

# 如何看待 KA 散装模式发展？关注产品+渠道双重优势

## ——盐津铺子与甘源食品对比深度报告

深度研究报告/食品饮料

2021年05月06日

### 报告摘要：

目前 KA 散装渠道正向品牌化和高端化发展，盐津铺子和甘源食品作为食品行业中重点发展散装渠道的两家上市公司，本文将重点从产品和渠道等角度对两家公司进行对比：

#### ● 盐津规模快速扩张，甘源依托核心单品稳健发展

盐津铺子以全品类覆盖，叠加店中岛扩张，实现规模快速扩张，2017-2020年3年收入复合增速+37.5%，净利润复合增速+54.4%，呈现高速增长态势。甘源食品专注于坚果小品类，过去以老三样（青豌豆、瓜子仁、蚕豆）为核心产品矩阵，2017-2020年3年收入复合增速+14.2%，净利润复合增速+42.4%，增长相对稳健。受累于老三样中部分产品生命周期老化，近年来甘源在收入端表现显著慢于盐津。

#### ● 盐津品类叠加，甘源品类延伸，不同逻辑共同扩张产品矩阵

盐津铺子以品类叠加模式，覆盖休闲零食全品类，结合自产模式及强大研发实力，快速推出契合市场前沿消费需求的零食产品。甘源食品以坚果小品类的深厚口味研发底蕴，在口味研发方面做到极致，并将优势复制向新三样和口味型坚果，进驻更大的市场空间。在2021年4月补充新三样和坚果SKU的背景下，将形成完备的坚果产品矩阵，叠加营销推广和终端整组陈列，将快速拉升产品量增空间。

#### ● 盐津店中岛快速扩张，甘源渠道下沉+散装进场，渠道量增可期

盐津铺子渠道高度聚焦于KA店中岛，至2020年底已铺设超1.6万个店中岛，未来仍将保持高速扩张带来持续量增动力，同时也在电商等渠道积极探索定量装，扩充渠道覆盖范围。甘源食品以经销为主，电商为辅，全面进驻线下现代及流通渠道、线上主流平台及新零售等渠道，线下袋装与散装约各占一半。2020年底甘源已进驻130余个地级市，接下来将重点拓展余下200个地级市及广泛县级市场渠道下沉，已铺设约3000余个定制散装柜和5700余个大型坚果专柜，2021年仍有5000余个大型散装专柜待进场，甘源将通过渠道下沉和散装专柜铺设打开更加广泛的市场空间。

#### ● 投资建议

**盐津铺子：**预计2021-2023年收入25.69/32.87/41.57亿元，同比+31.1%/+27.9%/+26.5%；归母净利润3.46/5.01/7.29亿元，同比+43.2%/+44.6%/+45.6%，对应PE分别为50X/35X/24X。在公司全品类覆盖及KA店中岛快速下沉背景下，结合公司股权激励释放业绩高增信号，我们认为盐津铺子未来三年业绩将延续高速增长，维持“推荐”评级。

**甘源食品：**预计2021-2023年收入15.37/19.44/23.78亿元，同比+31.1%/+26.5%/+22.3%；归母净利润2.16/2.65/3.29亿元，同比+20.8%/+22.6%/+23.9%，对应PE分别为34X/27X/22X。公司产品矩阵由老三样延伸至新三样及口味型坚果，同时快速推进渠道下沉及散装进场，产品+渠道双轮驱动下看好公司进入提速通道，维持“推荐”评级。

#### ● 风险提示

新品推广不及预期、渠道扩张不及预期、行业竞争加剧、食品质量安全问题。

### 盈利预测与财务指标

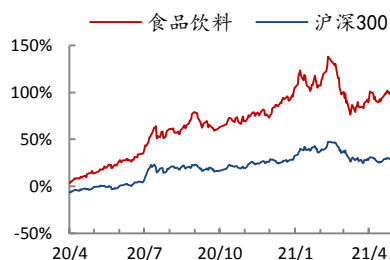
| 代码     | 重点公司 | 现价<br>4月30日 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|--------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|        |      |             | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |    |
| 002847 | 盐津铺子 | 133.76      | 2.68  | 3.87  | 5.64  | 50    | 35    | 24    | 推荐 |
| 002991 | 甘源食品 | 78.35       | 2.32  | 2.85  | 3.53  | 34    | 27    | 22    | 推荐 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

### 相关研究

1. 甘源食品（002991）2021年一季报点评：产品推新+渠道拓张+营销推广推动收入端显著提速
2. 盐津铺子（002847）2021年一季报点评：21Q1利润延续高增，股权激励保障内生增长

