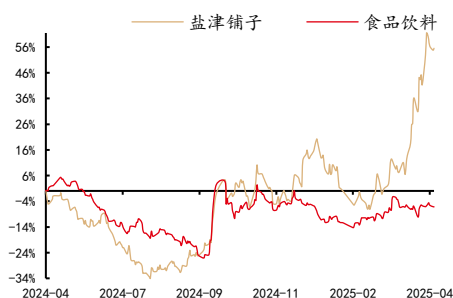


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	83.13
总股本/流通股本(亿股)	2.73 / 2.45
总市值/流通市值(亿元)	227 / 203
52周内最高/最低价	86.32 / 35.78
资产负债率(%)	50.9%
市盈率	35.22
第一大股东	湖南盐津铺子控股有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

盐津铺子(002847)

品类品牌+渠道双轮驱动，25 年增长可期

● 事件

公司 2024 年度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 53.04/6.4/5.68 亿元，同比 28.89%/26.53%/19.27%。单 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 14.43/1.47/1.44 亿元，同比 29.96%/33.66%/43.1%。公司 2025 年 Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 15.37/1.78/1.56 亿元，同比 25.69%/11.64%/13.41%。**24Q4 以及 25Q1 收入均超预期。**

● 投资要点

品类结构持续升级、品类逻辑验证，高势能渠道维持快速增长。
分产品，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/其他分别实现收入 19.62/11.58/6.75/5.80/4.84/3.01/1.44 亿元，同比 32.36%/17.31%/9.1%/81.87%/81.50%/39.1%/-36.09%。其中辣卤零食中，休闲魔芋/肉禽/豆制品/其他分别实现收入 8.38/3.77/3.62/3.84 亿元，同比增长 76.09%/10.88%/12.06%/12.08%。**魔芋品类迅速突围、并在 25 年一季度贡献绝对增量。**子品牌“大魔王”通过品牌持续投入成效显著，其中新品麻将素毛肚于 25 年 3 月月销实现破亿，由于需求激增导致开年部分渠道出现断货，公司于 2 月起通过预备厂房投产以及提升原厂房生产效率，目前总产能较去年有较大幅度扩充，另有后备新产能或于 8-9 月投入生产。分渠道，直营/经销和其他/电商渠道实现收入 1.88/39.56/11.59 亿元，同比-43.72%/+34.01%/+39.95%，2024 年海外业务收入 0.63 亿元，同比+19821.95%。**今年一季度以来，海外、会员店、零食量贩等渠道延续了高速增长态势**，海外渠道由于基数较低、增长势能强劲，目前主要针对泰国市场推进魔芋制品，销售反馈良好并获得了主流市场认可，2025 年公司将投资 3000 万美元新建泰国魔芋生产基地，推出 Mowon 品牌本地化口味魔芋产品，以魔芋、鹌鹑蛋品类为核心，发力东南亚市场。2024 年下半年公司重新定义电商渠道战略地位，更注重该渠道的品牌传播力与消费者行为研究，今年聚焦核心品类，全力打造大魔王素毛肚系列，线上全新定价利好渠道利润率改善。

24 年品牌建设期费用投入刚性支出，利润率有所承压，25Q1 在春节错期影响下利润率基本稳定实属不易。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 30.69%/12.07%，分别同比-2.85/-0.22pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.5%/4.13%/1.5%/0.24%，分别同比-0.04/-0.31/-0.44/-0.16pct。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 27.62%/10.18%，分别同比-3.44/0.28pct；销售/管理/研发/财务费用

率分别为 11.54%/4.47%/1.53%/0.25%，分别同比-1.63/-0.29/0.04/-0.2pct。2025 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 28.47%/11.59%，分别同比-3.64/-1.46pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.24%/3.44%/1.13%/0.36%，分别同比-1.76/-0.79/-0.17/0.06pct。

公司始坚持**品类品牌+渠道双轮驱动，25 年增长可期**。一方面，从渠道型企业向“品类品牌+全渠道”转型，强化大魔王、蛋皇等子品牌势能，借助品类品牌持续深化全渠道发展，另一方面公司积极进行多轮组织架构调整，三大品类事业部（辣味、健康零食、甜味零食事业部）实现产销一体，从市场端到研发、生产端快速响应，组织改革后价值进一步体现。成本上来看，此前公司通过魔芋价格精准预期判断、在成本低点进行大规模囤货，新魔芋采购季后成本端将有一定压力，公司同步会在销售端做渠道结构、品类结构的优化和调整、以完全对冲成本带来的影响。**2025 年净利率将呈现稳中有升态势**，在品类品牌化效应释放驱动下，公司毛利率中枢有望上移，叠加渠道结构优化（电商货盘收缩后向毛利较高的大单品倾斜、高净利海外业务加速放量），进一步增厚盈利空间；同时，中岛设备折旧摊销于上半年结束，刚性费用支出缓解、品牌费用投入有序增长，多重因素形成成本端管控与利润端扩容的良性循环，利润率有望改善。

● 盈利预测与投资评级

根据 2024 年年报业绩情况，我们调整 2025 年-2026 年营业收入预测至 65.82/79.24 亿元（原预测为 65.28/79.11 亿元），同比+24.10%/+20.38%，调整 2025 年-2026 年归母净利润预测至 8.23/10.31 亿元（原预测为 8.14/10.08 亿元），同比+28.55%/+25.27%，给予 2027 年营收利润预测分别为 91.49/12.36 亿元，分别同比+15.46%/+19.90%。对应三年 EPS 分别为 3.02/3.78/4.53 元，对应当前股价 PE 分别为 30/24/20 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5304	6582	7924	9149
增长率(%)	28.89	24.10	20.38	15.46
EBITDA（百万元）	915.19	1062.51	1302.56	1527.36
归属母公司净利润（百万元）	639.95	822.65	1030.57	1235.69
增长率(%)	26.53	28.55	25.27	19.90
EPS（元/股）	2.35	3.02	3.78	4.53
市盈率（P/E）	38.04	29.59	23.62	19.70
市净率（P/B）	14.03	10.25	7.66	5.88
EV/EBITDA	19.40	23.50	18.73	15.47

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	5304	6582	7924	9149	营业收入	28.9%	24.1%	20.4%	15.5%
营业成本	3676	4509	5348	6130	营业利润	23.2%	28.2%	25.9%	19.8%
税金及附加	40	46	55	82	归属于母公司净利润	26.5%	28.6%	25.3%	19.9%
销售费用	663	790	951	1089	获利能力				
管理费用	219	263	309	348	毛利率	30.7%	31.5%	32.5%	33.0%
研发费用	80	92	103	119	净利率	12.1%	12.5%	13.1%	13.6%
财务费用	13	26	15	3	ROE	36.9%	34.6%	32.4%	29.9%
资产减值损失	0	0	0	-1	ROIC	37.7%	35.8%	35.6%	39.2%
营业利润	719	921	1160	1389	偿债能力				
营业外收入	4	2	2	2	资产负债率	50.9%	47.8%	39.6%	35.7%
营业外支出	11	10	10	10	流动比率	0.93	1.21	1.57	1.89
利润总额	712	913	1151	1381	营运能力				
所得税	72	91	115	138	应收账款周转率	20.22	19.18	19.18	19.18
净利润	640	822	1036	1243	存货周转率	4.94	4.55	4.55	4.55
归母净利润	640	823	1031	1236	总资产周转率	1.47	1.42	1.49	1.40
每股收益(元)	2.35	3.02	3.78	4.53	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.35	3.02	3.78	4.53
货币资金	235	658	974	1806	每股净资产	6.36	8.70	11.64	15.17
交易性金融资产	2	2	2	2	估值比率				
应收票据及应收账款	262	349	420	485	PE	38.04	29.59	23.62	19.70
预付款项	85	202	243	281	PB	14.03	10.25	7.66	5.88
存货	744	992	1176	1348	现金流量表				
流动资产合计	1402	2338	2980	4112	净利润	640	768	1018	1229
固定资产	1521	1525	1616	1787	折旧和摊销	190	123	136	144
在建工程	242	335	328	221	营运资本变动	186	-90	-25	-22
无形资产	245	237	229	221	其他	109	96	43	22
非流动资产合计	2209	2286	2350	2406	经营活动现金流净额	1125	897	1171	1373
资产总计	3612	4625	5330	6518	资本开支	-769	-200	-200	-200
短期借款	340	346	0	0	其他	14	-16	-9	-5
应付票据及应付账款	634	656	778	891	投资活动现金流净额	-755	-216	-209	-205
其他流动负债	538	939	1117	1282	股权融资	8	0	0	0
流动负债合计	1512	1941	1895	2173	债务融资	320	-49	-402	-58
其他	326	272	215	157	其他	-780	-209	-244	-277
非流动负债合计	326	272	215	157	筹资活动现金流净额	-452	-258	-646	-335
负债合计	1838	2212	2110	2330	现金及现金等价物净增加额	-81	423	316	832
股本	273	273	273	273					
资本公积金	389	389	389	389					
未分配利润	1073	1713	2514	3475					
少数股东权益	39	38	44	50					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1773	2413	3220	4188					
负债和所有者权益总计	3612	4625	5330	6518					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048