

# 盐津铺子 (002847.SZ)

优于大市

## 2025年主动进行战略调整，核心品类魔芋持续放量

### 核心观点

公司公布 2025 年业绩：2025 年实现营业总收入 57.6 亿元，同比+8.6%；实现归母净利润 7.5 亿元，同比+16.9%；实现扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+25.9%。2025Q4 实现营业总收入 13.4 亿元，同比-7.5%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比-2.1%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+12.1%。

**产品矩阵调整期，魔芋产品持续放量，其余品类收入净减少。**分品类看，魔芋/海味零食/蛋制品/豆制品/果冻果干/烘焙薯类/其他分别同比

+107.2%/+12.5%/+8.4%/-0.4%/+4.3%/-22.4%/-35.3%。魔芋实现收入 17.4 亿元，收入占比提升至 30.2%，主要得益于核心大单品大魔王麻酱素毛肚维持较强品牌势能、持续渠道渗透。2025 年公司聚焦核心品类，主动优化产品结构、削减部分 SKU，烘焙薯类、其他品类收入有显著下滑。

**电商渠道经历战略性调整，线下渠道收入稳步增长。**分渠道看，线下渠道/线上渠道收入分别同比+16.8%/-20.5%。线下渠道中量贩零食、定量装、会员制超市、海外渠道贡献主要增量，其中海外渠道收入同比+172.5%，量贩零食渠道收入增速预计超 30%、占比继续提升。线上渠道收入下滑主要系 2025Q2 开始公司主动对电商业务进行战略性调整，主动收缩低毛利率产品。

**毛利率平稳、费用节省，净利率同比小幅改善。**2025 年毛利率 30.8%，同比+0.1pp，其中核心品类魔芋毛利率同比+1.2pp 至 34.5%，主因产品结构优化、规模效益释放，有效对冲了原料成本上行的不利影响。费用率同比下行，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.0/-0.8/-0.2/+0.2pp。销售、管理费用同比减少，主因渠道结构变化、费用管控、前期计提的股份支付费用冲回。归母净利率同比+0.9pp 至 13.0%，扣非归母净利率同比+1.7pp 至 12.4%，经营质量有所提升。

**盈利预测与投资建议：**目前公司处于产品矩阵与电商渠道调整期，虽有短期阵痛，但调整后的产品与渠道结构更健康、更具备持续成长的活力，同时品牌声量在聚焦大单品后逐渐放大。考虑到电商渠道调整幅度大且调整时间较长，我们下调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 65.7/75.7/86.4 亿元（2026-2027 年前预测值 69.8/79.7 亿元）；实现归母净利润 8.8/10.7/12.7 亿元（2026-2027 年前预测值 9.0/11.4 亿元）；当前股价对应 PE 分别为 19/15/13 倍。公司确立了产品驱动的战略，经营质量逐步提升。现阶段魔芋依然为最核心的品类，凭借战略大单品带动渠道进一步扩张并打开弱势市场，同时公司也在重点培育深海零食、蛋制品、豆制品，持续上新产品，预计本轮调整结束后公司可恢复至较快的成长趋势，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济增长受外部环境变化的负面影响；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；渠道拓展进程不及预期；食品安全风险。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,304	5,762	6,575	7,567	8,642
(+/-%)	28.9%	8.6%	14.1%	15.1%	14.2%
归母净利润(百万元)	640	748	879	1070	1272
(+/-%)	26.5%	16.9%	17.5%	21.7%	18.9%
每股收益(元)	2.35	2.74	3.22	3.92	4.66
EBIT Margin	11.8%	14.8%	14.4%	15.3%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	36.9%	35.1%	33.9%	33.1%	32.1%
市盈率 (PE)	25.5	21.8	18.5	15.2	12.8
EV/EBITDA	22.4	17.3	16.1	13.5	11.5
市净率 (PB)	9.39	7.63	6.28	5.04	4.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

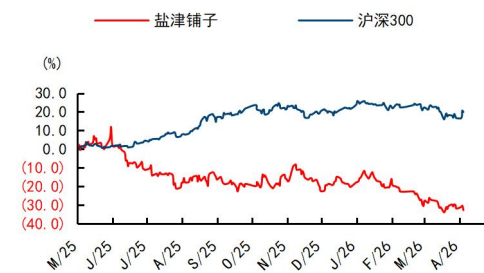
S0980523090001

S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	57.67 元
总市值/流通市值	15727/14171 百万元
52 周最高价/最低价	99.98/56.00 元
近 3 个月日均成交额	190.13 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《盐津铺子(002847.SZ)-渠道策略调整致三季度收入增速放缓，盈利能力较快提升》——2025-10-29
- 《盐津铺子(002847.SZ)-2025年上半年魔芋品类放量，盈利水平提升》——2025-08-21
- 《盐津铺子(002847.SZ)-2025年第一季度收入同比+25.7%，魔芋大单品多渠道畅销》——2025-04-27
- 《盐津铺子(002847.SZ)-第三季度收入同比增长 26.2%，盈利能力受税率波动影响》——2024-10-30
- 《盐津铺子(002847.SZ)-第二季度收入同比增长 23%，着力打造品类品牌》——2024-08-09

公司公布 2025 年业绩：2025 年实现营业总收入 57.6 亿元，同比+8.6%；实现归母净利润 7.5 亿元，同比+16.9%；实现扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+25.9%。2025Q4 实现营业总收入 13.4 亿元，同比-7.5%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比-2.1%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+12.1%。

**产品矩阵调整期，魔芋产品持续放量，其余品类收入净减少。**分品类看，魔芋/海味零食/蛋制品/豆制品/果冻果干/烘焙薯类/其他分别同比+107.2%/+12.5%/+8.4%/-0.4%/+4.3%/-22.4%/-35.3%。魔芋实现收入 17.4 亿元，收入占比提升至 30.2%，主要得益于核心大单品大魔王麻酱素毛肚维持较强品牌势能、持续渠道渗透。2025 年公司聚焦核心品类，主动优化产品结构、削减部分 SKU，烘焙薯类、其他品类收入有显著下滑。

**电商渠道经历战略性调整，线下渠道收入稳步增长。**分渠道看，线下渠道/线上渠道收入分别同比+16.8%/-20.5%。线下渠道中量贩零食、定量装、会员制超市、海外渠道贡献主要增量，其中海外渠道收入同比+172.5%，量贩零食渠道收入增速预计超 30%、占比继续提升。线上渠道收入下滑主要系 2025Q2 开始公司主动对电商业务进行战略性调整，主动收缩低毛利率产品。2025Q4 公司营业收入同比-7.5%，与电商渠道深度调整以及春节错期有关。

**毛利率平稳、费用节省，净利率同比小幅改善。**2025 年毛利率 30.8%，同比+0.1pp，其中核心品类魔芋毛利率同比+1.2pp 至 34.5%，主因产品结构优化、规模效益释放，有效对冲了原料成本上行的不利影响。费用率同比下行，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.0/-0.8/-0.2/+0.2pp。销售、管理费用同比减少，主因渠道结构变化、费用管控、前期计提的股份支付费用冲回。全年所得税率 15.1%，同比+5.1pp。归母净利率同比+0.9pp 至 13.0%，扣非归母净利率同比+1.7pp 至 12.4%，经营质量有所提升。

**盈利预测与投资建议：**目前公司处于产品矩阵与电商渠道调整期，虽有短期阵痛，但调整后的产品与渠道结构更健康、更具备持续成长的活力，同时品牌声量在聚焦大单品后逐渐放大。考虑到电商渠道调整幅度大且调整时间较长，我们下调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 65.7/75.7/86.4 亿元（2026-2027 年前预测值 69.8/79.7 亿元），同比+14.1%/+15.1%/+14.2%；实现归母净利润 8.8/10.7/12.7 亿元（2026-2027 年前预测值 9.0/11.4 亿元），同比+17.5%/+21.7%/+18.9%；EPS 分别为 3.22/3.92/4.66 元；当前股价对应 PE 分别为 19/15/13 倍。公司确立了产品驱动的战略，经营质量逐步提升。现阶段魔芋依然为最核心的品类，凭借战略大单品带动渠道进一步扩张并打开弱势市场，同时公司也在重点培育深海零食、蛋制品、豆制品，持续上新产品，预计本轮调整结束后公司可恢复至较快的成长趋势，维持“优于大市”评级。

## 风险提示

宏观经济增长受外部环境变化的负面影响；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；渠道拓展进程不及预期；食品安全风险。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,985	7,974	-	6,575	7,567	8,642	-410	-407	-
收入同比增速%	16.4%	14.2%	-	14.1%	15.1%	14.2%	-2.3%	0.9%	-

毛利率%	31.5%	31.9%	-	31.9%	32.6%	33.0%	0.4%	0.7%	-
销售费用率%	12.0%	11.6%	-	11.8%	11.6%	11.5%	-0.2%	0.0%	-
归母净利率%	12.9%	14.2%	-	13.4%	14.1%	14.7%	0.5%	-0.1%	-
归母净利润(百万元)	900	1,136	-	879	1,070	1,272	-21	-66	-
归母净利润同比增速%	15.1%	26.2%	-	17.5%	21.7%	18.9%	2.3%	-4.5%	-
EPS(元)	3.30	4.16	-	3.22	3.92	4.66	-0.08	-0.24	-

资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2026年4月8日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价(元)	EPS		PE		总市值(亿元)	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
002847.SZ	盐津铺子	21.8	59.70	3.22	3.92	18.5	15.2	163	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	28.5	22.08	1.27	1.47	17.3	15.0	112	优于大市
003000.SZ	劲仔食品	19.1	10.55	0.61	0.73	17.2	14.5	48	优于大市
9985.HK	卫龙美味	15.0	8.56	0.68	0.79	12.5	10.9	208	优于大市

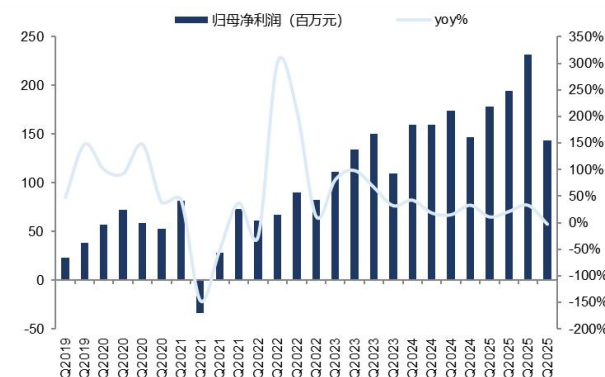
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



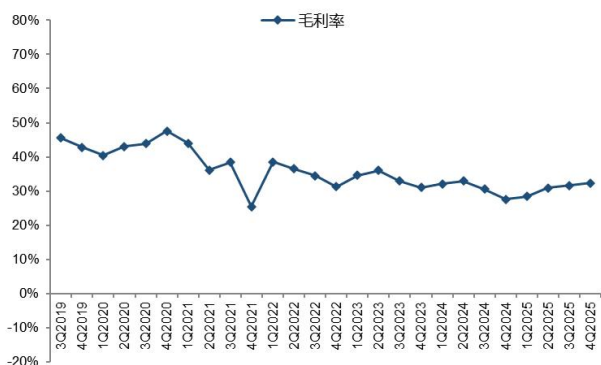
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



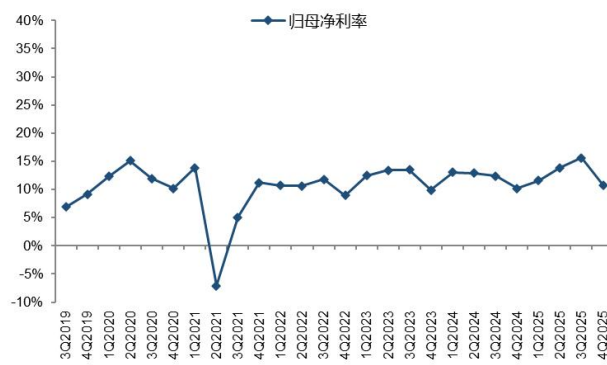
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	235	167	350	616	961	营业收入	5304	5762	6575	7567	8642
应收款项	277	238	271	312	356	营业成本	3676	3988	4477	5103	5790
存货净额	744	734	822	934	1057	营业税金及附加	40	49	53	61	69
其他流动资产	146	277	316	361	409	销售费用	663	605	776	878	994
<b>流动资产合计</b>	<b>1402</b>	<b>1416</b>	<b>1759</b>	<b>2223</b>	<b>2783</b>	管理费用	219	191	259	298	332
固定资产	1710	2196	2399	2686	2987	研发费用	80	76	72	83	95
无形资产及其他	245	264	315	365	413	财务费用	13	24	16	11	4
投资性房地产	255	205	234	254	273	投资收益	(2)	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3612</b>	<b>4082</b>	<b>4708</b>	<b>5528</b>	<b>6456</b>	其他收入	27	20	41	42	42
短期借款及交易性金融负债	340	369	399	424	444	营业利润	719	927	1036	1259	1495
应付款项	849	651	731	826	929	营业外净收支	(7)	(52)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	322	625	708	794	886	<b>利润总额</b>	<b>712</b>	<b>875</b>	<b>1026</b>	<b>1249</b>	<b>1485</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1512</b>	<b>1645</b>	<b>1838</b>	<b>2044</b>	<b>2259</b>	所得税费用	72	132	154	187	223
长期借款及应付债券	261	223	193	163	133	少数股东损益	1	(6)	(7)	(8)	(10)
其他长期负债	65	54	62	71	80	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>640</b>	<b>748</b>	<b>879</b>	<b>1070</b>	<b>1272</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>326</b>	<b>277</b>	<b>255</b>	<b>233</b>	<b>213</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1838</b>	<b>1921</b>	<b>2092</b>	<b>2277</b>	<b>2471</b>	净利润	640	748	879	1070	1272
少数股东权益	39	28	25	21	16	资产减值准备	(12)	(4)	9	1	2
股东权益	1735	2133	2591	3230	3969	折旧摊销	183	196	197	223	259
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3612</b>	<b>4082</b>	<b>4708</b>	<b>5528</b>	<b>6456</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	13	24	16	11	4
每股收益	2.35	2.74	3.22	3.92	4.66	营运资本变动	(111)	57	11	(8)	(11)
每股红利	1.60	1.60	1.61	1.96	2.33	其它	434	(88)	(1)	1	(7)
每股净资产	6.36	7.82	9.50	11.84	14.55	<b>经营活动现金流</b>	<b>1134</b>	<b>909</b>	<b>1095</b>	<b>1287</b>	<b>1515</b>
ROIC	26.96%	27.72%	28%	31%	33%	资本开支	(783)	(901)	(460)	(560)	(610)
ROE	36.89%	35.09%	34%	33%	32%	其它投资现金流	28	16	0	0	0
毛利率	31%	31%	32%	33%	33%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(755)</b>	<b>(884)</b>	<b>(460)</b>	<b>(560)</b>	<b>(610)</b>
EBIT Margin	12%	15%	14%	15%	16%	权益性融资	(0)	11	0	0	0
EBITDA Margin	15%	18%	17%	18%	19%	长期贷款增加	261	(38)	(30)	(30)	(30)
收入增长	29%	9%	14%	15%	14%	支付股利、利息	(477)	(401)	(432)	(436)	(531)
净利润增长率	27%	17%	17%	22%	19%	其它融资现金流	(236)	336	(70)	(70)	(69)
资产负债率	52%	48%	45%	42%	39%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(452)</b>	<b>(92)</b>	<b>(532)</b>	<b>(536)</b>	<b>(630)</b>
股息率	2.7%	2.7%	2.7%	3.3%	3.9%	<b>现金净变动</b>	<b>(73)</b>	<b>(69)</b>	<b>103</b>	<b>191</b>	<b>275</b>
P/E	25.5	21.8	18.5	15.2	12.8	货币资金的期初余额	304	231	162	265	456
P/B	9.4	7.6	6.3	5.0	4.1	货币资金的期末余额	231	162	265	456	731
EV/EBITDA	22.4	17.3	16.1	13.5	11.5	企业自由现金流	(148)	77	552	636	806
						权益自由现金流	113	39	539	622	793

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032