

盐津铺子 (002847.SZ)

第三季度收入同比增长 26.2%，盈利能力受税率波动影响

优于大市

核心观点

盐津铺子公布 2024 年三季度报告，2024 年前三季度实现营业总收入 38.61 亿元，同比+28.49%；实现归母净利润 4.93 亿元，同比+24.55%；实现扣非归母净利润 4.24 亿元，同比+12.90%。第三季度实现营业总收入 14.02 亿元，同比+26.20%；实现归母净利润 1.74 亿元，同比+15.62%；实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比+4.80%。

第三季度收入增速环比提升，魔芋、鹌鹑蛋品类收入贡献突出。第三季度公司收入在去年同期较高基数之上同比+26.2%，收入增速环比第二季度提升，主要系：1) 魔芋制品、鹌鹑蛋制品两大品类放量；2) 高端会员店取得较大突破，量贩零食、电商、定量流通渠道维持较快增长。公司重点打造的品类品牌“大魔王”素毛肚全渠道铺设进展较快，第三季度同比增速超 40%，鹌鹑蛋制品第三季度收入同比增速超 60%，其中高端鹌鹑蛋品牌“蛋皇”6 月进入高端会员店渠道，月销额稳定。

第三季度归母净利率同比下滑，主因单季度税率波动及毛销差同比下降。第三季度毛销差同比-2.6pct，与渠道结构变化、品牌建设投入增多、销售费用项下股份支付费用增多有关；管理费用率同比-1.3pct，反映公司加强费用控制，且收入快速增长带来的规模效益亦有贡献。第三季度所得税率同比提升约 10.5pct，导致所得税费占收入的比例同比+1.6pct，拖累净利率表现。所得税率季度间波动节奏问题，年初至今累计口径下，公司所得税率维持在 10-13% 区间。

全渠道布局巩固发展基础，培育品类品牌增强成长动力。公司目前已初步完成全渠道布局，受益于突出的供应链能力，公司高性价比产品矩阵丰富，可帮助公司巩固在量贩零食、抖音等高增速渠道的增长基础。后续公司将继续通过打造流量大单品、扩充品类来进一步提升渠道质量。公司今年开始致力于打造“大魔王”“蛋皇”等品类品牌，“大魔王”素毛肚持续扩大线下渠道覆盖面，“蛋皇”鹌鹑蛋已先后进入山姆、零食很忙渠道，持续为公司贡献收入增量。

盈利预测与投资建议：维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 52.2/65.1/78.9，同比+26.8%/+24.8%/+21.1%；实现归母净利润 6.6/8.5/10.5，同比+30.6%/+28.5%/+23.5%；EPS 分别为 2.41/3.09/3.82 元。当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,894	4,115	5,219	6,513	7,890
(+/-%)	26.8%	42.2%	26.8%	24.8%	21.1%
净利润(百万元)	301	506	661	849	1048
(+/-%)	100.0%	67.8%	30.6%	28.5%	23.5%
每股收益(元)	2.34	2.58	2.41	3.09	3.82
EBIT Margin	10.9%	13.8%	13.0%	14.1%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	26.6%	35.0%	37.7%	41.1%	44.8%
市盈率 (PE)	22.4	20.3	21.8	17.0	13.7
EV/EBITDA	17.8	16.2	19.6	15.3	12.7
市净率 (PB)	5.95	7.11	8.21	6.98	6.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

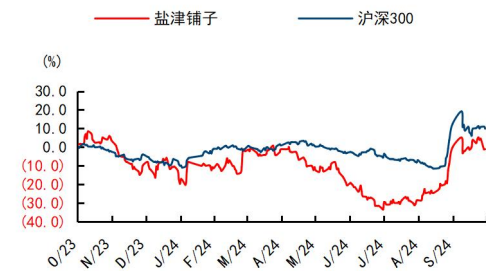
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	52.44 元
总市值/流通市值	14307/12807 百万元
52 周最高价/最低价	84.55/35.53 元
近 3 个月日均成交额	105.69 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 第二季度收入同比增长 23%，着力打造品类品牌》——2024-08-09
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 上半年收入增速 27%-32%，业绩成长性仍强》——2024-07-14
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 春节动销旺盛，战略转型红利持续释放》——2024-04-25
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 渠道基础强化，新品表现亮眼》——2024-03-28
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 2023 年收入增长 42.2%，盈利能力强化》——2024-02-29

盐津铺子公布 2024 年三季度报告，2024 年前三季度实现营业总收入 38.61 亿元，同比+28.49%；实现归母净利润 4.93 亿元，同比+24.55%；实现扣非归母净利润 4.24 亿元，同比+12.90%。第三季度实现营业总收入 14.02 亿元，同比+26.20%；实现归母净利润 1.74 亿元，同比+15.62%；实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比+4.80%。

第三季度收入增速环比提升，魔芋、鹌鹑蛋品类收入贡献突出。第三季度公司收入在去年同期较高基数之上同比+26.2%，收入增速环比第二季度提升，主要系：1) 魔芋制品、鹌鹑蛋制品两大品类放量；2) 高端会员店取得较大突破，量贩零食、电商、定量流通渠道维持较快增长。公司重点打造的品类品牌“大魔王”素毛肚全渠道铺设进展较快，第三季度同比增速超 40%，鹌鹑蛋制品第三季度收入同比增速超 60%，其中高端鹌鹑蛋品牌“蛋皇”6 月进入高端会员店渠道，月销额稳定。

第三季度归母净利率同比下滑，主因单季度税率波动及毛销差同比下降。第三季度度毛销差同比-2.6pct，与渠道结构变化、品牌建设投入增多、销售费用项下股份支付费用增多有关；管理费用率同比-1.3pct，反映公司加强费用控制，且收入快速增长带来的规模效益亦有贡献。第三季度所得税率同比提升约 10.5pct，导致所得税费占收入的比例同比+1.6pct，拖累净利率表现。所得税率季度间波动系节奏问题，年初至今累计口径下，公司所得税率维持在 10-13% 区间。

全渠道布局巩固发展基础，培育品类品牌增强成长动力。公司目前已初步完成全渠道布局，受益于突出的供应链能力，公司高性价比产品矩阵丰富，可帮助公司巩固在量贩零食、抖音等高增速渠道的增长基础。后续公司将继续通过打造流量大单品、扩充品类来进一步提升渠道质量。公司今年开始致力于打造“大魔王”“蛋皇”等品类品牌，“大魔王”素毛肚持续扩大线下渠道覆盖面，“蛋皇”鹌鹑蛋已先后进入山姆、零食很忙渠道，持续为公司贡献收入增量。

盈利预测与投资建议：维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 52.2/65.1/78.9，同比+26.8%/+24.8%/+21.1%；实现归母净利润 6.6/8.5/10.5，同比+30.6%/+28.5%/+23.5%；EPS 分别为 2.41/3.09/3.82 元。当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示

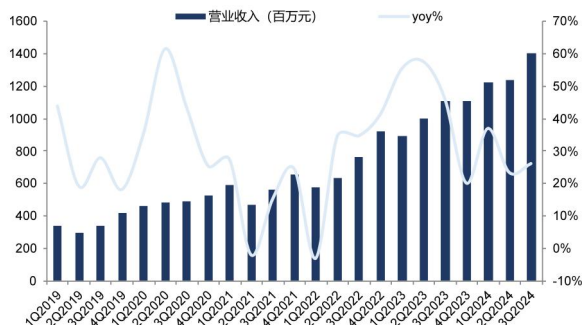
渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨。

表1: 可比公司估值表 (2024 年 10 月 29 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
002847.SZ	盐津铺子	23.7	52.44	2.41	3.09	21.8	17.0	143	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	17.6	32.10	1.84	2.06	17.5	15.6	163	优于大市
002991.SZ	甘源食品	16.6	69.90	4.20	4.98	16.6	14.0	65	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1：单季度营业收入及增速



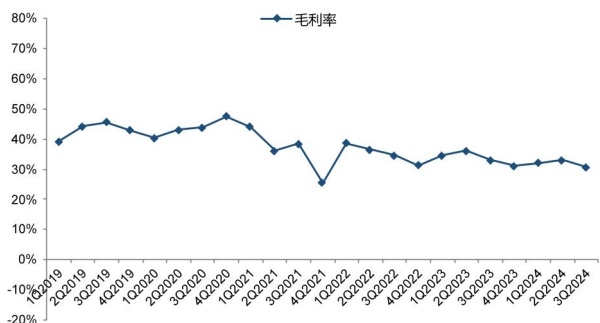
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



