

盐津铺子（002847.SZ）

优于大市

渠道策略调整致三季度收入增速放缓，盈利能力较快提升

核心观点

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 14.9 亿元，同比+6.0%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比+33.5%；实现扣非归母净利润 2.2 亿元，同比+45.0%。

Q3 收入增速放缓，系渠道端主动调整。Q3 公司收入同比+6.0%，增速环比有所放缓，主要系公司主动调整渠道结构，收缩了电商渠道部分低毛利品类的销售。分品类看，核心品类大魔王魔芋延续强劲增长，预计仍实现翻倍式增长，持续贡献主要增量。分渠道看，定量流通渠道增速领衔，量贩零食渠道维持较高增速，电商渠道 Q3 收入下滑接近 40%，系主要拖累。

Q3 盈利能力大幅提升，着力提升经营质量。1) 毛利率端，受益于公司产品结构的优化，大单品占比进一步提升，Q3 毛利率在原料成本高位的情况下仍有 1pp 的同比提升。2) 费用有效管控，销售费用率同比-3.5pp，与公司主动调整电商渠道有关，减少了低回报率的部分线上营销费用投入。管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-0.2/+0.3pp，变化不大。Q3 归母净利率达 15.6%，同比+3.2pp、环比+2.1pp，均有显著改善。

盈利预测与投资建议：综合来看，Q3 公司经营上更加注重增长质量，尤其是核心品类的全渠道布局、核心品牌的建设。“大魔王”品牌在麻酱魔芋赛道已建立起强大的市场认知与消费者心智影响力，目前在线下渠道仍有较大渗透空间，成为后续公司增长的稳定支撑。此外，渠道建设也在有效推进，公司在巩固量贩零食渠道优势的同时，凭借大魔王系列在定量流通取得较大突破，近期在头部高端会员店上市第二款鹌鹑蛋产品，全渠道布局日趋完善。Q3 电商渠道调整预计接近尾声，我们预计 Q4 开始公司增长动能将逐步恢复，建议持续关注公司核心品类渠道扩张情况、新品表现。考虑到电商渠道策略调整幅度较大，相应地，整体盈利水平中枢抬高，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测，并小幅上调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 60.1/70.0/80.1 亿元（前预测值 63.3/75.7/88.3 亿元），同比+13.4%/+16.4%/+14.4%；实现归母净利润 8.3/10.2/12.7 亿元（前预测值 8.0/9.8/12.7 亿元），同比+29.7%/+23.0%/+24.2%；EPS 分别为 3.04/3.74/4.65 元；当前股价对应 PE 分别为 23/19/15 倍。公司供应链优势突出、大单品打造能力不断强化，且持续通过现金分红及股份回购的方式加强股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受外部环境变化的负面影响；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；渠道拓展进程不及预期。

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

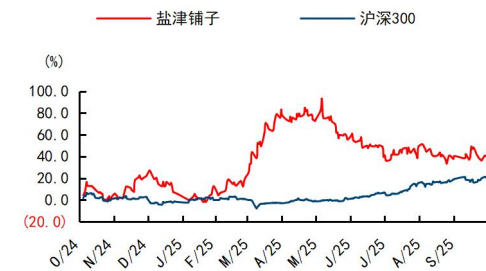
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	69.95 元
总市值/流通市值	19081/17188 百万元
52 周最高价/最低价	99.98/49.04 元
近 3 个月日均成交额	277.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《盐津铺子（002847.SZ）-2025 年上半年魔芋品类放量，盈利水平提升》——2025-08-21
- 《盐津铺子（002847.SZ）-2025 年第一季度收入同比+25.7%，魔芋大单品多渠道畅销》——2025-04-27
- 《盐津铺子（002847.SZ）-第三季度收入同比增长 26.2%，盈利能力受税率波动影响》——2024-10-30
- 《盐津铺子（002847.SZ）-第二季度收入同比增长 23%，着力打造品类品牌》——2024-08-09
- 《盐津铺子（002847.SZ）-上半年收入增速 27%-32%，业绩成长性仍强》——2024-07-14

