

# 业绩高增趋势延续，规模加速扩张

## 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:	139.5/78.01
目标价格:		总市值(亿)	160.86
最新收盘价:	81.99	自由流通市值(亿)	140.86
		自由流通股数(百万)	173.51

### 事件概述

公司发布半年报，上半年实现营业收入18.94亿元，同比+56.54%，归母净利润2.46亿元，同比+90.69%，EPS 1.29元；单Q2实现营业收入10.01亿元，同比+57.59%，归母净利润1.34亿元，同比+98.91%。

#### ► 多渠道多品类快速发展，规模快速扩张

公司上半年产品端聚焦七大核心品类，推动全规格发展，渠道端实现全渠道覆盖，带动收入实现56.54%的增长，单Q2收入增速环比提升，达到57.59%，经营规模快速扩张。

分品类来看，公司聚焦辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片、蒟蒻、鹌鹑蛋以及果干七大品类，全力打磨供应链，精进升级产品力，完善“产品+渠道”双轮驱动增长模式，努力实现“产品领先+效率驱动”，上半年休闲烘焙/深海零食/休闲魔芋制品/休闲肉禽制品/休闲豆制品/薯类零食/蒟蒻果冻布丁/果干坚果/蛋类零食/其他(含组合装等)分别实现营收3.04/2.90/2.23/1.95/1.50/1.59/1.27/1.07/0.95/0.99亿元，分别同比11.47%/18.0%/163%/93.89%/52.61%/46.68%/93.3%/26.48%/582.38%/80.59%，休闲魔芋制品、休闲肉禽制品、蒟蒻果冻布丁和蛋类零食高速增长。

分渠道来看，上半年直营/经销和其他/电商分别实现收入1.92/13.11/3.91亿元，分别同比-15.42%/58.04%/155.17%，渠道端实现全渠道覆盖，在保持原有KA、AB类超市优势外，重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等，与当下热门零食量贩品牌零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等深度合作，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；直营商超投入减少，规模有所下降。

分区域来看，华中(含江西省)/华南/西南+西北/华东/华北+东北/境外地区收入分别为6.95/2.83/2.68/2.26/0.31/0.002亿元，分别同比44.08%/20.62%/76.2%/34.25%/65.69%/-74.67%，西南西北和华北东北地区增速亮眼，逐步推进全国化布局。

#### ► 销售费用率大幅下降，净利率回升至双位数

公司上半年毛利率和净利率分别为35.34%和13.36%，分别较去年同期-2.16和+2.72pct，虽然毛利率同比下降但销售费率下降较多，带动净利率回升。上半年公司毛利率下降主因1)大豆油、棕榈油、黄豆等部分原材料价格有所回落，白糖价格上涨，整体生产成本有所下降；2)新品推广较多；单Q2毛利率已降幅收窄0.49pct至36.03%。费用端来看，公司上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为12.56%/4.24%/2.40%/0.41%，分别同比-6.27/-1.02/-0.04/-0.12pct；销售费用相应同向小幅增加主要系随着公司业务发展和规模增加，渠道结构占比发生较大变化，量贩渠道占比提升；日常管理费用增加主要系随着公司业务发展和规模增加。综合来看，公司紧抓行业发展机遇，转型升级效果显著，上半年净利率回升至13.36%，对应归母净利润2.46亿元，同比+90.69%。

单Q2得益于收入增长+销售费用率大幅下降，实现归母净利润1.34亿元，同比高增98.9%，对应净利率同比提升2.8pct至13.4%。

#### ► 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，产品端持续优化形成七大核心品类，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和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

参考最新中报，我们上调公司 23-25 年营收 36.32/44.32/52.23 亿元的预测至 40.28/50.30/60.95 亿元，考虑股本调整，上调 23-25 年 EPS 3.66/4.68/5.78 元的预测至 2.57/3.34/4.20 元，对应 2023 年 8 月 3 日 81.99 元/股收盘价，PE 分别为 32/25/20 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

原材料价格上涨、渠道扩张不及预期、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	4,028	5,030	6,095
YoY (%)	16.5%	26.8%	39.2%	24.9%	21.2%
归母净利润(百万元)	151	301	505	656	825
YoY (%)	-37.7%	100.0%	67.5%	29.8%	25.8%
毛利率 (%)	35.7%	34.7%	34.0%	34.2%	34.6%
每股收益 (元)	1.21	2.40	2.57	3.34	4.20
ROE	17.3%	26.6%	30.9%	28.6%	26.5%
市盈率	67.76	34.16	31.85	24.54	19.50

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：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,894	4,028	5,030	6,095	净利润	302	506	656	826
YoY(%)	26.8%	39.2%	24.9%	21.2%	折旧和摊销	140	51	52	53
营业成本	1,889	2,658	3,310	3,986	营运资金变动	-34	14	55	-15
营业税金及附加	28	38	48	58	经营活动现金流	426	578	771	871
销售费用	457	564	694	823	资本开支	-260	-132	-97	-97
管理费用	131	173	211	250	投资	0	0	0	0
财务费用	9	10	12	13	投资活动现金流	-251	-132	-97	-97
研发费用	74	101	126	152	股权募资	6	-5	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	85	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	-97	-5	0	0
营业利润	341	564	730	916	现金净流量	77	441	674	774
营业外收支	-8	-7	-7	-7					
利润总额	333	557	723	909	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	31	51	67	84	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	302	506	656	826	营业收入增长率	26.8%	39.2%	24.9%	21.2%
归属于母公司净利润	301	505	656	825	净利润增长率	100.0%	67.5%	29.8%	25.8%
YoY(%)	100.0%	67.5%	29.8%	25.8%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	2.40	2.57	3.34	4.20	毛利率	34.7%	34.0%	34.2%	34.6%
					净利率	10.4%	12.5%	13.0%	13.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	12.3%	15.5%	16.1%	15.9%
货币资金	203	644	1,318	2,092	净资产收益率 ROE	26.6%	30.9%	28.6%	26.5%
预付款项	118	159	199	239	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	453	506	652	721	流动比率	0.92	1.23	1.60	1.93
其他流动资产	278	466	385	571	速动比率	0.34	0.70	1.00	1.37
流动资产合计	1,053	1,776	2,553	3,622	现金比率	0.18	0.45	0.83	1.11
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	53.2%	49.3%	43.3%	39.5%
固定资产	941	927	912	896	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	200	205	210	215	总资产周转率	1.28	1.41	1.37	1.32
非流动资产合计	1,402	1,476	1,514	1,551	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,455	3,252	4,067	5,173	每股收益	2.40	2.57	3.34	4.20
短期借款	472	472	472	472	每股净资产	8.82	8.34	11.68	15.88
应付账款及票据	277	417	447	594	每股经营现金流	3.31	2.94	3.93	4.44
其他流动负债	394	549	678	812	每股股利	1.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,142	1,438	1,597	1,878	<b>估值分析</b>				
长期借款	137	137	137	137	PE	34.16	31.85	24.54	19.50
其他长期负债	27	27	27	27	PB	12.28	15.30	10.92	8.03
非流动负债合计	164	164	164	164					
负债合计	1,307	1,603	1,761	2,042					
股本	129	129	129	129					
少数股东权益	13	14	15	16					
股东权益合计	1,148	1,649	2,306	3,131					
负债和股东权益合计	2,455	3,252	4,067	5,173					

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。