

## 大单品战略显效，收入结构变动影响盈利水平

2025 年 04 月 24 日

**事件:** 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年公司实现收入 53.0 亿元、同比+28.9%, 归母净利润 6.4 亿元、同比+26.5%, 扣非归母净利润 5.7 亿元、同比+19.3%。其中 2024Q4 实现收入 14.3 亿元、同比+30.0%, 归母净利润 1.5 亿元、同比+33.7%, 扣非归母净利润 1.4 亿元、同比+43.1%。2025Q1 公司实现收入 15.4 亿元、同比+25.7%, 归母净利润 1.8 亿元、同比+11.6%, 扣非归母净利润 1.6 亿元、同比+13.4%。

**魔芋蛋类果干核心拉动增长，经销电商渠道表现亮眼。** 分产品, 2024 年魔芋 / 肉禽 / 豆制品 / 其他辣卤 8.4/3.8/3.6/3.8 亿元、同比+76%/+11%/+12%/+12%, 烘焙薯类/深海零食/蛋类/果干坚果/蒟蒻布丁收入 11.6/6.7/5.8/4.8/3.0 亿元、同比+17%/+9%/+82%/+82%/+39%。魔芋、鹌鹑蛋、果干坚果是公司主要成长支撑, 2024 年, “蛋皇” 鹌鹑蛋进驻山姆会员商店, “大魔王” 麻酱味素毛肚赢得消费者和线上线下渠道商的广泛认同, 品质大单品加上全渠道能力提升, 助推鹌鹑蛋、休闲魔芋等品类高速发展。分渠道, 2024 年直营 KA 实现收入 1.9 亿元、同比-44%, 经销渠道 (含散装、定量装、流通等新零售渠道和其他渠道) 实现收入 39.6 亿元、同比+34%, 电商渠道实现收入 11.6 亿元、同比+40%。

**产品及渠道结构变动及股份支付等影响盈利水平，规模效应下销售费用有所收敛。** 2024 年毛利率同比-2.9Pct 至 30.7%, 销售费用率同比持平至 12.5%, 管理+研发费用率同比-0.7Pct 至 5.6%, 财务费用同比-0.2Pct 至 0.2%, 归母净利率同比-0.2Pct 至 12.1%, 扣非归母净利率同比-0.9Pct 至 10.7%。2025Q1 毛利率同比-3.6Pct 至 28.5%, 销售费率同比-1.8Pct 至 11.2%, 管理+研发费率同比-1.0Pct 至 4.6%, 财务费率+0.1Pct 至 0.4%, 归母净利率-1.5Pct 至 11.6%, 扣非净利率同比-1.1Pct 至 10.2%。

**投资建议:** 我们看好公司多品类全产业链供应链优势, 全渠道立体营销网络支撑消费者触达, 优秀的管理体系驱动业绩高增。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 64.6/77.2/94.9 亿元, 同比+21.8%/19.5%/22.9%; 归母净利润分别为 8.6/10.4/12.7 亿元, 同比+34.8%/20.7%/21.8%; 当前股价对应 P/E 分别为 27/23/19X, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 新品推广不及预期; 渠道拓展不及预期; 原材料价格上涨; 行业竞争加剧; 食品安全风险。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**86.88 元**

**分析师 王言海**

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

**分析师 张玲玉**

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

### 相关研究

- 盐津铺子 (002847.SZ) 2024 年三季报点评: 多渠道多品类快速发展, 扣非业绩增长放缓-2024/10/30
- 盐津铺子 (002847.SZ) 2024 年半年报点评: 符合业绩预告, 重视投资者回报-2024/08/09
- 盐津铺子 (002847.SZ) 2024 年半年度业绩预告点评: 业绩增长稳健, 长期信心充足-2024/07/11
- 盐津铺子 (002847.SZ) 2024 年一季报点评: 业绩高增延续, 开局表现亮眼-2024/04/25
- 盐津铺子 (002847.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季度业绩预告点评: 顺利收官, 24 年势能强劲-2024/03/27

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,304	6,458	7,719	9,485
增长率 (%)	28.9	21.8	19.5	22.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	640	863	1,042	1,269
增长率 (%)	26.5	34.8	20.7	21.8
每股收益 (元)	2.35	3.16	3.82	4.65
PE	37	27	23	19
PB	13.7	11.0	8.8	7.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 23 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,304	6,458	7,719	9,485
营业成本	3,676	4,352	5,233	6,493
营业税金及附加	40	52	62	76
销售费用	663	807	926	1,138
管理费用	219	265	316	379
研发费用	80	97	116	114
EBIT	747	1,010	1,214	1,468
财务费用	13	29	32	27
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-2	-3	-3	-4
营业利润	719	964	1,163	1,416
营业外收支	-7	-5	-5	-5
利润总额	712	959	1,159	1,411
所得税	72	96	116	141
净利润	640	864	1,043	1,270
归属于母公司净利润	640	863	1,042	1,269
EBITDA	945	1,223	1,450	1,718

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	235	552	900	1,358
应收账款及票据	262	569	681	836
预付款项	85	174	209	260
存货	744	774	930	1,154
其他流动资产	76	87	92	99
流动资产合计	1,402	2,156	2,812	3,707
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,467	1,587	1,707	1,827
无形资产	245	290	290	290
非流动资产合计	2,209	2,425	2,572	2,719
资产合计	3,612	4,581	5,384	6,426
短期借款	340	420	420	420
应付账款及票据	634	713	858	1,064
其他流动负债	538	902	1,035	1,226
流动负债合计	1,512	2,036	2,313	2,710
长期借款	261	281	281	281
其他长期负债	65	64	64	64
非流动负债合计	326	345	345	345
负债合计	1,838	2,380	2,658	3,055
股本	273	273	273	273
少数股东权益	39	39	40	42
股东权益合计	1,773	2,200	2,726	3,371
负债和股东权益合计	3,612	4,581	5,384	6,426

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	28.89	21.76	19.52	22.88
EBIT 增长率	21.65	35.23	20.25	20.86
净利润增长率	26.53	34.81	20.74	21.83
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	30.69	32.61	32.20	31.54
净利润率	12.07	13.36	13.49	13.38
总资产收益率 ROA	17.72	18.83	19.35	19.75
净资产收益率 ROE	36.89	39.92	38.79	38.12
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.93	1.06	1.22	1.37
速动比率	0.34	0.56	0.70	0.82
现金比率	0.16	0.27	0.39	0.50
资产负债率 (%)	50.90	51.96	49.37	47.54
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	16.05	23.18	29.15	28.79
存货周转天数	65.54	62.78	58.61	57.79
总资产周转率	1.64	1.58	1.55	1.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.35	3.16	3.82	4.65
每股净资产	6.36	7.92	9.84	12.20
每股经营现金流	4.16	3.45	4.80	5.67
每股股利	1.60	1.90	2.29	2.79
<b>估值分析</b>				
PE	37	27	23	19
PB	13.7	11.0	8.8	7.1
EV/EBITDA	25.69	19.85	16.75	14.13
股息收益率 (%)	1.84	2.18	2.64	3.21

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	640	864	1,043	1,270
折旧和摊销	198	213	235	250
营运资金变动	273	-198	-36	-47
经营活动现金流	1,134	942	1,310	1,547
资本开支	-769	-417	-396	-414
投资	13	0	0	0
投资活动现金流	-755	-448	-399	-418
股权募资	36	0	0	0
债务募资	89	300	0	0
筹资活动现金流	-452	-177	-563	-671
现金净流量	-73	317	348	458

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048