下载日志已记录，仅供内部参考

食品饮料 | 休闲食品

非金融|首次覆盖报告

2026 年 06 月 22 日

盐津铺子(002847.SZ)

——平台化龙头高质增长，盈利能力有望跃迁

投资评级：买入（首次）

投资要点：

- **持续进化、平台化发展的零食领军品牌。**公司成立于 2005 年，是一家集休闲食品研、产、销于一体的现代零食制造业。2017 年上市后，公司精耕商超渠道（店中岛模式），并成功打造烘焙、咸味食品的双成长曲线，构建多品类驱动模式，实现规模快速扩张。2021 年面对消费渠道变局，公司果断转型，并凭借市场反应能力与组织执行力成功把握住量贩渠道与内容电商等新兴渠道机遇；期间，公司培育出鹌鹑蛋、魔芋素毛肚等核心大单品，从而成功突破定量流通渠道，完成全渠道布局。目前，公司夯实“多品类+全渠道+品类品牌化”的发展模式，持续向零食平台化龙头进化。

- **零食供需两端分散，渠道衍化贡献行业β。**由于休闲零食行业容量大、供需两端分散（2024 年行业整体 CR10 在 22%左右），单品上量一般需要时间，导致生产端企业对渠道的依赖性较大，而实现产品的广覆盖和深穿透需要借助渠道资源。因此，渠道变迁以及品类红利一般蕴含着机会；尤其在某一渠道崛起、红利释放后，能够积极拥抱该机遇的企业几乎都能够实现快速增长。

- **公司聚焦“产业提效”等渠道变革共性，构筑多维竞争优势。**上市初期，公司推出店中岛渠道变革项目，在商超高人流基础上成功提升终端销售转化率、品牌曝光率。为更好把握量贩零食等性价比渠道，公司强化原材料和生产基地布局，并通过供应链提效实现“低成本之上的高品质+高性价比”。面对渠道碎片化发展，公司通过战略单品落地品类品牌模型，高效突破定量流通渠道，加速全国化、下沉市场布局。

- **大单品&全渠道驱动营收稳增，盈利跃迁可期。**一方面，在魔芋大单品引领、国内定量流通渠道持续放量下，公司营收或稳健增长；同时，公司在海外加码渠道与市场建设，逐步培育增长新曲线。另一方面，公司在平台化发展模式下，未来 ROE 驱动逻辑或逐步从总资产周转率切换至净利率驱动；尤其未来在大单品规模效应+魔芋原料成本红利等贡献下，我们认为，未来公司净利率有望跃迁至 15%以上。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.7/10.6/12.6 亿元，同比增速分别为+16%/+22%/+19%，当前股价对应的 PE 分别为 15/12/10 倍。我们选取的可比公司劲仔食品、有友食品、万辰集团 2026 年平均 PE 值 16 倍，鉴于公司平台化发展、盈利提升势能较高，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,304	5,762	6,647	7,658	8,742
同比增长率（%）	28.89%	8.64%	15.35%	15.22%	14.16%
归母净利润（百万元）	640	748	870	1,058	1,263
同比增长率（%）	26.53%	16.95%	16.23%	21.68%	19.34%
每股收益（元/股）	2.35	2.74	3.19	3.88	4.63
ROE（%）	36.89%	35.09%	35.07%	36.45%	37.05%
市盈率（P/E）	20.47	17.50	15.06	12.37	10.37

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师

张东雪

SAC：S1350525060001

zhangdongxue@huayuanstock.com

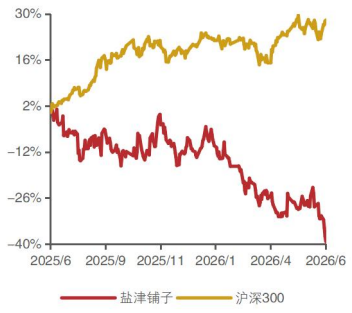
周翔

SAC：S1350525070003

zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 06 月 18 日
收盘价（元）	48.03
一年内最高/最低（元）	81.81/47.76
总市值（百万元）	13,098.25
流通市值（百万元）	11,711.67
总股本（百万股）	272.71
资产负债率（%）	48.87
每股净资产（元/股）	7.96

资料来源：聚源数据

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

在魔芋素毛肚等大单品引领、国内定量流通渠道持续放量下，我们预计公司营业收入2026-2028年分别为66/77/87亿元，分别同比+15%/+15%/+14%。

利润端来看，我们预计销售等费用率持续优化，由于公司渠道结构调整、大单品规模效应以及品类品牌红利逐步释放，预计盈利能力将快速提升，利润增速趋势或显著快于收入端增速，预计2026-2028年归母净利润分别为8.7/10.6/12.6亿元，同比增速分别为+16%/+22%/+19%，考虑到公司持续向平台化龙头进化，盈利提升势能较高，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

伴随魔芋制品在定量流通渠道加速全国化放量，有望保持快增；我们预计2026-2028年公司魔芋零食营收同比增速分别为38%/30%/25%；蛋类零食在会员制商超等新渠道爬坡下，预计2026-2028年营收增速分别为16%/13%/12%。深海零食预计在网点扩充、品牌拉动下保持稳健增长，预计2026-2028年营收增速分别为15%/14%/12%。

