

食品饮料

报告日期：2024年10月30日

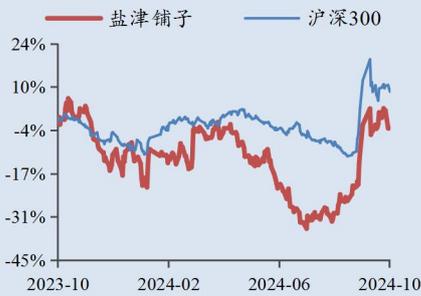
收入稳健增长，税率影响净利率略承压

——盐津铺子（002847.SZ）2024年三季度报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2024年10月29日

当前价格（元）	52.44
52周价格区间（元）	35.53-84.55
总市值（百万元）	14,306.67
流通市值（百万元）	12,807.41
总股本（万股）	27,281.99
流通股（万股）	24,422.97
近一月换手（%）	20.92

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

相关阅读

《业绩增速亮眼，盈利能力提升——盐津铺子（002847.SZ）年报点评报告》
2024.03.28

事件：

2024年10月29日，公司发布2024年三季度报告。

2024Q3公司实现营业收入14.02亿元，同比增长26.20%；归母净利润1.74亿元，同比增长15.62%；扣非后归母净利润15.15亿元，同比增长4.8%。

2024Q1-Q3，公司实现营业收入38.61亿元，同比增长28.49%；归母净利润4.93亿元，同比增长24.55%；扣非后归母净利润4.24亿元，同比增长12.90%。

观点：

- **收入保持稳健增长，鹤鹑蛋和魔芋增速亮眼。**产品方面，2023年10月和2024年3月，公司分别推出“大魔王”和“蛋皇”两个品类品牌，确定品类品牌引领，打造大单品战略。2024Q1-Q3公司鹤鹑蛋实现收入4.19亿元，同比增长104.43%，休闲魔芋实现收入5.51亿元，同比增长38.97%。2024Q3公司鹤鹑蛋实现收入1.80亿元，同比增长64.35%，休闲魔芋实现收入2.41亿元，同比增长39.05%。渠道方面，公司持续推进全渠道战略，公司强化高景气度渠道，同时拓展新渠道，2024Q3渠道增速从高到低排序，分别为：高势能会员店渠道>零食>定量流通>电商，散装渠道2024Q3同比持平，直营KA渠道仍处于同比和环比收缩阶段。
- **渠道占比变化和税率影响下，2024Q3毛利率和净利率同比有所下降。**2024Q3公司毛利率/净利率分别为30.62%/12.49%，同比下降2.32pct/1.05pct，毛利率下降主因毛利率较高的直营KA渠道和散装收入占比收缩，毛利率较低的零食量贩渠道收入占比提升，净利率下降主因2024Q3公司所得税费用同比增加2425.33万元，环比2024Q2增加1617.83万元，季度间存在税率波动的扰动。2024Q3公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为12.13%/3.11%/0.17%/1.37%，同比变化分别为+0.29pct/-1.34pct/-0.17pct/-0.23pct，公司销售费用率同比上升，其他费用率均同比下降。
- **公司具备多品类全产业链供应链优势，收入稳健，中长期具备成长潜能。**公司紧跟零食销售渠道的变化趋势，打造了全渠道、线上线下相结合的营销网络。目前，公司渠道已覆盖沃尔玛、大润发、山姆会员店、盒马系统等大型连锁商超，逐步覆盖全国的经销商网络；公司产品较早进入“零食很忙”、“赵一鸣”、“零食有鸣”等为代表的高效零食量贩渠道和社区团购等O2O渠道；公司的官

方商城在抖音、快手、小红书等兴趣电商及天猫、京东、唯品会、拼多多等货架电商表现较好。公司于近期成立津香和津诚控股子公司，产品方向分别为炒货和肉禽类制品，预计这两家子公司将于2024Q4释放少量业绩。2024年完成整合后，2025年将为公司带来收入和利润新的增量空间。

- **盈利预测及投资评级：**根据公司披露的2024年三季报数据，我们认为当前公司营收增速稳健，但利润增速受到税率波动影响较大，我们预计2024/2025/2026公司营业收入分别为52.24亿元/64.78亿元/78.51亿元(前值为53.50亿元/66.87亿元/81.58亿元)，同比增长26.95%/24.00%/21.19%；归母净利润分别为6.35亿元/8.04亿元/10.20亿元（前值为6.67亿元/8.74亿元/11.56亿元），同比增长25.53%/26.59%/26.94%；对应2024年10月29日收盘价，PE分别为22.7X/17.9X/14.1X，参考可比公司的平均估值，我们看好公司持续打造爆款的能力，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；消费复苏不及预期；成本上行；新品推广不及预期风险；市场竞争加剧的风险；第三方数据统计偏差风险。

表 1：盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,894	4,115	5,224	6,478	7,851
增长率（%）	26.83	42.22	26.95	24.00	21.19
归母净利润（百万元）	301	506	635	804	1,020
增长率（%）	100.01	67.76	25.53	26.59	26.94
ROE（%）	26.29	35.11	35.46	35.70	34.92
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.10	1.84	2.31	2.93	3.72
市盈率（P/E）	47.7	28.4	22.7	17.9	14.1
市净率（P/B）	12.7	9.9	8.0	6.4	4.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：可比公司盈利预测

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
603697.SH	有友食品	8.09	34.60	0.50	0.27	0.31	0.36	0.41	22.5	29.8	26.6	22.6	19.8
603719.SH	良品铺子	12.35	49.52	0.84	0.45	0.41	0.51	0.61	14.8	27.5	30.1	24.3	20.3
002557.SZ	洽洽食品	32.10	162.75	1.93	1.58	1.93	2.25	2.63	16.7	20.3	16.6	14.3	12.2
002991.SZ	甘源食品	69.90	65.16	1.70	3.53	4.37	5.25	6.21	41.2	19.8	16.2	13.5	11.4
003000.SZ	劲仔食品	12.54	56.55	0.28	0.46	0.67	0.85	1.08	45.4	27.0	18.6	14.7	11.6
300783.SZ	三只松鼠	27.20	109.07	0.32	0.55	0.98	1.36	1.82	84.5	49.6	27.9	20.0	15.0
行业平均		27.03	79.61	0.93	1.14	1.44	1.76	2.12	37.5	29.0	22.7	18.2	15.0
002847.SZ	盐津铺子	52.44	143.07	1.10	1.84	2.31	2.93	3.72	47.7	28.4	22.7	17.9	14.1

数据来源：iFind，华龙证券研究所（截至2024年10月29日，甘源食品、劲仔食品、洽洽食品、盐津铺子盈利预测来自华龙证券研究所，其余可比公司盈利预测来自iFind一致预期）

表 3：公司财务预测表

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	1558	1831	2301	营业收入	2894	4115	5224	6478	7851
现金	203	310	366	409	566	营业成本	1889	2735	3490	4340	5257
应收票据及应收账款	169	211	277	302	394	税金及附加	28	33	41	51	62
其他应收款	11	17	16	29	34	销售费用	457	516	679	777	885
预付账款	118	145	189	274	381	管理费用	131	183	230	285	345
存货	453	594	675	772	846	研发费用	74	80	104	162	196
其他流动资产	98	27	35	45	80	财务费用	9	16	4	1	-5
非流动资产	1402	1566	1641	1717	1785	资产和信用减值损失	1	-16	-8	-8	-11
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	43	60	54	56	56
固定资产	941	1136	1219	1303	1379	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	200	198	190	182	174	投资净收益	1	2	1	2	2
其他非流动资产	261	231	231	232	233	资产处置收益	-9	-16	-6	-8	-8
资产总计	2455	2870	3198	3547	4086	营业利润	341	584	716	904	1149
流动负债	1142	1376	1357	1235	1112	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	472	300	441	280	200	营业外支出	9	11	7	7	8
应付票据及应付账款	277	320	395	510	607	利润总额	333	574	711	898	1141
其他流动负债	394	756	521	445	305	所得税	31	61	69	84	111
非流动负债	164	32	32	32	24	净利润	302	513	641	814	1030
长期借款	137	0	0	0	0	少数股东损益	0	8	7	10	10
其他非流动负债	27	32	32	32	24	归属母公司净利润	301	506	635	804	1020
负债合计	1307	1408	1389	1267	1136	EBITDA	487	751	887	1103	1376
少数股东权益	13	15	21	31	41	EPS (元)	1.10	1.84	2.31	2.93	3.72
股本	129	196	274	274	274						
资本公积	385	458	380	380	380						
留存收益	705	1017	1240	1497	1868						
归属母公司股东权益	1135	1447	1788	2248	2908						
负债和股东权益	2455	2870	3198	3547	4086						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	426	664	681	822	898
净利润	302	513	641	814	1030
折旧摊销	139	154	161	191	224
财务费用	9	16	4	1	-5
投资损失	-1	-2	-1	-2	-2
营运资金变动	-107	-144	-138	-198	-368
其他经营现金流	84	126	14	16	19
投资活动现金流	-251	-296	-241	-273	-299
资本支出	262	347	236	267	300
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	11	51	-5	-6	1
筹资活动现金流	-97	-255	-526	-365	-443
短期借款	-57	-171	140	-161	-80
长期借款	135	-137	0	0	0
普通股增加	-1	67	78	0	0
资本公积增加	17	73	-78	0	0
其他筹资现金流	-191	-87	-666	-204	-363
现金净增加额	77	113	-85	184	156

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	26.83	42.22	26.95	24.00	21.19
营业利润同比增速(%)	100.87	71.10	22.77	26.12	27.11
归属于母公司净利润同比增速(%)	100.01	67.76	25.53	26.59	26.94
获利能力					
毛利率(%)	34.72	33.54	33.20	33.01	33.04
净利率(%)	10.43	12.47	12.28	12.56	13.12
ROE(%)	26.29	35.11	35.46	35.70	34.92
ROIC(%)	17.85	26.83	29.21	32.54	33.31
偿债能力					
资产负债率(%)	53.23	49.07	43.44	35.73	27.80
净负债比率(%)	37.56	15.81	4.91	-5.07	-11.93
流动比率	0.92	0.95	1.15	1.48	2.07
速动比率	0.34	0.39	0.49	0.60	0.89
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.55	1.72	1.92	2.06
应收账款周转率	16.10	22.13	22.00	23.00	23.20
应付账款周转率	7.70	9.81	10.50	10.30	10.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.84	2.31	2.93	3.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	2.42	2.48	3.00	3.27
每股净资产(最新摊薄)	4.14	5.27	6.52	8.19	10.60
估值比率					
P/E	47.7	28.4	22.7	17.9	14.1
P/B	12.7	9.9	8.0	6.4	4.9
EV/EBITDA	30.48	19.50	16.35	12.97	10.23

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（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报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

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及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046