

盐津铺子 (002847.SZ)

第三季度收入同比增长 46.2%，战略转型成效显著

买入

核心观点

第三季度收入同比增长 46.2%，归母净利润同比增长 67.3%。公司公布 2023 年三季报，2023 年前三季度实现营业总收入 30.05 亿元，同比增长 52.54%；实现归母净利润 3.96 亿元，同比增长 81.07%。第三季度实现营业总收入 11.11 亿元，同比增长 46.17%；实现归母净利润 1.50 亿元，同比增长 67.28%。

收入延续较高增速，品类和渠道全面发展。公司深入拆解“渠道为王、产品领先、体系护航”增长模式，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，多个品类均实现快速增长。除优势散装外，公司全力发展定量装、小商品以及量贩装产品，满足多规格零食需求。公司重点发展电商、零食量贩、CVS、校园店等新兴通路持续带来收入增量，零食专营系统零食很忙、零食有鸣及赵一鸣已成为第一、二梯队客户，电商渠道公司积极在抖音等社交电商平台开展达播、直播活动驱动业务增长。

渠道结构持续调整优化，盈利能力继续改善。第三季度公司毛利率 32.9%，同比/环比分别-1.6/-3.1pcts，我们预计源于产品品类结构和渠道结构占比发生变化，低毛利经销、电商业务占比增加。第三季度公司销售费用率/管理费用率 11.8%/4.4%，同比分别-2.9/+0.4pcts，我们预计销售费用率减少源于商超渠道投入相关的促销费用缩减优化和公司规模效应显现，管理费用率增加源于股份支付费用计提。第三季度公司归母净利率 13.5%，同比/环比分别+1.8/+0.2pcts，盈利能力实现改善。

风险提示：新品推广效果不佳、渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨，食品安全问题。

投资建议：考虑公司魔芋、鹌鹑蛋等品类核心品类放量明显，零食量贩、电商等新兴渠道贡献较多增量，且公司原材料油脂、大豆等价格同比回落，我们上调此前盈利预测，预计 2023-2025 年收入 41.6/52.7/62.9 亿元（原 2023-2024 年为 35.5/42.1 亿元），同比增速 43.7%/26.6%/19.5%，预计 2023-2025 年归母净利润 5.4/6.9/8.6 亿元（原 2023-2024 年为 4.6/6.0 亿元），同比增速 80.6%/27.7%/24.3%；当前股价对应 PE 分别为 28/22/18 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,282	2,894	4,159	5,267	6,295
(+/-%)	16.5%	26.8%	43.7%	26.6%	19.5%
净利润(百万元)	151	301	544	695	864
(+/-%)	-37.7%	100.0%	80.6%	27.7%	24.3%
每股收益(元)	1.17	2.34	2.78	3.54	4.41
EBIT Margin	5.0%	10.9%	13.6%	13.7%	14.5%
净资产收益率 (ROE)	17.3%	26.6%	38.5%	39.2%	38.9%
市盈率 (PE)	67.3	33.5	28.3	22.1	17.8
EV/EBITDA	46.7	25.3	25.2	20.4	16.7
市净率 (PB)	11.63	8.90	10.88	8.68	6.94

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：刘显荣

zhangxiangwei@guosen.com.cn liuxianrong@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523060005

证券分析师：刘匀召

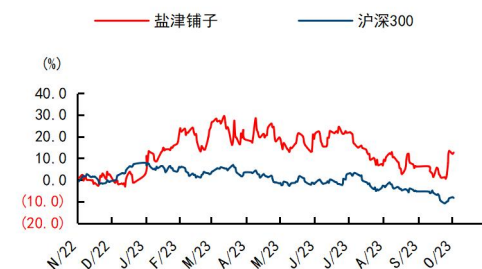
证券分析师：杨苑

liuyunzhao@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn
0755-81981072 S0980523070005 S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	78.85 元
总市值/流通市值	15459/13689 百万元
52 周最高价/最低价	139.50/69.26 元
近 3 个月日均成交额	69.62 百万元