投资逻辑要点

公司聚焦“产业提效”且具备多维竞争优势，不断向平台化零食龙头进化，未来营收稳健增长、盈利加速提升可期。

核心风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 经营复盘：持续迭代、快速进化的零食领军品牌 5
2. 零食渠道变革创造需求β，盐津铺子综合优势明显 7
2.1. 零食供需两端分散，渠道衍化贡献行业β 7
2.2. 聚焦“产业提效”，多维竞争优势驱动 10
3. 全渠道+大单品驱动增长，盈利突破可期 11
3.1. 国内魔芋大单品引领+全渠道扩张，出海培育新曲线 11
3.2. 魔芋大单品持续放量有望驱动盈利跃迁 13
4. 盈利预测与评级 15
4.1. 盈利预测拆分 15
4.2. 相对估值 15
5. 风险提示 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 公司业务复盘（营收/产品/渠道驱动力）.....6
图表 2： 公司渠道结构变化.....6
图表 3： 公司销售多品类驱动转向大单品引领.....6
图表 4： 公司股权结构清晰（截至 2025.12.31）.....7
图表 5： 我国休闲食品行业规模处于稳步扩容期.....8
图表 6： 我国零食市场以风味零食为主（2024 年市场规模占比/%）.....8
图表 7： 2024 年我国休闲食品行业集中度（CR10)低于日美韩.....8
图表 8： 我国零食渠道发展机遇以及受益品牌.....9
图表 9： 量贩行业门店数变化趋势.....9
图表 10： 量贩零食饮料渠道市场快速扩张.....9
图表 11： 公司强化供应链建设，实现“低成本之上的高品质+高性价比”优势.....11
图表 12： 公司营收驱动逻辑切换.....12
图表 13： 定量流通等贡献，公司经销及其他新渠道保持快增.....12
图表 14： 公司核心品类营收增量贡献/%.....12
图表 15： 公司盈利能力仍有提升空间.....14
图表 16： 可比公司估值表.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 经营复盘：持续迭代、快速进化的零食领军品牌

盐津铺子成立于 2005 年，是一家集休闲食品研发、生产、销售于一体的现代零食制造企业。2025 年，公司实现营收、归母净利润分别为 58/7.5 亿元，对应 2017 年上市以来的 CAGR 分别为 29%/36%，并呈现出高质量增长态势。

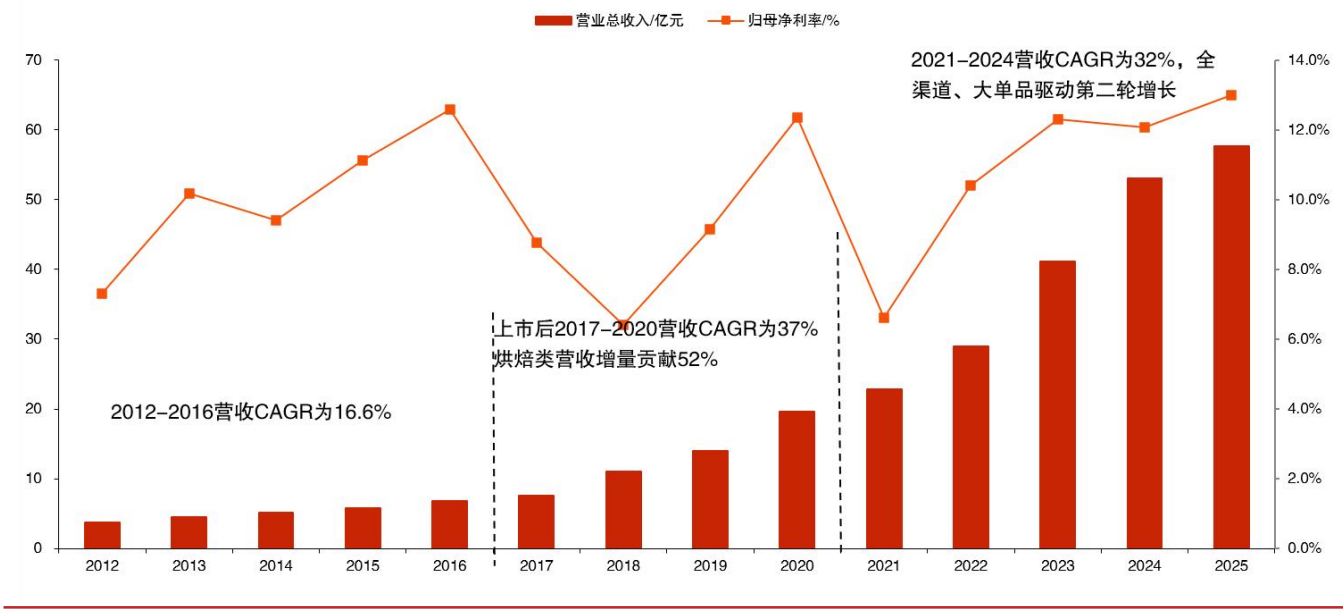
2005-2016 年创业沉淀：公司起步于凉果蜜饯独立散装产品，2006 年签约沃尔玛，并通过直营商超渠道开启品牌推广与消费者教育；随着公司持续拓品类、增产能以及全国化扩张，公司营收稳健快增，2012-2016 年营收 CAGR 达 16.6%，并成功打造豆制品等新业务曲线（2016 年营收占比 53%）；而渠道端以直营商超为主，截至 2016H1，公司产品已进入 45 家大型连锁商超的 1700 多个卖场，直营渠道营收占比达 55.72%。**十余年创业沉淀后，公司成为散装休闲零食商超渠道内的龙头企业**。

2017-2020 年高速扩张：2017 年成功上市后，公司精耕商超渠道，并通过店中岛专柜模式实现单一品牌的产品矩阵；而生动化陈列结合媒体广告带来高效的品牌曝光，从而帮助公司顺利拓新渠道、扩品类、调结构；最终，公司成功打造烘焙、咸味食品的双成长曲线，构建多品类驱动模式。2020 年，公司营收跃迁至 19.6 亿元，2017-2020 年 CAGR 达 37%（其中，烘焙营收增量贡献 52%）。渠道端，公司立足散称商超基本盘，同时大力发展电商、连锁便利店 CVS、定量流通渠道（2019 年“小新王子”辣条切入）；尽管公司多品类、全渠道发展日拱一卒，但整体发展模式仍呈现**渠道驱动增长，消费者对公司产品心智略有不足**。

2021 年-至今顺应变革、平台化发展：随着性价比消费崛起、渠道结构变局（商超人流下滑），公司 2021 年下半年开始积极求变、寻求转型，并凭借多年贴近一线沉淀下来的市场反应能力与执行力，成功把握住量贩渠道与内容电商等新兴渠道机遇。同时，公司大力拓展辣卤制品、蛋制品等中式零食品类，并成功打造鹌鹑蛋、魔芋素毛肚等核心大单品；尤其是麻酱素毛肚，上市仅 16 个月，就能创下行业最快月含税销售额破亿纪录；而随着“大魔王”跻身销售额 10 亿大单品之列，公司借势成功突破定量流通渠道，**初步完成国内全渠道布局**。总之，公司逐步构建“多品类+全渠道+品类品牌化”的发展模式，持续向**业内稀缺的平台化龙头进化**。

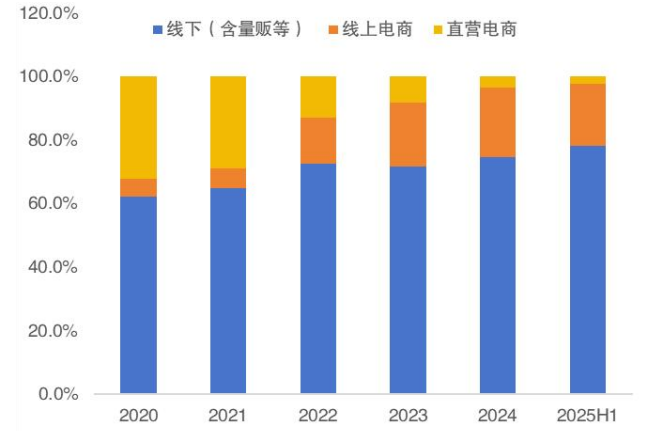
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1：公司业务复盘（营收/产品/渠道驱动力）



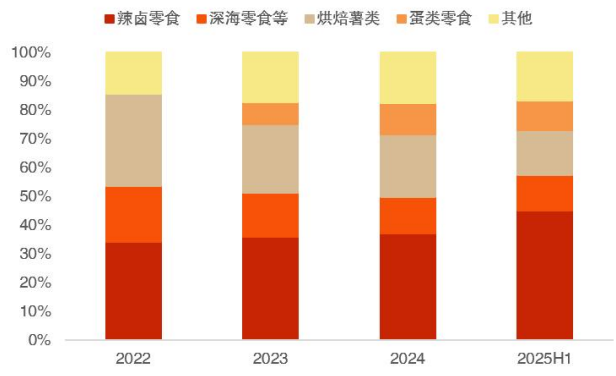
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 2：公司渠道结构变化



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司销售多品类驱动转向大单品引领

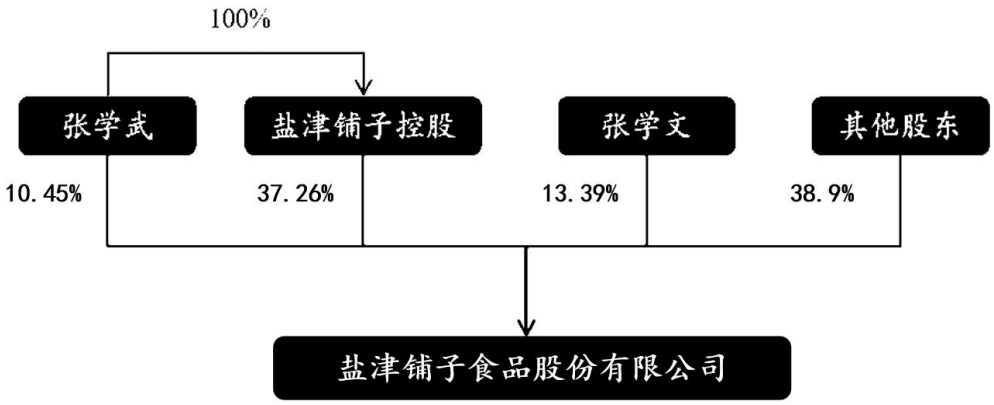


资料来源：ifind，华源证券研究所
注：各品类营收占比

公司股权结构清晰，管理层高瞻远瞩，经营高效、机制成熟。公司创始人是张学武先生，与张学文先生系兄弟关系，双方作为公司实际控制人；截至 2025 年 12 月 31 日，公司董事长张学武控股比例达 47.71%。公司管理层高瞻远瞩，具体体现在公司管理层把握住 2017-2020 年商超渠道需求升级机遇，同时能果断跳出“成功路径”依赖，在 2021-2022 年完成渠道战略转型：即公司成功抓住量贩零食与内容电商等新兴渠道红利，实现收入端第二轮高速增长；同时，公司孵化出魔芋素毛肚大单品，并借品类势能、调整组织架构以加速打通定量流通渠道，完成全渠道发展“拼图”，并为品类品牌沉淀、长期平台化发展奠定基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：公司股权结构清晰（截至 2025.12.31）



资料来源：ifind，华源证券研究所

2. 零食渠道变革创造需求β，盐津铺子综合优势明显

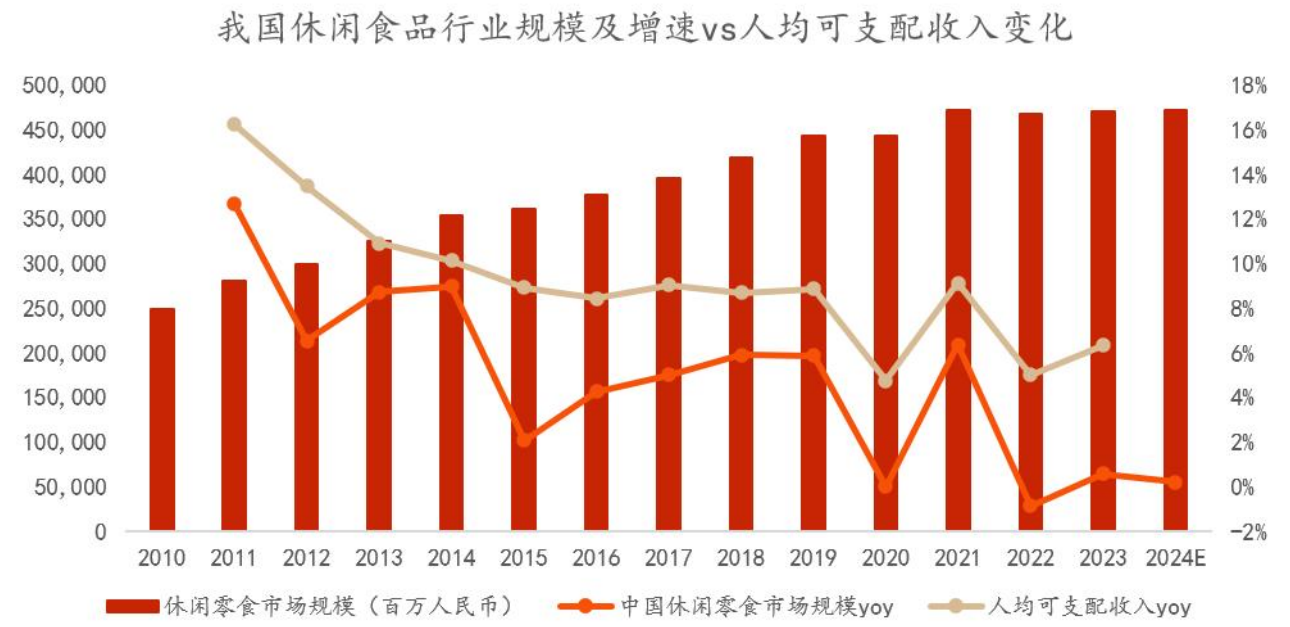
2.1. 零食供需两端分散，渠道衍化贡献行业β

我国休闲食品行业经过多年发展，目前已经过了快速增长期，进入稳态扩容阶段。作为可选消费品，休闲零食市场规模与经济情况相关，2015 年后我国休闲食品规模增速随着人均可支配收入的增速放缓而有所下降，根据欧睿国际，2012 年开始中国休闲食品行业规模增速下滑到个位数，预计 2010-2024 年行业 CAGR 为 5%。但从人均消费情况来看，2023 年，中国休闲零食消费量/消费额分别为 7kg/人以及 334 元/人。我国无论是消费量还是消费额，与发达国家有较大差距；伴随经济发展、人均收入提升，未来休闲零食市场规模仍有较大发展空间。

我国休闲零食行业较为分散，预计 2024 年整体 CR10 在 22%左右；且零食品类之间集中度差异较大，行业龙头仍有较大的整合空间。具体而言，2024 年我国市场以风味零食为主，销售额占比超 50%，但品类市场集中度低。其他集中度相对高的品类包括：1）糕点糖果的市场集中度较高，2023 年 CR5 为 40.9%；其中，玛氏市占率超过 20%，其余包括雀巢 6.9%、喜之郎 4.6%、旺旺 4.5%和费列罗 4.3%。2）冰淇淋 2023 年 CR5 为 50%；其中，伊利的市占率达到 25.3%，蒙牛和联合利华市占率较为接近，分别为 9.9%和 9.8%。3）燕麦：2023 年西麦和百事旗下的桂格市占率分别为 24%/20%；而卡乐比、桂林志强和家乐氏之间的市占率差距较小，2023 年行业 CR5 达 63.4%。对标海外，我国集中度较海外有较大差距。

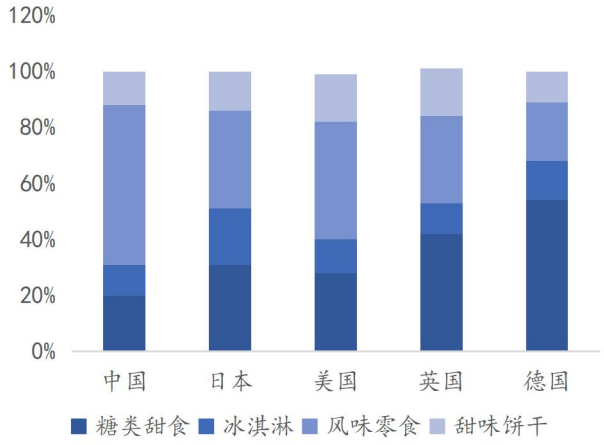
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：我国休闲食品行业规模处于稳步扩容期



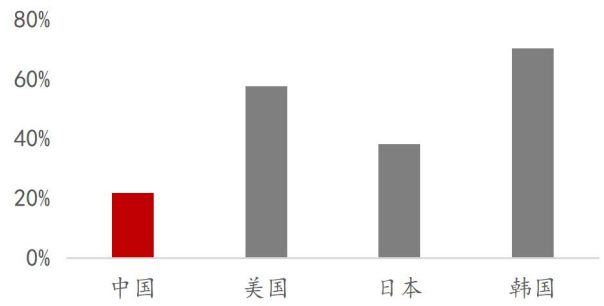
资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 6：我国零食市场以风味零食为主（2024 年市场规模占比/%）



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 7：2024 年我国休闲食品行业集中度（CR10）低于日美韩



