

2024年04月26日

盐津铺子 (002847.SZ)

公司快报

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

买入-A(首次)

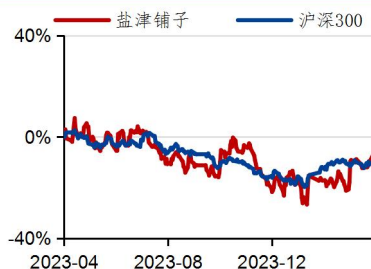
股价(2024-04-25)

73.71元

交易数据

总市值(百万元)	14,451.62
流通市值(百万元)	12,722.99
总股本(百万股)	196.06
流通股本(百万股)	172.61
12个月价格区间	130.99/63.30

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.86	1.53	-2.41
绝对收益	10.99	7.14	-13.33

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.cn

相关报告

全渠道多品类开花, 重视价值链分配变化

事件:

公司发布 2023 年年报, 23 年实现营收 41.15 亿元, 同比+42.22%; 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%。其中 23Q4 实现营收 11.11 亿元, 同比+20.22%; 归母净利润 1.10 亿元, 同比+32.62%; 扣非归母净利润 1.00 亿元, 同比+21.23%。

公司发布 2024 年一季报, 24Q1 实现营收 12.23 亿元, 同比+37.00%; 归母净利润 1.60 亿元, 同比+43.10%; 扣非归母净利润 1.38 亿元, 同比+40.08%。

投资要点

◆ **收入分析: 营收表现亮眼, 全渠道多品类开花。**23 年公司实现营收 41.15 亿元, 同比+42.22%(其中 Q1: +55.37%; Q2: +57.59%; Q3: +46.17%; Q4: +20.22%)。

1) 分品类, 23 年辣卤零食/休闲烘焙/深海零食/薯类零食/蛋类零食/果干坚果/蒟蒻果冻布丁/其他分别实现营收 14.82/6.27/6.19/3.60/3.19/2.67/2.17/2.25 亿元, 同比+56.71%/12.75%/10.65%/29.98%/594.52%/37.19%/125.67%/2.73%, 新品鹤鹑蛋、魔芋快速放量, 辣卤零食中休闲魔芋制品增速达 84.95%。

2) 分渠道, 23 年直营商超营收 3.34 亿元, 同比-10.03%, 主要系商超客流减少公司主动收缩该渠道; 经销和其他渠道营收 29.52 亿元, 同比+40.35%, 主要系零食量贩渠道快速增长、公司经销网络进一步延伸及下沉, 23 年末经销商数量为 3315 个, 净增 832 个; 电商渠道营收 8.28 亿元, 同比+98.04%, 电商渠道高增主要系抖音、快手平台发力明显。

◆ **利润分析: 成本红利叠加供应链优势, 盈利能力提升。**23 年毛利率为 33.54%, 同比-1.18pct, 23Q4 毛利率同比-0.18pct 至 31.06%, 23 年核心原材料成本下降但量贩零食店等低毛利渠道占比提升拖累毛利。费用端, 23 年销售/管理费用率分别为 12.53%/4.44%, 同比-3.27/-0.08pct, 主要系渠道结构差异导致费用投放变化。23Q4 销售费用率同比+0.41pct 至 13.17%, 主要系股权激励费用增加及春节推广费用较高。总成本领先战略叠加公司供应链优势, 规模效应带动净利率提升, 23 年毛销差达 21.01%, 同比 22 年扩大 2.09pct; 归母净利率为 12.29%, 同比+1.87pct; 23Q4 归母净利率为 9.90%, 同比+0.93pct, 主要系渠道结构变化。

◆ **24Q1 经营分析: 业绩表现亮眼, 开局势能延续。**24Q1 实现营收 12.23 亿元, 同比+37.00%, 全渠道战略下公司增长势能延续。24Q1 毛利率同比-2.47pct 至 32.10%, 主要因公司高毛利渠道占比下降、电商及零食量贩等低毛利渠道占比提升。24Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 13.00%/4.23%/1.30%, 分别同比-0.77/-0.15/-1.43pct, 主要因费用投入效率提升及规模效应, 归母净利率同比+0.56pct 至 13.05%, 净利率小幅提升, 伴随供应优化、单品放量及生产效率提升, 盈利弹性有望进一步释放。

◆ **24 年展望: 精耕渠道聚焦品类, 持续优化供应链。**公司持续聚焦七大品类, 一方面针对核心品类重视塑造消费者品牌心智, 打造“蛋皇”、“大魔王”等品牌; 另



一方面积极洞察市场消费趋势储备新品类，丰富产品矩阵。当前公司积极拓展量贩零食店、抖音快手社交电商等渠道，通过散称、定量装等不同规格适配渠道，精细化运营各渠道。公司核心产品均采用自建供应链，布局马铃薯全粉加工、鹌鹑养殖等项目，随智能制造水平提升及供应链延伸可进一步夯实成本优势，支撑公司全渠道布局战略，带动渠道拓展及盈利能力提升。

