

短期调整优化渠道结构，大单品放量趋势延续

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:	99.98/56.0
目标价格:		总市值(亿)	162.81
最新收盘价:	59.70	自由流通市值(亿)	146.69
		自由流通股数(百万)	245.72

事件概述

公司25年实现营业收入57.62亿元，同比+8.64%；归母净利润7.48亿元，同比+16.95%；扣非归母净利润7.15亿元，同比+25.86%。

公司25Q4实现营业收入13.35亿元，同比-7.49%；归母净利润1.44亿元，同比-2.12%；扣非归母净利润1.61亿元，同比+12.08%。

分析判断

► 大单品高速增长，产品结构优化

全年公司坚定“渠道为王、产品领先、体系护航”战略，魔芋大单品爆发式增长带动品类结构升级，六大核心品类聚焦发力，健康化、高蛋白产品表现亮眼。

产品端来看，魔芋零食收入17.37亿元，同比+107.23%，占总营收比重30.15%，跃升第一大品类，贡献主要增长极，“大魔王”品牌夯实细分龙头地位。健康蛋制品收入6.28亿元，同比+8.35%，鹤鹑蛋连续两年全国销量第一，溏心鹤鹑蛋进驻山姆放量增长。海味零食收入7.60亿元，同比+12.53%，31°鲜系列获国际美味认证。烘焙薯类收入8.98亿元，同比-22.43%，系资源向高毛利单品倾斜的战略性收缩，结构更优。

渠道端来看，线下渠道收入48.41亿元，同比+16.79%，占比84.01%，零食量贩、会员店等高势能渠道快速渗透，经销商4367家，同比+21.75%，覆盖全国31省市。线上渠道收入9.22亿元，同比-20.50%，系主动收缩低毛利品类、聚焦大单品的战略调整，盈利质量优先于规模扩张。

区域端来看，华中/华东/西南西北/华南/华北东北/海外收入分别为18.28/12.29/8.10/5.59/2.44/1.71亿元，分别同比-1.97%/+59.61%/+8.33%/-4.25%/+110.98%/+172.47%；华东、华北东北区域高速扩张，海外东南亚市场突破，自有品牌Mowon稳步推进全球化布局。

► 成本精益管控，盈利韧性持续增强

成本端来看，25年公司毛利率同比提升0.11pct至30.80%，在魔芋原料涨价背景下，凭借产品结构优化+规模效应+供应链精益管控实现逆势微增，Q4毛利率32.37%，同比+4.75pct，成本压力显著缓解。**费用端来看**，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为10.50%/3.31%/1.31%/0.42%，同比分别-2.0/-0.82/-0.19/+0.17pct，渠道结构优化与费用精细化管控成效显著，规模效应持续释放。综合来看，公司净利率同比提升0.81pct至12.89%，相应的归母净利润7.48亿元，同比+16.95%；扣非归母净利润7.15亿元，同比+25.86%，核心主业盈利能力大幅提升，盈利结构更健康。

► 短期线上调整优化盈利模型，中长期竞争力持续强化

公司2025年主动优化电商，主动收缩低毛利率产品品类，回归“供应链电商”本质，短期收入承压但有效提升了毛利率与净利率水平，盈利质量改善，预计26年下半年调整企稳，线上渠道价值凸显，对业绩影响进一步弱化。公司线下渠道韧性强劲，高势能会员店、定量流通、零食量贩渠道优势持续提升，支撑收入稳健增长。我们看好公司渠道结构持续优化，大单品带动品类梯队增长，核心原料锁价+产能升级保障盈利，长期依托产品、渠道、供应链综合优势，实现高质量稳健发展。

投资建议

参考最新业绩报告，我们下调公司 26-27 年营业收入 76.88/90.72 亿元的预测至 66.21/76.70 亿元，新增 28 年 85.99 亿元的预测，下调 26-27 年 EPS 3.64/4.34 元的预测至 3.20/3.89 元，新增 28 年 4.56 元的预测；对应 2026 年 4 月 8 日 59.70 元/股收盘价，PE 分别为 19/15/13 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,304	5,762	6,621	7,670	8,599
YoY (%)	28.9%	8.6%	14.9%	15.8%	12.1%
归母净利润(百万元)	640	748	873	1,060	1,245
YoY (%)	26.5%	16.9%	16.6%	21.5%	17.4%
毛利率 (%)	30.7%	30.8%	31.0%	31.7%	32.0%
每股收益(元)	2.36	2.78	3.20	3.89	4.56
ROE	36.9%	35.1%	31.3%	27.6%	24.4%
市盈率	25.30	21.47	18.65	15.35	13.08

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)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,762	6,621	7,670	8,599	净利润	743	882	1,071	1,257
YoY(%)	8.6%	14.9%	15.8%	12.1%	折旧和摊销	218	140	149	158
营业成本	3,988	4,568	5,239	5,848	营运资金变动	-177	-213	-207	68
营业税金及附加	49	53	61	69	经营活动现金流	909	854	1,063	1,532
销售费用	605	715	821	886	资本开支	-888	-299	-304	-307
管理费用	191	232	268	301	投资	3	0	0	0
财务费用	24	29	38	43	投资活动现金流	-884	-317	-321	-319
研发费用	76	86	100	112	股权募资	11	-218	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	330	50	50	0
投资收益	-2	3	3	9	筹资活动现金流	-92	-180	37	-14
营业利润	927	1,046	1,269	1,488	现金净流量	-69	356	779	1,200
营业外收支	-52	-9	-9	-9	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	875	1,037	1,260	1,479	成长能力 (%)				
所得税	132	156	189	222	营业收入增长率	8.6%	14.9%	15.8%	12.1%
净利润	743	882	1,071	1,257	净利润增长率	16.9%	16.6%	21.5%	17.4%
归属于母公司净利润	748	873	1,060	1,245	盈利能力 (%)				
YoY(%)	16.9%	16.6%	21.5%	17.4%	毛利率	30.8%	31.0%	31.7%	32.0%
每股收益	2.78	3.20	3.89	4.56	净利率	13.0%	13.2%	13.8%	14.5%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	18.3%	17.2%	16.7%	16.0%
货币资金	167	523	1,302	2,501	净资产收益率 ROE	35.1%	31.3%	27.6%	24.4%
预付款项	131	160	183	205	偿债能力 (%)				
存货	734	952	1,164	1,170	流动比率	0.86	1.15	1.56	2.01
其他流动资产	384	618	765	828	速动比率	0.25	0.48	0.82	1.28
流动资产合计	1,416	2,252	3,414	4,703	现金比率	0.10	0.27	0.60	1.07
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	47.1%	44.2%	38.8%	33.7%
固定资产	1,784	1,827	1,861	1,885	经营效率 (%)				
无形资产	264	265	266	267	总资产周转率	1.50	1.45	1.34	1.22
非流动资产合计	2,666	2,810	2,944	3,070	每股指标 (元)				
资产合计	4,082	5,062	6,358	7,773	每股收益	2.78	3.20	3.89	4.56
短期借款	369	419	469	469	每股净资产	7.82	10.22	14.11	18.67
应付账款及票据	476	533	611	682	每股经营现金流	3.33	3.13	3.90	5.62
其他流动负债	800	1,011	1,108	1,195	每股股利	1.40	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,645	1,962	2,187	2,346	估值分析				
长期借款	223	223	223	223	PE	21.47	18.65	15.35	13.08
其他长期负债	54	54	54	54	PB	8.73	5.79	4.19	3.17
非流动负债合计	277	277	277	277					
负债合计	1,921	2,239	2,464	2,622					
股本	273	273	273	273					
少数股东权益	28	37	47	60					
股东权益合计	2,161	2,823	3,894	5,151					
负债和股东权益合计	4,082	5,062	6,358	7,773					

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。