

公司研究

打造核心单品，推进品牌建设

——盐津铺子（002847.SZ）跟踪点评

要点

事件：近日，盐津铺子举办了“天生高品质，蛋源可生食”为主题的蛋皇鹌鹑蛋品牌发布会。公司就休闲食品行业未来发展展望进行了分享，介绍了公司中长期不同品类及渠道的布局规划及进展，同时对鹌鹑蛋品类的理解和未来品牌建设重心进行充分交流。本次活动彰显了公司坚定长期发展规划的决心，解答了市场普遍关心的公司长期发展驱动力及细分产品规划等核心问题。

分层次规划产品矩阵，加强子品牌建设。公司聚焦七大品类，有序规划产品布局。第一梯队核心单品辣卤魔芋和鹌鹑蛋具备一定的成本领先优势，终端实现快速放量，月度销售额持续向好，有望贡献2024年主要收入增量，助力公司突破外埠市场；第二梯队重点品类辣卤零食和深海零食收入占比较高，终端表现良好，部分产品已有一定的市场份额，可保持稳健增长态势；第三梯队培育品类薯片、烘焙、果干等品类自身行业空间较大，盐津铺子产品处于培育阶段，有望在后续消费者对盐津的品牌认知进一步加强后接力公司中长期业绩增长。品牌力在单品达到一定规模后，可助力开拓新市场延长单品生命周期。盐津铺子2023年提出“1+7”的多品类多品牌战略，已形成“盐津铺子”主品牌和“31°鲜、憨豆爸爸、大魔王、蛋皇、薯之惑、蒟蒻满分、焙宁”系列子品牌矩阵。随着品类的持续放量及相关品牌建设活动的落地，细分子品牌认知有望提升。

强化供应链优势，推进产业链布局。公司持续优化供应链布局，通过向上游采购端的切入+产线效率的提升降低生产成本。其中重要单品魔芋通过体外控股股东在东南亚粗加工工厂的布局，有效降低采购成本；产线的多次迭代升级大幅降低人工占比，提升整体生产效率。另一核心单品鹌鹑蛋品类发展较快，上游尚未有足够标准的供应链布局，农户养殖较为分散，产品品质参差不齐，原料价格波动较大（2023年鹌鹑蛋价格最高价/最低价分别为7.52/4.84元/公斤）。盐津铺子通过成立全资子公司切入上游养殖端，打造规模化、数字化养殖农场，实现全产业链掌控；原料蛋获得鹌鹑蛋零食行业首个“可生食+无抗生素”双认证。上游的布局助力公司进一步保证产品品质，提升整体产品力。同时减少物流损耗成本，有望平滑原材料价格波动。此外，盐津铺子2023年底布局马铃薯全粉智能化生产线，有望提升薯片类产品成本优势。

盈利预测、估值与评级：维持2023-2025年EPS分别为2.58/3.43/4.36元，当前股价对应P/E分别为28/21/16倍。公司产品策略明晰，多渠道拓展顺利，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本波动；核心产品增长不达预期；渠道拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,282	2,894	4,115	5,282	6,357
营业收入增长率	16.47%	26.83%	42.22%	28.34%	20.36%
净利润（百万元）	151	301	505	672	855
净利润增长率	-37.65%	100.01%	67.56%	33.04%	27.26%
EPS（元）	1.17	2.34	2.58	3.43	4.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.27%	26.57%	34.91%	37.42%	38.50%
P/E	61	31	28	21	16
P/B	10.6	8.1	9.7	7.8	6.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-03-15；注：2021-2022年股本为1.29亿股，2023-2025股本为1.96亿股

买入（维持）

当前价：71.51元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
021-52523689

chenyut@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001
021-52523795

yangz@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005
021-52523658

lijq@ebsecn.com

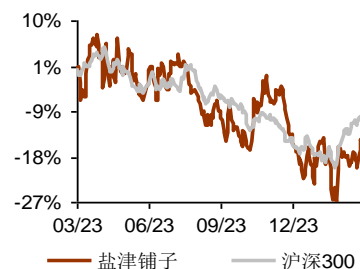
联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.96
总市值(亿元)	140.20
一年最低/最高(元)	59.27/91.91
近3月换手率	38.36%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.69	-5.22	-32.88
绝对	3.19	2.01	-13.04