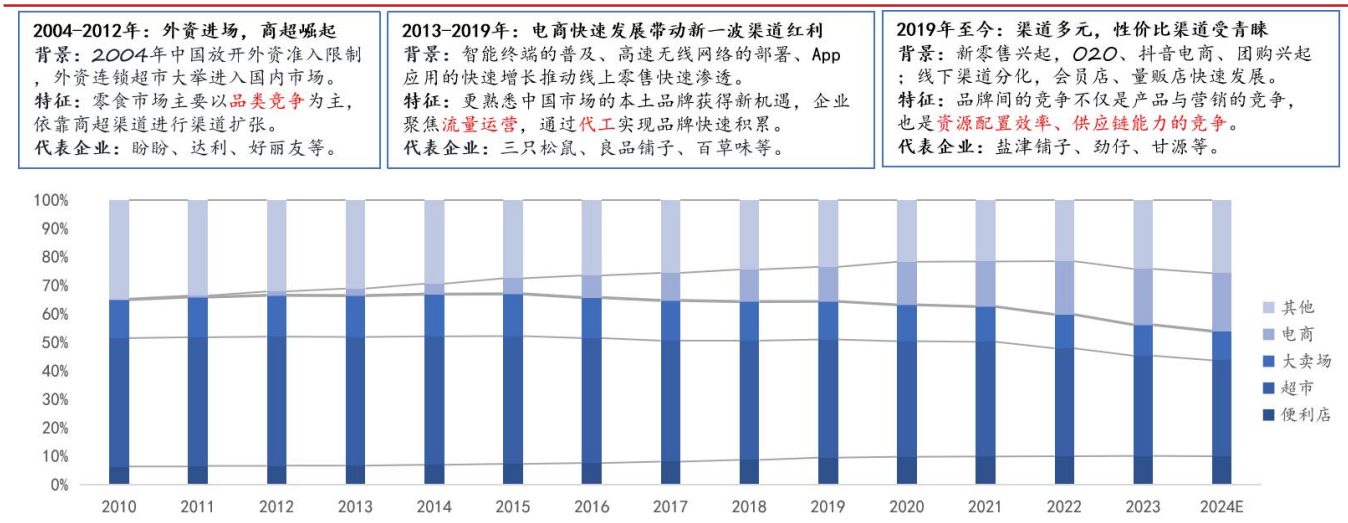
资料来源：欧睿国际（均为 2024 年数据），华源证券研究所

零食渠道变革催生市场机遇，而变革的共性是产业链提质增效。由于休闲零食行业容量大、但供需两端分散（2024 年我国行业整体 CR10 在 22%左右），单品上量需要时间，导致生产端企业对渠道的依赖性较大，实现产品的广覆盖和深穿透需要借助渠道资源。因此，品类红利和渠道变迁一般蕴含着机会；尤其在某一渠道崛起、红利释放后，能够积极拥抱该机遇的企业往往能够实现快速增长。复盘来看，我国零食行业 21 世纪以来主要经历了三轮较大的渠道变革，分别是 2004-2012 年外资进场，商超崛起阶段、2013-2019 年的电商高速发展阶段以及 2019 年至今的以量贩折扣、即时零售等为代表的多元渠道阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

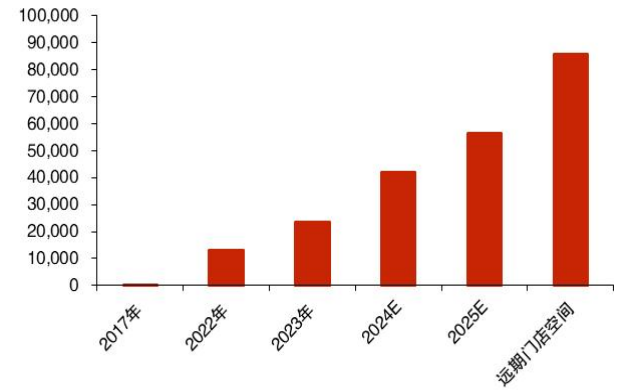
具体来看，商超渠道兴起于上世纪 90 年代，2012 年开始整体增势有所下降，业态从单一到多元。便利店在 2013 年后迎来快速发展，目前仍处于快速扩容阶段。随着网民数量增加、政策落实和资金涌入，电商渠道占零食行业销售的比重持续提升，从 2012 年之前的不到 1%增长到 2024 年的 20%以上；但随着电商渗透率提升、获客成本提升，线上零售额 2017 年以来增速放缓。近年，伴随性价比消费趋势上升，量贩零食、社区团购、会员制商超等高效、高质渠道纷纷崛起，行业再度进入洗牌期。

图表 8：我国零食渠道发展机遇以及受益品牌



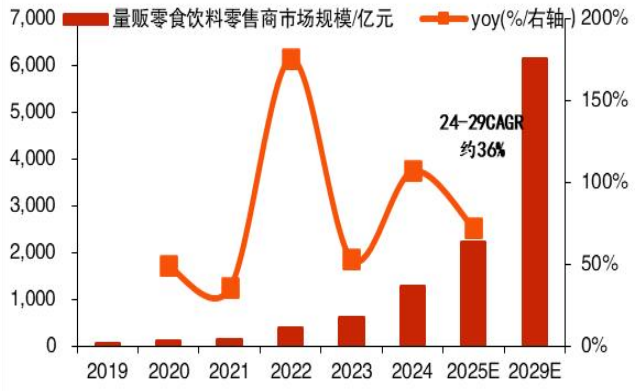
资料来源：欧睿国际等，华源证券研究所
注：上述图内容指各渠道销售额占比

图表 9：量贩行业门店数变化趋势



资料来源：灼识咨询，钛媒体，鸣鸣很忙招股书，万辰公司公告，MCR 嘉世咨询、零售圈、亿邦动力等公众号等，华源证券研究所

图表 10：量贩零食饮料渠道市场快速扩张



资料来源：万辰集团招股书，灼识咨询，国家统计局等，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 聚焦“产业提效”，多维竞争优势驱动

公司围绕“提效”构筑多维竞争优势（对市场变化的快速反应力与较强的执行力、高效供应链→性价比领先、“大魔王”品牌势能），以更快地把握渠道&品类β的机遇。

上市初，公司陆续推出“金铺子”、“蓝宝石”、“麻辣小镇”等店中岛渠道变革项目，并在商超提供人流量的基础上，**进一步提升终端销售转化率、品牌曝光率。**根据零售商业财经、新零售参考公众号，公司店中岛年销售坪效在 6 万元以上（2023 年），远高于国内商超平均坪效 2-3 万元（2025 年）；截至 2020 年，公司双岛覆盖率达 1.6 万个，强势占领商超散装渠道，同时也为经销渠道发展奠定品牌基础。总之，公司全力打造距离消费者最近的渠道，同时内部组织与团队资源全面向销售倾斜，从而逐步沉淀对**市场变化快速反应的能力**。

2021 年，面对商超人流量下滑以及需求降级趋势，公司果断转变思路、积极拥抱量贩零食、内容电商等新兴渠道。为更好满足性价比需求，公司强化原材料和生产基地布局，并通过**供应链提效实现“低成本之上的高品质+高性价比”**。具体而言，2025 年底公司在国内拥有湖南浏阳、江西修水、河南漯河、广西凭祥等多个生产基地（海外规划泰国魔芋工厂等），95%以上休闲零食产品为自产，并以“实验室+工厂”模式开展已有产品的改进以及新产品的研发工作，实现产研销高效联动；同时，公司目前在国内外已布局多个优质原料供应基地，进一步增强**低原料成本、稳定优质供应原材料的优势**。

2023 年，公司提出“1+7”多品类多品牌战略，同时在鹌鹑蛋、魔芋零食品类红利基础上，成功打造“蛋皇”、“大魔王”等新中式零食子品牌。在国内需求碎片化以及过往产品心智弱的背景下，零食品牌化一直是“难而正确”的事；而公司通过麻酱口味**魔芋素毛肚等大单品塑造品类品牌心智，并通过“大魔王”品牌快速突破国内定量流通渠道，打开下沉市场**。总之，在零食品类、渠道加速分化下的背景下，公司“大魔王”品牌初步完成国内卡位。此外，对下游渠道变革机遇的敏感、自身渠道结构的快速优化、品类品牌力的成功塑造均反映公司较强的执行力。



