

魔芋大单品超预期，全年高成长确定性强

核心观点

公司持续聚焦六大核心品类：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，全力打磨和深化供应链，全渠道融合和精耕，聚焦大单品，麻酱素毛肚成为单品销量王，跃升为现象级单品，“蛋皇”鹌鹑蛋进驻山姆会员商店，开启高势能渠道。公司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。“蛋皇”、“大魔王”等子品牌势能不断提升，定量流通渠道高增，大魔王卡位魔芋高景气赛道，持续放量超预期，增长确定性强，公司向上趋势延续。

事件

公司发布 2024 年年报及 25 年一季报

公司 25 年 Q1 实现营收 15.37 亿元、同比+25.69%，归母净利 1.78 亿元、同比+11.64%，扣非净利 1.56 亿元、同比+13.41%；

公司 2024 年实现营收 53.04 亿元、同比+28.89%，归母净利 6.40 亿元、同比+26.53%，扣非净利 5.68 亿元、同比+19.27%；

其中单 Q4 单季度营收 14.43 亿元、同比+29.96%，归母净利 1.47 亿元、同比+33.67%，扣非净利 1.44 亿元、同比+43.10%。

简评

魔芋赛道高景气，Q1 收入超预期

一季度大魔王表现超预期，公司披露 3 月仅麻酱味魔芋月销超 1 个亿，预计全年有望同比翻倍至 20 亿元（销售口径），大魔王品类品牌确立，大单品势能有望帮助公司打开线下网点布局，充分受益魔芋赛道成长红利，线下网点开拓空间大，流通定量装打开天花板。

2024 年分品类看，辣卤/烘焙薯类/深海/蛋类/果干坚果/蒟蒻果冻/其他收入分别 19.6/11.6/6.8/5.8/4.8/3.0/1.4 亿元，分别同比 +32%/+17%/+9%/+82%/+82%/+39%/-36%。

分渠道看，直营 KA、经销及其他新渠道、电商收入分别 1.9/39.6/11.6 亿元，分别同比 -44%/+34%/+40%。

盐津铺子 (002847.SZ)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

余璇

yuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120003

研究助理：高畅

gaochang@csc.com.cn

研究助理：马焱

mayanspylz@csc.com.cn

发布日期：2025 年 04 月 23 日

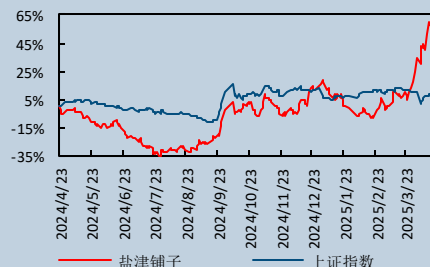
当前股价：83.13 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
43.90/45.83	42.10/40.34	9.73/2.08
12 月最高/最低价 (元)		86.32/35.78
总股本 (万股)		27,281.99
流通 A 股 (万股)		24,472.90
总市值 (亿元)		226.80
流通市值 (亿元)		203.44
近 3 月日均成交量 (万)		366.95
主要股东		
湖南盐津铺子控股有限公司		37.24%

股价表现



渠道结构影响拖累毛利率，盈利能力有望逐步修复

25Q1 公司毛利率同比-3.6pcts 至 28.5%，主要系渠道结构影响，量贩渠道持续高增长放量、商超渠道占比降低，量贩渠道毛利率偏低，拖累公司整体毛利率，另一方面受春节错期影响，毛利率较高的礼盒等产品在 Q1 较少，也对毛利率有所拖累。未来随着魔芋等大单品持续放量，盈利能力有望逐步提升。25 年 Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.8/-0.8/-0.2/+0.1pct 至 11.2%/3.4%/1.1%/0.4%，净利率同比-1.5pct 至 11.6%。

多品类全渠道增长，魔芋品类红利

2024 年零食很忙与赵一鸣零食继续高速开店计划，量贩渠道 25 年仍然高速增长。公司增资零食很忙集团后有望继续加强与量贩零食龙头的合作关系，与万辰系仍有合作空间，2025 年公司产品在量贩渠道的进店数量和 SKU 种类进一步提升，休闲魔芋、鹌鹑蛋等大单品有望继续高增。同时公司充分受益魔芋品类红利，魔芋大单品打开天花板，赛道未来仍有翻倍空间。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 68.87/85.55/102.24，同比增长 30%/24%/20%，净利润分别为 8.27/10.51/12.74 亿，同比增长 29%/27%/21%，维持“买入”评级。

风险提示：新品推广不及预期，新推出的产品可能不符合消费者的口味；新渠道拓展不顺，零食专营渠道可能会到达峰值，然后增速变缓，行业内激烈的竞争使得单店的效益下降；零食行业竞争加剧，各家品牌纷纷为了抢占市占率而大打折扣，使得行业利润水平下降；商超人流量大幅下滑，会使得商超这个渠道的营收进一步萎缩；受消费力下降影响，居民对可选食品的购买欲望下降，以家庭为单位的零食的购买减少，或者县乡、低线城市的小品牌产品因为低价而重新受到欢迎。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,115	5,304	6,887	8,555	10,224
增长率(%)	42	29	30	24	20
净利润(百万元)	506	640	827	1,051	1,274
增长率(%)	68	27	29	27	21
EPS(元/股，摊薄)	1.85	2.35	3.03	3.85	4.67
P/E(倍)	45	35	27	22	18

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

余璇

中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

研究助理

高畅

gaochang@csc.com.cn

马焱

mayanspylz@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk