

分析师：刘冉  
登记编码：S0730516010001  
liuran@ccnew.com 021-50586281

## 零食销售高增，消费结构下沉

——盐津铺子(002847)业绩点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(首次)

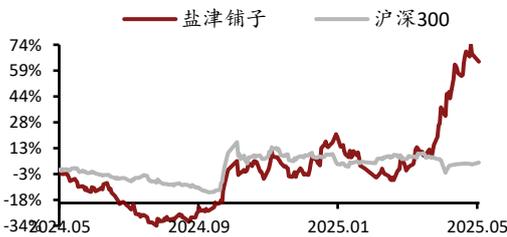
#### 市场数据(2025-05-06)

收盘价(元)	87.30
一年内最高/最低(元)	92.61/35.78
沪深 300 指数	3,808.54
市净率(倍)	12.36
流通市值(亿元)	213.65

#### 基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	7.06
每股经营现金流(元)	0.25
毛利率(%)	28.47
净资产收益率_摊薄(%)	9.25
资产负债率(%)	46.81
总股本/流通股(万股)	27,281.99/24,472.90
B股/H股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

#### 相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

发布日期：2025年05月07日

#### 投资要点：

- 公司公布 2024 年年报和 2025 年一季报：2024 年，公司实现营业收入 53.04 亿元，同比增 28.89%；实现归母扣非净利润 5.68 亿元，同比增 19.27%，每股收益 2.36 元。2025 年一季度，公司实现营业收入 15.37 亿元，同比增 25.69%；实现归母扣非净利润 1.56 亿元，同比增 13.41%。
- 主业收入保持较高水平的增长，但增幅收窄。2024 年，公司收入同比增 28.89%，增幅较上年收窄 13.33 个百分点。其中，四季度收入同比增 29.96%，增幅较上年同期提升 9.74 个百分点。全年四个季度均保持了较高水平的收入增长。2025 年一季度，公司营收同比增 25.69%，增幅较 2024 年一季度回落 11.31 个百分点。从 2024 年全年和 2025 年一季度的情况来看，公司的零食主业增长仍较快，但是增势正在收敛。
- 直营 KA 渠道销售占比下降，经销比例上升。2024 年，直营 KA 渠道的销售占比降至 3.55%，同时经销比例升至 74.59%、电商比例升至 21.86%。相比更早的 2017 年，直营 KA 销售比例下降 50 个百分点，而经销和电商的收入比例上升 34.72、15.3 个百分点。随着规模扩大，公司的销售模式从直营向经销和电商切换。
- 辣卤类、蛋类和果干坚果类零食的收入占比扩大，零食消费风潮可见一斑。2024 年，辣卤类销售占比扩大 0.97 个百分点至 36.99%，蛋类扩大 3.18 个百分点至 10.93%，果干坚果类扩大 2.65 个百分点至 9.13%。本期，烘焙薯类和深海类零食的销售占比下滑。
- 销量增长较多，但产品结构下沉。2024 年，公司的各类零食的销售量总计达到 20.85 万吨，较上年增加 29.86%。由此推算出厂平均价同比下降 0.74%，较 2020 年则下降 15.87%。2020 年之后产品结构有一定幅度地下沉，主要为了适应社会消费结构的新变化。近来零食市场销售高增，有着与美国经济大萧条时期的“口红效应”相似的特征。此外，市场对高定价商品的热度褪去，高性价比成为消费

主流，与此对应的是各个消费品类的销售结构都在普遍向下。

- **产品毛利率下降。**2024 年，公司的毛利率较上年下滑 2.85 个百分点至 30.69%。2025 年一季度，公司的毛利率较 2024 年进一步下滑 2.22 个百分点至 28.47%。在销售高增长的同时，毛利率却下滑，我们认为主要还是由消费客单价下沉所导致。此外，零食市场的进入门槛不高，行业竞争日趋激烈，这也是导致零食毛利率普遍下滑的主要原因。
- **各项费用率下降，通过费控提升股东回报率。**2024 年，销售、管理、财务和研发四大费率分别为 12.5%、4.13%、0.24%和 1.5%，分别较 2023 年下降 0.03、0.31、0.16 和 0.44 个百分点。在销售增长接近 30%的情况下，本期的销售费率较上年基本持平。由于良好的费控，2024 年公司的股东回报率较上年升高 1.94 个百分点至 36.89%。
- **投资评级：**我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益为 2.89 元、3.70 元和 4.37 元，参照 5 月 6 日收盘价 87.3 元，对应的市盈率分别为 30.23 倍、23.61 倍和 19.99 倍，给予公司“增持”评级。

**风险提示：**渠道和产品创新带动了零食市场出现较高水平的增长，随着创新红利递减，公司的销售高增长势头不断回落；消费降级的大背景下，产品结构持续下沉，导致公司盈利能力下降。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,115	5,304	6,577	7,892	9,155
增长比率（%）	42.22	28.89	24.00	20.00	16.00
净利润（百万元）	506	640	788	1,009	1,192
增长比率（%）	67.76	26.53	23.12	28.02	18.14
每股收益(元)	1.85	2.35	2.89	3.70	4.37
市盈率(倍)	47.09	37.22	30.23	23.61	19.99

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>1,304</b>	<b>1,402</b>	<b>1,814</b>	<b>2,277</b>	<b>2,773</b>
现金	310	235	340	496	701
应收票据及应收账款	211	262	319	379	437
其他应收款	17	15	18	22	25
预付账款	145	85	110	128	149
存货	594	744	940	1,141	1,328
其他流动资产	27	61	87	111	133
<b>非流动资产</b>	<b>1,566</b>	<b>2,209</b>	<b>2,443</b>	<b>2,643</b>	<b>2,783</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,135	1,467	1,741	1,946	2,096
无形资产	198	245	269	288	300
其他非流动资产	232	497	433	409	387
<b>资产总计</b>	<b>2,870</b>	<b>3,612</b>	<b>4,258</b>	<b>4,919</b>	<b>5,556</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,376</b>	<b>1,512</b>	<b>1,806</b>	<b>2,082</b>	<b>2,307</b>
短期借款	300	340	390	430	460
应付票据及应付账款	320	634	756	902	1,014
其他流动负债	756	538	659	749	833
<b>非流动负债</b>	<b>32</b>	<b>326</b>	<b>428</b>	<b>492</b>	<b>524</b>
长期借款	0	261	361	421	451
其他非流动负债	32	65	67	71	73
<b>负债合计</b>	<b>1,408</b>	<b>1,838</b>	<b>2,234</b>	<b>2,574</b>	<b>2,831</b>
少数股东权益	15	39	39	40	41
股本	196	273	273	273	273
资本公积	458	389	389	389	389
留存收益	1,017	1,200	1,450	1,770	2,149
归属母公司股东权益	1,447	1,735	1,985	2,306	2,684
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,870</b>	<b>3,612</b>	<b>4,258</b>	<b>4,919</b>	<b>5,556</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>664</b>	<b>1,134</b>	<b>954</b>	<b>1,257</b>	<b>1,450</b>
净利润	513	640	789	1,009	1,192
折旧摊销	170	198	236	274	308
财务费用	19	16	26	30	32
投资损失	-2	2	-3	-3	-4
营运资金变动	-70	273	-125	-73	-97
其他经营现金流	33	4	31	20	18
<b>投资活动现金流</b>	<b>-296</b>	<b>-755</b>	<b>-495</b>	<b>-488</b>	<b>-461</b>
资本支出	-345	-769	-461	-485	-462
长期投资	0	13	0	0	0
其他投资现金流	48	2	-34	-3	1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-255</b>	<b>-452</b>	<b>-354</b>	<b>-614</b>	<b>-783</b>
短期借款	-171	40	50	40	30
长期借款	-137	261	100	60	30
普通股增加	67	77	0	0	0
资本公积增加	73	-69	0	0	0
其他筹资现金流	-87	-761	-504	-714	-843
<b>现金净增加额</b>	<b>113</b>	<b>-73</b>	<b>105</b>	<b>156</b>	<b>205</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,115</b>	<b>5,304</b>	<b>6,577</b>	<b>7,892</b>	<b>9,155</b>
营业成本	2,735	3,676	4,574	5,552	6,461
营业税金及附加	33	40	48	55	62
营业费用	516	663	822	886	953
管理费用	183	219	263	300	339
研发费用	80	80	83	87	87
财务费用	16	13	16	17	16
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	60	124	124	126	77
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资净收益	2	-2	3	3	4
资产处置收益	-16	-11	-12	-9	-9
<b>营业利润</b>	<b>584</b>	<b>719</b>	<b>881</b>	<b>1,112</b>	<b>1,307</b>
营业外收入	1	4	1	2	3
营业外支出	11	11	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>574</b>	<b>712</b>	<b>872</b>	<b>1,104</b>	<b>1,300</b>
所得税	61	72	84	95	108
<b>净利润</b>	<b>513</b>	<b>640</b>	<b>789</b>	<b>1,009</b>	<b>1,192</b>
少数股东损益	8	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>506</b>	<b>640</b>	<b>788</b>	<b>1,009</b>	<b>1,192</b>
EBITDA	784	945	1,124	1,396	1,624
EPS (元)	1.85	2.35	2.89	3.70	4.37

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	42.22	28.89	24.00	20.00	16.00
营业利润 (%)	71.10	23.18	22.60	26.22	17.54
归属母公司净利润 (%)	67.76	26.53	23.12	28.02	18.14
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	33.54	30.69	30.45	29.65	29.43
净利率 (%)	12.29	12.07	11.98	12.78	13.02
ROE (%)	34.95	36.89	39.69	43.75	44.39
ROIC (%)	27.35	27.62	27.75	30.89	32.10
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.07	50.90	52.46	52.32	50.95
净负债比率 (%)	96.34	103.65	110.35	109.74	103.89
流动比率	0.95	0.93	1.00	1.09	1.20
速动比率	0.39	0.34	0.38	0.43	0.50
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.55	1.64	1.67	1.72	1.75
应收账款周转率	22.13	22.44	22.62	22.59	22.43
应付账款周转率	9.81	8.11	6.75	6.87	6.92
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.85	2.35	2.89	3.70	4.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.43	4.16	3.50	4.61	5.32
每股净资产 (最新摊薄)	5.30	6.36	7.28	8.45	9.84
<b>估值比率</b>					
P/E	47.09	37.22	30.23	23.61	19.99
P/B	16.46	13.73	12.00	10.33	8.87
EV/EBITDA	17.68	18.52	21.66	17.41	14.87

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。