

盐津铺子(002847)

报告日期: 2023年04月26日

如何看待本轮渠道变革中盐津铺子的机会?

——盐津铺子深度报告

投资要点

□ 盐津铺子是在本轮休闲零食渠道变革中具备机会的重要标的,本篇报告我们阐述公司的竞争力,并梳理本轮渠道变革中公司的多项举措,来看公司后续的成长和空间。

□ **如何看待休闲零食的渠道变革?**

1) 方法论: 重视每一轮的周期和红利

市场此前认为: 休闲零食行业的市场竞争激烈,行业壁垒较低,同时由于竞争格局分散,行业偏传统和成熟,不存在较大的变化和机会。

我们认为: 休闲零食行业是存在周期性机会的,一般存在 2-3 年的行业红利期。即使行业相对传统成熟,但行业性的渠道变革,行业性的爆品机会等仍在持续发生,将会为行业带来新的机会。1) β : 即行业性机会需要重视每一轮渠道变革带来的新机遇; 2) α : 应重视个股中品类扩张周期或渠道扩张周期中的机会。

我们会把休闲零食分为产品型&渠道平台型公司,在每一轮的周期当中,需要把握不同的要点,以便我们抓住不同的机会。

2) 重视 2021 年开始正在经历的休闲零食行业新一轮的渠道变革

我们认为本轮渠道变革的特点是: ① 传统商超由于门店陆续关店客流持续下滑; ② 会员制商超崛起,承接一部分传统商超客流的流出; ③ 同时零食量贩渠道崛起,并逐步成为零食企业重要的布局渠道。**我们认为:** 目前零食量贩行业仍处在跑马圈地时期,开店红利期我们看到 24 年底到 25 年前后,但我们仍然认为后续行业会经历洗牌,主因是: ① 竞争激烈后区域内门店存活问题; ② 价盘混乱品牌经销商投诉问题; ③ 价格战对上游供应商压价问题。

结论: 由此,当前零食量贩仍处在跑马圈地的门店扩张期,上游供货商/品牌方依托于下游门店的扩张持续铺货带来业绩的长期增长。由此从投资角度我们提供两条思路: ① 重视门店扩张红利周期; ② 在竞争激烈行业洗牌的时候,重视上游供货商/品牌方的业绩增长。

□ **盐津铺子在本轮渠道变革中做了哪些动作?**

应对商超红利下滑、新兴渠道冲击,盐津铺子 2020-2021 年开始进行战略转型,坚持“多品牌、多品类,全渠道、全产业链、全球化”战略,以渠道驱动增长升级为产品+渠道双轮驱动增长,并在本轮行业变革中取得良好的业绩增长。

1) 多品类战略下进行品类聚焦: 公司继续坚持多品类发展战略,但聚焦五大核心品类(2022 年升级为六大品类),提升规模优势,集中资源打造强势品类。

2) 全渠道布局: 面对商超基本盘的客流下滑,积极通过定量装进行流通渠道的覆盖,发力零食量贩并取得先发优势,同时线上全平台覆盖,实现快速增长,多渠道合力发展。

3) 人才引进,增强团队能力: 对于新渠道和新业务积极进行人才引进,补充团队空白,增长团队实力,激励充分,为公司后续增长保驾护航。

4) 供应链优化,提升盈利能力: 持续进行供应链优化,提升供应链效率,从而进一步提升盈利能力。

投资评级: 买入(首次)

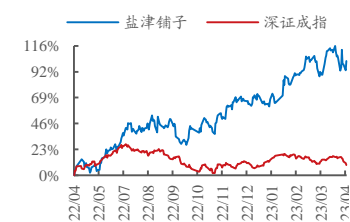
分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 杜宛泽
 执业证书号: S1230521070001
 17621373969
 duwanze@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 129.07
总市值(百万元)	16,599.05
总股本(百万股)	128.60

股票走势图



相关报告

□ 如何看待盐津铺子后续的增长和空间？

短期来看，市场更多的因为零食量贩渠道的放量来定义盐津铺子近年的增长，但是我们认为公司是全渠道全线开花，借助当前渠道变革红利期，真正通过自身战略的调整，演绎多品类和全渠道的全面增长。收入端传统直营商超追求稳健，利润为先；定量流通、零食量贩快速增长，散装 BC 渠道受益于渠道下沉持续发力；电商渠道多平台布局，实现高速增长。中长期来看，当前公司产品从高成本下的“高品质+高性价比”逐步升级成长为“低成本之上的高品质+高性价比”，由“渠道驱动”增长升级为“产品+渠道双轮驱动”增长。更为清晰的规划和战略和高效优秀的团队有效保证公司在长期的发展中拥有较强的竞争力和竞争优势。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2023 年-2025 年实现收入分别为 38.02、46.28、55.33 亿元，同比增长分别为 31.39%、21.74%、19.54%；预计 2023-2025 年实现归母净利润 4.80/6.02/7.48 亿元，同比增长分别为 59.24%、25.30%、24.34%。预计 23-25 年 EPS 分别为 3.73/4.68/5.82 元，对应 PE 分别为 33.99/27.13/21.82 倍。23 年我们给予 45 倍 PE，目标市值 215 亿左右。当前仍有空间，给予“买入”评级。

□ **风险提示：**渠道拓展不及预期风险、原材料成本波动风险、食品安全风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2893.52	3801.81	4628.47	5532.78
(+/-) (%)	26.83%	31.39%	21.74%	19.54%
归母净利润	301.49	480.09	601.58	747.99
(+/-) (%)	100.01%	59.24%	25.30%	24.34%
每股收益(元)	2.34	3.73	4.68	5.82
P/E	54.13	33.99	27.13	21.82

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司介绍：商超散称起家，转型以产品+渠道双轮驱动增长	6
1.1 发展历程：前期以中岛模式打开商超渠道，当下重视全渠道拓展	6
1.2 收入结构：核心品类占比提升，经销及电商快速增长	8
1.2.1 产品拆分：核心品类占比提升，重点发展增速较快品类	8
1.2.2 渠道拆分：直营占比持续下滑，经销及电商占比提升	8
1.2.3 地区拆分：深耕华中华南，培育华东、西南成长市场	9
1.3 财务分析：毛利率领先行业，降费提效下净利率提升	10
2 核心竞争力：供应链优势突出，管理层决策力优异	11
2.1 供应链：自建供应链支撑高性价比，多品类供应能力强	12
2.1.1 “研发-采购-制造-仓配”多环节领先，数字化技术赋能	12
2.1.2 优异供应链下产品性价比高，生产经验形成复利	14
2.2 管理：企业激励充分，管理层战略前瞻和应变力强	15
3 如何看待本轮渠道变革给盐津铺子带来的机会？	17
3.1 休闲零食行业方法论：重视每一轮的周期	17
3.2 休闲零食行业渠道变革的周期复盘	19
3.3 重视 2021 年开始正在经历的休闲零食行业新一轮渠道变革	20
4 盐津铺子在本轮渠道变革中做了哪些动作？	22
4.1 品类聚焦：多品类战略下聚焦六大核心品类，实现规模效应	23
4.2 全渠道布局：线下多渠道拓展，积极布局线上全平台	24
4.2.1 传统直营渠道：精简低效门店，严控费用，由份额导向向利润导向转变	24
4.2.2 零食量贩渠道：率先布局具备先发优势，积极拥抱实现快速增长	24
4.2.3 定量流通渠道：定量装放量，布局流通渠道	25
4.2.4 线上及新兴渠道：积极布局，占比持续提升，成为品牌推广重要渠道	26
4.3 团队补强：引进外部管理人才，从管理层面为转型保驾护航	27
5 如何看待盐津铺子后续的增长和空间？	28
5.1 盈利预测	29
5.2 相对估值	30
6 风险提示	30

图表目录

图 1: 盐津铺子产品矩阵.....	6
图 2: 盐津铺子发展历程 (百万元)	7
图 3: 盐津铺子股价复盘.....	8
图 4: 2017-2022 年盐津铺子产品结构.....	8
图 5: 2019-2022 年盐津铺子分品类增速.....	8
图 6: 2020-2022 盐津铺子渠道结构.....	9
图 7: 2021-2022 年盐津铺子分渠道毛利率.....	9
图 8: 2020-2022 盐津铺子地区结构.....	9
图 9: 2017-2022 年盐津铺子分区域收入增速.....	9
图 10: 盐津铺子毛利率位于行业前列.....	10
图 11: 盐津铺子各品类毛利率水平.....	10
图 12: 2017-2022Q3 盐津铺子与可比公司销售费用率.....	10
图 13: 2017-2022Q3 盐津铺子与可比公司管理费用率.....	10
图 14: 2017-2022Q3 盐津铺子与可比公司财务费用率.....	11
图 15: 2017-2022Q3 盐津铺子与可比公司研发费用率.....	11
图 16: 2018-2022Q3 盐津铺子与可比公司净利率水平.....	11
图 17: 2017-2021 年盐津铺子与其他零食企业收入 (百万元)	12
图 18: 2017-2021 年盐津铺子与其他零食企业收入 CAGR.....	12
图 19: 盐津铺子供应链总结.....	12
图 20: 2022 年盐津铺子研发人员扩充一倍.....	13
图 21: 盐津铺子研发费用率领先行业.....	13
图 22: 盐津铺子研发模式.....	13
图 23: 盐津铺子产能布局.....	14
图 24: 各零食企业原材料周转率对比.....	14
图 25: 各零食企业存货周转率对比.....	14
图 26: 盐津铺子股权结构图.....	16
图 27: 盐津铺子店中岛模板图.....	16
图 28: 2019-2021 年盐津铺子店中岛个数和投放数 (个)	16
图 29: 盐津铺子烘焙收入和增速 (百万元, %)	17
图 30: 盐津铺子深海收入和增速 (百万元, %)	17
图 31: 休闲零食行业市场规模实现稳健增长 (亿元, %)	17
图 32: 休闲零食行业细分品类规模及增速 (亿元, %)	18
图 33: 2022 年休闲零食行业品类结构 (%)	18
图 34: 中国休闲零食行业 CR10 变化趋势.....	18
图 35: 2022 年各国休闲零食 CR10 对比.....	18
图 36: 我们认为休闲零食存在 2-3 年的行业红利期, 重视周期性机会	18
图 37: 我们将零食公司分为产品型&渠道平台型公司, 需要把握不同公司的要点和机遇	19
图 38: 中国休闲零食渠道结构变化观测.....	20
图 39: 中国休闲零食行业的线上渠道销售规模 (亿元, %)	20
图 40: 盐津铺子店中岛加速投放 (个)	20
图 41: 商超卖场门店数量持续增加 (个)	20
图 42: 传统商超和零售连锁 2022 年关店数量较多 (家)	21

图 43: 2022 年十大超市新开店和增速为五年来最低	21
图 44: 山姆会员店等会员制商超保持较好的开店势头 (家)	21
图 45: 零食量贩代表品牌---零食很忙门店图	22
图 46: 零食量贩代表品牌---赵一鸣门店图	22
图 47: 盐津铺子战略转型示意图	23
图 48: 盐津铺子聚焦五大核心品类 (2022 年升级为六大品类, 新增 蒟蒻)	23
图 49: 2022 年盐津铺子直营门店数量进一步缩减 (家)	24
图 50: 2022 年盐津铺子销售人员大幅下降 (人, %)	24
图 51: 盐津铺子以多 SKU 进入零食很忙渠道	25
图 52: 2022 年盐津铺子经销商数量实现快速增长 (家, %)	26
图 53: 盐津铺子定量装产品图	26
图 54: 2021 年盐津铺子鱼豆腐零食天猫销售第一	26
图 55: 盐津铺子布局抖音、电商直播、社区团购渠道	26
图 56: 盐津铺子天猫旗舰店季度销售额及同比增速 (万元)	27
图 57: 盐津铺子抖音旗舰店月度销售额及环比增速 (万元)	27
图 58: 引入管理层后所做改革	28
图 59: 盐津铺子盈利预测 (百万元, %)	29
图 60: 公司历史平均估值中枢在 50-60 倍左右	30
表 1: 各零食企业毛利率对比	15
表 2: 各零食企业产品价格对比	15
表 3: 盐津铺子两期股权激励目标和实际业绩对比 (单位: 亿元)	16
表 4: 盐津铺子定量装开拓举措	25
表 5: 盐津铺子部分营销和供应链高管	27
表 6: 相对估值	30
表附录: 三大报表预测值	31

1 公司介绍：商超散称起家，转型以产品+渠道双轮驱动增长

国内多品类自主生产型零食企业。盐津铺子成立于 2005 年，总部位于湖南浏阳，是集研发、生产、销售于一体的休闲食品公司。公司发轫于凉果蜜饯，不断迭代产品，形成以咸味零食和烘焙甜点为主的两大核心战略品类，目前已发展成涵盖烘焙点心、深海零食、肉鱼、果干、豆制品、休闲素食、蜜饯炒货、辣卤零食的多品类休闲零食企业。2022 年公司实现营业收入 28.94 亿元，同比增长 26.83%；实现归母净利润 3.01 亿元，同比增长 100.01%。

图1：盐津铺子产品矩阵

品类	产品	图示	品类	产品	图示
烘焙点心	中保面包		肉鱼制品	脆骨小肉枣	
	沙琪玛			鹤鹑蛋	
薯片	非油炸薯片			辣子鸡	
	布丁果冻	布丁		鸭货	
果干	芒果干		深海零食	凤爪	
	豆制品	素牛排			海洋小鱼
手磨嫩豆干				鳕鱼豆腐	
手撕豆筋				鳕蟹柳	
蜜饯炒货	蜜饯		鳕鱼肠		
		魔芋素毛肚			
			素食	魔芋丝	
				竹笋	
				大片藕	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.1 发展历程：前期以中岛模式打开商超渠道，当下重视全渠道拓展

