

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

多品类、多渠道快速发展，战略清晰护航增长

——盐津铺子 2024 年三季度报点评

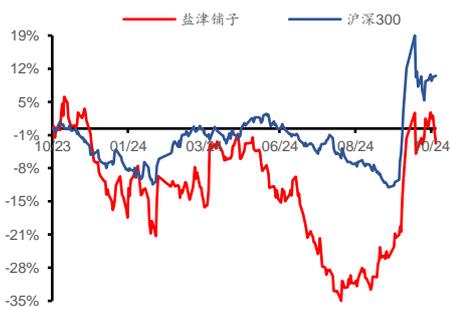
买入（维持）

行业：食品饮料
日期：2024年10月29日分析师：王慧林
Tel: 15951919467
E-mail: wanghuilin@shzq.com
SAC 编号: S0870524040001
分析师：赖思琪
Tel: 021-53686180
E-mail: laisiqi@shzq.com
SAC 编号: S0870524090001

基本数据

最新收盘价（元） 52.40
12mth A 股价格区间（元） 35.78-83.50
总股本（百万股） 272.82
无限售 A 股/总股本 89.52%
流通市值（亿元） 127.98

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《聚焦品类品牌建设，全渠道全产业链覆盖赋能高质增长》

——2024 年 08 月 09 日

《全渠道+大单品战略成果显著，增长势能有望延续》

——2024 年 04 月 24 日

《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

■ 投资摘要

事件概述

10月28日，盐津铺子发布2024年三季度报。2024前三季度，公司实现营业收入38.61亿元，同比+28.49%；归母净利润4.93亿元，同比+24.55%；扣非归母净利润4.24亿元，同比+12.90%。其中24Q3实现营业收入14.02亿元，同比+26.20%；归母净利润1.74亿元，同比+15.62%；扣非归母净利润1.51亿元，同比+4.80%。

多品类战略助力高质发展，精细化运营激活渠道潜力。产品端，公司坚定不移的做好多品类战略，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、蛋类零食以及果干坚果，全力打磨供应链，精进升级产品力。以“蛋皇”鹌鹑蛋和“大魔王”麻酱味素毛肚为代表的品质大单品带动鹌鹑蛋、休闲魔芋等品类高速发展。公司力争在未来几年时间，把现有 7 个品类做到行业数一数二，同时积极探索、打造新的增长品类（第 8、第 9 等），借力全渠道实现收入利润增长。

渠道端，公司根据不同渠道的特性精细化运营。1) 发力零食量贩，积极响应“鸣鸣很忙”等头部零食量贩企业模式创新要求，满足“零食有鸣”“爱零食”“零食优选”等零食量贩企业的经营需要，深化合作力度，提升规模和市场占有率。2) 强化多品类电商优势，依托于公司强大的供应链和产品力（品质、性价比等）以及近 3 年持续沉淀下来的电商组织能力和运营能力取得增量业绩。3) 持续增加定量装售点。4) 加速拓展散装零食终端，布建新的根据地市场，力争用三年时间，把四川、山东、河南、江苏、浙江等省市，打造成新的根据地市场。

期间费用管控优良，盈利能力稳定。根据2024年三季度报，公司毛利率为31.84%，较半年报毛利率下降0.69个百分点，净利率为12.83%，较半年报净利率下降0.20个百分点，我们认为利润率变动预计与渠道结构变化及积极打造品类品牌有关，整体盈利能力稳定。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12.85%/4.00%/1.49%，同比上年同期+0.55/-0.32/-0.61个百分点，期间费用率小幅下降，费用管控优良。我们认为，公司通过往上游多走一步、精益制造，对核心原辅材料的把控，对全链路的拉通，提高品牌力等多措并举，后续有望实现利润率向上的趋势。

