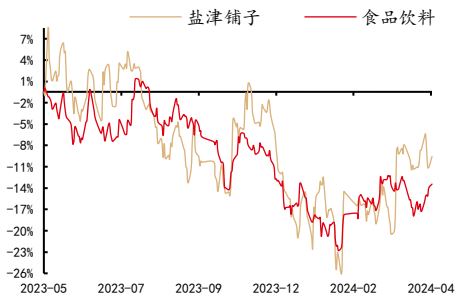


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	75.02
总股本/流通股本(亿股)	1.96 / 1.73
总市值/流通市值(亿元)	147 / 129
52周内最高/最低价	136.50 / 61.45
资产负债率(%)	49.1%
市盈率	28.44
第一大股东	湖南盐津铺子控股有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com  
分析师:杨逸文  
SAC 登记编号:S1340522120002  
Email:yangyiwen@cnpsec.com

盐津铺子(002847)

Q1 迎来开门红，盈利能力持续提升

● 事件

公司发布 2024 年一季报，24Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 12.23/1.6/1.38 亿元，同比 37%/43.11%/40.09%。利润落于业绩预告区间中枢，与我们此前预期一致。

● 投资要点

收入略超此前预期，实现开门红，多品类多渠道实现快速发展。分渠道看，Q1 加大电商投放力度，抖音和货架电商均增长显著，年货礼盒旺季月销过亿。线下渠道反馈积极，BC 超、定量流通渠道快速增长，同时针对开学季推出促销活动。量贩渠道随着 sku 增加/客户门店增加实现了翻倍增长。分产品看，鹤鹑蛋、魔芋月销量相较于去年年末均环比增长，大魔王月销目前稳定在千万量级，爆浆鱼肠、薯片同样表现亮眼。

Q1 经营性净利率持续提升，成本端优势明显。2024 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 32.1%/13.05%，分别同比-2.47/+0.56pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 13%/4.23%/1.3%/0.3%，分别同比-0.77/-0.15/-1.43/-0.04pct。其中 24Q1 所得税前列支股份支付费用 3,040.17 万元（23Q1 所得税前列支股份支付费用 1,205.31 万元），剔除股份支付费用影响后，归母净利润增速预计超 50%。经营性净利率达到 15%，主因：1) 油脂等原料价格同比 23Q1 下滑；2) 年货礼盒产品毛利较高；3) 旺季产能利用率高、单位生产成本降低；4) 规模效应。原料端，油脂囤货、鹤鹑蛋/马铃薯全粉供应链向上布局、魔芋类更灵活的原料方案，成本端的优化持续可期。

公司战略如一，坚持多品类多品牌+全渠道发展，我们认为 2024 年在高基数下公司仍可保持高速增长。7 大核心品类持续扩容，同时战略上推出品类叠加品牌打法，母品牌盐津强化消费者心智，子品牌打造差异化竞争，在休闲零食赛道提升品牌占有率。利润端来看，24 年主要原材料通过多种方式成本降低、叠加规模效应体现，利润将展现较高弹性。1) 供应链端：在核心品类上公司致力于保持成本优势，通过原产地自建供应链、自动化智能制造水平提升、降低人工成本，规模效应体现。2) 原材料端：对核心原料如油脂、魔芋精粉、马铃薯粉，通过低于 23 年价格取得战略合作协议、或者锁定全年较大比例用料等方式去稳定价格。例如鹤鹑蛋自产模式达到满产后成本相较于市场平均采购价有明显成本端优势。3) 渠道端精准定价，由于生产前端优化带来的毛利增量可抵消终端个别价格竞争损益。

● 盈利预测与投资评级

我们维持未来三年盈利预测，预计 2024-2026 年收入预测至 52.93/66.94/81.99 亿元，同比+28.62%/+26.47%/+22.49%，预计 2024-2026 年归母净利润预测至 6.87/9.59/12.15 亿元，同比

+35.74%/+39.73%/+26.65%。未来三年 EPS 分别为 3.5/4.89/6.2 元，对应当前股价 PE 为 21/15/12 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

市场竞争加剧风险；原材料价格波动；食品安全风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4115	5293	6694	8199
增长率(%)	42.22	28.62	26.47	22.49
EBITDA（百万元）	755.51	883.87	1212.63	1558.20
归属母公司净利润（百万元）	505.77	686.54	959.28	1214.94
增长率(%)	67.76	35.74	39.73	26.65
EPS(元/股)	2.58	3.50	4.89	6.20
市盈率(P/E)	29.08	21.42	15.33	12.11
市净率(P/B)	10.16	7.82	5.91	4.52
EV/EBITDA	18.47	17.01	12.10	9.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	4115	5293	6694	8199	营业收入	42.2%	28.6%	26.5%	22.5%
营业成本	2735	3448	4295	5200	营业利润	71.1%	34.7%	41.4%	30.9%
税金及附加	33	47	59	74	归属于母公司净利润	67.8%	35.7%	39.7%	26.7%
销售费用	516	662	817	984	<b>获利能力</b>				
管理费用	183	241	295	353	毛利率	33.5%	34.9%	35.8%	36.6%
研发费用	80	116	134	164	净利率	12.5%	13.0%	14.5%	15.0%
财务费用	16	12	5	-3	ROE	35.0%	36.5%	38.6%	37.3%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	ROIC	31.3%	40.1%	44.9%	50.7%
<b>营业利润</b>	<b>584</b>	<b>786</b>	<b>1111</b>	<b>1455</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	49.1%	47.2%	40.9%	38.9%
营业外支出	11	8	8	8	流动比率	0.95	1.14	1.44	1.70
<b>利润总额</b>	<b>574</b>	<b>779</b>	<b>1105</b>	<b>1448</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	61	94	133	217	应收账款周转率	19.55	15.48	15.48	15.48
<b>净利润</b>	<b>513</b>	<b>686</b>	<b>972</b>	<b>1231</b>	存货周转率	4.60	4.73	4.73	4.73
<b>归母净利润</b>	<b>506</b>	<b>687</b>	<b>959</b>	<b>1215</b>	总资产周转率	1.43	1.47	1.57	1.52
<b>每股收益(元)</b>	<b>2.58</b>	<b>3.50</b>	<b>4.89</b>	<b>6.20</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.58	3.50	4.89	6.20
货币资金	310	529	748	1434	每股净资产	7.38	9.59	12.69	16.61
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	211	347	438	537	PE	29.08	21.42	15.33	12.11
预付款项	145	180	228	279	PB	10.16	7.82	5.91	4.52
存货	594	729	908	1099	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1304</b>	<b>1896</b>	<b>2463</b>	<b>3521</b>	净利润	513	673	950	1203
固定资产	1161	1155	1238	1404	折旧和摊销	165	92	103	113
在建工程	33	161	189	116	营运资本变动	-144	-78	-9	-10
无形资产	198	192	185	179	其他	112	14	33	30
<b>非流动资产合计</b>	<b>1566</b>	<b>1695</b>	<b>1792</b>	<b>1879</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>646</b>	<b>701</b>	<b>1078</b>	<b>1337</b>
<b>资产总计</b>	<b>2870</b>	<b>3591</b>	<b>4255</b>	<b>5400</b>	资本开支	-347	-200	-200	-200
短期借款	300	293	0	0	其他	51	-10	-6	-5
应付票据及应付账款	320	492	613	743	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-296</b>	<b>-210</b>	<b>-206</b>	<b>-205</b>
其他流动负债	756	879	1097	1331	股权融资	140	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1376</b>	<b>1664</b>	<b>1710</b>	<b>2073</b>	债务融资	-304	-7	-294	-2
其他	32	32	31	28	其他	-92	-265	-358	-444
<b>非流动负债合计</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-255</b>	<b>-272</b>	<b>-652</b>	<b>-446</b>
<b>负债合计</b>	<b>1408</b>	<b>1696</b>	<b>1741</b>	<b>2102</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>95</b>	<b>219</b>	<b>219</b>	<b>685</b>
股本	196	196	196	196					
资本公积金	458	458	458	458					
未分配利润	793	1227	1833	2601					
少数股东权益	15	14	27	43					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1462</b>	<b>1895</b>	<b>2514</b>	<b>3299</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>2870</b>	<b>3591</b>	<b>4255</b>	<b>5400</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048