

品类红利释放, 25年实现开门红

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年报和2025年一季报。24年实现营收53.0亿元, 同比+28.9%; 实现归母净利润6.4亿元, 同比+26.5%; 25Q1实现营收15.4亿元, 同比+25.7%, 实现归母净利润1.8亿元, 同比+11.64%。24年公司在渠道与品类共同拉动下实现高增, Q4受益春节备货延续较快增长; 25Q1受益于品类红利爆发, 业绩超预期。
- 大单品放量高增, 渠道拓展稳步推进。** 1、分品类看, 24年辣卤零食/深海零食/烘焙薯类/蒟蒻果冻布丁/蛋类零食/果干坚果营收分别为19.6/6.8/11.6/3.0/5.8/4.8亿元, 分别同比+32.4%/+9.1%/+17.3%/+39.1%/+81.9%/+81.5%, 其中核心品类辣卤魔芋实现营收8.4亿元, 同比+76.1%。公司聚焦健康化的魔芋和鹌鹑蛋品类, 核心单品稳步爬坡。25Q1魔芋放量增长, 3月月销破亿, 公司依托供应链及品牌优势充分受益品类红利。2、分渠道看, 24年直营商超/经销及新渠道/电商营收分别为1.9/39.6/11.6亿元, 分别同比-43.7%/+34.0%/+40.0%。公司主动战略收缩直营渠道, 经销渠道和电商渠道均保持稳健高增, 山姆等会员制商超新品合作有序推进贡献增量。
- 产品及渠道结构变化致毛利率承压, 费效提升驱动盈利修复。** 1、24年毛利率30.7%, 同比-2.9pp; 25Q1毛利率28.5%, 同比-3.6pp。毛利率下滑主要由于低毛利率的电商和量贩渠道以及辣卤和蛋类零食产品占比提升, 此外24年下半年魔芋精粉原材料价格上涨较多。2、24年销售费用率12.5%, 同比持平; 25Q1销售费用率11.2%, 同比-1.8pp; 规模效应下销售费用率有所摊薄。24年管理费用率4.1%, 同比-0.3pp; 25Q1管理费用率3.4%, 同比-0.8pp; 公司内部经营显著提效。3、24年净利率12.1%, 同比-0.4pp; 25Q1净利率11.5%, 同比-1.6pp。净利率下滑幅度小于毛利率。
- 品类与渠道共振, 成长势能强劲。** 产品方面, 公司紧抓品类变革契机, 聚焦品牌打造, 持续强化麻酱口味魔芋第一品牌定位, 随着魔芋品类景气爆发, 全年魔芋销售额有望翻番。渠道方面, 公司积极推进各渠道产品结构优化, 流通渠道全面下沉抢占货架陈列提升市占率, 电商渠道新推差异化溢价型产品, 盈利较高的会员店新势能渠道持续上量, 加码布局日韩和欧美等海外市场。原材料方面, 公司相继投建越南子公司及泰国基地, 前瞻布局上游魔芋产业链, 通过前期低价锁价, 在魔芋成本上涨上保证原材料供应及成本稳定, 强化竞争优势。在产品研发创新和高效品牌营销驱动下, 公司大单品打造能力逐步得到验证, 其他品类后续有望复制爆款单品快速成长路径, 随着品类品牌费用投放效果显现, 业绩成长性具备充分支撑。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年归母净利润分别为8.3亿元、10.2亿元、12.0亿元, EPS分别为3.04元、3.74元、4.39元。公司稳抓渠道与品类变革红利, 随着高毛利品类和渠道培育成熟, 年内盈利有望边际向上。给予公司2025年36倍估值, 对应目标价109.44元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 渠道拓展或不及预期; 新品开拓或不及预期; 食品安全风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	53.04	66.82	80.49	93.23
增长率	28.89%	25.99%	20.45%	15.83%
归属母公司净利润(亿元)	6.40	8.31	10.20	11.99
增长率	26.53%	29.79%	22.84%	17.46%
每股收益EPS(元)	2.35	3.04	3.74	4.39
净资产收益率ROE	36.11%	34.83%	32.76%	30.30%
PE	37	29	23	20
PB	13.37	9.94	7.61	5.99

