

## 盐津铺子 (002847.SZ)

## Q3 魔芋高增延续，控费提效盈利提升

公司发布 2025 年三季报，公司 Q3 收入/归母净利润分别增长+6.0%/+33.5%。Q3 魔芋延续强劲增长，溏心蛋新品反馈不错，渠道端定量流通、量贩、会员商超渠道表现较好，电商调整回升中。未来三年公司聚焦魔芋品类，同时通过研发突破其余品类，利用大单品提升品牌势能，辣味事业部加大投入打造品牌。预计公司 25-27 年 EPS 分别为 2.99、3.46、4.05 元，对应 26 年 20xPE 估值，维持“强烈推荐”评级。

- Q3 收入/归母净利润分别增长+6.0%/+33.5%。公司发布 2025 年三季报业绩，公司 25 年 Q1-Q3 实现总收入 44.3 亿，同比+14.7%；归母净利润 6.0 亿，同比+22.6%；扣非归母净利润 5.5 亿，同比+30.5%。25Q3 公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 14.9 亿元/2.3 亿元/2.2 亿元，同比分别+6.0%/+33.5%/+45.0%。收入放缓系电商、传统渠道调整拖累，利润表现超预期。
- Q3 魔芋延续强劲增长，定量流通、量贩渠道表现较好。分产品看，Q3 魔芋产品增长势能延续，贡献大部分营收增长，新口味积极铺市推广中；溏心鹌鹑蛋新品在山姆动销反馈良好；深海零食、豆制品等其他传统产品增长相对稳健。分渠道看，定量流通渠道同比高增，终端网点目前达到 20-30 万个；量贩受益于下游开店与合作深化，动销增长较快；即时零售、会员商超渠道占比也在上升；电商渠道 7 月份单月销售触底，目前逐步回升；海外渠道稳步推进中。
- 主动调整电商优化毛利率，费率下降净利率明显提升。25Q3 公司实现毛利率 31.6%，同比+1.0pct，毛利率上升主要系品类结构梳理、低毛利产品占比下降，Q3 公司销售/管理费用率分别为 8.6%/3.3%，分别同比-3.5pct/+0.1pct，销售费率明显下降系电商渠道调整、费用投入下降带来。Q3 公司实现归母净利率 15.6%，同比+3.2pct；扣非归母净利率 14.8%，同比+4.0pct，Q3 盈利能力提升明显，单季度净利率创历史新高。
- 投资建议：看好品类品牌势能延续，渠道建设推进，利润进一步释放。公司 Q3 收入/归母净利润分别增长+6.0%/+33.5%。Q3 魔芋延续强劲增长，溏心蛋新品反馈不错，渠道端定量流通、量贩、会员商超渠道表现较好，电商调整回升中。未来三年公司聚焦魔芋品类，同时通过研发突破其余品类，利用大单品提升品牌势能，辣味事业部加大投入打造品牌。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 8.15 亿/9.44 亿/11.05 亿，预计 25-27 年 EPS 分别为 2.99、3.46、4.05 元，对应 26 年 20xPE 估值，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、产能释放不及预期、成本上涨

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 4115 | 5304 | 6035  | 7017  | 8144  |
| 同比增长       | 42%  | 29%  | 14%   | 16%   | 16%   |
| 营业利润(百万元)  | 584  | 719  | 956   | 1106  | 1294  |
| 同比增长       | 71%  | 23%  | 33%   | 16%   | 17%   |

## 强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标估值:

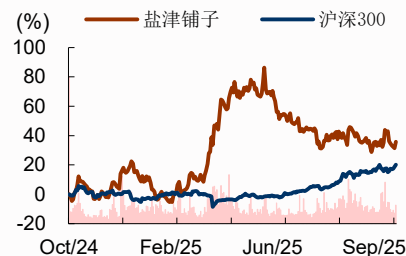
当前股价: 70.35 元

## 基础数据

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 总股本 (百万股)         | 273    |
| 已上市流通股 (百万股)      | 246    |
| 总市值 (十亿元)         | 19.2   |
| 流通市值 (十亿元)        | 17.3   |
| 每股净资产 (MRQ)       | 7.8    |
| ROE (TTM)         | 35.2   |
| 资产负债率             | 46.7%  |
| 主要股东 湖南盐津铺子控股有限公司 |        |
| 主要股东持股比例          | 37.25% |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 0  | -20 | 29  |
| 相对表现 | -3 | -45 | 10  |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《盐津铺子 (002847) —深挖单品潜力，品牌化战略逐步推进》  
2025-10-17

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

胡思蓓 S1090524090002

✉ husibei@cmschina.com.cn

|            |      |      |      |      |      |
|------------|------|------|------|------|------|
| 归母净利润(百万元) | 506  | 640  | 815  | 944  | 1105 |
| 同比增长       | 68%  | 27%  | 27%  | 16%  | 17%  |
| 每股收益(元)    | 2.58 | 2.35 | 2.99 | 3.46 | 4.05 |
| PE         | 27.3 | 30.0 | 23.6 | 20.3 | 17.4 |
| PB         | 13.3 | 11.1 | 9.6  | 8.5  | 7.5  |

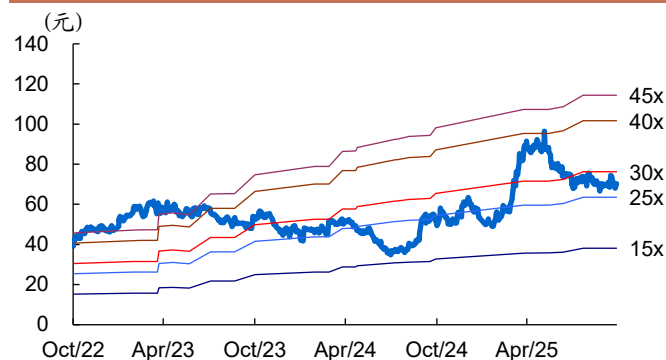
资料来源：公司数据、招商证券

## 单季度利润表

| 单位: 百万元     | 23Q4  | 24Q1  | 24Q2  | 24Q3  | 24Q4  | 25Q1  | 25Q2  | 25Q3  | 2023  | 2024  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入     | 1111  | 1223  | 1236  | 1402  | 1443  | 1537  | 1403  | 1486  | 4115  | 5304  |
| 二、营业总成本     | 998   | 1069  | 1090  | 1221  | 1314  | 1361  | 1189  | 1232  | 3578  | 4694  |
| 其中: 营业成本    | 766   | 831   | 829   | 973   | 1045  | 1100  | 969   | 1016  | 2735  | 3676  |
| 营业税金及附加     | 8     | 9     | 10    | 11    | 10    | 12    | 11    | 14    | 33    | 40    |
| 营业费用        | 146   | 159   | 167   | 170   | 167   | 173   | 138   | 128   | 516   | 663   |
| 管理费用        | 53    | 52    | 59    | 44    | 65    | 53    | 51    | 48    | 183   | 219   |
| 研发费用        | 17    | 16    | 22    | 19    | 22    | 17    | 17    | 17    | 80    | 80    |
| 财务费用        | 5     | 4     | 3     | 2     | 4     | 6     | 7     | 7     | 16    | 13    |
| 资产减值损失      | 3     | -1    | 0     | 2     | 3     | 1     | -4    | 2     | 16    | 4     |
| 三、其他经营收益    | 17    | 34    | 30    | 27    | 19    | 34    | 26    | 24    | 46    | 109   |
| 公允价值变动收益    | 22    | 34    | 30    | 32    | 29    | 35    | 29    | 30    | 60    | 124   |
| 投资收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | -2    | 1     | 0     | 0     | 0     | -2    |
| 其他收益        | 1     | 1     | 1     | 0     | -4    | 0     | -2    | 0     | 2     | -2    |
| 四、营业利润      | 130   | 188   | 175   | 208   | 148   | 211   | 240   | 278   | 584   | 719   |
| 加: 营业外收入    | 0     | 0     | 2     | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     | 1     | 4     |
| 减: 营业外支出    | 3     | 6     | 1     | 2     | 3     | 5     | 5     | 11    | 11    | 11    |
| 五、利润总额      | 128   | 182   | 177   | 207   | 146   | 206   | 236   | 268   | 574   | 712   |
| 减: 所得税      | 18    | 22    | 16    | 32    | 1     | 30    | 42    | 37    | 61    | 72    |
| 六、净利润       | 110   | 160   | 161   | 175   | 145   | 176   | 193   | 231   | 513   | 640   |
| 减: 少数股东损益   | 0     | 0     | 1     | 1     | -2    | -2    | -1    | 0     | 8     | 1     |
| 七、归属母公司净利润  | 110   | 160   | 160   | 174   | 147   | 178   | 195   | 232   | 506   | 640   |
| EPS         | 0.56  | 0.59  | 0.59  | 0.64  | 0.54  | 0.65  | 0.71  | 0.85  | 2.6   | 3.7   |
| <b>主要比率</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 毛利率         | 31.1% | 32.1% | 33.0% | 30.6% | 27.6% | 28.5% | 31.0% | 31.6% | 33.5% | 30.7% |
| 主营税金率       | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.7%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.9%  | 0.8%  | 0.8%  |
| 销售费率        | 13.2% | 13.0% | 13.5% | 12.1% | 11.5% | 11.2% | 9.8%  | 8.6%  | 12.5% | 12.5% |
| 管理费率        | 4.8%  | 4.2%  | 4.8%  | 3.1%  | 4.5%  | 3.4%  | 3.7%  | 3.3%  | 4.4%  | 4.1%  |
| 营业利润率       | 11.7% | 15.3% | 14.2% | 14.8% | 10.3% | 13.7% | 17.1% | 18.7% | 14.2% | 13.6% |
| 实际税率        | 13.9% | 12.1% | 9.1%  | 15.5% | 0.8%  | 14.6% | 18.0% | 13.7% | 10.6% | 10.0% |
| 归母净利率       | 9.9%  | 13.0% | 12.9% | 12.4% | 10.2% | 11.6% | 13.9% | 15.6% | 12.3% | 12.1% |
| <b>YoY</b>  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 收入增长率       | 20.2% | 37.0% | 23.4% | 26.2% | 30.0% | 25.7% | 13.5% | 6.0%  | 42.2% | 28.9% |
| 营业利润增长率     | 25.4% | 46.7% | 7.4%  | 27.7% | 14.1% | 12.5% | 37.2% | 33.8% | 71.1% | 23.2% |
| 净利润增长率      | 32.6% | 43.1% | 19.1% | 15.6% | 33.7% | 11.6% | 21.7% | 33.5% | 67.8% | 26.5% |

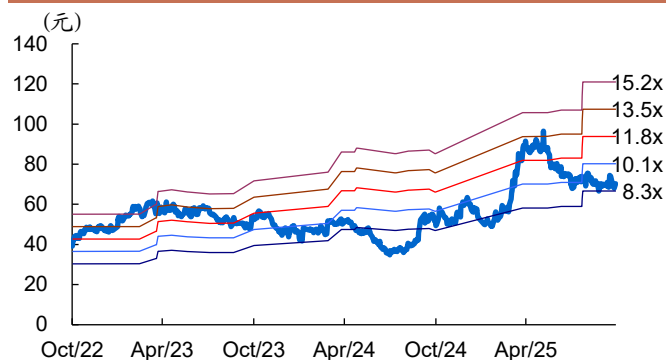
资料来源: 公司报表

图 1: 盐津铺子历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 盐津铺子历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

## 参考报告:

1、《盐津铺子（002847）—深挖单品潜力，品牌化战略逐步推进》2025-10-17

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 1304        | 1402        | 1789        | 2066        | 2427        |
| 现金             | 310         | 235         | 478         | 540         | 656         |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 211         | 262         | 277         | 323         | 374         |
| 其它应收款          | 17          | 15          | 17          | 20          | 23          |
| 存货             | 594         | 744         | 849         | 989         | 1148        |
| 其他             | 172         | 146         | 167         | 194         | 225         |
| <b>非流动资产</b>   | 1566        | 2209        | 2680        | 2890        | 2973        |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 1135        | 1467        | 1968        | 2204        | 2309        |
| 无形资产商誉         | 199         | 249         | 224         | 202         | 181         |
| 其他             | 231         | 493         | 488         | 485         | 482         |
| <b>资产总计</b>    | <b>2870</b> | <b>3612</b> | <b>4469</b> | <b>4956</b> | <b>5400</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1376        | 1512        | 2100        | 2337        | 2479        |
| 短期借款           | 300         | 340         | 836         | 932         | 915         |
| 应付账款           | 320         | 634         | 731         | 852         | 989         |
| 预收账款           | 100         | 89          | 103         | 120         | 139         |
| 其他             | 656         | 448         | 430         | 433         | 435         |
| <b>长期负债</b>    | 32          | 326         | 326         | 326         | 326         |
| 长期借款           | 0           | 261         | 261         | 261         | 261         |
| 其他             | 32          | 65          | 65          | 65          | 65          |
| <b>负债合计</b>    | <b>1408</b> | <b>1838</b> | <b>2426</b> | <b>2663</b> | <b>2805</b> |
| 股本             | 196         | 273         | 273         | 273         | 273         |
| 资本公积金          | 233         | 262         | 262         | 262         | 262         |
| 留存收益           | 1017        | 1200        | 1469        | 1718        | 2019        |
| 少数股东权益         | 15          | 39          | 39          | 40          | 41          |
| 归属于母公司所有者权益    | 1447        | 1735        | 2004        | 2253        | 2554        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>2870</b> | <b>3612</b> | <b>4469</b> | <b>4956</b> | <b>5400</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023       | 2024        | 2025E      | 2026E     | 2027E      |
|----------------|------------|-------------|------------|-----------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 664        | 1134        | 911        | 1061      | 1240       |
| 净利润            | 513        | 640         | 815        | 945       | 1106       |
| 折旧摊销           | 165        | 190         | 228        | 292       | 321        |
| 财务费用           | 19         | 16          | 13         | 17        | 17         |
| 投资收益           | (2)        | 2           | (120)      | (120)     | (120)      |
| 营运资金变动         | (29)       | 304         | (33)       | (80)      | (92)       |
| 其它             | (3)        | (19)        | 8          | 8         | 7          |
| <b>投资活动现金流</b> | (296)      | (755)       | (584)      | (384)     | (284)      |
| 资本支出           | (347)      | (783)       | (705)      | (505)     | (405)      |
| 其他投资           | 51         | 28          | 120        | 120       | 120        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (255)      | (452)       | (84)       | (616)     | (839)      |
| 借款变动           | (49)       | (11)        | 475        | 96        | (17)       |
| 普通股增加          | 67         | 77          | 0          | 0         | 0          |
| 资本公积增加         | (68)       | 29          | 0          | 0         | 0          |
| 股利分配           | (193)      | (567)       | (546)      | (695)     | (805)      |
| 其他             | (12)       | 21          | (13)       | (17)      | (17)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>113</b> | <b>(73)</b> | <b>243</b> | <b>61</b> | <b>116</b> |

