

盐津铺子 (002847.SZ)

优于大市

2025 年第一季度收入同比+25.7%，魔芋大单品多渠道畅销

核心观点

盐津铺子披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年度营业总收入 53.0 亿元，同比+28.9%；归母净利润 6.4 亿元，同比+26.5%；扣非归母净利润 5.7 亿元，同比+19.3%。2025 年第一季度营业总收入 15.4 亿元，同比+25.7%；归母净利润 1.8 亿元，同比+11.6%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+13.4%。

2024 年收入同比+28.9%，多品类、全渠道战略收效显著。分渠道看，2024 年量贩零食、电商、定量流通渠道增速领先，BC 散称渠道受到渠道流量分化的影响增速放缓，直营商超渠道收入占比如期下降。分品类看，2024 年魔芋制品/蛋类零食/果干坚果收入增速居前，分别为+76.1%/+81.9%/+81.5%。公司在魔芋制品、蛋类零食中设置子品牌“大魔王”、“蛋皇”，经过一年时间的重点培育，品牌知名度快速提升。

2024 年以规模增长优先、品牌培育费用投入增多，净利率同比小幅下行。2024 年毛利率同比下行主要系受到渠道结构变化影响，销售费用率未能延续此前同比下降趋势，主因公司为培育品类品牌，加大广告宣传、品牌推广、展会布置等方面的投入，且股份支付费用同比增加。管理费用率/研发费用率同比分别-0.3/-0.4 p.p.，受益于规模效益放大。此外政府补助收益同比增多对净利润有正向贡献，最终 2024 年归母净利率/扣非归母净利率 12.1%/10.7%，同比-0.2/-0.9 p.p.。

2025 年第一季度核心产品旺销，带动收入在去年同期高基数之上同比+25.7%，扣非归母净利率同比-1.1 p.p.。2025 年第一季度大魔王素毛肚系列全面旺销，3 月开始多渠道呈现供不应求状态，3 月麻酱口味单品月销已过亿。2025 年第一季度毛利率 28.5%，同比-3.6 p.p.，预计与魔芋精粉原材料价格上涨，以及公司在 2025 年年货节、大魔王魔芋产品热度快速提升之窗口期进行了较为积极的促销动作有关。预计后续随着核心大单品的体量快速成长，产品结构优化将带动毛利率改善。

盈利预测与投资建议：考虑到年初以来“大魔王”系列产品销售火爆，超出公司自身及我们的预期，且魔芋原料成本走高，我们小幅上调 2025-2026 年收入预测、小幅下调 2025-2026 年利润预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 67.3/82.0/98.7 亿元（2025/2026 年前预测值 65.1/78.9 亿元），同比+26.8%/+22.0%/+20.3%；实现归母净利润 8.3/10.4/13.1 亿元（2025/2026 年前预测值 8.5/10.5 亿元），同比+29.8%/+25.5%/+25.4%；当前股价对应 PE 分别为 30/24/19 倍。公司正从渠道驱动模式转型为品类品牌与渠道双轮驱动模式，成长性有所增强，此外公司股东回报能力较强，2024 年度累计现金分红比例 68.2%，且公司持续进行回购，现金分红与股份回购合并贡献 77.6%的广义分红比例，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受外部环境变化的负面影响；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；渠道拓展进程不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,115	5,304	6,726	8,205	9,869
(+/-%)	42.2%	28.9%	26.8%	22.0%	20.3%
归母净利润(百万元)	506	640	831	1043	1307
(+/-%)	67.8%	26.5%	29.8%	25.5%	25.4%
每股收益(元)	2.58	2.35	3.05	3.82	4.79
EBIT Margin	13.8%	11.8%	12.7%	13.3%	14.1%
净资产收益率 (ROE)	35.0%	36.9%	37.2%	38.1%	39.1%
市盈率 (PE)	35.1	38.6	29.7	23.7	18.9
EV/EBITDA	26.6	32.8	26.5	21.1	16.9
市净率 (PB)	12.26	14.23	11.06	9.01	7.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

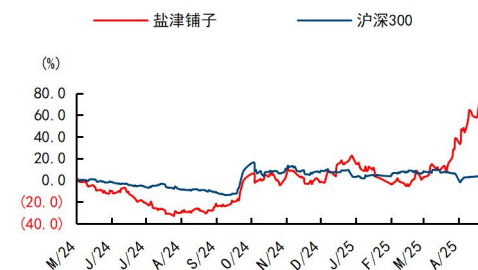
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	90.50 元
总市值/流通市值	24690/22148 百万元
52 周最高价/最低价	93.60/35.53 元
近 3 个月日均成交额	250.97 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 第三季度收入同比增长 26.2%，盈利能力受税率波动影响》——2024-10-30
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 第二季度收入同比增长 23%，着力打造品类品牌》——2024-08-09
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 上半年收入增速 27%-32%，业绩成长性仍强》——2024-07-14
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 春节动销旺盛，战略转型红利持续释放》——2024-04-25
- 《盐津铺子 (002847.SZ) - 渠道基础强化，新品表现亮眼》——2024-03-28

盐津铺子披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年度营业总收入 53.0 亿元，同比+28.9%；归母净利润 6.4 亿元，同比+26.5%；扣非归母净利润 5.7 亿元，同比+19.3%。2025 年第一季度营业总收入 15.4 亿元，同比+25.7%；归母净利润 1.8 亿元，同比+11.6%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+13.4%。

2024 年收入同比+28.9%，多品类、全渠道战略收效显著。分渠道看，2024 年量贩零食、电商、定量流通渠道增速领先，其中量贩零食渠道受益于量贩零食品牌方门店数量增长、公司进驻 sku 数量提升，预计量贩零食渠道继续维持高双位数增长、收入占比提升至 25%附近；电商渠道收入同比+40.0%，收入占比提升至 21.9%。BC 散称渠道受到渠道流量分化的影响增速放缓，直营商超渠道收入同比-43.7%，系公司主动调整渠道模式的结果，在公司预期之内。分品类看，2024 年魔芋制品/蛋类零食/果干坚果收入增速居前，分别为+76.1%/+81.9%/+81.5%，收入占比提升至 15.8%/10.9%/9.1%。公司在魔芋制品、蛋类零食中设置子品牌“大魔王”、“蛋皇”，经过一年时间的重点培育，品牌知名度快速提升。2024 年第四季度收入同比+30.0%，主要受益于年货节销售旺盛且与核心产品大魔王魔芋素毛肚的产品热度显著提高、多渠道畅销有关。

2024 年以规模增长优先、品牌培育费用投入增多，净利率同比小幅下行。2024 年毛利率 30.7%，同比-2.9 p.p.，主要系受到渠道结构变化影响。销售费用率 12.5%，未能延续此前同比下降趋势，主因公司为培育品类品牌，加大广告宣传、品牌推广、展会布置等方面的投入，且股份支付费用同比增加。管理费用率/研发费用率则受益于规模效益放大，同比分别-0.3/-0.4 p.p.。此外政府补助收益同比增多对净利润有正向贡献，最终 2024 年归母净利率/扣非归母净利率 12.1%/10.7%，同比-0.2/-0.9 p.p.。

2025 年第一季度核心产品旺销，带动收入在去年同期高基数之上同比+25.7%，扣非归母净利率同比-1.1 p.p.。2025 年第一季度大魔王素毛肚系列全面旺销，3 月开始多渠道呈现供不应求状态，3 月麻酱口味单品月销已过亿。2025 年第一季度毛利率 28.5%，同比-3.6 p.p.，预计与魔芋精粉原材料价格上涨，以及公司在 2025 年年货节、大魔王魔芋产品热度快速提升之窗口期进行了较为积极的促销动作有关。而 2024 年第一季度是全年净利率水平高点，故 2025 年第一季度在高基数上，表现净利润增速偏低。预计后续随着核心大单品的体量快速成长，产品结构优化将带动毛利率改善。

