

研究所：

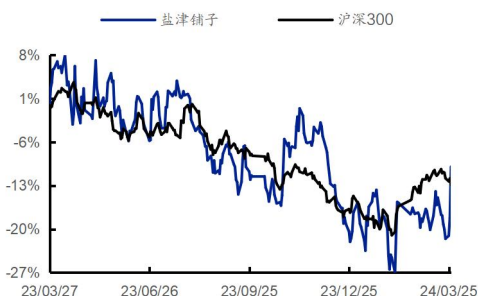
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn

 证券分析师：秦一方 S0350523120001
qinyf@ghzq.com.cn

2023年完美收官，一季度增势不减

——盐津铺子（002847）23年报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/03/27

表现	1M	3M	12M
盐津铺子	9.4%	14.5%	-9.8%
沪深300	0.2%	5.0%	-12.7%

市场数据

2024/03/27

当前价格(元)	75.67
52周价格区间(元)	59.27-139.50
总市值(百万)	14,835.90
流通市值(百万)	13,061.30
总股本(万股)	19,606.05
流通股本(万股)	17,260.87
日均成交额(百万)	231.88
近一月换手(%)	0.76

相关报告

《盐津铺子(002847)2023年业绩预告点评: 2023年平稳收官, 渠道势能不减, 期待品类品牌培育(增持)*休闲食品*薛玉虎, 刘浩铭, 秦一方》——2024-01-08

《盐津铺子(002847)2023年半年报点评: 把握渠道红利, 收入业绩表现亮眼(增持)*休闲食品*薛玉虎, 刘浩铭》——2023-08-07

事件:

2023年3月26日, 盐津铺子发布2023年年度报告及2024年一季度业绩预告, 公司2023年实现营业收入41.15亿元, 同比+42.22%; 实现归母净利润5.06亿元, 同比+67.76%; 实现扣非归母净利润4.76亿元, 同比+72.84%。公司2024年一季度预计实现归母净利润1.5~1.7亿元, 同比+34.48%~52.41%; 预计实现扣非归母净利润1.3~1.5亿元, 同比+32.18%~52.51%。

投资要点:

- 渠道拓展持续放量, 核心单品表现优异。**2023年公司战略主轴升级为“渠道为王、产品领先、体系护航”, 持续强化全渠道渗透, 提升品牌力。**渠道端**, 公司进一步强化渠道渗透, 积极开拓新市场和进行渠道下沉, 2023年经销和其他渠道/电商/直营渠道分别实现收入29.52/8.28/3.34亿元, 同比+40.35%/+98.04%/-10.03%。电商渠道聚焦“大单品战略”, 通过内容电商逐步构建细分品类的品牌心智, 带动了渠道的高增。经销和其他渠道的高速增长主要得益于: 1) 零食量贩渠道的快速拓张及公司产品的积极渗透; 2) 公司销售网络向下延伸, 积极拓展区域性连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等渠道, 截至2023年末公司经销商数量为3315个, 净增832个。2023年公司直营KA商超渠道占比进一步下滑至8.13%, 对公司总体收入影响进一步减小。**品类端**, 2023年七大核心品类持续发力, 辣卤/烘焙/深海零食/薯类零食/蛋类零食/果干坚果/蒟蒻果冻布丁分别实现收入14.82/6.27/6.19/3.6/3.19/2.67/2.17亿元, 增速皆超两位数, 其中重点新品休闲魔芋/蛋类零食/蒟蒻果冻布丁实现+84.95%/+594.52%/+125.67%的增长, 公司积极布局品类品牌“大魔王”和“蛋皇”, 未来有望建立品牌心智, 实现高速增长。
- 总成本领先战略下, 公司盈利能力增强。**公司坚持自主制造, 不断强化供应链能力, 积极向上游产业延伸, 实现降本增效。2023年公司毛利率/毛销差/净利率分别为33.54%/21.01%/12.47%, 同比-1.18/+2.10/+2.04pct。在渠道结构有较大调整下毛利率降幅较小, 费用率的不断优化推动公司毛销差和净利率进一步提升。2023年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为12.53%/4.44%/1.94%, 同比-3.28pct/-0.08pct/-0.63pct。其中销售

费用率下调幅度较大，主要系直营 KA 渠道占比降低，进场条码费支出减小，同比-86%。2023 年 Q4 净利率环比下滑至 9.9%，预计系股份支付费用和市场推广费用在 Q4 计提。今年，公司将持续向上游产业延伸，随着马铃薯全粉加工基地和二期鹤鹑养殖基地的落地，有望进一步挖掘供应链潜力。

