

盐津铺子 (002847.SZ) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年3月27日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 68.79 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师: 晏诗雨

执业证书编号: S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

分析师: 熊欣慰

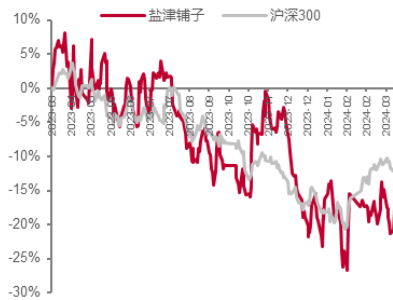
执业证书编号: S0740519080002

E-mail: xiongxw@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	196
流通股本(百万股)	173
市价(元)	68.79
市值(百万元)	13,487
流通市值(百万元)	11,874

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,894	4,115	5,323	6,610	8,073
增长率 yoy%	27%	42%	29%	24%	22%
净利润(百万元)	301	506	676	860	1,080
增长率 yoy%	100%	68%	34%	27%	26%
每股收益(元)	1.54	2.58	3.45	4.39	5.51
每股现金流量	2.17	3.39	3.81	4.98	5.39
净资产收益率	26%	35%	32%	29%	27%
P/E	44.7	26.7	20.0	15.7	12.5
P/B	11.9	9.3	6.5	4.6	3.4

备注: 股价选取 2024 年 3 月 26 日收盘价

投资要点

- 事件:** 公司发布 2023 年年报与 2024 年一季度业绩预告, 预计 2023 年营业收入 41.15 亿元, 同比增长 42.22%; 归母净利润 5.06 亿元, 同比增长 67.76%; 扣非归母净利润 4.76 亿元, 同比增长 72.84%; 其中, 4Q23 实现营业收入 11.11 亿元, 同比增长 20.22%; 归母净利润 1.10 亿元, 同比增长 32.64%; 扣非归母净利润 1.00 亿元, 同比增长 21.23%; 1Q24 预计实现归母净利润 1.5~1.7 亿元, 同比增长 34.48%~52.41%; 扣非归母净利润 1.3~1.5 亿元, 同比增长 32.18%~52.51%;
- 收入端, 新品&渠道持续放量, 拉动收入高增。** 公司多个渠道、多个品类实现快速发展, 2023 年, 公司直营/经销和其他/电商实现收入 3.34/29.52/8.28 亿元, 同比增长-10.03%/40.35%/98.04%, 占比 8%/72%/20%; 华中(含江西)/西南+西北/华东/华北+东北及其他实现收入 16.20/5.72/5.26/4.95/7.34 亿元, 同比增长 44.55%/23.75%/9.71%/33.67%/73.66%, 占比 39%/14%/13%/12%/2%; 魔芋制品/肉禽制品/豆制品/其他辣卤/休闲烘焙/深海零食/薯类零食/蛋类零食/果干坚果/药膳实现收入 4.76/3.40/3.23/3.43/6.27/6.19/3.60/3.19/2.67/2.17 亿元, 同比增长 85%/40%/36%/65%/13%/11%/30%/595%/37%/126%, 占比 12%/8%/8%/8%/15%/15%/9%/8%/6%/5%。
- 利润端, 生产效率和销售结构改善, 预计拉动净利率提升。** 2023 年, 公司毛利率为 33.54%, 同比下降 1.18pct; 销售费用率为 12.53%, 同比下降 3.27pct; 管理费用率为 4.44%, 同比下降 0.08pct; 研发费用率为 1.94%, 同比下降 0.63pct; 毛销差为 21.01%, 同比提升 2.09pct; 净利率为 12.29%, 同比提升 1.87pct。2023 年公司净利率同比提升明显, 预计主要原因系: (1) 成本端, 相比 2022 年, 2023 年大豆油、棕榈油、黄豆等部分原材料价格有所回落, 白糖价格上涨, 整体生产成本有所下降; (2) 生产端, 规模效应和精益生产有望压缩成本; (3) 渠道端, 商超渠道战略收缩/切割至经销商, 联络处和导购等相关费用缩减 (4) 产品端, 魔芋等新品利润率较高。
- 渠道、新品持续放量, 未来展望积极。** 收入方面, 短期维度, 零食专营系统与电商渠道有望持续贡献新增量, 中期维度, 公司布局新品类全渠道, 品类聚焦+品牌营销有望推动定量流通渠道发展超预期。长期维度, 布局上游+规模效应保障核心品类成本领先, 核心品类皆有培育空间。利润方面, 公司核心品类伴随渠道同步成

长，规模效应进一步凸显，公司利润率有望进一步提升。

- **盈利预测：**根据公告，我们预计公司 24-26 年营收分别为 53.23/66.10/80.73 亿元（前次 24/25 年为 52.17/64.16 亿元），净利润分别为 6.76/8.60/10.80 亿元（前次 24/25 年为 6.75/8.66 亿元）。维持“买入”评级。
- **风险提示：**渠道开拓不及预期、竞争加剧、原材料价格波动、食品安全事件。

图表 1: 盐津铺子三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	310	1,065	1,675	2,639	营业收入	4,115	5,323	6,610	8,073
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,735	3,535	4,377	5,326
应收账款	211	365	435	488	税金及附加	33	46	58	71
预付账款	145	180	227	290	销售费用	516	649	800	969
存货	594	844	955	1,218	管理费用	183	229	284	347
合同资产	0	0	0	0	研发费用	80	106	126	145
其他流动资产	44	117	140	185	财务费用	16	22	22	22
流动资产合计	1,304	2,570	3,433	4,820	信用减值损失	-15	-2	-2	-2
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,135	969	827	706	投资收益	2	1	1	1
在建工程	33	33	33	33	其他收益	60	60	60	60
无形资产	198	177	157	140	营业利润	584	776	986	1,235
其他非流动资产	199	210	219	226	营业外收入	1	2	1	2
非流动资产合计	1,566	1,389	1,237	1,105	营业外支出	11	11	11	11
资产合计	2,870	3,959	4,669	5,925	利润总额	574	767	976	1,226
短期借款	300	278	0	0	所得税	61	81	103	130
应付票据	32	26	40	43	净利润	513	686	873	1,096
应付账款	289	522	598	709	少数股东损益	8	10	13	16
预收款项	0	7	7	7	归属母公司净利润	505	676	860	1,080
合同负债	100	166	199	247	NOPLAT	528	706	893	1,116
其他应付款	286	286	286	286	EPS (按最新股本摊薄)	2.58	3.45	4.39	5.51
一年内到期的非流动负债	227	227	227	227					
其他流动负债	142	170	201	238					
流动负债合计	1,376	1,682	1,558	1,757					
长期借款	0	137	137	137					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	32	32	32	32					
非流动负债合计	32	169	169	169					
负债合计	1,408	1,851	1,727	1,926					
归属母公司所有者权益	1,447	2,083	2,904	3,945					
少数股东权益	15	25	38	54					
所有者权益合计	1,462	2,108	2,942	3,999					
负债和股东权益	2,870	3,959	4,669	5,925					

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	664	746	977	1,058
现金收益	684	897	1,060	1,262
存货影响	-141	-249	-112	-262
经营性应收影响	-67	-189	-116	-116
经营性应付影响	169	234	91	114
其他影响	20	53	53	60
投资活动现金流	-296	-46	-26	-33
资本支出	-236	-1	-3	-5
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-60	-45	-23	-28
融资活动现金流	-255	54	-340	-62
借款增加	-93	115	-278	0
股利及利息支付	-220	-87	-98	-121
股东融资	186	0	0	0

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	42.2%	29.3%	24.2%	22.1%
EBIT增长率	72.8%	33.7%	26.6%	25.0%
归母公司净利润增长率	67.8%	33.6%	27.3%	25.5%
盈利能力				
毛利率	33.5%	33.6%	33.8%	34.0%
净利率	12.5%	12.9%	13.2%	13.6%
ROE	34.6%	32.0%	29.2%	27.0%
ROIC	32.7%	31.2%	32.5%	30.4%
偿债能力				
资产负债率	49.1%	46.7%	37.0%	32.5%
债务权益比	38.3%	32.0%	13.5%	9.9%
流动比率	0.9	1.5	2.2	2.7
速动比率	0.5	1.0	1.6	2.1
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4
应收账款周转天数	16	19	22	21
应付账款周转天数	37	41	46	44
存货周转天数	69	73	74	73
每股指标 (元)				
每股收益	2.58	3.45	4.39	5.51
每股经营现金流	3.39	3.80	4.98	5.40
每股净资产	7.38	10.63	14.81	20.12
估值比率				
P/E	27	20	16	12
P/B	9	6	5	3

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。