Q4 单季度预计实现归母净利润 0.83 亿元，同比+12.5%，测算 Q4 单季度归母净利率为 8.95%，同比下滑约 2.3pct，预计与 Q4 旺季公司适度增加促销活动投入、继续加大研发费用投入有关（22Q4 研发费用率为 2.82%，同比提升 0.85pct）。

● 全渠道发展显著增强公司韧性，23 年增长势能延续

23 年公司继续推进全渠道扩张战略，同时持续增强供应链能力，为渠道扩张与渠道下沉提供有力支撑。其中公司与零食很忙等头部零食专营品牌合作较早、合作基础稳固，当前零食专营业态蓬勃发展，公司 23 年继续深化与零食很忙的合作，并加快与其他零食专营品牌的合作，预计 23 年公司将继续在零食专营渠道实现快速增长。定量流通渠道在产品梳理、供应链升级完成后，已摸索出适合的打法，23 年增长任务目标较高，公司与渠道信心较足。电商团队已完成前期基础梳理工作，22 年 Q4 电商渠道月销额已实现新的突破，预计 23 年公司将持续紧抓抖音、快手等新流量，以高性价比的产品吸引消费者，电商渠道有望延续较快增长。

● 盈利预测与投资建议

考虑到多类渠道订单旺盛、增势强劲，供应链降本增效能力进一步提升，我们上调 2023/2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 28.9/34.9/41.6 亿元（前预测值 28.4/33.8/38.9 亿元），同比 +26.8%/+20.5%/+19.3%；实现归母净利润 3.0/4.6/6.6 亿元（前预测值 3.0/3.9/4.8 亿元），同比+100.1%/+53.8%/+41.7%；EPS 分别为 2.34/3.61/5.11 元。当前股价对应 PE 分别为 53/34/24 倍，考虑到公司战略转型红利加速释放，渠道拓展进程显著，短期成长确定性与长期成长空间兼备，维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 渠道扩张进程不及预期; 2) 行业竞争加剧, 产品放量受阻; 3) 全球通胀问题持续突出, 成本端压力增大; 4) 食品安全问题。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2282	2894	3487	4159
收入同比	16.5%	26.8%	20.5%	19.3%
归属母公司净利润	151	302	464	657
净利润同比	-37.7%	100.1%	53.8%	41.7%
毛利率	35.7%	37.1%	37.3%	37.8%
ROE	17.3%	28.9%	33.9%	35.8%
每股收益 (元)	1.21	2.34	3.61	5.11
P/E	70.74	52.89	34.38	24.26
P/B	12.68	15.27	11.65	8.69
EV/EBITDA	58.47	32.90	22.93	16.72

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	685	894	1178	1762	营业收入	2282	2894	3487	4159
现金	135	171	441	879	营业成本	1467	1819	2187	2586
应收账款	198	269	273	348	营业税金及附加	20	29	33	37
其他应收款	9	11	12	14	销售费用	505	517	541	574
预付账款	60	71	83	96	管理费用	119	145	167	191
存货	259	348	345	402	财务费用	21	11	10	5
其他流动资产	24	24	24	24	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	1397	1498	1570	1613	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	2	2
固定资产	1010	1086	1129	1153	营业利润	170	343	528	749
无形资产	195	222	239	246	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	192	189	201	213	营业外支出	3	1	1	1
资产总计	2082	2392	2748	3375	利润总额	167	342	527	748
流动负债	1181	1317	1347	1503	所得税	13	41	63	90
短期借款	528	538	538	538	净利润	154	301	464	658
应付账款	222	314	293	396	少数股东损益	4	0	0	1
其他流动负债	431	464	515	568	归属母公司净利润	151	302	464	657
非流动负债	18	20	22	25	EBITDA	196	496	700	934
长期借款	2	5	8	11	EPS (元)	1.21	2.34	3.61	5.11
其他非流动负债	16	15	14	14					
负债合计	1198	1337	1369	1528					
少数股东权益	11	10	10	11					
股本	129	129	129	129					
资本公积	368	368	368	368					
留存收益	375	547	871	1338					
归属母公司股东权益	873	1045	1369	1836					
负债和股东权益	2082	2392	2748	3375					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	478	414	654	861	成长能力				
净利润	154	301	464	658	营业收入	16.5%	26.8%	20.5%	19.3%
折旧摊销	129	141	161	180	营业利润	-39.0%	102.0%	53.9%	41.8%
财务费用	22	14	14	14	归属于母公司净利	-37.7%	100.1%	53.8%	41.7%
投资损失	-1	-1	-2	-2	获利能力				
营运资金变动	181	-45	15	9	毛利率(%)	35.7%	37.1%	37.3%	37.8%
其他经营现金流	-34	351	452	652	净利率(%)	6.6%	10.4%	13.3%	15.8%
投资活动现金流	-322	-246	-232	-223	ROE(%)	17.3%	28.9%	33.9%	35.8%
资本支出	-331	-251	-236	-226	ROIC(%)	12.4%	19.5%	24.6%	27.7%
长期投资	0	4	3	2	偿债能力				
其他投资现金流	9	0	1	1	资产负债率(%)	57.6%	55.9%	49.8%	45.3%
筹资活动现金流	-205	-131	-151	-201	净负债比率(%)	135.6%	126.7%	99.3%	82.7%
短期借款	56	10	0	0	流动比率	0.58	0.68	0.88	1.17
长期借款	-128	3	3	3	速动比率	0.29	0.34	0.54	0.83
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-72	0	0	0	总资产周转率	1.11	1.29	1.36	1.36
其他筹资现金流	-61	-144	-154	-204	应收账款周转率	12.88	12.41	12.86	13.33
现金净增加额	-49	36	271	437	应付账款周转率	6.79	6.79	7.20	7.50

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	1.21	2.34	3.61	5.11	P/E	70.74	52.89	34.38	24.26
每股经营现金流薄)	3.71	3.21	5.08	6.69	P/B	12.68	15.27	11.65	8.69
每股净资产	6.75	8.12	10.63	14.27	EV/EBITDA	58.47	32.90	22.93	16.72

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6 年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，2 年食品饮料行业研究经验，1 年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。