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.73
流通A股(亿股)	2.45
52周内股价区间(元)	35.78-86.88
总市值(亿元)	237.03
总资产(亿元)	37.11
每股净资产(元)	7.06

相关研究

- 盐津铺子(002847): 新品增长亮眼, 盈利能力短期波动 (2024-10-30)
- 盐津铺子(002847): Q2淡季经营稳健, 切实提升股东回报 (2024-08-16)
- 盐津铺子(002847): 高基数下持续高增, 盈利能力逐步提升 (2024-04-30)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司通过直营商超树标杆，深化 KA、BC 类超市优势，主动进行战略收缩，预计直营商超 2025-2027 年收入分别同比-20.0%/-10.0%/-5.0%，毛利率分别为 47.0%、48.0%、49.0%。

假设 2：公司深度推进渠道下沉，经销商全面拓展；零食新渠道与鸣鸣很忙集团、零食有鸣等头部企业深化合作、推进与山姆会员店等高势能渠道的合作，盒马、麦德龙会员店等持续上量；预计经销及新渠道 2025-2027 年收入分别同比+27.0%/+20.0%/+15.0%，毛利率分别为 30.0%、31.0%、32.0%。

假设 3：公司在电商渠道积极突破，达人和自播相辅相成，与各大平台达成深度合作。预计电商渠道 2025-2027 年收入分别同比+30.0%/+25.0%/+20.0%，毛利率分别为 34.0%、35.0%、36.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年主营业务收入成本如下表：

表 1：主营业务收入及毛利率

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
收入	5,303.9	6,682.3	8,049.0	9,323.4
yoy	28.9%	26.0%	20.5%	15.8%
成本	3,676.3	4,591.7	5,455.4	6,227.6
毛利率	30.7%	31.3%	32.2%	33.2%
直营商超				
收入	188.2	150.6	135.5	128.7
yoy	-43.7%	-20.0%	-10.0%	-5.0%
成本	100.7	79.8	70.5	65.7
毛利率	46.5%	47.0%	48.0%	49.0%
经销及新渠道				
收入	3,956.3	5024.6	6029.5	6933.9
yoy	34.0%	27.0%	20.0%	15.0%
成本	2,802.0	3,517.2	4,160.3	4,715.0
毛利率	29.2%	30.0%	31.0%	32.0%
电商				
收入	1,159.4	1507.2	1884.0	2260.8
yoy	40.0%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	773.6	994.7	1,224.6	1,446.9
毛利率	33.3%	34.0%	35.0%	36.0%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以洽洽食品、有友食品、劲仔食品作为可比公司。公司聚焦核心品类加速增长，全渠道扩张势能强劲，叠加规模化优势下成本持续下降，随产品结构优化、费投压力减轻，利润端提升可期。给予公司 2025 年 36 倍估值，对应目标价 109.44 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002557.SZ	洽洽食品	25.90	8.52	10.62	12.10	11.84	17	13	11	11
603697.SH	有友食品	13.18	1.57	1.93	2.33	2.73	28	22	18	16
003000.SZ	劲仔食品	13.47	2.91	3.33	3.92	4.39	19	17	14	13
平均值							22	17	15	15
002847.SZ	盐津铺子	86.88	6.40	8.31	10.20	11.99	37	29	23	20

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53.04	66.82	80.49	93.23	净利润	6.40	8.31	10.20	11.99
营业成本	36.76	45.92	54.55	62.28	折旧与摊销	1.90	1.75	1.95	2.20
营业税金及附加	0.40	0.53	0.64	0.84	财务费用	0.13	0.70	1.08	1.06
销售费用	6.63	8.02	10.06	12.59	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	2.19	2.34	2.74	3.08	经营营运资本变动	1.48	-2.61	-0.17	-0.48
财务费用	0.13	0.70	1.08	1.06	其他	1.43	0.17	0.01	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	11.34	8.32	13.07	14.77
投资收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5.45	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	-0.02	0.00	0.00	0.00	其他	-2.09	-0.13	-0.15	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7.55	-4.13	-4.15	-4.15
营业利润	7.19	9.31	11.42	13.39	短期借款	0.40	23.27	0.51	-0.92
其他非经营损益	-0.07	-0.08	-0.08	-0.08	长期借款	2.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.12	9.23	11.34	13.32	股权融资	0.08	0.00	0.00	0.00
所得税	0.72	0.92	1.13	1.33	支付股利	-4.58	-2.24	-2.91	-3.57
净利润	6.40	8.31	10.20	11.99	其他	-3.03	-0.84	-1.06	-1.04
少数股东损益	0.01	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.52	20.19	-3.46	-5.53
归属母公司股东净利润	6.40	8.31	10.20	11.99	现金流量净额	-0.73	24.38	5.47	5.10
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2.35	26.73	32.20	37.29	成长能力				
应收和预付款项	3.62	5.17	5.97	6.96	销售收入增长率	28.89%	25.99%	20.45%	15.83%
存货	7.44	9.81	11.49	13.10	营业利润增长率	23.18%	29.50%	22.63%	17.33%
其他流动资产	0.61	0.67	0.80	0.95	净利润增长率	24.78%	29.69%	22.84%	17.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	22.28%	27.62%	22.73%	15.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	17.10	19.45	21.61	23.51	毛利率	30.69%	31.29%	32.22%	33.20%
无形资产和开发支出	2.45	2.37	2.28	2.20	三费率	16.87%	16.55%	17.24%	17.94%
其他非流动资产	2.54	2.65	2.77	2.90	净利率	12.08%	12.43%	12.68%	12.85%
资产总计	36.12	66.85	77.13	86.91	ROE	36.11%	34.83%	32.76%	30.30%
短期借款	3.40	26.67	27.18	26.26	ROA	17.73%	12.42%	13.23%	13.79%
应付和预收款项	8.34	9.26	11.13	12.91	ROIC	18.30%	19.76%	20.62%	20.96%
长期借款	2.61	2.61	2.61	2.61	EBITDA/销售收入	17.38%	17.61%	17.94%	17.87%
其他负债	4.04	4.46	5.07	5.57	营运能力				
负债合计	18.38	43.00	45.98	47.35	总资产周转率	1.64	1.30	1.12	1.14
股本	2.73	2.73	2.73	2.73	固定资产周转率	4.08	4.51	5.12	5.39
资本公积	3.89	3.89	3.89	3.89	应收账款周转率	21.36	21.56	20.59	20.42
留存收益	12.00	18.06	25.36	33.77	存货周转率	5.49	5.32	5.12	5.07
归属母公司股东权益	17.35	23.46	30.76	39.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.60%	—	—	—
少数股东权益	0.39	0.39	0.39	0.39	资本结构				
股东权益合计	17.73	23.85	31.15	39.56	资产负债率	50.90%	64.32%	59.62%	54.48%
负债和股东权益合计	36.12	66.85	77.13	86.91	带息债务/总负债	32.70%	68.08%	64.78%	60.97%
					流动比率	0.93	1.07	1.18	1.32
					速动比率	0.44	0.82	0.91	1.03
					股利支付率	71.52%	26.97%	28.49%	29.80%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	9.22	11.77	14.44	16.66	每股收益	2.35	3.04	3.74	4.39
PE	37.04	28.54	23.23	19.78	每股净资产	6.50	8.74	11.42	14.50
PB	13.37	9.94	7.61	5.99	每股经营现金	4.16	3.05	4.79	5.42
PS	4.47	3.55	2.94	2.54	每股股利	1.68	0.82	1.07	1.31
EV/EBITDA	25.87	20.15	16.07	13.56					
股息率	1.93%	0.94%	1.23%	1.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn