

2021年04月25日

# Q1 业绩持续高增，新一轮成长持续兑现

## 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: | 161.88/72.5 |
| 目标价格:  |        | 总市值(亿)      | 175.61      |
| 最新收盘价: | 135.75 | 自由流通市值(亿)   | 148.75      |
|        |        | 自由流通股数(百万)  | 109.57      |

### 事件概述

公司发布一季报，21Q1 实现营业收入 5.92 亿元，同比+27.45%；净利润 8203.28 万元，同比+43.41%；基本每股收益 0.66 元。

#### 收入持续环比提升，规模快速扩张

公司一季度实现收入 5.92 亿元，同比提升 27.45%，连续 8 个季度收入环比提升，不断加速实现规模扩张，推动公司多品牌、多品类和全渠道战略的持续落地。

具体来看，公司一季度收入增长主要得益于：1) 春节较晚，一季度迎来春节出货旺季，同时“就地过年”推动商超渠道重要性提升，加快商品动销；2) 品类端来看，第一大品类烘焙点心仍在快速放量期，预计增速高于公司平均增速，深海零食和坚果果干等重点培育的品类预计也实现了较快增长；3) 店中岛持续推进，落实 21 年重点布局大岛和双岛的战略，店中岛数量和平均坪效稳步提升。

#### 毛利率明显提升，发展兼具规模和效益

公司一季度毛利率和净利率分别为 44.02%和 14.17%，分别较去年同期+3.6 和+1.82pct，毛利率提升是带动公司盈利能力提升的核心因素。具体来看，公司毛利率较去年同期有较大幅度提升，规模效应对毛利率的改善效用愈发明显，同时公司通过产品结构优化提升毛利率水平的能力也在进一步提升。费用端来看，公司销售费用率同比微降 0.57pct 至 21.97%，费用投放结构基本稳健，费率随着规模提升稳步下降；管理费用率同比提升 0.07pct 至 4.60%；研发费用率提升 2.05pct 至 2.88%，主因公司为进一步打磨产品力，在产品研发方面加大投入，导致研发费用增加，财务费用率变化不大，公司整体期间费用率变化不大，费用投放有效性提升。综合受益于收入规模和毛利率水平提升，公司归母净利润同比高增 43.41%，盈利能力持续提升，净利率达到 14.17%的相对高位。

#### 开启全新三年布局，成长仍在路上

2021 年是公司新三年战略规划（2021-2023）的开局之年，产品端持续打造“盐津铺子”咸味零食和“憨豆爸爸”甜味零食两大品类，咸味零食将重点打造“海味零食”和“辣味零食”，甜味零食重点发展“休闲烘焙”和“休闲点心”，丰富产品矩阵。21 年渠道端将全面推动渠道精耕和下沉，资源向一线汇集，加速双岛门店布局，升级店铺运营，提升单店坪效，同时积极拓展定量装和电商等渠道。区域端来看，公司目前强势市场仍然集中在华中，其他区域规模仍在 5 亿以下，店中岛有效降低了区域复制的难度，公司在各区域也在研发不同的产品组合，全国化进程将稳步推进。综合来看，我们认为公司仍是小而美的成长型企业，看好收入规模持续增长，同时兼顾效益提升，实现又快又好发展。

### 投资建议

维持盈利预测不变，我们预计公司 21-23 年收入分别为 25.4/32.9/41.7 亿元，分别同比+29.7%/29.3%/27.0%；归母净利润分别为 3.5/4.9/7.0 亿元，分别同比+43.2%/+42.0%/+42.0%；EPS 分别为 2.68/3.80/5.40 元，当前股价对应估值分别为 51/36/25 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       | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 1,399  | 1,959 | 2,541 | 3,285 | 4,172 |
| YoY (%)    | 26.3%  | 40.0% | 29.7% | 29.3% | 27.0% |
| 归母净利润(百万元) | 128    | 242   | 346   | 492   | 699   |
| YoY (%)    | 81.6%  | 88.8% | 43.2% | 42.0% | 42.0% |
| 毛利率 (%)    | 42.9%  | 43.8% | 44.4% | 45.1% | 45.9% |
| 每股收益 (元)   | 0.99   | 1.87  | 2.68  | 3.80  | 5.40  |
| ROE        | 16.6%  | 28.2% | 28.7% | 29.0% | 29.2% |
| 市盈率        | 137.15 | 72.63 | 50.70 | 35.70 | 25.14 |

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:

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)     |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |                 | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 营业总收入              | 1,959        | 2,541        | 3,285        | 4,172        | 净利润             | 242          | 347          | 493          | 700          |
| YoY (%)            | 40.0%        | 29.7%        | 29.3%        | 27.0%        | 折旧和摊销           | 96           | 8            | 7            | 6            |
| 营业成本               | 1,100        | 1,413        | 1,804        | 2,257        | 营运资金变动          | -6           | 14           | -52          | -64          |
| 营业税金及附加            | 17           | 22           | 28           | 35           | 经营活动现金流         | 341          | 399          | 481          | 677          |
| 销售费用               | 471          | 590          | 756          | 926          | 资本开支            | -356         | -143         | -122         | -93          |
| 管理费用               | 96           | 122          | 154          | 192          | 投资              | 0            | 5            | 5            | 5            |
| 财务费用               | 6            | 22           | 18           | 12           | 投资活动现金流         | -348         | -138         | -117         | -88          |
| 资产减值损失             | 0            | 0            | 0            | 0            | 股权募资            | 31           | 1            | 0            | 0            |
| 投资收益               | 1            | 0            | 0            | 0            | 债务募资            | 844          | 100          | 50           | 30           |
| 营业利润               | 278          | 389          | 553          | 785          | 筹资活动现金流         | 76           | 74           | 21           | -1           |
| 营业外收支              | -4           | 1            | 1            | 1            | 现金净流量           | 69           | 334          | 384          | 589          |
| 利润总额               | 274          | 390          | 554          | 786          |                 |              |              |              |              |
| 所得税                | 32           | 43           | 61           | 87           | <b>主要财务指标</b>   | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 净利润                | 242          | 347          | 493          | 700          | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 归属于母公司净利润          | 242          | 346          | 492          | 699          | 营业收入增长率         | 40.0%        | 29.7%        | 29.3%        | 27.0%        |
| YoY (%)            | 88.8%        | 43.2%        | 42.0%        | 42.0%        | 净利润增长率          | 88.8%        | 43.2%        | 42.0%        | 42.0%        |
| 每股收益               | 1.87         | 2.68         | 3.80         | 5.40         | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
|                    |              |              |              |              | 毛利率             | 43.8%        | 44.4%        | 45.1%        | 45.9%        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | 净利率             | 12.4%        | 13.7%        | 15.0%        | 16.8%        |
| 货币资金               | 180          | 515          | 899          | 1,488        | 总资产收益率 ROA      | 12.0%        | 12.9%        | 14.5%        | 16.2%        |
| 预付款项               | 52           | 74           | 94           | 116          | 净资产收益率 ROE      | 28.2%        | 28.7%        | 29.0%        | 29.2%        |
| 存货                 | 352          | 466          | 599          | 744          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 其他流动资产             | 204          | 269          | 334          | 410          | 流动比率            | <b>0.78</b>  | <b>1.00</b>  | <b>1.25</b>  | <b>1.58</b>  |
| 流动资产合计             | 788          | 1,324        | 1,928        | 2,758        | 速动比率            | 0.38         | 0.59         | 0.80         | 1.08         |
| 长期股权投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 现金比率            | 0.18         | 0.39         | 0.58         | 0.85         |
| 固定资产               | 926          | 1,016        | 1,086        | 1,126        | 资产负债率           | 57.2%        | 54.8%        | 49.7%        | 44.1%        |
| 无形资产               | 157          | 189          | 222          | 256          | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 非流动资产合计            | 1,233        | 1,360        | 1,466        | 1,543        | 总资产周转率          | 0.97         | 0.95         | 0.97         | 0.97         |
| 资产合计               | 2,021        | 2,684        | 3,394        | 4,301        | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 短期借款               | 472          | 572          | 622          | 652          | 每股收益            | 1.87         | 2.68         | 3.80         | 5.40         |
| 应付账款及票据            | 210          | 315          | 394          | 486          | 每股净资产           | 6.64         | 9.32         | 13.12        | 18.52        |
| 其他流动负债             | 327          | 438          | 526          | 611          | 每股经营现金流         | 2.63         | 3.08         | 3.72         | 5.24         |
| 流动负债合计             | 1,010        | 1,326        | 1,542        | 1,750        | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期借款               | 130          | 130          | 130          | 130          | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 其他长期负债             | 16           | 16           | 16           | 16           | PE              | 72.63        | 50.70        | 35.70        | 25.14        |
| 非流动负债合计            | 146          | 146          | 146          | 146          | PB              | 16.60        | 14.59        | 10.36        | 7.34         |
| 负债合计               | 1,156        | 1,472        | 1,688        | 1,896        |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 129          | 130          | 130          | 130          |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 6            | 7            | 8            | 10           |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 865          | 1,212        | 1,705        | 2,405        |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 2,021        | 2,684        | 3,394        | 4,301        |                 |              |              |              |              |

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**：华西证券食品饮料首席分析师，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。

**卢周伟**：华西证券食品饮料行业研究员，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。

**刘来珍**：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

**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。

### 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。