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E       |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 4115       | 5304       | 6035       | 7017       | 8144        |
| 营业成本             | 2735       | 3676       | 4237       | 4941       | 5734        |
| 营业税金及附加          | 33         | 40         | 45         | 53         | 61          |
| 营业费用             | 516        | 663        | 573        | 652        | 741         |
| 管理费用             | 183        | 219        | 225        | 248        | 279         |
| 研发费用             | 80         | 80         | 91         | 105        | 122         |
| 财务费用             | 16         | 13         | 13         | 17         | 17          |
| 资产减值损失           | (31)       | (15)       | (15)       | (15)       | (15)        |
| 公允价值变动收益         | 0          | (2)        | (2)        | (2)        | (2)         |
| 其他收益             | 60         | 124        | 124        | 124        | 124         |
| 投资收益             | 2          | (2)        | (2)        | (2)        | (2)         |
| <b>营业利润</b>      | 584        | 719        | 956        | 1106       | 1294        |
| 营业外收入            | 1          | 4          | 4          | 4          | 4           |
| 营业外支出            | 11         | 11         | 11         | 11         | 11          |
| <b>利润总额</b>      | 574        | 712        | 949        | 1099       | 1287        |
| 所得税              | 61         | 72         | 133        | 154        | 181         |
| 少数股东损益           | 8          | 1          | 1          | 1          | 1           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>506</b> | <b>640</b> | <b>815</b> | <b>944</b> | <b>1105</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 42%   | 29%   | 14%   | 16%   | 16%   |
| 营业利润           | 71%   | 23%   | 33%   | 16%   | 17%   |
| 归母净利润          | 68%   | 27%   | 27%   | 16%   | 17%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 33.5% | 30.7% | 29.8% | 29.6% | 29.6% |
| 净利率            | 12.3% | 12.1% | 13.5% | 13.5% | 13.6% |
| ROE            | 39.2% | 40.2% | 43.6% | 44.3% | 46.0% |
| ROIC           | 28.5% | 30.0% | 30.1% | 29.2% | 31.1% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 49.1% | 50.9% | 54.3% | 53.7% | 51.9% |
| 净负债比率          | 18.4% | 17.2% | 24.5% | 24.1% | 21.8% |
| 流动比率           | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 速动比率           | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.5   | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.6   |
| 存货周转率          | 5.2   | 5.5   | 5.3   | 5.4   | 5.4   |
| 应收账款周转率        | 21.7  | 22.4  | 22.4  | 23.4  | 23.4  |
| 应付账款周转率        | 9.2   | 7.7   | 6.2   | 6.2   | 6.2   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 2.58  | 2.35  | 2.99  | 3.46  | 4.05  |
| 每股经营净现金        | 2.43  | 4.16  | 3.34  | 3.89  | 4.54  |
| 每股净资产          | 5.30  | 6.36  | 7.35  | 8.26  | 9.36  |
| 每股股利           | 1.08  | 2.00  | 2.55  | 2.95  | 3.46  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 27.3  | 30.0  | 23.6  | 20.3  | 17.4  |
| PB             | 13.3  | 11.1  | 9.6   | 8.5   | 7.5   |
| EV/EBITDA      | 13.5  | 11.2  | 8.5   | 7.2   | 6.2   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。