

品类渠道双突破

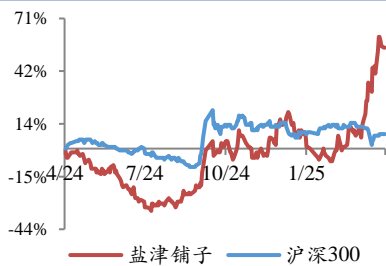
——盐津铺子 24 年报&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-23

收盘价（元）	83.13
近 12 个月最高/最低（元）	89.85/35.02
总股本（百万股）	273
流通股本（百万股）	245
流通股比例（%）	89.70
总市值（亿元）	227
流通市值（亿元）	203

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

邮箱：zhengshaoxuan@hazq.com

相关报告

1. 盐津铺子 24Q3：收入全面发展，税率扰动业绩 2024-10-29
2. 盐津铺子 24Q2 点评：积极拥抱渠道红利 2024-08-09
3. 渠道高增与规模效应持续 2024-04-26

主要观点：

● 公司发布 2024 年报和 25Q1 季报：

- 25Q1：实现营收 15.37 亿(+25.7%)，归母净利润 1.78 亿(+11.6%)，扣非归母净利润 1.56 亿(+13.4%)。
- 24Q4：实现营收 14.43 亿(+30.0%)，归母净利润 1.47 亿(+33.7%)，扣非归母净利润 1.44 亿(+43.1%)。
- 24 年：实现营收 53.04 亿(+28.9%)，归母净利润 6.4 亿(+26.5%)，扣非归母净利润 5.68 亿(+19.3%)。
- **25Q1 营收超市场预期，24Q4 达市场预期上限。**

● 收入：品类渠道双向突破

- 25Q1：产品端魔芋表现超预期，Q1 预计实现销售达 3.5 亿（含税），3 月月销近 1.5 亿，其中麻酱味月销突破 1 亿，我们预计全年实现翻倍增长。渠道端，我们预计量贩零食/会员商超仍维持较快增长，带动线下增速快于公司整体水平，除很忙系铺货外，公司新进万辰系贡献额外营收增量；线上渠道在抖音平台控制费用投入下，依靠传统电商平台带动，预计营收同比增长近 20%。据久谦，公司 25Q1 天猫京东抖音合计 GMV 同比增长 23%。
- 24 年：产品端魔芋/蛋类营收分别同比增长 76.1%/81.9%，营收占比各同比提升 4.2/3.2pct 至 15.8%/10.9%，贡献主要营收增量。其中，24 年魔芋销量/吨价分别同比增长 66.9%/5.5%，实现量价齐升，预计高价大魔王产品占比持续提升。渠道端，直营 KA/经销/电商营收分别同比-43.7%/+34.0%/+40.0%，我们预计经销渠道中量贩渠道维持高增，假设第一大客户为鸣鸣很忙，则对应 24 年营收达 12.57 亿(+146.7%)。公司加速拥抱量贩/抖音等高效渠道，直营 KA/经销/电商营收占比各同比-4.6/+2.9/+1.7pct 至 3.6%/74.6%/21.9%。分区域，公司海外业务高增，全年营收达 0.63 亿，同比增长 19822%，我们测算海外月销顺利爬坡至 2000 万。

● 盈利：费效比提升对冲毛利率影响

- 25Q1：毛利率同比下降 3.6pct 至 28.5%，预计主因销售渠道结构变化，魔芋通过低位锁价降低影响，棕榈油影响或相对有限，其他原材料采购成本相对稳定。同期，公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.76/-0.79/-0.17/+0.06pct，大单品放量带动规模效应提升明显。25Q1 公司所得税率+2.5pct，扰动盈利能力。综上，25Q1 公司归母净利率-1.6pct 至 11.5%。
- 24 年：全年毛利率/净利率各同比-2.85/-0.39pct 至 30.69%/12.08%，毛利率下降主因量贩渠道占比提高。同期，公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.03/-0.31/-0.44/-0.16pct，费用管控效果明显，政府

补助接近翻倍亦缓解了毛利率上升压力，最终净利率下降幅度小于毛利率。

● **投资建议：维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

- **展望 25 年，公司品类与渠道皆有亮点。**品类端，魔芋仍处于爆发窗口期，公司全年目标完成无虞；渠道端，量贩进驻万辰系，海外建设魔芋基地，从泰国辐射东南亚，国内会员商超已洽谈合作，公司积极拥抱高效渠道。在新品研发上，通过赛马机制激发各事业部积极性，公司平台化运营能力持续强化。

