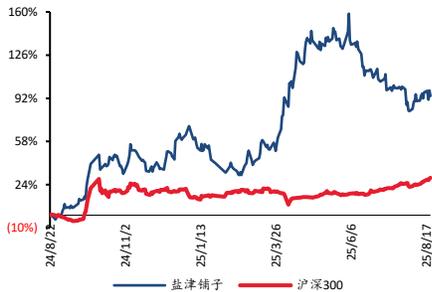


盐津铺子：魔芋大单品维持高增，Q2 净利率表现亮眼

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	2.73/2.46
总市值/流通(亿元)	197.3/177.73
12个月内最高/最低价(元)	99.98/36.62

相关研究报告

<<盐津铺子：Q3 收入增速环比提速，扣非净利润有所波动>>—2024-10-29

<<电商、零食量贩渠道红利延续，大单品打造初显成效>>—2024-08-15

<<全渠道驱动核心品类扩张，一季度延续高势能增长>>—2024-04-25

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：盐津铺子发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营收 29.41 亿元，同比+19.58%；归母净利润 3.73 亿元，同比+16.7%；扣非归母净利润 3.34 亿元，同比+22.5%。2025Q2 实现营收 14.03 亿元，同比+13.54%；归母净利润 1.95 亿元，同比+21.75%；扣非归母净利润 1.78 亿元，同比+31.78%。

Q2 收入略有降速，大单品魔芋维持高增。分产品看，2025H1 休闲魔芋制品/辣卤零食/烘焙薯类/果干果冻/深海零食/蛋类零食分别实现营收 7.91/13.2/4.59/4.28/3.63/3.09 亿元，同比+155.1%/+47.05%/-18.42%/+9.01%/+11.93%/+29.57%。其中魔芋制品半年体量已超过去年全年，二季度魔芋逐步打破月销记录，维持高增长。辣卤零食和蛋类零食维持较快增长，蛋皇鹤鹑蛋持续放量，会员店渠道表现亮眼。分渠道看，2025H1 经销/电商/直营 KA 渠道销售额分别为 23.03/5.74/0.63 亿元，同比+30.09%/-0.97%/-42.00%。经销商渠道稳步增长，魔芋和鹤鹑蛋大单品维持高增，零食量贩渠道、定量流通和会员商超渠道整体表现增速好于其他渠道。公司 3 月主动调整电商渠道，公司主动淘汰较多低毛利率品相和部分贴牌产品进行缩减，导致电商近几个月销售有所下滑。未来公司线上将侧重于核心品相和品牌传播以及消费者行为研究。公司持续重点发力定量装，上半年增速领先，逐步已成为强势品类。

Q2 净利率超预期，魔芋原材料价格上涨致毛利率承压，费用率大幅优化。2025H1 公司毛利率为 29.66%，同比下降 2.87pcts，主要由于原材料魔芋价格大幅提升；销售/管理/研发/财务费用率为 10.57%/3.55%/1.16%/0.43%，同比-2.7/-0.96/-0.4/+0.16pcts；净利率 12.57%，同比-0.46pcts。其中 2025Q2 毛利率 30.97%，同比-1.98pcts；销售/管理/研发/财务费用率为 9.84%/3.67%/1.19%/0.52%，同比-3.7/-1.12/-0.63/+0.26pcts；净利率为 13.79%，同比+0.79pcts。公司销售费用率明显优化主要因为渠道结构变化和股份支付费用下降，管理费用率下降系管理提效优化以及股份支付费用下降所致。在 Q2 毛利率有所下滑背景下，公司通过费用率大幅优化推动净利率较同期改善。

投资建议：根据公司中报情况以及渠道情况调整盈利预测，预计 2025-2027 年收入增速分别为 20.7%/18.8%/15.1%，归母净利润增速分别为 26.6%/32.4%/26.7%，EPS 分别为 2.97/3.93/4.98 元，对应当前股价 PE 分别为 24x/18x/15x，我们按照 2026 年业绩给予 22 倍，一年目标价 86.48 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,304	6,404	7,610	8,758
营业收入增长率(%)	28.89%	20.74%	18.83%	15.08%
归母净利润（百万元）	640	810	1,073	1,359
净利润增长率(%)	26.53%	26.62%	32.40%	26.72%
摊薄每股收益（元）	2.36	2.97	3.93	4.98
市盈率（PE）	26.53	24.35	18.39	14.51

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	310	235	449	978	1,781
应收和预付款项	355	347	656	774	888
存货	594	744	1,081	1,263	1,444
其他流动资产	44	76	86	90	95
流动资产合计	1,304	1,402	2,272	3,105	4,207
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	1	0	1	2	2
固定资产	1,135	1,467	1,332	1,193	1,052
在建工程	33	242	331	421	510
无形资产开发支出	198	245	250	255	259
长期待摊费用	15	23	23	23	23
其他非流动资产	1,488	1,633	2,479	3,327	4,444
资产总计	2,870	3,612	4,416	5,220	6,291
短期借款	300	340	283	227	170
应付和预收款项	320	634	669	781	893
长期借款	0	261	261	261	261
其他负债	788	603	1,054	1,203	1,348
负债合计	1,408	1,838	2,267	2,471	2,672
股本	196	273	273	273	273
资本公积	458	389	420	420	420
留存收益	1,017	1,200	1,544	2,142	3,011
归母公司股东权益	1,447	1,735	2,110	2,708	3,577
少数股东权益	15	39	40	41	43
股东权益合计	1,462	1,773	2,149	2,749	3,619
负债和股东权益	2,870	3,612	4,416	5,220	6,291

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	664	1,134	751	1,239	1,534
投资性现金流	-296	-755	-152	-179	-183
融资性现金流	-255	-452	-383	-531	-548
现金增加额	113	-73	214	529	803

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,115	5,304	6,404	7,610	8,758
营业成本	2,735	3,676	4,503	5,261	6,014
营业税金及附加	33	40	50	61	84
销售费用	516	663	696	796	894
管理费用	183	219	224	260	289
财务费用	16	13	21	24	28
资产减值损失	-1	0	0	0	0
投资收益	2	-2	2	3	3
公允价值变动	0	-2	0	0	0
营业利润	584	719	953	1,259	1,508
其他非经营损益	-10	-7	-7	-7	-8
利润总额	574	712	947	1,252	1,501
所得税	61	72	135	178	140
净利润	513	640	811	1,074	1,361
少数股东损益	8	1	1	1	2
归母股东净利润	506	640	810	1,073	1,359

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.54%	30.69%	29.68%	30.87%	31.33%
销售净利率	12.29%	12.07%	12.65%	14.10%	15.52%
销售收入增长率	42.22%	28.89%	20.74%	18.83%	15.08%
EBIT 增长率	71.56%	21.65%	29.51%	31.96%	19.79%
净利润增长率	67.76%	26.53%	26.62%	32.40%	26.72%
ROE	34.95%	36.89%	38.41%	39.62%	38.01%
ROA	17.62%	17.72%	18.35%	20.55%	21.61%
ROIC	27.35%	27.62%	28.99%	32.19%	32.89%
EPS (X)	1.88	2.36	2.97	3.93	4.98
PE (X)	36.96	26.53	24.35	18.39	14.51
PB (X)	9.41	9.84	9.35	7.29	5.52
PS (X)	3.31	3.22	3.08	2.59	2.25
EV/EBITDA (X)	17.68	18.52	17.46	13.32	10.83

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。