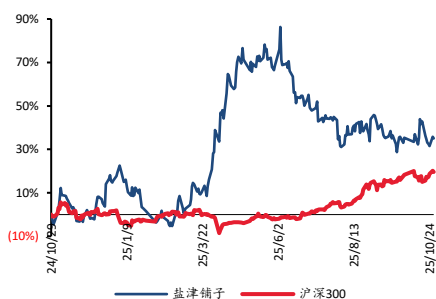


盐津铺子：电商调整致 Q3 收入降速，净利率持续改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.73/2.46
总市值/流通(亿元) 190.81/171.88
12 个月内最高/最低价 99.98/49.04 (元)

相关研究报告

<<盐津铺子：魔芋大单品维持高增，Q2 净利率表现亮眼>>—2025-08-22
<<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

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 年三季报，2025 年前三季度实现营收 44.3 亿元，同比+14.67%；归母净利润 6.05 亿元，同比+22.63%；扣非归母净利润 5.54 亿元，同比+30.54%。2025Q3 实现营收 14.86 亿元，同比+6.05%；归母净利润 2.32 亿元，同比+33.55%；扣非归母净利润 2.2 亿元，同比+45.01%。

电商调整致 Q3 收入略有降速，大单品魔芋维持高增。从产品端来看，魔芋持续高增，根据渠道调研反馈 Q3 魔芋实现翻倍以上增长，月销接近 2 亿元。蛋皇鹤鹑蛋持续放量，近期 10 月山姆上新溏心蛋产品。分渠道看，2025Q3 线下渠道中零食量贩和定量装渠道增长较好。公司从 3 月起主动调整电商渠道产品和投放策略，淘汰较多低毛利率品相和部分贴牌产品进行缩减，导致电商销售有所下滑，Q3 电商下滑幅度进一步加大拖慢整体收入。

Q3 净利率持续改善，大单品放量助力毛利率提升，费用率大幅优化。2025Q3 公司毛利率为 31.63%，同比+1.01pcts，主要由于魔芋大单品持续放量带动规模效应提升以及供应链智能化升级和提效；2025Q3 销售/管理/研发费用率同比-3.54/+0.15/-0.22 pcts；净利率为 15.6%，同比+3.21 pcts。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，净利率持续改善。

投资建议：根据公司三季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 15.3%/14%/12.9%，归母净利润增速分别为 23.5%/20.3%/16%，EPS 分别为 2.9/3.49/4.04 元，对应当前股价 PE 分别为 24x/20x/17x，我们按照 2026 年业绩给予 23 倍，一年目标价 80.27 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	6,113	6,968	7,869
营业收入增长率(%)	28.89%	15.25%	14.00%	12.93%
归母净利(百万元)	640	790	951	1,103
净利润增长率(%)	26.53%	23.46%	20.34%	16.02%
摊薄每股收益(元)	2.36	2.90	3.49	4.04
市盈率(PE)	26.53	24.15	20.07	17.30

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	368	786	1,341
应收和预付款项	355	347	625	711	802
存货	594	744	1,027	1,165	1,312
其他流动资产	44	76	84	88	91
流动资产合计	1,304	1,402	2,105	2,750	3,546
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	2,450	3,110	3,921
资产总计	2,870	3,612	4,387	5,003	5,767
短期借款	300	340	283	227	170
应付和预收款项	320	634	635	721	812
长期借款	0	261	261	261	261
其他负债	788	603	1,110	1,220	1,337
负债合计	1,408	1,838	2,290	2,428	2,579
股本	196	273	273	273	273
资本公积	458	389	388	388	388
留存收益	1,017	1,200	1,524	2,000	2,612
归母公司股东权益	1,447	1,735	2,058	2,534	3,146
少数股东权益	15	39	40	41	42
股东权益合计	1,462	1,773	2,097	2,575	3,188
负债和股东权益	2,870	3,612	4,387	5,003	5,767

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	664	1,134	753	1,126	1,283
投资性现金流	-296	-755	-300	-177	-180
融资性现金流	-255	-452	-317	-531	-548
现金增加额	113	-73	133	418	555

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,115	5,304	6,113	6,968	7,869
营业成本	2,735	3,676	4,278	4,854	5,467
营业税金及附加	33	40	48	56	76
销售费用	516	663	664	729	803
管理费用	183	219	214	238	260
财务费用	16	13	20	22	25
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	930	1,116	1,292
其他非经营损益	-10	-7	-7	-7	-8
利润总额	574	712	923	1,110	1,284
所得税	61	72	132	158	180
净利润	513	640	791	952	1,104
少数股东损益	8	1	1	1	1
归母股东净利润	506	640	790	951	1,103

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.54%	30.69%	30.01%	30.35%	30.53%
销售净利率	12.29%	12.07%	12.93%	13.64%	14.02%
销售收入增长率	42.22%	28.89%	15.25%	14.00%	12.93%
EBIT 增长率	71.56%	21.65%	26.23%	20.07%	15.69%
净利润增长率	67.76%	26.53%	23.46%	20.34%	16.02%
ROE	34.95%	36.89%	38.39%	37.52%	35.06%
ROA	17.62%	17.72%	18.01%	19.00%	19.13%
ROIC	27.35%	27.62%	27.80%	29.20%	29.00%
EPS (X)	1.88	2.36	2.90	3.49	4.04
PE (X)	36.96	26.53	24.15	20.07	17.30
PB (X)	9.41	9.84	9.27	7.53	6.07
PS (X)	3.31	3.22	3.12	2.74	2.42
EV/EBITDA (X)	17.68	18.52	17.43	14.52	12.35

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

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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研究人员的个人观点。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面许可任何机构和任何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。