盈利预测：考虑到魔芋品类爆发、渠道结构变化及公司控费提效能力，我们更新盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 68.02/83.76/100.72 亿元（25-26 年原值为 64.03/78.50 亿元），同比 +28.2%/+23.1%/+20.2%；实现归母净利润 8.44/10.61/13.15 亿元（25-26 年原值为 8.09/10.06 亿元），同比+32.0%/+25.6%/+24.0%。当前股价对应 PE 分别为 27/21/17 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

渠道拓展不及预期，品类推广不及预期，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5304	6802	8376	10072
收入同比 (%)	28.9%	28.2%	23.1%	20.2%
归属母公司净利润	640	844	1061	1315
净利润同比 (%)	26.5%	32.0%	25.6%	24.0%
毛利率 (%)	30.7%	31.0%	31.1%	31.2%
ROE (%)	36.9%	35.4%	33.5%	31.9%
每股收益 (元)	2.36	3.10	3.89	4.82
P/E	26.53	26.86	21.38	17.25
P/B	9.84	9.50	7.16	5.50
EV/EBITDA	18.52	18.57	14.58	11.89

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 22 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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1402	2487	3691	4848	营业收入	5304	6802	8376	10072
现金	235	804	1894	2457	营业成本	3676	4690	5774	6933
应收账款	262	419	513	606	营业税金及附加	40	54	66	80
其他应收款	15	34	22	40	销售费用	663	837	1026	1229
预付账款	85	211	248	291	管理费用	219	272	331	393
存货	744	950	975	1374	财务费用	13	16	3	-21
其他流动资产	61	70	39	79	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2209	2244	2253	2245	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-2	1	1	2
固定资产	1467	1463	1381	1285	营业利润	719	962	1210	1500
无形资产	245	255	264	272	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	497	526	607	687	营业外支出	11	2	3	4
资产总计	3612	4732	5944	7092	利润总额	712	961	1207	1496
流动负债	1512	1980	2411	2603	所得税	72	115	145	180
短期借款	340	340	340	340	净利润	640	845	1062	1317
应付账款	618	685	919	930	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	554	955	1151	1333	归属母公司净利润	640	844	1061	1315
非流动负债	326	325	325	325	EBITDA	945	1213	1471	1756
长期借款	261	261	261	261	EPS (元)	2.36	3.10	3.89	4.82
其他非流动负债	65	65	64	64					
负债合计	1838	2306	2736	2928					
少数股东权益	39	40	41	42					
股本	273	273	273	273					
资本公积	389	389	389	389					
留存收益	1073	1724	2505	3460					
归属母公司股东权益	1735	2386	3167	4122					
负债和股东权益	3612	4732	5944	7092					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	1134	1061	1660	1216	成长能力				
净利润	640	845	1062	1317	营业收入	28.9%	28.2%	23.1%	20.2%
折旧摊销	198	224	242	258	营业利润	23.2%	33.9%	25.7%	24.0%
财务费用	16	21	21	21	归属于母公司净利润	26.5%	32.0%	25.6%	24.0%
投资损失	2	-1	-1	-2	获利能力				
营运资金变动	273	-43	316	-401	毛利率 (%)	30.7%	31.0%	31.1%	31.2%
其他经营现金流	371	903	765	1742	净利率 (%)	12.1%	12.4%	12.7%	13.1%
投资活动现金流	-755	-274	-268	-272	ROE (%)	36.9%	35.4%	33.5%	31.9%
资本支出	-769	-273	-268	-272	ROIC (%)	27.6%	28.2%	28.0%	27.3%
长期投资	13	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	2	-1	-1	0	资产负债率 (%)	50.9%	48.7%	46.0%	41.3%
筹资活动现金流	-452	-215	-302	-381	净负债比率 (%)	103.7%	95.1%	85.3%	70.3%
短期借款	40	0	0	0	流动比率	0.93	1.26	1.53	1.86
长期借款	261	0	0	0	速动比率	0.34	0.64	1.00	1.20
普通股增加	77	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-69	0	0	0	总资产周转率	1.64	1.63	1.57	1.55
其他筹资现金流	-761	-215	-302	-381	应收账款周转率	22.44	20.00	18.00	18.00
现金净增加额	-73	573	1090	563	应付账款周转率	8.11	7.20	7.20	7.50
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.36	3.10	3.89	4.82
					每股经营现金流 (摊薄)	4.16	3.89	6.08	4.46
					每股净资产	6.36	8.75	11.61	15.11
					估值比率				
					P/E	26.53	26.86	21.38	17.25
					P/B	9.84	9.50	7.16	5.50
					EV/EBITDA	18.52	18.57	14.58	11.89

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，曾任职于广银理财。

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。