盐津铺子（002847.SZ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

Q3 收入承压，静待渠道调整结束

业绩简评

10 月 26 日公司发布三季报，26Q1-Q3 实现营收 45.31 亿元，同比+2.36%；实现归母净利润 5.79 亿元，同比-4.26%；扣非归母净利润 5.23 亿元，同比-5.47%。其中 26Q3 实现营收 14.61 亿元，同比-1.71%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比-33.77%；扣非归母净利润 1.33 亿元，同比-39.28%，业绩低于预期。

经营分析

渠道调整进行时，Q3 收入略有承压。1）分产品看，深海零食、鹌鹑蛋预计表现稳健，产品结构仍聚焦健康高蛋白零食赛道，持续推进品类结构升级。2）分渠道看，零食量贩预计随门店扩张维持高增长，山姆会员店仍有鳕鱼卷品类增量。公司针对定量流通渠道，主动优化经销商质量、调整产品规格、完善产品矩阵。电商渠道则持续收缩低毛利率品类，聚焦核心品类，改善利润结构。传统 KA/BC 渠道受新渠道分流影响，大盘整体承压，公司亦持续优化客户结构，提升回款效率。

基数压力加大，叠加费率、税率抬升，净利率显著承压。1）26Q3 公司毛利率/净利率分别为 29.39%/10.51%，同比-2.24pct/-5.09pct。净利率下降一方面系基数影响，去年同期净利率达到历史高位 15.60%，另外毛销差显著收窄，其中毛利率下降系原材料成本抬升及渠道结构变化所致。2）26Q3 公司销售/管理/研发费率分别同比+3.41pct/+0.52pct/+0.47pct，销售费率大幅上行一方面预计系规模效应减弱，另一方面系品牌营销及渠道投入处于高位。3）26Q3 公司所得税率 18.22%，同比+4.56pct，对净利率亦形成拖累。

聚焦高蛋白零食健康赛道，渠道阵痛结束后业绩有望恢复增长。产品端，公司聚焦魔芋大单品打造，叠加鳕鱼卷、鹌鹑蛋等新品持续培育，多品类矩阵护航成长。渠道端，公司保持新渠道合作敏锐度，深化与高势能渠道合作力度，构建立体营销网络，短期处于渠道调整阵痛期，后续有望恢复常态化增长。业绩端，预计随着规模效应改善、供应链优化、原材料成本下行，利润率有望逐步修复。

盈利预测、估值与评级

考虑到渠道调整尚未结束，我们下调 26-28 年业绩 13%/19%/14%，预计 26-28 年归母净利润分别为 7.5/8.6/10.4 亿元，同比持平/+15%/+21%，对应 PE 分别为 15x/13x/11x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧、渠道扩张不及预期等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

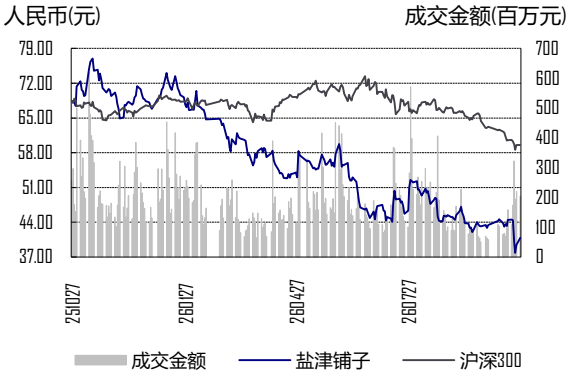
市价（人民币）：40.85 元

相关报告：

1.《盐津铺子公司点评：收入环比提速，费投短期有所扰动》，2026.8.20

2.《盐津铺子点评：渠道调整持续，经营质量优化》，2026.4.28

3.《盐津铺子公司点评：魔芋单品势能延续，渠道优化费率改善》，2026.4.8



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,304	5,762	6,034	6,646	7,296
营业收入增长率	28.89%	8.64%	4.71%	10.15%	9.78%
归母净利润(百万元)	640	748	749	862	1,043
归母净利润增长率	26.53%	16.95%	0.08%	15.04%	21.02%
摊薄每股收益(元)	2.346	2.744	2.772	3.189	3.860
每股经营性现金流净额	4.16	3.33	3.51	3.62	4.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.89%	35.09%	30.80%	31.03%	32.65%
P/E	26.69	24.89	14.74	12.81	10.58
P/B	9.84	8.73	4.54	3.97	3.46

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**4,115**	**5,304**	**5,762**	**6,034**	**6,646**	**7,296**
增长率		28.9%	8.6%	4.7%	10.1%	9.8%
主营业务成本	-2,735	-3,676	-3,988	-4,234	-4,648	-5,053
%销售收入	66.5%	69.3%	69.2%	70.2%	69.9%	69.3%
毛利	1,380	1,628	1,775	1,800	1,998	2,243
%销售收入	33.5%	30.7%	30.8%	29.8%	30.1%	30.7%
营业税金及附加	-33	-40	-49	-54	-60	-66
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-516	-663	-605	-621	-678	-686
%销售收入	12.5%	12.5%	10.5%	10.3%	10.2%	9.4%
管理费用	-183	-219	-191	-199	-219	-233
%销售收入	4.4%	4.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%
研发费用	-80	-80	-76	-78	-93	-102
%销售收入	1.9%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
息税前利润（EBIT）	569	626	854	847	947	1,156
%销售收入	13.8%	11.8%	14.8%	14.0%	14.3%	15.8%
财务费用	-16	-13	-24	-17	-12	-5
%销售收入	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-16	-4	-4	-16	-1	0
公允价值变动收益	0	-2	2	0	0	0
投资收益	2	-2	-2	2	2	2
%税前利润	0.3%	n.a	n.a	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	584	719	927	920	1,055	1,272
营业利润率	14.2%	13.6%	16.1%	15.2%	15.9%	17.4%
营业外收支	-10	-7	-52	-30	-30	-30
税前利润	574	712	875	890	1,025	1,242
利润率	13.9%	13.4%	15.2%	14.7%	15.4%	17.0%
所得税	-61	-72	-132	-133	-154	-186
所得税率	10.6%	10.0%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	513	640	743	756	871	1,056
少数股东损益	8	1	-6	7	10	13
归属于母公司的净利润	**506**	**640**	**748**	**749**	**862**	**1,043**
净利率	12.3%	12.1%	13.0%	12.4%	13.0%	14.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	513	640	743	756	871	1,056
少数股东损益	8	1	-6	7	10	13
非现金支出	186	202	222	264	277	300
非经营收益	35	19	126	27	56	52
营运资金变动	-70	273	-182	183	65	84
经营活动现金净流	**664**	**1,134**	**909**	**1,230**	**1,269**	**1,492**
资本开支	-345	-769	-888	-489	-321	-331
投资	0	13	3	0	0	0
其他	48	2	1	2	2	2
投资活动现金净流	**-296**	**-755**	**-884**	**-487**	**-319**	**-329**
股权募资	186	36	11	0	0	0
债权募资	-93	89	330	27	-361	-244
其他	-348	-577	-433	-473	-539	-644
筹资活动现金净流	**-255**	**-452**	**-92**	**-446**	**-900**	**-887**
现金净流量	**113**	**-73**	**-69**	**296**	**50**	**275**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	310	235	167	457	502	774
应收款项	227	277	238	253	260	286
存货	594	744	734	773	811	814
其他流动资产	172	146	277	214	226	236
流动资产	1,304	1,402	1,416	1,697	1,799	2,110
%总资产	45.4%	38.8%	34.7%	36.9%	38.1%	42.0%
长期投资	1	0	0	0	0	0
固定资产	1,169	1,713	2,204	2,324	2,317	2,286
%总资产	40.7%	47.4%	54.0%	50.5%	49.1%	45.5%
无形资产	213	268	310	359	366	384
非流动资产	1,566	2,209	2,666	2,908	2,917	2,912
%总资产	54.6%	61.2%	65.3%	63.1%	61.9%	58.0%
资产总计	**2,870**	**3,612**	**4,082**	**4,605**	**4,716**	**5,022**
短期借款	528	361	729	784	424	180
应付款项	606	849	651	815	908	998
其他流动负债	243	302	265	291	321	354
流动负债	1,376	1,512	1,645	1,890	1,652	1,532
长期贷款	0	261	223	223	223	223
其他长期负债	32	65	54	24	19	16
负债	1,408	1,838	1,921	2,137	1,894	1,771
普通股股东权益	1,447	1,735	2,133	2,432	2,777	3,194
其中：股本	196	273	273	351	351	351
未分配利润	919	1,063	1,433	1,733	2,078	2,495
少数股东权益	15	39	28	35	45	58
负债股东权益合计	**2,870**	**3,612**	**4,082**	**4,605**	**4,716**	**5,022**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.580	2.346	2.744	2.772	3.189	3.860
每股净资产	7.380	6.359	7.820	9.002	10.278	11.822
每股经营现金净流	3.387	4.156	3.333	3.508	3.620	4.254
每股股利	0.500	1.000	1.000	1.281	1.474	1.784
回报率						
净资产收益率	34.95%	36.89%	35.09%	30.80%	31.03%	32.65%
总资产收益率	17.62%	17.72%	18.33%	16.27%	18.27%	20.76%
投入资本收益率	25.59%	23.52%	23.28%	20.68%	23.18%	26.83%
增长率						
主营业务收入增长率	42.22%	28.89%	8.64%	4.71%	10.15%	9.78%
EBIT 增长率	81.19%	9.99%	36.31%	-0.80%	11.88%	21.97%
净利润增长率	67.76%	26.53%	16.95%	0.08%	15.04%	21.02%
总资产增长率	16.92%	25.84%	13.02%	12.80%	2.42%	6.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.5	16.3	15.5	14.0	13.0	13.0
存货周转天数	69.9	66.5	67.7	68.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	37.2	45.0	49.3	50.0	51.0	52.0
固定资产周转天数	100.8	101.2	113.5	109.6	96.4	83.7
偿债能力						
净负债/股东权益	14.85%	21.78%	36.32%	22.31%	5.12%	-11.41%
EBIT 利息保障倍数	34.8	49.3	35.2	48.8	76.5	244.6
资产负债率	49.07%	50.90%	47.07%	46.41%	40.17%	35.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	22	49	100
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.08**	**1.06**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究