

盐津铺子 (002847.SZ)

渠道基础强化，新品表现亮眼

买入

核心观点

事件：公司公布2023年年报，2023年实现营业总收入41.15亿元，同比增长42.22%；实现归母净利润5.06亿元，同比增长67.76%。第四季度实现营业收入11.11亿元，同比增长20.22%；实现归母净利润1.10亿元，同比增长32.62%。

量贩零食与电商渠道延续高速增长，新品表现亮眼。2023年公司营业收入同比+42.22%，展现“多品类、全渠道”战略转型的成效。分品类看，辣卤零食2023年收入同比增长56.71%，休闲烘焙、深海零食全年收入增速均超10%，基础品类的市场基础稳固。新品类中，蛋类零食/蒟蒻果冻布丁2023年收入同比增长594.52%/125.67%，反映公司具备突出的市场需求捕捉能力以及供应链协同能力。公司积极顺应当前消费行为变化趋势，凭借高性价比产品切入量贩零食、新兴电商等快速崛起的渠道，2023年包含量贩零食渠道在内的经销及其他渠道收入同比增长40.35%，电商渠道收入同比增长98.04%，直营商超渠道收入占比降至8.1%，表明公司渠道转型坚决且彻底。第四季度营业收入同比增速与前三季度相比有所放缓，主要系龙年春节错期、旺季备货延迟的影响。

成本回落与规模效应显现推动盈利能力提升。2023年公司归母净利润同比增长67.76%，归母净利率同比增长1.87pct至12.3%。2023年公司毛销差同比增长2.1pct，主要系大豆油、棕榈油、黄豆等原材料价格回落，供应链改造升级后效率提升，叠加规模效应显现所致。2023年管理费用率同比下降0.08pct，若剔除股份支付费用影响，管理费用率同比下降0.22pct，主要受益于规模效应。

股东回报机制成熟，2023年现金分红比例58.1%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利15元（含税），现金分红金额为2.94亿元（含税），占全年归母净利润的比例为58.1%，并以资本公积金向全体股东每10股转增4股。此外，公司还进行了股份回购以提高股东回报。

风险提示：渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨。

投资建议：公司战略转型红利持续释放，魔芋、鹌鹑蛋等新品市场反馈佳，公司收入增长动力进一步提升。我们小幅上调2024-2025年盈利预测：预计2024-2025年公司实现营业总收入52.4/63.4亿元（前预测值为51.3/61.5亿元），同比增长27.3%/21.1%；2024-2025年公司实现归母净利润6.7/8.9亿元（前预测值为6.6/8.9亿元），同比增长32.5%/32.3%。当前股价对应2024/2025年PE分别为20.1/15.2倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,894	4,115	5,237	6,344	7,533
(+/-%)	26.8%	42.2%	27.3%	21.1%	18.7%
净利润(百万元)	301	506	670	886	1052
(+/-%)	100.0%	67.8%	32.5%	32.3%	18.8%
每股收益(元)	2.34	2.58	3.42	4.52	5.37
EBIT Margin	10.9%	13.8%	13.7%	15.3%	15.4%
净资产收益率(ROE)	26.6%	35.0%	36.7%	38.1%	36.1%
市盈率(PE)	29.4	26.7	20.1	15.2	12.8
EV/EBITDA	22.5	20.7	17.6	13.7	11.8
市净率(PB)	7.80	9.32	7.39	5.80	4.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟 021-60933131
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：杨苑 021-60933124
yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	75.67元
总市值/流通市值	14836/13061百万元
52周最高价/最低价	139.50/59.27元
近3个月日均成交额	94.30百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

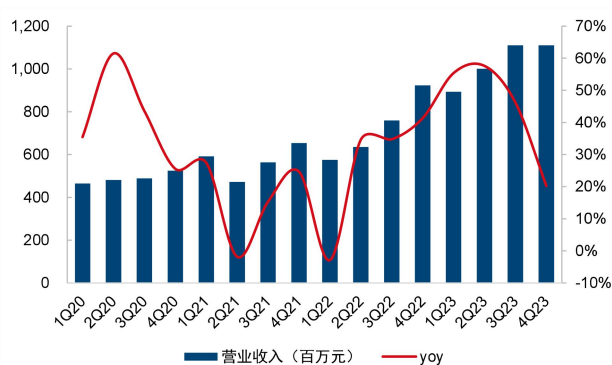
- 《盐津铺子(002847.SZ)-2023年收入增长42.2%，盈利能力强》——2024-02-29
- 《盐津铺子(002847.SZ)-第三季度收入同比增长46.2%，战略转型成效显著》——2023-11-01
- 《盐津铺子(002847.SZ)-战略转型成效显著，把握零食渠道变革红利》——2023-03-24
- 《盐津铺子(002847.SZ)-2022年业绩预告点评：改革成效持续兑现，新渠道快速增长》——2023-01-27
- 《盐津铺子(002847.SZ)-2022年三季度业绩点评：营收稳定增长，盈利能力改善》——2022-10-26