市场走势



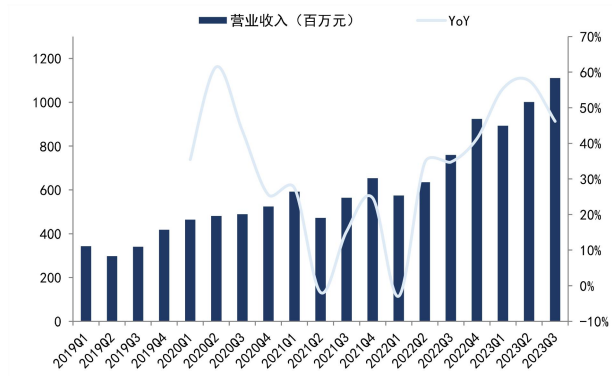
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《盐津铺子 (002847.SZ) - 战略转型成效显著，把握零食渠道变革红利》——2023-03-24
《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年业绩预告点评：改革成效持续兑现，新渠道快速增长》——2023-01-27
《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年三季度业绩点评：营收稳定增长，盈利能力改善》——2022-10-26
《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年三季度业绩预告修正点评：改革成效显著，三季度业绩有望延续较高增长》——2022-10-18
《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年半年报点评：改革成效持续兑现，预计三季度继续环比增长》——2022-08-17

公司公布 2023 年三季报，2023 年前三季度实现营业总收入 30.05 亿元，同比增长 52.54%；实现归母净利润 3.96 亿元，同比增长 81.07%。第三季度实现营业总收入 11.11 亿元，同比增长 46.17%；实现归母净利润 1.50 亿元，同比增长 67.28%。

图1：盐津铺子单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



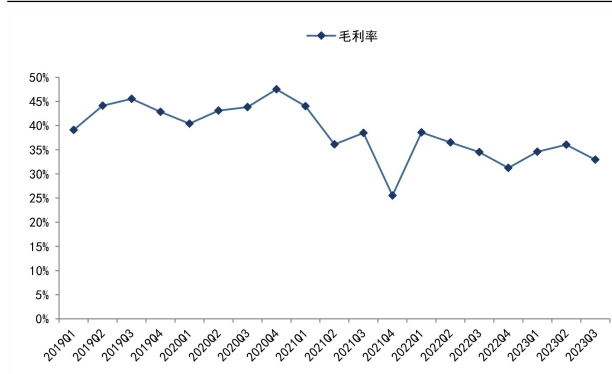
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：盐津铺子单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



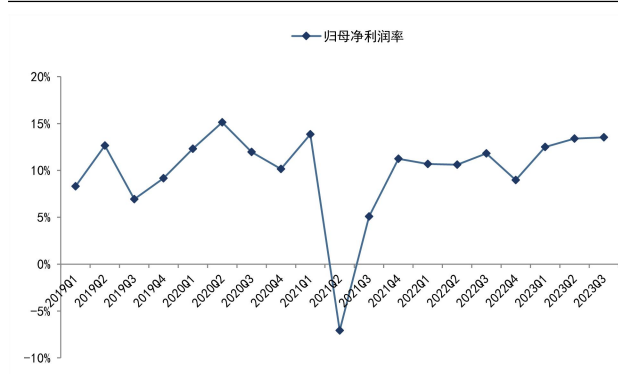
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：盐津铺子单季度毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：盐津铺子归母净利润率变化（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑公司魔芋、鹌鹑蛋等品类核心品类放量明显，零食量贩、电商等新兴渠道贡献较多增量，且公司原材料油脂、大豆等价格同比回落，我们上调此前盈利预测，预计 2023-2025 年收入 41.6/52.7/62.9 亿元（原 2023-2024 年为 35.5/42.1 亿元），同比增速 43.7%/26.6%/19.5%，预计 2023-2025 年归母净利润 5.4/6.9/8.6 亿元（原 2023-2024 年为 4.6/6.0 亿元），同比增速 80.6%/27.7%/24.3%；当前股价对应 PE 分别为 28/22/18 倍，维持“买入”评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）		现预测（调整后）		调整幅度	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3552	4209	4159	5267	607	1058
收入同比增速%	22.74%	18.51%	43.73%	26.63%	20.99%	8.12%
毛利率%	38.45%	39.25%	34.56%	33.91%	-3.88%	-5.34%
销售费用率%	16.50%	16.30%	13.45%	12.88%	-3.05%	-3.42%
净利率%	13.04%	14.23%	13.09%	13.20%	0.06%	-1.03%
归母净利润（百万元）	463	599	544	695	81	96
归母净利润同比增速%	53.57%	29.37%	80.59%	27.70%	27.02%	-1.68%
EPS（元）	3.58	4.63	2.78	3.54	-0.80	-1.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				23E	24E	23E	24E		
002847	盐津铺子	32.14	78.47	2.78	3.54	28.28	22.14	153.85	买入
002991	甘源食品	26.08	79.15	3.26	4.15	24.28	19.06	73.78	买入
002557	洽洽食品	22.18	37.42	1.88	2.15	19.95	17.42	189.72	买入

