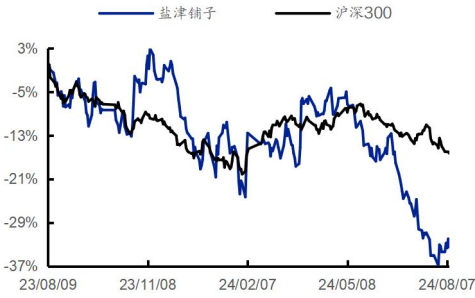


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

淡季收入增势延续, 品类品牌培育卓有成效

——盐津铺子(002847)2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/09

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|--------|--------|
| 盐津铺子 | -9.1% | -28.0% | -33.2% |
| 沪深300 | -3.1% | -9.1% | -16.0% |

市场数据

2024/08/09

| | |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 37.75 |
| 52周价格区间(元) | 35.53-84.55 |
| 总市值(百万) | 10,358.21 |
| 流通市值(百万) | 9,278.94 |
| 总股本(万股) | 27,438.98 |
| 流通股本(万股) | 24,579.96 |
| 日均成交额(百万) | 193.38 |
| 近一月换手(%) | 1.02 |

相关报告

《盐津铺子(002847)2024年一季度报点评: 收入增长趋势不减, 盈利能力持续提升(买入)*休闲食品*刘浩铭, 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*刘浩铭, 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(增持)*休闲食品*薛玉虎, 刘浩铭, 秦一方》——2024-01-08

《盐津铺子(002847)2023年半年报点评: 把握

事件:

2024年8月8日, 盐津铺子发布2024年半年度报告。2024H1公司的营业收入为24.59亿元, 同比+29.84%; 归母净利润为3.19亿元, 同比+30.00%; 扣非归母净利润为2.73亿元, 同比+17.96%。2024Q2公司的营业收入为12.36亿元, 同比+23.44%; 归母净利润为1.60亿元, 同比+19.11%; 扣非归母净利润为1.35亿元, 同比+1.58%。

投资要点:

- **零食量贩和抖音渠道引领增长, 整体收入符合预期。**公司2024H1营收和归母净利润分别同比增长29.8%和30.0%, 增速位于业绩预告中枢, 符合预期。收入分渠道来看, 2024H1直营商超/经销及其他渠道/电商渠道分别实现营收1.08/17.70/5.80亿元, 同比-43.59%/+35.07%/+48.40%。经销及其他渠道收入增速较高, 我们预计主要得益于公司在零食量贩这一高增渠道动销较好, 截至2024年6月鸣鸣很忙集团开启万店征程, 公司作为其中重要合作伙伴持续受益于门店扩张和品类扩充。公司线上电商聚焦“大单品战略”, 通过抖音等内容电商复制和打造爆品, 持续提升传统货架电商平台收入, 带动整体线上渠道收入实现高增。直营商超收入承压, 我们预计主要系2024H1商超在其他渠道的挤压下人流量下滑, 截至2024H1该渠道收入占比下滑至4.41%, 对公司整体营收影响有限。
- **全品类稳健增长, 两大战略子品牌表现亮眼。**分品类来看, 2024H1公司的辣卤零食/休闲烘焙/深海零食/薯类零食/蒟蒻果冻布丁/果干坚果/蛋类零食分别实现营业收入9.0/3.4/3.2/2.2/1.8/2.1/2.4亿元, 同比+25.8%/+12.6%/+11.8%/+39.3%/+44.0%/+96.0%/+150.5%, 其中蛋类零食和休闲魔芋在升级品牌蛋皇和大魔王的赋能下, 营收表现亮眼。大魔王被欧睿认证为“麻酱素毛肚全国销量第一”(按2024年上半年出货量计); 2024年6月蛋皇鹤鹑蛋进驻山姆会员商店, 获得“山姆新品榜TOP1”, 公司两大战略子品牌势能不断提升。
- **渠道结构影响毛利率, 激励费用扰动导致短期归母净利率略有下滑。**2024Q2公司毛利率为32.96%, 同比-3.07pct, 我们判断毛利率的下滑主要系毛利率较低的零食量贩及抖音渠道占比提升。费用端, Q2销售/管理/研发费用率分别同比+2.05pct/+0.66pct/-0.28pct, 销

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

售费用率增幅较大，主要系公司为提升品类品牌势能，2024Q2 在全国食品展会、品牌广告宣传及 B 端品牌推广上加大投入。此外，销售和管理费用还受到激励费用支出增加的影响，2024H1 合计（税前）列支股份支付费用共 5545 万元，同比增加了 3564 万元，占整体营收比例约同比+1.21pct。综合影响下，2024Q2 归母净利率为 12.93%，同比-0.47pct，扣非归母净利率为 10.92%，同比-2.35pct。

- **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 51.67/63.47/76.46 亿元，归母净利润分别为 6.51/8.16/9.94 亿元，EPS 分别为 2.37/2.97/3.62 元，对应 PE 分别为 16/13/10X，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 | 5167 | 6347 | 7646 |
| 增长率(%) | 42 | 26 | 23 | 20 |
| 归母净利润（百万元） | 506 | 651 | 816 | 994 |
| 增长率(%) | 68 | 29 | 25 | 22 |
| 摊薄每股收益（元） | 1.84 | 2.37 | 2.97 | 3.62 |
| ROE(%) | 35 | 38 | 41 | 42 |
| P/E | 26.32 | 15.91 | 12.70 | 10.42 |
| P/B | 9.41 | 6.06 | 5.20 | 4.42 |
| P/S | 3.31 | 2.00 | 1.63 | 1.35 |
| EV/EBITDA | 17.93 | 11.33 | 9.11 | 7.39 |

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: | 37.75 | | | | 投资评级: | 买入 | | | | 日期: | 2024/08/09 | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----|--|--|--|-----|------------|--|--|--|
| 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% | 41% | 42% | EPS | 2.64 | 2.37 | 2.97 | 3.62 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 34% | 33% | 33% | 32% | BVPS | 7.38 | 6.23 | 7.27 | 8.53 | | | | | | | | | | |
| 期间费率 | 17% | 17% | 16% | 16% | 估值 | | | | | | | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 12% | 13% | 13% | 13% | P/E | 26.32 | 15.91 | 12.70 | 10.42 | | | | | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 9.41 | 6.06 | 5.20 | 4.42 | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | 42% | 26% | 23% | 20% | P/S | 3.31 | 2.00 | 1.63 | 1.35 | | | | | | | | | | |
| 利润增长率 | 68% | 29% | 25% | 22% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.55 | 1.65 | 1.72 | 1.76 | 营业收入 | 4115 | 5167 | 6347 | 7646 | | | | | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 22.13 | 18.37 | 16.37 | 16.24 | 营业成本 | 2735 | 3460 | 4282 | 5199 | | | | | | | | | | |
| 存货周转率 | 5.22 | 5.03 | 4.85 | 4.78 | 营业税金及附加 | 33 | 41 | 50 | 61 | | | | | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 516 | 646 | 768 | 895 | | | | | | | | | | |
| 资产负债率 | 49% | 49% | 49% | 49% | 管理费用 | 183 | 229 | 270 | 306 | | | | | | | | | | |
| 流动比 | 0.95 | 1.01 | 1.08 | 1.17 | 财务费用 | 16 | 2 | 2 | 0 | | | | | | | | | | |
| 速动比 | 0.39 | 0.41 | 0.44 | 0.51 | 其他费用/(-收入) | 80 | 100 | 108 | 122 | | | | | | | | | | |
| | | | | | 营业利润 | 584 | 745 | 924 | 1122 | | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业外净收支 | -10 | -8 | -2 | 5 | | | | | | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 310 | 289 | 384 | 615 | 利润总额 | 574 | 737 | 922 | 1126 | | | | | | | | | | |
| 应收款项 | 211 | 360 | 434 | 530 | 所得税费用 | 61 | 78 | 98 | 121 | | | | | | | | | | |
| 存货净额 | 594 | 780 | 986 | 1191 | 净利润 | 513 | 659 | 825 | 1006 | | | | | | | | | | |
| 其他流动资产 | 189 | 235 | 289 | 341 | 少数股东损益 | 8 | 8 | 9 | 12 | | | | | | | | | | |
| 流动资产合计 | 1304 | 1664 | 2092 | 2677 | 归属于母公司净利润 | 506 | 651 | 816 | 994 | | | | | | | | | | |
| 固定资产 | 1135 | 1274 | 1390 | 1480 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 在建工程 | 33 | 41 | 56 | 74 | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | | | | | | |
| 无形资产及其他 | 398 | 423 | 449 | 475 | 经营活动现金流 | 664 | 964 | 1008 | 1255 | | | | | | | | | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 506 | 651 | 816 | 994 | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 2870 | 3402 | 3987 | 4706 | 少数股东损益 | 8 | 8 | 9 | 12 | | | | | | | | | | |
| 短期借款 | 300 | 296 | 288 | 285 | 折旧摊销 | 159 | 179 | 205 | 233 | | | | | | | | | | |
| 应付款项 | 320 | 541 | 668 | 815 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 合同负债 | 100 | 174 | 217 | 260 | 营运资金变动 | -59 | 106 | -36 | 10 | | | | | | | | | | |
| 其他流动负债 | 656 | 629 | 757 | 930 | 投资活动现金流 | -296 | -365 | -369 | -368 | | | | | | | | | | |
| 流动负债合计 | 1376 | 1640 | 1930 | 2289 | 资本支出 | -345 | -367 | -370 | -369 | | | | | | | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 其他长期负债 | 32 | 31 | 32 | 32 | 其他 | 48 | 3 | 2 | 2 | | | | | | | | | | |
| 长期负债合计 | 32 | 31 | 32 | 32 | 筹资活动现金流 | -255 | -621 | -544 | -656 | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 1408 | 1672 | 1962 | 2321 | 债务融资 | -93 | -224 | -8 | -4 | | | | | | | | | | |
| 股本 | 196 | 274 | 274 | 274 | 权益融资 | 186 | 33 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 股东权益 | 1462 | 1731 | 2025 | 2385 | 其它 | -348 | -430 | -536 | -653 | | | | | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 2870 | 3402 | 3987 | 4706 | 现金净增加额 | 113 | -22 | 95 | 231 | | | | | | | | | | |

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。