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,115	5,304	6,015	7,000	8,009
(+/-%)	42.2%	28.9%	13.4%	16.4%	14.4%
归母净利润(百万元)	506	640	830	1021	1268
(+/-%)	67.8%	26.5%	29.7%	23.0%	24.2%
每股收益(元)	2.58	2.35	3.04	3.74	4.65
EBIT Margin	13.8%	11.8%	14.8%	15.6%	17.0%
净资产收益率 (ROE)	35.0%	36.9%	38.9%	37.1%	38.4%
市盈率 (PE)	27.1	29.8	23.0	18.7	15.1
EV/EBITDA	21.0	25.9	20.2	16.6	13.5
市净率 (PB)	9.48	11.00	8.94	6.94	5.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 14.9 亿元，同比+6.0%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比+33.5%；实现扣非归母净利润 2.2 亿元，同比+45.0%。

Q3 收入增速放缓，系渠道端主动调整。Q3 公司收入同比+6.0%，增速环比有所放缓，主要系公司主动调整渠道结构，收缩了电商渠道部分低毛利品类的销售。分品类看，核心品类大魔王魔芋延续强劲增长，预计仍实现翻倍式增长，持续贡献主要增量。分渠道看，定量流通渠道增速领衔，量贩零食渠道维持较高增速，电商渠道 Q3 收入下滑接近 40%，系主要拖累。

Q3 盈利能力大幅提升，着力提升经营质量。1) 毛利率端，受益于公司产品结构的优化，大单品占比进一步提升，Q3 毛利率在原料成本高位的情况下仍有 1pp 的同比提升。2) 费用有效管控，销售费用率同比-3.5pp，与公司主动调整电商渠道有关，减少了低回报率的部分线上营销费用投入。管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-0.2/+0.3pp，变化不大。Q3 归母净利率达 15.6%，同比+3.2pp、环比+2.1pp，均有显著改善。

盈利预测与投资建议：综合来看，Q3 公司经营上更加注重增长质量，尤其是核心品类的全渠道布局、核心品牌的建设。“大魔王”品牌在麻酱魔芋赛道已建立起强大的市场认知与消费者心智影响力，目前在线下渠道仍有较大渗透空间，成为后续公司增长的稳定支撑。此外，渠道建设也在有效推进，公司在巩固量贩零食渠道优势的同时，凭借大魔王系列在定量流通取得较大突破，近期在头部高端会员店上市第二款鹌鹑蛋产品，全渠道布局日趋完善。Q3 电商渠道调整预计接近尾声，我们预计 Q4 开始公司增长动能将逐步恢复，建议持续关注公司核心品类渠道扩张情况、新品表现。考虑到电商渠道策略调整幅度较大，相应地，整体盈利水平中枢抬高，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测，并小幅上调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 60.1/70.0/80.1 亿元（前预测值 63.3/75.7/88.3 亿元），同比+13.4%/+16.4%/+14.4%；实现归母净利润 8.3/10.2/12.7 亿元（前预测值 8.0/9.8/12.7 亿元），同比+29.7%/+23.0%/+24.2%；EPS 分别为 3.04/3.74/4.65 元；当前股价对应 PE 分别为 23/19/15 倍。公司供应链优势突出、大单品打造能力不断强化，且持续通过现金分红及股份回购的方式加强股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受外部环境变化的负面影响；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；渠道拓展进程不及预期。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,330	7,575	8,830	6,015	7,000	8,009	-315	-574	-821
收入同比增速%	19.3%	19.7%	16.6%	13.4%	16.4%	14.4%	-5.9%	-3.3%	-2.2%
毛利率%	29.1%	29.3%	30.8%	30.5%	31.3%	32.4%	1.5%	2.0%	1.6%
销售费用率%	10.6%	10.5%	10.5%	10.2%	10.4%	10.3%	-0.4%	-0.1%	-0.2%
归母净利率%	12.6%	12.9%	14.4%	13.8%	14.6%	15.8%	1.2%	1.7%	1.5%
归母净利润（百万元）	799	976	1,268	830	1,021	1,268	31	45	0
归母净利润同比增速%	24.8%	22.2%	29.9%	29.7%	23.0%	24.2%	4.8%	0.8%	-5.7%
EPS（元）	2.93	3.58	4.65	3.04	3.74	4.65	0.11	0.16	0.00

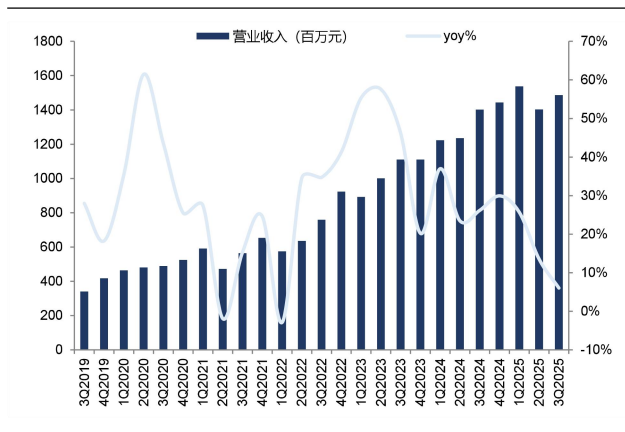
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025 年 10 月 28 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002847.SZ	盐津铺子	25.4	69.95	3.04	3.74	23.0	18.7	191	优于大市
9985.HK	卫龙美味	22.0	10.90	0.61	0.74	18.0	14.7	265	优于大市
002991.SZ	甘源食品	17.8	54.39	2.59	3.30	21.0	16.5	51	中性
002557.SZ	洽洽食品	28.3	21.91	0.72	1.18	30.3	18.5	111	优于大市

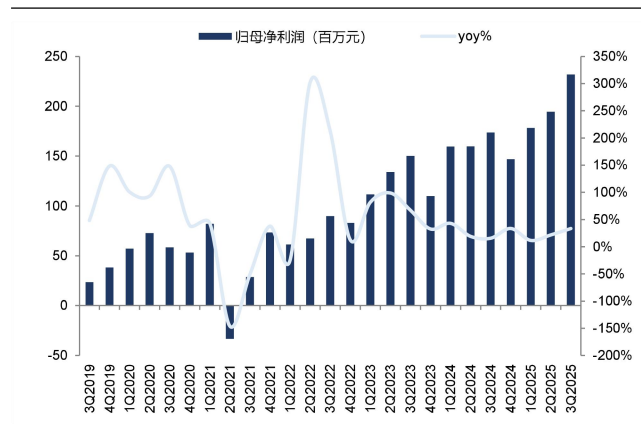
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



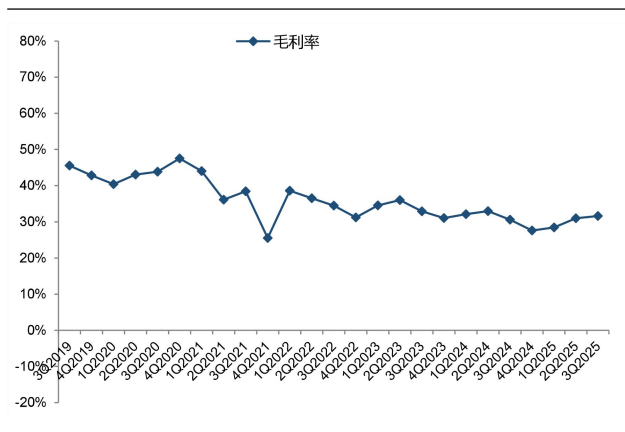
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



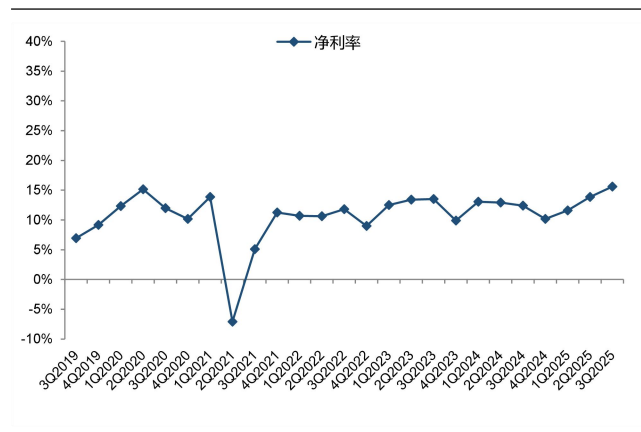
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	310	235	509	500	918	营业收入	4115	5304	6015	7000	8009
应收款项	227	277	297	338	373	营业成本	2735	3676	4178	4810	5413
存货净额	594	744	847	969	1060	营业税金及附加	33	40	48	56	64
其他流动资产	172	146	150	168	168	销售费用	516	663	613	728	825
流动资产合计	1304	1402	1803	1974	2519	管理费用	183	219	219	246	272
固定资产	1168	1710	2335	2828	2986	研发费用	80	80	72	77	80
无形资产及其他	198	245	245	245	245	财务费用	16	13	19	22	17
投资性房地产	200	255	283	308	328	投资收益	0	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0	0
资产总计	2870	3612	4666	5354	6078	其他收入	(48)	27	29	32	34
短期借款及交易性金融负债	300	340	640	520	520	营业利润	584	719	966	1170	1452
应付款项	606	849	973	1107	1231	营业外净收支	(10)	(7)	(20)	(6)	(6)
其他流动负债	470	322	350	404	442	利润总额	574	712	946	1164	1446
流动负债合计	1376	1512	1963	2031	2193	所得税费用	61	72	123	151	188
长期借款及应付债券	0	261	461	461	461	少数股东损益	8	1	(7)	(8)	(10)
其他长期负债	32	65	70	79	87	归属于母公司净利润	506	640	830	1021	1268
非流动负债合计	32	326	531	540	548	现金流量表（百万元）					
负债合计	1408	1838	2494	2571	2741	净利润	506	640	830	1021	1268
少数股东权益	15	39	36	34	31	资产减值准备	16	(12)	5	2	1
股东权益	1447	1735	2135	2749	3306	折旧摊销	152	183	174	213	249
负债和股东权益总计	2870	3612	4666	5354	6078	公允价值变动损失	1	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	16	13	19	22	17
每股收益	2.58	2.35	3.04	3.74	4.65	营运资本变动	138	(111)	29	17	42
每股红利	1.50	1.60	2.13	2.62	3.25	其它	(148)	434	7	12	6
每股净资产	7.38	6.36	7.82	10.08	12.12	经营活动现金流	664	1134	1045	1266	1566
ROIC	28.62%	26.96%	27%	27%	31%	资本开支	(347)	(783)	(808)	(708)	(408)
ROE	34.95%	36.89%	39%	37%	38%	其它投资现金流	51	28	0	0	0
毛利率	34%	31%	31%	31%	32%	投资活动现金流	(296)	(755)	(808)	(708)	(408)
EBIT Margin	14%	12%	15%	16%	17%	权益性融资	0	36	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	18%	19%	20%	长期贷款增加	(137)	261	200	0	0
收入增长	42%	29%	13%	16%	14%	支付股利、利息	(220)	(477)	(437)	(576)	(709)
净利润增长率	68%	27%	30%	23%	24%	其它融资现金流	103	(272)	274	(152)	(31)
资产负债率	50%	52%	54%	49%	46%	融资活动现金流	(255)	(452)	37	(729)	(740)
股息率	1.5%	2.3%	3.0%	3.7%	4.7%	现金净变动	113	(73)	274	(171)	418
P/E	27.1	29.8	23.0	18.7	15.1	货币资金的期初余额	191	304	231	505	334
P/B	9.5	11.0	8.9	6.9	5.8	货币资金的期末余额	304	231	505	334	752
EV/EBITDA	21.0	25.9	20.2	16.6	13.5	企业自由现金流	452	(148)	171	472	1069
						权益自由现金流	315	113	655	333	1054

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032