

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES全渠道+大单品战略成果显著，  
增长势能有望延续

——盐津铺子 2024 年一季报点评

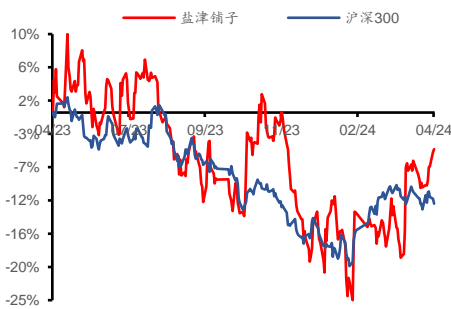
## 买入（维持）

行业：食品饮料  
日期：2024年04月24日分析师：王慧林  
Tel: 15951919467  
E-mail: wanghuilin@shzq.com  
SAC 编号: S0870524040001  
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）	77.62
12mth A 股价格区间（元）	61.45-136.50
总股本（百万股）	196.06
无限售 A 股/总股本	88.04%
流通市值（亿元）	133.98

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告：

《躬身入局延伸产业链，全渠道赋能核心品类高速增长》

——2024 年 03 月 28 日

《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

4月23日，盐津铺子发布2024年一季度业绩。24Q1，公司实现营业收入12.23亿元，同比+37.00%；归母净利润1.60亿元，同比+43.10%；扣非归母净利润1.38亿元，同比+40.08%，业绩落在预告中枢水平。

**坚定大单品路线，积极拥抱全渠道发展。**公司精准制定大单品+全渠道战略，成功占位新中式零食赛道，实现收入规模的持续增长。具体看：1) 产品品类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），其中鹤鹑蛋、魔芋等大单品表现亮眼；前瞻布局上游供应链以保障高品质高性价比；包装灵活务实，传统散装与定量装、量贩装等相结合满足消费者多场景的零食需求。

2) 渠道端，公司积极打造全渠道矩阵，保持原有商超优势的同时，重点发展电商及零食量贩渠道，与零食很忙等量贩品牌深度合作、借助抖音平台与主播种草引流，提升品牌影响力和渠道势能，全渠道合力助推大单品高速发展。

**期间费用优化显著，净利稳中有升。**24Q1公司毛利率为32.10%，同比-2.47pct，净利率为13.06%，较上年同期+0.50pct，利润率变动预计与渠道结构及产品品类结构占比变化有关，整体盈利能力有所提升。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13.00%/4.23%/1.30%，较上年同期分别-0.77pct/-0.15pct/-1.43pct，费用率优化幅度明显，主要由于规模效应逐步显现，以及重点、难点研发费用已于前期投入所致。我们认为，随着公司供应链能力逐渐增强，产能逐步扩张，“总成本领先”的竞争优势将进一步强化，并带动盈利能力稳步提升。

## ■ 投资建议

公司聚焦核心品类，大单品培育进展突出，持续发力电商及量贩渠道，全渠道矩阵逐步完善，再通过布局上游原材料工厂、与下游深度合作等方式深挖供应链潜能提升盈利能力。结合最新一季报，我们上调魔芋及鹤鹑蛋品类增速，并下调研发费用率，预计公司 2024-2026 年营收分别为 55.21/70.23/85.02 亿元，增速分别为 34.16%/27.20%/21.06%，归母净利润分别为 7.33/9.72/11.98 亿元，增速分别为 44.93%/32.63%/23.27%。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	5521	7023	8502
年增长率	42.2%	34.2%	27.2%	21.1%
归母净利润	506	733	972	1198
年增长率	67.8%	44.9%	32.6%	23.3%
每股收益（元）	2.58	3.74	4.96	6.11
市盈率（X）	30.09	20.76	15.65	12.70
市净率（X）	10.52	8.25	6.40	4.91

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年04月23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	557	972	1590
应收票据及应收账款	211	324	409	491
存货	594	807	1010	1196
其他流动资产	189	235	286	326
流动资产合计	1304	1923	2676	3603
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	197	204	209
非流动资产合计	1566	1650	1696	1697
<b>资产总计</b>	<b>2870</b>	<b>3572</b>	<b>4372</b>	<b>5300</b>
短期借款	300	380	440	480
应付票据及应付账款	320	399	472	528
合同负债	100	121	140	153
其他流动负债	656	748	825	865
流动负债合计	1376	1648	1878	2027
长期借款	0	20	40	90
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	57	82	132
<b>负债合计</b>	<b>1408</b>	<b>1705</b>	<b>1960</b>	<b>2158</b>
股本	196	196	196	196
资本公积	458	489	489	489
留存收益	1017	1384	1919	2638
归属母公司股东权益	1447	1844	2379	3098
少数股东权益	15	24	33	44
<b>股东权益合计</b>	<b>1462</b>	<b>1868</b>	<b>2412</b>	<b>3142</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2870</b>	<b>3572</b>	<b>4372</b>	<b>5300</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>664</b>	<b>727</b>	<b>992</b>	<b>1197</b>
净利润	513	742	982	1209
折旧摊销	159	146	157	165
营运资金变动	-59	-175	-168	-200
其他	51	14	21	23
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-296</b>	<b>-229</b>	<b>-205</b>	<b>-166</b>
资本支出	-345	-244	-206	-166
投资变动	0	0	0	0
其他	48	15	1	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-255</b>	<b>-252</b>	<b>-372</b>	<b>-413</b>
债权融资	-93	100	85	90
股权融资	186	30	0	0
其他	-348	-382	-457	-503
<b>现金净流量</b>	<b>113</b>	<b>246</b>	<b>415</b>	<b>619</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4115</b>	<b>5521</b>	<b>7023</b>	<b>8502</b>
营业成本	2735	3679	4660	5591
营业税金及附加	33	44	55	61
销售费用	516	682	857	1029
管理费用	183	237	288	332
研发费用	80	99	124	150
财务费用	16	11	12	12
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
<b>营业利润</b>	<b>584</b>	<b>824</b>	<b>1085</b>	<b>1329</b>
营业外收支净额	-10	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>574</b>	<b>824</b>	<b>1085</b>	<b>1329</b>
所得税	61	82	103	120
净利润	513	742	982	1209
少数股东损益	8	9	10	11
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>506</b>	<b>733</b>	<b>972</b>	<b>1198</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	33.5%	33.4%	33.6%	34.2%
净利率	12.3%	13.3%	13.8%	14.1%
净资产收益率	35.0%	39.8%	40.9%	38.7%
资产回报率	17.6%	20.5%	22.2%	22.6%
投资回报率	27.4%	29.9%	31.6%	30.8%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	42.2%	34.2%	27.2%	21.1%
EBIT 增长率	71.6%	36.0%	31.4%	22.2%
归母净利润增长率	67.8%	44.9%	32.6%	23.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.58	3.74	4.96	6.11
每股净资产	7.38	9.40	12.13	15.80
每股经营现金流	3.39	3.71	5.06	6.11
每股股利	1.50	1.87	2.23	2.44
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.55	1.71	1.77	1.76
应收账款周转率	22.13	21.35	20.16	19.72
存货周转率	5.22	5.25	5.13	5.07
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	49.1%	47.7%	44.8%	40.7%
流动比率	0.95	1.17	1.42	1.78
速动比率	0.39	0.55	0.75	1.04
<b>估值指标</b>				
P/E	30.09	20.76	15.65	12.70
P/B	10.52	8.25	6.40	4.91
EV/EBITDA	17.93	15.60	11.94	9.60

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

<b>股票投资评级：</b>	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
<b>行业投资评级：</b>	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