

改革持续兑现，重回快增通道

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:	103.7/50.5
目标价格:		总市值(亿)	113.68
最新收盘价:	88.34	自由流通市值(亿)	101.28
		自由流通股数(百万)	114.65

事件概述

公司发布半年报，上半年实现营业收入12.1亿元，同比+13.73%，归母净利润1.29亿元，同比+164.97%，EPS 1.03元；单Q2实现营业收入6.35亿元，同比+34.60%，归母净利润0.67亿元，同比+301.83%。

公司发布三季度业绩预告，预计Q3实现归母净利润7200-8600万元，同比151.15%~199.99%；前三季度累计实现归母净利润20,083.38万元~21,483.38万元，同比159.85%~177.96%。

► 聚焦五大核心品类，实现全渠道覆盖

公司上半年产品端聚焦五大核心品类，推动全规格发展，渠道端实现全渠道覆盖，带动收入在高基数下依旧实现13.7%的增长，单Q2规模环比提升，增速达到34.6%，经营规模持续扩张。

分品类来看，公司聚焦辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片以及果干五大品类，全力打磨供应链，精进升级产品力，上半年休闲烘焙点心类(含薯片)/休闲深海零食/休闲肉鱼产品/休闲素食/休闲豆制品/果干产品/蜜饯炒货/其他(含组合装等)分别实现营收4.46/2.26/1.35/1.06/0.98/0.85/0.26/0.89亿元，分别同比23.8%/37.2%/6.6%/48.4%/-4.7%/-27.6%/-63.1%/72.1%，核心的烘焙点心和深海零食维持较快增长态势，休闲素食和组合装产品快速放量。

分渠道来看，上半年直营/经销和其他/电商分别实现收入2.27/8.29/1.53亿元，分别同比-38.9%/26.4%/331.1%，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、戴永红等深度合作，在抖音平台与主播种草引流，拼多多爆款出击，引领突围电商、直播、社区团购等渠道，经销和电商渠道重要性不断提升，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/华东(不含江西省)/西南+西北/华北+东北/境外地区收入分别为5.03/2.35/2.28/1.52/0.92/0.01亿元，分别同比11.8%/9.2%/7.9%/9.8%/91.0%/-41.4%，华北和东北地区增速亮眼，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37.5%和10.6%，分别较去年同期-3.01和+6.08pct，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、蛋品、棕榈油、大豆蛋白等部分原材料价格上涨，成本端承压；2)新品推广较多；3)上半年物流和配送费用调整至营业成本，单Q2毛利率已同比提升0.41pct至36.1%。费用端来看，公司上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为18.8%/5.3%/2.4%/0.5%，分别同比-9.02/-0.04/-0.54/-0.42pct，销售费用率下降较多主要系公司调整营销战略，减少商超渠道投入，另去年同期物流费用和配送费用较高，今年部分费用归集会计调整。综合来看，公司经营调整基本到位，经营全面向好，上半年净利率回升至10.6%，对应归母净利润1.29亿元，同比+164.97%。

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0.67亿元，同比扭亏为盈，对应净利率10.6%。

► 下半年延续高增趋势，竞争优势持续积累

公司发布三季度业绩预告，预计Q3实现归母净利润7200-8600万元，同比151.15%~199.99%；前三季度累计实现归母净利润20,083.38万元~21,483.38万元，同比159.85%~177.96%，三季度延续业绩增长趋势，盈利能力持续提升。

公司走出盈利低谷，重回成长道路，顺利实现转型升级，下半年预计将延续调整后的产品和战略策略，由

渠道驱动增长升级为产品+渠道双轮增长，产品端聚焦五大品类，打造全产业链实现产品高品质+高性价比，渠道端推动全渠道覆盖。随着公司本轮调整升级到位，推动产品和渠道结构性持续优化，核心品牌全渠道拓展实现稳健增长，竞争优势持续积累，提升长期竞争力。

