

盐津铺子 (002847.SZ)

魔芋亮眼高增，净利率顺利提升

事件: 盐津铺子 25H1 实现营收 29.4 亿，同比+19.6%，归母净利润 3.7 亿，同比+16.7%，扣非归母净利润 3.3 亿，同比+22.5%。其中 25Q2 营收 14.0 亿，同比+13.5%，归母净利润 1.9 亿，同比+21.7%，扣非净利润 1.8 亿，同比+31.8%，Q2 单季度净利率同比+0.8pct 至 13.8%，顺利提升。

魔芋快速爆发，多品类潜力充足。 25H1 盐津铺子实现营收 29.4 亿，同比+19.6%。品类维度看，魔芋爆发牵引盐津高增，25H1 魔芋品类营收同比+155.1%至 7.9 亿，“大魔王”麻酱素毛肚跃升为现象级单品，并且以魔芋为核心品类开启出海；蛋类零食营收同比+29.6%至 3.1 亿，蛋皇鹤鹑蛋进驻山姆会员店，25H1 实现增量贡献；休闲豆制品营收同比+12.7%至 1.9 亿、深海零食营收同比+11.9%至 3.6 亿，与虎皮鳕鱼豆腐、虎皮豆干等新品推广相关；盐津成功打造“大魔王”爆品，充分印证品类品牌培育效果，对于多品类公司而言，后续的成长抓手也更加多元。渠道维度看，25H1 线下直营及经销市场合计实现营收 23.7 亿，同比+25.9%，盐津已实现全渠道布局，且在量贩等新兴渠道、会员店等高势能渠道表现突出，预计魔芋大单品的成功打造也进一步赋能定量流通布局；海外市场实现营收 9634.9 万元，出海顺利迈出东南亚第一步，逐步辐射全球市场。25H1 电商营收同比-1.0%至 5.7 亿，预计与公司电商战略主动调整相关。

Q2 净利率顺利提升，产品渠道结构调整持续进行。 25H1 公司毛利率同比-2.9pct 至 29.7%，销售费用率/管理费用率分别同比-2.7/-1.0pct 至 10.6%/3.6%，净利率同比-0.5pct 至 12.6%，H1 整体净利率稳中略降，但费用优化效果已有一定体现。25Q2 公司毛利率同比-2.0pct 至 31.0%，与公司产品及渠道结构的调整均相关，但相应的，销售费用率同比-3.7pct 至 9.8%，量贩、会员店等渠道占比的提升同步带动费用端控制，落实到毛销差层面，Q2 毛销差同比+1.7pct 至 21.1%。25Q2 公司管理费用率同比-1.1pct 至 3.7%，主因费用管控持续优化。最终 25Q2 净利率同比+0.8pct 至 13.8%，顺利实现净利率的同比提升。

魔芋打造效果亮眼，布局上游平抑成本波动。 当前魔芋品类正处快速放量阶段，盐津 25H1 魔芋营收 7.9 亿元，已接近卫龙一半体量，在魔芋品类中差异突围，在已具备龙头的品类中快速成长，充分论证公司在产品、研发、渠道、战略、管理等多维度的竞争优势，而品类品牌的打造经验能够复用到其他品类，孵化更多大单品。在利润维度，渠道结构的调整往往带来利润率的压力，但盐津 25Q2 顺利实现净利率的同比提升，一方面规模效应以及费用管控对冲渠道结构的变化，另一方面盐津往上游多走一步，建设魔芋精粉加工产线、鹤鹑养殖基地、马铃薯全粉加工基地，保障产品品质，在强竞争品类中保持原材料成本优势，赋能运营效率提升。

投资建议: 我们认为盐津铺子在多品类全渠道发展路径下成长抓手更为多元，且品类品牌的打造有望带动长期净利率提升，预计 2025-2027 年公司营收分别同比+21.6%/+19.3%/+18.4%至 64.5/76.9/91.1 亿元，归母净利润分别同比+27.6%/+23.6%/+22.2%至 8.2/10.1/12.3 亿元，维持“买入”评级。

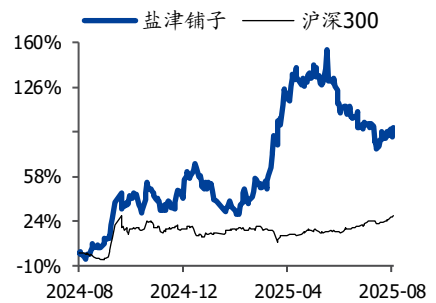
风险提示: 新品推广不及预期、渠道竞争加剧、原材料价格大幅上升。

买入 (维持)

股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
08月20日收盘价(元)	73.96
总市值(百万元)	20,174.79
总股本(百万股)	272.78
其中自由流通股(%)	90.08
30日日均成交量(百万股)	3.05

股价走势



作者

分析师	李梓语
执业证书编号:	S0680524120001
邮箱:	liziyu1@gszq.com
分析师	王玲瑶
执业证书编号:	S0680524060005
邮箱:	wanglingyao@gszq.com

相关研究

- 《盐津铺子 (002847.SZ): 修内功扩边界, 解构破局者的成长之路》 2025-05-23
- 《盐津铺子 (002847.SZ): 收入延续高增, 业绩表现亮眼》 2023-10-31
- 《盐津铺子 (002847.SZ): Q3 预告略超预期, 战略升级势能延续》 2023-10-15

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,115	5,304	6,448	7,694	9,109
增长率 yoy (%)	42.2	28.9	21.6	19.3	18.4
归母净利润 (百万元)	506	640	817	1,010	1,234
增长率 yoy (%)	67.8	26.5	27.6	23.6	22.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.85	2.35	2.99	3.70	4.52
净资产收益率 (%)	35.0	36.9	39.6	40.9	41.7
P/E (倍)	39.9	31.5	24.7	20.0	16.3
P/B (倍)	13.9	11.6	9.8	8.2	6.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 20 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1304	1402	2075	3016	3831
现金	310	235	716	1513	2121
应收票据及应收账款	211	262	302	342	388
其他应收款	17	15	18	21	25
预付账款	145	85	87	97	109
存货	594	744	886	971	1117
其他流动资产	27	61	66	71	71
非流动资产	1566	2209	2023	1867	1626
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1135	1467	1325	1165	963
无形资产	198	245	255	264	263
其他非流动资产	232	497	444	438	401
资产总计	2870	3612	4098	4882	5457
流动负债	1376	1512	1733	2019	2095
短期借款	300	340	240	390	390
应付票据及应付账款	320	634	717	771	736
其他流动负债	756	538	775	857	968
非流动负债	32	326	262	350	350
长期借款	0	261	191	271	271
其他非流动负债	32	65	71	79	79
负债合计	1408	1838	1995	2369	2445
少数股东权益	15	39	42	46	51
股本	196	273	273	273	273
资本公积	458	389	389	389	389
留存收益	1017	1200	1527	1934	2428
归属母公司股东权益	1447	1735	2061	2468	2962
负债和股东权益	2870	3612	4098	4882	5457

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	664	1134	1144	1308	1398
净利润	513	640	820	1014	1239
折旧摊销	170	198	246	256	259
财务费用	19	16	20	21	25
投资损失	-2	2	-3	-3	0
营运资金变动	-70	273	19	-11	-131
其他经营现金流	33	4	41	32	6
投资活动现金流	-296	-755	-94	-122	-24
资本支出	-345	-769	-103	-108	-6
长期投资	0	13	0	0	0
其他投资现金流	48	2	8	-15	-18
筹资活动现金流	-255	-452	-566	-389	-766
短期借款	-171	40	-100	150	0
长期借款	-137	261	-70	80	0
普通股增加	67	77	0	0	0
资本公积增加	73	-69	0	0	0
其他筹资现金流	-87	-761	-396	-619	-766
现金净增加额	113	-73	481	797	608

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4115	5304	6448	7694	9109
营业成本	2735	3676	4554	5379	6384
营业税金及附加	33	40	50	59	70
营业费用	516	663	677	822	961
管理费用	183	219	234	296	337
研发费用	80	80	110	123	146
财务费用	16	13	17	14	10
资产减值损失	-1	0	-3	-3	0
其他收益	60	124	129	154	182
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资净收益	2	-2	3	3	0
资产处置收益	-16	-11	-16	-21	0
营业利润	584	719	917	1132	1383
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	11	11	10	10	10
利润总额	574	712	911	1126	1377
所得税	61	72	91	113	138
净利润	513	640	820	1014	1239
少数股东损益	8	1	3	4	5
归属母公司净利润	506	640	817	1010	1234
EBITDA	784	945	1175	1396	1646
EPS (元/股)	1.85	2.35	2.99	3.70	4.52

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	42.2	28.9	21.6	19.3	18.4
营业利润(%)	71.1	23.2	27.6	23.5	22.1
归属母公司净利润(%)	67.8	26.5	27.6	23.6	22.2
获利能力					
毛利率(%)	33.5	30.7	29.4	30.1	29.9
净利率(%)	12.3	12.1	12.7	13.1	13.5
ROE(%)	35.0	36.9	39.6	40.9	41.7
ROIC(%)	27.4	27.6	30.9	30.6	32.4
偿债能力					
资产负债率(%)	49.1	50.9	48.7	48.5	44.8
净负债比率(%)	16.1	23.9	-5.3	-26.7	-42.4
流动比率	0.9	0.9	1.2	1.5	1.8
速动比率	0.4	0.3	0.6	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8
应收账款周转率	22.1	22.4	22.8	23.9	24.9
应付账款周转率	9.8	8.1	6.9	7.5	8.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.85	2.35	2.99	3.70	4.52
每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	4.16	4.19	4.80	5.12
每股净资产(最新摊薄)	5.30	6.36	7.56	9.05	10.86
估值比率					
P/E	39.9	31.5	24.7	20.0	16.3
P/B	13.9	11.6	9.8	8.2	6.8
EV/EBITDA	17.7	18.5	17.1	14.0	11.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月20日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com