



盐津铺子 (002847.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产品渠道协同，24Q1 业绩延续高增

业绩简评

3月26日，公司发布2023年年度报告及2024年一季度业绩预告。23年实现营收41.15亿元，同比+42.22%；实现归母净利润5.06亿元，同比+67.76%；扣非归母净利润4.76亿元，同比+72.84%。24Q1预计实现归母净利润1.5-1.7亿元，同比增长34.48%-52.41%；实现扣非归母净利润1.3-1.5亿元，同比+32.18%-52.51%，业绩略超预期。

核心单品成型，渠道红利释放。1) 产品端，聚焦七大核心品类，品牌矩阵不断丰富，魔芋蒟蒻、鹌鹑蛋迅速跻身大单品。23年辣卤零食/休闲烘焙/深海/薯类/蛋类/果干坚果/蒟蒻果冻布丁收入分别为14.82/6.27/6.19/3.60/3.19/2.67/2.17亿元，均具备双位数增长。其中核心品类辣卤魔芋、蛋类、蒟蒻分别同比+85%/594%/126%。2) 渠道端，量贩零食、电商渠道高速牵引，其他渠道亦实现双位数增长，品牌影响力和渠道势能持续增强。23年直营商超/经销/电商渠道销售额分别为3.3/29.5/8.3亿元，同比-10%/+40%/+98%。

总成本领先战略、渠道结构调整驱动利润率提升。23年/23Q4净利率12.3%/9.9%，同比+1.9pct/+0.9pct。1) 公司近年来陆续布局了芒果干、魔芋、鹌鹑蛋、马铃薯淀粉等大单品原材料的生产基地，以保证供应稳定、质量可控及价格优势。24Q1鸡蛋、油脂等部分原材料价格回落，整体生产成本持续下降。2) 商超占比下降致销售费率降低，毛销差优化。23年销售费率12.5%，同比-3.3pct，毛销差+2.1pct。3) 23Q4净利率环比下滑系股权激励费用、销售推广费用集中在Q4计提，23Q4/24Q1分别计提股权激励费用3004/3040万元，24年规模效应释放后期间费率有望优化。

看好“多渠道+多品类”产生的复利效应，业绩增长具备持续性。渠道方面，量贩零食门店数持续扩张，叠加公司入驻品类增加，仍有较大发展空间；电商渠道依靠打爆款、拓分销、上新品等方式有望延续高增长。定量流通、散装BC等渠道通过发展省外经销商、拓展网点数，有望维持稳健增长。供应链升级叠加成本下行，净利率有望进一步提升。

盈利预测、估值与评级

预计公司24-26年归母净利润分别为6.7/8.5/10.2亿元，分别同比+32%/27%/20%。对应PE分别为20x/16x/13x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

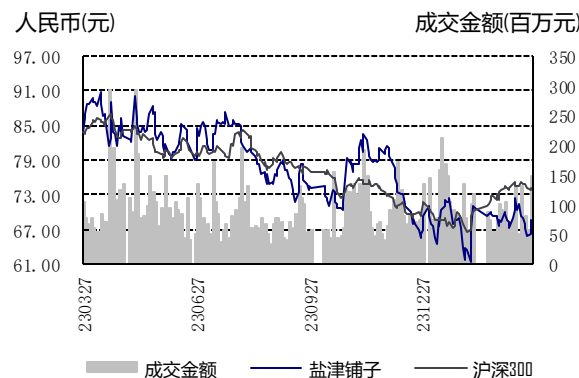
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：68.79元

相关报告：

- 《盐津铺子点评：增长势能延续，业绩符合预期》，2024.1.7
- 《盐津铺子点评：转型效果显著，Q3再超预期》，2023.10.31
- 《盐津铺子点评：产品+渠道齐发力，业绩再超预期》，2023.10.14



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,894	4,115	5,380	6,680	7,860
营业收入增长率	26.83%	42.22%	30.74%	24.16%	17.66%
归母净利润(百万元)	301	506	668	849	1,018
归母净利润增长率	100.01%	67.76%	32.10%	27.11%	19.91%
摊薄每股收益(元)	2.343	2.580	3.408	4.332	5.194
每股经营性现金流净额	3.31	3.39	4.06	5.35	6.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.57%	34.95%	34.46%	37.27%	37.91%
P/E	46.22	26.93	20.19	15.88	13.24
P/B	12.28	9.41	6.96	5.92	5.02

