证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

2023 年 04 月 20 日

业绩超预期，仍在快速增长通道

盐津铺子(002847)

评级：	买入	股票代码：	002847
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	139.5/59.6
目标价格：		总市值(亿)	174.04
最新收盘价：	135.33	自由流通市值(亿)	156.07
		自由流通股数(百万)	115.33

事件概述

公司一季度实现营业收入 8.93 亿元，同比+55.4%；归母净利润 1.12 亿元，同比+81.67%；扣非归母净利润 0.98 亿元，同比+100.33%。

分析判断：

▶ 收入超预期，加速推进全渠道拓展

公司一季度收入高增55.37%，实现营业收入8.93亿元，超市场预期。公司Q1收入延续高增长，我们认为主要得益于：1）产品端聚焦六大核心品类，我们认为Q1辣卤零食和薯片继续维持高增，深海零食、烘焙、蒟蒻以及果干亦快速增长，大单品频出；2）渠道端加速推进全渠道覆盖，重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等，特别是与当下热门零食量贩品牌零食很忙、零食有鸣、戴永红、好想来、老婆大人、糖巢、零食优选等深度合作，电商在抖音平台与主播种草引流，持续打造新的爆品，品牌影响力和渠道势能持续增强。

▶ 渠道调整影响毛利率，综合利润率稳步提升

成本端来看，公司Q1实现毛利率34.57%，同比-4.02pct，但从原材料角度看，公司鹌鹑蛋、大豆油、棕榈油、大豆蛋白等部分原材料价格有涨有跌，整体有所回落，生产成本有所下降，但考虑公司渠道结构变化较大，毛利率较低的零食专卖等渠道规模快速成长，使得整体毛利率有所下行。

费用端来看，Q1销售/管理/研发/财务费用率为13.8%/4.4%/2.7%/0.3%，分别同比-6.29pct/-1.33pct/+0.55pct/-0.12pct，我们认为销售费用率下降较多主因零食专营等渠道费用投放较少，优化整体费用投放效率，管理费用率下降预计与公司管理提效，供应链管理能力水平持续提升有关。

综合来看，得益于收入高增长和费用率下降，公司一季度实现归母净利润1.12亿元，同增81.67%，相应的净利率提升1.89pct至12.56%，经营管理效率和综合净利率稳步提升。

▶ 快速成长的零食领军企业，竞争优势持续积累

公司在上一轮调整后迅速升级为“产品+渠道”双轮渠道发展，紧抓零食专卖和电商等新渠道机会，产品端持续优化行成六大核心品类，发挥公司供应链生产优势，敏锐的行业洞察力和强大供应链管理能力将是公司快速发展的基础。我们看好公司发展成为休闲零食行业领军企业，持续积累竞争优势，提升长期竞争力。

投资建议

参考最新业绩报告，我们上调公司 23/24 年营收 33.90/39.76 亿元的预测至 36.32/44.32 亿元，新增 25 年预测 52.23 亿元；上调 23/24 年 EPS 3.43/4.36 元的预测至 3.66/4.68 元，新增 25 年预测 5.78 元，对应 2023 年 4 月 20 日 135.33 元的收盘价，最新估值分别为 35/27/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新渠道扩张低于预期，行业竞争加剧，食品安全。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,282	2,894	3,632	4,432	5,223
YoY（%）	16.5%	26.8%	25.5%	22.0%	17.8%
归母净利润(百万元)	151	301	470	601	743
YoY（%）	-37.7%	100.0%	56.0%	27.8%	23.6%

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p2

毛利率（%）	35.7%	34.7%	35.3%	35.5%	35.8%
每股收益（元）	1.21	2.40	3.66	4.68	5.78
ROE	17.3%	26.6%	29.4%	27.3%	25.2%
市盈率	105.37	53.13	34.86	27.27	22.07

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星
邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话：

分析师：卢周伟
邮箱：luzw@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520100001
联系电话：

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,894	3,632	4,432	5,223
YoY(%)	26.8%	25.5%	22.0%	17.8%
营业成本	1,889	2,350	2,857	3,352
营业税金及附加	28	35	42	50
销售费用	457	538	643	742
管理费用	131	156	186	214
财务费用	9	10	12	13
研发费用	74	91	111	131
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	341	526	670	826
营业外收支	-8	-7	-7	-7
利润总额	333	519	663	819
所得税	31	48	61	75
净利润	302	471	602	744
归属于母公司净利润	301	470	601	743
YoY(%)	100.0%	56.0%	27.8%	23.6%
每股收益	2.40	3.66	4.68	5.78

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	203	652	1,201	1,963
预付款项	118	141	171	201
存货	453	395	605	550
其他流动资产	278	412	361	486
流动资产合计	1,053	1,601	2,338	3,200
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	941	927	912	896
无形资产	200	205	210	215
非流动资产合计	1,402	1,476	1,514	1,551
资产合计	2,455	3,077	3,852	4,751
短期借款	472	472	472	472
应付账款及票据	277	337	409	466
其他流动负债	394	489	590	688
流动负债合计	1,142	1,298	1,471	1,626
长期借款	137	137	137	137
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	164	164	164	164
负债合计	1,307	1,462	1,635	1,790
股本	129	129	129	129
少数股东权益	13	14	14	15
股东权益合计	1,148	1,615	2,217	2,961
负债和股东权益合计	2,455	3,077	3,852	4,751

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	302	471	602	744
折旧和摊销	140	51	52	53
营运资金变动	-34	57	-15	55
经营活动现金流	426	586	646	859
资本开支	-260	-132	-97	-97
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-251	-132	-97	-97
股权募资	6	-5	0	0
债务募资	85	0	0	0
筹资活动现金流	-97	-5	0	0
现金净流量	77	449	549	762

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力（%）				
营业收入增长率	26.8%	25.5%	22.0%	17.8%
净利润增长率	100.0%	56.0%	27.8%	23.6%
盈利能力（%）				
毛利率	34.7%	35.3%	35.5%	35.8%
净利润率	10.4%	13.0%	13.6%	14.2%
总资产收益率 ROA	12.3%	15.3%	15.6%	15.6%
净资产收益率 ROE	26.6%	29.4%	27.3%	25.2%
偿债能力（%）				
流动比率	0.92	1.23	1.59	1.97
速动比率	0.34	0.74	1.00	1.45
现金比率	0.18	0.50	0.82	1.21
资产负债率	53.2%	47.5%	42.5%	37.7%
经营效率（%）				
总资产周转率	1.28	1.31	1.28	1.21
每股指标（元）				
每股收益	2.40	3.66	4.68	5.78
每股净资产	8.82	12.45	17.12	22.90
每股经营现金流	3.31	4.56	5.02	6.68
每股股利	1.50	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	53.13	34.86	27.27	22.07
PB	12.28	10.24	7.45	5.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。