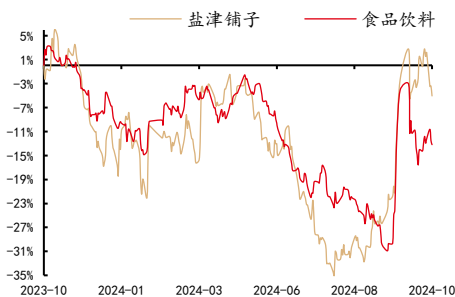


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	50.08
总股本/流通股本(亿股)	2.73 / 2.44
总市值/流通市值(亿元)	137 / 122
52周内最高/最低价	83.50 / 35.78
资产负债率(%)	49.1%
市盈率	18.99
第一大股东	湖南盐津铺子控股有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

盐津铺子(002847)

收入延续高增，经营性利润率环比提升

● 事件

公司2024年前三季度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 38.61/38.61/4.93/4.24 亿元，同比 28.49%/28.49%/24.55%/12.9%。公司单 Q3 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 14.02/14.02/1.74/1.51 亿元，同比 26.2%/26.2%/15.62%/4.8%。

● 核心要点

“大魔王”、“蛋皇”品类品牌打造成功，单三季度对收入贡献卓越。从产品角度看，公司在2024年重点发展“大魔王”和“蛋皇”两大品牌，并于三季度取得了亮眼成绩，同比均实现高速增长，在行业市场表现强劲，已占据一定的消费者心智。从渠道角度看，山姆会员店势能强劲，单月销售数据平稳，零食渠道保持头部地位，保持高速增长趋势，定量流通渠道为未来重点突破渠道，三季度增长态势良好，电商渠道月销售额持续增长，公司战略性引入高端产品，预计渠道利润有望提升。

产品和渠道结构变化、原料波动原因导致毛利率同比下滑，单看经营性利润率环比提升，盈利状况良好。2024 前三季度，公司毛利率/归母净利率为 31.84%/12.77%，分别同比-2.62/-0.4pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.85%/4%/1.49%/0.24%，分别同比 0.56/-0.32/-0.61/-0.14pct。24Q3，公司毛利率/归母净利率为 30.62%/12.39%，分别同比-2.32/-1.13pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.13%/3.11%/1.37%/0.17%，分别同比 0.29/-1.34/-0.23/-0.17pct。低毛利产品和渠道放量更快导致整体毛利率下移，此外部分原料如魔芋在 Q3 涨价，生产端用囤货和随用随采模式、通过滚动加权成本确认方式下，导致原料单价上涨，同时使用了高品质材料如六必居麻酱，导致原料端对毛利也造成了一定负面影响，但 Q3 毛利率下滑幅度较上半年逐渐收窄。费用上基本平稳，销售费用率剔除股份支付后变动较小。另外，季度间所得税率存在差异影响利润表现，24Q3 所得税率 15.46%(24H1 所得税率 10.58%、23Q3 所得税率 5.06%)。净利率中期来看预计维持在 12%-13%的水平，保持一定的费用投入以稳定市场份额，长期来看净利率有望进一步提升。

● 盈利预测与投资评级

维持 2024-2026 年收入预测 52.23/65.28/79.11 亿元，同比 +26.91%/+24.99%/+21.19%，维持 2024-2026 年归母净利润预测 6.44/8.14/10.08 亿元，同比+27.43%/+26.29%/+23.84%。EPS 分别为

2.36/2.98/3.69 元，对应当前股价 PE 为 21/17/14 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示：**

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4115	5223	6528	7911
增长率(%)	42.22	26.91	24.99	21.19
EBITDA（百万元）	755.51	836.45	1045.99	1312.30
归属母公司净利润（百万元）	505.77	644.49	813.95	1008.02
增长率(%)	67.76	27.43	26.29	23.84
EPS(元/股)	1.85	2.36	2.98	3.69
市盈率(P/E)	27.01	21.20	16.79	13.55
市净率(P/B)	9.44	7.37	5.77	4.54
EV/EBITDA	18.47	16.74	13.11	10.14

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	4115	5223	6528	7911	营业收入	42.2%	26.9%	25.0%	21.2%
营业成本	2735	3442	4295	5190	营业利润	71.1%	26.5%	27.8%	28.0%
税金及附加	33	46	58	71	归属于母公司净利润	67.8%	27.4%	26.3%	23.8%
销售费用	516	653	816	973	获利能力				
管理费用	183	235	287	340	毛利率	33.5%	34.1%	34.2%	34.4%
研发费用	80	115	144	158	净利率	12.5%	12.3%	12.6%	12.9%
财务费用	16	13	6	-2	ROE	35.0%	34.8%	34.4%	33.5%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	ROIC	31.3%	37.7%	38.5%	42.8%
营业利润	584	738	944	1208	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	49.1%	47.7%	42.2%	40.7%
营业外支出	11	8	8	8	流动比率	0.95	1.12	1.37	1.58
利润总额	574	732	937	1202	营运能力				
所得税	61	88	112	180	应收账款周转率	19.55	15.48	15.48	15.48
净利润	513	644	825	1021	存货周转率	4.60	4.73	4.73	4.73
归母净利润	506	644	814	1008	总资产周转率	1.43	1.46	1.58	1.54
每股收益(元)	1.85	2.36	2.98	3.69	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.85	2.36	2.98	3.69
货币资金	310	522	653	1203	每股净资产	5.30	6.80	8.68	11.02
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	211	342	427	518	PE	27.01	21.20	16.79	13.55
预付款项	145	178	222	270	PB	9.44	7.37	5.77	4.54
存货	594	727	908	1097	现金流量表				
流动资产合计	1304	1879	2348	3254	净利润	513	631	803	993
固定资产	1161	1155	1238	1404	折旧和摊销	165	92	103	113
在建工程	33	161	189	116	营运资本变动	-144	-73	1	-1
无形资产	198	192	185	179	其他	112	14	34	31
非流动资产合计	1566	1695	1792	1879	经营活动现金流净额	646	665	941	1136
资产总计	2870	3574	4140	5133	资本开支	-347	-200	-200	-200
短期借款	300	308	10	0	其他	51	-10	-6	-5
应付票据及应付账款	320	491	613	741	投资活动现金流净额	-296	-210	-206	-205
其他流动负债	756	875	1092	1319	股权融资	140	0	0	0
流动负债合计	1376	1674	1715	2060	债务融资	-304	7	-299	-12
其他	32	32	31	28	其他	-92	-250	-305	-368
非流动负债合计	32	32	31	28	筹资活动现金流净额	-255	-242	-604	-380
负债合计	1408	1706	1746	2088	现金及现金等价物净增加额	95	212	131	551
股本	196	196	196	196					
资本公积金	458	458	458	458					
未分配利润	793	1200	1715	2352					
少数股东权益	15	14	25	38					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1462	1869	2394	3045					
负债和所有者权益总计	2870	3574	4140	5133					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048