■ 投资建议

公司坚持以“渠道为王、产品领先、体系护航”为战略主轴，凭借大单品优势，聚焦品牌建设强化核心竞争力，再通过向上游延伸及引进全数字化管理提升效率，护城河深厚中长期可期。结合最新三季度报，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 52.42/65.31/78.62 亿元，增速分别为 27.37%/24.60%/20.37%，归母净利润分别为 6.46/8.17/10.00 亿元，增速分别为 27.77%/26.36%/22.52%。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	5242	6531	7862
年增长率	42.2%	27.4%	24.6%	20.4%
归母净利润	506	646	817	1000
年增长率	67.8%	27.8%	26.4%	22.5%
每股收益（元）	1.85	2.37	2.99	3.67
市盈率（X）	28.27	22.12	17.51	14.29
市净率（X）	9.88	8.00	6.51	5.21

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年10月28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	282	585	1048
应收票据及应收账款	211	307	380	454
存货	594	775	953	1124
其他流动资产	189	227	271	308
流动资产合计	1304	1590	2188	2934
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	220	226	231
非流动资产合计	1566	1672	1719	1720
资产总计	2870	3263	3907	4654
短期借款	300	380	440	480
应付票据及应付账款	320	382	446	496
合同负债	100	115	131	142
其他流动负债	656	519	583	619
流动负债合计	1376	1397	1600	1737
长期借款	0	20	40	90
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	32	36	41	41
非流动负债合计	32	56	81	131
负债合计	1408	1453	1680	1868
股本	196	274	274	274
资本公积	458	430	430	430
留存收益	1017	1308	1717	2267
归属母公司股东权益	1447	1787	2196	2746
少数股东权益	15	23	31	40
股东权益合计	1462	1810	2227	2786
负债和股东权益合计	2870	3263	3907	4654

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	664	659	851	1013
净利润	513	654	825	1010
折旧摊销	159	146	157	165
营运资金变动	-59	-161	-152	-185
其他	51	20	21	23
投资活动现金流量	-296	-257	-205	-166
资本支出	-345	-244	-206	-166
投资变动	0	0	0	0
其他	48	-13	1	0
筹资活动现金流量	-255	-430	-343	-383
债权融资	-93	-108	85	90
股权融资	186	50	0	0
其他	-348	-372	-428	-473
现金净流量	113	-28	303	463

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4115	5242	6531	7862
营业成本	2735	3530	4397	5257
营业税金及附加	33	42	51	57
销售费用	516	681	836	991
管理费用	183	223	281	322
研发费用	80	84	98	110
财务费用	16	11	16	16
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
营业利润	584	727	911	1109
营业外收支净额	-10	0	0	0
利润总额	574	727	911	1109
所得税	61	73	87	100
净利润	513	654	825	1010
少数股东损益	8	8	8	9
归属母公司股东净利润	506	646	817	1000

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	33.5%	32.7%	32.7%	33.1%
净利率	12.3%	12.3%	12.5%	12.7%
净资产收益率	35.0%	36.2%	37.2%	36.4%
资产回报率	17.6%	19.8%	20.9%	21.5%
投资回报率	27.4%	29.5%	30.5%	30.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	42.2%	27.4%	24.6%	20.4%
EBIT 增长率	71.6%	20.1%	25.7%	21.4%
归母净利润增长率	67.8%	27.8%	26.4%	22.5%
每股指标 (元)				
每股收益	1.85	2.37	2.99	3.67
每股净资产	5.30	6.55	8.05	10.07
每股经营现金流	2.43	2.42	3.12	3.71
每股股利	1.50	1.30	1.49	1.64
营运能力指标				
总资产周转率	1.55	1.71	1.82	1.84
应收账款周转率	22.13	20.89	19.97	19.66
存货周转率	5.22	5.16	5.09	5.06
偿债能力指标				
资产负债率	49.1%	44.5%	43.0%	40.1%
流动比率	0.95	1.14	1.37	1.69
速动比率	0.39	0.44	0.62	0.88
估值指标				
P/E	28.27	22.12	17.51	14.29
P/B	9.88	8.00	6.51	5.21
EV/EBITDA	17.93	16.35	13.13	10.74

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

股票投资评级：	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
行业投资评级：	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

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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