



盐津铺子 (002847.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

渠道红利延续，业绩稳健增长

业绩简评

10月28日公司发布三季报，24Q1-Q3实现营收38.6亿元，同比+28.49%；实现归母净利润4.93亿元，同比+24.55%；扣非归母净利润3.76亿元，同比+12.9%。其中，24Q3实现营收14.0亿元，同比+26.2%；实现归母净利润1.73亿元，同比+15.6%；扣非归母净利润1.51亿元，同比+4.8%，收入超预期、业绩符合预期。

经营分析

渠道势能延续，收入环比提速。 Q3收入维持20%+增长主要系公司1) 产品全规格发展：除优势散装外，全力发展定量装、小商品以及量贩装产品，满足消费者各种场景的零食需求。2) 全渠道覆盖：在保持原有KA、AB类超市优势外，重点发展电商、零食量贩店、CVS、校园店等，与当下热门零食量贩品牌零食很忙、赵一鸣、零食有鸣等深度合作，在抖音平台与主播种草引流，品牌影响力和渠道势能持续增强。3) 新品类渗透率提升，今年“蛋皇”鹌鹑蛋进驻山姆会员商店，“大魔王”麻酱味素毛肚赢得消费者和线上线下渠道商的广泛认同，助推鹌鹑蛋、休闲魔芋等品类高速发展。

产品和渠道结构变化，还原税率扰动后归母增速与收入增速匹配。 24Q3公司毛利率/净利率分别为30.62%/12.39%，分别同比-2.3pct/-1.3pct。毛利率下滑系1) 部分原材料价格提升，且鹌鹑蛋等品类加强品质，致使成本提升。2) 产品、渠道结构变化，部分渠道和品类占比提升但毛利率中等偏低。24Q3公司销售/管理/研发费率分别同比+0.3pct/-1.3pct/-0.2pct，销售费率环比下行更注重效率、股权激励费用分摊仍有小幅影响，另外所得税变动较大(23Q3/24Q3税率为分别5%/15.5%，差额约2423万元)。

产品+渠道双轮驱动，看好全年激励目标兑现。 产品端，公司聚焦8大品类进行研发，并以多品牌、多品类战略持续丰富产品矩阵，全面启动供应链转型升级提升产品力。渠道端，公司今年成功突破山姆渠道，目前还在大力拓展定量流通、CVS、散装BC等渠道，积极补齐短板，实现多渠道驱动。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司24-26年归母净利润分别为6.5/8.1/10.1亿元，同比增长28%/26%/24%，对应PE分别为22x/18x/14x，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

分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：52.40元

相关报告：

- 1.《盐津铺子公司点评：淡季经营具备韧性，看好利润率改善》，2024.8.8
- 2.《盐津铺子公司点评：拟中期分红+回购，Q2业绩符合预期》，2024.7.11
- 3.《盐津铺子公司深度：市场关心“三问三答”》，2024.7.4



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	5,226	6,612	8,094
营业收入增长率	26.83%	42.22%	26.99%	26.52%	22.41%
归母净利润(百万元)	301	506	646	814	1,006
归母净利润增长率	100.01%	67.76%	27.69%	26.00%	23.66%
摊薄每股收益(元)	2.343	2.580	2.367	2.983	3.688
每股经营性现金流净额	3.31	3.39	2.85	3.69	4.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.57%	34.95%	37.87%	40.07%	41.35%
P/E	46.22	26.93	22.14	17.57	14.21
P/B	12.28	9.41	8.38	7.04	5.88

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,282	2,894	4,115	5,226	6,612	8,094
增长率		26.8%	42.2%	27.0%	26.5%	22.4%
主营业务成本	-1,467	-1,889	-2,735	-3,536	-4,554	-5,618
%销售收入	64.3%	65.3%	66.5%	67.7%	68.9%	69.4%
毛利	815	1,005	1,380	1,690	2,058	2,476
%销售收入	35.7%	34.7%	33.5%	32.3%	31.1%	30.6%
营业税金及附加	-20	-28	-33	-47	-60	-73
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-505	-457	-516	-627	-727	-850
%销售收入	22.2%	15.8%	12.5%	12.0%	11.0%	10.5%
管理费用	-119	-131	-183	-231	-292	-350
%销售收入	5.2%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%
研发费用	-55	-74	-80	-92	-111	-124
%销售收入	2.4%	2.6%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	115	314	569	694	869	1,079
%销售收入	5.0%	10.9%	13.8%	13.3%	13.1%	13.3%
财务费用	-21	-9	-16	2	5	9
%销售收入	0.9%	0.3%	0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-3	1	-16	-13	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	2	2	2
%税前利润	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	170	341	584	737	928	1,148
营业利润率	7.4%	11.8%	14.2%	14.1%	14.0%	14.2%
营业外收支	-3	-8	-10	-3	-3	-3
税前利润	167	333	574	734	925	1,145
利润率	7.3%	11.5%	13.9%	14.0%	14.0%	14.1%
所得税	-13	-31	-61	-81	-102	-126
所得税率	7.6%	9.3%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	154	302	513	653	823	1,019
少数股东损益	4	0	8	7	10	13
归属于母公司的净利润	151	301	506	646	814	1,006
净利率	6.6%	10.4%	12.3%	12.4%	12.3%	12.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	154	302	513	653	823	1,019
少数股东损益	4	0	8	7	10	13
非现金支出	132	150	186	172	186	210
非经营收益	11	18	35	2	10	4
营运资金变动	181	-44	-70	-49	-12	13
经营活动现金净流	478	426	664	779	1,008	1,246
资本开支	-331	-260	-345	-300	-292	-298
投资	0	0	0	0	0	0
其他	9	9	48	2	2	2
投资活动现金净流	-322	-251	-296	-298	-290	-296
股权募资	119	6	186	0	0	0
债权募资	-72	85	-93	8	-113	-226
其他	-252	-188	-348	-393	-493	-606
筹资活动现金净流	-205	-97	-255	-385	-606	-833
现金净流量	-49	77	113	95	112	117

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	135	203	310	401	510	624
应收款项	208	180	227	219	259	317
存货	259	453	594	646	795	905
其他流动资产	84	216	172	212	263	318
流动资产	685	1,053	1,304	1,477	1,826	2,164
%总资产	32.9%	42.9%	45.4%	46.3%	50.1%	53.2%
长期投资	64	1	1	1	1	1
固定资产	1,064	1,084	1,169	1,231	1,310	1,365
%总资产	51.1%	44.2%	40.7%	38.6%	36.0%	33.6%
无形资产	198	203	213	269	283	306
非流动资产	1,397	1,402	1,566	1,714	1,816	1,903
%总资产	67.1%	57.1%	54.6%	53.7%	49.9%	46.8%
资产总计	2,082	2,455	2,870	3,192	3,642	4,067
短期借款	530	483	528	550	437	211
应付款项	491	433	606	652	822	995
其他流动负债	161	226	243	244	305	371
流动负债	1,181	1,142	1,376	1,446	1,565	1,577
长期贷款	2	137	0	0	0	0
其他长期负债	16	27	32	19	15	13
负债	1,198	1,307	1,408	1,465	1,580	1,589
普通股股东权益	873	1,135	1,447	1,705	2,031	2,433
其中：股本	129	129	196	273	273	273
未分配利润	469	640	919	1,178	1,503	1,906
少数股东权益	11	13	15	22	32	44
负债股东权益合计	2,082	2,455	2,870	3,192	3,642	4,067

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.165	2.343	2.580	2.367	2.983	3.688
每股净资产	6.749	8.819	7.380	6.251	7.444	8.919
每股经营现金净流	3.694	3.307	3.387	2.854	3.695	4.566
每股股利	0.500	1.000	1.000	1.420	1.790	2.213
回报率						
净资产收益率	17.27%	26.57%	34.95%	37.87%	40.07%	41.35%
总资产收益率	7.24%	12.28%	17.62%	20.23%	22.34%	24.74%
投入资本收益率	7.49%	16.11%	25.59%	27.04%	30.86%	35.64%
增长率						
主营业务收入增长率	16.47%	26.83%	42.22%	26.99%	26.52%	22.41%
EBIT增长率	-48.52%	173.64%	81.19%	21.80%	25.25%	24.21%
净利润增长率	-37.65%	100.01%	67.76%	27.69%	26.00%	23.66%
总资产增长率	2.99%	17.91%	16.92%	11.21%	14.12%	11.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.3	22.7	16.5	14.0	13.0	13.0
存货周转天数	76.0	68.8	69.9	68.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	53.8	47.4	37.2	37.0	36.0	35.0
固定资产周转天数	161.5	118.7	100.8	82.3	66.6	54.7
偿债能力						
净负债/股东权益	44.94%	36.35%	14.85%	8.61%	-3.53%	-16.69%
EBIT利息保障倍数	5.5	35.6	34.8	-401.8	-190.8	-117.7
资产负债率	57.56%	53.23%	49.07%	45.88%	43.37%	39.08%

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	5	13	31	66	132
增持	1	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.07	1.06	1.04	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-14	买入	71.00	N/A
2	2023-10-31	买入	78.47	N/A
3	2024-01-07	买入	67.61	N/A
4	2024-03-26	买入	66.41	N/A
5	2024-04-23	买入	77.30	N/A
6	2024-07-04	买入	42.85	54.20~54.20
7	2024-07-11	买入	42.69	N/A
8	2024-08-08	买入	37.65	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

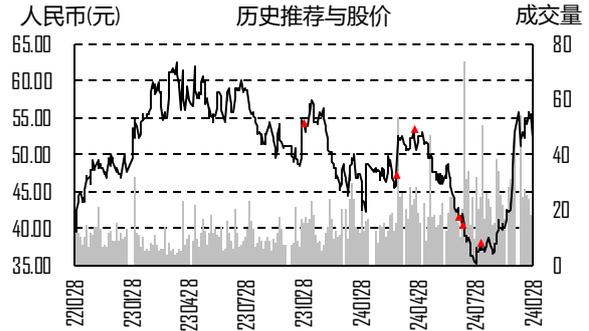
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

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





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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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