- ◆ **中长期展望：渠道结构持续优化，适应渠道链价值分配。**公司持续推进全渠道覆盖，积极拓展量贩零食店、校园店等新渠道，大力发展电商渠道，渠道结构有望进一步优化、带动各单品放量。从渠道链条演变历程来看，当前零食供应链缩短，下游门店及消费者强调高效率和高周转，中游品牌商溢价能力有所减弱，上游零食生产商规模效应及自有供应链优势凸显，我们认为公司自有供应链及优秀的组织能力符合当前渠道价值分配逻辑，有望助力全渠道布局及产品放量。
- ◆ **投资建议：**全渠道、多品类布局空间充足，公司对于新兴品类的把握及市场洞察能力出色。供应链及组织效率优势支撑公司积极拥抱新兴渠道，规模效应可进一步带动盈利能力提升。我们预测 2024 年至 2026 年公司营业收入增速分别为 27.9%、22.1%和 20.5%，归母净利润增速分别为 31.9%、27.8%、23.5%，EPS 分别为 3.40 元、4.35 元和 5.37 元，对应 PE 分别为 22.0x、17.2x、13.9x，首次覆盖，给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**原材料上涨风险，渠道竞争加剧，商超客流下滑，新品推广不及预期，食品安全问题等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,894	4,115	5,263	6,425	7,746
YoY(%)	26.8	42.2	27.9	22.1	20.5
归母净利润(百万元)	301	506	667	853	1,053
YoY(%)	100.0	67.8	31.9	27.8	23.5
毛利率(%)	34.7	33.5	33.8	34.1	34.3
EPS(摊薄/元)	1.54	2.58	3.40	4.35	5.37
ROE(%)	26.3	35.1	31.6	30.4	28.4
P/E(倍)	48.7	29.0	22.0	17.2	13.9
P/B(倍)	12.9	10.1	6.9	5.2	4.0
净利率(%)	10.4	12.3	12.7	13.3	13.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

- 1) **辣卤零食**：公司辣卤零食包含休闲魔芋制品、休闲豆制品、肉禽制品等，当前魔芋素毛肚增长势能强劲，为公司重点产品，公司打造“大魔王”品牌。我们预计 2024-2026 年公司辣卤产品增速分别为 32.5%、25.2%、18.1%。
- 2) **果干坚果**：公司果干坚果当前增长较为稳定，24 年预计进一步重点推广芒果干品类，带动果干坚果品类放量。我们预计 2024-2026 年增速分别为 28.0%、22.0%、22.0%。
- 3) **深海零食**：公司拥有深海零食品牌“31°鲜”，核心单品已形成较强品牌认知，伴随全渠道战略推进有望进一步提升市场规模，我们预计 2024-2026 年增速分别为 12.0%、10.0%、10.0%。
- 4) **休闲烘焙**：公司休闲烘焙产品布局较早，增速相对稳健，我们预计 2024-2026 年增速分别为 10.0%、10.0%、10.0%。
- 5) **薯类零食**：当前薯类零食体量超 3 亿元，在零食量贩店等渠道放量较快，我们预计 2024-2026 年增速分别为 15.0%、12.0%、10.0%。
- 6) **蛋类食品**：鹌鹑蛋为公司重点品类之一，23 年实现快速放量。公司打造“蛋皇”品牌，伴随渠道拓展有望保持较快增速，我们预计 2024-2026 年增速分别为 90.0%、50.0%、50.0%。
- 7) **蒟蒻果冻布丁**：23 年蒟蒻果冻布丁增势良好，体量突破 2 亿元，低基数下有望实现较快增长。我们预计 2024-2026 年增速分别为 50.0%、30.0%、30.0%。
- 8) **其他**：公司其他产品占比较小，我们预计 2024-2026 其他产品增速分别为 2.0%、2.0%、2.0%。

表 1: 公司业务拆分 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1) 辣卤零食	618.09	945.81	1,482.17	1,964.46	2,459.09	2,903.52
YoY		53.0%	56.7%	32.5%	25.2%	18.1%
毛利率		34.8%	35.7%	36.4%	36.8%	37.2%
2) 果干坚果	222.37	194.45	266.77	341.46	416.58	508.23
YoY		-12.6%	37.2%	28.0%	22.0%	22.0%
毛利率		4.6%	5.5%	6.0%	7.0%	8.0%
3) 深海零食	475.35	559.42	618.97	693.25	762.58	838.83
YoY		17.7%	10.6%	12.0%	10.0%	10.0%
毛利率		50.2%	52.0%	52.0%	52.2%	52.5%
4) 休闲烘焙	571.88	556.01	626.89	689.58	758.53	834.39
YoY		-2.8%	12.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率		33.9%	28.9%	31.0%	31.5%	32.0%
5) 薯类零食	182.04	277.07	360.12	414.14	463.84	510.22
YoY		52.2%	30.0%	15.0%	12.0%	10.0%
毛利率		41.4%	35.8%	36.2%	36.5%	36.5%
6) 蛋类食品		45.90	318.79	605.70	908.55	1,362.82
YoY			594.5%	90.0%	50.0%	50.0%
毛利率			20.4%	20.6%	23.0%	25.0%
7) 蒟蒻果冻布丁		95.98	216.59	324.89	422.35	549.06
YoY			125.7%	50.0%	30.0%	30.0%
毛利率			45.3%	46.0%	46.0%	46.0%
8) 其他	211.76	218.89	224.87	224.87	224.87	224.87
YoY		3.4%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率			15.6%	18.6%	18.8%	19.6%
总计	2,281.50	2,893.52	4,115.18	5,262.84	6,425.48	7,745.71
YoY		16.5%	26.8%	27.9%	22.1%	20.5%
总成本	1,466.80	1,888.91	2,735.00	3,485.77	4,235.97	5,090.32
毛利率	35.71%	34.7%	33.5%	33.8%	34.1%	34.3%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司为风味休闲食品企业之一, 聚焦辣卤零食、薯类零食、深海零食、休闲烘焙、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果等七大品类, 搭建线下直营 KA 商超、经销商渠道、量贩零食渠道、新零售

