

躬身入局延伸产业链，
全渠道赋能核心品类高速增长

——盐津铺子 2023 年年报点评

买入（维持）

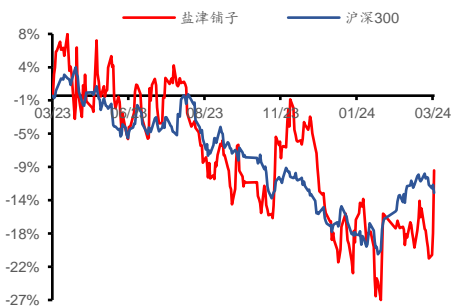
行业：食品饮料
日期：2024年03月28日

分析师：梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870523110001
联系人：赖思琪
Tel: 021-53686180
E-mail: laisiqi@shzq.com
SAC 编号: S0870122080016

基本数据

最新收盘价（元）	75.67
12mth A 股价格区间（元）	61.45-137.61
总股本（百万股）	196.06
无限售 A 股/总股本	88.04%
流通市值（亿元）	130.61

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《产品领先+效率驱动，渠道红利助力高增-盐津铺子首次覆盖报告》

——2024 年 01 月 08 日

■ 投资摘要

事件概述

3月26日，盐津铺子发布2023年年报及2024年一季度业绩预告。2023年，公司实现营业收入41.15亿元，同比+42.22%；归母净利润5.06亿元，同比+67.76%；扣非归母净利润4.76亿元，同比+72.84%。其中23Q4公司实现营业收入11.11亿元，同比+20.22%；归母净利润1.10亿元，同比+32.64%；扣非归母净利润1.00亿元，同比+21.23%。24Q1公司预计实现归母净利润为1.5-1.7亿元，同比+34.48-52.41%；扣非归母净利润为1.3-1.5亿元，同比+32.18-52.51%，延续高增。

多品类、多渠道实现高增，规模效应逐步显现。23年公司持续聚焦七大核心品类（辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食及果干坚果），各品类均已突破2亿营收，大单品优势凸显。分品类来看，烘焙、薯类、深海零食、果干坚果等老品类稳健增长，分别同比+12.75%/+29.98%/+10.65%/+37.19%，蛋类零食、休闲魔芋、蒟蒻果冻布丁等新品类增速领先，分别同比+594.52%/+84.95%/+125.67%。

分渠道来看，23年公司直营KA/经销（含新零售和其他）/电商渠道分别实现3.34/29.52/8.28亿，同比-10.03%/+40.35%/+98.04%，公司持续强化渠道渗透，与量贩品牌深度合作、不断加大社交电商的投入，构筑细分品类领导品牌心智，渠道势能持续增强。

公司“多品类、全渠道”战略明确，丰富的产品体系及差异化竞争策略构筑企业竞争壁垒；聚焦“大单品”战略，线上线下协同复利大单品，全渠道合力助推大单品高速发展。公司目标通过两个三年规划把公司的七大品类做成行业数一数二，我们认为鹤鹑蛋、辣卤魔芋、蒟蒻果冻等战略产品有望持续快速放量。

精准费投提升净利，股权激励提振信心。23年公司净利率为12.47%，较上年同期+2.04pct，盈利能力同比提升。期间费用拆分来看，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为12.53%/4.44%/1.94%，较上年同期分别-3.28pct/-0.08pct/-0.63pct，费用率下降主要由于公司规模增加，渠道结构变化较大，费用增速低于营收增速所致。此外，公司于23年6月再次发布股权激励政策，充分绑定核心人才，我们认为，尽管股权激励费用短期影响盈利，中长期维度展现公司发展信心。

■ 投资建议

公司聚焦核心品类，向上游原材料端投资建厂，快速抢占新中式零食赛道，凭借自主生产的强供应链体系，强化“总成本领先”的竞争优势，渠道端精耕细作，发力电商及量贩渠道，全渠道优势辅助新品铺货上量，大单品培育进展突出，中长期核心品类具备领跑行业的潜力。结合最新年报，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 53.76/65.96/78.78 亿元，增速分别为 30.6%/22.7%/19.4%，归母净利润分别为 6.90/8.75/10.55 亿元，增速分别为 36.4%/26.9%/20.5%。维持“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格波动风险，销售季节性波动风险，市场竞争风险，食品安全风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4115	5376	6596	7878
年增长率	42.2%	30.6%	22.7%	19.4%
归母净利润	506	690	875	1055
年增长率	67.8%	36.4%	26.9%	20.5%
每股收益（元）	2.58	3.52	4.47	5.38
市盈率（X）	29.33	21.50	16.95	14.06
市净率（X）	10.25	6.94	4.92	3.65

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年03月27日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	310	794	1524	2405
应收票据及应收账款	211	315	384	455
存货	594	782	947	1116
其他流动资产	189	229	270	306
流动资产合计	1304	2120	3124	4282
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	1135	1199	1222	1205
在建工程	33	51	64	73
无形资产	198	202	206	210
其他非流动资产	199	206	212	218
非流动资产合计	1566	1659	1705	1706
资产总计	2870	3778	4829	5988
短期借款	300	350	395	395
应付票据及应付账款	320	386	443	493
合同负债	100	118	132	142
其他流动负债	656	738	793	828
流动负债合计	1376	1592	1764	1858
长期借款	0	-11	-21	-21
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	32	37	42	42
非流动负债合计	32	26	21	21
负债合计	1408	1618	1785	1879
股本	196	196	196	196
资本公积	458	458	458	458
留存收益	1017	1708	2583	3638
归属母公司股东权益	1447	2137	3013	4068
少数股东权益	15	23	32	42
股东权益合计	1462	2160	3045	4109
负债和股东权益合计	2870	3778	4829	5988

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	664	682	895	1047
净利润	513	698	884	1065
折旧摊销	159	146	157	165
营运资金变动	-59	-166	-148	-182
其他	51	4	2	0
投资活动现金流量	-296	-243	-205	-166
资本支出	-345	-244	-206	-166
投资变动	0	0	0	0
其他	48	1	1	0
筹资活动现金流量	-255	44	40	0
债权融资	-93	44	40	0
股权融资	186	0	0	0
其他	-348	0	0	0
现金净流量	113	483	730	881

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4115	5376	6596	7878
营业成本	2735	3564	4369	5215
营业税金及附加	33	43	51	59
销售费用	516	699	844	985
管理费用	183	237	280	307
研发费用	80	113	132	142
财务费用	16	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	2	1	1	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	584	776	977	1170
营业外收支净额	-10	0	0	0
利润总额	574	776	977	1170
所得税	61	78	93	105
净利润	513	698	884	1065
少数股东损益	8	8	9	10
归属母公司股东净利润	506	690	875	1055

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	33.5%	33.7%	33.8%	33.8%
净利率	12.3%	12.8%	13.3%	13.4%
净资产收益率	35.0%	32.3%	29.1%	25.9%
资产回报率	17.6%	18.3%	18.1%	17.6%
投资回报率	27.4%	25.4%	24.1%	22.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	42.2%	30.6%	22.7%	19.4%
EBIT 增长率	71.6%	26.4%	25.9%	19.7%
归母净利润增长率	67.8%	36.4%	26.9%	20.5%
每股指标 (元)				
每股收益	2.58	3.52	4.47	5.38
每股净资产	7.38	10.90	15.37	20.75
每股经营现金流	3.39	3.48	4.57	5.34
每股股利	1.50	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	1.55	1.62	1.53	1.46
应收账款周转率	22.13	21.12	19.83	19.59
存货周转率	5.22	5.18	5.05	5.06
偿债能力指标				
资产负债率	49.1%	42.8%	37.0%	31.4%
流动比率	0.95	1.33	1.77	2.30
速动比率	0.39	0.71	1.10	1.55
估值指标				
P/E	29.33	21.50	16.95	14.06
P/B	10.25	6.94	4.92	3.65
EV/EBITDA	17.93	15.87	12.30	9.78

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断