

# 盐津铺子 (002847.SZ)

## 2023 年收入增长 42.2%，盈利能力强化

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 张向伟  
证券分析师： 杨苑

021-60933131  
021-60933124

### ◆ 食品饮料 · 休闲食品

zhangxiangwei@guosen.com.cn  
yangyuan4@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980523090001  
执证编码：S0980523090003

### 事项：

公司公布 2023 年度业绩快报，2023 年度公司实现营业总收入 41.15 亿元，同比增长 42.22%；实现归母净利润 5.05 亿元，同比增长 67.57%，扣非归母净利润 4.72 亿元，同比增长 71.37%；其中第四季度公司实现营业总收入 11.11 亿元，同比增长 20.22%；实现归母净利润 1.09 亿元，同比增长 31.95%，扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 16.38%。

**国信食饮观点：**（1）2023 年营收增长 42.2%，达成股权激励目标；（2）原材料价格回落，规模效应显现，盈利能力强化，净利率同比提升 1.9pct；（3）供应链升级进展顺利，期待品类品牌建设成效。考虑到当前消费力依然偏弱，且公司收入、利润基数逐渐提高，根据业绩快报，我们修正 2023 年盈利预测，并下调 2024-2025 年盈利预测：我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 41.2/51.3/61.5 亿元（前预测值为 41.6/52.7/62.9 亿元），同比 42.2%/24.8%/19.8%；2023-2025 年公司实现归母净利润 5.1/6.6/8.9 亿元（前预测值为 5.4/7.0/8.6 亿元），同比 67.6%/31.6%/33.4%；当前股价对应 PE 分别为 26.8/20.4/15.3 倍。我们认为公司供应链转型升级效果显著，收入、利润有望继续保持较快增长，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ◆ 2023 年营收增长 42.2%，达成股权激励目标

2023 年公司收入增长 42%，达成股权激励目标。其中第四季度公司营业收入同比增长 20%，环比第三季度持平，同比增速下滑 25.9pct，我们预计主要原因包括（1）龙年春节错期，休闲零食旺季备货延迟；（2）在本轮渠道改革中，公司快速切入到量贩零食、新媒体电商等快速崛起的渠道网络，并加速流通渠道的渗透。2022 年第四季度后公司连续 4 个季度保持 40%以上增速，展现了公司渠道改革的成果。

#### ◆ 原材料价格回落，规模效应显现，盈利能力强化

受益于大豆油、棕榈油、黄豆等原材料价格回落，公司 2023 年生产成本有所下降，叠加规模效应显现，2023 年公司净利率达到 12.3%，同比提升 1.86pct。2023 年第四季度公司净利率 9.8%，同比/环比 +0.9/-3.7pct，我们预计源于（1）逐渐进入旺季备货，费用投放增加；（2）列支股份支付费用，2023 年公司所得税前列支股份支付费用约 7400 万元。

#### ◆ 供应链升级进展顺利，期待品类品牌建设成效

公司通过“供应链数量做减法，体量做加法”整合上游延伸打造全产业链，23 年公司入局鹌鹑蛋养殖端、布局马铃薯全粉智能化生产线、盐津铺子控股 12 月增资零食很忙集团 3.5 亿元，延伸产业链进展迅速。公司核心单品魔芋、鹌鹑蛋等表现优异，公司 23 年推出子品牌“大魔王”聚焦片状魔芋素毛肚，24 年推出“蛋皇”鹌鹑蛋，预计产品推新将进一步增强公司收入增长动力。

#### ◆ 盈利预测与投资建议

考虑到当前消费力依然偏弱，且公司收入、利润基数逐渐提高，根据业绩快报，我们修正 2023 年盈利预测，并下调 2024-2025 年盈利预测：我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 41.2/51.3/61.5 亿元（前

预测值为 41.6/52.7/62.9 亿元), 同比 42.2%/24.8%/19.8%; 2023-2025 年公司实现归母净利润 5.1/6.6/8.9 亿元 (前预测值为 5.4/7.0/8.6 亿元), 同比 67.6%/31.6%/33.4%; 实现 EPS 2.6/3.4/4.5 元; 当前股价对应 PE 分别为 26.8/20.4/15.3 倍。我们认为公司供应链转型升级效果显著, 收入、利润有望继续保持较快增长, 维持“买入”评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			调整幅度		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4159	5267	6295	4115	5135	6154	-44	-132	-141
收入同比增速%	43.73%	26.63%	19.53%	42.22%	24.78%	19.84%	-1.51pct	-1.86pct	0.31pct
毛利率%	34.56%	33.91%	33.55%	34.07%	33.92%	33.84%	-0.49pct	0.01pct	0.29pct
销售费用率%	13.45%	12.88%	12.22%	13.33%	12.57%	11.32%	-0.12pct	-0.31pct	-0.90pct
净利率%	13.09%	13.20%	13.73%	12.28%	12.95%	14.41%	-0.81pct	-0.25pct	0.68pct
归母净利润 (百万元)	544	695	864	505	665	887	-39	-30	22
归母净利润同比增速%	80.59%	27.70%	24.31%	67.57%	31.59%	33.37%	-13.02pct	3.90pct	9.06pct
EPS (元)	2.78	3.54	4.41	2.58	3.39	4.52	-0.20	-0.15	0.12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024 年 2 月 28 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS (元)		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
002847	盐津铺子	27.6	67.5	2.58	3.39	26.2	19.9	132.3	买入
002557	洽洽食品	19.8	33.4	1.59	1.92	21.0	17.4	169.3	买入
002991	甘源食品	24.0	73.0	3.48	4.43	21.0	16.5	68.0	买入
003000	劲仔食品	36.5	13.5	0.43	0.59	31.2	23.1	61.1	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 劲仔食品 EPS 使用 Wind 一致预期)

## ◆ 风险提示

消费复苏环境放缓; 新品推广效果不及预期; 行业竞争加剧; 原材料成本价格大幅上涨。

## 相关研究报告:

- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 第三季度收入同比增长 46.2%, 战略转型成效显著》——2023-11-01
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 战略转型成效显著, 把握零食渠道变革红利》——2023-03-24
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年业绩预告点评: 改革成效持续兑现, 新渠道快速增长》——2023-01-27
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年三季度业绩点评: 营收稳定增长, 盈利能力改善》——2022-10-26
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年三季度业绩预告修正点评: 改革成效显著, 三季度业绩有望延续较高增长》——2022-10-18

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	135	203	200	390	787	营业收入	2282	2894	4115	5135	6154
应收款项	208	180	256	320	383	营业成本	1467	1889	2713	3393	4071
存货净额	259	453	676	850	1023	营业税金及附加	20	28	35	44	52
其他流动资产	78	154	219	273	327	销售费用	505	457	549	645	696
<b>流动资产合计</b>	<b>685</b>	<b>1053</b>	<b>1413</b>	<b>1895</b>	<b>2583</b>	管理费用	119	131	176	206	216
固定资产	1064	1084	1098	1106	1108	研发费用	55	74	100	125	150
无形资产及其他	195	200	204	207	210	财务费用	21	9	14	8	2
投资性房地产	138	117	117	117	117	投资收益	1	1	(0)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	(0)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2082</b>	<b>2455</b>	<b>2832</b>	<b>3325</b>	<b>4019</b>	其他收入	19	(40)	(46)	(85)	(110)
短期借款及交易性金融负债	530	483	296	200	200	营业利润	170	341	582	754	1005
应付款项	242	277	413	519	625	营业外净收支	(3)	(8)	(10)	0	0
其他流动负债	409	382	544	675	794	<b>利润总额</b>	<b>167</b>	<b>333</b>	<b>573</b>	<b>754</b>	<b>1005</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1181</b>	<b>1142</b>	<b>1252</b>	<b>1394</b>	<b>1619</b>	所得税费用	13	31	55	72	97
长期借款及应付债券	2	137	125	114	102	少数股东损益	4	0	13	17	22
其他长期负债	16	27	39	51	63	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>151</b>	<b>301</b>	<b>505</b>	<b>665</b>	<b>887</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>164</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1198</b>	<b>1307</b>	<b>1417</b>	<b>1558</b>	<b>1784</b>	净利润	151	301	505	665	887
少数股东权益	11	13	20	28	40	资产减值准备	2	(3)	0	0	0
股东权益	873	1135	1395	1738	2195	折旧摊销	128	137	103	109	114
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2082</b>	<b>2455</b>	<b>2832</b>	<b>3325</b>	<b>4019</b>	公允价值变动损失	(1)	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	21	9	14	8	2
每股收益	1.17	2.34	2.58	3.39	4.52	营运资本变动	142	(205)	(54)	(43)	(53)
每股红利	1.17	1.14	1.25	1.64	2.19	其它	(2)	4	6	9	11
每股净资产	6.75	8.82	7.12	8.86	11.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>420</b>	<b>234</b>	<b>561</b>	<b>739</b>	<b>959</b>
ROIC	6.37%	17.78%	28%	36%	48%	资本开支	0	(164)	(120)	(120)	(120)
ROE	17.27%	26.57%	36%	38%	40%	其它投资现金流	(0)	(57)	0	0	0
毛利率	36%	35%	34%	34%	34%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(0)</b>	<b>(221)</b>	<b>(120)</b>	<b>(120)</b>	<b>(120)</b>
EBIT Margin	5%	11%	13%	14%	16%	权益性融资	0	6	0	0	0
EBITDA Margin	11%	16%	16%	16%	18%	负债净变化	(128)	135	(12)	(12)	(12)
收入增长	16%	27%	42%	25%	20%	支付股利、利息	(151)	(146)	(245)	(322)	(430)
净利润增长率	-38%	100%	68%	32%	33%	其它融资现金流	93	72	(188)	(96)	0
资产负债率	58%	54%	51%	48%	45%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(466)</b>	<b>56</b>	<b>(444)</b>	<b>(429)</b>	<b>(441)</b>
股息率	1.7%	1.6%	2.7%	3.6%	4.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(46)</b>	<b>68</b>	<b>(3)</b>	<b>190</b>	<b>398</b>
P/E	59.4	29.5	26.8	20.4	15.3	货币资金的期初余额	180	135	203	200	390
P/B	10.3	7.8	9.7	7.8	6.2	货币资金的期末余额	135	203	200	390	787
EV/EBITDA	41.7	22.6	23.2	18.2	14.2	企业自由现金流	0	53	419	598	815
						权益自由现金流	0	250	208	484	802

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032