公司公布 2023 年年报，2023 年实现营业总收入 41.15 亿元，同比增长 42.22%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比增长 67.76%。第四季度实现营业总收入 11.11 亿元，同比增长 20.22%；实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 32.62%。

量贩零食与电商渠道延续高速增长，新品表现亮眼。2023 年公司营业收入同比 +42.22%，展现“多品类、全渠道”战略转型的成效。分品类看，辣卤零食 2023 年收入同比增长 56.71%，休闲烘焙、深海零食全年收入增速均超 10%，基础品类的市场基础稳固。新品类中，蛋类零食/蒟蒻果冻布丁 2023 年收入同比增长 594.52%/125.67%，反映公司具备突出的市场需求捕捉能力以及供应链协同能力。公司积极顺应当前消费行为变化趋势，凭借高性价比产品切入量贩零食、新兴电商等快速崛起的渠道，2023 年包含量贩零食渠道在内的经销及其他渠道收入同比增长 40.35%，电商渠道收入同比增长 98.04%，直营商超渠道收入占比降至 8.1%，表明公司渠道转型坚决且彻底。第四季度营业收入同比增速与前三季度相比有所放缓，主要系龙年春节错期、旺季备货延迟的影响。

成本回落与规模效应显现推动盈利能力提升。2023 年公司归母净利润同比增长 67.76%，归母净利率同比增长 1.87pct 至 12.3%。2023 年公司毛销差同比增长 2.1pct，主要系大豆油、棕榈油、黄豆等原材料价格回落，供应链改造升级后效率提升，叠加规模效应显现所致。2023 年管理费用同比下降 0.08pct，若剔除股份支付费用影响，管理费用率同比下降 0.22pct，主要受益于规模效应。

图1：单季度营业收入及增速



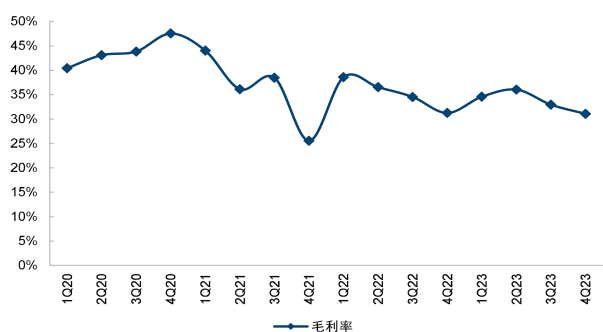
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



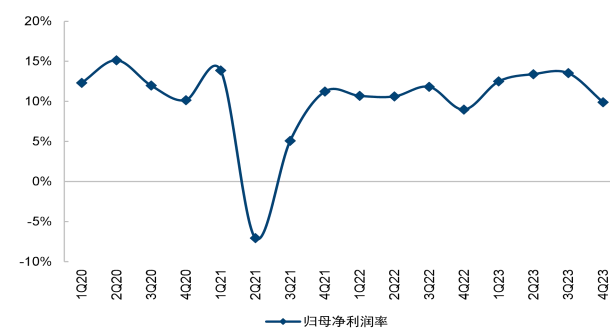
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

股东回报机制成熟，2023 年现金分红比例 58.1%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 15 元（含税），现金分红金额为 2.94 亿元（含税），占全年归母净利润的比例为 58.1%，并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。此外，公司还进行了股份回购以提高股东回报。

投资建议：公司战略转型红利持续释放，在已初步完成全渠道布局后，现阶段将进一步推动全渠道精耕，如量贩零食渠道扩大门店覆盖面并增加进场 SKU 数量、电商渠道灵活运营并乘势扩大规模、定量流通渠道积极开拓经销商客户。完备的供应链体系、健全的激励机制也将助力公司长期高质量发展。短期来看，魔芋、鹌鹑蛋等新品市场反馈佳，公司收入增长动力进一步提升。春节旺季公司动销旺盛，为全年业绩奠定良好基础。我们小幅上调 2024-2025 年盈利预测：预计 2024-2025 年公司营业总收入 52.4/63.4 亿元（前预测值为 51.3/61.5 亿元），同比增长 27.3%/21.1%；归母净利润 6.7/8.9 亿元（前预测值为 6.6/8.9 亿元），同比增长 32.5%/32.3%；EPS 3.4/4.5 元。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 20.1/15.2 倍。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	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5135	6154	5237	6344	102	190
收入同比增速%	24.78%	19.84%	27.25%	21.15%	2.48pct	1.30pct
毛利率%	33.92%	33.84%	33.32%	33.23%	-0.60pct	-0.61pct
销售费用率%	12.57%	11.32%	12.18%	10.96%	-0.39pct	-0.36pct
净利率%	12.95%	14.41%	12.80%	13.97%	-0.15pct	-0.44pct
归母净利润（百万元）	665	887	670	886	5	0
归母净利润同比增速%	31.59%	33.37%	32.48%	32.25%	0.89pct	-1.12pct
EPS（元）	3.39	4.52	3.42	4.52	0.03	0.00