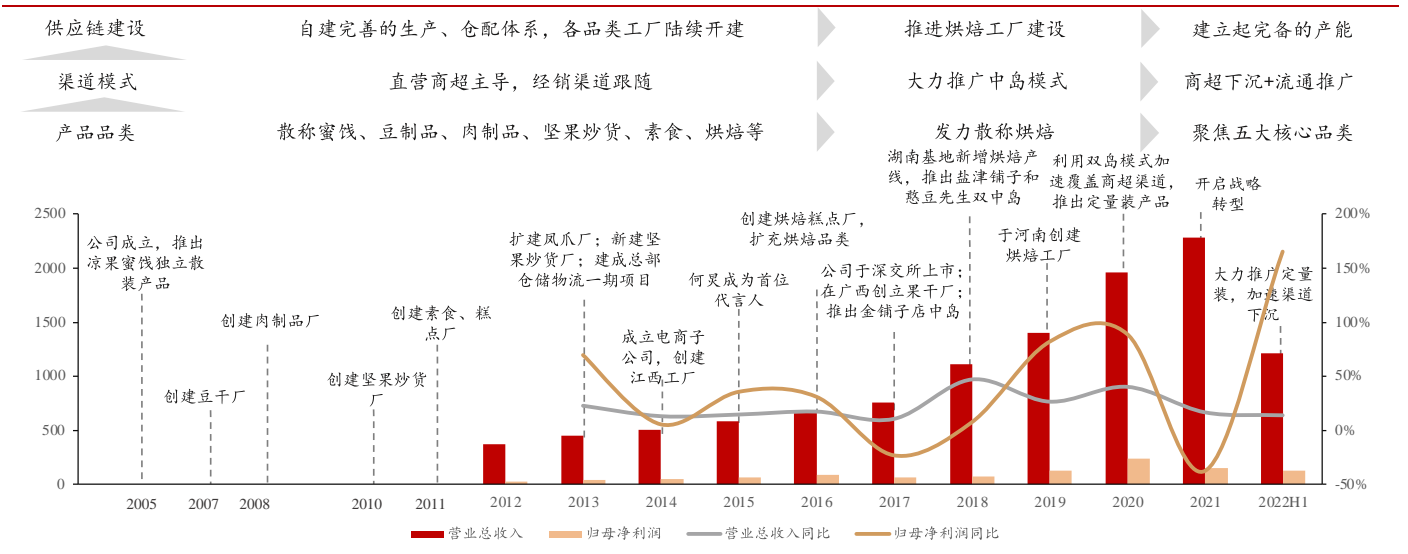
公司成立于 2005 年，主要经历以下几个发展阶段：

1) 供应链布局期 (2005-2016)：2005-2013 年，公司先后完成散称蜜饯、豆制品、肉制品、坚果炒货、素食、烘焙等产线布局，在湖南浏阳、江西修水建立工厂，形成多品类自主生产能力。2016 年，公司创建烘焙糕点厂，开始切入烘焙领域。公司产能逐步释放，为多品类发展打下良好基础。

2) 红利收获期 (2017-2020)：2017 年，公司在商超渠道推出“金铺子”店中岛，集中陈列和高辨识度使得公司中岛坪效更高，同年，公司于深交所上市并建立广西果干工厂。2018 年，推出“憨豆先生”和“盐津铺子”双中岛模式，于湖南基地新增烘焙产线，烘焙成为新的发力点；2019 年该模式跑通后加速在商超推广，业绩开启高增长。2020 年疫情下烘焙放量+商超中岛开拓，支撑业绩频超预期。

3) 战略转型期 (2021-至今)：社区团购冲击、商超流量下滑、烘焙增速放缓下，公司 2021Q2 业绩出现亏损；公司快速应对，开启品类聚焦与渠道下沉，并推出定量装开辟流通渠道，布局社交电商、零食专营等新兴渠道，多维度重启高增长。

图2: 盐津铺子发展历程 (百万元)



资料来源: 公司官网, 招股说明书, 浙商证券研究所

历史估值中枢约 50X, 转型成效初显, 估值上行。公司凭借高成长性及优异的盈利能力、商业模式, 持续获得市场关注, 上市以来股价上涨约 10 倍, 年化收益率 182%。股价演绎可分为以下几个阶段:

阶段一 (2017.02-2018.12): 经验能力验证期, 估值震荡。上市初期, 市场对公司的多品类模式存疑, 估值持续震荡, 18 年迎来一波行情, 股价由最低点上涨 112%, 主要系公司新品烘焙产品快速放量, 收入增速加快。后续股价回落, 主要由于公司新品推进中费用投放加大, 盈利能力不佳。

阶段二 (2019.01-2020.10): 商超中岛模式跑通, 疫情下流动性宽松+需求高增, 实现戴维斯双击。18 年公司推出双中岛模式, 前期积累下该模式迅速跑通, 业绩持续超预期, 一年股价上涨 74%, 估值提升 14%。20 年初发布业绩预告, 超额完成 19 年股权激励目标, 市场关注度提高, 叠加疫情下休闲零食需求提升、流动性宽松、年内开拓 8000 个中岛, 年初至股价最高点上涨 330%, 其中估值贡献 136%。

阶段三 (2020.11-2022.03): 商超流量下滑, 业绩低于预期, 股价回落。后疫情时代, 高估值板块回落。与此同时, 商超流量受到社区团购冲击持续下滑, 成本上涨冲击, 费用投放偏高叠加前期高基数, 21Q2 业绩低于市场预期, 股价持续下行。

阶段四 (2022.04-至今): 转型成效初显, 业绩逐季恢复, 估值上移。21 年公司进入转型期, 对产品、渠道、管理进行重新梳理, 业绩逐季改善。22 年进入收获期, 估值先于业绩开始回升, 22 年 3 月底低点至今, 股价提升 129%。

图3: 盐津铺子股价复盘



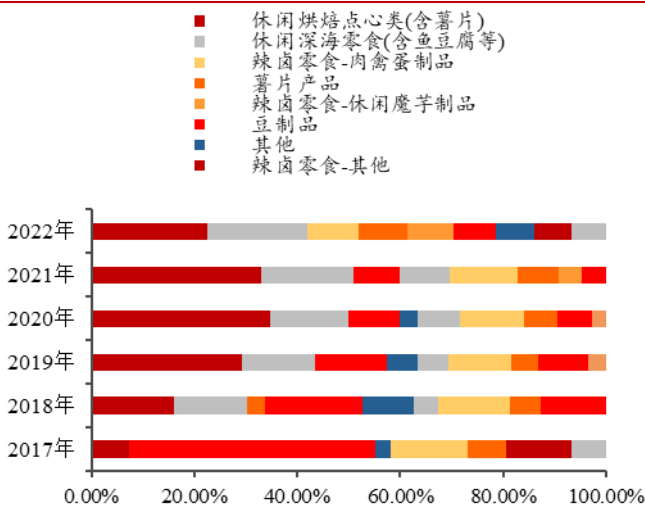
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2 收入结构: 核心品类占比提升, 经销及电商快速增长

1.2.1 产品拆分: 核心品类占比提升, 重点发展增速较快品类

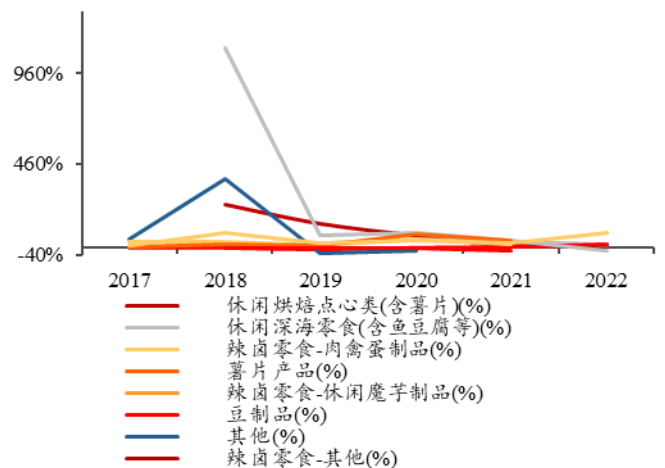
烘焙、深海零食占比提升, 深海、素食、果干增速亮眼。2017年公司品类较多, 以豆干、蜜饯、深海零食为主, 占比均在20%左右。2018年推出中保烘焙新品, 中岛模式下烘焙快速成长, 2018-2022收入CAGR为48.7%, 目前烘焙(含薯片)是第一大品类, 2022占比达22.53%, 增速为14.01%, 主要系薯片放量拉动烘焙板块增长。2021年开始, 公司重点发展深海零食, 素食、果干也从2020年起跟随行业发展高速增长, 2022深海零食、果干、豆干占比分别为19.33%、6.72%、8.19%, 同增17.68%、-12.56%、16.31%, 其中果干占比下滑系榴莲干停产所致。由于公司发展重心转移, 豆制品增速放缓, 占比持续下滑至8.19%。

图4: 2017-2022年盐津铺子产品结构



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图5: 2019-2022年盐津铺子分品类增速



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

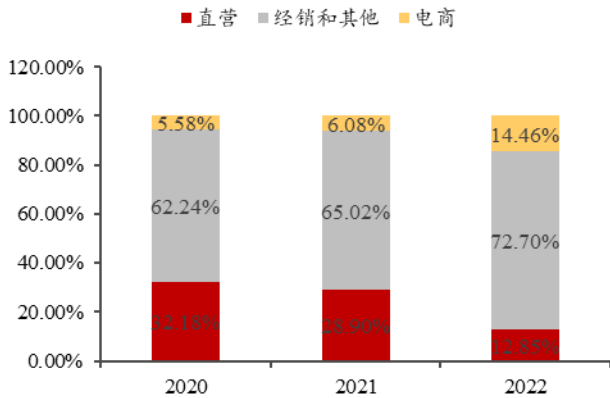
1.2.2 渠道拆分: 直营占比持续下滑, 经销及电商占比提升

公司渠道模式分为直营、经销和电商: 1) 直营模式下, 公司直接对接国内外大型连锁商超, 如沃尔玛、家乐福、大润发等, 直营渠道毛利率较高, 达到50.83%; 2) 经销模式通

过全国的经销商体系，对接除大型KA外的地区连锁超市、小型超市、便利店、批发流通市场等渠道，毛利率为28.51%；3) 电商包括天猫、京东等传统电商平台，以及抖音、快手等直播电商，毛利率为40.77%。

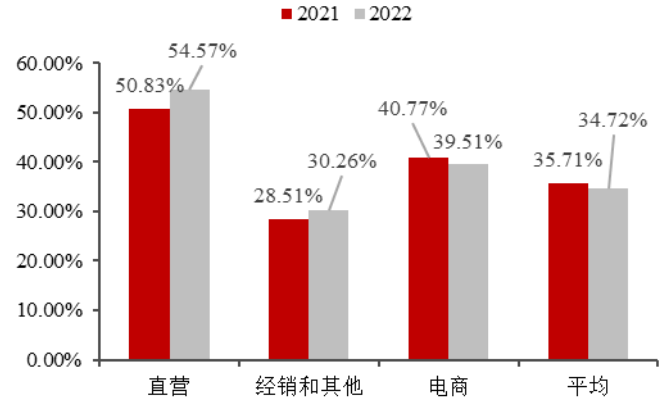
商超趋弱直营下滑，重视经销和电商渠道。2020年以来，公司直营占比持续下滑，2022 直营占比大幅降低至 12.85%，主要系商超流量持续下滑，以及公司将部分运营效率较差的直营商超转交经销商运营所致；经销占比稳步提升至 72.70%，主要由于业务结构改变，公司加大利用经销商渠道拓展腰、腿部商超，并在流通渠道推广定量装、流通装；2022 年电商占比大幅提升至 14.46%，主要系公司积极拥抱电商渠道，在天猫、京东均取得不俗业绩，抖音渠道领先行业所致。

图6： 2020-2022 盐津铺子渠道结构



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图7： 2021-2022 年盐津铺子分渠道毛利率

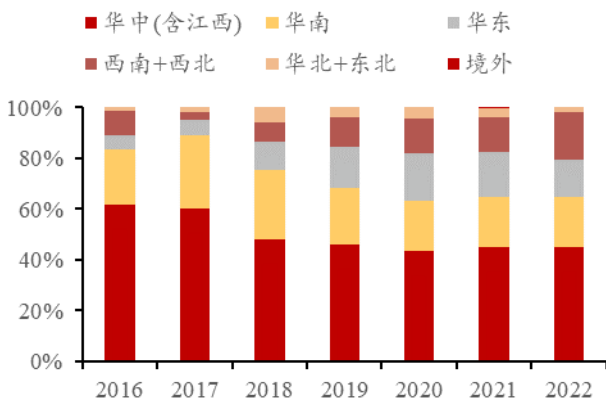


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.2.3 地区拆分：深耕华中华南，培育华东、西南成长市场

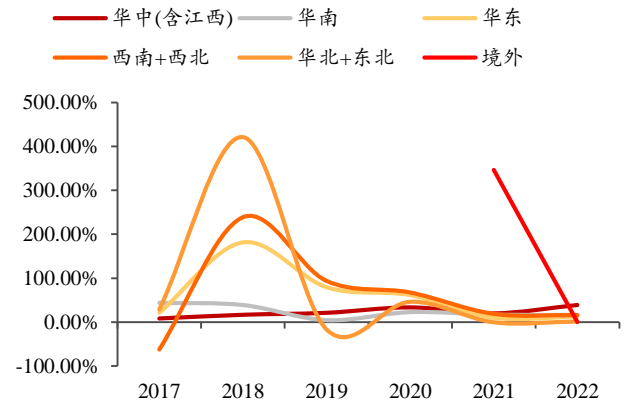
深耕华中、华南，重点突破西南、华东。公司大本营为湖南，2017 年以前深耕华中、华南地区，湖南、江西、广东、广西为成熟市场，上市后开启全国化，西南、华东是重点突破区域。收入结构看，华中、华南区域收入占比持续下滑，2022 分别下降到 45.29%、19.37%；华东、西区、北区占比提升，2022 分别达到 14.95%、18.68%、1.67%。收入增速看，2018 年全国化下，华东、西区、北区收入翻 1-4 倍，后续华东、西区延续高增，东北战略性收缩带动北区增速下滑。

图8： 2020-2022 盐津铺子地区结构



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图9： 2017-2022 年盐津铺子分区域收入增速

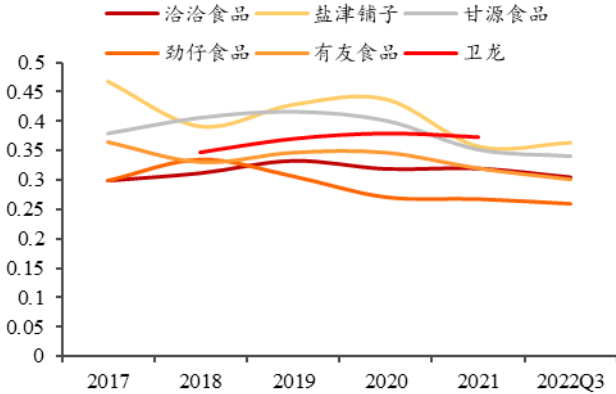


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.3 财务分析：毛利率领先行业，降费提效下净利率提升

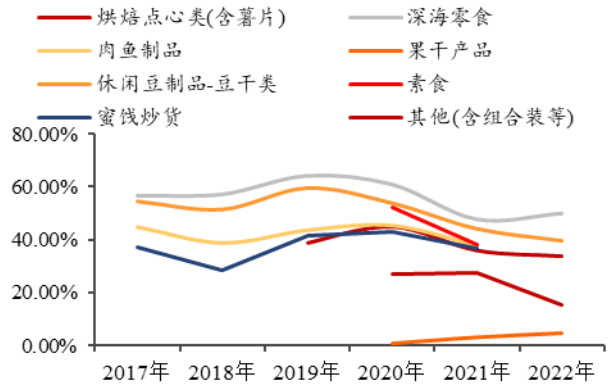
公司毛利率领先行业，2022 年逆势提升。对比自主生产型零食企业，盐津铺子毛利率处于行业领先水平，主要得益于公司强大的选品、供应链管控能力以及渠道模式差异。2022 年公司毛利率为 34.72%，成本压力下公司毛利率水平逆势提升，一方面由于毛利率较高的深海零食、辣卤、素食放量，另一方面公司积极删减冗余品类，提升供应链效率。

图10：盐津铺子毛利率位于行业前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

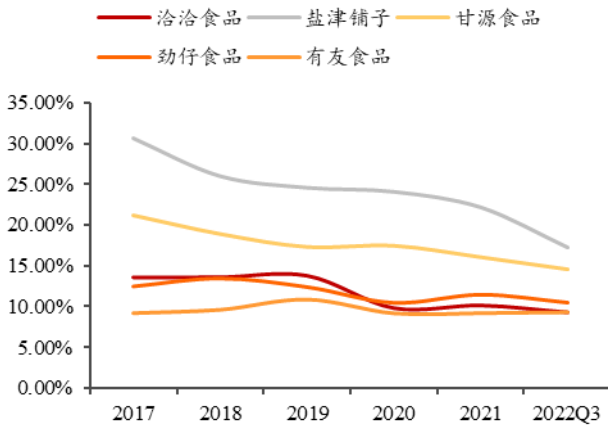
图11：盐津铺子各品类毛利率水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

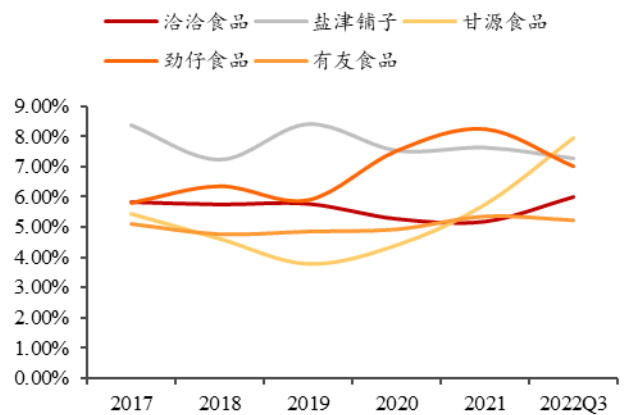
期间费用率高于行业，销售费用率逐步收缩。1) 前期商超渠道主导下，公司销售费用率显著高于行业，2022Q3 持续下滑至 17.2%，主要由于公司缩减商超渠道投放，进场、陈列、物流费用减少，规模效益释放，未来销售费用率仍将持续优化；2) 2022Q3，管理费用率为 7.3%，处于同业正常水平；3) 杠杆率略高于行业，财务费用率为 0.4%；4) 多品类战略下，公司重视新品研发，研发费用率为 2.4%，显著高于行业平均水平。

图12：2017-2022Q3 盐津铺子与可比公司销售费用率



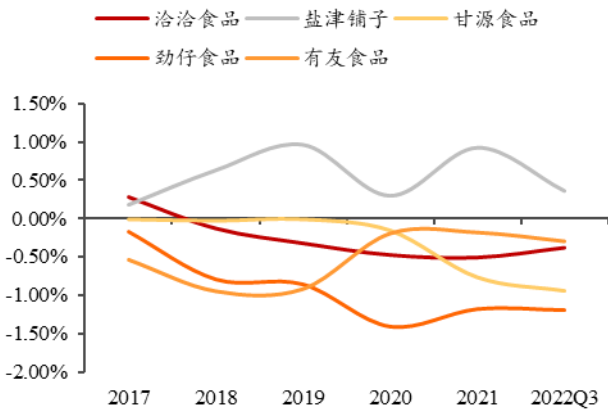
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2017-2022Q3 盐津铺子与可比公司管理费用率



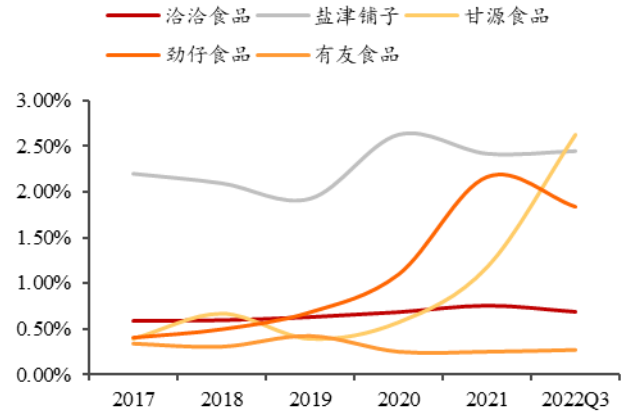
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14: 2017-2022Q3 盐津铺子与可比公司财务费用率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

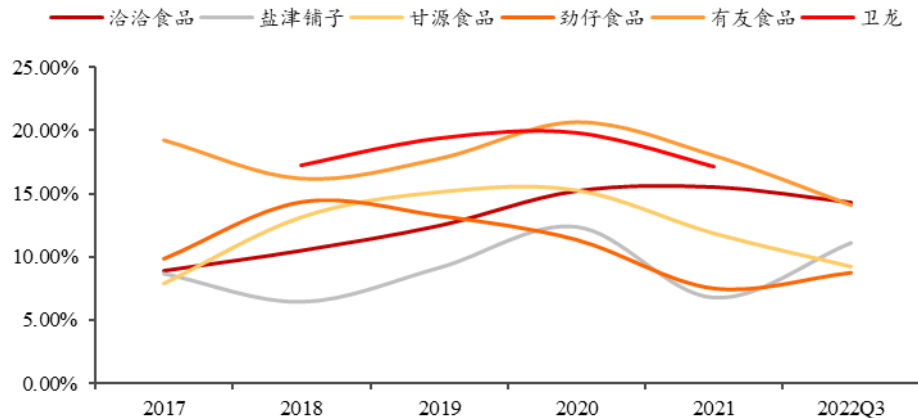
图15: 2017-2022Q3 盐津铺子与可比公司研发费用率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

高费用拖累下净利率略低, 2022Q3 边际改善。受销售费用率高企拖累, 公司净利率处于行业中下水平。2022 年实现净利率 10.43%, 较 2021 年边际改善, 主要由于, 1) 品类结构改善、供应链优化下, 毛利率显著提升, 2) 经销渠道占比提升, 费用率持续收缩, 销售费用率大幅降低。

图16: 2018-2022Q3 盐津铺子与可比公司净利率水平

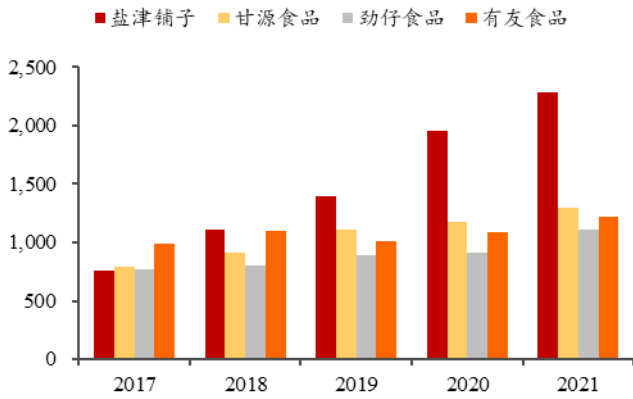


资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 核心竞争力: 供应链优势突出, 管理层决策力优异

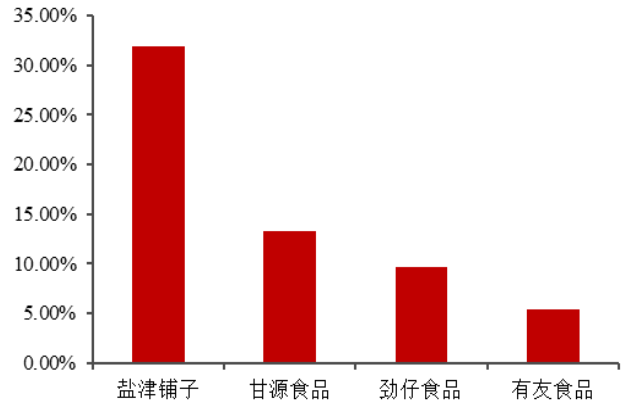
复盘盐津 17-21 年的业绩表现, 我们发现公司收入规模在此期间与其他企业拉开较大差距, 收入增速领先行业。这一方面得益于公司切入烘焙品类享受行业增长, 另一方面由于商超端成功推广店中岛模式, 渠道扩张加速, 二者背后是完善的供应链布局和管理层独到的战略眼光。展望未来, 公司 21 年末启战略转型, 对品类、渠道、供应链等多个方面进行改革, 公司核心竞争力有望进一步强化, 带动公司市占率和净利率的新一轮高成长。

图17: 2017-2021年盐津铺子与其他零食企业收入(百万元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图18: 2017-2021年盐津铺子与其他零食企业收入 CAGR



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2.1 供应链: 自建供应链支撑高性价比, 多品类供应能力强

2.1.1 “研发-采购-制造-仓配”多环节领先, 数字化技术赋能

研发端: 重视研发投入, 选品、快反能力优秀。 1) 公司重视产品研发, 2022年研发费用率为 2.57%, 远高于行业平均水平; 2022 年研发人员翻倍增长, 目前已扩容至 240 人, 拥有 49 项专利。2) 研发模式上, 采取“实验工厂”模式, 将研发环节和生产环节有机结合, 打造快速反应机制, 快速抢占市场, 具体地, 以市场需求为研发驱动力, 快速启动新品开发, 短期内完成小批量生产后投放市场, 市场反应良好的产品即开始大规模生产。3) **选品策略上**, 董事长牵头整个研发中心。选品策略相对谨慎, 前期需经过大量市场调研和评估, 保证新品成功率。在这套稳健、高效的研发体系下, 公司培育出鱼豆腐、鳕鱼肠、沙琪玛等大单品, 持续进行新品研发、工艺升级、产品改进。

图19: 盐津铺子供应链总结



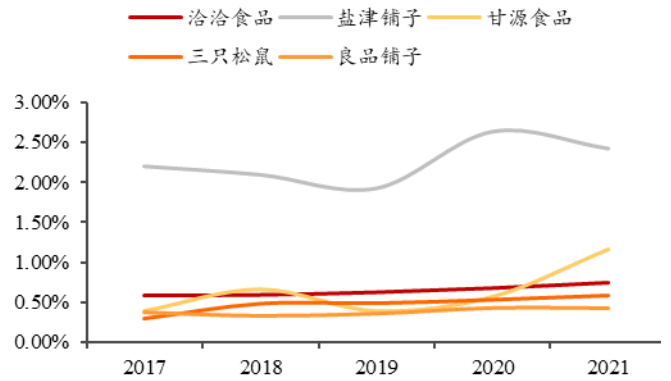
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图20: 2022年盐津铺子研发人员扩充一倍



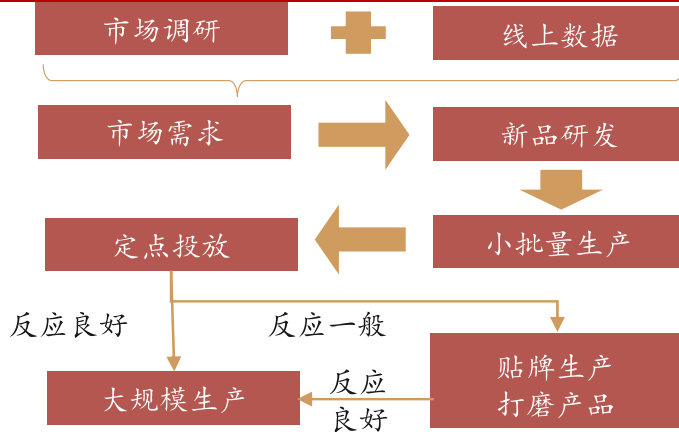
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图21: 盐津铺子研发费用率领先行业



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图22: 盐津铺子研发模式

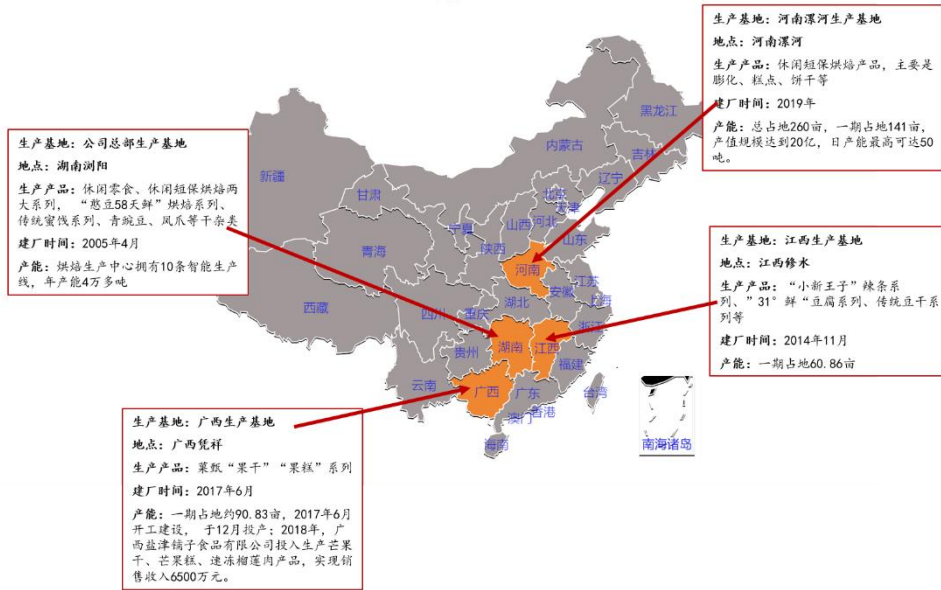


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

采购端: 工厂临近原料产地, 多手段降低采购成本。 公司在全球寻找优质原料, 将工厂建在原料产地附近, 降低物流成本。例如, 公司采购东南亚、广西等地水果(芒果、榴莲), 在广西凭祥设立工厂, 就地生产减少物流成本; 河南农业发达, 水稻、小麦等农作物丰富, 公司设立漯河工厂, 生产烘焙面包。同时, 公司通过规模化采购等方式降低采购成本。

制造端: 坚持自主生产, 四大工厂辐射全国。 公司坚持自主生产模式, 保障食品安全与产品品质; 同时生产设备先进、自动化水平高, 工艺成熟、配方标准, 极大地保证了规模效应。目前公司在湖南浏阳、江西修水、广西凭祥、河南漯河共有 4 个生产基地, 年产能 16 万+, 产能够辐射全国, SKU300+, 自产比例达 95%以上。其中, 烘焙生产中心拥有 17 条智能化生产线, 年产能达 4 万多吨。

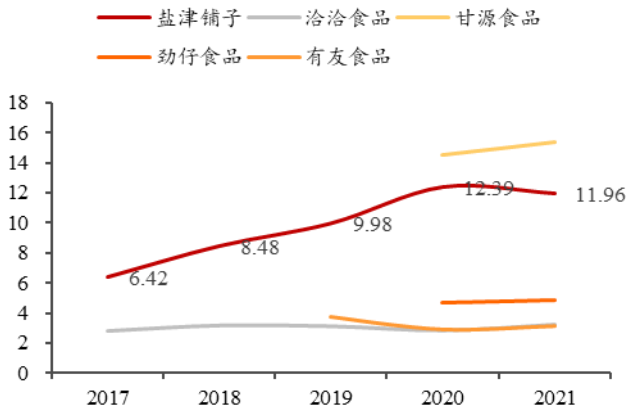
图23: 盐津铺子产能布局



资料来源: 公司官网, 公司年报, 同花顺财经, 浙商证券研究所

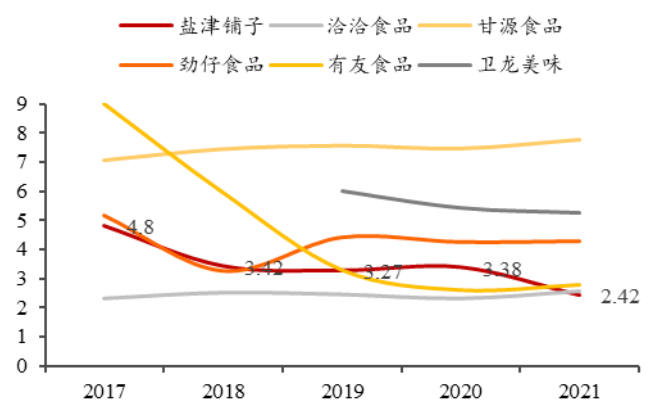
仓配&数字化: 仓储体系健全, 数字化提升周转率。仓配端, 公司建有 50 多个办事处及物流分仓, 形成全国仓储网络; 物流端, 公司目前依靠第三方物流公司实现高效运输。公司全面推进数字制造设备升级, 上线 BI、HR、WMS 等数字化系统, 从订单响应、原物料采购、生产组织、物流等全方位赋能组织运营, 提升周转效率。

图24: 各零食企业原材料周转率对比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图25: 各零食企业存货周转率对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.1.2 优异供应链下产品性价比高, 生产经验形成复利

供应链各环节形成合力, 支撑产品“高质低价”。公司研发、采购、生产各供应链环节高度配合, 共同助力降本, 保证产品高性价比, 对比同业, 盐津产品有近 15% 的价格优势。主要通过以下方面切入, 1) 研发端通过工艺、配方技改, 从源头提升生产效率; 2) 采购端严控成本; 3) 生产端自动化水平高、规模效应突出。

多品类供应能力强，生产经验形成复利。一般认为多品类需要大量产线布局、多品类与规模效应存在矛盾。公司多品类自主生产能力突出，在前期选品、产线共用、产线改良等方面发力，提高选品成功率、降低产线报废率。同时，多品类生产经验可复制性强，公司创立初期就建立了多品类生产模式，1-2 年增加一款新品类，生产、管理经验积淀深厚，可以在短时间内实现生产经验的快速迁移。

表1: 各零食企业毛利率对比

	盐津铺子	卫龙美味	洽洽食品	劲仔食品	甘源食品	桃李面包
烘焙	36.00%					26.35%
薯片	39.34%		22.24%			
速冻鱼糜/鱼制品	47.95%			28.64%		
肉制品	37.61%			18.49%		
素食/菜制品	38.21%	39.90%				
豆制品	44.22%	37.90%	24.82%	23.59%		
蜜饯炒货	36.65%					
坚果/果仁			29.26%		26.10%	
瓜子			31.56%		38.51%	
调味面制品		35.90%				

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 各零食企业产品价格对比

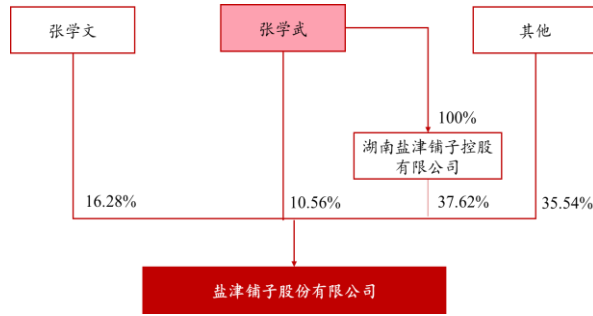
深海零食			辣卤零食			烘焙		
鳕鱼肠			素毛肚			口袋面包		
售价	单价 (元/100g)		售价	单价 (元/100g)		售价	单价 (元/100g)	
盐津铺子	4.9 元/100g	4.9	盐津铺子	9.9/180g	5.5	盐津铺子	15.9 元/500g	3.2
力诚	28.8 元/350g	8.2	卫龙魔芋爽	17.9/330g	5.4	豪士	14.9 元/380g	3.9
小鹿蓝蓝	31.8 元/300g	10.6	劲仔魔芋爽	17.8 元/360g	4.9	小白心里软	26.91 元/420g	6.4
鱼豆腐			肉枣			吐司面包		
售价	单价 (元/100g)		售价	单价 (元/100g)		售价	单价 (元/100g)	
盐津铺子	25.9 元/560g	4.6	盐津铺子	16.9/240g	7.0	盐津铺子	18.8 元/500g	3.8
卫龙	10.5 元/180g	5.8	良品铺子	23.9/145g	16.5	桃李面包	14.9 元/400g	3.7
百草味	12.9 元/185g	7.0	百草味	12.9/60g	21.5	百草味	16.9 元/400g	4.2
鱼仔			鸭脖			薯片		
售价	单价 (元/100g)		售价	单价 (元/100g)		售价	单价 (元/100g)	
盐津铺子	0.59 元/12g	4.9	盐津铺子	15.9/330g	4.8	盐津铺子	9.9 元/210g	4.7
卫龙	5.9 元/150g	5.9	百草味	11.9/200g	6.0	薯愿	7.9 元/125g	6.3
劲仔	15.5 元/200g	7.8	良品铺子	15.9/190g	8.4	百事	49.9 元/400g	12.5

资料来源: 天猫旗舰店, 浙商证券研究所

2.2 管理: 企业激励充分, 管理层战略前瞻和应变力强

创始人家族高度控股, 公司股权结构稳定。张学武、张学文兄弟为公司实际控制人, 张学武直接持有上市公司 10.56% 的股权, 同时 100% 控股湖南盐津铺子 (湖南盐津铺子持有上市公司 37.62% 的股权), 张学文持股 16.28%, 二人合计持有 64.46% 的股份, 对公司有高度的控制权。公司股权结构稳定, 董事长张学武上市以来未曾减持, 彰显对公司长期发展信心。

图26: 盐津铺子股权结构图



资料来源: wind, 公司年报, 浙商证券研究所

两期激励, 公司上下士气足。股权激励深度绑定核心管理层及技术人员, 公司于2019/2021年推出第一/二期股权激励, 第二期股权激励扩大核心技术人员授予范围, 2022年1月修订22/23年激励目标, 22/23年收入目标27.0/32.5亿元, 利润目标为3.2/4.9亿元, 更加理性务实, 激励效果更好。

表3: 盐津铺子两期股权激励目标和实际业绩对比 (单位: 亿元)

股权激励		第一期			第二期 (修订前)			第二期 (修订后)		
年份	2018	2019	2020	2021	2021	2022	2023	2021	2022	2023
实际收入	11.08	13.99	19.59	22.82	22.82			22.82		
收入同比增长率		26.34%	39.99%	16.47%	16.47%			16.47%		
股权激励目标		12.74	14.95	17.72	25.07	31.73	39.96	25.07	27.03	32.52
目标同比增长率		15.00%	17.39%	18.52%	28.00%	26.56%	25.93%	28.00%	7.81%	20.29%
实际利润	0.71	1.28	2.42	1.54	1.54			1.54		
利润增长率		79.18%	89.73%	-36.25%	-36.25%			-36.25%		
股权激励目标		1.39	1.85	2.49	3.44	4.87	6.92	3.44	3.17	4.87
目标同比增长率		95.00%	33.33%	34.62%	42.00%	41.55%	42.29%	42.00%	-7.75%	53.44%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

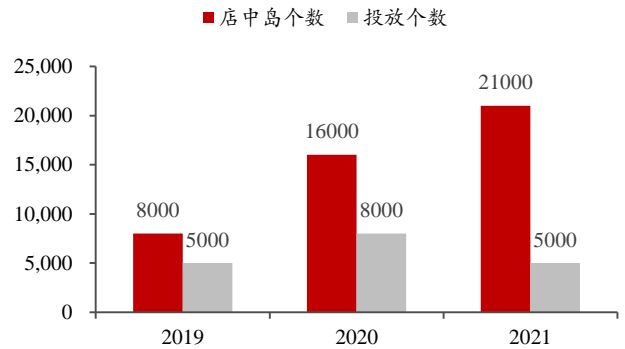
管理层运营能力出色, 战略眼光得到验证, 勇于自我革新。老板战略眼光独到, 店中岛模式助力上一轮高成长。公司17年开始全国化, 推出可复制性强的店中岛, 在商超渠道实现快速铺市。中岛坪效更高、有助于树品牌和满足一站式采购需求, 因此在商超尤其是KA推广顺利, 截至2020年公司店中岛数量在16000个左右。2021年率先进入零食量贩渠道, 并实现快速增长。

图27: 盐津铺子店中岛模板图



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图28: 2019-2021年盐津铺子店中岛个数和投放数 (个)

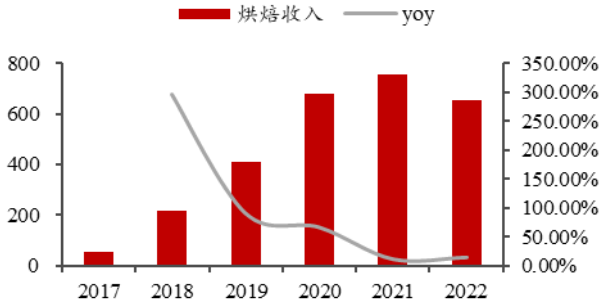


资料来源: 公司公告, 财联社, 浙商证券研究所

备注: 其中2021年投放数量为公司预计投放量, 店中岛个数为浙商预测, 非最终实际值。

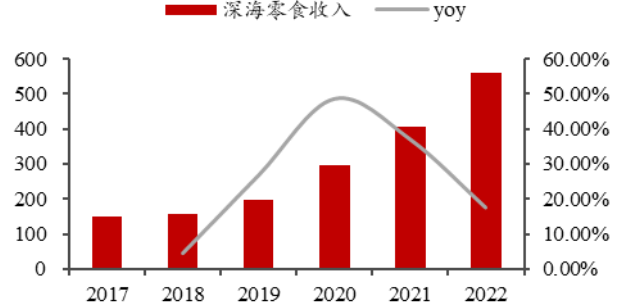
1) **选品、大单品打造能力得到验证。**烘焙发展红利×憨豆爸爸中岛，叠加效应对公司业绩影响显著。16年公司建立烘焙厂，18年推出“憨豆先生”甜味中岛，品类红利和渠道红利重叠下，烘焙成为第一大品类，收入由17年的5434万提升到20年的6.81亿，占比由17年的7.2%提升到20年的34.8%。深海零食系列产品业绩表现亮眼，打造出鱼豆腐、手撕蟹柳、鳕鱼肠等大单品，未来大单品打造经验有望持续推广。

图29: 盐津铺子烘焙收入和增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图30: 盐津铺子深海收入和增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

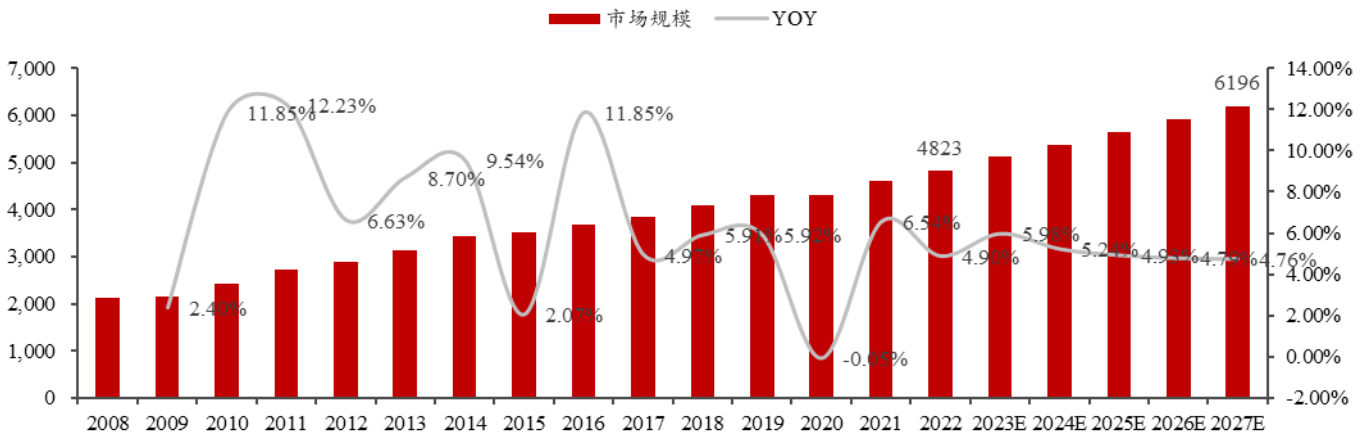
2) **勇于自我革新, 努力走在正确的路上。**在渠道、品类快速更迭的零食行业里, 公司勇于打破认知偏见, 紧跟市场, 及时改变管理策略。2021Q2 由于行业变革和成本上行以及疫情影响, 业绩不达预期, 短期波动并未影响团队信心; 管理层积极通过品类聚焦、多渠道发展以及严控费用、优化供应链进行改善, 后续业绩持续恢复并超预期。战略的及时调整, 背后是公司管理者深耕行业敏锐的商业洞察, 与应对外界变化强大的战略魄力。

3 如何看待本轮渠道变革给盐津铺子带来的机会?

3.1 休闲零食行业方法论: 重视每一轮的周期

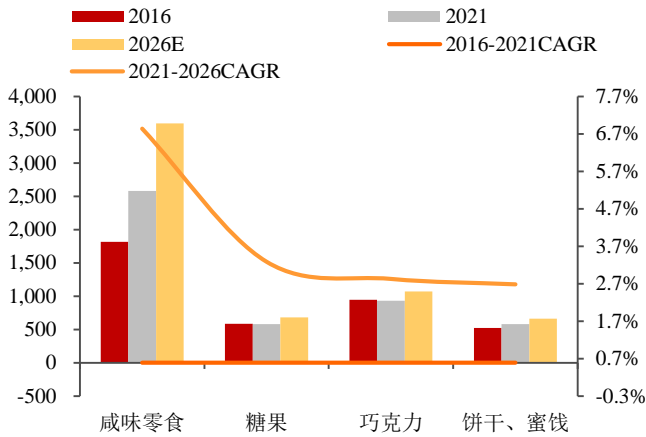
市场此前认为: 休闲零食行业的市场竞争激烈, 行业壁垒较低, 同时由于竞争格局分散, 行业偏传统和成熟, 不存在较大的变化和机会。休闲零食本质上满足了人们代餐、解馋和放松的需要, 品类之间可替代性强、同一品类下细分子类多、行业壁垒较低, 因此呈现充分竞争态势。快迭代、重渠道、强竞争是休闲零食的主要标签和痛点, 在此基础上, 企业需要充分挖潜品类, 提高产品创新能力, 以产品组合满足多样化需求, 抓住渠道变迁红利, 在激烈的竞争中脱颖而出。

图31: 休闲零食行业市场规模实现稳健增长 (亿元, %)



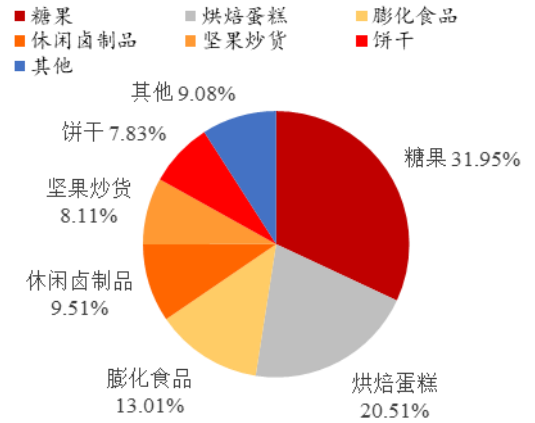
资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

图32: 休闲零食行业细分品类规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

图33: 2022年休闲零食行业品类结构 (%)



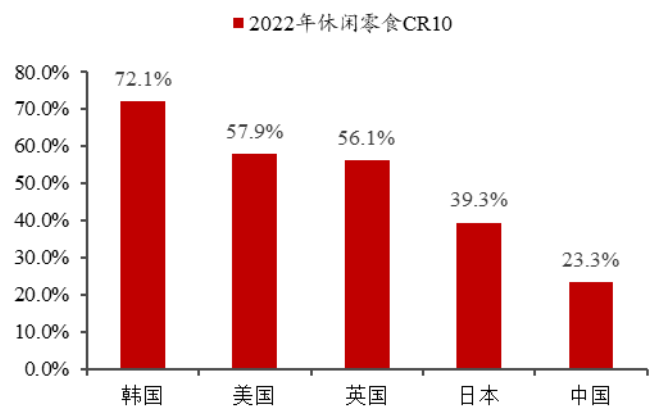
资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

图34: 中国休闲零食行业 CR10 变化趋势



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

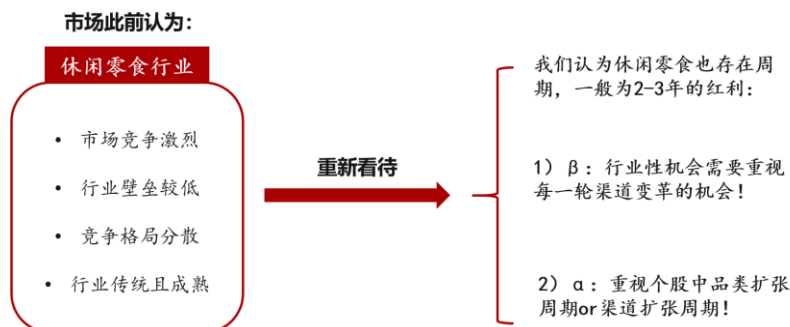
图35: 2022年各国休闲零食 CR10 对比



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

我们认为: 休闲零食行业是存在周期性机会的, 一般存在 2-3 年的行业红利期。我们认为休闲零食行业即使行业相对传统成熟, 但行业性的渠道变革, 行业性的爆品机会等仍在持续发生, 将会为行业带来新的机会。1) β : 即行业性机会需要重视每一轮渠道变革带来的新机遇; 2) α : 应重视个股中品类扩张周期或渠道扩张周期中的机会。

图36: 我们认为休闲零食存在 2-3 年的行业红利期, 重视周期性机会



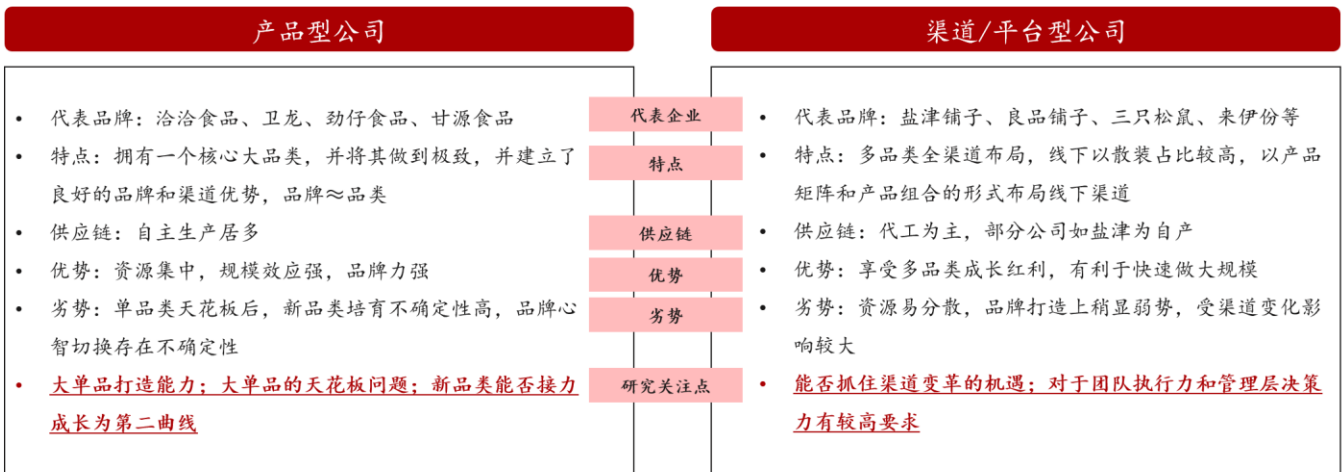
资料来源: 浙商证券研究所

我们会把休闲零食分为产品型&渠道平台型公司，在每一轮的周期当中，需要把握不同的要点，以便我们抓住不同的机会。

1) **产品型公司**：特点是拥有一个核心优势的大品类，并将其做到极致，通过这一品类建立良好的品牌和渠道优势，占据消费者心智，形成品类和品牌的挂钩。其优势是集中公司资源打造爆品、成功率较高，自主生产规模效应强，更易形成规模效应，具备良好的品牌力优势；其劣势我们认为单品类达到天花板后，新品类培育的不确定性较高，品牌心智切换存在不确定性。由此我们认为对于产品型公司研究的核心是要看公司大单品 or 大品类的打造能力，密切注意品类天花板，新品类能否接力成为增长的第二曲线是关键。

2) **渠道平台型公司**：特点是多品类全渠道布局，线下以散装占比较高，以产品矩阵和产品组合的形式进行布局，多以代工为主，少部分公司如盐津铺子为自主生产。我们认为渠道平台型公司的优势是可以享受多品类增长红利，有利于快速扩大规模；但与此同时资源投入可能相对分散，品牌打造上稍显弱势，受到渠道变化的影响较大。由此，我们认为对于渠道平台型企业，能否抓住渠道变革的机会做出调整，以及供应链效率和多品类运营能力是重点，所以对于企业自身的团队执行力和管理层决策力有较高的要求。

图37: 我们将零食公司分为产品型&渠道平台型公司，需要把握不同公司的要点和机遇



资料来源：浙商证券研究所

3.2 休闲零食行业渠道变革的周期复盘

通过复盘此前休闲零食的渠道变革周期，我们发现：

1) **野蛮生长时期（80-90年代）**：区域工厂模式建立，全国品牌开始崛起。

伴随坚果炒货行业的商业形态，从上世纪 80/90 年代的家庭小作坊的小工厂逐步发展成为 2000 年左右的区域性工厂模式，同时伴随小包装在散装市场中渗透率的提升，突破区域限制和散装大货的品相，全国性品牌开始崛起。

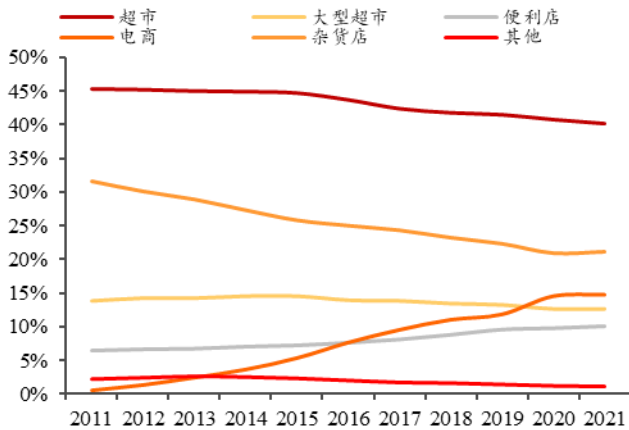
2) **依托于电商流量红利，零食产品线上渠道的渗透率持续提升，衍生出新的电商渠道为主的休闲零食品牌（2014-2018年前后）**

依托于电商平台的快速发展，流量红利逐步凸显，衍生出三只松鼠、百草味等多个线上品牌，零食在线上渠道的渗透率得到了快速提升；与此同时线下商超与新零售相互结合，进一步提升了零食的线上渗透率。

3) 依托于商超开店和流量红利带来的休闲零食企业的快速增长（2017-2020年前后）

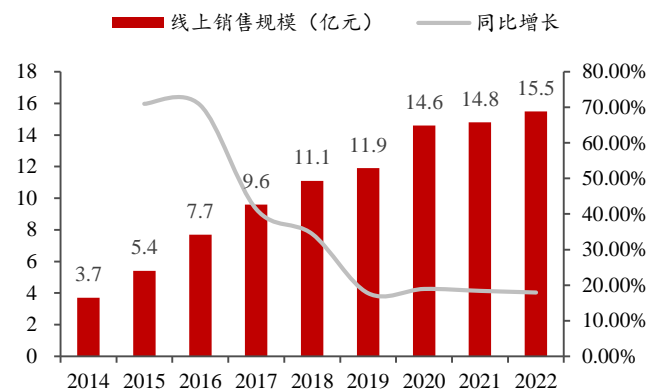
依托于商超和卖场的快速开店和购物中心的进一步下沉，线下的传统商超迎来新一轮的红利，在此期间，以盐津为代表的零食品牌，通过店中岛的模式快速进行布局，依托于商超的下沉，迎来新一轮的业绩增长。

图38：中国休闲零食渠道结构变化观测



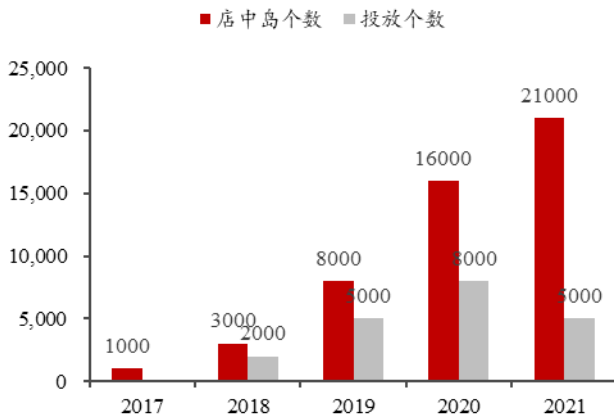
资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图39：中国休闲零食行业的线上渠道销售规模（亿元，%）



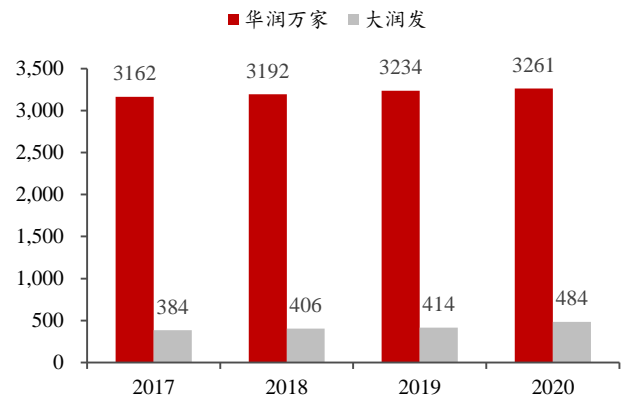
资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图40：盐津铺子店中岛加速投放（个）



资料来源：公司公告，英为财经，浙商证券研究所

图41：商超卖场门店数量持续增加（个）



资料来源：高鑫零售年报，中商产业研究院，浙商证券研究所

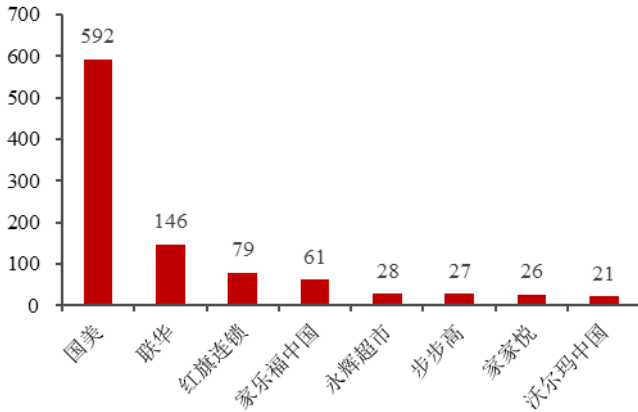
3.3 重视 2021 年开始正在经历的休闲零食行业新一轮渠道变革

我们认为自 2021 年开始至今，是休闲零食新一轮的渠道变革周期，并且目前仍在红利期。我们认为本轮渠道变革的特点是：1) 传统商超由于门店陆续关店客流持续下滑；2) 会员制商超崛起，承接一部分传统商超客流的流出；3) 同时零食量贩渠道崛起，并逐步成为零食企业重要的布局渠道。

1) 传统商超门店关店，客流持续下滑，我们认为除了疫情影响以外，引流的生鲜水果等品类专业细分为社区连锁店，也在一定程度上影响了传统商超卖场的客流。另据壹览

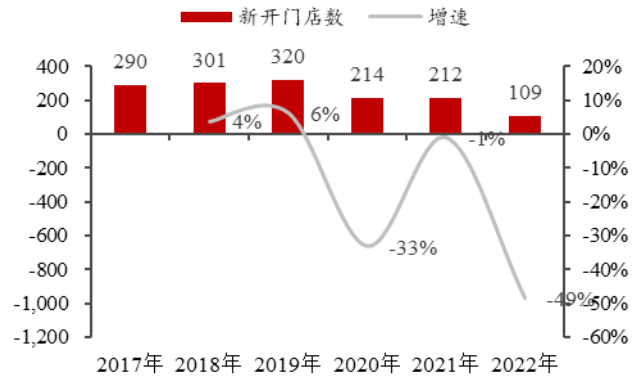
商业的数据，据不完全统计，2022年实体零售多个业态中有将近7000家实体店宣布关店，从业态来看，商超业态关店至少1138家，覆盖46家企业。其中，国美零售关店近600家、联华超市关店146家、红旗连锁关店79家、家乐福关店54家、沃尔玛关店21家等等。而据赢商网的数据，2022年全年十大传统超市企业新开门店数（不含便利超市业态）超109家，较往年数量大幅度下滑，为近5年以来开店数量最少的一年。

图42：传统商超和零售连锁2022年关店数量较多（家）



资料来源：壹览商业，搜狐新闻，浙商证券研究所
备注：图例为2022年关店数量，为不完全统计

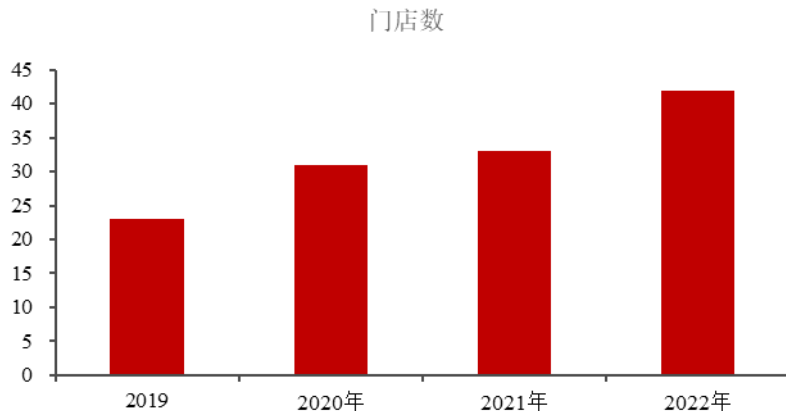
图43：2022年十大超市新开店和增速为五年来最低



资料来源：赢商网，浙商证券研究所

2) 会员制商超崛起，承接了一部分传统商超流出的客流。2021年会员制商超逆势爆发，并在22年保持强劲的势头。根据赢商网数据，2022年新开门店数最多的是山姆会员制商超，截至22年底，山姆在全国拥有42家门店。

图44：山姆会员店等会员制商超保持较好的开店势头（家）



资料来源：搜狐、北京商报，赢商网，浙商证券研究所

3) 零食量贩渠道持续火热，成为零食企业重要的布局渠道。我们总结了零食量贩渠道的特点主要有：①便宜低价，零售价格以批发价格进行销售，基本是流通渠道的7折甚至更低；②社区店型为主，非常便利，满足及时性属性需求；③品类丰富，100平米门店内基本1200-1500个SKU（100平米），150平米可以有2000个以上的SKU。我们认为零食量贩渠道的崛起主要有以下几个原因：①受益于疫情保供，渗透率和消费者认知度快速提升；②发达在长沙这类食品产业集群丰富的地域；③低价策略符合消费者需求；④满足消费者对于零食的及时性属性，是将零食类目从商超当中专业细分出来。由此以零食很忙、赵一

鸣等为代表的零食量贩渠道进入快速发展的阶段。2021年零食很忙门店数800家，22年达到2000家，23年预计新增1000家；赵一鸣门店2021年350家，22年实现800家，23年预计新增1000家。

图45: 零食量贩代表品牌---零食很忙门店图



资料来源：零食很忙零食官网，浙商证券研究所

图46: 零食量贩代表品牌---赵一鸣门店图



资料来源：赵一鸣零食官网，浙商证券研究所

如何看待这一轮零食量贩渠道带来的渠道变革周期？

本篇报告我们暂不讨论零食专营门店的模型和后续增长，但我们认为目前行业仍处于跑马圈地时期，自22年火热以来，23年加盟商开店热情空前高涨，多个零食量贩品牌加入混战，开店处在快速发展的过程当中。看开店红利期，我们看到24年底到25年前后，但我们仍然认为后续行业会经历洗牌，主因是：1) 竞争激烈后区域内门店存活问题；2) 价盘混乱品牌经销商投诉问题（供应商要做抉择是否做定制产品）；3) 价格战对上游供应商压价问题。

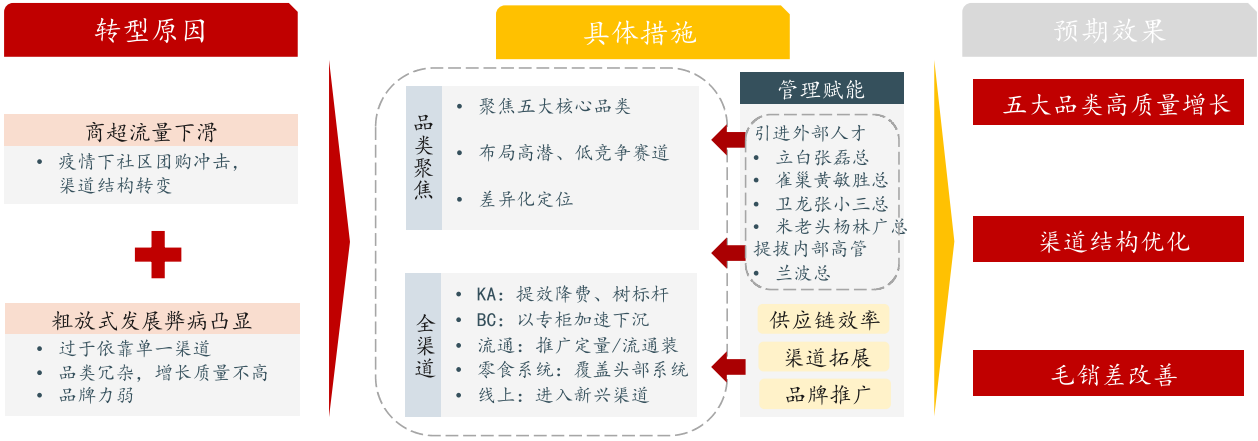
结论：当前零食量贩仍处在跑马圈地的门店扩张期，上游供货商/品牌方依托于下游门店的扩张持续铺货带来业绩的长期增长。由此从投资角度我们提供两条思路：1) 重视门店扩张红利周期；2) 在竞争激烈行业洗牌的时候，重视上游供货商/品牌方的业绩增长。

4 盐津铺子在本轮渠道变革中做了哪些动作？

应对商超红利下滑、新兴渠道冲击，盐津铺子2020-2021年开始进行战略转型，坚持“多品牌、多品类，全渠道、全产业链、全球化”战略，以渠道驱动增长升级为产品+渠道双轮驱动增长，并在本轮行业变革中取得良好的业绩增长。

- 1) **多品类战略下进行品类聚焦：**公司继续坚持多品类发展战略，但聚焦五大核心品类（2022年升级为六大品类），提升品类规模优势，集中资源打造强势品类。
- 2) **全渠道布局：**面对商超基本盘的客流下滑，积极通过定量装进行流通渠道的覆盖，发力零食量贩并取得先发优势，同时线上全平台覆盖，实现快速增长，多渠道合力发展。
- 3) **人才引进，增强团队能力：**对于新渠道和新业务积极进行人才引进，补充团队空白，增长团队实力，激励充分，为公司后续增长保驾护航。
- 4) **供应链优化，提升盈利能力：**持续进行供应链优化，提升供应链效率，从而进一步提升盈利能力。

图47: 盐津铺子战略转型示意图



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理所得

4.1 品类聚焦: 多品类战略下聚焦六大核心品类, 实现规模效应

精简 SKU, 聚焦六大核心品类。 产品端, 公司提出缩减低效 SKU, 公司用“体量大、有成长空间、尚未垄断、公司具有优势”四大标准筛选行业, 最终聚焦深海零食、辣卤、短保烘焙、薯类、蒟蒻及果干六大核心品类, 着力打造“盐津铺子”、“31°鲜”、“憨豆爸爸”、“薯惑”四大品牌。

资源集中投放, 单品类资源投入高。 品类聚焦下, 公司产品运营思路更加清晰, 单个品类投入更多资源, 费投效率提高。与此同时, 公司规模效应强化, 公司产能集中投放于几个大单品, 产能利用率进一步提升, 成本优势、产品品质得到提升。实现公司从高成本下的高品质+高性价比升级为低成本之上的高品质+高性价比。

选品能力优秀, 产品定位差异化。 公司已培育出鱼豆腐、鳕鱼肠等大单品。实施差异化定位, 提升产品辨识度。憨豆爸爸定位“58天活力保鲜”, 主打中保市场, 与头部品牌形成区隔; 薯惑定位“非油炸、更健康”、魔芋定位“火锅素毛肚”、首推鳕鱼豆腐, 都与同业竞品作出了差异化。

图48: 盐津铺子聚焦五大核心品类 (2022 年升级为六大品类, 新增蒟蒻)

五大品类	深海零食	辣卤	中短保烘焙	薯类	果干
品牌	31°鲜	盐津铺子	憨豆爸爸	薯惑	盐津铺子
产品					
推出时间	2015年推出品牌, 2021年推出素毛肚、鸭年推出鳕鱼肠、蟹柳等	2021年推出素毛肚、鸭脖、鸭掌等新品	2018年	2017年	/
规格	散装、定量	散装、定量	散装	散装、定量	散装、定量
价格 (对比)	鳕鱼肠 4.9元/100g 小鹿蓝蓝 31.8元/300g	火锅素毛肚 0.8元/18g 卫龙 0.9元/15g	口袋小面包 16.8元/500g 豪士 12.5元/340g	薯惑 2元/35g 好丽友薯愿 3元/50g	芒果干 4.5元/42g 百草味 8元/120g
渠道	线下中岛+流通+零食系统+线上	线上重点发力+进入线下零食系统	线下中岛+零食系统	线下中岛+零食系统	线上+线下中岛+零食系统
工厂	广西凭祥(近海产地)	江西修水(辣条)	湖南浏阳(中保烘焙) 河南漯河(短保烘焙)	湖南浏阳 (双班日产能10吨)	广西凭祥 (近水果产地)

资料来源: 公司官网, 各公司天猫官方旗舰店, 浙商证券研究所

4.2 全渠道布局：线下多渠道拓展，积极布局线上全平台

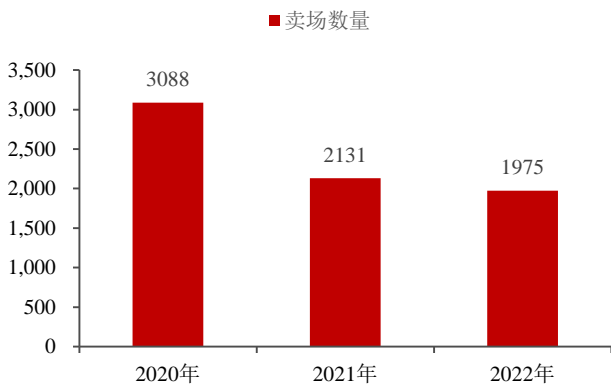
面对近年的渠道变革，公司积极进行破局调整，针对不同的渠道，公司采取不同的目标和战略进行布局，并取得良好增长。

4.2.1 传统直营渠道：精简低效门店，严控费用，由份额导向向利润导向转变

传统商超流量下滑趋势难以逆转，公司主动精简低效门店，商超渠道策略由“投大店、投好店”向“中腰部渠道下沉”转变。公司增加腰腿部门店布局，进入更多 BC 商超，加速渠道下沉，通过售点拓展对冲单点下滑。2022 年公司直营渠道占比已经缩减至 12.85%

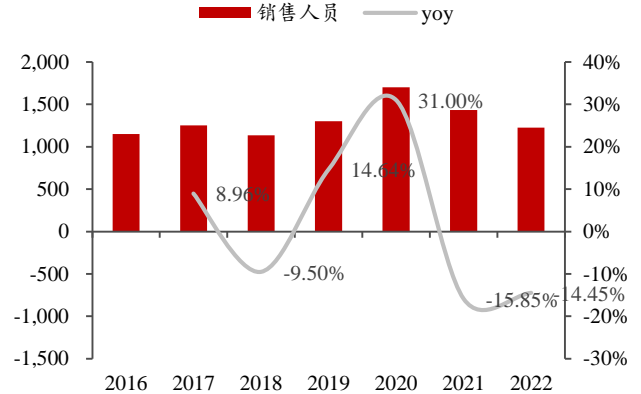
与此同时，费用投放精细化，由份额导向向利润导向转变。一方面收缩预算，减少中岛投放费用，降费动作下，公司将部分低效卖场转给经销商运营，直营门店数大幅下降，由 2020 年的 3088 家，下降到 2022 年的 1975 家，缩减商超端销售人员，2021 年销售人员减少至 1266 人；直营收入比例从 2017 年的 54% 下滑到 22 年的 13%；另一方面提升投放效率，根据渠道质量做差异化投放，关闭低效中岛，在优质 KA 使用高配中岛树标杆，下沉市场商超使用小岛、专柜拓渠道。战略调整后，商超端运营效率大幅提升，实现稳健增长。

图49： 2022年盐津铺子直营门店数量进一步缩减（家）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图50： 2022年盐津铺子销售人员大幅下降（人，%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

4.2.2 零食量贩渠道：率先布局具备先发优势，积极拥抱实现快速增长

前文我们提到本轮渠道变革中零食量贩渠道开始崛起，盐津铺子是较早布局该渠道的品牌之一，2021年下半年公司与零食很忙达成战略合作，并实现快速铺货，SKU也由最初的2个逐步增加至涉及辣卤零食、深海零食、膨化、烘焙等多个品类的29个。同时公司积极与其他正在崛起的如零食有鸣、戴永红、好想来等零食量贩渠道进行合作。2022年公司报表端在零食很忙实现2.11个亿的铺货额。

图51: 盐津铺子以多 SKU 进入零食很忙渠道



资料来源: 门店走访实拍, 浙商证券研究所

4.2.3 定量流通渠道: 定量装放量, 布局流通渠道

拓展定量装规格, 大举发力流通渠道。公司战略升级后实行全规格发展, 除优势散装外, 全力发展定量装。具体来看, 公司聚焦深海零食做定量装的突破, 目前咸味零食定量装矩阵已取得一定成效; 通过 1-2 元的定价, 推广流通装, 从而切入流通渠道。22 年继续推出 9.9 元量贩装, 主推肉枣、魔芋、薯片等产品, 上市后市场反馈积极。

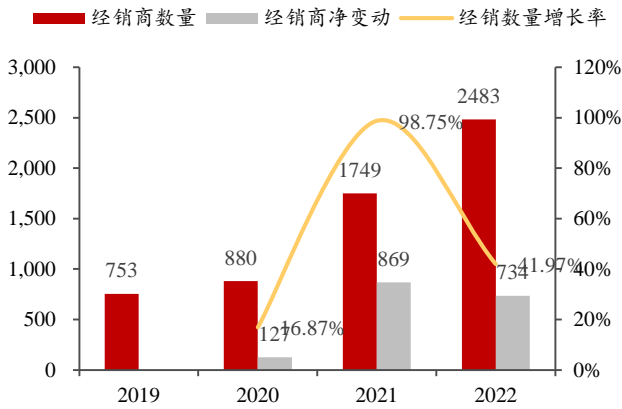
表4: 盐津铺子定量装开拓举措

维度	措施
产品	2021 年聚焦深海零食做定量装的突破, 目前已形成 31° 鲜深海零食、肉肠制品、火锅素毛肚等咸味零食为代表的产品矩阵。
组织架构	组织变革前瞻性布局, 2020 年成立定量装事业部, 目前定量装事业部下设商超部和流通部, 商超部经营全国五万家商超, 流通部负责五百万家小店。
市场策略	以“开客户、拓渠道、抢陈列”为战术总纲, 即以配送型客户为主体, 批发型客户为辅助补充。区域上, 以中部湖南大本营为中心, 辐射至东部、西部全国战区。
渠道	主打便利店、夫妻老婆店、特通(校园、加油站)等。

资料来源: 公司官网、食业头条, 浙商证券研究所

客户拓展加速, 组织架构上, 单独设立定量装事业部。2022 年公司经销渠道经销商达 2483 名, 同比增长 42%。目前公司已与美宜佳连锁便利店达成合作, 预计未来将进入更多便利系统, 公司也同步开拓校园、特渠、夫妻店, 提高产品铺市率。下设商超部和流通部, 流通部经营全国五百万家小店。单独设立事业部管理, 资源上更聚焦、缩短管理半径, 有助于流通渠道更好拓展。

图52: 2022年盐津铺子经销商数量实现快速增长(家, %)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图53: 盐津铺子定量装产品图



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

4.2.4 线上及新兴渠道: 积极布局, 占比持续提升, 成为品牌推广重要渠道

电商渠道承担大单品培育与品牌推广任务。1) 2022年开始, 公司线上电商聚焦“大单品战略”, 2021年报提出线上主打盐津辣卤, 全力打造辣卤爆品矩阵; 2) 协同线下开展品牌运营、品牌推广, 增强品牌辨识度; 3) 通过线上网购平台数据分析、预判, 结合消费者购买大数据、潮流趋势, 进行每季度高频次的产品更新升级, 产品更加贴近消费者需求。

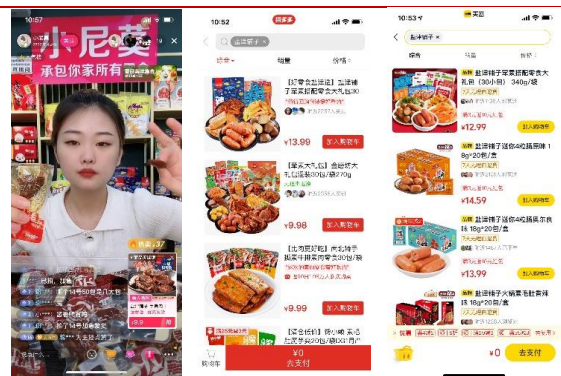
公司积极布局新零售, 进入抖音、直播带货等渠道, 开展种草引流活动, 各核心产品已经在抖音取得行业领先; 与美团买菜、兴盛优选、多多买菜、盒马等头部社区团购和新零售平台合作, 针对不同平台需求推出定制化产品, 推广联名款产品, 营造个性、年轻、潮流形象。

图54: 2021年盐津铺子鱼豆腐零食天猫销售第一



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图55: 盐津铺子布局抖音、电商直播、社区团购渠道



抖音直播

多多买菜

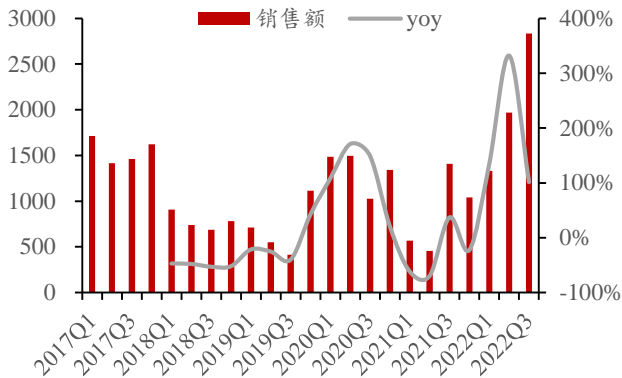
美团优选

资料来源: 抖音, 多多买菜, 美团优选, 浙商证券研究所

线上业绩表现靓丽, 增长动力强劲。21年Q3起, 天猫线上收入破千万, 此后保持在千万以上水平; 22年Q3, 前期高基数下收入达到2835万元, 实现翻倍增长。22年抖音渠

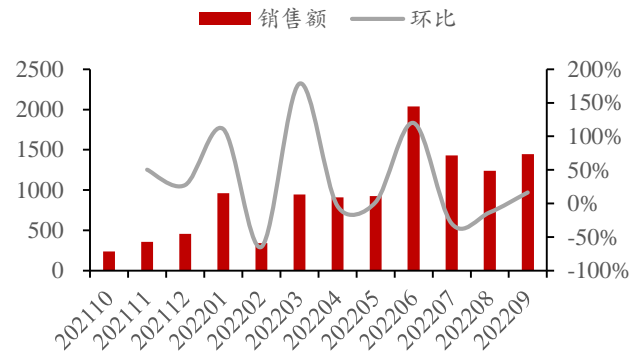
道开始放量，6月实现2036万元营收，此后保持在1000万以上。2022年公司线上业务实现4.18亿元，占比从21年的6%提升至14.45%，实现快速增长。

图56: 盐津铺子天猫旗舰店季度销售额及同比增速(万元)



资料来源: 久谦中台, 浙商证券研究所

图57: 盐津铺子抖音旗舰店月度销售额及环比增速(万元)



资料来源: 久谦中台, 浙商证券研究所

4.3 团队补强: 引进外部管理人才, 从管理层面为转型保驾护航

引进外部管理人才, 助力组织焕新。2020年起, 为更好地实施战略转型, 公司大力引进知名企业职业经理人, 为公司注入新的活力。

- 1) 2020年10月引入张磊总, 负责电商及线上数字化营销。张磊总曾担任立白集团电商总经理5年, 具有丰富的快消品电商渠道运营经验。
- 2) 2021年3月引入黄敏胜总, 负责大制造和质量保证事业部。黄敏胜总曾任职于雀巢中国长达16年, 从生产主管逐步发展为品类技术总监, 具备强生产研发实力。

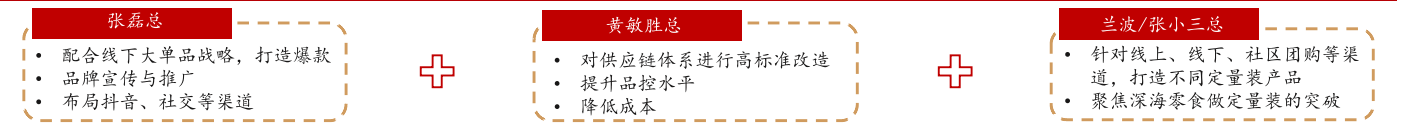
表5: 盐津铺子部分营销和供应链高管

姓名	年龄 (出生年份)	职位	主要职责	履历
兰波 (内部提拔)	40 (1983)	董事, 副总经理	直营及KA等渠道运营管理	2004年7月加入公司, 先后任职长沙销售主管、区域经理、江西省省区经理、云贵广大区经理、湖南省省区经理, 全国经销商渠道负责人, 公司华西片区、华东片区负责人, 2017年5月起任渠道事业部副部长、部长, 2019年3月起任公司董事、副总经理。
张磊	42 (1981)	副总经理	负责电商及线上数字化营销	中南大学本科, 中山大学岭南学院EMBA。2008年起, 历任库巴网华南大区总经理、深圳海吉星商城CEO、立白集团电商总经理。2020年10月加入公司。
黄敏胜	42 (1981)	副总经理	大制造和质量保证事业部	华南理工大学硕士。2006年起, 历任雀巢(中国)生产主管、质量体系主任、绩效管理经理、生产经理、品类生产服务经理、工厂厂长和品类技术总监;2021年2月加入公司。

资料来源: wind, 浙商证券研究所

补齐流通渠道、线上营销短板, 巩固供应链优势。张磊总加入后, 配合线下大单品战略打造爆款产品, 并进行品牌推广; 后期重视抖音等新流量, 通过社交渠道的传播种草, 实现电商渠道高速增长。黄敏胜总加入后, 对供应链体系进行高标准改造, 提高公司品控水平。张小三总在职期间, 主管定量和流通装, 帮助公司搭建起定量装体系, 实现从0到1的突破。

图58: 引入管理层后所做改革



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司经营战略正确，管理层能力突出。如前所述，我们认为公司管理层具备高决策权，保证公司经营方向正确、战略落实稳定性；管理层求真务实、勇于自我革新，在竞争激烈、快速迭代的行业内始终保持竞争优势；积极引进外部人才，从管理上赋能，提升内部运营效率。

5 如何看待盐津铺子后续的增长和空间？

- **短期来看：渠道变革红利期，多渠道多点开花，保证业绩的快速增长。**

市场更多的因为零食量贩渠道的放量来定义盐津铺子近年的增长，但是我们认为公司是全渠道全线开花，正如我们前文所述，借助当前渠道变革红利期，真正通过自身战略的调整，演绎多品类和全渠道的全面增长。

1) 收入端：（基于我们的预测）

① **BC超+其他渠道（如代工等）**：我们预计22年13-14个亿左右，依托中岛和散装的进一步布局后续将持续进行下沉，下沉市场的超市仍有不错的表现，仍然能够保持良好的增长，每年稳定在10%-15%的增长；23年预计能够有1-2亿左右的收入增量；

② **电商渠道**：22年4.18亿左右，前文提到22年快速拓展，实现全平台覆盖，达播、店播全面发展，22年占比已经提升至15%左右，23年我们预计依旧处在快速增长过程中，我们预计实现2亿以上的收入增量；

③ **定量流通渠道**：我们预计22年3.5亿-4亿元左右的收入，定量装将继续进行经销商加盟，拓展空白市场，我们预计23年实现2个亿以上的收入增量；

④ **零食专营**：预计22年3.5-4亿元左右，当前零食量贩仍处在跑马圈地的过程中，还处在开店红利期，将持续受益于渠道拓展下的铺货增长，我们预计23年能够实现翻倍的收入增长。

2) 利润端：（基于我们的预测）

① 聚焦六大核心品类（深海零食、辣卤、薯片、果干、烘焙、蒟蒻），砍掉小品类，提升供应链规模优势，例如在一个品类当中拓展新品（比如依托魔芋为原材料，拓展蒟蒻果冻、素毛肚、魔芋爽等），从而提升毛、净利率水平；

② 节省费用开支，严格把控费用，预计费用率有所下降；

③ 2023年股权激励费用减少；

综上，预计净利率将稳中有升。

- **长期来看：管理层决策力和团队高执行效率为长期发展保驾护航。**

我们在前文强调过，渠道/平台型公司需要能够敏锐的发现每一轮渠道变革的机会并能够抓住落地，这需要管理层具备较好的行业的敏锐度，而团队需要有强有力的执行力能够将举措落地。盐津铺子在此前的渠道变革中都能够积极布局，并走在市场前列，管理层对

于市场变化是具备敏锐度和较好的决策力的，而同时团队的执行效率较高（21Q2 业绩低谷后再 21 年三季度能够快速进行边际改善即能看出）。

当前公司产品从低成本下的“高品质+高性价比”逐步升级成长为“低成本之上的高品质+高性价比”，由“渠道驱动”增长升级为“产品+渠道双轮驱动”增长。更为清晰的规划和战略和高效优秀的团队有效保证公司在长期的发展中拥有较强的竞争力和竞争优势。

5.1 盈利预测

基于公司情况，我们进行如下假设：

- 1) 直营渠道：公司主动收缩直营渠道占比，预计后续直营渠道将进入稳健增长状态，更追求利润的贡献而非规模的提升，由此我们预计公司后续直营渠道占比将在 10%左右，预计 23-25 年直营渠道增速为 2.2%/3%/5%；
- 2) 经销渠道及其他：主要包含散装 BC 超、定量流通、零食量贩及其他渠道。散装 BC 商超依托中岛和散装的进一步布局后续将持续进行下沉，下沉市场的超市仍有不错的表现，仍然能够保持良好的增长，每年稳定在 10%-15%的增长；定量流通渠道将继续进行经销商加盟，拓展空白市场，我们预计 23 年实现 2 个亿以上的收入增量；零食量贩仍处在跑马圈地的过程中，还处在开店红利期，将持续受益于渠道拓展下的铺货增长，我们预计 23 年能够实现翻倍的收入增长。
- 3) 电商渠道：前文提到 22 年线上快速拓展，实现全平台覆盖，达播、店播全面发展，22 年占比已经提升至 15%左右，23 年我们预计依旧处在快速增长过程中，我们预计实现 2 亿以上的收入增量。
- 4) 毛净利率：考虑到公司缩减 SKU，聚焦六大和新品类，依托于单品类进行 SKU 的拓展，在成本端将形成较好的规模优势；与此同时考虑到包材等原材料成本在 23 年持续下降，毛利率有望持续提升，预计 23-25 年毛利率分别为 25.75%/35.78%/36.51%。与此同时考虑到供应链的持续优化，以及控费效果显现，叠加股权激励费用同比下降，预计公司净利率将持续回升。

由此，我们预计公司 2023 年-2025 年实现收入分别为 38.02、46.28、55.33 亿元，同比增长分别为 31.39%、21.74%、19.54%；预计 2023-2025 年实现归母净利润 4.80/6.02/7.48 亿元，同比增长分别为 59.24%、25.30%、24.34%。预计 23-25 年 EPS 分别为 3.73/4.68/5.82 元，对应 PE 分别为 33.99/27.13/21.82 倍。

图59：盐津铺子盈利预测（百万元，%）

百万元，%	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1145.49	1399.28	1958.85	2281.50	2893.52	3801.81	4628.47	5532.78
%yoy	51.84%	22.16%	39.99%	16.47%	26.83%	31.39%	21.74%	19.54%
分渠道拆分								
%yoy								
直营渠道	465.7	497.6	630.4	659.4	371.7	380.0	391.4	400.0
%yoy	15.2%	6.9%	26.7%	4.6%	-43.6%	2.2%	3.0%	5.0%
经销及其他渠道	539.7	831.5	1219.2	1483.4	2103.5	2803.5	3433.3	4103.9
%yoy	79.4%	54.1%	46.6%	21.7%	41.8%	33.3%	22.5%	19.5%
电商渠道	102.2	70.2	109.2	138.8	418.3	618.3	803.8	1028.8
%yoy	106.5%	-31.3%	55.6%	27.1%	201.4%	47.8%	30.0%	28.0%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 相对估值

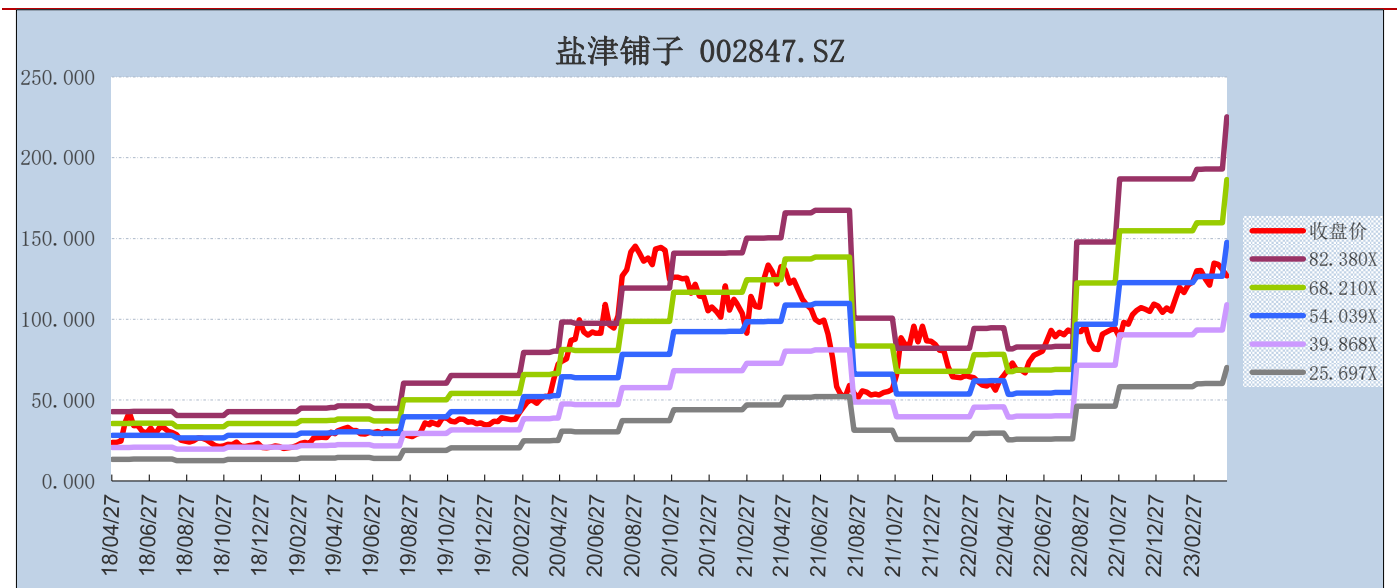
我们选取休闲零食行业可比公司甘源食品、劲仔食品、良品铺子进行可比估值，2023年行业平均估值31倍，但我们认为在休闲零食行业渠道红利期，战略正确的优质公司在红利期间能够实现快速增长，红利期间的行业估值可以提升至35-40倍；同时根据前文所述，盐津铺子历史估值平均中枢在50-60倍左右，当前公司积极拥抱零食量贩渠道，其他渠道也处在快速增长阶段，是本轮渠道变革中战略方向和改革效果较好的公司之一，23年我们给予公司45倍PE，目标市值215亿左右。当前仍有空间，给予“买入”评级。

表6: 相对估值

代码	标的	净利润 (亿元)			总市值 (亿元)	PE		
		2022E	2023E	2024E		-	2022E	2023E
002991.SZ	甘源食品	1.70	2.44	3.23	76.62	45.07	31.40	23.71
003000.SZ	劲仔食品	1.25	1.73	2.30	61.85	49.61	35.71	26.85
603719.SH	良品铺子	3.35	4.47	5.58	131.41	39.17	29.41	23.56
	平均值	2.10	2.88	3.70	89.96	42.83	31.23	24.28
002847.SZ	盐津铺子	3.01	4.80	6.02	163.19	54.13	33.99	27.13

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 日期: 2023年4月21日

图60: 公司历史平均估值中枢在50-60倍左右



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

渠道拓展不及预期风险。公司多渠道布局，如受到渠道变化，竞争加剧等，拖累渠道扩张进程，将会导致公司收入增长不及预期。

原材料成本波动风险。原材料价格上涨将会拖累公司盈利水平，短期鱼制品原料价格提升，可能对公司经营产生影响。

食品安全风险。公司所处的休闲食品行业，若在采购、生产、销售过程中关键环节的食品安全控制。或同行业其他企业不能严格控制食品质量，发生食品安全事故，将会给整个行业形象和未来发展造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1053	1844	2576	3449
现金	203	760	1341	1938
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	169	287	345	390
其它应收款	11	17	19	23
预付账款	118	123	153	194
存货	453	604	660	835
其他	98	53	58	70
非流动资产	1402	1474	1505	1513
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	941	983	984	966
无形资产	200	218	237	250
在建工程	143	151	159	176
其他	117	122	126	121
资产总计	2455	3318	4081	4963
流动负债	1142	1449	1609	1740
短期借款	472	491	497	486
应付款项	277	412	477	560
预收账款	4	6	7	8
其他	390	540	628	685
非流动负债	164	157	158	160
长期借款	137	137	137	137
其他	27	20	21	23
负债合计	1307	1606	1767	1899
少数股东权益	13	14	14	15
归属母公司股东权益	1135	1698	2300	3048
负债和股东权益	2455	3318	4081	4963

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	426	579	693	707
净利润	302	481	602	749
折旧摊销	139	66	71	73
财务费用	9	24	16	7
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	25	130	75	60
其它	(48)	(121)	(70)	(182)
投资活动现金流	(251)	(94)	(103)	(94)
资本支出	(21)	(112)	(76)	(69)
长期投资	(1)	0	(0)	(0)
其他	(230)	18	(28)	(24)
筹资活动现金流	(97)	71	(8)	(16)
短期借款	(57)	19	6	(10)
长期借款	135	0	0	0
其他	(175)	52	(15)	(6)
现金净增加额	77	557	581	597

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2894	3802	4628	5533
营业成本	1889	2460	2988	3547
营业税金及附加	28	30	39	48
营业费用	457	589	694	819
管理费用	131	160	204	232
研发费用	74	84	97	122
财务费用	9	24	16	7
资产减值损失	(1)	(2)	(3)	(3)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	34	63	62	57
营业利润	341	521	657	818
营业外收支	(8)	(1)	(1)	(1)
利润总额	333	520	655	817
所得税	31	39	53	68
净利润	302	481	602	749
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	301	480	602	748
EBITDA	500	611	744	899
EPS (最新摊薄)	2.34	3.73	4.68	5.82

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	26.83%	31.39%	21.74%	19.54%
营业利润	94.83%	52.79%	26.02%	24.58%
归属母公司净利润	100.01%	59.24%	25.30%	24.34%
获利能力				
毛利率	34.72%	35.30%	35.44%	35.89%
净利率	10.43%	12.64%	13.01%	13.54%
ROE	29.68%	33.57%	29.88%	27.82%
ROIC	18.55%	21.60%	21.00%	20.53%
偿债能力				
资产负债率	53.23%	48.40%	43.29%	38.27%
净负债比率	47.47%	39.37%	36.21%	33.21%
流动比率	0.92	1.27	1.60	1.98
速动比率	0.52	0.86	1.19	1.50
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.32	1.25	1.22
应收账款周转率	16.10	17.16	15.03	15.65
应付账款周转率	7.70	7.38	7.02	7.15
每股指标(元)				
每股收益	2.34	3.73	4.68	5.82
每股经营现金	3.31	4.50	5.39	5.50
每股净资产	8.82	13.21	17.88	23.70
估值比率				
P/E	54.13	33.99	27.13	21.82
P/B	14.39	9.61	7.09	5.35
EV/EBITDA	28.75	26.53	21.02	16.72

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>