

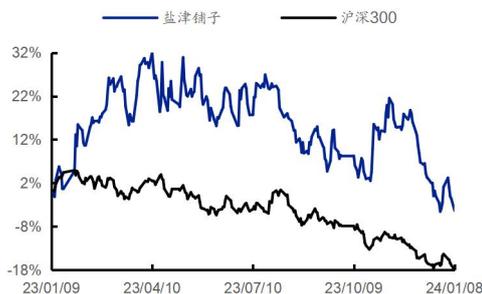
研究所：

证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

2023 平稳收官，渠道势能不减，期待品类品牌培育

——盐津铺子（002847）2023 年业绩预告点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/01/08

表现	1M	3M	12M
盐津铺子	-10.4%	-11.6%	-4.2%
沪深 300	-3.3%	-10.9%	-17.5%

市场数据

2024/01/08

当前价格(元)	65.73
52 周价格区间(元)	64.57-139.50
总市值(百万)	12,887.06
流通市值(百万)	11,334.96
总股本(万股)	19,606.05
流通股本(万股)	17,244.73
日均成交额(百万)	64.05
近一月换手(%)	0.72

相关报告

《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，刘洁铭》——2023-08-07

事件：

2023 年 1 月 5 日，盐津铺子发布 2023 年业绩预告，公司 2023 年预计实现营业收入 41~42 亿元，同比+41.7%~45.15%；实现归母净利润 5~5.1 亿元，同比+65.84%~69.16%；实现扣非归母净利润 4.7~4.8 亿元，同比+70.49%~74.12%。

投资要点：

- 全年保持高增基调，受春节错期影响四季度表现增速环比有所下滑。**根据业绩预告，2023 年 Q4 公司预计实现营业收入 10.95~11.95 亿元，同比+18.58%~29.4%；实现归母净利润 1.04~1.14 亿元，同比+25.66%~37.72%；实现扣非归母净利润 0.94~1.04 亿元，同比+13.44%~25.51%，2023 年股权激励目标顺利达成。从销售绝对额的角度看，2023Q4 收入与 2023Q3 几乎持平，我们预计单季度表现收入同比增速环比下滑主要由于春节错期的影响，根据业绩预告的中枢计算 2023 年 Q4 公司归母净利润为 9.53%，同比+0.56pct，环比-3.99pct，受益于原材料如大豆油、棕榈油、黄豆等原材料价格的下行，2023 年相比 2022 整体生产成本有所下降，我们预计由于公司提前预支销售费用以及列支股份支付费用导致四季度净利率环比下滑。
- 入股下游零食量贩，尽享渠道扩张红利。**公司 2023 年收入业绩的高增主要由于聚焦七大核心品类，品类做减法，渠道做加法。公司借助零食量贩及抖音渠道的快速发展实现放量，且通过向零食很忙增资 3.5 亿元持有零食很忙集团 3.32%的股权，深度绑定下游渠道利益。据澎湃新闻，截至 2023 年 11 月，零食很忙和赵一鸣线下门店数量超 6000 家，零食很忙 2022 年为公司第一大客户，由于零食很忙和赵一鸣的合并，我们预计未来公司与赵一鸣品牌的合作仍有很大的进步空间，支撑 2024 年公司在零食量贩渠道维持较高速度的增长。
- 尝试打造品类品牌，期待大单品放量。**2023 年 10 月 21 日，公司推出“大魔王”素毛肚品牌尝试辣卤子品牌的培育，历史上公司以生

产制造见长，“大魔王”是公司子品牌化的第一步，未来将继续贯彻 1+7 多品类多品牌战略，通过 1 个母品牌+辣卤零食、深海零食、健康蛋制品、休闲烘焙、坚果果干、蒟蒻果冻、薯类零食 7 个品类子品牌覆盖更多的消费者和更多的消费场景。从 2023 年上半年的表现看，公司辣卤休闲魔芋产品销售额同比+163%至 2.23 亿元，我们认为公司有望凭借自身的制造优势叠加品牌和渠道的双重发力，逐步打造核心大单品。

- **盈利预测和投资评级：**公司以生产制造见长，运营效率高，内部机制灵活，积极求变，抓住每一轮渠道改革带来的红利，短期有望凭借渠道放量实现快速增长，中长期有望通过聚焦品类品牌培育大单品实现规模扩张。根据业绩预告，我们上调公司盈利预测，预计公司 2023~2025 年的 EPS 分别为 2.57/3.46/4.43 元，对应 PE 为 26/19/15X，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2894	4150	5312	6534
增长率(%)	27	43	28	23
归母净利润（百万元）	301	505	678	869
增长率(%)	100	67	34	28
摊薄每股收益（元）	1.54	2.57	3.46	4.43
ROE(%)	27	34	31	28
P/E	45.12	25.54	19.02	14.82
P/B	12.28	8.57	5.91	4.22
P/S	4.82	3.11	2.43	1.97
EV/EBITDA	28.83	18.24	13.71	10.36

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:	65.73				投资评级:	增持				日期:	2024/01/08			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	27%	34%	31%	28%	EPS	2.40	2.57	3.46	4.43										
毛利率	35%	33%	32%	30%	BVPS	8.82	7.67	11.13	15.56										
期间费率	21%	18%	17%	16%	估值														
销售净利率	10%	12%	13%	13%	P/E	45.12	25.54	19.02	14.82										
成长能力					P/B	12.28	8.57	5.91	4.22										
收入增长率	27%	43%	28%	23%	P/S	4.82	3.11	2.43	1.97										
利润增长率	100%	67%	34%	28%															
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	1.28	1.39	1.33	1.29	营业收入	2894	4150	5312	6534										
应收账款周转率	16.10	18.35	16.27	16.38	营业成本	1889	2768	3625	4566										
存货周转率	5.30	5.05	4.96	4.89	营业税金及附加	28	38	49	61										
偿债能力					销售费用	457	510	640	778										
资产负债率	53%	57%	51%	46%	管理费用	131	208	239	281										
流动比	0.92	1.09	1.38	1.67	财务费用	9	9	0	-9										
速动比	0.34	0.64	0.88	1.12	其他费用/(-收入)	74	145	122	144										
					营业利润	341	566	757	969										
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	-8	-6	-6	-6										
现金及现金等价物	203	848	1465	2256	利润总额	333	560	751	963										
应收款项	169	296	370	447	所得税费用	31	51	67	87										
存货净额	453	643	818	1051	净利润	302	509	684	876										
其他流动资产	228	199	253	313	少数股东损益	0	4	6	7										
流动资产合计	1053	1986	2905	4067	归属于母公司净利润	301	505	678	869										
固定资产	941	945	925	893															
在建工程	143	188	234	281	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	318	388	415	441	经营活动现金流	426	769	837	988										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	301	505	678	869										
资产总计	2455	3507	4480	5683	少数股东损益	0	4	6	7										
短期借款	472	482	478	470	折旧摊销	140	138	145	154										
应付款项	277	443	567	712	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	4	6	8	10	营运资金变动	-34	93	-10	-35										
其他流动负债	390	884	1052	1240	投资活动现金流	-251	-206	-203	-175										
流动负债合计	1142	1816	2105	2432	资本支出	-260	-225	-214	-214										
长期借款及应付债券	137	137	137	137	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	27	32	32	32	其他	9	20	11	39										
长期负债合计	164	169	169	169	筹资活动现金流	-97	82	-17	-20										
负债合计	1307	1986	2275	2602	债务融资	85	231	-4	-8										
股本	129	196	196	196	权益融资	6	57	0	0										
股东权益	1148	1522	2205	3081	其它	-188	-206	-13	-12										
负债和股东权益总计	2455	3507	4480	5683	现金净增加额	77	645	617	792										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，食品饮料组联席首席分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

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。

【分析师承诺】

薛玉虎，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、展示或以其他任何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。