下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11：公司强化供应链建设，实现“低成本之上的高品质+高性价比”优势

	工厂	建设时间	生产品类等情况	产能
零食生产基地	湖南浏阳工厂	2005年	“实验室+工厂”的研发机制，因智能化、高人效，荣获国家工信部评选的“2022智能制造示范工厂揭榜单位”	22年超15万吨/年，其中2020年烘焙年产能达6万多吨/年
			生产辣卤零食、休闲短保烘焙等系列；其中烘焙生产中心拥有15条智能化产线（截至2020年）	
	魔芋生产车间（浏阳工厂）	2022年11月投产	素毛肚、魔芋丝等，国内魔芋制品自动化程度最高产线	23年设计满产60吨/天，在持续技改扩产
	江西修水工厂	2014年	“豆制品”、蛋类和深海加工类；22年达26条产线	鹌鹑蛋年产能3.5万吨（2025年）
	广西凭祥工厂	2017年	芒果干、榴莲冻肉、冻干系列产品	芒果干、菠萝干等日产能50-75吨
	河南漯河工厂	2019年	短保烘焙、膨化点心系列，以及全新包装的薯片、鹌鹑蛋等	远期产能规划30万吨休闲食品
	泰国工厂	2025年规划	魔芋、薯片等	/
原料生产基地	修水鹌鹑养殖基地	2024年	黄羽鹌鹑；2025年国内养殖农场规模第一，且贴近生产基地	24年养殖350万羽 三期达产后预计1300-1500万羽；24年无抗绿色鹌鹑蛋30吨/天
	魔芋精粉加工厂	2021年	云南曲靖的魔芋种植，自建魔芋精粉等生产基地；印尼的魔芋精粉加工厂	25H1云南魔芋精粉自供量超万吨
	新疆马铃薯全粉基地	2023年	马铃薯雪花全粉	年产能规划1万吨
	热带水果加工工厂	2018年起	在东南亚已拥有7家（2025年），是全球大型芒果干供应链企业之一	

资料来源：公司公告，公司官网，盐津铺子、广西产业园区等公众号，华源证券研究所

3. 全渠道+大单品驱动增长，盈利突破可期

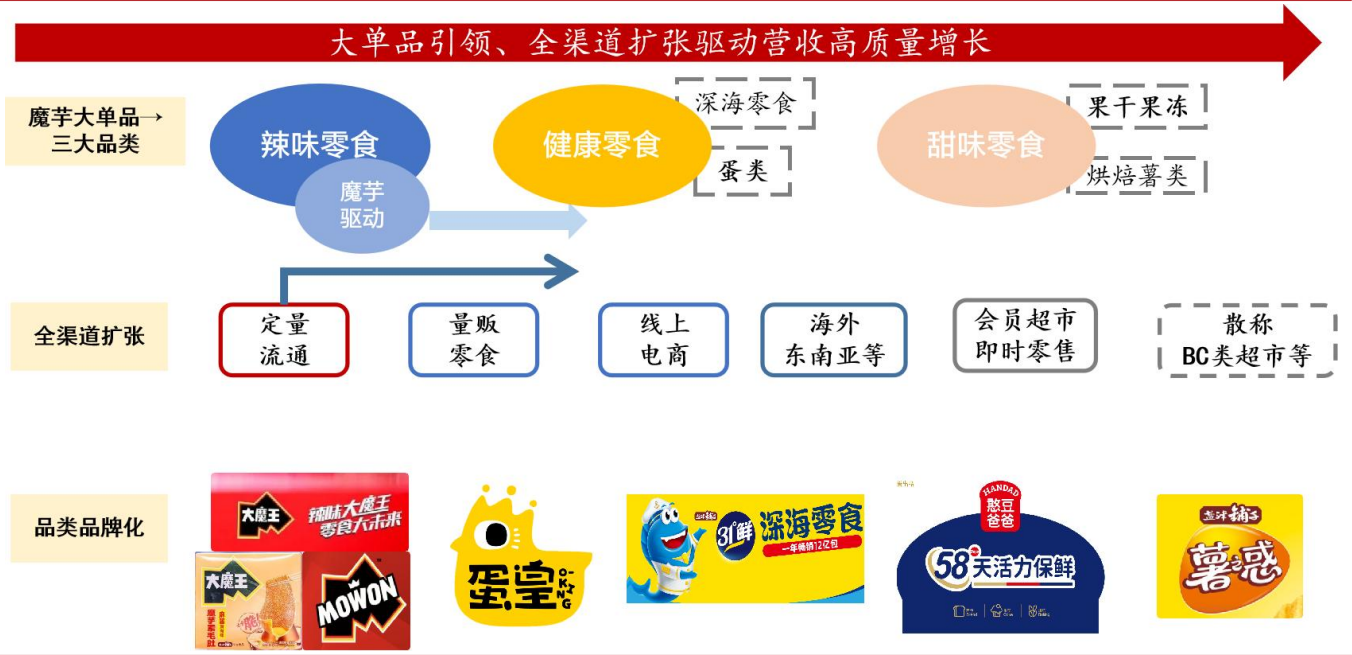
3.1. 国内魔芋大单品引领+全渠道扩张，出海培育新曲线

我们预计公司短期收入增长来源仍以魔芋大单品为主；其中，国内定量流通渠道持续放量；海外业务从以建设供应链为主切换至以搭建当地市场渠道为主，逐步培育海外增长新曲线。

品类端,公司休闲魔芋制品销售持续爬坡,2025 收入规模达 17.4 亿元,收入占比达 30.2%,同年营收增量占比约 196%；鉴于国内魔芋零食市场成长空间广阔，我们预计公司将延续大单品（麻酱素毛肚为核心，其他口味创新延伸为补充）策略，并带动虎皮豆干、虎皮鱼豆腐等辣味零食发展。渠道端，伴随量贩零食、线上电商等渠道红利逐步减弱，公司定量流通渠道高速增长接力，即在魔芋大单品高势能增长下，公司重点推进头部售点深耕（强化陈列面、堆头与品牌建设），同时加速全国化网点扩张；而伴随公司大单品进一步下沉渗透以及薄弱区域铺市补强，根据晓谈管理公众号，未来公司网点密度有望达 100 万个。

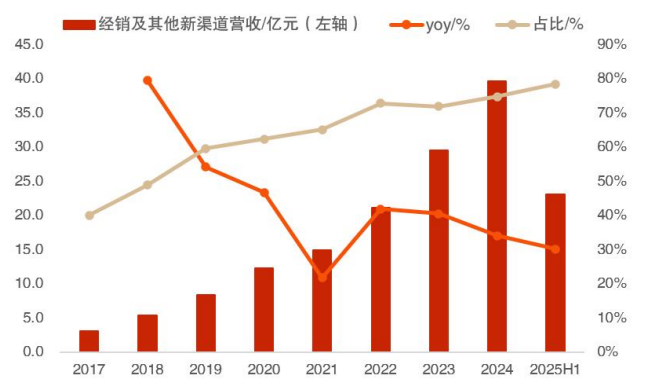
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：公司营收驱动逻辑切换



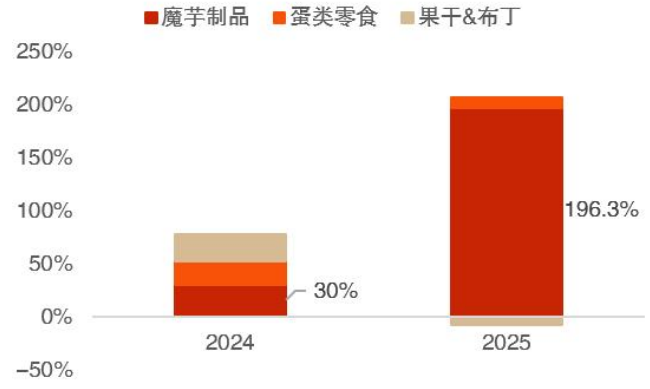
资料来源：华源证券研究所自制

图表 13：定量流通等贡献，公司经销及其他新渠道保持快增



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 14：公司核心品类营收增量贡献/%



资料来源：ifind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司加速全球化布局，培育增长新曲线。海外业务方面，早期公司以供应链布局为主，2025 年公司开始加码海外市场拓展，同年海外收入达 1.71 亿元，同比增长 172.47%。具体而言，公司聚焦东南亚、北美地区的高势能渠道，同时积极扩大“Mowon”品牌影响力；目前公司产品已销往 30 多个国家和地区，与泰国 7–11、新加坡思家客、美国 99 大华超市等主流渠道合作，其中公司凭借东南亚本土化生产（2025 年 2 月公司拟投资约 2.2 亿元在泰国建设魔芋等产品生产基地）优势，开发当地口味与包装形象创新，以更好地切入 CVS 渠道；2026 年 3 月，“大魔王”四大单品入驻京东 Joybuy 欧洲站（工艺升级对齐欧盟标准，即非辐照、清洁标签），覆盖英、德、法等六国市场。

另一方面，根据盐津铺子公众号，截至 2025 年 4 月，北美辣味零食市场规模已突破 500 亿美元，且在快速扩张；而东南亚市场近三年以 40%的速度快速扩容。总之，海外市场空间广阔；且伴随公司持续开拓东南亚、北美、欧洲等区域市场，尤其是当地高势能渠道；而以魔芋为核心的中国风味零食，有望像乐事的薯片一样，成长为全球性品类。

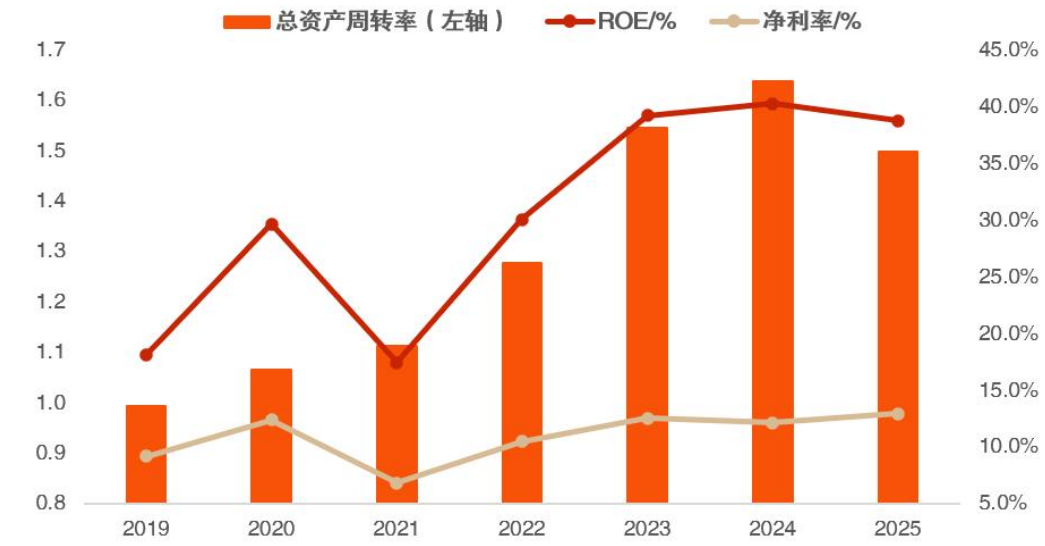
3.2. 魔芋大单品持续放量有望驱动盈利跃迁

公司在平台化发展模式下，未来 ROE 驱动逻辑或逐步从总资产周转率切换至净利率驱动；尤其未来在大单品规模效应+魔芋原料成本红利等贡献下，公司年净利率有望跃迁至 15%以上。

从公司 2020–2024 年 ROE 提升趋势看，总资产周转率持续爬坡（营收保持快增带动总资产周转率从约 1 增至 1.64）驱动为主，而整体净利率稳定在 10%–12%，基本处于零食行业平均水平；主要系期间公司增长模式为多品类、渠道驱动型扩张。而伴随魔芋等高毛利产品持续放量、2025 年主动调整产品与渠道结构（例如优化电商渠道中的贴牌产品），带动产品结构持续优化与费效比改善，进而促进公司盈利能力提升。此外，作为魔芋零食的主要原材料，2025 年魔芋精粉采购均价较上年同期变动超过 30%，而随着上游种植扩产以及公司对上游布局深化，我们认为公司魔芋原料成本具备较大的下降空间。总之，未来在魔芋原料成本回落、大单品规模效应以及品类品牌化红利释放后，我们认为，未来两年公司年度净利率有望突破 15%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：公司盈利能力仍有提升空间



资料来源：ifind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分

我们预计公司营业收入 2026-2028 年分别为 66/77/87 亿元，分别同比+15%/+15%/+14%。其中：1）伴随魔芋制品在定量流通渠道、加速全国化乃至全球市场放量，魔芋零食有望保持快增，预计 2026-2028 年公司营收分别为 24/31/39 亿元，同比增速分别为 38%/30%/25%，营收占比分别为 36%/40.5%/44.3%；2）蛋类零食在新品贡献、会员制商超等新渠道爬坡下，预计 2026-2028 年营收分别为 7.3/8.2/9.2 亿元，同比增速分别为 16%/13%/12%；3）海味零食预计在网点扩充、品牌拉动下保持稳健增长，预计 2026-2028 年营收分别为 8.8/10/11.2 亿元，同比增速分别为 15%/14%/12%。

利润端来看，我们预计销售等费用率持续优化，由于公司渠道结构调整、大单品规模效应以及品类品牌红利逐步释放，预计公司盈利能力将快速提升，利润增速趋势预计显著快于收入端增速，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 8.7/10.6/12.6 亿元，同比增速分别为 +16%/+22%/+19%，考虑到公司持续向平台化龙头进化，盈利提升势能较高，首次覆盖给予“买入”评级。

4.2. 相对估值

我们选取 A 股同类零食公司劲仔食品、有友食品、万辰集团作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值约为 16 倍；公司聚焦“产业提效”且具备多维竞争优势，不断向平台化零食龙头进化，未来营收稳健增长、盈利加速提升可期。

图表 16：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2026-6-18	26E	27E	28E	26E	27E	28E
003000.SZ	劲仔食品	9.70	0.63	0.76	0.89	15	13	11
300972.SZ	万辰集团	175.05	12.10	15.57	18.49	14	11	9
603697.SH	有友食品	10.78	0.57	0.68	0.76	19	16	14
平均						16	13	12

资料来源：ifind，华源证券研究所
注：收盘价单位为人民币元，EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

食品安全风险：若上市公司出现较大的食品安全问题，则将对收入和品牌形象带来较大的冲击。

行业竞争加剧风险：公司近年发展受益于魔芋品类红利，而随着越来越多的市场参与者进入，行业竞争加剧或导致销售、盈利不及预期的风险。

原材料价格波动风险：作为休闲零食公司，若上游原材料价格涨价且无法传导至终端消费，或会影响公司整体利润率水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	167	532	613	731
应收票据及账款	227	310	358	408
预付账款	131	164	189	215
其他应收款	10	19	22	25
存货	734	923	1,056	1,199
其他流动资产	146	96	111	127
流动资产总计	**1,416**	**2,044**	**2,348**	**2,705**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,828	1,882	2,021	2,222
在建工程	412	542	504	317
无形资产	264	256	248	240
长期待摊费用	46	37	19	21
其他非流动资产	115	115	115	115
非流动资产合计	**2,666**	**2,832**	**2,908**	**2,915**
资产总计	**4,082**	**4,876**	**5,256**	**5,621**
短期借款	369	561	336	0
应付票据及账款	476	625	716	812
其他流动负债	800	943	1,079	1,225
流动负债合计	**1,645**	**2,130**	**2,131**	**2,038**
长期借款	248	209	162	109
其他非流动负债	28	28	28	28
非流动负债合计	**277**	**238**	**190**	**137**
负债合计	**1,921**	**2,367**	**2,321**	**2,175**
股本	273	273	273	273
资本公积	360	360	360	360
留存收益	1,500	1,848	2,271	2,776
归属母公司权益	2,133	2,481	2,904	3,409
少数股东权益	28	28	31	36
股东权益合计	**2,161**	**2,509**	**2,935**	**3,446**
负债和股东权益合计	**4,082**	**4,876**	**5,256**	**5,621**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,762**	**6,647**	**7,658**	**8,742**
营业成本	**3,988**	**4,586**	**5,248**	**5,958**
税金及附加	49	57	66	75
销售费用	605	671	766	857
管理费用	191	259	272	306
研发费用	76	87	101	115
财务费用	24	20	10	-8
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-3	-3	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-2	-1	-1	-1
公允价值变动损益	2	1	1	1
资产处置收益	-8	-8	-8	-8
其他收益	109	100	100	100
营业利润	**927**	**1,056**	**1,286**	**1,529**
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	60	40	45	45
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**875**	**1,023**	**1,249**	**1,492**
所得税	132	154	187	224
净利润	**743**	**870**	**1,062**	**1,268**
少数股东损益	-6	0	3	5
归属母公司股东净利润	**748**	**870**	**1,058**	**1,263**
EPS(元)	2.74	3.19	3.88	4.63

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	743	819	1,015	1,221
折旧与摊销	218	254	294	313
财务费用	24	20	10	-8
投资损失	2	1	1	1
营运资金变动	-160	29	3	4
其他经营现金流	83	67	62	62
经营性现金净流量	**909**	**1,189**	**1,384**	**1,592**
投资性现金净流量	**-884**	**-436**	**-386**	**-336**
筹资性现金净流量	**-92**	**-388**	**-917**	**-1,139**
现金流量净额	**-69**	**364**	**81**	**118**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	8.64%	15.35%	15.22%	14.16%
营业利润增长率	28.96%	13.89%	21.84%	18.90%
归母净利润增长率	16.95%	16.23%	21.68%	19.34%
经营现金流增长率	-19.84%	30.82%	16.39%	15.05%
盈利能力				
毛利率	30.80%	31.00%	31.47%	31.85%
净利率	12.89%	13.09%	13.86%	14.51%
ROE	35.09%	35.07%	36.45%	37.05%
ROA	18.33%	17.84%	20.14%	22.47%
估值倍数				
P/E	17.50	15.06	12.37	10.37
P/S	2.27	1.97	1.71	1.50
P/B	6.14	5.28	4.51	3.84
股息率	0.83%	3.98%	4.85%	5.79%
EV/EBITDA	17	11	9	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。