2025 年公司将借势全面旺销的魔芋大单品，加快渠道渗透与品牌建设。公司在 2021-2023 年完成全渠道布局、加强供应链能力，2024 年在此基础上开始着力打造品类品牌、加强产品创新能力，目前“大魔王”魔芋系列已进入快速增长期，预计 2025 年公司将抓住核心单品势能突破之契机，实现收入体量、渠道渗透率及品牌影响力的快速提升。

盈利预测与投资建议：考虑到年初以来“大魔王”系列产品销售火爆，超出公司自身及我们的预期，且魔芋原料成本走高，我们小幅上调 2025-2026 年收入预测、小幅下调 2025-2026 年利润预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 67.3/82.0/98.7 亿元（2025/2026 年前预测值 65.1/78.9 亿元），同比+26.8%/+22.0%/+20.3%；实现归母净利润 8.3/10.4/13.1 亿元（2025/2026 年前预测值 8.5/10.5 亿元），同比+29.8%/+25.5%/+25.4%；EPS 分别为 3.05/3.82/4.79 元；当前股价对应 PE 分别为 30/24/19 倍。公司正从渠道驱动模式转型为品类品牌与渠道双轮驱动模式，成长性有所增强，此外公司股东回报能力较强，2024 年度累计现金分红比例 68.2%，且公司持续进行回购，现金分红与股份回购合并贡献 77.6%的广义分红比例，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受外部环境变化的负面影响；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；渠道拓展进程不及预期。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,513	7,890	—	6,726	8,205	9,869	213	315	—
收入同比增速%	24.8%	21.1%	—	26.8%	22.0%	20.3%	2.0%	0.8%	—
毛利率%	32.9%	32.8%	—	30.1%	30.2%	30.6%	-2.8%	-2.6%	—
销售费用率%	11.4%	11.1%	—	11.6%	11.2%	10.9%	0.2%	0.1%	—
归母净利率%	13.0%	13.3%	—	12.4%	12.7%	13.2%	-0.6%	-0.6%	—
归母净利润（百万元）	849	1,048	—	831	1,043	1,307	-18	-5	—
归母净利润同比增速%	28.5%	23.5%	—	29.8%	25.5%	25.4%	1.4%	2.0%	—
EPS（元）	3.09	3.82	—	3.05	3.82	4.79	-0.05	0.00	—

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025 年 4 月 25 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002847.SZ	盐津铺子	37.5	90.50	3.05	3.82	29.7	23.7	247	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	17.6	23.89	1.35	1.71	17.6	13.9	121	优于大市
002991.SZ	甘源食品	20.6	74.53	4.28	4.97	17.4	15.0	69	优于大市

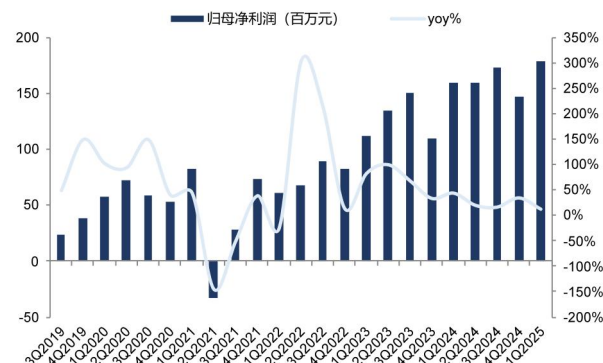
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1：单季度营业收入及增速



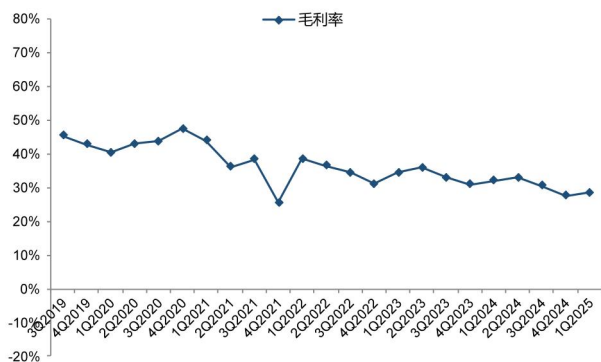
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



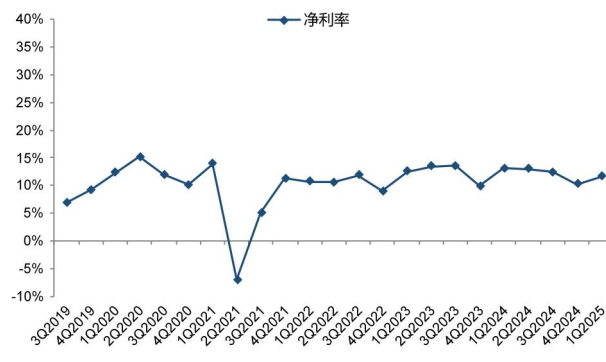
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	310	235	400	500	924	营业收入	4115	5304	6726	8205	9869
应收款项	227	277	332	396	460	营业成本	2735	3676	4702	5724	6854
存货净额	594	744	953	1153	1343	营业税金及附加	33	40	54	66	79
其他流动资产	172	146	168	197	207	销售费用	516	663	780	922	1075
流动资产合计	1304	1402	1853	2245	2934	管理费用	183	219	252	291	336
固定资产	1168	1710	2335	2827	2985	研发费用	80	80	94	115	138
无形资产及其他	198	245	245	245	245	财务费用	16	13	16	20	15
投资性房地产	200	255	316	361	405	投资收益	0	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	0	(0)	(0)	(0)
资产总计	2870	3612	4749	5678	6568	其他收入	(48)	27	17	(6)	(37)
短期借款及交易性金融负债	300	340	440	540	490	营业利润	584	719	938	1176	1473
应付款项	606	849	1095	1317	1559	营业外净收支	(10)	(7)	(6)	(6)	(6)
其他流动负债	470	322	401	485	561	利润总额	574	712	932	1170	1467
流动负债合计	1376	1512	1936	2343	2610	所得税费用	61	72	101	126	158
长期借款及应付债券	0	261	461	461	461	少数股东损益	8	1	1	1	1
其他长期负债	32	65	80	95	111	归属于母公司净利润	506	640	831	1043	1307
非流动负债合计	32	326	541	556	571	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1408	1838	2477	2898	3182	净利润	506	640	831	1043	1307
少数股东权益	15	39	39	39	40	资产减值准备	16	(12)	5	2	1
股东权益	1447	1735	2233	2741	3347	折旧摊销	152	183	174	213	249
负债和股东权益总计	2870	3612	4749	5678	6568	公允价值变动损失	1	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	16	13	16	20	15
每股收益	2.58	2.35	3.05	3.82	4.79	营运资本变动	138	(111)	53	29	69
每股红利	1.50	1.60	2.13	2.68	3.35	其它	(148)	434	12	19	15
每股净资产	7.38	6.36	8.18	10.05	12.27	经营活动现金流	664	1134	1075	1306	1642
ROIC	28.62%	26.96%	27%	28%	32%	资本开支	(347)	(783)	(808)	(708)	(408)
ROE	34.95%	36.89%	37%	38%	39%	其它投资现金流	51	28	0	0	0
毛利率	34%	31%	30%	30%	31%	投资活动现金流	(296)	(755)	(808)	(708)	(408)
EBIT Margin	14%	12%	13%	13%	14%	权益性融资	0	36	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	15%	16%	17%	长期贷款增加	(137)	261	200	0	0
收入增长	42%	29%	27%	22%	20%	支付股利、利息	(220)	(477)	(437)	(582)	(731)
净利润增长率	68%	27%	30%	26%	25%	其它融资现金流	103	(272)	77	71	(79)
资产负债率	50%	52%	53%	52%	49%	融资活动现金流	(255)	(452)	(160)	(511)	(810)
股息率	1.2%	1.8%	2.4%	3.0%	3.7%	现金净变动	113	(73)	107	87	424
P/E	35.1	38.6	29.7	23.7	18.9	货币资金的期初余额	191	304	231	339	426
P/B	12.3	14.2	11.1	9.0	7.4	货币资金的期末余额	304	231	339	426	850
EV/EBITDA	26.6	32.8	26.5	21.1	16.9	企业自由现金流	452	(148)	179	511	1155
						权益自由现金流	315	113	464	594	1091

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032