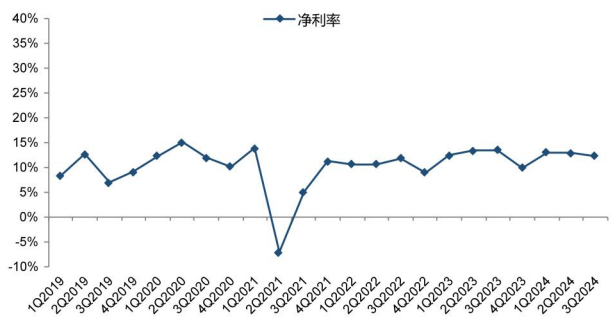
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	203	310	200	371	534	营业收入	2894	4115	5219	6513	7890
应收款项	180	227	288	360	436	营业成本	1889	2735	3478	4368	5300
存货净额	453	594	773	977	1190	营业税金及附加	28	33	41	52	63
其他流动资产	154	172	218	272	330	销售费用	457	516	655	745	874
流动资产合计	1053	1304	1480	1980	2490	管理费用	131	183	241	276	314
固定资产	1084	1168	1251	1330	1403	研发费用	74	80	125	156	188
无形资产及其他	200	198	197	195	194	财务费用	9	16	9	4	2
投资性房地产	117	200	200	200	200	投资收益	1	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	1	0	0	0
资产总计	2455	2870	3127	3704	4285	其他收入	(40)	(52)	(45)	(106)	(148)
短期借款及交易性金融负债	483	528	216	200	200	营业利润	341	584	750	963	1189
应付款项	277	320	417	526	641	营业外净收支	(8)	(10)	0	0	0
其他流动负债	382	528	684	847	1023	利润总额	333	574	750	963	1189
流动负债合计	1142	1376	1316	1573	1864	所得税费用	31	61	79	102	126
长期借款及应付债券	137	0	0	0	0	少数股东损益	0	8	10	13	16
其他长期负债	27	32	37	41	46	归属于母公司净利润	301	506	661	849	1048
长期负债合计	164	32	37	41	46	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1307	1408	1353	1614	1910	净利润	301	506	661	849	1048
少数股东权益	13	15	20	27	36	资产减值准备	(3)	16	(1)	(1)	(1)
股东权益	1135	1447	1754	2063	2339	折旧摊销	137	152	124	129	134
负债和股东权益总计	2455	2870	3127	3704	4285	公允价值变动损失	0	(1)	0	0	0
						财务费用	9	16	9	4	2
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(205)	(78)	(30)	(53)	(52)
每股收益	2.34	2.58	2.41	3.09	3.82	其它	4	(12)	6	8	9
每股红利	1.14	1.12	1.29	1.97	2.81	经营活动现金流	234	583	761	932	1139
每股净资产	8.82	7.38	6.39	7.52	8.53	资本开支	0	(256)	(205)	(205)	(205)
ROIC	17.78%	26.77%	30%	40%	48%	其它投资现金流	(57)	63	0	0	0
ROE	26.57%	34.95%	38%	41%	45%	投资活动现金流	(57)	(193)	(205)	(205)	(205)
毛利率	35%	34%	33%	33%	33%	权益性融资	0	186	0	0	0
EBIT Margin	11%	14%	13%	14%	15%	负债净变化	135	(137)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	18%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(146)	(220)	(354)	(540)	(771)
收入增长	27%	42%	27%	25%	21%	其它融资现金流	(86)	247	(312)	(16)	0
净利润增长率	100%	68%	31%	28%	23%	融资活动现金流	(108)	(282)	(666)	(555)	(771)
资产负债率	54%	50%	44%	44%	45%	现金净变动	68	107	(110)	171	163
股息率	1.4%	2.1%	3.4%	5.2%	7.5%	货币资金的期初余额	135	203	310	200	371
P/E	22.4	20.3	21.8	17.0	13.7	货币资金的期末余额	203	310	200	371	534
P/B	5.9	7.1	8.2	7.0	6.2	企业自由现金流	0	327	496	691	907
EV/EBITDA	17.8	16.2	19.6	15.3	12.7	权益自由现金流	0	427	176	672	905

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032