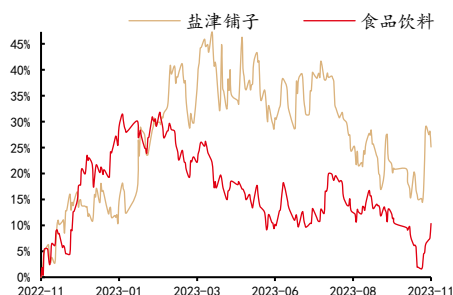


股票投资评级

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)	77.01
总股本/流通股本(亿股)	1.96 / 1.74
总市值/流通市值(亿元)	151 / 134
52 周内最高/最低价	137.61 / 70.45
资产负债率(%)	53.2%
市盈率	32.15
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)

收入超预期，经营持续向好

● 事件

公司前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 30.05/3.96/3.76 亿元，同比+52.54%/+81.07%/+95.03%。公司单 Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 11.11/1.5/1.45 亿元，同比+46.17%/+67.28%/+82.89%，Q3 收入端表现超预期，利润增速落于预告中枢。

● 核心观点

公司不断提升供应链能力、围绕“产品领先、效率驱动”战略主轴构建品牌竞争力。产品方面聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食以及果干坚果七大核心品类，重点单品鹌鹑蛋、蒟蒻、魔芋持续起量，公司在 7-9 月逐月均实现了高速增长，三季度延续了高速增长态势。渠道方面在保持 KA、AB 类超市稳定发展的基础上，在电商、CVS、零食量贩渠道高实现速发展，不断加深与零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等品牌的深度合作，渠道势能持续增强。

Q3 毛利率同环比下滑因公司产品结构、渠道结构占比变化所致。23 年前三季度，公司毛利率/归母净利率为 34.45%/13.18%，分别同比-1.9/+2.08pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.3%/4.32%/2.1%/0.38%，分别同比-4.94/-0.5/-0.34/+0.02pct。23Q3，公司毛利率/归母净利率为 32.94%/13.52%，分别同比-1.58/+1.71pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.84%/4.45%/1.6%/0.1%，分别同比-2.84/+0.33/-0.86/-0.73pct。

展望全年，我们认为公司在渠道深耕和产品放量的双重带动下，有望打开更大成长空间。分渠道看，电商渠道预计全年可实现翻倍式增长；零食量贩渠道月度销量环比持续增长，第一大客户零食很忙自身扩展叠加扩 SKU、其他客户梯次拓展，长维度来看增量空间仍充足；除了新兴渠道增量显著外，定量流通渠道通过持续在弱势地区发力，今年将实现快速增长，另外直营渠道战略调整后在会员店系统将有所突破。分产品看，三大单品潜力十足、未来空间无限，魔芋、鹌鹑蛋、蒟蒻兼具健康属性，顺应当下消费趋势放量，未来均有望成长为超级大单品，未来成长空间十足。

● 盈利预测与投资建议

公司三季度收入增速超预期，我们略上调 23 年营收预测至 41.60 亿元（前预测值为 40.81 亿），维持 2024-2025 年收入增速预测，对应营收分别为 52.90/65.27 亿元（前预测值为 51.90/64.04 亿），2023-2025 年收入增速分别为 43.76%/27.17%/23.39%，2023-2025 年归母净利润预测随营收变动而相应上调至 5.33/7.03/8.85 亿元，同比增长

76.76%/31.9%/25.86%。对应三年 EPS 分别为 2.72/3.59/4.51 元，对应 PE 分别为 28/21/17 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

市场竞争加剧风险；原材料价格波动；食品安全风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2894	4160	5290	6527
增长率(%)	26.83	43.76	27.17	23.39
EBITDA（百万元）	490.65	706.53	916.66	1170.69
归属母公司净利润（百万元）	301.49	532.93	702.93	884.70
增长率(%)	100.01	76.76	31.90	25.86
EPS(元/股)	1.54	2.72	3.59	4.51
市盈率（P/E）	50.08	28.33	21.48	17.07
市净率（P/B）	13.30	10.83	8.69	6.96
EV/EBITDA	29.70	22.28	17.07	13.20

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2894	4160	5290	6527	营业收入	26.8%	43.8%	27.2%	23.4%
营业成本	1889	2680	3392	4153	营业利润	100.9%	78.9%	32.9%	30.1%
税金及附加	28	37	48	59	归属于母公司净利润	100.0%	76.8%	31.9%	25.9%
销售费用	457	532	672	816	获利能力				
管理费用	131	191	238	287	毛利率	34.7%	35.6%	35.9%	36.4%
研发费用	74	102	131	166	净利率	10.4%	12.8%	13.4%	13.7%
财务费用	9	27	24	17	ROE	26.6%	38.2%	40.5%	40.8%
资产减值损失	0	-1	-1	-1	ROIC	23.1%	32.3%	36.2%	40.1%
营业利润	341	610	811	1055	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	53.2%	55.9%	53.1%	49.1%
营业外支出	9	5	5	5	流动比率	0.92	0.99	1.10	1.25
利润总额	333	605	806	1050	营运能力				
所得税	31	73	97	157	应收账款周转率	17.93	13.50	13.50	13.50
净利润	302	532	709	892	存货周转率	4.17	4.07	4.07	4.07
归母净利润	301	533	703	885	总资产周转率	1.18	1.30	1.41	1.51
每股收益(元)	1.54	2.72	3.59	4.51	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.54	2.72	3.59	4.51
货币资金	203	416	529	653	每股净资产	5.79	7.11	8.86	11.06
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	169	312	397	489	PE	50.08	28.33	21.48	17.07
预付款项	118	130	165	203	PB	13.30	10.83	8.69	6.96
存货	453	658	833	1019	现金流量表				
流动资产合计	1053	1622	2059	2533	净利润	302	518	689	873
固定资产	958	982	1094	1288	折旧和摊销	149	75	87	104
在建工程	143	253	262	172	营运资本变动	-107	115	-19	-24
无形资产	200	194	187	180	其他	83	7	49	42
非流动资产合计	1402	1572	1685	1781	经营活动现金流净额	427	715	805	995
资产总计	2455	3194	3744	4314	资本开支	-262	-200	-200	-200
短期借款	472	503	425	258	其他	11	-11	-5	-6
应付票据及应付账款	277	449	568	696	投资活动现金流净额	-251	-211	-205	-206
其他流动负债	394	693	878	1077	股权融资	16	0	0	0
流动负债合计	1142	1645	1871	2030	债务融资	90	9	-103	-195
其他	164	142	117	89	其他	-203	-300	-384	-471
非流动负债合计	164	142	117	89	筹资活动现金流净额	-97	-291	-487	-666
负债合计	1307	1787	1988	2119	现金及现金等价物净增加额	79	213	113	124
股本	129	129	129	129					
资本公积金	385	385	385	385					
未分配利润	621	881	1223	1655					
少数股东权益	13	13	19	27					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1148	1407	1756	2195					
负债和所有者权益总计	2455	3194	3744	4314					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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