

渠道高增与规模效应持续

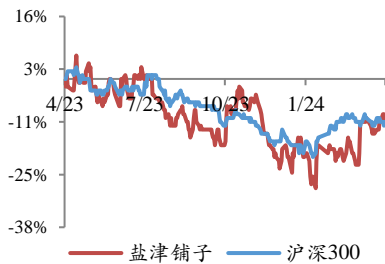
——盐津铺子 24 一季报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-25

收盘价（元）	73.71
近 12 个月最高/最低（元）	90.33/59.27
总股本（百万股）	196
流通股本（百万股）	173
流通股比例（%）	88.04
总市值（亿元）	145
流通市值（亿元）	127

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

主要观点：

- **公司发布 2024Q1 业绩：**
 - **24Q1：**收入 12.23 亿 (+37.0%)，归母 1.60 亿 (+43.1%)，扣非 1.38 亿 (+40.1%)
 - **业绩达到预告中枢。**
- **收入端：新兴渠道维持高增**
 - **新兴渠道维持高增。**分渠道看，我们预计公司 24Q1 量贩零食/电商/定量渠道增速高于公司整体增速水平，传统 BC 超同比增速达到双位数，量贩零食与电商占比营收预计分别提升至 20%+。新兴渠道中，量贩零食渠道持续加强与头部量贩零食系统合作，积极扩充品类及门店开拓；电商渠道以抖音为主要发力点，节日礼盒放量带动货架电商增长，月销持续爬坡；流通定量渠道依靠售点扩充与新品铺市，积极推进全国化。
 - 全年维度来看，公司通过深度参与量贩渠道、积极拥抱抖音电商新风口，迎合当前渠道变革潮流，**预计全年收入高增势能不减。**
- **盈利端：规模效应持续拉动净利率**
 - 24Q1 公司毛利率 32.10%，同比-2.47pct，我们预计毛利率下降主要系渠道结构上低毛利率的量贩零食与电商渠道占比提高所致。从原材料成本来看，棕榈油、鹤鹑蛋 24Q1 市场价格均同比下降，改善持续兑现。从供应链优化来看，公司强化生产智能化，生产效率持续提高，拉动毛利率向上。
 - 24Q1 销售/管理/研发费率分别同比下降 0.77/0.15/1.43pct，预计主要系公司规模效应持续提升所致。24Q1 归母净利率达 13.05%，同比+0.56pct，规模效应有效对冲渠道结构变化所带来的毛利率下降影响。
- **投资建议：综合运营能力突出，维持“买入”**
 - **我们的观点：**我们认为公司综合运营能力突出，通过供应链持续优化与规模效应对冲渠道结构变化所带来的毛利率下降影响。未来有望通过持续的扩充品类与渠道优化维持高增势能。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 52.03/64.03/78.50 亿元，同比+26.4%/+23.1%/+22.6%；实现归母净利润 6.75/8.49/10.78 亿元，同比+33.4%/+25.9%/+27.0%；当前股价对应 PE 分别为 21.42/17.02/13.40 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4115	5203	6403	7850
收入同比 (%)	42.2%	26.4%	23.1%	22.6%
归属母公司净利润	506	675	849	1078
净利润同比 (%)	67.8%	33.4%	25.9%	27.0%
毛利率 (%)	33.5%	32.9%	32.7%	32.9%
ROE (%)	35.0%	35.0%	34.0%	33.5%
每股收益 (元)	2.64	3.44	4.33	5.50
P/E	26.32	21.42	17.02	13.40
P/B	9.41	7.49	5.79	4.49
EV/EBITDA	17.93	15.10	12.12	9.15

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 4 月 25 日

财务报表与盈利预测

单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1304	2219	2756	3922
现金	310	1033	1364	2153
应收账款	211	311	402	471
其他应收款	17	21	22	26
预付账款	145	157	185	221
存货	594	666	771	1014
其他流动资产	27	32	13	37
非流动资产	1566	1646	1701	1740
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1135	1125	1092	1045
无形资产	198	208	218	226
其他非流动资产	232	312	391	469
资产总计	2870	3864	4456	5662
流动负债	1376	1889	1911	2397
短期借款	300	300	300	300
应付账款	289	681	516	888
其他流动负债	787	908	1095	1209
非流动负债	32	31	31	31
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	32	31	31	31
负债合计	1408	1920	1942	2428
少数股东权益	15	16	17	18
股本	196	196	196	196
资本公积	458	458	458	458
留存收益	793	1274	1843	2562
归属母公司股东权	1447	1929	2498	3216
负债和股东权益	2870	3864	4456	5662

单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	664	1189	870	1408
净利润	513	675	850	1080
折旧摊销	159	178	193	209
财务费用	19	8	8	8
投资损失	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	-59	327	-183	109
其他经营现金流	605	350	1037	975
投资活动现金流	-296	-259	-250	-251
资本支出	-345	-258	-249	-250
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	48	-1	-1	0
筹资活动现金流	-255	-201	-288	-368
短期借款	-171	0	0	0
长期借款	-137	0	0	0
普通股增加	67	0	0	0
资本公积增加	73	0	0	0
其他筹资现金流	-87	-201	-288	-368
现金净增加额	113	728	331	789

单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4115	5203	6403	7850
营业成本	2735	3490	4309	5266
营业税金及附加	33	49	61	71
销售费用	516	640	768	918
管理费用	183	234	288	353
财务费用	16	1	-15	-22
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	2
营业利润	584	748	947	1217
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	11	2	3	4
利润总额	574	746	945	1213
所得税	61	71	94	133
净利润	513	675	850	1080
少数股东损益	8	1	1	1
归属母公司净利润	506	675	849	1078
EBITDA	773	925	1125	1403
EPS (元)	2.64	3.44	4.33	5.50

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	42.2%	26.4%	23.1%	22.6%
营业利润	71.1%	28.2%	26.6%	28.5%
归属于母公司净利	67.8%	33.4%	25.9%	27.0%
获利能力				
毛利率 (%)	33.5%	32.9%	32.7%	32.9%
净利率 (%)	12.3%	13.0%	13.3%	13.7%
ROE (%)	35.0%	35.0%	34.0%	33.5%
ROIC (%)	27.4%	27.2%	27.4%	28.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	49.1%	49.7%	43.6%	42.9%
净负债比率 (%)	96.3%	98.8%	77.2%	75.1%
流动比率	0.95	1.17	1.44	1.64
速动比率	0.39	0.73	0.94	1.11
营运能力				
总资产周转率	1.55	1.55	1.54	1.55
应收账款周转率	22.13	20.00	18.00	18.00
应付账款周转率	9.81	7.20	7.20	7.50
每股指标 (元)				
每股收益	2.64	3.44	4.33	5.50
每股经营现金流 (摊)	3.39	6.07	4.44	7.18
每股净资产	7.38	9.84	12.74	16.40
估值比率				
P/E	26.32	21.42	17.02	13.40
P/B	9.41	7.49	5.79	4.49
EV/EBITDA	17.93	15.10	12.12	9.15

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。