



盐津铺子 (002847.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

渠道多点开花, Q1 净利率持续改善

业绩简评

4月23日公司发布2024年一季报,实现营业收入亿元12.23,同比+37.00%;实现归母净利润1.60亿元,同比增长+43.10%;扣非归母净利润1.38亿元,同比增长+40.08%,贴近此前预告中枢。

经营分析

开门红表现亮眼,全渠道策略持续推进。1)产品端,公司持续聚焦于7大核心品类,受益于春节开门红,预计全品类均实现增长。其中鹤鹑蛋、魔芋延续23年成长势能,预计Q1持续环比爬坡上量。2)渠道端,春节旺季零食量贩/电商渠道月销预计再上一个台阶,主因单店/平台流量增长+公司产品性价比凸显。全年来看,零食量贩在北方、西部市场仍有开店空间;电商渠道有望强化抖音市占率,并重视与拼多多合作力度,持续实现较快增长。

供应链升级优势显著,净利率稳步提升。24Q1公司净利率为13.06%,同比+0.50pct,主要系品类规模效应形成后,各项费率逐步优化。1)24Q1公司毛利率为32.10%,同比-2.47pct,系渠道结构变化所致。单从成本端看具备下行趋势,一是鸡蛋、油脂等原材料价格下降;二是公司直控原料供应端,不断优化采购、生产成本。2)费用端,24Q1公司销售/管理/研发/财务费率分别为13.00%/4.23%/1.30%/0.30%,较去年同比-0.77/-0.15/-1.43/-0.04pct。我们预计全年延续此趋势,净利率仍将逐步改善。

看好公司在“渠道为王、产品领先、体系护航”的战略下实现高质量发展。收入端,我们仍看好零食量贩、电商、定量流通渠道快速扩张,多渠道贡献增量。利润端,原料成本压力减轻+公司持续优化供应链,有望带动盈利能力进一步提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计24-26年公司归母净利润分别为6.8/8.5/10.2亿元,分别同比+34%/25%/20%,对应PE分别为22x/18x/15x,维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧、渠道扩张不及预期等风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

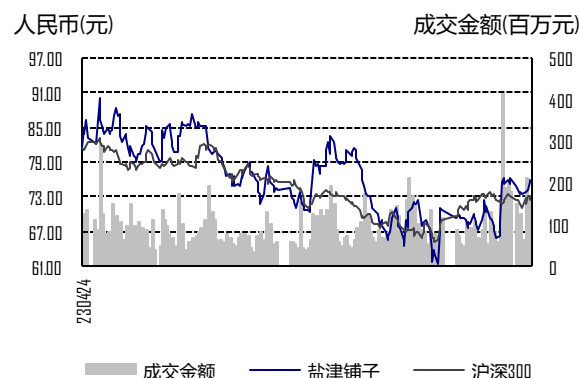
联系人:陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币):75.76元

相关报告:

- 《盐津铺子公司点评:产品渠道协同,24Q1业绩延续高增》,2024.3.26
- 《盐津铺子点评:增长势能延续,业绩符合预期》,2024.1.7
- 《盐津铺子公司点评:转型效果显著,Q3再超预期》,2023.10.31



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,894	4,115	5,430	6,680	7,860
营业收入增长率	26.83%	42.22%	31.95%	23.02%	17.66%
归母净利润(百万元)	301	506	679	849	1,018
归母净利润增长率	100.01%	67.76%	34.24%	25.12%	19.89%
摊薄每股收益(元)	2.343	2.580	3.463	4.333	5.194
每股经营性现金流净额	3.31	3.39	4.10	5.36	6.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.57%	34.95%	34.94%	37.21%	37.85%
P/E	46.22	26.93	22.42	17.92	14.94
P/B	12.28	9.41	7.83	6.67	5.66

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,282	2,894	4,115	5,430	6,680	7,860
增长率	26.8%	42.2%	32.0%	23.0%	17.7%	
主营业务成本	-1,467	-1,889	-2,735	-3,643	-4,502	-5,305
%销售收入	64.3%	65.3%	66.5%	67.1%	67.4%	67.5%
毛利	815	1,005	1,380	1,787	2,178	2,555
%销售收入	35.7%	34.7%	33.5%	32.9%	32.6%	32.5%
营业税金及附加	-20	-28	-33	-49	-60	-71
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-505	-457	-516	-668	-815	-943
%销售收入	22.2%	15.8%	12.5%	12.3%	12.2%	12.0%
管理费用	-119	-131	-183	-233	-267	-307
%销售收入	5.2%	4.5%	4.4%	4.3%	4.0%	3.9%
研发费用	-55	-74	-80	-109	-134	-157
%销售收入	2.4%	2.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	115	314	569	728	902	1,078
%销售收入	5.0%	10.9%	13.8%	13.4%	13.5%	13.7%
财务费用	-21	-9	-16	4	8	14
%销售收入	0.9%	0.3%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-3	1	-16	-14	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	2	2	2
%税前利润	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	170	341	584	765	956	1,147
营业利润率	7.4%	11.8%	14.2%	14.1%	14.3%	14.6%
营业外收支	-3	-8	-10	-3	-3	-3
税前利润	167	333	574	762	953	1,144
利润率	7.3%	11.5%	13.9%	14.0%	14.3%	14.6%
所得税	-13	-31	-61	-76	-95	-114
所得税率	7.6%	9.3%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	154	302	513	686	858	1,030
少数股东损益	4	0	8	7	9	11
归属于母公司的净利润	151	301	506	679	849	1,018
净利率	6.6%	10.4%	12.3%	12.5%	12.7%	13.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	154	302	513	686	858	1,030
少数股东损益	4	0	8	7	9	11
非现金支出	132	150	186	172	186	209
非经营收益	11	18	35	1	6	2
营运资金变动	181	-44	-70	-54	0	24
经营活动现金净流	478	426	664	804	1,050	1,264
资本开支	-331	-260	-345	-300	-292	-298
投资	0	0	0	0	0	0
其他	9	9	48	2	2	2
投资活动现金净流	-322	-251	-296	-298	-290	-296
股权募资	119	6	186	225	0	0
债权募资	-72	85	-93	-209	-132	-20
其他	-252	-188	-348	-411	-511	-612
筹资活动现金净流	-205	-97	-255	-396	-643	-632
现金净流量	-49	77	113	110	117	337

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	135	203	310	416	529	863
应收款项	208	180	227	228	262	308
存货	259	453	594	665	786	855
其他流动资产	84	216	172	217	260	302
流动资产	685	1,053	1,304	1,526	1,837	2,328
%总资产	32.9%	42.9%	45.4%	47.1%	50.3%	55.0%
长期投资	64	1	1	1	1	1
固定资产	1,064	1,084	1,169	1,231	1,310	1,365
%总资产	51.1%	44.2%	40.7%	38.0%	35.9%	32.3%
无形资产	198	203	213	269	283	306
非流动资产	1,397	1,402	1,566	1,714	1,816	1,903
%总资产	67.1%	57.1%	54.6%	52.9%	49.7%	45.0%
资产总计	2,082	2,455	2,870	3,240	3,653	4,231
短期借款	530	483	528	332	200	180
应付款项	491	433	606	674	819	949
其他流动负债	161	226	243	250	306	358
流动负债	1,181	1,142	1,376	1,257	1,324	1,487
长期贷款	2	137	0	0	0	0
其他长期负债	16	27	32	19	15	13
负债	1,198	1,307	1,408	1,275	1,340	1,499
普通股股东权益	873	1,135	1,447	1,943	2,283	2,691
其中：股本	129	129	196	196	196	196
未分配利润	469	640	919	1,191	1,531	1,938
少数股东权益	11	13	15	21	30	41
负债股东权益合计	2,082	2,455	2,870	3,240	3,653	4,231

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.165	2.343	2.580	3.463	4.333	5.194
每股净资产	6.749	8.819	7.380	9.912	11.645	13.723
每股经营现金净流	3.694	3.307	3.387	4.102	5.356	6.448
每股股利	0.500	1.000	1.000	2.078	2.600	3.117
回报率						
净资产收益率	17.27%	26.57%	34.95%	34.94%	37.21%	37.85%
总资产收益率	7.24%	12.28%	17.62%	20.95%	23.26%	24.07%
投入资本收益率	7.49%	16.11%	25.59%	28.45%	32.24%	33.24%
增长率						
主营业务收入增长率	16.47%	26.83%	42.22%	31.95%	23.02%	17.66%
EBIT增长率	-48.52%	173.64%	81.19%	27.87%	23.94%	19.41%
净利润增长率	-37.65%	100.01%	67.76%	34.24%	25.12%	19.89%
总资产增长率	2.99%	17.91%	16.92%	12.90%	12.73%	15.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.3	22.7	16.5	14.0	13.0	13.0
存货周转天数	76.0	68.8	69.9	68.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	53.8	47.4	37.2	37.0	36.0	35.0
固定资产周转天数	161.5	118.7	100.8	79.2	66.0	56.3
偿债能力						
净负债/股东权益	44.94%	36.35%	14.85%	-4.25%	-14.23%	-25.01%
EBIT利息保障倍数	5.5	35.6	34.8	-207.4	-108.5	-77.8
资产负债率	57.56%	53.23%	49.07%	39.36%	36.67%	35.44%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	54	75	89	185
增持	0	3	6	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.05	1.07	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究