

大单品验证产品力，全渠道夯实增长极

——盐津铺子（002847.SZ）首次覆盖报告

食品饮料

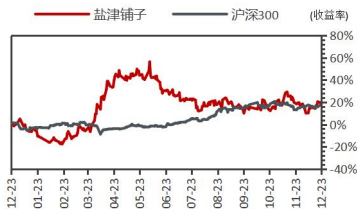
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：	2025 年 12 月 23 日
收盘价（元）	71.30
一年内最高/最低（元）	97.71/49.04
市净率	9.1
股息率（分红/股价）	1.96
流通 A 股市值（百万元）	17,520
上证指数/深证成指	3,920/13,369
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	7.8
资产负债率%	46.67
总股本/流通 A 股（百万）	273/246
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- **投资评级与估值：**公司作为休闲零食头部品牌，凭借大单品打造能力与全渠道布局，在行业渠道变革中实现快速增长。预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 63.9/74.8/84.5 亿元，同比增长 20.5%/17.0%/13.1%，归母净利润分别为 7.8/9.8/11.6 亿元，同比增长 22.2%/25.3%/18.0%，对应 PE 分别为 24.9X/19.9X/16.8X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **行业与公司分析：**1) 公司：公司主营休闲零食研发、生产与销售，产品涵盖辣卤零食、烘焙薯类、深海零食、蛋类零食、果冻布丁、果干坚果等品类，25H1 辣卤零食营收占比 44.9% 为第一大品类，休闲魔芋制品占比 26.9%、同比增长 155.1%成为核心增长引擎。公司为休闲零食头部品牌，2016-2024 年营收复合增速 29.2%。2) 行业：休闲零食行业竞争格局分散，受益于零食健康化趋势与新兴渠道崛起，健康零食、辣味零食等细分品类增长较快。公司凭借多次成功的渠道切换与大单品打造能力，在魔芋零食细分赛道已成长为头部公司，品类优势明显。
- **关键假设点：**经销和其他渠道，公司多业态布局持续拓展，大单品放量带动渠道动销，预计 2025/2026/2027 年营业收入分别为 49.5/59.3/68.2 亿元，同比增长 25.0%/20.0%/15.0%，毛利率分别为 28.5%/28.0%/27.8%。电商渠道，2025 年公司主动调整低毛利产品结构，短期增速放缓，预计 2025/2026/2027 年电商渠道营业收入分别为 12.8/13.6/14.3 亿元，同比增长 10.0%/7%/5.0%，毛利率分别为 30.0%/29.0%/29.0%。直营渠道，公司提出“重回商超”战略，从传统供应商向商超的“增长伙伴”转型，预计 2025/2026/2027 年直营渠道营业收入分别为 1.7/1.8/2.0 亿元，同比变动 -10.0%/+5.0%/+10.0%，毛利率分别为 43.0%/45.0%/47.0%。
- **有别于市场的认识：**市场担忧公司渠道增长空间有限、渠道结构变化拖累盈利能力、大单品增速难以持续，但我们认为：1) **渠道增长仍有空间，经销及其他新渠道占比持续提升。**渠道布局上，经销及其他新渠道内部涵盖量贩、定量流通、会员店等多种业态，零食量贩布局持续深入，定量流通事业部覆盖三四线城市校园店、社区店、便利店，正在接棒成为新增量引擎，经销及其他新渠道营收占比从 2020 年 59.4%升至 2024 年 74.6%，25H1 进一步提升至 78.3%，收入同比增长 30.1%，成为公司核心渠道收入来源，加上 25H1 电商渠道占比达 19.5%，公司已构建多元化的渠道矩阵，单一业态波动不会构成系统性风险。回溯公司渠道演进历程，从商超直营到全渠道转型，从率先布局量贩到进入会员店，公司多次在渠道变革窗口期先于同业完成战略调整，体现出公司对渠道的前瞻性判断。2025 年 12 月经销商大会上，公司进一步提出“重回商超”战略，强调从传统供应商向商超“增长伙伴”角色转型，在新兴渠道竞争白热化背景下寻求渠道价值再平衡。公司渠道布局持续优化，下城市场拓展空间广阔，渠道增长动能仍然充足。2) **垂直整合的成本优势有效对冲渠道结构变化带来的毛利率压力。**经销及其他新渠道产品毛利率普遍低于传统渠道约 10pct，在该渠道占比快速提升的背景下，公司 25H1 年毛利率 30.7%，仅小幅下滑。毛利率韧性主要来源于供应链的垂直整合优势：公司自产率高达 95%，湖南浏阳、江西修水、河南漯河、广西凭祥四大生产基地形成产能矩阵；核心原料魔芋精粉通过云南及印尼基地实现自产化，鹌鹑蛋上游自建养殖场；直采模式有效降低平均成本。从经营效率看，量贩渠道由加盟商承担终端运营，公司无需投入大量销售人员和终端维护费用，销售费用率保持低位，而且量贩渠道动销快、补货频次高，库存周转效率优于传统渠道，盈利能力与周转效率的综合回报保持稳健。3) **魔芋品类兼具健康属性与扩张潜力，已形成多 SKU 的品类矩阵。**“大魔王”魔芋 25H1 营收达 7.9 亿元，同比增长 155.1%。魔芋作为低卡、高纤维、饱腹感强的健康食材，契合控糖、减脂、健康饮食的

