

## 品类布局再落一子，抢占中式零食高地

■ 证券研究报告

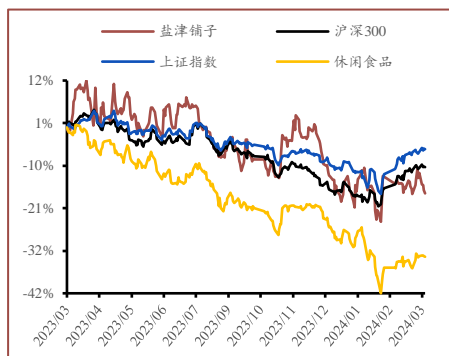
★ 投资评级:买入(维持)

### 基本数据

2024-03-21

收盘价(元)	67.26
流通股本(亿股)	1.73
每股净资产(元)	6.95
总股本(亿股)	1.96

最近12月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004  
wuw01@ctsec.com

分析师 李茵琦

SAC 证书编号: S0160523020001  
liyq03@ctsec.com

### 相关报告

- 《完美收官，收入利润均符合预期》  
2024-03-01
- 《渠道势能强劲，新品逻辑显现》  
2023-11-01
- 《业绩超预期，看好成长持续性》  
2023-10-16

### 核心观点

- ❖ **事件:** 3月16日，盐津铺子在成都东安湖举行以“天生高品质，蛋源可生食”为主题的蛋类零食品牌「蛋皇」鹌鹑蛋的品牌发布会。作为盐津铺子多品牌战略布局中全力孵化的第二个品类品牌，蛋皇专注于鹌鹑蛋零食细分赛道。
- ❖ **抢占新中式零食高地。** 2022年中国休闲零食市场规模达1.5万亿元，同比增长11.6%。当前，新中式零食的市场规模4000-5000亿，增长率达到10%到15%，但品类分散且没有行业龙头品牌，未来增长空间广袤。盐津铺子在2023年率先提出把新中式零食战略作为公司核心战略，聚焦辣卤零食、健康蛋制品、海味零食、坚果果干炒货、烘焙、薯片、蒟蒻七大核心品类。
- ❖ **定义蛋类零食行业新高度。** 1) 蛋皇借助盐津铺子全产业链优势，从绿色养殖开始，建立中国规模最大的鹌鹑养殖农场，并在附近布局了数字化程度与工艺标准一流的鹌鹑蛋工厂。2) 蛋皇是鹌鹑蛋零食行业首个获“可生食+无抗生素”双认证的品牌，做到0抗生素、0防腐剂、0人工色素添加。3) 在外观上，蛋皇的包装由中国顶级包装设计师潘虎操刀，打破常规的还原性设计获得了2024德国IF包装设计奖。
- ❖ **蛋类零食引来快速增长时代。** 鹌鹑蛋零食在2023年整体迎来了快速增长，以盐津铺子为例，在盐津铺子2023半年报中，蛋类零食收入达到9500万元，同比增长582.38%，占营收比重也从2022年的1.15%增至5.03%。盐津铺子基于1+7多品类多品牌战略，迅速整合全产业链优势，加码鹌鹑蛋赛道，持续丰满子品牌矩阵。
- ❖ **投资建议:** 我们预计2023-2025年营收为41.15/52.68/63.18亿元，同比+42%/28%/20%，归母净利润为5.05/6.54/8.55亿元，同比+68%/29%/31%；对应PE为26/20/15X，维持公司“买入”评级。
- ❖ **风险提示:** 原材料成本波动，行业竞争加剧，食品安全问题。

### 盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2282	2894	4115	5268	6318
收入增长率(%)	16.47	26.83	42.22	28.01	19.93
归母净利润(百万元)	151	301	505	654	855
净利润增长率(%)	-37.65	100.01	67.57	29.43	30.80
EPS(元/股)	1.21	2.40	2.58	3.34	4.36
PE	70.74	45.12	26.10	20.17	15.42
ROE(%)	17.27	26.57	36.38	35.48	34.80
PB	12.68	12.28	9.49	7.16	5.36