- **一季度利润增势不减，为全年奠定高增基调。**今年一季度以来，公司持续发力渠道和产品，全渠道合力助推鹤鹑蛋、休闲魔芋等大单品的发展，盈利增速较高，其中 2024 年 Q1 股份支付费用 3040.17 万元，去年同期股份支付费用为 1205.31 万元，若不考虑股份支付的影响，2024 年 Q1 归母净利率增速将更高。我们预计利润的高速增长预计主要系：1) 年货节带动下一季度收入较高；2) 一季度，鸡蛋、油脂等部分原材料价格有所回落，整体生产成本有所下降。
- **高比例现金分红，公司重视投资者回报。**2023 年公司拟进行现金分红 4.03 亿元，占利润分配总额的比例 70.00%，自公司 2017 年 2 月上市至 2023 年末，累计现金分红共计 9.47 亿元，重视股东回报。
- **盈利预测和投资评级：**公司以生产制造见长，较强的组织能力赋予公司洞察和把握机遇的能力。随着更多供应链产能的落地，公司盈利能力有望持续优化，渠道和产品的精耕细作助力企业保持稳定的收入增长，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024~2026 年的 EPS 分别为 3.38/4.19/5.06 元，对应 PE 分别为 22.36/18.06/14.95X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格上行；2) 渠道扩展不及预期；3) 商超人流量进一步下滑；4) 线上渠道竞争加剧；5) 食品安全问题。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4115	5253	6426	7717
增长率(%)	42	28	22	20
归母净利润(百万元)	506	663	821	992
增长率(%)	68	31	24	21
摊薄每股收益(元)	2.58	3.38	4.19	5.06
ROE(%)	35	40	42	42
P/E	26.32	22.36	18.06	14.95
P/B	9.41	8.99	7.53	6.22
P/S	3.31	2.82	2.31	1.92
EV/EBITDA	17.93	16.20	13.25	10.86

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：盐津铺子盈利预测表

证券代码:	002847				股价:	75.67		投资评级:	增持		日期:	2024/03/27	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	35%	40%	42%	42%	EPS	2.64	3.38	4.19	5.06				
毛利率	34%	33%	32%	32%	BVPS	7.38	8.42	10.05	12.17				
期间费率	17%	17%	16%	16%	估值								
销售净利率	12%	13%	13%	13%	P/E	26.32	22.36	18.06	14.95				
成长能力					P/B	9.41	8.99	7.53	6.22				
收入增长率	42%	28%	22%	20%	P/S	3.31	2.82	2.31	1.92				
利润增长率	68%	31%	24%	21%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.55	1.63	1.65	1.68	营业收入	4115	5253	6426	7717				
应收账款周转率	22.13	18.48	16.34	16.22	营业成本	2735	3519	4338	5247				
存货周转率	5.22	5.07	4.84	4.77	营业税金及附加	33	42	51	61				
偿债能力					销售费用	516	657	784	918				
资产负债率	49%	53%	52%	51%	管理费用	183	231	270	309				
流动比	0.95	1.05	1.19	1.32	财务费用	16	2	-3	-7				
速动比	0.39	0.52	0.60	0.72	其他费用/(-收入)	80	102	109	123				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	584	756	934	1123				
现金及现金等价物	310	586	845	1261	营业外净收支	-10	-6	-5	1				
应收款项	211	366	439	535	利润总额	574	751	929	1124				
存货净额	594	794	998	1202	所得税费用	61	79	98	120				
其他流动资产	189	239	292	344	净利润	513	671	830	1004				
流动资产合计	1304	1985	2575	3341	少数股东损益	8	8	9	12				
固定资产	1135	1099	1052	1001	归属于母公司净利润	506	663	821	992				
在建工程	33	79	127	169	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	398	425	451	477	经营活动现金流	664	955	981	1205				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	506	663	821	992				
资产总计	2870	3588	4204	4988	少数股东损益	8	8	9	12				
短期借款	300	296	288	285	折旧摊销	159	161	170	181				
应付款项	320	550	677	823	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	8	9	11	营运资金变动	-59	106	-36	10				
其他流动负债	756	1029	1196	1408	投资活动现金流	-296	-209	-206	-203				
流动负债合计	1376	1883	2171	2527	资本支出	-345	-210	-207	-205				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0				
其他长期负债	32	32	32	32	其他	48	2	2	2				
长期负债合计	32	32	32	32	筹资活动现金流	-255	-470	-516	-587				
负债合计	1408	1915	2203	2559	债务融资	-93	-4	-8	-4				
股本	196	196	196	196	权益融资	186	0	0	0				
股东权益	1462	1673	2002	2429	其它	-348	-466	-508	-583				
负债和股东权益总计	2870	3588	4204	4988	现金净增加额	113	276	259	416				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组成员，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。