

公司研究

单品势能不减，盈利能力提升

——盐津铺子（002847.SZ）2025 年中报点评

要点

事件：盐津铺子发布 2025 年半年报，公司 25H1 实现营业收入 29.41 亿元，同比增长 19.58%；归母净利润 3.73 亿元，同比增长 16.70%；扣非归母净利润 3.34 亿元，同比增长 22.50%。其中 25Q2 单季度实现营业收入 14.03 亿元，同比增长 13.54%；归母净利润 1.95 亿元，同比增长 21.75%；扣非归母净利润 1.78 亿元，同比增长 31.78%。

魔芋保持高速增长态势，电商主动调整经营策略。分产品看，辣卤零食/深海零食/烘焙薯类/果干果冻/蛋类零食 25H1 分别实现收入 13.20/3.63/4.59/4.28/3.09 亿元，同比+47.05%/+11.93%/-18.42%/+9.01%/+29.57%。辣卤零食中的魔芋制品 25H1 实现收入 7.91 亿元，同比+155.10%。“大魔王”品类品牌势能不减，单品月销表现持续爬坡。公司在麻酱口味基础上，继续推出“火爆魔芋”等创新口味，持续带来新增量。**分渠道看，**25H1 直营商超/经销和其他/电商渠道收入分别为 0.63/23.03/5.74 亿元，同比-42.00%/+30.09%/-0.97%。其中定量流通渠道在魔芋大单品的带动下实现收入高速增长，渠道议价能力/终端网点数量亦有所提升。公司主动调整电商渠道经营策略，对部分低毛利率产品及贴牌产品进行淘汰，聚焦核心品相发展，提高经营质量，目前电商渠道月销表现已基本处于底部，未来有望在大单品的带动下调整向好。

成本上涨拉低毛利率，经营质量提升改善盈利水平。毛利方面，25H1/25Q2 公司毛利率分别为 29.66%/30.97%，25Q2 同比/环比分别-1.98/+2.51pcts。毛利率的同比下降主要系魔芋精粉/鱼糜等原材料价格上涨，以及渠道结构调整，电商等高毛利率的渠道收入占比有所下降所致。**费用端，**25H1/25Q2 销售费用率分别为 10.57%/9.84%，25Q2 同比/环比分别-3.70/-1.40cts。主要系电商渠道调整缩减带来的线上投流推广费用的减少。25H1/25Q2 管理费用率分别为 3.55%/3.67%，25Q2 同比/环比分别-1.12/+0.23pcts。**综合来看，**25H1/25Q2 归母净利润率分别为 12.67%/13.86%，25Q2 同比/环比分别+0.93/+2.27pcts。经前期对低毛利率的产品/渠道的缩减调整，以及“大魔王”放量下规模效应的增强，公司盈利能力有望持续提升。

盈利预测、估值与评级：考虑到魔芋精粉处于价格高位，后续成本走势有待观察，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测为 8.09/9.94/11.90 亿元（较前次下调 5.4%/3.0%/2.8%）；对应 2025-2027 年 EPS 为 2.96/3.65/4.36 元，当前股价对应 P/E 分别为 25/20/17 倍，公司产品策略明晰，多渠道拓展顺利，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本波动风险；核心产品增长不达预期；渠道拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,115	5,304	6,322	7,644	9,063
营业收入增长率	42.22%	28.89%	19.20%	20.91%	18.56%
归母净利润（百万元）	506	640	809	994	1,190
归母净利润增长率	67.76%	26.53%	26.38%	22.95%	19.71%
EPS（元）	2.58	2.35	2.96	3.65	4.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.95%	36.89%	38.38%	38.99%	38.87%
P/E	28	31	25	20	17
P/B	9.9	11.5	9.5	7.8	6.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-04；注：2023 年股本为 1.96 亿股，2024-2027 年股本为 2.73 亿股

买入（维持）

当前价：73.38 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

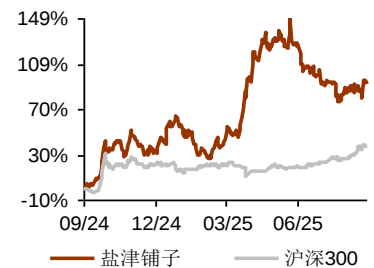
021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.73
总市值(亿元):	200.17
一年最低/最高(元):	38.44/98.73
近 3 月换手率:	77.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.10	-36.78	52.82
绝对	7.14	-23.95	87.04