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

注: 估值取值时间为2024年3月21日。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2281.50</b>	<b>2893.52</b>	<b>4115.18</b>	<b>5267.89</b>	<b>6317.91</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1466.80	1888.91	2729.10	3450.47	4119.28	营业收入增长率	16.5%	26.8%	42.2%	28.0%	19.9%
营业税费	20.29	27.88	37.04	47.41	56.86	营业利润增长率	-39.0%	100.9%	70.9%	25.1%	30.6%
销售费用	505.41	457.33	493.82	711.16	852.92	净利润增长率	-37.7%	100.0%	67.6%	29.4%	30.8%
管理费用	118.98	130.86	218.10	263.39	267.25	EBITDA 增长率	9.7%	58.5%	48.6%	23.1%	26.3%
研发费用	55.19	74.28	102.88	131.70	157.95	EBIT 增长率	-32.9%	88.3%	66.5%	24.6%	29.0%
财务费用	20.96	8.82	14.39	15.49	8.35	NOPLAT 增长率	-30.0%	84.9%	62.2%	27.6%	29.0%
资产减值损失	-0.68	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-3.5%	25.7%	16.0%	23.5%	25.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	2.1%	29.9%	22.2%	32.4%	33.2%
投资和汇兑收益	0.96	1.05	1.65	2.11	2.53	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>169.79</b>	<b>341.05</b>	<b>582.81</b>	<b>728.86</b>	<b>951.97</b>	毛利率	35.7%	34.7%	33.7%	34.5%	34.8%
加:营业外净收支	-2.64	-8.21	-9.85	-4.50	-4.50	营业利润率	7.4%	11.8%	14.2%	13.8%	15.1%
<b>利润总额</b>	<b>167.14</b>	<b>332.85</b>	<b>572.96</b>	<b>724.36</b>	<b>947.47</b>	净利润率	6.8%	10.4%	12.3%	12.4%	13.6%
减:所得税	12.78	30.98	67.04	69.54	90.96	EBITDA/营业收入	13.8%	17.2%	18.0%	17.3%	18.2%
<b>净利润</b>	<b>150.74</b>	<b>301.49</b>	<b>505.21</b>	<b>653.90</b>	<b>855.32</b>	EBIT/营业收入	8.3%	12.4%	14.5%	14.1%	15.2%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	134.53	202.94	206.70	540.55	1123.06	固定资产周转天数	162	119	98	86	78
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-16</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>14</b>
应收账款	198.10	161.42	295.82	318.76	383.23	流动资产周转天数	110	133	124	134	160
应收票据	0.00	7.60	15.26	14.00	21.10	应收帐款周转天数	28	22	20	21	20
预付帐款	59.74	118.27	163.75	207.03	247.16	存货周转天数	75	68	70	70	70
存货	259.13	453.44	607.88	733.97	867.97	总资产周转天数	324	282	240	230	236
其他流动资产	18.60	35.41	35.41	35.41	35.41	投资资本周转天数	227	225	183	177	185
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	17.3%	26.6%	36.4%	35.5%	34.8%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.2%	12.3%	16.6%	17.8%	18.6%
投资性房地产	0.00	0.56	0.56	0.56	0.56	ROIC	12.4%	18.2%	25.5%	26.3%	27.1%
固定资产	1009.68	940.91	1102.62	1240.32	1354.02	费用率					
在建工程	54.02	143.33	198.33	148.33	98.33	销售费用率	22.2%	15.8%	12.0%	13.5%	13.5%
无形资产	195.41	200.19	216.19	232.19	248.19	管理费用率	5.2%	4.5%	5.3%	5.0%	4.2%
其他非流动资产	41.31	61.36	65.00	70.00	75.00	财务费用率	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%
<b>资产总额</b>	<b>2081.82</b>	<b>2454.75</b>	<b>3040.32</b>	<b>3682.79</b>	<b>4605.68</b>	三费/营业收入	28.3%	20.6%	17.6%	18.8%	17.9%
短期债务	528.42	471.56	501.56	531.56	561.56	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	221.63	269.10	413.18	449.44	580.38	资产负债率	57.6%	53.2%	53.9%	49.6%	46.3%
应付票据	19.96	7.85	30.05	17.87	39.34	负债权益比	135.6%	113.8%	116.7%	98.3%	86.2%
其他流动负债	8.69	13.08	18.08	20.08	22.08	流动比率	0.58	0.92	0.95	1.16	1.41
长期借款	2.00	137.10	137.10	137.10	137.10	速动比率	0.29	0.34	0.36	0.54	0.79
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	7.80	27.41	30.62	35.95	43.84
<b>负债总额</b>	<b>1198.21</b>	<b>1306.69</b>	<b>1637.56</b>	<b>1825.21</b>	<b>2131.59</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	10.56	13.16	13.87	14.79	15.98	DPS(元)	1.00	1.50	0.38	0.31	0.28
股本	129.36	128.69	196.06	196.06	196.06	分红比率					
留存收益	531.79	704.60	1016.90	1470.81	2086.12	股息收益率	1.2%	1.4%	0.6%	0.5%	0.4%
<b>股东权益</b>	<b>883.61</b>	<b>1148.05</b>	<b>1402.76</b>	<b>1857.58</b>	<b>2474.10</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	1.21	2.40	2.58	3.34	4.36
净利润	150.74	301.49	505.21	653.90	855.32	BVPS(元)	6.75	8.82	7.08	9.40	12.54
加:折旧和摊销	124.23	140.42	144.30	168.30	192.30	PE(X)	70.7	45.1	26.1	20.2	15.4
资产减值准备	2.63	-0.86	0.00	0.00	0.00	PB(X)	12.7	12.3	9.5	7.2	5.4
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	21.79	13.54	19.46	20.66	21.86	P/S	4.9	4.8	3.7	2.9	2.4
投资收益	-0.96	-1.05	-1.65	-2.11	-2.53	EV/EBITDA	36.5	28.8	18.4	14.6	11.1
少数股东损益	3.62	0.37	0.71	0.92	1.20	CAGR(%)					
营运资金的变动	185.88	-33.71	-42.91	-39.26	23.70	PEG	—	0.5	0.4	0.7	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>477.89</b>	<b>425.55</b>	<b>630.59</b>	<b>802.43</b>	<b>1091.98</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-322.31</b>	<b>-251.35</b>	<b>-387.25</b>	<b>-277.92</b>	<b>-277.60</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-205.04</b>	<b>-96.78</b>	<b>-239.58</b>	<b>-190.66</b>	<b>-231.86</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。