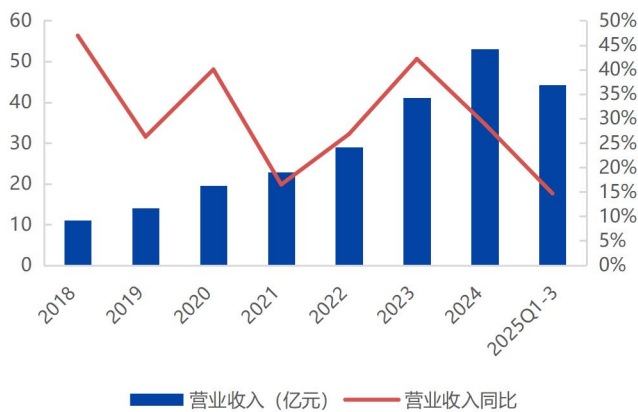
长期消费升级趋势，品类心智尚处于早期渗透阶段，品类仍处于快速成长期，市场空间有较大提升潜力。从产品矩阵看，公司已从"大魔王"魔芋素毛肚延伸至麻酱素毛肚、魔芋丝、魔芋结、魔芋面等 SKU，其中麻酱素毛肚 2025 年 3 月单月销售破亿，单一爆品正在演变为魔芋品类矩阵。

- **股价的催化剂：1) 魔芋精粉价格拐点有望释放利润弹性。**魔芋精粉价格 2024 年以来处于高位，公司通过提前采购囤货全年用量对冲成本波动。展望 2026 年，随着加速种植带动供给增加，魔芋精粉供需格局有望改善，价格下行将直接增厚魔芋品类毛利。考虑到魔芋品类仍处于高速增长期，若原料成本下降与销量增长同步实现，利润弹性可期。**2) 海外市场进入从 0 到 1 的放量阶段。**公司 2024 年海外收入约 6000 万，2025 年有望实现较快增长。公司重点布局东南亚及北美市场，东南亚与国内文化饮食习惯相近、产品接受度较高，北美华人消费群体构成稳定客群基础。海外渠道尚处于铺货早期，基数低、弹性大，辣卤零食、魔芋制品等品类在海外市场的接受度正在被验证，若海外收入持续放量，将证明产品具备跨区域复制能力。**3) 新大单品持续孵化，产品矩阵有望进一步丰富。**公司在研产品矩阵清晰，薯片品类差异化切入，果冻品类已有增量贡献，同时与六必居、三丽鸥、三养等品牌的 IP 联名持续推进，多品类并行研发降低单一爆品依赖风险。从"蛋皇"鹌鹑蛋到"大魔王"魔芋，公司已形成"品类洞察、产品研发、渠道测试、规模放量"的标准化爆品孵化流程，新品从上市到放量的验证周期正在缩短，产品矩阵有望进一步丰富。
- **风险提示：**1) 原材料成本大幅波动；2) 行业竞争加剧；3) 新品推广不及预期；4) 海外市场拓展不及预期；5) 食品安全风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,115	5,304	6,390	7,477	8,453
同比增长率（%）	42.2%	28.9%	20.5%	17.0%	13.1%
归母净利润（百万元）	506	640	782	979	1,156
同比增长（%）	67.8%	26.5%	22.2%	25.3%	18.0%
每股收益（元/股）	1.85	2.35	2.87	3.59	4.24
毛利率（%）	33.5%	30.7%	28.5%	28.0%	27.8%
ROE（%）	35.0%	36.9%	31.1%	28.0%	24.8%
市盈率	27.6	30.4	24.9	19.9	16.8

图表 1：公司营业收入及同比



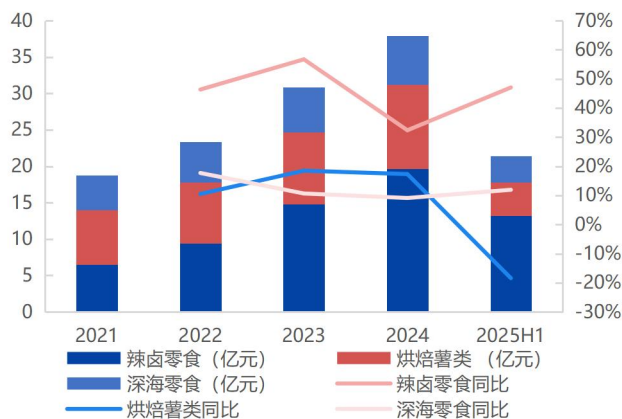
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



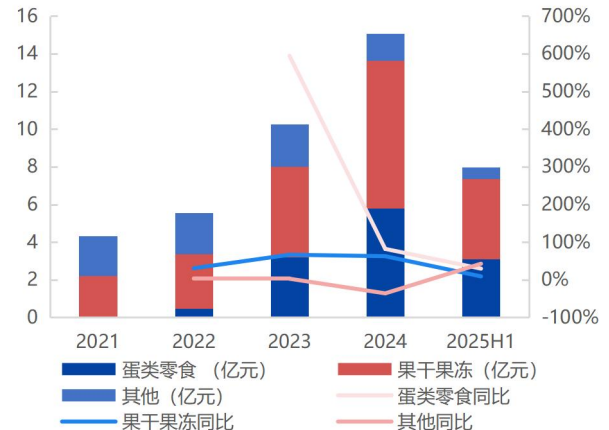
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：辣卤零食/烘焙薯类/深海零食收入及同比



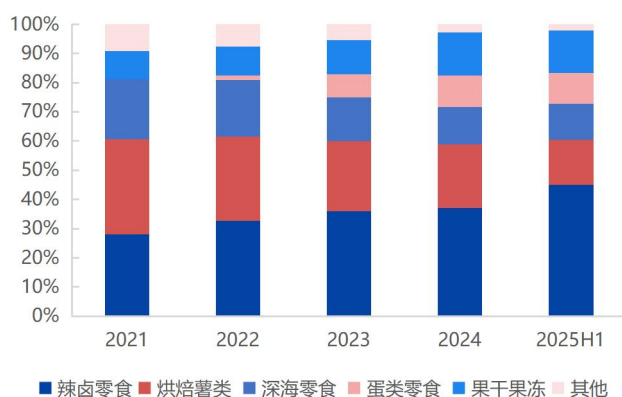
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：蛋类零食/果干果冻/其他收入及同比