资料来源：Wind

相关研报

收入增长势能不减，利润提升逻辑仍存——盐津铺子（002847.SZ）2023年度业绩快报点评（2024-02-28）

顺利收官，增势仍存——盐津铺子（002847.SZ）2023年度业绩预告点评（2024-01-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,282	2,894	4,115	5,282	6,357
营业成本	1,467	1,889	2,715	3,476	4,154
折旧和摊销	128	137	147	163	175
税金及附加	20	28	40	51	61
销售费用	505	457	539	678	804
管理费用	119	131	180	231	278
研发费用	55	74	106	136	163
财务费用	21	9	9	16	16
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	170	341	571	756	960
利润总额	167	333	561	747	950
所得税	13	31	56	75	95
净利润	154	302	505	672	855
少数股东损益	4	0	0	0	0
归属母公司净利润	151	301	505	672	855
EPS(元)	1.17	2.34	2.58	3.43	4.36

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	478	426	523	667	879
净利润	151	301	505	672	855
折旧摊销	128	137	147	163	175
净营运资金增加	-139	353	248	289	264
其他	338	-366	-378	-457	-415
投资活动产生现金流	-322	-251	-323	-285	-260
净资本支出	-331	-260	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	9	9	-73	-35	-10
融资活动现金流	-205	-97	9	-265	-512
股本变化	0	-1	67	0	0
债务净变化	-71	89	210	73	-67
无息负债变化	113	20	164	163	146
净现金流	-49	77	209	117	108

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	35.7%	34.7%	34.0%	34.2%	34.7%
EBITDA 率	14.1%	17.1%	18.1%	18.0%	18.3%
EBIT 率	8.5%	12.3%	14.5%	14.9%	15.6%
税前净利润率	7.3%	11.5%	13.6%	14.1%	14.9%
归母净利润率	6.6%	10.4%	12.3%	12.7%	13.5%
ROA	7.4%	12.3%	16.1%	18.0%	20.2%
ROE (摊薄)	17.3%	26.6%	34.9%	37.4%	38.5%
经营性 ROIC	11.8%	17.5%	23.4%	26.4%	29.3%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	58%	53%	54%	51%	47%
流动比率	0.58	0.92	1.02	1.14	1.32
速动比率	0.36	0.52	0.60	0.67	0.77
归母权益/有息债务	1.64	1.83	1.74	1.99	2.65
有形资产/有息债务	3.49	3.57	3.44	3.76	4.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	2,082	2,455	3,141	3,726	4,231
货币资金	135	203	412	528	636
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	198	161	230	295	355
应收票据	0	8	11	14	17
其他应收款 (合计)	9	11	16	20	25
存货	259	453	652	835	997
其他流动资产	19	35	69	101	131
流动资产合计	685	1,053	1,564	2,016	2,425
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,010	941	1,002	948	904
在建工程	54	143	122	182	241
无形资产	195	200	245	288	330
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	41	61	101	101	101
非流动资产合计	1,397	1,402	1,577	1,711	1,806
总负债	1,198	1,307	1,681	1,917	1,996
短期借款	528	472	694	766	700
应付账款	222	269	387	495	592
应付票据	20	8	11	14	17
预收账款	4	4	5	7	8
其他流动负债	9	13	22	30	38
流动负债合计	1,181	1,142	1,529	1,764	1,843
长期借款	2	137	137	137	137
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	14	15	15	16
非流动负债合计	18	164	152	153	153
股东权益	884	1,148	1,460	1,809	2,235
股本	129	129	196	196	196
公积金	431	450	416	416	416
未分配利润	469	640	919	1,268	1,693
归属母公司权益	873	1,135	1,447	1,796	2,222
少数股东权益	11	13	13	13	13

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	22.15%	15.81%	13.10%	12.83%	12.64%
管理费用率	5.21%	4.52%	4.37%	4.37%	4.37%
财务费用率	0.92%	0.30%	0.22%	0.30%	0.25%
研发费用率	2.42%	2.57%	2.57%	2.57%	2.57%
所得税率	8%	9%	10%	10%	10%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	1.00	1.50	1.65	2.19	2.79
每股经营现金流	3.69	3.31	2.67	3.40	4.48
每股净资产	6.75	8.82	7.38	9.16	11.33
每股销售收入	17.64	22.48	20.99	26.94	32.42

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	61	31	28	21	16
PB	10.6	8.1	9.7	7.8	6.3
EV/EBITDA	30.8	20.1	20.0	15.7	12.7
股息率	1.4%	2.1%	2.3%	3.1%	3.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP