

线下渠道带动增长, 产品结构升级提升盈利能力

投资要点

- **事件:** 公司发布 26 年一季报, 26Q1 实现收入 15.8 亿元, 同比+2.9%, 归母净利润 2.3 亿元, 同比+29.5%; 利润端超市场预期。
- **线下渠道和产品协同带动增长, 电商渠道梳理有所承压。** 1、26Q1 收入端依然稳健增长, 主要得益于线下渠道的增长, 零食量贩(深度绑定头部, 腰部品牌增加 SKU 投放)、高端会员店(山姆新品上市)、定量流通(大力推广核心产品魔芋)三大渠道贡献了主要收入增量; 估计魔芋、蛋制品、海味零食等增速较快。2、线上渠道延续了 25H2 的趋势, 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品类, 回归“供应链电商”本质, 让电商回归产品力驱动的良好轨道; 主动梳理低毛利、低销量的产品, 缩减 SKU, 聚焦大单品, 导致线上渠道出现较大幅度下滑, 抵消了线下部分的增长。值得重视的是, 公司通过梳理线上平台渠道和产品品类, 虽短期对公司收入有所影响, 但有效提升了毛利率和净利率, 提高了盈利水平, 利润增速显著高于收入增速。
- **受益于线上梳理和产品结构改善, 盈利能力显著提升。** 1、26Q1 毛利率同比增加 3.4 个百分点至 31.8%, 主要得益于: 产品结构的调整, 高毛利的魔芋、蛋皇、海味零食品类出货量增加, 魔芋内部产品结构优化, 同时电商渠道完成低毛利产品清理。费用率方面, 销售费用率、管理费用率、财务费用率, 变化不大, 整体费用率基本持平; 毛利率提升带动净利率提升 3.1 个百分点至 14.6%, 盈利能力显著提升。
- **品类与渠道共振, 成长势能强劲。** 公司成功打造“大魔王”魔芋的经验有望复制, 已明确将鳕鱼豆腐和豆干作为下一个潜力大单品进行培育, 部分区域售点已展现出强劲增长势头。同时公司研发创新不止, 25 年 10 月在山姆会员店推出“糖心鹌鹑蛋”新品, 在高势能渠道持续进行品类升级。渠道方面, 公司全渠道战略稳步推进, 随着电商调整进入尾声, 其对收入的拖累将减弱; 同时公司将发力定量流通渠道, 成长空间广阔。原材料方面, 公司通过在云南、印尼等地布局上游产业链, 应对当前魔芋成本高位, 保障了原料供应稳定与成本优势。随着核心大单品战略的深化、后续潜力单品的接力以及全渠道的协同发展, 公司已构建起强大的内生增长动力, 中长期成长路径清晰。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2026-2028 年归母净利润分别为 9.1 亿元、11.4 亿元、13.6 亿元, EPS 分别为 3.33 元、4.16 元、5.00 元, 对应 PE 分别为 17 倍、14 倍、11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动风险; 渠道拓展不及预期风险; 新品开拓不及预期风险; 食品安全风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	57.62	65.13	77.38	89.22
增长率	8.64%	13.03%	18.80%	15.31%
归属母公司净利润(亿元)	7.48	9.08	11.36	13.64
增长率	16.95%	21.36%	25.04%	20.08%
每股收益 EPS(元)	2.74	3.33	4.16	5.00
净资产收益率 ROE	34.37%	37.74%	41.78%	44.68%
PE	21	17	14	11
PB	7.35	6.62	5.84	5.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.73
流通 A 股(亿股)	2.44
52 周内股价区间(元)	54.0-97.71
总市值(亿元)	156.81
总资产(亿元)	42.96
每股净资产(元)	7.96

相关研究

1. 盐津铺子(002847): 经营转型提质, 大单品势能向上 (2025-11-03)
2. 盐津铺子(002847): 魔芋势能强劲, 扣非利润增长亮眼 (2025-08-26)

盈利预测

关键假设：

- 1) 公司魔芋处于高速增长期，且渠道空白市场较多，成本端 26H2 面临下降，预计 2026-2028 年魔芋收入增速分别为 20%、30%、20%，毛利率为 36%、36.5%、37%；
- 2) 公司海味产品有新品导入，预计 2026-2028 年海味收入增速分别为 9%、10%、8%，毛利率为 46.5%、47%、47%；
- 3) 健康蛋制品导入山姆等渠道，预计 2026-2028 年收入增速分别为 9%、7%、5%，毛利率为维持 28% 不变；
- 4) 休闲豆制品依托渠道持续深耕，预计 2026-2028 年收入增速分别为 0%、5%、3%，毛利率为 31%、31.1%、31.3%；
- 5) 果干果冻得益于海外市场开拓，预计 2026-2028 年收入增速分别为 3%、10%、8%，毛利率为 21.5%、22%、22%；
- 6) 烘焙薯类，预计 2026-2028 年收入增速分别为 3%、9%、7%，毛利率为 22%、22.5%、22.5%；
- 7) 其他产品：公司持续研发新品，未来三年收入增长为 30% 左右，毛利率维持在 30%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入 (亿元)	57.6	65.1	77.4	89.2
	增速	8.6%	13.0%	18.8%	15.3%
	营业成本 (亿元)	39.9	44.3	52.3	60.0
	毛利率	30.8%	31.9%	32.5%	32.7%
魔芋	收入 (亿元)	17.4	20.8	27.1	32.5
	YOY	107.2%	20.0%	30.0%	20.0%
	成本 (亿元)	11.4	13.3	17.2	20.5
	毛利率	34.5%	36.0%	36.5%	37.0%
海味	收入 (亿元)	7.6	8.3	9.1	9.8
	YOY	12.5%	9.0%	10.0%	8.0%
	成本 (亿元)	4.1	4.4	4.8	5.2
	毛利率	45.7%	46.5%	47.0%	47.0%
健康蛋制品	收入 (亿元)	6.3	6.8	7.3	7.7
	YOY	8.4%	9.0%	7.0%	5.0%
	成本 (亿元)	4.5	4.9	5.3	5.5
	毛利率	27.7%	28.0%	28.0%	28.0%
休闲豆制品	收入 (亿元)	3.6	3.6	3.8	3.9
	YOY	-0.4%	0.0%	5.0%	3.0%
	成本 (亿元)	2.5	2.5	2.6	2.7

分业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
	毛利率	30.3%	31.0%	31.1%	31.3%
果干果冻	收入 (亿元)	7.5	7.7	8.5	9.2
	YOY	4.3%	3.0%	10.0%	8.0%
	成本 (亿元)	5.9	6.1	6.6	7.1
	毛利率	21.0%	21.5%	22.0%	22.0%
烘焙薯类	收入 (亿元)	7.5	7.7	8.4	9.0
	YOY	4.3%	3.0%	9.0%	7.0%
	成本 (亿元)	5.9	6.0	6.5	7.0
	毛利率	21.0%	22.0%	22.5%	22.5%
其他产品	收入 (亿元)	7.8	10.1	13.2	17.1
	YOY		30.0%	30.0%	30.0%
	成本 (亿元)	5.5	7.1	9.2	12.0
	毛利率	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	57.62	65.13	77.38	89.22	净利润	7.43	9.01	11.27	13.53
营业成本	39.88	44.35	52.27	60.02	折旧与摊销	2.07	1.55	1.72	2.00
营业税金及附加	0.49	0.54	0.65	0.74	财务费用	0.24	0.51	0.50	0.44
销售费用	6.05	6.84	8.05	9.19	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.91	2.15	2.48	2.77	经营营运资本变动	-3.44	-1.34	-0.91	-0.88
财务费用	0.24	0.51	0.50	0.44	其他	2.79	0.02	0.04	0.04
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	9.09	9.75	12.61	15.13
投资收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5.40	0.00	-2.00	-3.00
公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.01	其他	-3.45	0.00	0.00	0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8.84	0.00	-2.00	-2.99
营业利润	9.27	10.75	13.45	16.07	短期借款	0.28	-0.57	-1.95	-1.16
其他非经营损益	-0.52	-0.43	-0.49	-0.47	长期借款	-0.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	8.75	10.32	12.96	15.60	股权融资	-0.29	0.00	0.00	0.00
所得税	1.32	1.31	1.69	2.07	支付股利	-3.82	-6.74	-8.17	-10.22
净利润	7.43	9.01	11.27	13.53	其他	3.29	-4.12	-0.50	-0.44
少数股东损益	-0.06	-0.07	-0.09	-0.10	筹资活动现金流净额	-0.92	-11.43	-10.62	-11.83
归属母公司股东净利润	7.48	9.08	11.36	13.64	现金流量净额	-0.69	-1.67	0.00	0.31
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1.67	0.00	0.00	0.31	成长能力				
应收和预付款项	3.69	4.14	4.91	5.65	销售收入增长率	8.64%	13.03%	18.80%	15.31%
存货	7.34	8.17	9.62	11.05	营业利润增长率	28.96%	16.02%	25.05%	19.51%
其他流动资产	1.46	1.65	1.96	2.26	净利润增长率	15.96%	21.36%	25.04%	20.08%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	25.67%	10.54%	22.29%	18.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	21.96	20.85	21.65	23.36	毛利率	30.80%	31.91%	32.45%	32.73%
无形资产和开发支出	2.64	2.26	1.78	1.12	三费率	14.23%	14.58%	14.24%	13.90%
其他非流动资产	2.05	2.00	1.96	1.91	净利率	12.89%	13.84%	14.56%	15.17%
资产总计	40.82	39.07	41.89	45.66	ROE	34.37%	37.74%	41.78%	44.68%
短期借款	3.69	3.11	1.16	0.00	ROA	18.19%	23.07%	26.90%	29.63%
应付和预收款项	6.52	7.26	8.56	9.83	ROIC	34.26%	35.43%	42.90%	48.05%
长期借款	2.23	2.23	2.23	2.23	EBITDA/销售收入	20.11%	19.66%	20.24%	20.75%
其他负债	6.78	2.59	2.96	3.32	营运能力				
负债合计	19.21	15.19	14.91	15.38	总资产周转率	1.50	1.63	1.91	2.04
股本	2.73	2.73	2.73	2.73	固定资产周转率	3.54	3.60	4.14	4.59
资本公积	3.60	3.60	3.60	3.60	应收账款周转率	22.03	24.85	25.43	25.08
留存收益	15.70	18.05	21.23	24.64	存货周转率	5.39	5.72	5.88	5.81
归属母公司股东权益	21.33	23.67	26.85	30.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.44%	—	—	—
少数股东权益	0.28	0.21	0.12	0.02	资本结构				
股东权益合计	21.61	23.88	26.97	30.29	资产负债率	47.07%	38.88%	35.60%	33.68%
负债和股东权益合计	40.82	39.07	41.89	45.66	带息债务/总负债	30.78%	35.14%	22.76%	14.49%
					流动比率	0.86	1.12	1.36	1.53
					速动比率	0.41	0.47	0.57	0.65
					股利支付率	51.01%	74.16%	71.98%	74.95%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	11.59	12.81	15.66	18.51	每股收益	2.74	3.33	4.16	5.00
PE	20.95	17.27	13.81	11.50	每股净资产	7.82	8.68	9.85	11.10
PB	7.35	6.62	5.84	5.18	每股经营现金	3.33	3.58	4.62	5.55
PS	2.72	2.41	2.03	1.76	每股股利	1.40	2.47	3.00	3.75
EV/EBITDA	14.07	12.53	10.13	8.49					
股息率	2.43%	4.30%	5.21%	6.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（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，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
