



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年04月09日

基础数据

04月07日收盘价(元)	59.12
总市值(亿元)	161.23
总股本(亿股)	2.73

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】盐津铺子: 渠道势能延

续, 单品逻辑释放-2025.04.23

【兴证食品饮料】盐津铺子 24H1 中报点评:

淡季收入韧性增长, 中期分红加强股东

回报-2024.08.09

【兴证食品饮料】盐津铺子 24Q1 季报点评:

旺季开门红, 供应链效率持续提升-

2024.04.24

分析师: 沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 林佳雯

S0190522070009

linjiawen95@xyzq.com.cn

盐津铺子(002847.SZ)

魔芋全年高增, 电商调整影响持续

投资要点:

事件: 公司公告 2025 年年报, 2025 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 57.62/7.48/7.15 亿元, 同比+8.64%/+16.95%/+25.86%。25Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.35/1.44/1.61 亿元, 同比-7.49%/-2.12%/+12.08%, 收入低于预期, 利润表现略好于预期。

全年魔芋高增势能稳定, Q4 线上拖累较大。2025 年收入同比+8.64%, 线下渠道/线上渠道收入同比+16.79%/-20.50%, 线下收入增长主要系零食量贩、定量流通渠道增长拉动所致, 预计 BC 散称收入同比下滑, 魔芋零食收入同比+107.23%至 17.37 亿元, 增长延续高势能, 经销商数量在魔芋发展带动下同比净增 780 家至 4367 家, 后续网点扩张具备持续性, 此外山姆等高势能会员渠道与海外预计也有一定拉动, 海外收入同比+172.47%。25Q4 收入同比-7.49%, 低于预期, 预计主要系线上策略调整, 公司主动削减 SKU 的影响持续, 此外线下预计在春节错期的影响下, 增幅有限, 收现同比+13.49%, 表现好于收入, 预收款环比+27.43%, 结合两个数据指标我们判断 26Q1 线下收入表现不差。

毛利率改善叠加股份支付冲回、费用投入收窄, 盈利能力改善。2025 年归母净利率 12.99%, 同比+0.92pct, 扣非归母净利率 12.41%, 同比+1.70pct, 拆分如下: 1) 2025 年毛利率为 30.80%, 同比+0.11pct; 2) 2025 年总费率 15.55%, 同比-2.82pct, 销售/管理/研发/财务费率 10.50%/3.31%/1.31%/0.42%, 同比-2.00pct/-0.82pct/-0.19pct/+0.18pct, 销售、管理费率的下降与股份支付冲回有关, 相应股份支付合计-1969.24 万元; 3) 归母净利润与扣非归母净利润之间的差值主要来自政府补助及捐款等营业外支出的差异。25Q4 归母净利率 10.77%, 同比+0.59 pct, 扣非归母净利率 12.07%, 同比+2.11pct, 盈利能力改善与毛利率的改善、费用的收缩有关, 25Q4 总费率 17.53%, 同比-0.26pct, 销售/管理/研发/财务费率 12.48%/2.85%/1.84%/0.37%, 同比+0.94pct/-1.63pct/+0.31pct/+0.12pct, 销售费率提升与部分线下推广前置有关。

盈利预测及投资建议: 我们根据最新财报, 调整了盈利预测, 预计 2026-2028 年公司收入为 66.28/76.40/87.90 亿元, 同比增长 15.0%/15.3%/15.1%, 归母净利润为 8.75/10.90/12.96 亿元, 同比增长 17.0%/24.6%/18.9%, 对应 2026 年 4 月 7 日收盘价, 2026-2028 年 PE 估值为 18.4/14.8/12.4x, 维持“买入”评级。

风险提示: 量级单品生命周期较短; 下游零食专营系统进入存量竞争及价格战阶段; 原料价格大幅上涨; 食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5762	6628	7640	8790
同比增长	8.6%	15.0%	15.3%	15.1%
归母净利润(百万元)	748	875	1090	1296
同比增长	16.9%	17.0%	24.6%	18.9%
毛利率	30.8%	31.0%	31.6%	32.0%
ROE	35.1%	35.4%	36.9%	37.1%
每股收益(元)	2.78	3.21	4.00	4.75
市盈率	21.3	18.4	14.8	12.4

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2025 年年报，2025 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 57.62/7.48/7.15 亿元，同比+8.64%/+16.95%/+25.86%。25Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.35/1.44/1.61 亿元，同比-7.49%/-2.12%/+12.08%，收入低于预期，利润表现略好于预期。

