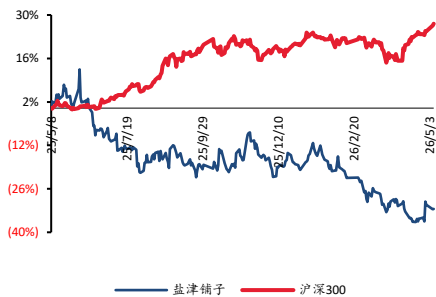


盐津铺子：短期电商结构调整扰动，魔芋大单品延续高增

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.73/2.44
总市值/流通(亿元) 157.14/140.5
12个月内最高/最低价 99.98/53.63 (元)

相关研究报告

<<盐津铺子：电商调整致 Q3 收入降速，净利率持续改善 >>—2025-10-30

<<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

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

事件：盐津铺子发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年全年实现营收 57.62 亿元，同比+8.64%；归母净利润 7.48 亿元，同比+16.95%；扣非归母净利润 7.15 亿元，同比+25.86%。2026Q1 实现营收 15.83 亿元，同比+2.94%；归母净利润 2.31 亿元，同比+29.48%；扣非归母净利润 2.04 亿元，同比+30.45%。

核心品类魔芋大单品高增，产品、渠道结构优化见效。分产品看，2025 年魔芋零食品类表现亮眼，实现营收 17.37 亿元，同比高增+107.23%，已成为公司核心增长引擎，收入占比提升至 30.15%。海味零食和健康蛋制品维持稳健增长，分别实现营收 7.60/6.28 亿元，同比+12.53%/+8.35%。烘焙薯类及其他品类收入下滑，主要系公司主动进行战略调整，收缩了部分低毛利及非核心产品线。**分渠道看**，线下渠道表现强劲，2025 年实现营收 48.41 亿元，同比+16.79%，26Q1 延续高增，同比增长约 20%。其中，定量流通、零食量贩、会员制商超等新渠道增速领先。海外市场快速增长，实现营收 1.71 亿元，同比+172.47%。线上渠道 2025 年实现营收 9.22 亿元，同比-20.50%，26Q1 同比下滑约 50%，主要系公司自 2025 年 5 月起主动对电商业务进行战略性调整，收缩低毛利率和贴牌产品，回归“供应链电商”本质，利润模型持续优化。公司持续深耕经销商网络，年末经销商数量达 4,367 家，同比+21.75%。

盈利能力逆势提升，费用管控成效显著。2025 年/26Q1 公司整体毛利率为 30.80%/31.82%，同比+0.11pct/+3.35pct，产品与渠道结构优化，高毛利魔芋、蛋制品、海味零食等品类占比提升，低毛利电商业收缩共同推动毛利率改善。2025 年，在主要原材料魔芋精粉采购均价大幅上涨的背景下，核心品类魔芋零食毛利率仍逆势提升至 34.48%，同比+1.21pct，彰显了规模效应及供应链管理优势。健康蛋制品受益于山姆等新渠道放量及产品高端化，毛利率大幅提升至 27.73%，同比+5.63pct。费用端优化明显，2025 年销售/管理费用率分别为 10.50%/3.31%，同比-2.00pct/-0.82pct，26Q1 费用率保持平稳，主要得益于渠道结构变化、费用管控优化以及冲回前期计提的股份支付费用。

投资建议：公司“渠道为王、产品领先”的战略成效显著，大单品魔芋持续放量，带动线下渠道尤其是定量流通、会员店等快速增长，盈利能力在原材料涨价背景下逆势提升，经营质量持续向好。公司发布新一期股权激励计划，目标为 2026-2028 年累计净利润不低于 31 亿元，彰显管理层对未来发展的信心。展望未来，随着电商渠道调整到位、魔芋等核心品类持续渗透、以及原材料成本回落预期，公司有望延续高质量增长。预计 2026-2028 年收入 64.8/73.8/83.6 亿元，同比+12.5%/+13.8%/+13.3%，预计归母净利润 8.6/10.4/12.2 亿元，同比

+14.9%/+21.0%/+17.3%，EPS 分别为 3.2/3.8/4.5 元，对应当前股价 PE 分别为 18x/15x/13x，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

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,762	6,483	7,380	8,359
营业收入增长率(%)	8.64%	12.51%	13.84%	13.26%
归母净利（百万元）	748	860	1,040	1,220
净利润增长率(%)	16.95%	14.92%	20.95%	17.26%
摊薄每股收益（元）	2.74	3.15	3.81	4.47
市盈率（PE）	21.00	18.27	15.11	12.88

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)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	235	167	350	642	1,121
应收和预付款项	347	358	436	480	544
存货	744	734	870	969	1,087
其他流动资产	76	156	162	163	165
流动资产合计	1,402	1,416	1,819	2,254	2,916
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,467	1,784	1,891	1,967	2,006
在建工程	242	412	549	709	862
无形资产开发支出	245	264	289	316	340
长期待摊费用	23	46	46	46	46
其他非流动资产	1,633	1,575	1,983	2,423	3,088
资产总计	3,612	4,082	4,759	5,460	6,343
短期借款	340	369	367	383	395
应付和预收款项	634	476	608	687	757
长期借款	261	223	223	223	223
其他负债	603	853	1,006	1,050	1,126
负债合计	1,838	1,921	2,205	2,343	2,501
股本	273	273	273	273	273
资本公积	389	360	360	360	360
留存收益	1,200	1,570	1,965	2,530	3,259
归母公司股东权益	1,735	2,133	2,527	3,093	3,822
少数股东权益	39	28	27	24	20
股东权益合计	1,773	2,161	2,554	3,117	3,842
负债和股东权益	3,612	4,082	4,759	5,460	6,343

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	1,134	909	1,181	1,303	1,490
投资性现金流	-755	-884	-532	-552	-533
融资性现金流	-452	-92	-465	-459	-479
现金增加额	-73	-69	183	292	478

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,304	5,762	6,483	7,380	8,359
营业成本	3,676	3,988	4,445	5,020	5,648
营业税金及附加	40	49	53	60	69
销售费用	663	605	746	837	941
管理费用	219	191	245	266	293
财务费用	13	24	22	25	29
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-2	-1	-2	-2
公允价值变动	-2	2	0	0	0
营业利润	719	927	990	1,200	1,409
其他非经营损益	-7	-52	-7	-8	-8
利润总额	712	875	984	1,193	1,402
所得税	72	132	125	156	186
净利润	640	743	859	1,037	1,216
少数股东损益	1	-6	-1	-3	-4
归母股东净利润	640	748	860	1,040	1,220

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	30.69%	30.80%	31.44%	31.99%	32.43%
销售净利率	12.07%	12.99%	13.27%	14.09%	14.59%
销售收入增长率	28.89%	8.64%	12.51%	13.84%	13.26%
EBIT 增长率	21.65%	28.41%	4.90%	21.08%	17.45%
净利润增长率	26.53%	16.95%	14.92%	20.95%	17.26%
ROE	36.89%	35.09%	34.03%	33.63%	31.91%
ROA	17.72%	18.33%	18.07%	19.05%	19.23%
ROIC	27.62%	25.94%	24.88%	25.78%	25.61%
EPS (X)	2.35	2.74	3.15	3.81	4.47
PE (X)	24.55	21.00	18.27	15.11	12.88
PB (X)	9.06	7.37	6.22	5.08	4.11
PS (X)	2.96	2.73	2.42	2.13	1.88
EV/EBITDA (X)	18.52	16.52	13.15	10.85	9.08

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個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。