

2025年08月26日

# 魔芋快速放量，渠道结构优化

## 盐津铺子(002847)

评级:	买入	股票代码:	002847
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	98.73/35.64
目标价格:		总市值(亿)	196.35
最新收盘价:	71.98	自由流通市值(亿)	177.03
		自由流通股数(百万)	245.80

### 事件概述

2025H1 公司实现营收 29.41 亿元，同比+19.58%；归母净利润 3.73 亿元，同比+16.70%；扣非归母净利润 3.34 亿元，同比+22.50%。

25Q2 公司实现营收 14.03 亿元，同比+13.54%；归母净利润 1.95 亿元，同比+21.75%。

### 分析判断

#### ► 大单品魔芋放量，渠道结构优化

上半年公司持续强化渠道渗透，进一步提升产品力，推动“渠道为王、产品领先、体系护航”的战略落地，魔芋大单品爆发式增长推动品类结构升级，经销及零食量贩等新渠道贡献超七成营收，渠道结构优化。

**产品端战略单品魔芋爆发**，辣卤零食中魔芋制品表现抢眼，上半年收入 7.91 亿元，同比增长 155.10%，占总营收比重提升至 26.90%，贡献近 4.8 亿元收入增量，成为第一大单品。“大魔王”品牌凭借全渠道布局与全球化拓展，巩固细分市场龙头地位。其他品类中蛋类零食保持高增，实现收入 3.09 亿元，同比+29.57%；深海零食、果干果冻稳健增长，分别同增 11.9%和 9.0%；传统烘焙薯类产品收入同比下降 18.42%，主要系资源向高毛利单品倾斜的结构性调整。

**渠道端新渠道发力**，经销及其他新渠道收入 23.03 亿元，同比+30.1%，占比 78.32%，其中零食量贩渠道贡献核心增量，公司不断深化与鸣鸣很忙、好想来等头部品牌的合作；直营 KA 占比降至 2.14%，但积极推进与山姆、盒马等会员店的深度合作；电商渠道收入 5.74 亿元，占比 19.54%，社区团购、即时零售等新兴场景快速渗透。

#### ► 成本端承压影响毛利率，费用控制持续优化

**成本端来看**，上半年公司毛利率同比下降 2.87pct 至 29.66%，主因核心原材料魔芋精粉采购均价同比涨幅超过 30%；Q2 毛利率 30.97%，环比+2.51pct，成本压力边际缓解。**费用端来看**，上半年销售费用率同比下降 2.7pct 至 10.57%，主要系渠道结构优化，渠道费用效率更高的量贩占比提升；管理费用率下降 0.96pct 至 3.55%，主要系股份支付费用下降。综合来看，虽然上半年公司收入增长以及费用管控持续优化，但受成本端拖累，净利率同比微降 0.46pct 至 12.57%，对应归母净利润同比提升 16.70%至 3.73 亿元。

#### ► 核心战略持续兑现，中长期发展趋势不变

上半年公司凭借魔芋单品爆发与渠道变革，实现规模与利润双增，成本波动是短期因素，费用管控能力成为盈利韧性核心支撑。我们长期看好公司在“大单品+全渠道”战略下发展成为休闲零食行业领军企业，持续积累竞争优势，提升长期竞争力。

### 投资建议

参考最新业绩报告，我们下调公司 25-27 年营业收入 65.94/79.68/94.31 亿元的预测至 63.54/76.88/90.72 亿元，下调 25-27 年 EPS 3.10/3.86/4.52 元的预测至 2.95/3.64/4.34 元；对应 2025 年 8 月 26 日 71.98 元/股收盘价，PE 分别为 24/20/17 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、食品安全。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,115	5,304	6,354	7,688	9,072
YoY (%)	42.2%	28.9%	19.8%	21.0%	18.0%
归母净利润(百万元)	506	640	804	993	1,185
YoY (%)	67.8%	26.5%	25.6%	23.6%	19.3%
毛利率 (%)	33.5%	30.7%	30.0%	30.7%	31.7%
每股收益(元)	1.88	2.36	2.95	3.64	4.34
ROE	35.0%	36.9%	31.5%	28.0%	25.1%
市盈率	38.29	30.50	24.43	19.77	16.57

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,304	6,354	7,688	9,072	净利润	640	812	1,003	1,197
YoY (%)	28.9%	19.8%	21.0%	18.0%	折旧和摊销	198	130	138	147
营业成本	3,676	4,448	5,328	6,196	营运资金变动	273	-173	-51	-146
营业税金及附加	40	51	62	73	经营活动现金流	1,134	809	1,130	1,245
销售费用	663	654	807	1,043	资本开支	-769	-308	-294	-228
管理费用	219	254	323	372	投资	13	0	0	0
财务费用	13	23	27	26	投资活动现金流	-755	-334	-291	-225
研发费用	80	127	154	181	股权募资	36	13	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	89	107	50	50
投资收益	-2	3	3	4	筹资活动现金流	-452	107	36	35
营业利润	719	901	1,114	1,330	现金净流量	-73	581	876	1,056
营业外收支	-7	1	1	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	712	902	1,115	1,330	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	72	90	111	133	营业收入增长率	28.9%	19.8%	21.0%	18.0%
净利润	640	812	1,003	1,197	净利润增长率	26.5%	25.6%	23.6%	19.3%
归属于母公司净利润	640	804	993	1,185	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	26.5%	25.6%	23.6%	19.3%	毛利率	30.7%	30.0%	30.7%	31.7%
每股收益	2.36	2.95	3.64	4.34	净利率	12.1%	12.6%	12.9%	13.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	17.7%	16.8%	16.2%	15.5%
货币资金	235	816	1,693	2,749	净资产收益率 ROE	36.9%	31.5%	28.0%	25.1%
预付款项	85	222	266	310	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	744	927	1,110	1,377	流动比率	0.93	1.29	1.64	2.02
其他流动资产	338	439	539	651	速动比率	0.34	0.64	0.99	1.32
流动资产合计	1,402	2,404	3,608	5,086	现金比率	0.16	0.44	0.77	1.09
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	50.9%	45.8%	41.2%	37.2%
固定资产	1,467	1,541	1,586	1,622	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	245	246	247	248	总资产周转率	1.64	1.51	1.41	1.32
非流动资产合计	2,209	2,385	2,511	2,557	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,612	4,789	6,120	7,642	每股收益	2.36	2.95	3.64	4.34
短期借款	340	390	440	490	每股净资产	6.36	9.35	12.99	17.33
应付账款及票据	634	544	651	757	每股经营现金流	4.16	2.97	4.14	4.56
其他流动负债	538	933	1,102	1,272	每股股利	1.60	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,512	1,867	2,194	2,520	<b>估值分析</b>				
长期借款	261	261	261	261	PE	30.50	24.43	19.77	16.57
其他长期负债	65	64	64	64	PB	9.84	9.68	6.97	5.22
非流动负债合计	326	325	325	325					
负债合计	1,838	2,192	2,519	2,845					
股本	273	273	273	273					
少数股东权益	39	47	57	69					
股东权益合计	1,773	2,597	3,601	4,798					
负债和股东权益合计	3,612	4,789	6,120	7,642					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。