

魔芋高增，净利率目标超预期兑现

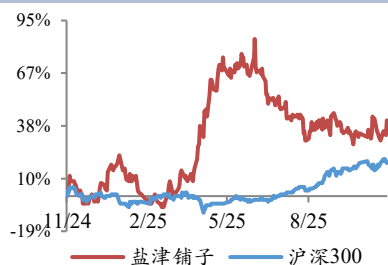
——盐津铺子 25Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-03

收盘价(元) **73.36**
近 12 个月最高/最低(元) **98.73/48.42**
总股本(百万股) **273**
流通股本(百万股) **246**
流通股比例(%) **90.08**
总市值(亿元) **200**
流通市值(亿元) **180**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2025Q3 业绩：

- **25Q3:** 营收 14.86 亿元(+6.05%), 归母净利润 2.32 亿元(+33.55%), 扣非归母净利润 2.20 亿元(+45.01%)。
- **25Q1-3:** 营收 44.27 亿元(+14.67%), 归母净利润 6.05 亿元(+22.63%), 扣非归母净利润 5.54 亿元(+30.54%)。
- **25Q3 业绩超市场预期。**

● 收入：魔芋高增、线上调整拖累

- 分产品：我们预计 25Q3 魔芋仍实现翻倍以上增长，贡献主要增量，其中大魔王占比预计进一步提升，公司大单品战略持续贯彻；其他品类预计延续上半年趋势。
- 分渠道：我们预计 25Q3 线下渠道营收增速快于线上渠道，贡献主要增量。线下渠道预计实现双位数增长，其中定量流通渠道通过聚焦魔芋品类实现增速领先，终端数与单店卖力同步提升；量贩渠道通过万辰系铺货，仍保持快速增长；传统商超受量贩渠道冲击影响，同比仍有压力。线上渠道在公司主动调整下，预计同比实现双位数下滑，其中抖音、拼多多等低费效比新媒体渠道下滑较多；天猫、京东通过聚焦大魔王，预计仍实现增长，以对冲新媒体渠道调整影响。

● 利润：净利率目标超预期兑现

- 25Q3 公司毛利率同比+1.01pct 至 31.63%，预计主因聚焦大魔王实现产品结构升级，同时供应链提效深化以对冲魔芋成本压力。同期，公司销售/管理费率各同比-3.54/+0.15pct，销售费率大幅下降预计主因收缩低费效比的线上渠道资源投入。综上，25Q3 公司归母净利率同比+3.21pct 至 15.6%，超预期兑现公司中长期净利率目标。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

借势魔芋品类红利爆发周期，公司品类品牌战略转型相对顺利，实现产品/渠道结构升级，后续关注魔芋新品放量延续品类红利，以及定量流通渠道网点拓张进程。

盈利预测：考虑到公司品类品牌战略转型节奏，我们调整前期盈利预测，预计公司 25-27 年实现营业总收入 60.04/70.48/79.73 亿元（原值 63.6/76.2/89.5 亿元），同比+13.2%/+17.4%/+13.1%；实现归母净利润 8.30/10.30/12.03 亿元（原值 8.18/10.03/12.23 亿元），同比+29.7%/+24.1%/16.8%；当前股价对应 PE 分别为 24/19/17 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

新品推广不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5304	6004	7048	7973
收入同比（%）	28.9%	13.2%	17.4%	13.1%
归属母公司净利润	640	830	1030	1203
净利润同比（%）	26.5%	29.7%	24.1%	16.8%
毛利率（%）	30.7%	30.4%	30.9%	31.0%
ROE（%）	36.9%	35.0%	33.0%	30.4%
每股收益（元）	2.36	3.04	3.78	4.41
P/E	26.53	24.11	19.42	16.63
P/B	9.84	8.44	6.41	5.05
EV/EBITDA	18.52	16.59	13.18	11.25

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 10 月 31 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1402	2227	3362	4147	
现金	235	840	1791	2364	
应收账款	262	339	445	441	
其他应收款	15	28	19	30	
预付账款	85	188	209	231	
存货	744	765	859	1007	
其他流动资产	61	67	39	74	
非流动资产	2209	2244	2253	2245	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	1467	1463	1381	1285	
无形资产	245	255	264	272	
其他非流动资产	497	526	607	687	
资产总计	3612	4472	5615	6392	
流动负债	1512	1736	2128	2061	
短期借款	340	340	340	340	
应付账款	618	543	810	658	
其他流动负债	554	853	977	1063	
非流动负债	326	325	325	325	
长期借款	261	261	261	261	
其他非流动负债	65	65	64	64	
负债合计	1838	2061	2453	2385	
少数股东权益	39	40	41	42	
股本	273	273	273	273	
资本公积	389	388	388	388	
留存收益	1073	1710	2460	3303	
归属母公司股东权益	1735	2371	3121	3964	
负债和股东权益	3612	4472	5615	6392	

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1134	1096	1519	1222
净利润	640	831	1031	1205
折旧摊销	198	224	242	258
财务费用	16	21	21	21
投资损失	2	-1	-1	-2
营运资金变动	273	8	209	-280
其他经营现金流	371	836	839	1504
投资活动现金流	-755	-272	-266	-268
资本支出	-769	-271	-265	-267
长期投资	13	0	0	0
其他投资现金流	2	-1	-1	0
筹资活动现金流	-452	-216	-302	-381
短期借款	40	0	0	0
长期借款	261	0	0	0
普通股增加	77	0	0	0
资本公积增加	-69	-1	0	0
其他筹资现金流	-761	-215	-302	-381
现金净增加额	-73	608	952	573

资料来源：wind，华安证券研究所

利润表	单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5304	6004	7048	7973
营业成本	3676	4180	4872	5505
营业税金及附加	40	47	56	63
销售费用	663	630	733	821
管理费用	219	210	240	263
财务费用	13	16	3	-18
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	-2	1	1	2
营业利润	719	946	1175	1373
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	11	2	3	4
利润总额	712	944	1172	1369
所得税	72	113	141	164
净利润	640	831	1031	1205
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	640	830	1030	1203
EBITDA	945	1195	1432	1627
EPS（元）	2.36	3.04	3.78	4.41

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	28.9%	13.2%	17.4%	13.1%
营业利润	23.2%	31.6%	24.2%	16.8%
归属于母公司净利	26.5%	29.7%	24.1%	16.8%
获利能力				
毛利率（%）	30.7%	30.4%	30.9%	31.0%
净利率（%）	12.1%	13.8%	14.6%	15.1%
ROE（%）	36.9%	35.0%	33.0%	30.4%
ROIC（%）	27.6%	27.9%	27.4%	25.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	50.9%	46.1%	43.7%	37.3%
净负债比率（%）	103.7%	85.5%	77.6%	59.5%
流动比率	0.93	1.28	1.58	2.01
速动比率	0.34	0.70	1.06	1.39
营运能力				
总资产周转率	1.64	1.49	1.40	1.33
应收账款周转率	22.44	20.00	18.00	18.00
应付账款周转率	8.11	7.20	7.20	7.50
每股指标（元）				
每股收益	2.36	3.04	3.78	4.41
每股经营现金流（摊薄）	4.16	4.02	5.57	4.48
每股净资产	6.36	8.69	11.44	14.53
估值比率				
P/E	26.53	24.11	19.42	16.63
P/B	9.84	8.44	6.41	5.05
EV/EBITDA	18.52	16.59	13.18	11.25

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。