



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

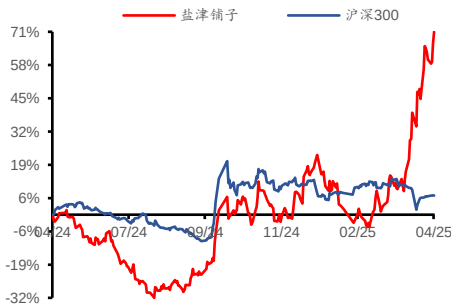
行业：食品饮料
日期：2025年04月25日

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）	89.23
12mth A 股价格区间（元）	35.78-89.23
总股本（百万股）	272.82
无限售 A 股/总股本	89.70%
流通市值（亿元）	218.37

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《多品类、多渠道快速发展，战略清晰护航增长》

——2024 年 10 月 29 日

《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

魔芋品类引领增长，布局海外积蓄势能

——盐津铺子 2024 年年报及 2025 年一季度点评

■ 投资摘要

事件概述

4月22日，盐津铺子发布2024年年报及2025年一季度报告。2024年，公司实现营业收入53.04亿元，同比+28.89%；归母净利润6.40亿元，同比+26.53%；扣非归母净利润5.68亿元，同比+19.27%。25Q1公司实现营业收入15.37亿元，同比+25.69%；归母净利润1.78亿元，同比+11.64%；扣非归母净利润1.56亿元，同比+13.41%。截至25Q1，公司营收及归母净利润已连续十二个季度保持双位数增长，经营质量稳健。

品类品牌优势助推业绩，销售出海战略初显成效。24年公司建立了多品类休闲食品产品体系，公司聚焦六大品类（辣卤零食、烘焙薯类、深海零食、蛋类零食、果干坚果、蒟蒻果冻布丁），各品类均已突破3亿营收，规模优势进一步巩固。分品类来看，烘焙薯类、深海零食、蒟蒻果冻布丁等品类保持稳健增长，分别同比+17.31%/+9.10%/+39.10%，蛋类零食、休闲魔芋、果干坚果等品类增速领先，分别同比+81.87%/+76.09%/+81.50%，大单品麻酱素毛肚、蛋皇鹌鹑蛋表现优异。

此外，24年以魔芋品类为核心的公司产品进入东南亚市场，在泰国市场实现突破，并逐步辐射到全球市场，海外市场实现6273.61万元营收，外需释放成为新增量。公司产品品类齐全，辅以“实验工厂”模式快速实现产品升级优化，我们认为，公司聚焦研发创新，打造爆款新品，魔芋、深海零食、蛋类等核心品类将持续引领增长。

多渠道持续突破，精益控费成长势能强劲。分渠道来看，24年公司直营KA/经销（含新零售和其他）/电商渠道分别实现1.88/39.56/11.59亿，同比-43.72%/+34.01%/+39.95%，公司跟随零食销售渠道的变化趋势，打造了全渠道、线上线下相结合的营销网络，产品在零食量贩、兴趣电商及货架电商热卖，公司持续拓展会员高势能系统、社区团购、新势能渠道等众多新零售渠道，借力渠道背书实现高速增长。盈利能力来看，24年公司毛利率、净利率分别为30.69%、12.08%，较上年同期分别-2.85/-0.39个百分点，25Q1公司毛利率、净利率分别为28.47%、11.46%，较上年同期分别-3.63/-1.60个百分点，毛利率下滑系蛋类零食、辣卤、电商等低毛利产品及渠道占比提升所致。期间费用拆分来看，24年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为12.50%/4.13%/1.50%，较上年同期分别-0.03/-0.31/-0.44个百分点，25Q1销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为11.24%/3.44%/1.13%，较上年同期分别-1.76/-0.79/-0.17个百分点，费用管控优良，净利率下滑幅度小于毛利率。我们认为，公司拥有丰富的产品体系，有利于贯彻全渠道覆盖及差异化的竞争策略，短期盈利能力因产品结构及渠道结构调整有所承压，中长期依托供应链及成本优势，盈利能力有望修复，整体增长势能强。

■ 投资建议

公司 24 年大单品培育进展突出，营收顺利突破 50 亿，25 年公司将继

续深度开发魔芋、蛋类产品，缩短产品迭代周期，争取再造超级爆品，渠道端持续深耕，全面覆盖高势能渠道并推动全球化布局，中长期努力实现“百亿企业、百年品牌”的宏伟愿景。结合最新年报及一季报，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 65.83/79.92/95.98 亿元，增速分别为 24.1%/21.4%/20.1%，归母净利润分别为 8.18/10.23/12.52 亿元，增速分别为 27.8%/25.2%/22.3%。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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5304	6583	7992	9598
年增长率	28.9%	24.1%	21.4%	20.1%
归母净利润	640	818	1023	1252
年增长率	26.5%	27.8%	25.2%	22.3%
每股收益（元）	2.35	3.00	3.75	4.59
市盈率（X）	38.04	29.77	23.79	19.44
市净率（X）	14.03	11.56	9.13	7.02

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 04 月 24 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	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	235	521	972	1776
应收票据及应收账款	262	337	400	469
存货	744	922	1131	1374
其他流动资产	161	197	224	256
流动资产合计	1402	1977	2726	3876
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1467	1473	1433	1359
在建工程	242	254	264	272
无形资产	245	259	277	300
其他非流动资产	254	277	276	272
非流动资产合计	2209	2264	2250	2204
资产总计	3612	4241	4976	6080
短期借款	340	278	213	184
应付票据及应付账款	634	638	642	669
合同负债	89	105	120	125
其他流动负债	448	645	773	910
流动负债合计	1512	1666	1748	1887
长期借款	261	347	417	556
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	65	76	88	102
非流动负债合计	326	423	505	658
负债合计	1838	2089	2253	2545
股本	273	273	273	273
资本公积	389	389	389	389
留存收益	1200	1571	2132	2933
归属母公司股东权益	1735	2106	2667	3468
少数股东权益	39	47	56	66
股东权益合计	1773	2153	2723	3535
负债和股东权益合计	3612	4241	4976	6080
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	1134	947	1146	1368
净利润	640	826	1033	1262
折旧摊销	198	195	212	227
营运资金变动	273	-129	-151	-177
其他	22	55	53	57
投资活动现金流量	-755	-276	-220	-202
资本支出	-769	-238	-207	-190
投资变动	13	0	0	0
其他	2	-38	-13	-13
筹资活动现金流量	-452	-388	-475	-361
债权融资	89	92	17	124
股权融资	36	0	0	0
其他	-577	-480	-491	-485
现金净流量	-73	283	452	805

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5304	6583	7992	9598
营业成本	3676	4545	5501	6597
营业税金及附加	40	51	58	67
销售费用	663	810	985	1186
管理费用	219	263	320	384
研发费用	80	95	112	125
财务费用	13	26	25	24
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-2	1	1	1
公允价值变动损益	-2	0	0	0
营业利润	719	921	1143	1392
营业外收支净额	-7	-8	-8	-8
利润总额	712	913	1135	1384
所得税	72	87	102	122
净利润	640	826	1033	1262
少数股东损益	1	8	9	10
归属母公司股东净利润	640	818	1023	1252
主要指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	30.7%	31.0%	31.2%	31.3%
净利率	12.1%	12.4%	12.8%	13.0%
净资产收益率	36.9%	38.8%	38.4%	36.1%
资产回报率	19.8%	21.0%	22.4%	22.8%
投资回报率	27.6%	29.2%	30.2%	29.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	28.9%	24.1%	21.4%	20.1%
EBIT 增长率	21.6%	25.6%	23.6%	21.4%
归母净利润增长率	26.5%	27.8%	25.2%	22.3%
每股指标 (元)				
每股收益	2.35	3.00	3.75	4.59
每股净资产	6.36	7.72	9.78	12.71
每股经营现金流	4.16	3.47	4.20	5.02
每股股利	1.60	1.65	1.69	1.65
营运能力指标				
总资产周转率	1.64	1.68	1.73	1.74
应收账款周转率	22.44	22.61	22.77	22.99
存货周转率	5.49	5.46	5.36	5.27
偿债能力指标				
资产负债率	50.9%	49.2%	45.3%	41.9%
流动比率	0.93	1.19	1.56	2.05
速动比率	0.34	0.53	0.80	1.21
估值指标				
P/E	38.04	29.77	23.79	19.44
P/B	14.03	11.56	9.13	7.02
EV/EBITDA	18.52	21.69	17.60	14.35

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