资料来源：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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	135	203	200	408	790	营业收入	2282	2894	4159	5267	6295
应收款项	208	180	259	328	392	营业成本	1467	1889	2721	3481	4183
存货净额	259	453	678	872	1052	营业税金及附加	20	28	35	45	53
其他流动资产	78	154	221	280	334	销售费用	505	457	559	678	769
流动资产合计	685	1053	1420	1950	2631	管理费用	119	131	178	210	221
固定资产	1064	1084	1098	1106	1108	研发费用	55	74	101	128	153
无形资产及其他	195	200	204	207	210	财务费用	21	9	14	8	2
投资性房地产	138	117	117	117	117	投资收益	1	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	(0)	0	0	0
资产总计	2082	2455	2839	3380	4067	其他收入	19	(40)	(51)	(78)	(113)
短期借款及交易性金融负债	530	483	284	200	200	营业利润	170	341	601	768	954
应付款项	242	277	414	533	643	营业外净收支	(3)	(8)	0	0	0
其他流动负债	409	382	547	695	825	利润总额	167	333	601	768	954
流动负债合计	1181	1142	1245	1428	1668	所得税费用	13	31	56	71	89
长期借款及应付债券	2	137	125	114	102	少数股东损益	4	0	1	1	1
其他长期负债	16	27	39	51	63	归属于母公司净利润	151	301	544	695	864
长期负债合计	18	164	165	165	165	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1198	1307	1410	1592	1833	净利润	151	301	544	695	864
少数股东权益	11	13	14	14	14	资产减值准备	2	(3)	0	0	0
股东权益	873	1135	1416	1774	2219	折旧摊销	128	137	103	109	114
负债和股东权益总计	2082	2455	2839	3380	4067	公允价值变动损失	(1)	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	21	9	14	8	2
每股收益	1.17	2.34	2.78	3.54	4.41	营运资本变动	142	(205)	(56)	(44)	(47)
每股红利	1.17	1.14	1.34	1.72	2.13	其它	(2)	4	0	0	1
每股净资产	6.75	8.82	7.22	9.04	11.31	经营活动现金流	420	234	592	760	932
ROIC	6.37%	17.78%	29%	36%	46%	资本开支	0	(164)	(120)	(120)	(120)
ROE	17.27%	26.57%	38%	39%	39%	其它投资现金流	(0)	(57)	0	0	0
毛利率	36%	35%	35%	34%	34%	投资活动现金流	(0)	(221)	(120)	(120)	(120)
EBIT Margin	5%	11%	14%	14%	15%	权益性融资	0	6	0	0	0
EBITDA Margin	11%	16%	16%	16%	16%	负债净变化	(128)	135	(12)	(12)	(12)
收入增长	16%	27%	44%	27%	20%	支付股利、利息	(151)	(146)	(264)	(337)	(419)
净利润增长率	-38%	100%	81%	28%	24%	其它融资现金流	93	72	(199)	(84)	0
资产负债率	58%	54%	50%	48%	45%	融资活动现金流	(466)	56	(475)	(433)	(430)
股息率	1.5%	1.4%	2.6%	3.3%	4.1%	现金净变动	(46)	68	(3)	208	382
P/E	67.3	33.5	28.3	22.1	17.8	货币资金的期初余额	180	135	203	200	408
P/B	11.6	8.9	10.9	8.7	6.9	货币资金的期末余额	135	203	200	408	790
EV/EBITDA	46.7	25.3	25.2	20.4	16.7	企业自由现金流	0	53	438	601	777
						权益自由现金流	0	250	215	499	764

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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