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 3 月 26 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
002847	盐津铺子	26.7	68.8	3.42	4.52	20.1	15.2	134.9	买入
002557	洽洽食品	20.6	34.8	1.59	1.92	21.9	18.1	176.2	买入
002991	甘源食品	27.3	83.0	3.48	4.43	23.9	18.7	77.3	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：盐津铺子 2023 年 EPS 为实际披露值，洽洽食品、甘源食品为预测值。

风险提示

渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	203	310	249	629	1116	营业收入	2894	4115	5237	6344	7533
应收款项	180	227	289	350	416	营业成本	1889	2735	3492	4236	5056
存货净额	453	594	776	946	1134	营业税金及附加	28	33	41	50	60
其他流动资产	154	172	219	265	315	销售费用	457	516	638	695	805
流动资产合计	1053	1304	1533	2191	2981	管理费用	131	183	219	237	267
固定资产	1084	1168	1251	1330	1403	研发费用	74	80	128	155	184
无形资产及其他	200	198	197	195	194	财务费用	9	16	9	2	(2)
投资性房地产	117	200	200	200	200	投资收益	1	2	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	(0)	1	0	0	0
资产总计	2455	2870	3180	3915	4777	其他收入	(40)	(52)	(78)	(118)	(154)
短期借款及交易性金融负债	483	528	200	200	200	营业利润	341	584	760	1006	1194
应付款项	277	320	418	510	611	营业外净收支	(8)	(10)	0	0	0
其他流动负债	382	528	680	812	965	利润总额	333	574	760	1006	1194
流动负债合计	1142	1376	1298	1521	1776	所得税费用	31	61	80	106	126
长期借款及应付债券	137	0	0	0	0	少数股东损益	0	8	10	13	16
其他长期负债	27	32	37	41	46	归属于母公司净利润	301	506	670	886	1052
长期负债合计	164	32	37	41	46	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1307	1408	1335	1563	1822	净利润	301	506	670	886	1052
少数股东权益	13	15	20	28	37	资产减值准备	(3)	16	(1)	(1)	(1)
股东权益	1135	1447	1825	2325	2918	折旧摊销	137	152	124	129	134
负债和股东权益总计	2455	2870	3180	3915	4777	公允价值变动损失	0	(1)	0	0	0
						财务费用	9	16	9	2	(2)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(205)	(78)	(37)	(50)	(44)
每股收益	2.34	2.58	3.42	4.52	5.37	其它	4	(12)	6	8	9
每股红利	1.14	1.12	1.49	1.97	2.34	经营活动现金流	234	583	763	972	1151
每股净资产	8.82	7.38	9.31	11.86	14.89	资本开支	0	(256)	(205)	(205)	(205)
ROIC	17.78%	26.77%	32%	42%	49%	其它投资现金流	(57)	63	0	0	0
ROE	26.57%	34.95%	37%	38%	36%	投资活动现金流	(57)	(193)	(205)	(205)	(205)
毛利率	35%	34%	33%	33%	33%	权益性融资	0	186	0	0	0
EBIT Margin	11%	14%	14%	15%	15%	负债净变化	135	(137)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	18%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(146)	(220)	(292)	(386)	(459)
收入增长	27%	42%	27%	21%	19%	其它融资现金流	(86)	247	(328)	0	0
净利润增长率	100%	68%	32%	32%	19%	融资活动现金流	(108)	(282)	(620)	(386)	(459)
资产负债率	54%	50%	43%	41%	39%	现金净变动	68	107	(62)	381	487
股息率	1.1%	1.6%	2.2%	2.9%	3.4%	货币资金的期初余额	135	203	310	249	629
P/E	29.4	26.7	20.1	15.2	12.8	货币资金的期末余额	203	310	249	629	1116
P/B	7.8	9.3	7.4	5.8	4.6	企业自由现金流	0	327	525	741	925
EV/EBITDA	22.5	20.7	17.6	13.7	11.8	权益自由现金流	0	427	190	740	926

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