点评

全年魔芋高增势能稳定，Q4 线上拖累较大。2025 年收入同比+8.64%，线下渠道/线上渠道收入同比+16.79%/-20.50%，线下收入同比增长 17%，主要系零食量贩、定量流通渠道增长拉动所致，预计 BC 散称收入同比下滑，魔芋零食收入同比+107.23%至 17.37 亿元，增长延续高势能，经销商数量在魔芋发展带动下同比净增 780 家至 4367 家，后续网点扩张具备持续性，此外山姆等高势能会员渠道与海外预计也有一定拉动，海外收入同比+172.47%，蛋制品收入同比+8.35%，预计与溏心鹌鹑蛋新品切入山姆贡献有关，海味零食、休闲豆制品收入同比+12.53%、-0.39%。25Q4 收入同比-7.49%，低于预期，预计主要系线上策略调整，公司主动削减 SKU 的影响持续，此外线下预计在春节错期的影响下，增幅有限，收现同比+13.49%，表现好于收入，预收款环比+27.43%，结合两个数据指标我们判断 26Q1 线下收入表现不差。

魔芋规模效应释放，线上调整对毛利的改善影响持续。2025 年毛利率为 30.80%，同比+0.11pct，其中魔芋零食/海味零食/健康蛋制品/休闲豆制品/果干果冻/烘焙薯类毛利率分别为 34.48%/45.64%/27.73%/30.25%/20.93%/27.42%，同比分别+1.21pct/-7.54pct/+5.63pct/-6.25pct/+0.30pct/-1.96pct，其中魔芋毛利率的同比提升与产品结果的优化（大魔王占比进一步提升）与规模效应的释放有关，蛋制品毛利率的改善主要系山姆产品的切入，海味零食毛利率同比下降幅度较大，预计与量贩等渠道占比提升有关，线下/线上毛利率分别为 30.15%/34.21%，同比分别+0.18pct/+0.94pct，线上毛利率的改善与公司主动调整长尾 SKU 有关。25Q4 毛利率为 32.37%，同比+4.75pct，线上调整贡献持续。

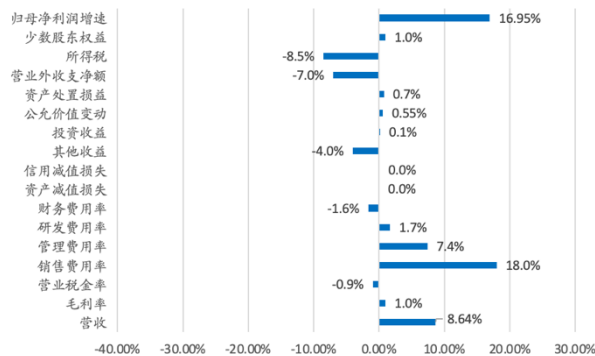
毛利率改善叠加股份支付冲回、费用投入收窄，盈利能力改善。2025 年归母净利率 12.99%，同比+0.92pct，扣非归母净利率 12.41%，同比+1.70pct，拆分如下：1) 2025 年毛利率为 30.80%，同比+0.11pct；2) 2025 年总费率 15.55%，同比-2.82pct，销售/管理/研发/财务费率 10.50%/ 3.31%/1.31%/0.42%，同比-

2.00pct/-0.82pct/-0.19pct/+0.18pct，销售、管理费率的下降与股份支付冲回有关，相应股份支付合计-1969.24 万元；3）归母净利润与扣非归母净利润之间的差值主要来自政府补助及捐款等营业外支出的差异。25Q4 归母净利率 10.77%，同比+0.59 pct，扣非归母净利率 12.07%，同比+2.11pct，盈利能力改善与毛利率的改善、费用的收缩有关，25Q4 总费率 17.53%，同比-0.26pct，销售/管理/研发 / 财务 费率 12.48%/2.85%/1.84%/0.37%，同比 +0.94pct/-1.63pct/+0.31pct/+0.12pct，销售费率提升与部分线下推广前置有关。

盈利预测及投资建议：2026 年公司预计仍会在产品+渠道+体系三轮驱动下收入维持双位数以上增长：1）产品端，预计魔芋全年放量势能延续较为确定，鹌鹑蛋借助山姆渠道预计仍维持较优趋势，此外深海、豆干等产品亦存在放量潜力，如山姆上架的“纯鳕”；2）渠道端，预计流通定量装精选 SKU 发力，网点扩张持续，零食量贩收入维持较快增长，电商调整影响有望告一段落。此外，品类品牌的建设及供应链整合效率提升，叠加魔芋大单品规模效应的持续释放，全年盈利能力有望持续提升，叠加新一期股权激励与高管、核心骨干的绑定，业绩兑现能力有望持续加强。我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计 2026-2028 年公司收入为 66.28/76.40/87.90 亿元，同比增长 15.0%/15.3%/15.1%，归母净利润为 8.75/10.90/12.96 亿元，同比增长 17.0%/24.6%/18.9%，对应 2026 年 4 月 7 日收盘价，2026-2028 年 PE 估值为 18.4/14.8/12.4x，维持“买入”评级。

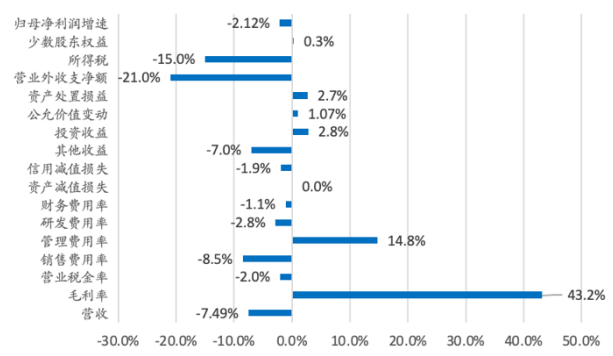
风险提示：量级单品生命周期较短；下游零食专营系统进入存量竞争及价格战阶段；原料价格大幅上涨；食品安全风险。

图1、2025 年 1-12 月归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2025Q4 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1416	1942	2679	3154
货币资金	167	971	1091	2018
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	227	270	261	276
预付款项	131	72	160	139
存货	734	536	1060	601
其他	156	92	108	119
非流动资产	2666	2524	2612	2617
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1784	1849	1795	1738
在建工程	412	206	309	340
无形资产	264	270	305	333
商誉	0	0	0	0
其他	205	199	203	206
资产总计	4082	4466	5291	5771
流动负债	1645	1722	2097	2059
短期借款	369	350	370	381
应付票据及应付账款	476	515	936	558
其他	800	857	791	1119
非流动负债	277	238	199	172
长期借款	223	178	143	114
其他	54	60	57	58
负债合计	1921	1960	2297	2231
股本	273	273	273	273
未分配利润	1433	1775	2257	2796
少数股东权益	28	32	39	46
股东权益合计	2161	2506	2994	3540
负债及权益合计	4082	4466	5291	5771

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	748	875	1090	1296
折旧和摊销	218	237	248	272
营运资金的变动	-182	532	-254	345
经营活动产生现金流量	909	828	53	682
资本支出	-888	107	-119	-44
长期投资	3	0	0	0
投资活动产生现金流量	-884	906	1683	2058
债权融资	330	-215	-27	42
股权融资	11	0	0	0
融资活动产生现金流量	-92	-769	-651	-728
现金净变动	-69	804	120	928

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5762	6628	7640	8790
营业成本	3988	4575	5224	5979
税金及附加	49	53	63	72
销售费用	605	736	833	949
管理费用	191	233	238	256
研发费用	76	74	93	89
财务费用	24	17	13	10
投资收益	-2	-1	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-8	-5	-6
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	927	1019	1270	1523
营业外收支	-52	-23	-27	-34
利润总额	875	996	1242	1489
所得税	132	119	153	195
净利润	743	878	1089	1293
少数股东损益	-6	2	-2	-3
归属母公司净利润	748	875	1090	1296
EPS (元)	2.78	3.21	4.00	4.75

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	8.6%	15.0%	15.3%	15.1%
营业利润增长率	29.0%	9.9%	24.6%	20.0%
归母净利润增长率	16.9%	17.0%	24.6%	18.9%
盈利能力				
毛利率	30.8%	31.0%	31.6%	32.0%
归母净利率	13.0%	13.2%	14.3%	14.2%
35.1%	35.4%	36.9%	36.0%	35.1%
偿债能力				
资产负债率	47%	44%	43%	39%
流动比率	0.86	1.13	1.28	1.53
速动比率	0.41	0.82	0.77	1.24
营运能力				
资产周转率	1.50	1.55	1.57	1.59
每股资料 (元)				
每股收益	2.78	3.21	4.00	4.75
每股经营现金	3.33	3.04	0.19	2.50
估值比率 (倍)				
PE	21	18	15	12
PB	7.6	6.5	5.5	4.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	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
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn