

## 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)	72.33
总股本/流通股本(亿股)	2.73 / 2.46
总市值/流通市值(亿元)	197 / 178
52周内最高/最低价	97.71 / 37.02
资产负债率(%)	50.9%
市盈率	30.65
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)

### 大单品表现强劲，净利率显著提升

#### ● 事件

公司 2025 年上半年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 29.41/3.73/3.34 亿元，同比 19.58%/16.7%/22.5%。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 14.03/1.95/1.78 亿元，同比 13.54%/21.75%/31.78%。25H1 扣除股份支付后净利润 3.87 亿元。

#### ● 投资要点

海外及高势能渠道维持快速增长，传统流通受渠道分流影响较大。分渠道，直营/经销及其他新渠道/电商渠道实现收入 0.63/23.03/5.74 亿元，同比-42%/30.1%/-0.97%，海外市场实现 0.96 亿元，同比增长 67873.14%。自 2023 年公司推行品类品牌战略后，渠道从以散装为主转向以定量装发展为主，上半年定量装增速领先，零食渠道保持高速增长态势，预期明年将与更多头部量贩品牌展开更全面合作，传统散装渠道受线下渠道分流影响导致部分存量转移，保持小幅衰退。电商渠道今年 3 月以来主动进行产品调整，淘汰低毛利品项、下架部分贴牌品项，导致销售出现下滑，目前电商月销已至底部、基本保持稳健趋势，未来电商平台将聚焦品类品牌发展，侧重于核心品项的品牌传播、线上销售和消费者行为研究。分产品，辣卤零食/烘焙薯类/果干果冻/深海零食/蛋类零食/其他分别实现收入 13.20/4.59/4.28/3.63/3.09/0.61 亿元，同比 47.05%/-18.42%/9.01%/11.93%/29.57%/42.61%。其中辣卤零食中，休闲魔芋/肉禽/豆制品/其他分别实现收入 7.91/1.74/1.87/1.68 亿元，同比增长 155.1%/-16.71%/12.71%/-20.94%。魔芋制品表现突出，大爆品麻酱素毛肚自 2023 年 11 月推出，月销快速攀升破亿、且仍处于爬坡阶段。当前重点打造“大魔王”麻酱味素毛肚，同时推出创新口味火鸡面味魔芋爽，未来将有更多系列新品有组合、有计划地推进上市，强化大魔王品牌消费者心智，同时虎皮鱼豆腐等新品月销表现优异，承接起更多品类增量。

毛利率因渠道结构变化有所承压，费用管控效果显著、Q2 净利率同环比均有较好抬升。2025 年上半年公司毛利率/归母净利率为 29.66%/12.67%，分别同比-2.87/-0.31pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.57%/3.55%/1.16%/0.43%，分别同比-2.7/-0.96/-0.4/0.16pct。25Q2，公司毛利率/归母净利率为 30.97%/13.86%，分别同比-1.98/0.93pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.84%/3.67%/1.19%/0.52%，分别同比-3.7/-1.12/-0.63/0.26pct。毛利率下滑主要系渠道结构变化（较低毛利的零食量贩渠道持续维持高速增长而高毛利商超渠道占比快速降低）所致，魔芋精粉今年价格有较大幅度上升，目前库存可用到明年上半年，采购成本呈缓慢回落趋势，

为明年带来一定成本弹性。Q2 净利水平回升至高位，今年以来费用率持续优化，24 年品牌元年渠道终端投入较多，25 年精准把控费用支出、组织架构精简，在费用端成效显著。今年下半年进入休闲零食旺季，公司会把握势能，市场费用投入更多集中在与销售相关的品牌投入、并严格考核产出比，预计费用率在规模效应下延续下降趋势。

