

积极拥抱渠道红利

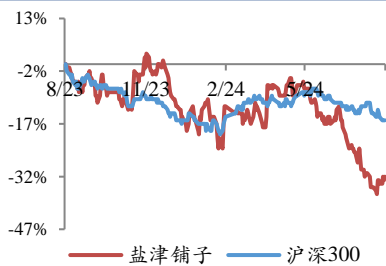
——盐津铺子 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-09

收盘价（元）	37.75
近 12 个月最高/最低（元）	59.08/35.53
总股本（百万股）	274
流通股本（百万股）	246
流通股比例（%）	89.58
总市值（亿元）	104
流通市值（亿元）	93

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

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

相关报告

- 渠道高增与规模效应持续
2024-04-26
- 推新顺利，深度绑定量贩抖音
2024-03-29

主要观点：

● 公司发布 2024H1 业绩：

- 24Q2：营收 12.36 亿元（+23.44%），归母净利润 1.60 亿元（+19.11%）；扣非 1.35 亿元（+1.58%）
- 24H1：收入 24.59 亿元（+29.84%），归母净利润 3.19 亿元（+30.00%）；扣非 2.73 亿元（+17.96%）
- **前期已发预告，各指标均达到预告中枢。**

● 收入：量贩/抖音高增，鹌鹑蛋/魔芋丝增速领先

- 拆分渠道看，量贩、抖音高增是收入增长主要驱动。据第三方数据，我们测算 24Q2 公司量贩月销超过 1 亿元（含税）（+59%），抖音月销超 6000 万元（含税）（+83%），天猫+京东营收预计同比增长近 20%，其他渠道淡季下略有承压。综上，H1 公司直营商超/经销及其他/电商渠道营收分别同比-43.6%/+35.1%/+48.4%。
- 拆分品类看，鹌鹑蛋与魔芋增速领先。24H1 公司辣卤/烘焙/深海零食/蛋类/薯类/果干坚果/蒟蒻果冻/其他产品营收分别同比+25.81%/+12.60%/+11.83%/+150.54%/+39.34%/+95.98%/+44.01%/-56.95%。其中，鹌鹑蛋主动降价以扩大市场份额，并推动“蛋皇”品牌进入高势能的山姆会员店，拓展渠道；大魔王魔芋爽进入盒马超市，并成功推出麻酱味素毛肚，产品快速放量。

● 利润：渠道结构+股权激励费用扰动盈利

- 24Q2 公司毛利率达 32.96%，同比-3.07pct，我们预计系低盈利的量贩、抖音渠道占比提高，叠加公司主动下调鹌鹑蛋价格以扩大市场份额所致。费用端，24Q2 销售/管理费率分别达 13.53%/4.79%，分别同比+2.05/+0.66pct，其中销售费率上升，预计主要系品牌推广加大投入所致。同时，股权激励费用上升也推高销售/管理费率。综上，公司 24Q2 归母/扣非/剔除股权激励费用扣非净利率分别 13.0%/10.9%/12.9%，分别同比-1.1/-2.3/-1.1pct，其中渠道结构变化与品牌推广投入力度加大是主要原因。

● 投资建议：维持“买入”

➢ 我们的观点：

公司积极拥抱渠道红利，量贩与抖音渠道高增对冲 Q2 淡季影响。同时，公司加强大单品打造能力，逐步强化渠道话语权，公司中长期竞争优势持续提高。

盈利预测：维持前期盈利预测，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%/+25.8%/+27.0%；当前股价对应 PE 分别为 15.35/12.20/9.61 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

渠道改革不及预期，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%	25.8%	27.0%
毛利率 (%)	33.5%	32.9%	32.7%	32.9%
ROE (%)	35.0%	35.0%	34.0%	33.6%
每股收益 (元)	2.64	2.46	3.09	3.93
P/E	26.32	15.35	12.20	9.61
P/B	9.41	5.38	4.15	3.22
EV/EBITDA	17.93	10.67	8.48	6.24

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 9 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1304	2216	2753	3919	营业收入	4115	5203	6403	7850
现金	310	1030	1361	2150	营业成本	2735	3490	4309	5266
应收账款	211	311	402	471	营业税金及附加	33	49	61	71
其他应收款	17	21	22	26	销售费用	516	640	768	918
预付账款	145	157	185	221	管理费用	183	234	288	353
存货	594	666	771	1014	财务费用	16	1	-15	-22
其他流动资产	27	32	13	37	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	1566	1646	1701	1740	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	1	1	2
固定资产	1135	1125	1092	1045	营业利润	584	748	947	1217
无形资产	198	208	218	226	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	232	312	391	469	营业外支出	11	2	3	4
资产总计	2870	3862	4454	5659	利润总额	574	746	945	1213
流动负债	1376	1889	1911	2397	所得税	61	71	94	133
短期借款	300	300	300	300	净利润	513	675	850	1080
应付账款	289	681	516	888	少数股东损益	8	1	1	1
其他流动负债	787	908	1095	1209	归属母公司净利润	506	675	849	1078
非流动负债	32	31	31	31	EBITDA	773	925	1125	1403
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.64	2.46	3.09	3.93
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	274	274	274					
资本公积	458	377	377	377					
留存收益	793	1274	1843	2562					
归属母公司股东权益	1447	1926	2495	3213					
负债和股东权益	2870	3862	4454	5659					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	664	1189	870	1408	成长能力				
净利润	513	675	850	1080	营业收入	42.2%	26.4%	23.1%	22.6%
折旧摊销	159	178	193	209	营业利润	71.1%	28.2%	26.6%	28.5%
财务费用	19	8	8	8	归属于母公司净利润	67.8%	33.4%	25.8%	27.0%
投资损失	-2	-1	-1	-2	获利能力				
营运资金变动	-59	327	-183	109	毛利率 (%)	33.5%	32.9%	32.7%	32.9%
其他经营现金流	605	350	1037	975	净利率 (%)	12.3%	13.0%	13.3%	13.7%
投资活动现金流	-296	-259	-250	-251	ROE (%)	35.0%	35.0%	34.0%	33.6%
资本支出	-345	-258	-249	-250	ROIC (%)	27.4%	27.2%	27.5%	28.2%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	48	-1	-1	0	资产负债率 (%)	49.1%	49.7%	43.6%	42.9%
筹资活动现金流	-255	-204	-288	-368	净负债比率 (%)	96.3%	98.9%	77.3%	75.1%
短期借款	-171	0	0	0	流动比率	0.95	1.17	1.44	1.63
长期借款	-137	0	0	0	速动比率	0.39	0.73	0.93	1.11
普通股增加	67	78	0	0	营运能力				
资本公积增加	73	-81	0	0	总资产周转率	1.55	1.55	1.54	1.55
其他筹资现金流	-87	-201	-288	-368	应收账款周转率	22.13	20.00	18.00	18.00
现金净增加额	113	726	331	789	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	2.46	3.09	3.93
					每股经营现金流 (摊薄)	2.42	4.33	3.17	5.13
					每股净资产	7.38	7.02	9.09	11.71
					估值比率				
					P/E	26.32	15.35	12.20	9.61
					P/B	9.41	5.38	4.15	3.22
					EV/EBITDA	17.93	10.67	8.48	6.24

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。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

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。