投资建议

参考最新中报，我们维持公司 22-24 年营收 27.85/33.90/39.76 亿元，结合股本调整，22-24 年 EPS 由 2.47/3.41/4.34 元调整为 2.47/3.43/4.36 元，对应 2022 年 8 月 15 日 88.34 元/股收盘价，PE 分别为 36/26/20 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,959	2,282	2,785	3,390	3,976
YoY (%)	40.0%	16.5%	22.1%	21.7%	17.3%
归母净利润(百万元)	242	151	318	442	561
YoY (%)	88.8%	-37.7%	111.2%	38.7%	27.1%
毛利率 (%)	43.8%	35.7%	38.6%	40.0%	40.5%
每股收益 (元)	1.88	1.17	2.47	3.43	4.36
ROE	28.2%	17.3%	26.7%	27.0%	25.6%
市盈率	47.02	75.42	35.71	25.74	20.25

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,282	2,785	3,390	3,976	净利润	154	319	442	562
YoY (%)	16.5%	22.1%	21.7%	17.3%	折旧和摊销	129	12	13	13
营业成本	1,467	1,710	2,034	2,366	营运资金变动	181	-38	-14	-31
营业税金及附加	20	25	30	35	经营活动现金流	478	321	468	573
销售费用	505	579	661	755	资本开支	-331	-144	-119	-89
管理费用	119	139	169	199	投资	0	5	5	5
财务费用	21	20	18	12	投资活动现金流	-322	-139	-114	-84
研发费用	55	64	81	95	股权募资	119	1	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	740	100	50	30
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	-205	77	24	2
营业利润	170	356	496	631	现金净流量	-49	258	378	491
营业外收支	-3	-2	1	1					
利润总额	167	354	497	632	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	13	35	55	69	成长能力				
净利润	154	319	442	562	营业收入增长率	16.5%	22.1%	21.7%	17.3%
归属于母公司净利润	151	318	442	561	净利润增长率	-37.7%	111.2%	38.7%	27.1%
YoY (%)	-37.7%	111.2%	38.7%	27.1%	盈利能力				
每股收益	1.17	2.47	3.43	4.36	毛利率	35.7%	38.6%	40.0%	40.5%
					净利率	6.8%	11.4%	13.0%	14.1%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	7.2%	11.7%	13.4%	14.0%
货币资金	135	393	771	1,262	净资产收益率 ROE	17.3%	26.7%	27.0%	25.6%
预付款项	60	80	91	106	偿债能力				
存货	259	437	488	555	流动比率	0.58	0.80	1.03	1.30
其他流动资产	231	281	334	387	速动比率	0.31	0.45	0.67	0.93
流动资产合计	685	1,191	1,683	2,310	现金比率	0.11	0.26	0.47	0.71
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	57.6%	55.6%	50.2%	44.8%
固定资产	1,010	1,100	1,170	1,210	经营效率				
无形资产	195	223	250	278	总资产周转率	1.10	1.03	1.03	0.99
非流动资产合计	1,397	1,520	1,620	1,690	每股指标 (元)				
资产合计	2,082	2,711	3,304	4,000	每股收益	1.17	2.47	3.43	4.36
短期借款	528	628	678	708	每股净资产	6.78	9.26	12.69	17.05
应付账款及票据	242	335	381	441	每股经营现金流	3.71	2.49	3.64	4.45
其他流动负债	411	527	582	626	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,181	1,491	1,641	1,775	估值分析				
长期借款	2	2	2	2	PE	75.42	35.71	25.74	20.25
其他长期负债	16	16	16	16	PB	12.62	9.54	6.96	5.18
非流动负债合计	18	18	18	18					
负债合计	1,198	1,508	1,659	1,793					
股本	129	130	130	130					
少数股东权益	11	11	12	13					
股东权益合计	884	1,202	1,645	2,207					
负债和股东权益合计	2,082	2,711	3,304	4,000					

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。

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：4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；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。

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。