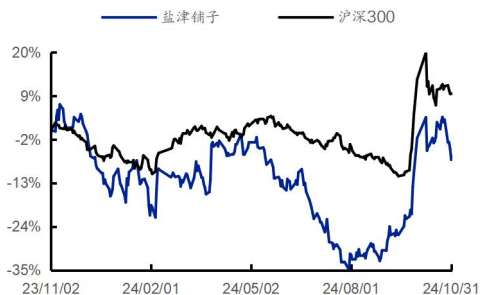


研究所:
 证券分析师: 刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

Q3 收入增长亮眼, 利润短期有所扰动

——盐津铺子 (002847) 2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
盐津铺子	-4.6%	35.6%	-4.6%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

市场数据	2024/11/01
当前价格 (元)	50.58
52 周价格区间 (元)	35.53-84.55
总市值 (百万)	13,799.23
流通市值 (百万)	12,353.14
总股本 (万股)	27,281.99
流通股本 (万股)	24,422.97
日均成交额 (百万)	152.49
近一月换手 (%)	1.16

相关报告

- 《盐津铺子 (002847) 2024 年半年报点评: 淡季收入增势延续, 品类品牌培育卓有成效 (买入)* 休闲食品*刘洁铭, 秦一方》——2024-08-09
- 《盐津铺子 (002847) 2024 年一季报点评: 收入增长趋势不减, 盈利能力持续提升 (买入)* 休闲食品*刘洁铭, 秦一方》——2024-04-28
- 《盐津铺子 (002847) 23 年报点评报告: 2023 年完美收官, 一季度增势不减 (增持)* 休闲食品*刘洁铭, 秦一方》——2024-03-27
- 《盐津铺子 (002847) 2023 年业绩预告点评: 2023 年平稳收官, 渠道势能不减, 期待品类品牌培育 (增

事件:

2024 年 10 月 29 日, 盐津铺子发布 2024 年三季度报告: 2024 年 Q1-3 公司实现营收 38.61 亿元, 同比+28.49%; 归母净利润 4.93 亿元, 同比+24.55%; 扣非归母净利润 4.24 亿元, 同比+12.90%。其中, 2024Q3 公司实现营收 14.02 亿元, 同比+26.20%; 归母净利润 1.74 亿元, 同比+15.62%; 扣非归母净利润 1.51 亿元, 同比+4.80%。

投资要点:

- **两大品类+四大渠道放量下, 公司 Q3 收入同比高增。**公司 2024Q3 收入同比+26.20%, 增速位居行业前列。分品类来看, Q3 休闲魔芋实现收入 2.41 亿元, 同比+39.05%, 在最近一个月中, 新品“大魔王”麻酱味产品占比休闲魔芋销量的 55%; Q3 蛋类零食实现收入 1.80 亿元, 同比增长 64.35%, 在最近一个月中, 新品“蛋皇”占比蛋类零食销量为 60%。公司两大品牌培育卓有成效, 品牌势能对该品类增长形成有力支撑。分渠道来看, Q3 四大渠道驱动增长, 渠道增速从高到低分别为: 高势能会员店渠道>零食>定量流通>电商 (Q3 收入增速为+35%); 散称渠道同比持平, 直营 KA 仍处于同比环比收缩阶段。
- **渠道结构变化及税率短期扰动下, Q3 盈利能力受损。**2024Q3 公司毛利率 30.6%, 同比-2.3pct, 毛利率下滑主要系渠道结构变化, 直营 KA 渠道、散称收入占比收缩而零食量贩渠道收入占比提升。费用端, Q3 销售/管理/研发费率分别为 12.1%/3.1%/1.4%, 同比+0.3pct/-1.3pct/-0.2pct, 公司在品类品牌构建阶段, 加大销售费用投入, 受到毛利率走低及销售费用投放增多影响, 公司毛销差走低, 2024Q3 毛销差为 18.5%, 同比-2.6pct, 环比-0.9pct。Q3 公司实现营业利润率 14.8%, 同比+0.2pct, 环比+0.7pct, 利润增速受税率影响较大, 2024Q3 税率为 15.5%, 同比+10.5pct, 公司 Q3 实现归母净利率/扣非净利率分别为 12.4%/10.8%, 同比-1.1/-2.2pct, 其中差异主要系 Q3 政府补助为 3159 万元, 同比+1670 万元。
- **收入端成长性显著, 利润端中长期优化空间仍存, 长期看好。**展望后续, 收入端, 公司通过持续拓展品类收入增长动能, 公司于近期成立津香、津诚控股子公司, 产品方向分别为炒货和肉禽类制品, 预计两家子公司将于 2024 年四季度释放少量业绩。利润端, 公司不