渠道、线上电商渠道的全渠道布局。可比公司选择时，我们选取同样为休闲食品企业作为可比公司，具体标的包括劲仔食品、甘源食品、洽洽食品、三只松鼠、良品铺子。估值来看，休闲食品企业 2024-2025 年估值平均分别为 20.5X、16.1X，相较于可比公司，盐津铺子估值处于较低位置，同时考虑到公司业绩增长势能强劲，估值相对具有性价比。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
003000.SZ	劲仔食品	68.1	2.1	2.9	3.8	24.5	18.9	15.0
002991.SZ	甘源食品	78.0	3.3	4.0	5.0	23.7	19.3	15.5
002557.SZ	洽洽食品	174.1	8.1	10.8	12.7	21.6	16.1	13.7
300783.SZ	三只松鼠	96.9	2.2	3.5	4.7	44.1	27.9	20.7
603719.SH	良品铺子	57.8	1.8	3.7	4.5	32.1	15.6	12.7
	平均	-	3.5	5.0	6.1	30.8	20.5	16.1
002847.SZ	盐津铺子	144.5	5.1	6.7	8.5	29.0	22.0	17.2

资料来源: Wind 一致预期, 盐津铺子盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1053	1304	1874	2227	2979	营业收入	2894	4115	5263	6425	7746
现金	203	310	620	757	1183	营业成本	1889	2735	3486	4236	5090
应收票据及应收账款	169	211	275	318	397	营业税金及附加	28	33	46	56	66
预付账款	118	145	192	219	276	营业费用	457	516	647	771	929
存货	453	594	741	882	1068	管理费用	131	183	221	263	318
其他流动资产	109	44	46	52	55	研发费用	74	80	105	129	155
非流动资产	1402	1566	1943	2253	2557	财务费用	9	16	23	22	7
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	-16	-20	-24	-29
固定资产	941	1136	1485	1770	2050	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	200	198	214	223	232	投资净收益	1	2	1	1	1
其他非流动资产	261	231	245	260	275	营业利润	341	584	760	967	1197
资产总计	2455	2870	3817	4480	5536	营业外收入	1	1	1	1	1
流动负债	1142	1376	1634	1590	1729	营业外支出	9	11	5	5	5
短期借款	472	300	602	392	300	利润总额	333	574	756	963	1193
应付票据及应付账款	277	320	441	484	627	所得税	31	61	80	102	126
其他流动负债	394	756	592	714	801	税后利润	302	513	676	861	1067
非流动负债	164	32	45	55	58	少数股东损益	0	8	9	8	13
长期借款	137	0	13	23	26	归属母公司净利润	301	506	667	853	1053
其他非流动负债	27	32	32	32	32	EBITDA	513	748	911	1161	1421
负债合计	1307	1408	1679	1644	1786	主要财务比率					
少数股东权益	13	15	24	32	45	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	129	196	196	196	196	成长能力					
资本公积	385	458	458	458	458	营业收入(%)	26.8	42.2	27.9	22.1	20.5
留存收益	705	1017	1356	1890	2644	营业利润(%)	100.9	71.1	30.3	27.2	23.7
归属母公司股东权益	1135	1447	2114	2804	3705	归属于母公司净利润(%)	100.0	67.8	31.9	27.8	23.5
负债和股东权益	2455	2870	3817	4480	5536	获利能力					
						毛利率(%)	34.7	33.5	33.8	34.1	34.3
						净利率(%)	10.4	12.3	12.7	13.3	13.6
						ROE(%)	26.3	35.1	31.6	30.4	28.4
						ROIC(%)	18.5	26.0	24.9	26.7	26.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	53.2	49.1	44.0	36.7	32.3
						流动比率	0.9	0.9	1.1	1.4	1.7
						速动比率	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.3	1.5	1.6	1.5	1.5
						应收账款周转率	15.8	21.7	21.7	21.7	21.7
						应付账款周转率	7.3	9.2	9.2	9.2	9.2
						估值比率					
						P/E	48.7	29.0	22.0	17.2	13.9
						P/B	12.9	10.1	6.9	5.2	4.0
						EV/EBITDA	29.5	20.0	16.2	12.4	9.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn