

证券研究报告
公司研究
公司点评报告
盐津铺子(002847)
投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料分析师
执业编号: S1500523110003
邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

收入稳健，强化优势

2024年8月10日

事件: 公司发布2024年半年报, 24H1公司实现营业收入24.59亿元, 同比+29.84%; 归母净利润3.19亿元, 同比+30.01%; 扣非归母净利润2.73亿元, 同比+17.96%。单24Q2实现营业收入12.36亿元, 同比+23.44%; 归母净利润1.60亿元, 同比+19.11%; 扣非归母净利润1.35亿元, 同比+1.58%。

点评:

- **24Q2收入增速实现23.4%，淡季经营韧性强。** 市场担忧公司收入降速质疑公司后续成长性，我们认为公司自21Q2供应链转型升级以来，产品力提升显著，今年上半年“蛋皇”鹤鹑蛋进驻山姆会员店、“大魔王”麻酱味素毛肚获得消费者的高度认可，均验证公司在产品端当前亦具备强大的内生驱动力，成长并非仅受益于抓住渠道发展红利。往后展望，公司持续强化总成本领先的竞争优势，同时重视核心鹤鹑蛋、素毛肚等核心大单品的品牌打造，有望进入更高质量的成长通道中。
- **渠道结构同比拉低毛利率，推广加强股权费用摊销短期稀释盈利能力。** 公司24Q2实现毛利率33.0%，同比-3.1pct，我们认为主要系渠道结构影响，环比24Q1，24Q2毛利率提升0.85pct，我们认为主要系公司持续加强加深产业链布局贡献。24Q2公司销售费用率/管理管理费用率分别为13.5%/4.8%，同比+2.05pct/0.67pct，销售费用率提升明显主要系公司参加多场全国食品展会、为品类品牌进行广告宣传及B端的品牌推广所致。24Q2公司归母净利率为12.9%，同比-0.5pct。往后展望，公司持续优化供应链效率，大单品规模效应体现，有望推动公司盈利能力向上。
- **盈利预测与投资评级:** 往后展望，公司供应链效率持续升级，聚焦多品类全渠道发展战略成效显著，我们认为往后看经营可控性强，利润率水平有望在供应链效率提升推动下保持较好的水平。我们预计24-26年EPS分别为2.39、2.97、3.51元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动；电商红利边际降低；魔芋、鹤鹑蛋等品类竞争加剧；食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,894	4,115	5,166	6,288	7,445
增长率 YoY %	26.8%	42.2%	25.5%	21.7%	18.4%
归属母公司净利润(百万元)	301	506	656	815	963
增长率 YoY%	100.0%	67.8%	29.8%	24.1%	18.2%
毛利率%	34.7%	33.5%	32.6%	32.4%	31.8%
净资产收益率ROE%	26.6%	35.0%	38.3%	39.9%	39.8%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.84	2.39	2.97	3.51
市盈率 P/E(倍)	98.56	37.69	15.78	12.72	10.76
市净率 P/B(倍)	26.18	13.18	6.04	5.08	4.28

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年8月10日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,053	1,304	1,774	2,110	2,511	
货币资金	203	310	450	575	773	
应收票据	8	0	0	0	0	
应收账款	161	211	241	289	337	
预付账款	118	145	331	391	457	
存货	453	594	697	792	877	
其他	109	44	56	62	68	
非流动资产	1,402	1,566	1,715	1,746	1,659	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	941	1,135	1,284	1,279	1,144	
无形资产	200	198	196	201	208	
其他	261	232	234	266	308	
资产总计	2,455	2,870	3,489	3,856	4,170	
流动负债	1,142	1,376	1,708	1,725	1,630	
短期借款	472	300	448	280	0	
应付票据	8	32	38	47	56	
应付账款	269	289	353	408	459	
其他	394	756	869	991	1,115	
非流动负债	164	32	32	32	32	
长期借款	137	0	0	0	0	
其他	27	32	32	32	32	
负债合计	1,307	1,408	1,740	1,757	1,662	
少数股东权益	13	15	34	59	87	
归属母公司股东权益	1,135	1,447	1,714	2,040	2,421	
负债和股东权益	2,455	2,870	3,489	3,856	4,170	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,894	4,115	5,166	6,288	7,445	
同比(%)	26.8%	42.2%	25.5%	21.7%	18.4%	
归属母公司净利润	301	506	656	815	963	
同比(%)	100.0	67.8%	29.8%	24.1%	18.2%	
毛利率(%)	34.7%	33.5%	32.6%	32.4%	31.8%	
ROE%	26.6%	35.0%	38.3%	39.9%	39.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.84	2.39	2.97	3.51	
P/E	98.56	37.69	15.78	12.72	10.76	
P/B	26.18	13.18	6.04	5.08	4.28	
EV/EBITDA	31.60	19.03	9.44	6.82	5.29	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,894	4,115	5,166	6,288	7,445	
营业成本	1,889	2,735	3,483	4,253	5,078	
营业税金及附加	28	33	39	47	52	
销售费用	457	516	630	748	871	
管理费用	131	183	217	252	283	
研发费用	74	80	94	107	115	
财务费用	9	16	13	10	-2	
减值损失合计	0	-1	0	0	0	
投资净收益	1	2	0	0	0	
其他	35	29	77	91	104	
营业利润	341	584	767	963	1,152	
营业外收支	-8	-10	1	1	1	
利润总额	333	574	768	964	1,153	
所得税	31	61	92	125	161	
净利润	302	513	676	839	992	
少数股东损益	0	8	20	24	29	
归属母公司净利润	301	506	656	815	963	
EBITDA	455	728	810	1,079	1,299	
EPS(当年)(元)	1.10	1.84	2.39	2.97	3.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	426	664	652	1,026	1,238	
净利润	302	513	676	839	992	
折旧摊销	140	159	108	197	253	
财务费用	14	19	15	15	6	
投资损失	-1	-2	0	0	0	
营运资金变动	-34	-59	-146	-26	-18	
其它	5	33	-1	2	6	
投资活动现金流	-251	-296	-251	-221	-158	
资本支出	-260	-345	-240	-210	-146	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	9	48	-12	-12	-12	
筹资活动现金流	-97	-255	-261	-680	-883	
吸收投资	6	186	0	0	0	
借款	85	-93	148	-168	-280	
支付利息或股息	-146	-220	-409	-511	-603	
现金流净增加额	77	113	140	125	198	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。