持)*休闲食品*薛玉虎,刘洁铭,秦一方》——
2024-01-08

《盐津铺子(002847)2023年半年报点评:把握
渠道红利,收入业绩表现亮眼(增持)*休闲食品*
薛玉虎,刘洁铭》——2023-08-07

断往上游布局,优化成本价格,通过精益生产和规模效应,我们预计
毛利率和利润率仍有提升空间,据公司披露,公司正在进行蛋皇
纪二期、三期的建设,预计三期满产后,日产蛋量有望达到120吨/
天,2024年Q3蛋皇纪的自养鹤鹑蛋的成本约为10.0~10.5元/公斤,
而外采鹤鹑蛋约为11元/公斤,存在成本上的优势。

- **盈利预测和投资评级:**公司以生产制造见长,较强的组织能力赋予
公司洞察和把握机遇的能力。渠道端,公司坚持全渠道战略,拥抱
高增渠道;产品端,两大战略子品牌蛋皇和大魔王品牌势能不断提
升,助力公司实现产品升级,推动收入增长。我们调整对公司的盈
利预测,预计公司2024~2026年的营业收入分别为
52.57/65.37/80.02亿元,归母净利润分别为6.51/7.85/9.61亿元,
EPS分别为2.38/2.88/3.52元,对应PE分别为21/18/14X,维持“买
入”评级。
- **风险提示:**1)原材料价格上行;2)渠道扩展不及预期;3)商超人
流量进一步下滑;4)线上渠道竞争加剧;5)食品安全问题。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4115	5257	6537	8002
增长率(%)	42	28	24	22
归母净利润(百万元)	506	651	785	961
增长率(%)	68	29	21	22
摊薄每股收益(元)	1.85	2.38	2.88	3.52
ROE(%)	35	38	39	41
P/E	26.32	21.21	17.57	14.36
P/B	9.41	8.01	6.91	5.91
P/S	3.31	2.63	2.11	1.72
EV/EBITDA	17.93	15.11	12.49	10.21

资料来源:Wind资讯、国海证券研究所

附表：盐津铺子盈利预测表

证券代码:	002847				股价:	50.58				投资评级:	买入				日期:	2024/11/01			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	35%	38%	39%	41%	EPS	2.64	2.38	2.88	3.52										
毛利率	34%	33%	32%	32%	BVPS	7.38	6.31	7.32	8.56										
期间费率	17%	17%	17%	17%	估值														
销售净利率	12%	12%	12%	12%	P/E	26.32	21.21	17.57	14.36										
成长能力					P/B	9.41	8.01	6.91	5.91										
收入增长率	42%	28%	24%	22%	P/S	3.31	2.63	2.11	1.72										
利润增长率	68%	29%	21%	22%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.55	1.64	1.67	1.72	营业收入	4115	5257	6537	8002										
应收账款周转率	22.13	18.49	16.46	16.36	营业成本	2735	3546	4443	5441										
存货周转率	5.22	5.21	5.08	4.95	营业税金及附加	33	42	52	63										
偿债能力					销售费用	516	652	811	976										
资产负债率	49%	51%	53%	53%	管理费用	183	221	284	344										
流动比	0.95	1.13	1.20	1.26	财务费用	16	5	7	4										
速动比	0.39	0.56	0.62	0.67	其他费用/(-收入)	80	89	113	136										
					营业利润	584	738	885	1095										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-10	-3	2	-7										
现金及现金等价物	310	486	725	964	利润总额	574	735	887	1088										
应收款项	211	358	436	542	所得税费用	61	78	94	116										
存货净额	594	768	980	1219	净利润	513	657	793	972										
其他流动资产	189	185	224	268	少数股东损益	8	7	8	11										
流动资产合计	1304	1797	2365	2994	归属于母公司净利润	506	651	785	961										
固定资产	1135	1264	1370	1450															
在建工程	33	51	79	110	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	398	438	464	490	经营活动现金流	664	929	1059	1219										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	506	651	785	961										
资产总计	2870	3551	4278	5044	少数股东损益	8	7	8	11										
短期借款	300	330	345	360	折旧摊销	159	178	203	230										
应付款项	320	555	693	853	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	100	105	131	160	营运资金变动	-59	55	46	-9										
其他流动负债	656	596	807	997	投资活动现金流	-296	-376	-365	-379										
流动负债合计	1376	1586	1975	2371	资本支出	-345	-362	-366	-381										
长期借款及应付债券	0	170	220	240	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	32	51	56	60	其他	48	-13	2	2										
长期负债合计	32	221	276	300	筹资活动现金流	-255	-379	-454	-601										
负债合计	1408	1807	2251	2670	债务融资	-93	7	69	39										
股本	196	273	273	273	权益融资	186	48	0	0										
股东权益	1462	1744	2027	2374	其它	-348	-434	-523	-640										
负债和股东权益总计	2870	3551	4278	5044	现金净增加额	113	175	240	239										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。