

从“产品出海”到“链路出海”

核心观点

- 出海布局升级，开启全球化第二增长曲线。**盐津铺子正加速由“产品出海”向“供应链+品牌”出海转型。公司宣布投资 2.2 亿元在泰国设首个海外工厂，聚焦魔芋和薯片品类，配套当地低成本原料与人工优势。公司董事长张学武先生提出 3-5 年“再造一个盐津”，目标让海外业务占比达 10%-20%，战略进入实质落地期。
- 魔芋风口起势，公司具备先发与品类红利。**魔芋健康属性与中式调味高度契合，2024 年“大魔王”魔芋素毛肚营收同比+76%，已成行业现象级单品。中国魔芋零食市场已超 300 亿元，预计五年 CAGR 达 28%。泰国出厂产品已实现 80%以上本地销售，公司正强化区域适配与产品本地化研发。
- 渠道变革与组织进化支撑海外复制能力。**渠道端，商超占比由 2017 年 54%降至 2024 年 3.6%，电商与新零售渠道合计已超 96%。供应链、品牌、渠道均具“标准化复制”基础，支持海外复制落地。
- 海外业务潜力大，预期差或来自节奏与认知。**当前市场对海外盈利节奏和风味适配仍存疑虑，公司推进“本地原料+本地制造+区域调味”打法，已从贸易型出海转向在地化经营。中式辣味零食正借社媒出圈，盐津具备从区域龙头向全球品牌转化的可能，海外将是未来核心看点与估值中枢变量。
- 财务表现稳健，利润承压下仍保持增长动能。**2025 年 Q1 公司实现营收 15.37 亿元/+25.7%，归母净利 1.78 亿元/+11.6%，净利率为 11.5%。毛利率 28.5%，同比下降 3.6pct，主要由于公司渠道结构和产品品类结构占比发生变化。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025 - 2027 年归属母公司净利润分别为 7.83 亿元、9.99 亿元和 12.15 亿元（原 25/26 年预测值为 8.78 亿元、10.66 亿元），下调整主要由于原材料和人工成本波动，以及业务结构调整。公司在产品品类聚焦、渠道结构优化及海外供应链布局加速等多重驱动下盈利能力持续增强，参考可比公司，给予公司 2025 年 32 倍 PE，对应目标价为 91.84 元，维持“买入”评级。

风险提示

海外产能投建及销售渠道拓展存在不及预期风险；主要原材料价格波动或带来成本端压力；新品类爆款可持续性 & 单品生命周期存在不确定性；若国内外消费复苏节奏放缓，可能对公司收入及利润增速造成扰动。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,115	5,304	6,535	7,847	9,190
同比增长(%)	42.2%	28.9%	23.2%	20.1%	17.1%
营业利润(百万元)	584	719	883	1,127	1,364
同比增长(%)	71.1%	23.2%	22.9%	27.5%	21.1%
归属母公司净利润(百万元)	506	640	783	999	1,215
同比增长(%)	67.8%	26.5%	22.3%	27.6%	21.6%
每股收益(元)	1.85	2.35	2.87	3.66	4.45
毛利率(%)	33.5%	30.7%	30.2%	29.8%	29.5%
净利率(%)	12.3%	12.1%	12.0%	12.7%	13.2%
净资产收益率(%)	39.2%	40.2%	35.8%	31.8%	28.6%
市盈率	43.9	34.7	28.3	22.2	18.3
市净率	15.3	12.8	8.4	6.1	4.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年07月01日）	81.35 元
目标价格	91.84 元
52 周最高价/最低价	99.98/35.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	27,278/24,572
A 股市值（百万元）	22,191
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 07 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.28	-7.9	21	89.83
相对表现%	-0.71	-10.57	19.58	76.47
沪深 300%	0.99	2.67	1.42	13.36



证券分析师	
谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520070001

投资建议

- 我们预测公司 2025 - 2027 年归属母公司净利润分别为 7.83 亿元、9.99 亿元和 12.15 亿元（原 25/26 年预测值为 8.78 亿元、10.66 亿元），下调调整主要由于原材料和人工成本波动，以及业务结构调整。公司在产品品类聚焦、渠道结构优化及海外供应链布局加速等多重驱动下盈利能力持续增强，参考可比公司，给予公司 2025 年 32 倍 PE，对应目标价为 91.84 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/7/1	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
洽洽食品	002557	21.50	1.68	1.51	1.77	1.91	12.80	14.26	12.16	11.25
良品铺子	603719	12.14	-0.12	0.04	0.22	0.32	-105.57	300.50	55.54	37.84
甘源食品	002991	62.65	4.04	4.38	5.18	6.08	15.52	14.29	12.08	10.30
劲仔食品	003000	13.32	0.65	0.73	0.87	1.03	20.62	18.15	15.25	12.90
妙可蓝多	600882	31.44	0.22	0.44	0.62	0.83	141.69	71.44	50.34	37.83
立高食品	300973	49.60	1.58	1.98	2.37	2.75	31.34	25.02	20.92	18.06
天味食品	603317	11.15	0.59	0.65	0.73	0.81	19.01	17.14	15.26	13.68
恒顺醋业	600305	7.65	0.12	0.16	0.19	0.21	66.46	46.99	40.63	36.17
调整后平均								32.17	25.76	21.65

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

海外产能投建及销售渠道拓展存在不及预期风险；主要原材料价格波动或带来成本端压力；新品类爆款可持续性 & 单品生命周期存在不确定性；若国内外消费复苏节奏放缓，可能对公司收入及利润增速造成扰动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	310	235	1,571	2,574	3,703	营业收入	4,115	5,304	6,535	7,847	9,190
应收票据及应收账款	211	262	392	471	552	营业成本	2,735	3,676	4,560	5,509	6,482
预付账款	145	85	200	214	226	销售费用	516	663	768	862	964
存货	594	744	912	1,102	1,296	管理费用	183	219	242	267	302
其他	44	76	84	88	91	研发费用	80	80	98	118	138
流动资产合计	1,304	1,402	3,160	4,449	5,868	财务费用	16	13	37	31	21
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	16	4	0	0	0
固定资产	1,135	1,467	1,581	1,722	1,810	公允价值变动收益	0	(2)	(1)	(1)	(1)
在建工程	33	242	227	210	271	投资净收益	2	(2)	0	0	0
无形资产	198	245	240	234	229	其他	12	73	54	67	81
其他	200	255	217	217	217	营业利润	584	719	883	1,127	1,364
非流动资产合计	1,566	2,209	2,265	2,383	2,526	营业外收入	1	4	2	2	2
资产总计	2,870	3,612	5,424	6,831	8,395	营业外支出	11	11	10	10	10
短期借款	300	340	340	340	340	利润总额	574	712	875	1,119	1,356
应付票据及应付账款	320	634	663	801	943	所得税	61	72	88	112	136
其他	756	538	1,417	1,680	1,881	净利润	513	640	787	1,006	1,220
流动负债合计	1,376	1,512	2,420	2,821	3,164	少数股东损益	8	1	4	7	5
长期借款	0	261	261	261	261	归属于母公司净利润	506	640	783	999	1,215
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.85	2.35	2.87	3.66	4.45
其他	32	65	56	56	56	主要财务比率					
非流动负债合计	32	326	317	317	317		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,408	1,838	2,737	3,138	3,481	成长能力					
少数股东权益	15	39	43	50	55	营业收入	42.2%	28.9%	23.2%	20.1%	17.1%
股本	196	273	273	273	273	营业利润	71.1%	23.2%	22.9%	27.5%	21.1%
资本公积	233	262	389	389	389	归属于母公司净利润	67.8%	26.5%	22.3%	27.6%	21.6%
留存收益	1,017	1,200	1,983	2,982	4,196	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	33.5%	30.7%	30.2%	29.8%	29.5%
股东权益合计	1,462	1,773	2,688	3,694	4,914	净利率	12.3%	12.1%	12.0%	12.7%	13.2%
负债和股东权益总计	2,870	3,612	5,424	6,831	8,395	ROE	39.2%	40.2%	35.8%	31.8%	28.6%
现金流量表						ROIC	28.6%	30.0%	28.0%	25.9%	24.3%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	513	640	787	1,006	1,220	资产负债率	49.1%	50.9%	50.5%	45.9%	41.5%
折旧摊销	139	146	104	118	133	净负债率	14.9%	21.8%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	16	13	37	31	21	流动比率	0.95	0.93	1.31	1.58	1.85
投资损失	(2)	2	(0)	(0)	(0)	速动比率	0.52	0.44	0.93	1.19	1.44
营运资金变动	(18)	128	281	115	53	营运能力					
其它	14	204	28	1	1	应收账款周转率	22.1	22.4	20.0	18.2	18.0
经营活动现金流	664	1,134	1,237	1,271	1,427	存货周转率	5.2	5.5	5.5	5.5	5.4
资本支出	(220)	(728)	(197)	(236)	(277)	总资产周转率	1.5	1.6	1.4	1.3	1.2
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(77)	(27)	(2)	(0)	(0)	每股收益	1.85	2.35	2.87	3.66	4.45
投资活动现金流	(296)	(755)	(199)	(237)	(277)	每股经营现金流	3.39	4.16	4.53	4.66	5.23
债权融资	79	54	207	0	0	每股净资产	5.30	6.36	9.70	13.36	17.81
股权融资	(1)	106	127	0	0	估值比率					
其他	(333)	(611)	(37)	(31)	(21)	市盈率	43.9	34.7	28.3	22.2	18.3
筹资活动现金流	(255)	(452)	297	(31)	(21)	市净率	15.3	12.8	8.4	6.1	4.6
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	30.7	25.9	22.2	17.8	15.0
现金净增加额	113	(73)	1,336	1,003	1,129	EV/EBIT	37.9	31.1	24.7	19.6	16.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。