### ● 盈利预测与投资评级

根据 2025 年半年度业绩情况，同时结合市场需求及 24 年下半年高基数背景，我们略下调 2025 年-2027 年营业收入预测至 62.15/72.54/83.73 亿元（原预测 65.82/79.24/91.49 亿元），同比+17.18%/+16.71%/+15.43%。考虑到下半年高毛利新品增长带动产品结构升级，同时规模效应下公司费率优化、产品力进一步体现，利润率有望维持高位，但因收入增速预期下调，我们相应下调 2025 年-2027 年归母净利润预测至 7.99/9.88/11.83 亿元（原预测 8.23/10.31/12.36 亿元），同比+24.86%/+23.71%/+19.66%，对应三年 EPS 分别为 2.93/3.62/4.34 元，对应当前股价 PE 分别为 25/20/17 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	6215	7254	8373
增长率(%)	28.89	17.18	16.71	15.43
EBITDA（百万元）	915.19	1035.69	1254.97	1468.46
归属母公司净利润（百万元）	639.95	799.02	988.44	1182.80
增长率(%)	26.53	24.86	23.71	19.66
EPS(元/股)	2.35	2.93	3.62	4.34
市盈率 (P/E)	30.83	24.69	19.96	16.68
市净率 (P/B)	11.37	8.37	6.31	4.88
EV/EBITDA	19.40	19.63	15.73	12.95

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	5304	6215	7254	8373	营业收入	28.9%	17.2%	16.7%	15.4%
营业成本	3676	4375	5053	5750	营业利润	23.2%	24.5%	24.3%	19.5%
税金及附加	40	44	51	75	归属于母公司净利润	26.5%	24.9%	23.7%	19.7%
销售费用	663	653	747	854	<b>获利能力</b>				
管理费用	219	218	239	260	毛利率	30.7%	29.6%	30.3%	31.3%
研发费用	80	87	94	109	净利率	12.1%	12.8%	13.7%	14.2%
财务费用	13	26	15	3	ROE	36.9%	33.9%	31.6%	29.2%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	37.7%	34.8%	34.8%	38.6%
<b>营业利润</b>	<b>719</b>	<b>895</b>	<b>1113</b>	<b>1330</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	2	2	2	资产负债率	50.9%	47.0%	38.6%	34.8%
营业外支出	11	10	10	10	流动比率	0.93	1.20	1.58	1.91
<b>利润总额</b>	<b>712</b>	<b>887</b>	<b>1104</b>	<b>1322</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	72	89	110	132	应收账款周转率	20.22	19.18	19.18	19.18
<b>净利润</b>	<b>640</b>	<b>798</b>	<b>994</b>	<b>1189</b>	存货周转率	4.94	4.55	4.55	4.55
<b>归母净利润</b>	<b>640</b>	<b>799</b>	<b>988</b>	<b>1183</b>	总资产周转率	1.47	1.37	1.41	1.33
<b>每股收益(元)</b>	<b>2.35</b>	<b>2.93</b>	<b>3.62</b>	<b>4.34</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.35	2.93	3.62	4.34
货币资金	235	622	942	1732	每股净资产	6.36	8.64	11.46	14.83
交易性金融资产	2	2	2	2	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	262	329	385	444	PE	30.83	24.69		16.68
预付款项	85	191	222	257	PB	11.37	8.37	6.31	4.88
存货	744	962	1111	1265	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1402</b>	<b>2234</b>	<b>2812</b>	<b>3872</b>	净利润	640	730	940	1180
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	-78	-18	-22
无形资产	245	237	229	221	其他	109	111	81	18
<b>非流动资产合计</b>	<b>2209</b>	<b>2286</b>	<b>2350</b>	<b>2406</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1125</b>	<b>886</b>	<b>1139</b>	<b>1319</b>
<b>资产总计</b>	<b>3612</b>	<b>4520</b>	<b>5162</b>	<b>6279</b>	资本开支	-769	-200	-200	-200
短期借款	340	316	0	0	其他	14	-17	-13	-5
应付票据及应付账款	634	636	735	836	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-755</b>	<b>-217</b>	<b>-213</b>	<b>-205</b>
其他流动负债	538	903	1044	1190	股权融资	8	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1512</b>	<b>1854</b>	<b>1778</b>	<b>2026</b>	债务融资	320	-79	-372	-58
其他	326	272	215	157	其他	-780	-203	-234	-266
<b>非流动负债合计</b>	<b>326</b>	<b>272</b>	<b>215</b>	<b>157</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-452</b>	<b>-282</b>	<b>-606</b>	<b>-324</b>
<b>负债合计</b>	<b>1838</b>	<b>2126</b>	<b>1994</b>	<b>2183</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-81</b>	<b>386</b>	<b>320</b>	<b>790</b>
股本	273	273	273	273					
资本公积金	389	389	389	389					
未分配利润	1073	1694	2463	3383					
少数股东权益	39	38	43	50					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1773</b>	<b>2394</b>	<b>3169</b>	<b>4095</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>3612</b>	<b>4520</b>	<b>5162</b>	<b>6279</b>					

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 0%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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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