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,282	2,894	4,115	5,380	6,680	7,860	货币资金	135	203	310	412	525	859	
增长率	26.8%	42.2%	30.7%	24.2%	17.7%		应收款项	208	180	227	226	262	308	
主营业务成本	-1,467	-1,889	-2,735	-3,609	-4,502	-5,305	存货	259	453	594	659	786	855	
%销售收入	64.3%	65.3%	66.5%	67.1%	67.4%	67.5%	其他流动资产	84	216	172	215	260	302	
毛利	815	1,005	1,380	1,771	2,178	2,555	流动资产	685	1,053	1,304	1,512	1,832	2,323	
%销售收入	35.7%	34.7%	33.5%	32.9%	32.6%	32.5%	%总资产	32.9%	42.9%	45.4%	46.9%	50.2%	55.0%	
营业税金及附加	-20	-28	-33	-48	-60	-71	长期投资	64	1	1	1	1	1	
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,064	1,084	1,169	1,231	1,310	1,365	
销售费用	-505	-457	-516	-667	-815	-943	%总资产	51.1%	44.2%	40.7%	38.2%	35.9%	32.3%	
%销售收入	22.2%	15.8%	12.5%	12.4%	12.2%	12.0%	无形资产	198	203	213	269	283	306	
管理费用	-119	-131	-183	-231	-267	-307	非流动资产	1,397	1,402	1,566	1,714	1,816	1,903	
%销售收入	5.2%	4.5%	4.4%	4.3%	4.0%	3.9%	%总资产	67.1%	57.1%	54.6%	53.1%	49.8%	45.0%	
研发费用	-55	-74	-80	-108	-134	-157	资产总计	2,082	2,455	2,870	3,227	3,648	4,226	
%销售收入	2.4%	2.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	530	483	528	331	200	180	
息税前利润 (EBIT)	115	314	569	716	902	1,078	应付款项	491	433	606	668	819	949	
%销售收入	5.0%	10.9%	13.8%	13.3%	13.5%	13.7%	其他流动负债	161	226	243	248	306	358	
财务费用	-21	-9	-16	3	8	14	流动负债	1,181	1,142	1,376	1,247	1,324	1,487	
%销售收入	0.9%	0.3%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	长期贷款	2	137	0	0	0	0	
资产减值损失	-3	1	-16	-13	-3	-1	其他长期负债	16	27	32	19	15	13	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,198	1,307	1,408	1,266	1,340	1,499	
投资收益	1	1	2	2	2	2	普通股股东权益	873	1,135	1,447	1,939	2,279	2,686	
%税前利润	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	其中：股本	129	129	196	196	196	196	
营业利润	170	341	584	753	956	1,147	未分配利润	469	640	919	1,187	1,526	1,934	
营业利润率	7.4%	11.8%	14.2%	14.0%	14.3%	14.6%	少数股东权益	11	13	15	21	30	41	
营业外收支	-3	-8	-10	-3	-3	-3	负债股东权益合计	2,082	2,455	2,870	3,227	3,648	4,226	
税前利润	167	333	574	750	953	1,144	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	7.3%	11.5%	13.9%	13.9%	14.3%	14.6%	每股指标							
所得税	-13	-31	-61	-75	-95	-114	每股收益	1.165	2.343	2.580	3.408	4.332	5.194	
所得税率	7.6%	9.3%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	每股净资产	6.749	8.819	7.380	9.890	11.623	13.700	
净利润	154	302	513	675	858	1,029	每股经营现金净流	3.694	3.307	3.387	4.056	5.346	6.447	
少数股东损益	4	0	8	7	9	11	每股股利	0.500	1.000	1.000	2.045	2.599	3.116	
归属于母公司的净利润	151	301	506	668	849	1,018	回报率							
净利率	6.6%	10.4%	12.3%	12.4%	12.7%	13.0%	净资产收益率	17.27%	26.57%	34.95%	34.46%	37.27%	37.91%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.24%	12.28%	17.62%	20.71%	23.28%	24.09%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	7.49%	16.11%	25.59%	28.05%	32.30%	33.29%	
净利润	154	302	513	675	858	1,029	增长率							
少数股东损益	4	0	8	7	9	11	主营业务收入增长率	16.47%	26.83%	42.22%	30.74%	24.16%	17.66%	
非现金支出	132	150	186	172	186	209	EBIT增长率	-48.52%	173.64%	81.19%	25.75%	26.03%	19.41%	
非经营收益	11	18	35	1	6	2	净利润增长率	-37.65%	100.01%	67.76%	32.10%	27.11%	19.91%	
营运资金变动	181	-44	-70	-52	-2	24	总资产增长率	2.99%	17.91%	16.92%	12.43%	13.06%	15.85%	
经营活动现金净流	478	426	664	795	1,048	1,264	资产管理能力							
资本开支	-331	-260	-345	-300	-292	-298	应收账款周转天数	28.3	22.7	16.5	14.0	13.0	13.0	
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	76.0	68.8	69.9	68.0	65.0	60.0	
其他	9	9	48	2	2	2	应付账款周转天数	53.8	47.4	37.2	37.0	36.0	35.0	
投资活动现金净流	-322	-251	-296	-298	-290	-296	固定资产周转天数	161.5	118.7	100.8	79.9	66.0	56.3	
股权募资	119	6	186	225	0	0	偿债能力							
债权募资	-72	85	-93	-210	-131	-20	净负债/股东权益	44.94%	36.35%	14.85%	-4.13%	-14.07%	-24.89%	
其他	-252	-188	-348	-405	-511	-612	EBIT利息保障倍数	5.5	35.6	34.8	-205.7	-109.5	-78.3	
筹资活动现金净流	-205	-97	-255	-390	-642	-632	资产负债率	57.56%	53.23%	49.07%	39.25%	36.72%	35.47%	
现金净流量	-49	77	113	107	116	337								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	23	35	69	154
增持	0	3	7	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.12	1.17	1.16	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究