资料来源：Wind

相关研报

大单品势能提升，新渠道持续拓展——盐津铺子（002847.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-05-06）

方向明确，稳扎稳打——盐津铺子（002847.SZ）跟踪点评（2025-03-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,115	5,304	6,322	7,644	9,063
营业成本	2,735	3,676	4,459	5,379	6,363
折旧和摊销	152	183	191	213	235
税金及附加	33	40	48	57	68
销售费用	516	663	698	833	976
管理费用	183	219	229	277	328
研发费用	80	80	95	115	136
财务费用	16	13	20	30	38
投资收益	2	-2	0	0	0
营业利润	584	719	905	1,111	1,329
利润总额	574	712	899	1,105	1,323
所得税	61	72	90	110	132
净利润	513	640	809	994	1,190
少数股东损益	8	1	0	0	0
归属母公司净利润	506	640	809	994	1,190
EPS(元)	2.58	2.35	2.96	3.65	4.36

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	664	1,134	706	801	920
净利润	506	640	809	994	1,190
折旧摊销	152	183	191	213	235
净营运资金增加	3	-80	354	489	600
其他	3	392	-648	-896	-1,105
投资活动产生现金流	-296	-755	-480	-360	-360
净资本支出	-345	-769	-450	-350	-350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	48	14	-30	-10	-10
融资活动现金流	-255	-452	-208	-389	-503
股本变化	67	77	0	0	0
债务净变化	-93	94	236	177	196
无息负债变化	194	336	-90	8	48
净现金流	113	-73	18	53	57

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.5%	30.7%	29.5%	29.6%	29.8%
EBITDA 率	19.1%	17.7%	17.9%	18.0%	18.1%
EBIT 率	15.3%	14.2%	14.9%	15.2%	15.5%
税前净利润率	13.9%	13.4%	14.2%	14.5%	14.6%
归母净利润率	12.3%	12.1%	12.8%	13.0%	13.1%
ROA	17.9%	17.7%	19.6%	20.9%	21.6%
ROE (摊薄)	35.0%	36.9%	38.4%	39.0%	38.9%
经营性 ROIC	30.6%	28.5%	28.2%	28.9%	29.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	49%	51%	48%	46%	44%
流动比率	0.95	0.93	0.99	1.16	1.34
速动比率	0.52	0.44	0.45	0.57	0.72
归母权益/有息债务	2.74	2.79	2.46	2.47	2.49
有形资产/有息债务	4.96	5.28	4.38	4.20	4.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,870	3,612	4,130	4,758	5,514
货币资金	310	235	253	306	363
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	211	262	313	412	652
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	17	15	18	22	26
存货	594	744	903	1,089	1,288
其他流动资产	27	61	61	87	116
流动资产合计	1,304	1,402	1,650	2,131	2,762
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,135	1,467	1,552	1,609	1,634
在建工程	33	242	377	417	471
无形资产	198	245	288	330	372
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	120	115	111	111	111
非流动资产合计	1,566	2,209	2,480	2,627	2,752
总负债	1,408	1,838	1,984	2,169	2,412
短期借款	300	340	597	774	969
应付账款	289	618	490	430	445
应付票据	32	16	20	24	28
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	12	10	9	7
流动负债合计	1,376	1,512	1,663	1,832	2,058
长期借款	0	261	261	261	261
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	28	40	56	72
非流动负债合计	32	326	321	337	354
股东权益	1,462	1,773	2,146	2,589	3,102
股本	196	273	273	273	273
公积金	556	526	526	526	526
未分配利润	919	1,063	1,436	1,879	2,391
归属母公司权益	1,447	1,735	2,107	2,550	3,063
少数股东权益	15	39	39	39	39

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	12.53%	12.50%	11.05%	10.90%	10.77%
管理费用率	4.44%	4.13%	3.62%	3.62%	3.62%
财务费用率	0.40%	0.24%	0.32%	0.39%	0.42%
研发费用率	1.94%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	11%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.50	1.60	2.02	2.48	2.97
每股经营现金流	3.39	4.16	2.59	2.94	3.37
每股净资产	7.38	6.36	7.72	9.35	11.23
每股销售收入	20.99	19.44	23.18	28.02	33.23

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	28	31	25	20	17
PB	9.9	11.5	9.5	7.8	6.5
EV/EBITDA	18.9	22.2	18.5	15.3	13.0
股息率	2.0%	2.2%	2.8%	3.4%	4.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP