

2023年05月07日

买入（维持）

报告原因：事件点评

证券分析师

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

总股本(万股)	12,860
流通A股/B股(万股)	11,533/0
资产负债率(%)	51.30%
市净率(倍)	12.74
净资产收益率(加权)	9.34%
12个月内最高/最低价	140/64

**相关研究**

1. 盐津铺子（002847）：营收再超预期，2023年发展势能强劲-20230423
2. 盐津铺子（002847）：业绩超预期，战略效果持续显现-20230417
3. 盐津铺子（002847.SZ）：弯道超车，改革成效显-20221102

盐津铺子（002847）：再提股权激励，目标提速彰显信心

——公司简评报告

投资要点

➤ **事件：**5月6日，公司发布限制性股票激励计划草案，拟向董事、高级管理人员以及核心技术(业务)人员共86人以61.52元/股授予220万股限制性股票，占本激励计划草案公告时公司股本总额的1.71%。

➤ **点评：**惠及人群更广，绑定中坚力量，目标提速提振业绩信心

①**本轮股权激励：**共分三期解锁，第一、二、三期解锁比例分别为30%、30%、40%。其中公司层面业绩考核设置营收、净利润（指扣非净利润且剔除股份支付影响，下同）双重目标。**1>营收目标：**相比2022年，2023/2024/2025年营业收入增长率不低于25%/56%/95%（即对应三年CAGR24.93%）；**2>净利润目标：**相比2022年，2023/2024/2025年净利润增长率不低于50%/95%/154%（即对应三年CAGR36.44%）。

②**往次股权激励实施效果显著：**公司此前分别于2019年和2021年推行股权激励，其中：**1>2019年股权激励**向董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员共12人实施限制性股票激励计划，以13.65元/股（调整后）授予总计440万股；并向8名激励对象以25.97元/股（调整后）的价格授予110万股预留限制性股票。该激励计划要求2019/2020/2021年营收相比2018年增速不低于15%/35%/60%（即对应三年CAGR16.96%），且净利润增速不低于95%/160%/250%（即对应三年CAGR51.83%），**公司均已超额达成业绩目标并全部解锁。**

2>2021年股权激励向董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员共32人实施限制性股票激励计划，以53.37元/股的价格授予总计223.67万股；经调整后的激励计划业绩目标为2021/2022/2023年营收相比2020年增速不低于28%/38%/66%（即对应三年CAGR18.40%），且净利润增速不低于42%/31%/101%（即对应三年CAGR26.20%）。

公司2021年实现营收22.82亿元（+16.47%）、净利润1.42亿元（-37.94%），均未能达到考核目标。基于市场和行业环境变化，公司调整了2022/2023年业绩考核指标。据公司公告，公司2022年实现营业收入28.94亿元（相比2020年+47.72%）、净利润3.23亿元（相比2020年+40.14%），均超额实现业绩目标。

③**比较——惠及人群更广，绑定中坚力量，目标提速提振业绩信心。****1>惠及人群更广。**本次股权激励覆盖86人，明显高于2019/2021年股权激励覆盖的12/32人。其中管理层中新增高管李汉明（副总经理，分管人力相关工作，2022年10月任职该职位）和杨峰（财务总监，2023年4月任职该职位），同时覆盖核心技术人员人数大幅提升，从2019年的6人、2021年的27人提升至80人，这有利于绑定中坚力量。**2>目标提速。**本次股权激励目标相较于前次（2021年）激励，营收增速CAGR从18.40%提升至24.93%，净利润增速CAGR从26.20%提升至36.44%，对利润的考核要求更高。**我们认为，在前次股权激励因市场和行业环境变化下调增速目标的背景下，本次股权激励目标增速的提升，将充分提振公司业绩增长信心，助力未来发展。**

➤ **展望：**制造型龙头替代继续，零食专营店红利持续，渠道结构调整打开成长及盈利空间

①**制造型龙头替代继续。**在经历10年渠道持续变革后，不同于海外生产型龙头占据主导，国内线上、线下渠道型龙头依靠渠道红利崛起。但品类碎片化、规模效应为王的背景下，

供应链能力带来的成本和品质优势成为决定下一阶段胜者核心。国产生型龙头对渠道型龙头的替代成为本轮零食崛起的核心原因。

②零食专营店红利仍在持续。2020年以来，零食专营店，因更便宜的价格（比KA商超便宜20-30%）、更强的零食购物体验（只做零食，多个SKU，多为100-150平米大店）、较低的闭店率（头部品牌10%以下）、较弱的市场竞争（主要以三四线城市为主），在全国以区域割据的方式在各省崛起，2022年末头部品牌门店总数达万家，较2021年接近翻倍。目前零食折扣渠道在零食零售渠道中零售额占比预计低于5%，将对占比超过7成的商超、流通渠道产生一定替代，零食专营店短期红利仍将持续。

③渠道结构调整，打开成长及盈利空间。公司在2018年之前乘连锁商超发展红利完成了品牌打造、价格锚定等标杆任务，近年来持续加码经销渠道和新零售渠道，借经销商团队实现全国市场布局，借零食专营店带来新渠道增量。同时经销渠道和新零售渠道在费用投入方面优于直营渠道，公司盈利能力得到增强。

- **投资建议：**公司2020年中长期战略升级，2021年进一步战略落地执行启动供应链转型，战略战术符合行业发展规律，并且战略成效持续显现。我们对未来公司业绩长期看好，预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为4.81/6.23/7.88亿元，同比增速为59.57%/29.39%/26.56%，对应EPS为3.74/4.84/6.13元，对应P/E为33/26/20倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料涨价的风险；产能建设进程不达预期的风险；管理层配合的风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2893.52	3769.15	4707.87	5680.95
(+/-)(%)	26.83	30.26	24.91	20.67
归母净利润	301.49	481.09	622.50	787.86
(+/-)(%)	100.01	59.57	29.39	26.56
EPS(元)	2.34	3.74	4.84	6.13
P/E	53.16	33.32	25.75	20.34

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年5月5日

图 1 公司三轮股权激励对象及数量

2019年股权激励					2021年股权激励					2023年股权激励（本次）							
姓名	职务	授予数量 (万股)	授予价格	占授予总数比例	占公告日股本总额比	姓名	职务	获授限制性股票 (万股)	授予价格	占授予总数比例	占公告日股本总额比	姓名	职务	获授限制性股票 (万股)	授予价格	占授予总数比例	占公告日股本总额比
王宾	董事	36		6.55%	0.29%	兰波	董事 副总经理	9.00		4.02%	0.07%	兰波	董事 副总经理	10		4.55%	0.08%
兰波	副总经理	110		20.00%	0.89%	杨林广	董事 副总经理	25.00		11.18%	0.19%	杨林广	董事 副总经理	10		4.55%	0.08%
杨林广	副总经理	30		5.45%	0.24%	黄敏胜	副总经理	20.00		8.94%	0.15%	黄敏胜	副总经理	10		4.55%	0.08%
孙林	副总经理	20	13.65元/股 (调整后)	3.64%	0.16%	张磊	副总经理	5.00	53.37元/股	2.24%	0.04%	张磊	副总经理	10	61.52元/股	4.55%	0.08%
朱正旺	董事会秘书 财务总监	60		10.91%	0.48%	朱正旺	董事会秘书 财务总监	15.00		6.71%	0.12%	李汉明	副总经理	10		4.55%	0.08%
邱湘平	总经理助理	56		10.18%	0.45%							杨峰	财务总监	5		2.27%	0.04%
核心技术(业务)人员 (共6人)		128		23.27%	1.03%	核心技术(业务)人员 (共27人)		149.67		66.92%	1.16%	核心技术(业务)人员 (共80人)		165		75.00%	1.28%
预留部分		110	25.97元/股 (调整后)	20.00%	0.89%												
合计		550		100.00%	4.44%	合计		223.67		100.00%	1.73%	合计		220		100.00%	1.71%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 1 公司三轮股权激励公司层面考核目标

业绩考核目标	2019年股权激励		2021年股权激励		2023年股权激励（本次）	
	相比2018年增速		相比2020年增速（调整后）		相比2022年增速	
	营收增速	净利润增速	营收增速	净利润增速	营收增速	净利润增速
第一个解除限售期	不低于 15%	不低于 95%	不低于 28%	不低于 42%	不低于 25%	不低于 50%
第二个解除限售期	不低于 35%	不低于 160%	不低于 38%	不低于 31%	不低于 56%	不低于 95%
第三个解除限售期	不低于 60%	不低于 250%	不低于 66%	不低于 101%	不低于 95%	不低于 154%
对应三年 CAGR	16.96%	51.83%	18.40%	26.20%	24.93%	36.44%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 2 公司前两轮股权激励目标达成情况

公司业绩情况（亿元）			2019年股权激励完成情况（对比2018年）					2021年股权激励完成情况（对比2020年）						
年份	营收	净利润	营收	目标	超额 完成情况	净利润	目标	超额 完成情况	营收	目标	超额 完成情况	净利润	目标	超额 完成情况
2018	11.08	0.38												
2019	13.99	1.23	26.34%	15%	11.34%	222.82%	95%	127.82%						
2020	19.59	2.28	76.86%	35%	41.86%	497.33%	160%	337.33%						
2021	22.82	1.42	105.99%	60%	45.99%	270.72%	250%	20.72%	16.47%	28%	-11.53%	-37.94%	42%	-79.94%
2022	28.94	3.23	47.72%	38%	9.72%	40.14%	31%	9.14%						

资料来源：公司公告，东海证券研究所；注：以上净利润指扣非净利润且剔除股份支付影响

表 3 2023年公司股权激励个人层面考核目标

年度综合考评得分	90 ≤ X ≤ 100	80 ≤ X < 90	0 ≤ X < 80
可解除限售比例	100%	X/100	0

资料来源：公司公告，东海证券研究所；注：X 为公司对激励对象每个考核年度的综合考评打分

表 4 公司股权激励摊销费用详情（单位：万元，仅为草案中的计划数据，并非实际股份支付数据）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	总计
2019年激励	2,357.91	2,324.23	1,111.59	269.48					6,063.20
2021年激励			3,770.49	4,524.59	2,169.95	615.59			11,080.62
2023年激励					4,724.48	5,669.38	2,718.99	771.34	13,884.20
年度总计	2,357.91	2,324.23	4,882.08	4,794.07	6,894.43	6,284.97	2,718.99	771.34	31,028.02

资料来源：公司公告，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1052.96	1416.98	1748.04	2123.39
现金	202.94	370.45	581.49	732.65
应收账款	172.57	204.34	187.98	222.31
应收票据	7.60	0.00	0.00	0.00
预付账款	118.27	146.56	180.85	211.39
存货	453.44	605.90	703.77	865.21
非流动资产	1401.79	1568.38	1695.50	1819.30
固定资产	940.91	1054.78	1244.73	280.21
无形资产	200.19	215.30	220.19	224.85
资产总计	2454.75	2985.36	3443.53	3942.69
流动负债	1142.27	1308.09	1516.27	1698.47
短期借款	471.56	406.00	426.30	447.62
应付账款	269.10	350.12	415.42	501.69
非流动负债	164.42	252.71	252.94	253.77
长期借款	137.10	237.00	248.85	261.29
其他	27.32	15.71	4.09	-7.52
负债合计	1306.69	1560.80	1769.21	1952.24
少数股东权益	13.16	13.75	14.52	15.49
股本	128.69	128.60	128.60	128.60
资本公积	385.17	385.17	385.17	385.17
留存收益	704.60	897.04	1146.04	1461.18
归属母公司股东权益	1134.89	1410.81	1659.81	1974.95
负债和股东权益	2454.75	2985.36	3443.53	3942.69

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	425.55	566.95	770.83	808.89
净利润	301.86	481.09	622.50	787.86
折旧摊销	138.55	64.03	77.36	88.83
财务费用	13.54	10.10	9.46	9.78
投资损失	-1.05	-1.00	-1.03	-1.02
营运资金变动	-24.63	12.14	61.77	-77.54
投资活动现金流	-251.35	-218.49	-208.97	-208.98
筹资活动现金流	-96.78	-180.94	-350.81	-448.74
短期借款	471.56	406.00	426.30	447.62
长期借款	137.10	237.00	248.85	261.29
其他	-725.57	-1292.27	-1025.96	-1157.65
现金净增加额	68.41	167.51	211.04	151.16

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2893.52	3769.15	4707.87	5680.95
营业成本	1888.91	2383.51	2946.76	3530.20
营业税金及附加	27.88	36.32	45.37	54.74
营业费用	457.33	633.22	800.34	954.40
管理费用	130.86	170.46	212.91	256.92
财务费用	8.82	10.10	9.46	9.78
营业利润	341.05	536.55	694.06	875.92
营业外收入	0.57	0.50	0.54	0.52
营业外支出	8.78	5.92	7.35	6.64
利润总额	332.85	531.13	687.24	869.80
所得税	30.98	49.44	63.97	80.97
净利润	301.49	481.09	622.50	787.86
归属母公司净利润	301.49	481.09	622.50	787.86
EBITDA	526.87	782.51	967.89	1127.73
EPS(元)	2.34	3.74	4.84	6.13

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	27%	30%	25%	21%
营业利润	101%	57%	29%	26%
归属母公司净利润	100%	60%	29%	27%
获利能力				
毛利率	35%	37%	37%	38%
净利率	10%	13%	13%	14%
ROE	27%	34%	38%	40%
ROIC	28%	36%	42%	50%
偿债能力				
资产负债率	53%	52%	51%	50%
流动比率	92%	108%	115%	125%
速动比率	52%	62%	69%	74%
营运能力				
应收账款周转率	15.22	20.00	24.00	27.69
应付账款周转率	11.79	12.17	12.30	12.39
每股指标(元)				
每股收益	2.34	3.74	4.84	6.13
每股经营现金	3.31	4.41	5.99	6.29
每股净资产	8.82	10.97	12.91	15.36
估值比率				
P/E	53.16	33.32	25.75	20.34
P/B	14.12	11.36	9.66	8.12
EV/EBITDA	26.93	26.42	20.44	16.26

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年5月5日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：（8621）20333619
 传真：（8621）50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：（8610）59707105
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089