

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盐津铺子(002847.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

魔芋高增兑现，主动调优渠道

2025 年 9 月 1 日

事件：公司发布 25 年中报，25H1 公司实现营收 29.4 亿，同比+19.6%，归母净利润 3.7 亿元，同比+16.7%。25Q2 实现营收 14.0 亿元，同比+13.5%，归母净利润 2.0 亿元，同比+21.8%。

点评：

- **聚焦核心品类，魔芋高增。**公司调整战略聚焦核心品类，25H1 核心品类魔芋制品营收同比+155%至 7.9 亿元，表明公司大单品战略初见成效。蛋类制品同比+29.6%至 3.1 亿元，我们预计主要为会员店及零食量贩渠道贡献。深海零食 25H1 公司新推出黑鸭味虎皮鱼豆腐贡献增量，同比增长 12%。果干、烘焙+薯片、其他辣卤零食由于主动调优渠道，表现相对平淡。
- **主动调优渠道结构，海外市场增长亮眼。**25H1 公司定量装聚焦“大魔王”素毛肚，终端网点覆盖率进一步提升，增速表现强劲；零食量贩渠道依托前端门店扩张、品类扩张，25H1 实现稳健增长；传统散装渠道由于渠道变革增长放缓，增长贡献预期持续减弱。25H1 公司电商渠道同比略微下滑，主要系公司主动对电商渠道进行了调整，优化了品类结构，往后电商渠道的经营质量有望提升。25H1 公司海外渠道实现营收 0.96 亿元，表现亮眼，公司自有品牌“Mowon”有望逐步打通东南亚等海外市场的主流渠道。
- **核心品类向上游延申，构建全产业链优势，内生盈利能力进一步提升。**25Q2 公司毛利率为 31.0%，同比-1.98pct，我们预计主要系渠道结构的影响，公司在鹌鹑蛋、马铃薯全粉、魔芋精粉等核心品类的原材料向上游多走一步，有望更好地平滑原材料价格对于毛利率的影响。25Q2 公司销售费用率/管理费用率分别为 9.8%/3.7%，同比-3.7pct/-1.1pct，销售费用率降低我们预计主要系渠道结构的优化以及股份支付的减少。对应 25Q2 扣非归母净利率为 12.7%，同比+1.75pct，表明公司聚焦大单品、调优渠道体现出更优的内生经营质量。
- **盈利预测与投资评级：**往后展望，公司有望依托魔芋的亮眼表现实现渠道公司向产品公司的转型，建议核心关注公司魔芋大单品的表现及潜在的核心大单品如鹌鹑蛋、鱼豆腐、果干等表现，盈利能力在供应链向上延申的优势及聚焦核心大单品的规模效应下有望向上。我们预计 25-26 收入/归母净利分别为 63.2/8.0 亿、73.7/9.6 亿，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：**魔芋、鹤鹑蛋等核心品类竞争加剧、渠道边际红利降低、食品安全问题。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,115	5,304	6,316	7,372	8,374
增长率 YoY %	42.2%	28.9%	19.1%	16.7%	13.6%
归属母公司净利润 (百万元)	506	640	802	958	1,127
增长率 YoY%	67.8%	26.5%	25.3%	19.5%	17.6%
毛利率%	33.5%	30.7%	29.8%	29.1%	28.9%
净资产收益率ROE%	35.0%	36.9%	37.0%	36.6%	35.9%
EPS(摊薄)(元)	1.85	2.35	2.94	3.51	4.13
市盈率 P/E(倍)	37.47	26.68	25.35	21.21	18.03
市净率 P/B(倍)	13.10	9.84	9.39	7.75	6.48

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价



资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,304	1,402	1,965	2,170	2,606
货币资金	310	235	600	651	974
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	211	262	294	339	379
预付账款	145	85	89	105	119
存货	594	744	887	974	1,028
其他	44	76	95	101	107
非流动资产	1,566	2,209	2,648	2,883	3,107
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产（合计）	1,135	1,467	1,741	1,953	2,142
无形资产	198	245	252	247	244
其他	232	497	655	683	722
资产总计	2,870	3,612	4,613	5,054	5,713
流动负债	1,376	1,512	1,930	1,879	2,016
短期借款	300	340	716	500	500
应付票据	32	16	49	57	65
应付账款	289	618	450	501	538
其他	756	538	715	821	912
非流动负债	32	326	476	506	506
长期借款	0	261	411	441	441
其他	32	65	65	65	65
负债合计	1,408	1,838	2,406	2,385	2,522
少数股东权益	15	39	43	47	53
归属母公司股东权益	1,447	1,735	2,165	2,621	3,138
负债和股东权益	2,870	3,612	4,613	5,054	5,713

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,115	5,304	6,316	7,372	8,374
同比（%）	42.2%	28.9%	19.1%	16.7%	13.6%
归属母公司净利润	506	640	802	958	1,127
同比（%）	67.8%	26.5%	25.3%	19.5%	17.6%
毛利率（%）	33.5%	30.7%	29.8%	29.1%	28.9%
ROE%	35.0%	36.9%	37.0%	36.6%	35.9%
EPS(摊薄)(元)	1.85	2.35	2.94	3.51	4.13
P/E	37.47	26.68	25.35	21.21	18.03
P/B	13.10	9.84	9.39	7.75	6.48
EV/EBITDA	18.74	21.23	22.14	18.29	15.64

利润表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,115	5,304	6,316	7,372	8,374
营业成本	2,735	3,676	4,434	5,227	5,953
营业税金及附加	33	40	54	55	59
销售费用	516	663	682	774	837
管理费用	183	219	234	251	276
研发费用	80	80	76	88	100
财务费用	16	13	16	17	10
减值损失合计	-1	0	0	0	0
投资净收益	2	-2	0	0	0
其他	29	108	145	170	193
营业利润	584	719	965	1,130	1,330
营业外收支	-10	-7	-6	3	3
利润总额	574	712	959	1,133	1,333
所得税	61	72	153	170	200
净利润	513	640	806	963	1,133
少数股东损益	8	1	4	5	6
归属母公司净利润	506	640	802	958	1,127
EBITDA	739	824	944	1,130	1,301
EPS (当年)(元)	1.85	2.35	2.94	3.51	4.13

现金流量表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	664	1,134	782	1,147	1,324
净利润	513	640	806	963	1,133
折旧摊销	170	198	108	153	153
财务费用	19	16	18	21	18
投资损失	-2	2	0	0	0
营运资金变动	-70	273	-156	12	23
其它	33	4	6	-3	-3
投资活动现金流	-296	-755	-474	-303	-285
资本支出	-345	-769	-466	-295	-277
长期投资	0	13	0	0	0
其他	48	2	-8	-8	-8
筹资活动现金流	-255	-452	57	-792	-716
吸收投资	186	36	0	0	0
借款	-93	89	526	-186	0
支付利息或股息	-220	-477	-499	-606	-716
现金流净增加额	113	-73	365	51	322



研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态(深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等)，深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒(深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒)、饮料行业（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、百润股份、欢乐家）、现制饮品板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。