



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年08月21日

基础数据

08月20日收盘价(元)	73.96
总市值(亿元)	201.75
总股本(亿股)	2.73

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】盐津铺子: 渠道势能延续, 单品逻辑释放-2025.04.23

【兴证食品饮料】盐津铺子 24H1 中报点评: 淡季收入韧性增长, 中期分红加强股东回报-2024.08.09

【兴证食品饮料】盐津铺子 24Q1 季报点评: 旺季开门红, 供应链效率持续提升-2024.04.24

分析师: 沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 林佳雯

S0190522070009

linjiawen95@xyzq.com.cn

盐津铺子(002847.SZ)

魔芋势能持续, 盈利能力释放

投资要点:

事件: 公司公告 2025 年中报, 25H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 29.41/3.73/3.34 亿元, 同比+19.58%/+16.70%/+22.50%。25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 14.03/1.95/1.78 亿元, 同比+13.54%/+21.75%/+31.78%, 业绩符合预期。

25H1 魔芋势能延续, 25Q1 电商在公司主动调整下有所拖累。 1) 品类: 魔芋势能延续。25H1 辣卤零食/蛋类零食/深海零食/休闲烘焙/果干果冻/其他收入同比+47.05%/+29.57%/+11.93%/-18.42%/+9.01%/+42.61%, 其中辣卤魔芋收入体量 7.91 亿元, 同比+155.10%。2) 渠道: 定量、量贩表现较优。25H1 直营/经销和其他/电商渠道收入同比-42.00%/+30.09%/-0.97%, 经销和其他收入同比高增, 主要系公司借助魔芋大单品打开流通渠道, 电商收入同比下滑与公司主动调整有关。3) 地区: 海外扩张进展顺利。25H1 境外收入同比+67873.14%。25Q2 收入同比+13.54%, 其中电商、BC 散装、直营渠道预计形成拖累, 其中电商预计与公司主动调整贴牌产品有关, 量贩预计维持较优表现, 定量流通借助魔芋产品预计也获得较高收入增长, 25Q2 魔芋品类预计仍维持了高速增长。

魔芋规模效应进一步显现, 扣非后盈利能力同比提升。 25H1 归母净利率 12.67%, 同比-0.31pct, 扣非归母净利率 11.36%, 同比+0.27pct, 扣非后盈利能力同比提升, 拆分如下: 1) 25H1 毛利率为 29.66%, 同比-2.87pct, 预计与低毛利率的量贩占比提升影响有关; 2) 25H1 总费率 15.71%, 同比-3.90pct, 销售/管理/研发/财务费率 10.57%/3.55%/1.16%/0.43%, 同比-2.70pct/-0.96pct/-0.40pct/+0.16pct, 销售费率同比下降, 预计与公司调整电商投入有关, 股份支付费率同比-1.40pct, 也对销售、管理费率的同比下降带来贡献。25Q2 归母净利率 13.86%, 同比+0.93pct, 扣非归母净利率 12.67%, 同比+1.75pct, 扣非盈利能力的提升拆分如下: 1) 25Q2 毛利率为 30.97%, 同比-1.98pct, 25Q2 毛利率环比+2.51pct, 环比提升预计与魔芋单品放量后规模效应的进一步显现有关; 2) 25Q2 总费率 15.21%, 同比-5.19pct, 销售/管理/研发/财务费率 9.84%/3.67%/1.19%/0.52%, 同比-3.70pct/-1.12pct/-0.63pct/+0.26pct, 销售费率同比下降, 主要系电商平台投入的主动控制调整。

盈利预测及投资建议: 我们根据最新财报, 调整了盈利预测, 预计 2025-2027 年公司收入为 62.58/75.11/90.32 亿元, 同比增长 18.0%/20.0%/20.2%, 归母净利润为 7.54/9.24/11.21 亿元, 同比增长 17.8%/22.5%/21.4%, 对应 2025 年 8 月 20 日收盘价, 2025-2027 年 PE 估值为 27/22/18x, 维持“买入”评级。

风险提示: 量级单品生命周期较短; 下游零食专营系统进入存量竞争及价格战阶段; 原料价格大幅上涨; 食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5304	6258	7511	9032
同比增长	28.9%	18.0%	20.0%	20.2%
归母净利润(百万元)	640	754	924	1121
同比增长	26.5%	17.8%	22.5%	21.4%
毛利率	30.7%	29.8%	29.7%	29.7%
ROE	36.9%	36.3%	38.2%	39.0%
每股收益(元)	2.36	2.76	3.39	4.11
市盈率	31.3	26.8	21.8	18.0

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2025 年中报，25H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 29.41/3.73/3.34 亿元，同比+19.58%/+16.70%/+22.50%。25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 14.03/1.95/1.78 亿元，同比+13.54%/+21.75%/+31.78%，业绩符合预期。25H1 基本 EPS 为 1.39 元。

点评

25H1 魔芋势能延续，25Q1 电商在公司主动调整下有所拖累。1) 品类：魔芋势能延续。25H1 辣卤零食/蛋类零食/深海零食/休闲烘焙/果干果冻/其他收入同比+47.05%/+29.57%/+11.93%/-18.42%/+9.01%/+42.61%，其中辣卤魔芋收入体量 7.91 亿元，同比+155.10%，此外蛋类零食依然保持了同比近 30% 的增长。2) 渠道：定量、量贩表现较优。25H1 直营/经销和其他/电商渠道收入同比-42.00%/+30.09%/-0.97%，其中 25H1 经销商数量共 3713 家，较 24 全年净增 126 家，预计与公司借助魔芋大单品打开流通渠道有关，此外我们预计山姆借助蛋皇产品，也取得较优表现，电商收入同比下滑计与公司主动调整有关。3) 地区：海外扩张进展顺利。25H1 华中(含江西省)/华南/华东/西南+西北/华北+东北/境外收入同比+7.85%/-17.22%/+76.06%/+32.49%/+67.59%/+67873.14%。25Q2 收入同比+13.54%，其中电商、BC 散装、直营渠道预计形成拖累，其中电商预计与公司主动调整贴牌产品有关，量贩预计维持较优表现，定量流通借助魔芋产品预计也获得较高收入增长，25Q2 魔芋品类预计仍维持了高速增长。

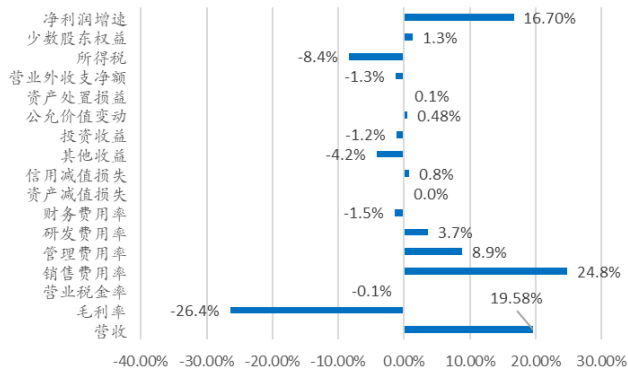
魔芋规模效应进一步显现，扣非后盈利能力同比提升。25H1 归母净利率 12.67%，同比-0.31pct，扣非归母净利率 11.36%，同比+0.27pct，扣非后盈利能力同比提升，拆分如下：1) 25H1 毛利率为 29.66%，同比-2.87pct，预计与低毛利率的量贩占比提升影响有关；2) 25H1 总费率 15.71%，同比-3.90pct，销售/管理/研发/财务费率 10.57%/3.55%/1.16%/0.43%，同比-2.70pct/-0.96pct/-0.40pct/+0.16pct，销售费率同比下降，预计与公司调整电商投入有关，股份支付费用率同比-1.40pct，也对销售、管理费率的同比下降带来贡献。25Q2 归母净利率 13.86%，同比+0.93pct，扣非归母净利率 12.67%，同比+1.75pct，扣非盈利能力的提升拆分如下：1) 25Q2 毛利率为 30.97%，同比-1.98pct，预计与渠道结构变化有关，25Q2 毛利率环比+2.51pct，预计与魔芋单品放量后规模效应的进一步显现有关；2) 25Q2 总费率 15.21%，同比-5.19pct，销售/管理/研发/财务费率 9.84%/3.67%/1.19%/0.52%，同比-3.70pct/-1.12pct/-0.63pct/+0.26pct，

销售费率同比下降，主要系电商平台投入的主动控制调整，股份支付费率同比-1.00pct，对销售、管理费率的下降带来帮助。

盈利预测及投资建议：2025 年公司在产品+渠道+体系三轮驱动下收入仍有望维持高增：1) 产品端，预计辣卤魔芋全年放量趋势较为确定，鹌鹑蛋仍维持较优趋势，此外深海鱼、豆干等产品亦存在放量潜力；2) 渠道端，预计流通定量装精选 SKU 发力，零食量贩收入维持较快增长，电商销量维持稳健。此外，品类品牌的建设及供应链整合效率提升背景下，全年盈利能力有望持续提升，叠加两期股权激励与高管、核心骨干的绑定，业绩兑现能力有望持续加强。我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 62.58/75.11/90.32 亿元，同比增长 18.0%/20.0%/20.2%，归母净利润为 7.54/9.24/11.21 亿元，同比增长 17.8%/22.5%/21.4%，对应 2025 年 8 月 20 日收盘价，2025-2027 年 PE 估值为 27/22/18x，维持“买入”评级。

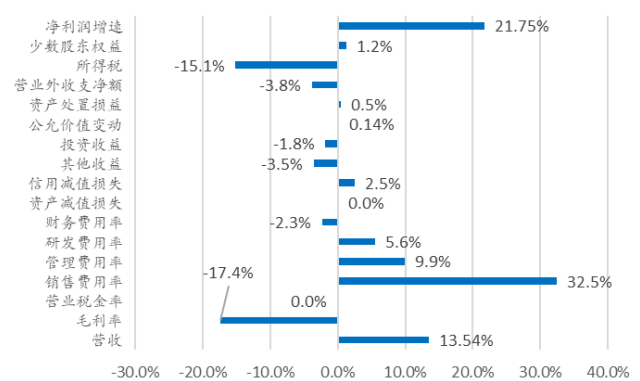
风险提示：量级单品生命周期较短；下游零食专营系统进入存量竞争及价格战阶段；原料价格大幅上涨；食品安全风险。

图1、25H1 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、25Q2 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1402	1412	2081	2092
货币资金	235	290	678	701
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	262	259	304	323
预付款项	85	111	124	158
存货	744	697	917	846
其他	76	56	58	63
非流动资产	2209	2430	2552	2938
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1467	1635	1828	2050
在建工程	242	291	145	218
无形资产	245	250	272	308
商誉	0	0	0	0
其他	255	254	306	362
资产总计	3612	3842	4633	5030
流动负债	1512	1351	1853	1832
短期借款	340	302	268	259
应付票据及应付账款	634	318	826	585
其他	538	731	759	988
非流动负债	326	369	311	258
长期借款	261	313	250	200
其他	65	56	61	58
负债合计	1838	1720	2163	2090
股本	273	273	273	273
未分配利润	1063	1329	1669	2128
少数股东权益	39	46	54	64
股东权益合计	1773	2122	2469	2939
负债及权益合计	3612	3842	4633	5030

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	640	754	924	1121
折旧和摊销	198	189	213	248
营运资金的变动	273	-142	229	39
经营活动产生现金流量	1134	64	452	267
资本支出	-769	-237	-92	-352
长期投资	13	0	0	0
投资活动产生现金流量	-755	586	894	1208
债券融资	89	70	-67	-99
股权融资	36	0	0	0
融资活动产生现金流量	-452	-364	-672	-778
现金净变动	-73	55	388	24

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5304	6258	7511	9032
营业成本	3676	4396	5281	6347
税金及附加	40	48	57	69
销售费用	663	751	931	1165
管理费用	219	240	243	256
研发费用	80	31	45	63
财务费用	13	15	10	5
投资收益	-2	0	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-6	-8	-6
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	719	835	1009	1204
营业外收支	-7	-5	-7	-6
利润总额	712	830	1002	1198
所得税	72	72	72	72
净利润	640	758	930	1126
少数股东损益	1	4	7	5
归属母公司净利润	640	754	924	1121
EPS (元)	2.36	2.76	3.39	4.11

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	28.9%	18.0%	20.0%	20.2%
营业利润增长率	23.2%	16.2%	20.8%	19.3%
归母净利润增长率	26.5%	17.8%	22.5%	21.4%
盈利能力				
毛利率	30.7%	29.8%	29.7%	29.7%
归母净利率	12.1%	12.0%	12.3%	12.4%
ROE	36.9%	36.3%	38.2%	39.0%
偿债能力				
资产负债率	51%	45%	47%	42%
流动比率	0.93	1.04	1.12	1.14
速动比率	0.44	0.53	0.63	0.68
营运能力				
资产周转率	1.64	1.68	1.77	1.87
每股资料 (元)				
每股收益	2.36	2.76	3.39	4.11
每股经营现金	4.16	0.24	1.66	0.98
估值比率 (倍)				
PE	31	27	22	18
PB	11.6	9.7	8.4	7.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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	
行业评级	推荐	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	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn