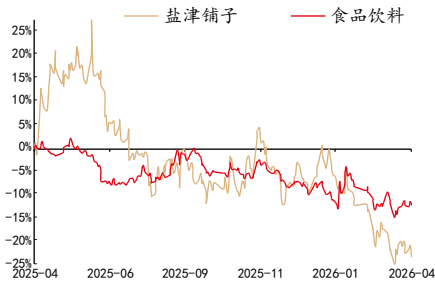




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	57.67
总股本/流通股本(亿股)	2.73 / 2.44
总市值/流通市值(亿元)	157 / 141
52周内最高/最低价	97.71 / 56.67
资产负债率(%)	47.1%
市盈率	20.74
第一大股东	湖南盐津铺子控股有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 杨逸文
SAC 登记编号: S1340522120002
Email: yangyiwen@cnpsec.com

盐津铺子(002847)

魔芋品类引领增长，扣非净利表现亮眼

● 事件

公司 2025 年度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 57.62/7.48/7.15 亿元，同比 8.64%/16.95%/25.86%。公司单 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 13.35/1.44/1.61 亿元，同比 -7.49%/-2.12%/12.08%。

● 投资要点

魔芋品类延续高增，电商主动收缩，线下多渠道高增，核心大单品驱动结构优化。分产品，2025 年魔芋/海味/健康蛋制品/休闲豆制品/果干果冻/烘焙薯类/其他分别实现收入 17.37/7.6/6.28/3.6/7.49/8.98/6.29 亿元，同比 +107.23%/+12.53%/+8.35%/-0.39%/+4.32%/-22.43%/-35.32%。“大魔王”麻酱味素毛肚单月销售额屡创新高，品类品牌势能持续攀升。鹤鹑蛋产品实现稳健增长，且毛利率同比显著提升，海味零食、蛋制品等品类也表现良好。烘焙薯类等品类则经历主动收缩，为后续调整奠定了基础。分渠道，2025 年线下/线上分别实现收入 48.41/9.22 亿元，同比 +16.79%/-20.5%。2025 年海外市场收入 1.71 亿元，同比 +172.47%。线上业务方面，公司自五月起对电商进行重新定位，放弃低毛利、内卷严重的促销品项，回归品牌制造企业的本质，将电商作为支撑品牌发展与新品消费者研究的渠道之一。这一主动调整导致电商营收增速放缓甚至出现较大幅度下滑，但利润结构显著优化，符合公司长期战略方向。线下渠道则表现强劲，整体增速良好。其中，海外事业部增速最为突出，高势能会员店、定量流通、零食量贩渠道增速同样亮眼，其中零食量贩已成为公司占比第一的渠道。

毛利率逐季提升，精益费用投放效果显著。2025 年，公司毛利率/归母净利率为 30.8%/12.99%，分别同比 0.11/0.92pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.5%/3.31%/1.31%/0.42%，分别同比 -2/-0.82/-0.19/0.18pct。25Q4，公司毛利率/归母净利率为 32.37%/10.77%，分别同比 4.75/0.59pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.48%/2.85%/1.84%/0.37%，分别同比 0.94/-1.63/0.31/0.12pct。尽管全年面临魔芋精粉等原料价格上涨的压力，公司通过组合策略有效平抑了负面影响，毛利率呈现持续上升态势。扣非净利润表现亮眼，25Q4 扣非净利率 12.07%、较 24 年同期提升 2.11pcts，延续了全年经营性盈利能力提升趋势。

展望 2026 年，线下高增、线上企稳，核心大单品持续扩容。渠道端，线下整体增速有望保持在较高水平，其中高势能会员店增速有望超越去年，定量流通渠道目标保持较快增长，零食量贩渠道将重点拓展头部及腰部系统合作，海外市场聚焦魔芋等核心品类继续拓展。线上渠道预计仍有调整，但影响将逐步减弱。品类端，魔芋产品预期

维持较快增长，海味零食、蛋制品等品类也有积极展望，烘焙薯类在经过收缩后有望恢复增长。盈利端，随着魔芋成本环比逐步下降，油脂、白糖、包材等原料成本可控，伴随着效率精进有望在利润端实现高质量增长。

● 盈利预测与投资评级

结合 2025 年业绩情况及对 2026 年一季度趋势判断，我们调整 2026-2027 年营业收入预测至 66.95/77.07 亿元（原预测为 72.54/83.73 亿元），同比+16.19%/15.12%，调整 2026-2027 年归母净利润预测至 8.92/10.88 亿元（原预测为 9.88/11.83 亿元），同比+19.24%/+21.88%，引入 2028 年收入/净利润预测 87.96/13.0 亿元，同比+14.13%/+19.56%，对应 EPS 分别为 3.27/3.99/4.77 元，对应当前股价 PE 分别为 18/14/12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5762	6695	7707	8796
增长率(%)	8.64	16.19	15.12	14.13
EBITDA（百万元）	1176.46	1270.93	1511.95	1770.47
归属母公司净利润（百万元）	748.41	892.40	1087.63	1300.33
增长率(%)	16.95	19.24	21.88	19.56
EPS（元/股）	2.74	3.27	3.99	4.77
市盈率（P/E）	21.01	17.62	14.46	12.09
市净率（P/B）	7.37	6.69	5.45	4.47
EV/EBITDA	16.52	12.83	10.43	8.54

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	5762	6695	7707	8796	营业收入	8.6%	16.2%	15.1%	14.1%
营业成本	3988	4598	5249	5938	营业利润	29.0%	16.0%	21.3%	19.6%
税金及附加	49	54	62	72	归属于母公司净利润	16.9%	19.2%	21.9%	19.6%
销售费用	605	723	825	932	获利能力				
管理费用	191	268	308	334	毛利率	30.8%	31.3%	31.9%	32.5%
研发费用	76	87	99	111	净利率	13.0%	13.3%	14.1%	14.8%
财务费用	24	0	0	0	ROE	35.1%	38.0%	37.7%	36.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	25.9%	26.0%	27.8%	28.2%
营业利润	927	1075	1305	1560	偿债能力				
营业外收入	8	4	5	6	资产负债率	47.1%	47.8%	43.7%	40.5%
营业外支出	60	27	33	40	流动比率	0.86	1.02	1.27	1.62
利润总额	875	1053	1278	1526	营运能力				
所得税	132	158	192	229	应收账款周转率	23.54	27.46	27.52	27.94
净利润	743	895	1086	1297	存货周转率	5.39	5.93	6.10	6.27
归母净利润	748	892	1088	1300	总资产周转率	1.50	1.55	1.58	1.58
每股收益(元)	2.74	3.27	3.99	4.77	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.74	3.27	3.99	4.77
货币资金	167	482	955	1669	每股净资产	7.82	8.62	10.57	12.91
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	227	260	300	330	PE	21.01	17.62	14.46	12.09
预付款项	131	138	157	178	PB	7.37	6.69	5.45	4.47
存货	734	817	904	990	现金流量表				
流动资产合计	1416	1892	2564	3473	净利润	743	895	1086	1297
固定资产	1784	1773	1697	1562	折旧和摊销	218	218	234	244
在建工程	412	412	412	412	营运资本变动	-177	13	-53	-103
无形资产	264	264	264	264	其他	126	40	45	53
非流动资产合计	2666	2669	2609	2491	经营活动现金流净额	909	1166	1311	1492
资产总计	4082	4561	5172	5965	资本开支	-888	-239	-192	-151
短期借款	369	399	429	459	其他	4	-22	-26	-28
应付票据及应付账款	476	594	678	767	投资活动现金流净额	-884	-261	-218	-179
其他流动负债	800	856	917	921	股权融资	11	0	0	0
流动负债合计	1645	1848	2024	2147	债务融资	330	85	-65	65
其他	277	332	237	272	其他	-433	-673	-555	-663
非流动负债合计	277	332	237	272	筹资活动现金流净额	-92	-588	-620	-598
负债合计	1921	2180	2260	2418	现金及现金等价物净增加额	-69	315	473	714
股本	273	273	273	273					
资本公积金	360	360	360	360					
未分配利润	1433	1735	2105	2547					
少数股东权益	28	30	29	26					
其他	66	-17	146	341					
所有者权益合计	2161	2381	2912	3546					
负债和所有者权益总计	4082	4561	5172	5965					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，中邮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。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048