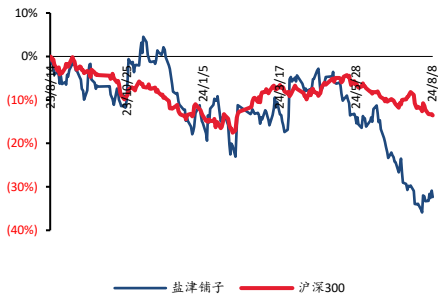


## 电商、零食量贩渠道红利延续，大单品打造初显成效

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 2.74/2.74  
总市值/流通(亿元) 103.58/103.58  
12个月内最高/最低价(元) 84.55/35.53

### 相关研究报告

<<全渠道驱动核心品类扩张，一季度延续高势能增长>>--2024-04-25

<<2023年顺利收官，打造爆品全渠道发力，2024Q1利润超预期>>--2024-03-29

<<盐津铺子：2023年顺利收官，增长势能有望延续>>--2024-01-16

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

**事件：**盐津铺子发布2024年半年报，2024H1实现营收24.59亿元，同比+29.84%，归母净利润3.19亿元，同比+30.00%，扣非归母净利润2.73亿元，同比+17.96%。2024Q2实现营收12.36亿元，同比+23.44%，归母净利润1.60亿元，同比+19.11%，扣非归母净利润为1.35亿元，同比+1.58%。

**公司业绩符合预期，零食量贩及电商渠道快速增长。**公司半年报业绩符合预期，业绩稳定增长。分产品，2024H1辣卤零食/休闲烘焙/深海零食实现收入8.98/3.42/3.24亿元，同比+25.81%/+12.60%/+11.83%，其中辣卤魔芋/蛋类实现营收3.10/2.39亿元，同比+38.90%/+150.54%，实现高速增长且持续爬坡。上半年“大魔王”品牌持续释放势能，在抖音平台登上爆款榜、人气榜、好评榜TOP1，抖音月销已突破1000万。“蛋黄”进驻山姆会员表现亮眼。分渠道看，2024H1直营KA/经销/电商渠道实现营收1.08/17.70/5.80亿，同比-43.58%/+35.07%/+48.41%，直营KA因公司战略调整下滑较多，经销渠道主因零食量贩放量增长，电商渠道主因抖音渠道基于大魔王和蛋皇新品类实现快速增长。截至2024Q2，公司拥有经销商3180家，较2023年底净减少135家，主因经销商策略性优化所致。

**毛利率环比增长，净利率因品牌推广及股利支付同比有所下滑。**2024Q2公司毛利率达32.96%，同比-3.07pct，环比+0.86pct，环比一季度有所提升主因核心原材料价格下降使得成本结构优化。费用端来看，2024Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为13.53%/4.79%/1.82%/0.25%，同比+2.05%/+0.67%/-0.28%/-0.21pct，销售费用率增长主因今年二季度参加多场全国食品展会、为品类品牌进行广告宣传及B端的品牌推广。2024Q2净利率12.99%，同比-1.09pct，环比-0.07pct，主因品牌推广费以及股利支付费用较去年同期增加。在供应链端，公司布局上游原材料马铃薯粉、鹌鹑蛋和魔芋等生产建设，打通上游产业链实现领先于行业的成本优势，公司未来净利率有望随着供应链优化以及规模效应逐步上升。

**投资建议：**根据2024年中报和市场动销近况调整盈利预测，预计2024-2026年收入增速分别为26.54%/24.16%/20.17%，归母净利润增速分别为30.44%/27.51%/23.60%，EPS分别为2.40/3.07/3.79元，对应当前股价PE分别为16x/13x/10x，我们按照2024年业绩给予25倍，一年目标价60元，给予“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,115	5,207	6,466	7,770
营业收入增长率(%)	42.22%	26.54%	24.16%	20.17%
归母净利(百万元)	506	660	841	1,040
净利润增长率(%)	67.76%	30.44%	27.51%	23.60%

摊薄每股收益 (元)	2.64	2.40	3.07	3.79
市盈率 (PE)	26.32	16.05	12.59	10.19

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	203	310	492	1,224	2,156
应收和预付款项	287	355	522	648	778
存货	453	594	836	1,036	1,241
其他流动资产	109	44	47	52	57
流动资产合计	1,053	1,304	1,897	2,960	4,232
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	2	2
固定资产	941	1,135	1,035	933	828
在建工程	143	33	122	211	301
无形资产开发支出	200	198	203	208	213
长期待摊费用	3	15	15	15	15
其他非流动资产	1,167	1,488	2,094	3,172	4,458
资产总计	2,455	2,870	3,471	4,541	5,817
短期借款	472	300	243	187	130
应付和预收款项	281	320	517	641	768
长期借款	137	0	0	0	0
其他负债	417	788	719	880	1,045
负债合计	1,307	1,408	1,480	1,708	1,942
股本	129	196	274	274	274
资本公积	385	458	413	413	413
留存收益	705	1,017	1,513	2,354	3,394
归母公司股东权益	1,135	1,447	1,975	2,817	3,856
少数股东权益	13	15	16	17	18
股东权益合计	1,148	1,462	1,991	2,833	3,874
负债和股东权益	2,455	2,870	3,471	4,541	5,817

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	426	664	761	965	1,169
投资性现金流	-251	-296	-171	-176	-179
融资性现金流	-97	-255	-409	-57	-57
现金增加额	77	113	181	732	932

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,894	4,115	5,207	6,466	7,770
营业成本	1,889	2,735	3,481	4,316	5,169
营业税金及附加	28	33	50	62	75
销售费用	457	516	664	811	963
管理费用	131	183	219	272	326
财务费用	9	16	24	30	35
资产减值损失	0	-1	0	0	0
投资收益	1	2	2	2	3
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	341	584	735	936	1,155
其他非经营损益	-8	-10	-7	-7	-7
利润总额	333	574	728	929	1,148
所得税	31	61	68	86	107
净利润	302	513	661	842	1,041
少数股东损益	0	8	1	1	1
归母股东净利润	301	506	660	841	1,040

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	34.72%	33.54%	33.15%	33.25%	33.47%
销售净利率	10.42%	12.29%	12.67%	13.01%	13.38%
销售收入增长率	26.83%	42.22%	26.54%	24.16%	20.17%
EBIT 增长率	88.27%	71.56%	22.52%	27.41%	23.50%
净利润增长率	100.00%	67.76%	30.44%	27.51%	23.60%
ROE	26.56%	34.95%	33.40%	29.87%	26.96%
ROA	12.28%	17.62%	19.01%	18.53%	17.88%
ROIC	18.22%	27.35%	30.19%	28.54%	26.64%
EPS (X)	1.59	2.64	2.40	3.07	3.79
PE (X)	68.11	26.32	16.05	12.59	10.19
PB (X)	12.28	9.41	5.36	3.76	2.75
PS (X)	4.82	3.31	2.03	1.64	1.36
EV/EBITDA (X)	28.83	17.93	11.60	8.69	6.46

资料来源: 携宁, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。