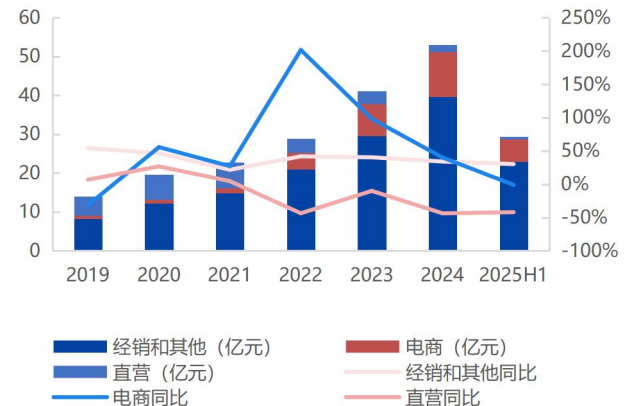
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：分产品收入结构



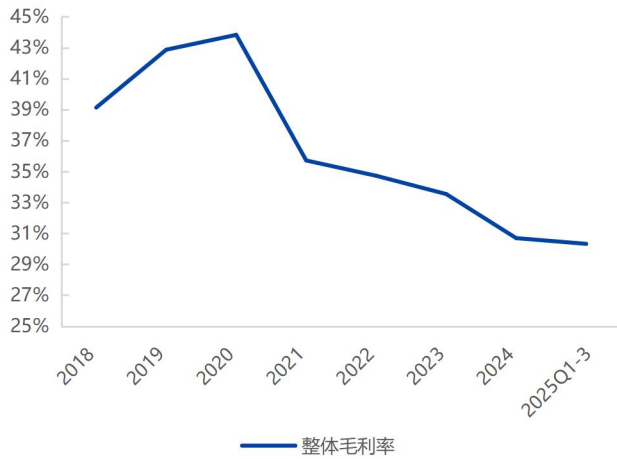
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 6：经销和其他/电商/直营收入及同比



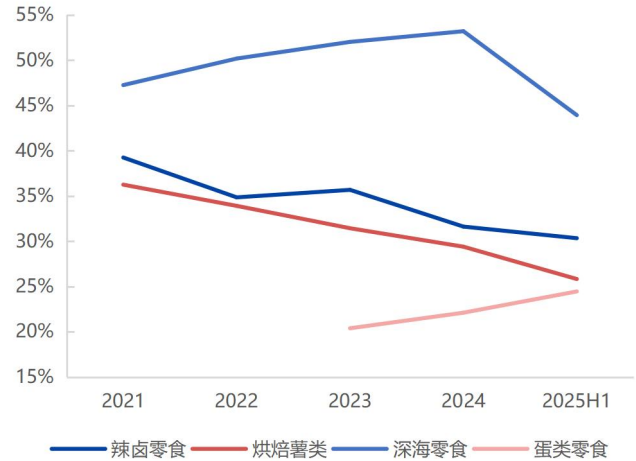
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 7：公司整体毛利率



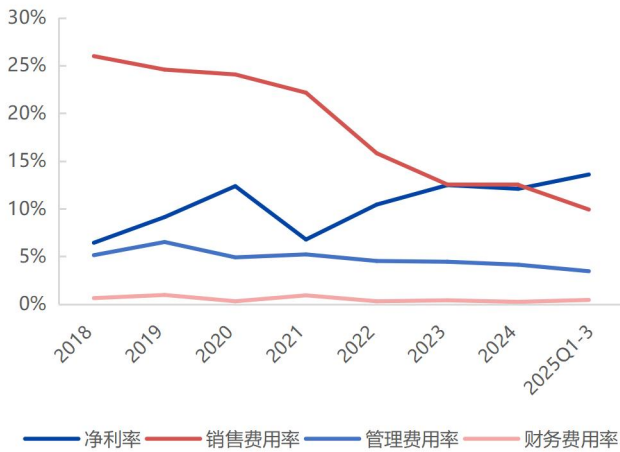
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：辣卤零食/烘焙薯类/深海零食/蛋类零食毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 9：公司净利率及销售/管理/财务费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	310	235	495	1,200	2,227	净利润	513	640	782	980	1,156
应收款项	211	262	240	344	303	折旧摊销	163	183	193	241	268
存货	594	744	917	1,023	1,157	营运资本变动	549	269	225	511	240
流动资产	1,304	1,402	1,816	2,772	3,935	经营活动现金流	664	1,134	934	1,261	1,405
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	347	783	700	550	400
固定资产	1,135	1,467	2,072	2,450	2,632	投资变动	0	13	-2	-2	-2
在建工程	33	242	161	108	72	投资活动现金流	-296	-755	-720	-572	-421
无形资产	198	245	229	213	199	银行借款	300	601	661	681	711
非流动资产	1,566	2,209	2,709	3,013	3,142	筹资活动现金流	-255	-452	48	16	43
资产合计	2,870	3,612	4,525	5,785	7,077	现金净增加额	113	-73	260	704	1,028
短期借款	300	340	400	420	450	期初现金	203	310	235	495	1,200
应付款项	320	634	710	897	938	期末现金	310	235	495	1,200	2,227
流动负债	320	634	710	897	938						
长期借款	0	261	261	261	261						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	32	326	326	326	326						
负债合计	1,408	1,838	1,969	2,249	2,384						
股本	196	273	273	273	273						
资本公积	458	389	389	389	389						
留存收益	1,017	1,200	1,982	2,961	4,116						
归母股东权益	1,447	1,735	2,517	3,496	4,652						
少数股东权益	15	39	39	40	41						
负债和权益总计	2,870	3,612	4,525	5,785	7,077						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,115	5,304	6,390	7,477	8,453	成长能力指标					
营业成本	2,735	3,676	4,569	5,383	6,103	营业收入增速	42.2%	28.9%	20.5%	17.0%	13.1%
税金及附加	33	40	46	52	59	营业利润增速	71.1%	23.2%	22.1%	25.3%	17.7%
销售费用	516	663	639	673	719	归母净利润增速	67.8%	26.5%	22.2%	25.3%	18.0%
管理费用	183	219	230	247	262	盈利能力指标					
研发费用	80	80	83	101	118	毛利率	33.5%	30.7%	28.5%	28.0%	27.8%
财务费用	16	13	14	6	-12	净利率	12.5%	12.1%	12.2%	13.1%	13.7%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	ROE	35.1%	36.1%	30.6%	27.7%	24.6%
公允价值变动	0	-2	-2	-2	-2	ROIC	25.6%	26.3%	23.9%	22.9%	21.2%
投资净收益	2	-2	0	0	0	偿债能力					
营业利润	584	719	877	1,100	1,294	资产负债率	49.1%	50.9%	43.5%	38.9%	33.7%
营业外收支	-10	-7	-8	-8	-8	净负债比率	0.96	1.04	0.77	0.64	0.51
利润总额	574	712	869	1,091	1,286	流动比率	0.95	0.93	1.11	1.44	1.91
所得税	61	72	87	111	130	速动比率	0.39	0.34	0.46	0.81	1.24
净利润	513	640	782	980	1,156	营运能力					
少数股东损益	8	1	1	1	1	总资产周转率	1.43	1.47	1.41	1.29	1.19
归母净利润	506	640	782	979	1,156	应收账款周转率	19.55	20.22	26.66	21.71	27.90
EBITDA	757	909	1,089	1,370	1,610	存货周转率	6.92	7.13	6.97	7.31	7.31

每股指标						估值比率					
每股收益	2.58	2.35	2.87	3.59	4.24	市盈率	27.64	30.40	24.88	19.86	16.83
每股经营性现金流	3.39	4.16	3.42	4.62	5.15	市销率	3.40	3.67	3.04	2.60	2.30
每股净资产	7.46	6.50	9.37	12.96	17.20	市净率	9.56	10.97	7.61	5.50	4.15
						EV/EBIT	25.40	28.97	23.34	18.15	14.61
						EV/EBITDA	19.93	23.15	19.21	14.96	12.18

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

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 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

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
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	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
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测后续可随时间更改。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，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。