## 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 核心观点：盐津与甘源同样发力散装渠道，但各自战略区别明显</b> | <b>3</b>  |
| <b>2 产品：盐津品类叠加，甘源品类延伸</b>             | <b>4</b>  |
| 2.1 盐津铺子：致力于多品类发展                     | 4         |
| 2.2 甘源食品：秉承极致小单品策略，聚焦坚果品类             | 5         |
| 2.3 产品策略对比：多品类支撑中期业绩快速增长，小单品培育长期品牌认知  | 7         |
| <b>3 渠道：盐津聚焦散装店中岛，甘源通过经销模式铺市场</b>     | <b>8</b>  |
| 3.1 盐津铺子：聚焦店中岛模式，直营带动经销               | 8         |
| 3.2 甘源食品：经销为主，电商为辅                    | 9         |
| 3.3 渠道对比：渠道无分优劣，KA 散装正适合盐津与甘源发展       | 12        |
| <b>4 财务数据对比</b>                       | <b>13</b> |
| <b>5 结论：盐津中期业绩确定性高，甘源长期改善空间更大</b>     | <b>15</b> |
| <b>6 盈利预测</b>                         | <b>15</b> |
| 6.1 盐津铺子收入拆分及盈利预测                     | 15        |
| 6.2 甘源食品收入拆分及盈利预测                     | 16        |
| <b>7 投资建议</b>                         | <b>16</b> |
| <b>8 风险提示</b>                         | <b>17</b> |
| <b>插图目录</b>                           | <b>18</b> |
| <b>表格目录</b>                           | <b>18</b> |

## 1 核心观点：盐津与甘源同样发力散装渠道，但各自战略区别明显

目前商超散装渠道正向高端化、品牌化方向发展，盐津铺子与甘源食品作为休闲零食行业上市公司中发力散装渠道建设的公司，各自发展策略又有所不同，具体来看：

### 产品策略角度：

**盐津铺子**以品类叠加模式，发展了多元化产品系列，覆盖休闲零食全品类，结合完备的自主生产线，能根据市场变化快速推出新品，并调整产品组合，满足市场需求，同时有效保证公司业绩。**甘源食品**则沿着品类延伸逻辑，从籽坚果拓展向树坚果领域，将口味研发优势复用到新产品上，甘源秉承极致小单品策略，在老三样的基础上，于 20H2 推出新三样，并于今年 4 月增补 SKU，形成完善坚果产品矩阵。

### 渠道角度：

**盐津铺子**重点聚焦 KA 散装渠道，以直营带动经销，已进驻全国各大商超，打造了“零食屋”和“面包屋”两类店中岛。预计 2020 年盐津将拥有超 1.4 万个店中岛，预期全国至少将有 4.7 万个商超终端可建岛，未来仍有充分的渠道铺设空间，盐津将以建大岛、建双岛的策略在全国广泛铺开 KA 店中岛。**甘源食品**渠道以经销为主，电商为辅，2019 年经销占比 88%，电商占比 12%，以经销打开的线下渠道中全面进驻了现代渠道和流通渠道，线下定量装与散装大概各占一半。未来甘源将加快散装专柜的铺设速度和空白市场的下沉覆盖。甘源对于品牌维护的诉求更加强烈，将沿着极致小单品策略，建设具有品牌心智的坚果专柜。

我们认为盐津铺子与甘源均有亮点，盐津全品类发展、布局已趋于完善，渠道扩张已起势，中期业绩确定性更高。甘源致力于极致单品打磨和品牌维护，产品布局正在完善过程中，长期改善空间巨大，左侧布局意义突出。

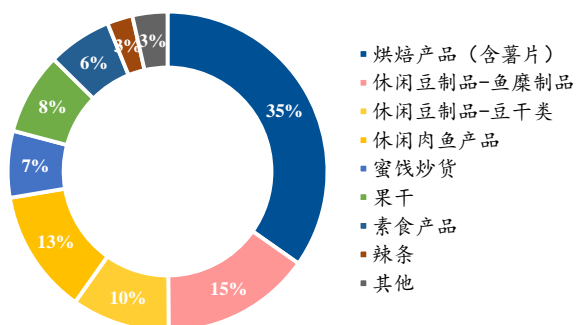
## 2 产品：盐津品类叠加，甘源品类延伸

### 2.1 盐津铺子：致力于多品类发展

盐津铺子成立于2005年，于2017年于深交所挂牌上市，经十余年发展，目前已成为覆盖咸味休闲零食（鱼糜、豆干、肉鱼、蜜饯炒货等）、休闲烘焙点心（面包、蛋糕等）、坚果果干等多品类综合休闲零食企业。盐津最早起步于凉果蜜饯，2015年通过爆品鱼豆腐快速扩大收入体量，2017年推出烘焙系列，成功打造为第二增长曲线。2020年盐津铺子实现收入规模19.59亿元，其中烘焙/鱼糜制品/豆制品/肉鱼产品/蜜饯炒货/果干/素食/辣条分别占比35%/15%/13%/10%/8%/7%/7%/3%/4%。

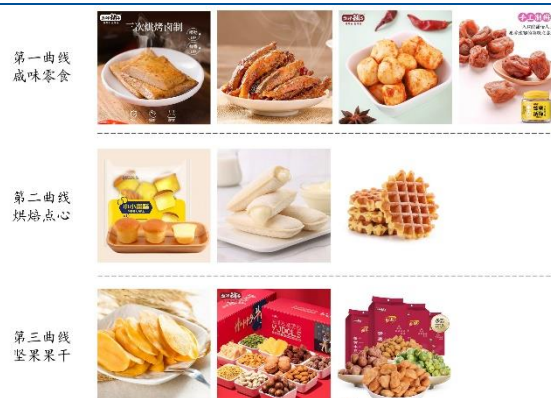
盐津铺子主要采用自主生产模式进行生产加工，自产比例超95%。公司目前拥有湖南总部、江西、广西3个生产基地，具备超6万吨产能，正筹备河南生产基地3万吨短保烘焙产能。盐津创立时期仅拥有果干蜜饯厂，此后十年公司致力于扩品类扩产能，陆续新建了豆干厂、肉制品厂、坚果炒货厂、素食厂、糕点厂。并分别于2014、2017、2019年建设江西、广西、河南生产基地。

图1：2020年盐津铺子产品收入结构



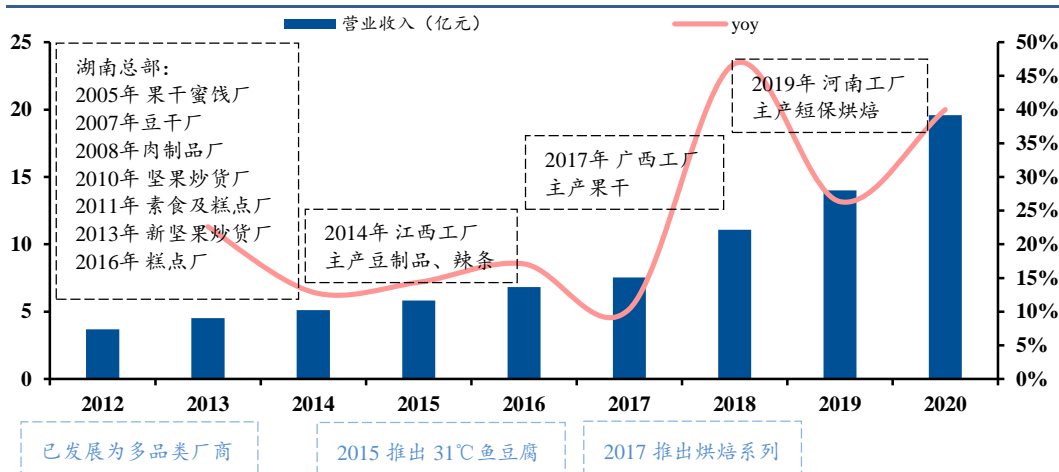
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：盐津铺子产品矩阵



资料来源：盐津铺子天猫旗舰店，民生证券研究院

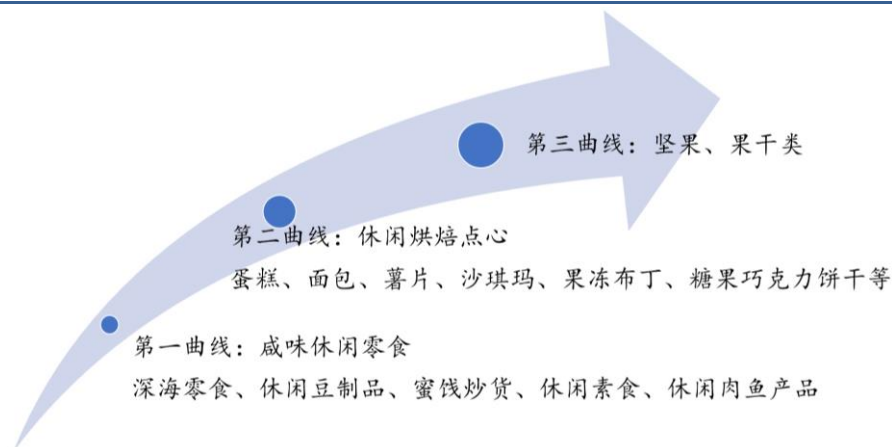
图3：盐津铺子发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

盐津铺子目前已形成三条产品曲线，第一曲线为豆制品、鱼糜等咸味休闲零食；第二增长曲线为烘焙点心；第三增长曲线为坚果果干等新品。回顾盐津发展历程，每一个品类的推新都顺应了品类发展趋势。同时盐津根据不同地域消费者饮食差异，在各地推出不同零食组合。多品类策略能广泛覆盖市场需求，降低对单一品类的依赖度，并在品类调控方面具备主动权，能根据市场变化快速做出反应，降低经营风险。

图4: 盐津铺子三条产品曲线



资料来源：公司公告，民生证券研究院

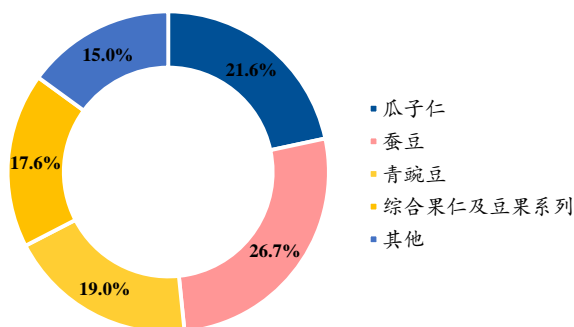
## 2.2 甘源食品：秉承极致小单品策略，聚焦坚果品类

甘源食品成立于2006年，持续深耕坚果品类，目前形成老三样（青豌豆、瓜子仁、蚕豆）+新三样（花生、兰花豆、虾条豆果）+口味型坚果的产品格局。甘源坚持极致小单品策略，形成了系列化的产品口味，也打造了蟹黄瓜子、原味青豌豆等诸多爆品。经过十余年发展，甘源在口味型豆类领域已建立独特壁垒，老三样也在各自细分市场形成垄断化优势，几乎不存在强有力的竞争对手。

甘源于20H2推出了花生及口味型坚果，首推4个口味的花生及7个口味的坚果，并于今年4月再继续推出8个口味的花生和5个口味的坚果SKU，完善花生及坚果的产品体系。花生、兰花豆及坚果的市场空间远大于老三样组合瓜子、青豌豆、蚕豆的市场空间，且目前花生、兰花豆等籽坚果仍是蓝海市场，尚无具备全国化品牌认知的龙头品牌。甘源在现有品牌力及口味研发实力的基础上，对花生等品类进行整合，发挥品牌优势，预期在后续产品体系完善的背景下，新三样有更好的市场表现。

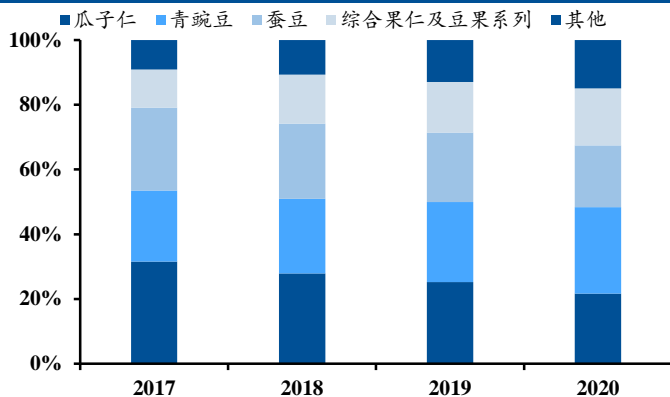
甘源2020年实现收入11.72亿元，其中瓜子仁/青豌豆/蚕豆分别实现收入2.53/3.12/2.23亿元，分别占比21.65%/26.73%/19.04%，合计占比超67%，老三样依然是甘源占比最大的核心产品。随着甘源新品推出及终端营销推广，老三样以外的产品占比持续提升，由2017年的20.88%提升至2020年的32.58%。在新三样及坚果新品持续推出、产品矩阵完善的背景下，预计2021年之后新品占比将快速提升。

图5: 2020年甘源食品产品结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 甘源食品老三样以外产品占比持续提升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

甘源推崇极致小单品策略, 推新策略按品类延伸的逻辑, 将原有籽坚果优势复制至籽坚果新品和树坚果, 产品结构完全围绕坚果品类搭建。甘源, 聚焦坚果小品类, 一方面出于品类协同考虑, 另一方面是出于对品牌的保护, 建立坚果产品心智, 支撑品牌长期发展。此外, 甘源拟在坚果产品矩阵完善之后, 继续开拓坚果以外的副线产品, 进行独立运作, 尝试扩品类探索。

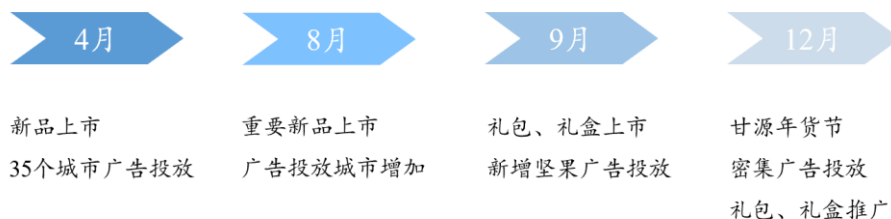
图7: 甘源食品品类拓张历程



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

在坚果矩阵推新后, 甘源将配合终端动销加大营销推广投入, 在分众、新潮进行楼宇广告投放。从4月开始已有35个城市上线楼宇广告, 8月更将扩大投放城市, 预计将高频高效覆盖甘源核心城市超6亿目标人群, 增强甘源品牌认知及购买频次。同时在淘宝、京东等主流电商平台进行流量购买与精准投放, 在抖音、B站等视频平台投放短视频营销。全年配合产品推新节奏与销售淡季旺季密集规划营销活动安排, 有力建立坚果品牌形象认知, 推广甘源新品。

图8: 甘源2021年度品牌计划



资料来源: 公司经销商大会, 民生证券研究院

## 2.3 产品策略对比：多品类支撑中期业绩快速增长，小单品培育长期品牌认知

在产品策略选择方面，盐津采用品类叠加的模式，充分扩张产品种类，充分涵盖休闲零食全品类，覆盖广泛市场空间。而甘源采用品类延伸模式，只在一个品类做到极致，深挖产品特点，并培育品牌认知。

在我们看来，产品多样化与小单品策略无分高下，仅在产品心智和时间维度方面有所差异。多品类策略在中短期能根据消费者需求不断更新改进，持续覆盖广泛客群。小单品策略虽然覆盖客群有限，无法提供多样化选择，短期收益受限，但甘源目前深耕坚果领域，在坚果小单品市场中构筑的相对优势及品牌心智，能支撑公司长期发展。在完善产品矩阵的情况下，市场覆盖面有望进一步扩大。

纵观休闲零食行业，几乎所有企业都通过核心单品或重点品类建立品牌心智，比如洽洽以瓜子为主，三只松鼠、百草味以坚果为主，达利园以小面包为主，行业发展历程已充分验证具备核心单品是长期稳健打法。目前具备多品类发展能力的休食企业较少，良品铺子与盐津铺子逐渐趋向均衡发展，良品采用代工模式，品类调整灵活度较高；盐津主要采用自产模式，在生产线等固定成本方面投入更高，品类调整的机会成本也大于代工企业。在长期维度上，多样化与小品类策略如何发展得更好，目前仍缺乏市场验证，我们认为小品类策略稳健发展的确定性已得到验证，多样化策略在不断推陈出新，紧密把握市场需求的前提下，将更具备广阔的市场空间，但需持续维持市场感知与研发创造力。

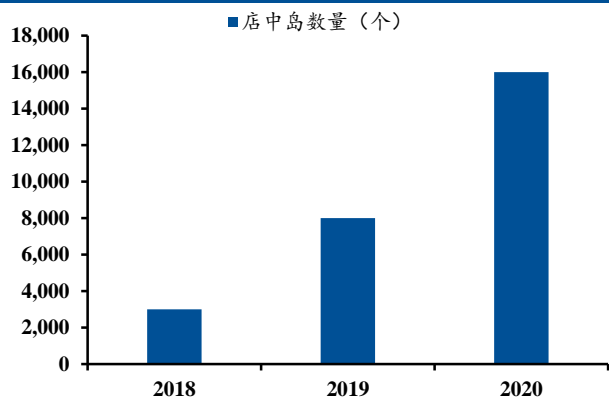
### 3 渠道：盐津聚焦散装店中岛，甘源通过经销模式铺市场

#### 3.1. 盐津铺子：聚焦店中岛模式，直营带动经销

盐津铺子主要覆盖 KA 渠道，以店中岛模式发力散装市场。公司于 2017 年底开始探索店中岛模式，至 2020 年底拥有 1.6 万余个店中岛。目前国内 KA 渠道共有约 32 万个终端，保守预计约 4.7 万个终端可建岛(100%大卖场+50%大超市+10%小超市)，盐津仍有充分发力空间。

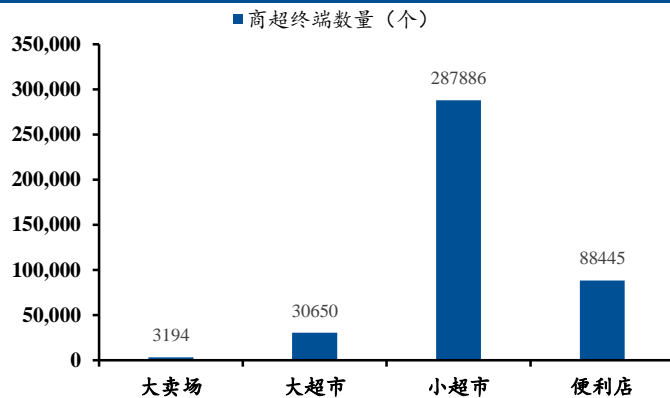
公司打造了盐津铺子“零食屋”和憨豆先生“面包屋”两类店中岛，“零食屋”主营豆制品、鱼糜制品、蜜饯炒货等多品类休闲零食，“面包屋”专注于短保烘焙。目前盐津超过 80% 的门店均投放单岛，公司于 2019 年 12 月确立双岛战略，计划未来向双岛方向发展，目前国内的大卖场、大超市共接近 2.4 万个，具备双岛铺设条件的商超容量充足。远期来看，盐津铺子的扩岛空间广泛，量增能持续驱动公司业绩增长。

图9: 盐津铺子店中岛扩张速度加快



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10:全国商超渠道约 32 万个终端



资料来源：民生证券研究院整理

图11:盐津铺子零食系列店中岛



资料来源：零食参考，民生证券研究院

图12:盐津铺子烘焙系列店中岛

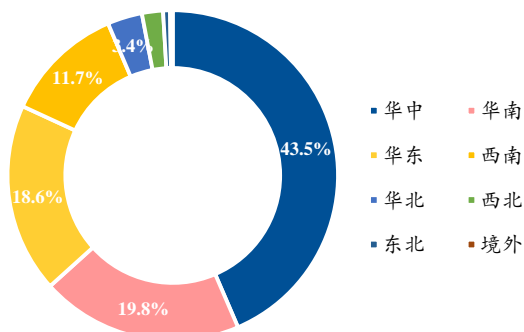


资料来源：公司官网，民生证券研究院

盐津铺子省外市场拓展空间更大。盐津铺子是湖南品牌，营收主要来自于华中市场，2020 年华中地区收入占比分别超 40%。在巩固湖南本土市场优势基础上，盐津积极拓展全国业务，华中以外市场收入占比由 2016 年 38.42% 增长至 2020 年 56.46%。盐津也确立未来继续精耕区域市场，建立川渝鄂第二根据地市场，重点突破华东华北空白市场。

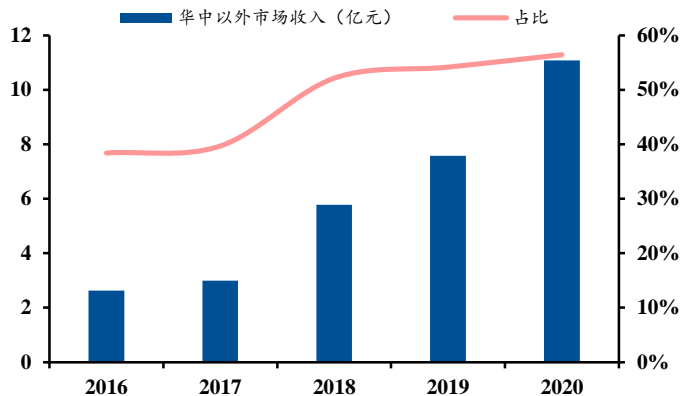


图13:2020年盐津铺子收入构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14:盐津铺子华中以外市场收入占比逐年增加

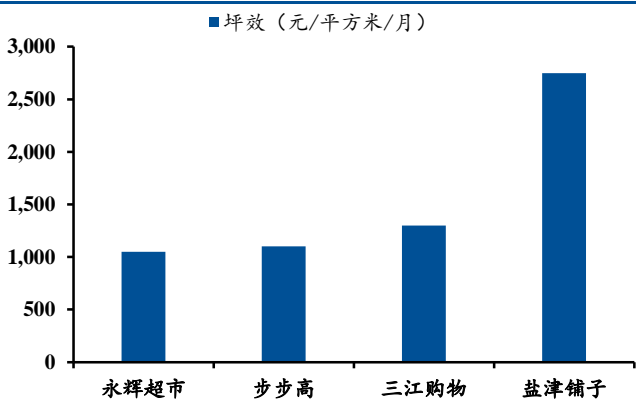


资料来源：公司公告，民生证券研究院

盐津铺子聚焦散称领域，一方面避开与龙头公司正面竞争，另一方面强化研发、完备生产线，快速提供满足市场需求的新品、置换效率不高的老品以保持高坪效。根据民生食饮团队估算，盐津3.6\*1.8米的单岛年收入约20万元，即单月坪效约2570元/m<sup>2</sup>，远超全国大型商超平均每月约1000元坪效。高坪效与快速拓岛相辅相成，高坪效推动公司及商超拓岛意愿，而快速铺设店中岛，提高商超覆盖率，有助于形成品牌力与市场竞争力，将带动坪效进一步提高。

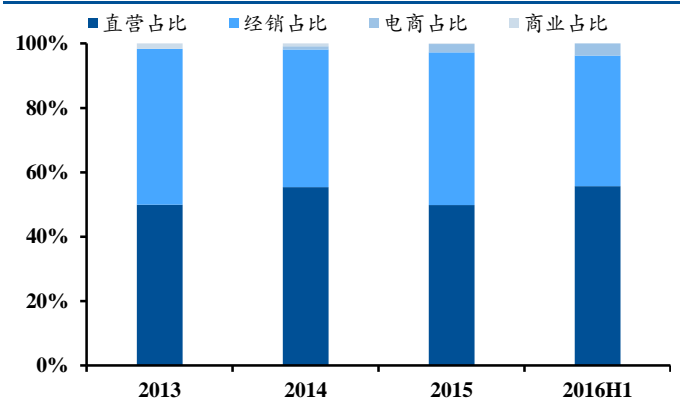
**直营带动经销，电商模式重新规划。**盐津铺子以直营商超带动经销模式发展，目前盐津覆盖2000家KA门店，主要为自营模式。公司先以自营模式与大型商超达成合作，打开市场口碑、建立品牌形象，而后由经销模式覆盖中小型商超和便利店等，实现渠道下沉和市场覆盖率提升。2019年经销收入占比约55%，预计2020年提升至65%。公司2014年开始电商模式探索，受限于线上获客成本攀升，公司2019年调整电商定位为品牌推广、用户感知和数据精准分析。2020年公司与壹网壹创达成深度合作，预计将重新规划电商发展路径。

图15:盐津铺子坪效远超高超平均水平



资料来源：联商网大数据研究中心，民生证券研究院

图16:盐津铺子直营/经销渠道占比



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

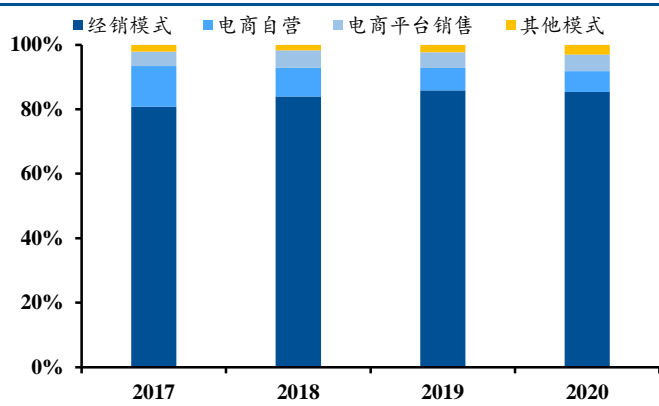
### 3.2. 甘源食品：经销为主，电商为辅

甘源销售渠道以经销为主，其次为电商渠道，另有少量的商超直营及受托加工，2020年甘源经销/电商/其他模式分别占比85.33%/11.68%/2.68%，电商模式中自营与平台业务分别占比6.50%/5.18%。在经销模式主导下的甘源已实现现代渠道、流通渠道全覆盖，目前已进驻大

卖场、大中小型商超、便利店、批发店等。

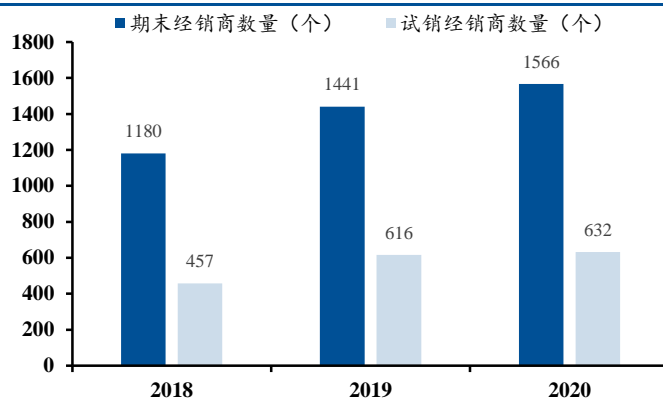
甘源未来将持续加大空白市场布局及市场下沉力度。截至 2020 年末，甘源拥有 1566 家正式经销商及 632 家试销经销商（年下单次数小于两次或销售金额小于 10 万元）。甘源经销商主要集中于华东、华中区域，未来拟将江西、湖南、湖北、四川、山东 5 省打造为样板市场，并加大其他弱势区域的开发力度。目前甘源已进驻全部一二线城市及 130 余个地级市，但仍有近 200 个地级市和广大县乡市场处于自然发展状态。甘源拟提高对经销商要求，加大空白市场开发力度，在县级市场仅与头部经销商合作，精耕地方市场。

图17:甘源以经销为主，电商为辅



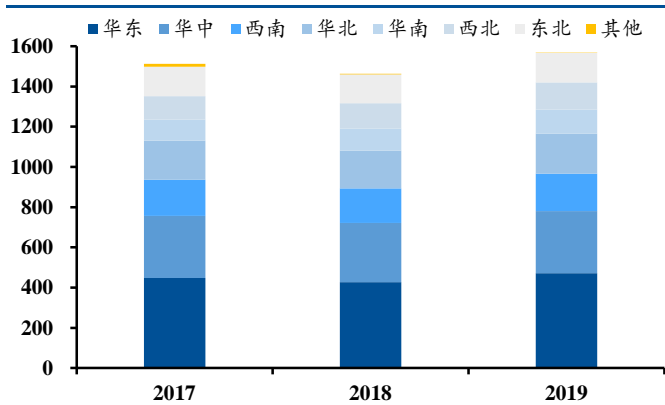
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18:甘源拥有 1500+家正式经销商



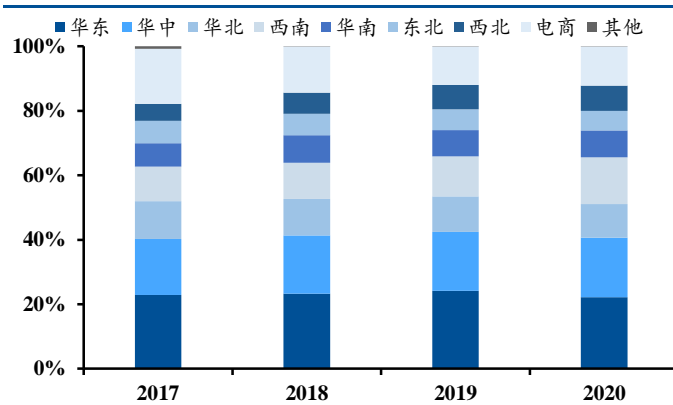
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19:甘源正式经销商集中于华东、华中区域 (个)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20:甘源业务分布集中于华东、华中区域



资料来源：公司公告，民生证券研究院

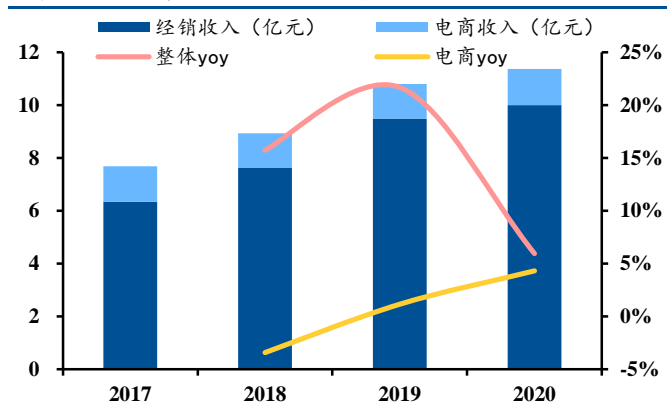
电商模式寻求新突破，社区团购补充空白市场布局。甘源电商收入规模在 2017-2020 年基本稳定，明显低于公司同期 14% 的年收入复合增速。公司于杭州成立电商运营中心，将在主流电商平台旗舰店基础上发力短视频、直播带货、第三方合作等业务。甘源于 2020 年 4 月成立社区营销部，对接社区团购业务。与牛奶、方便面等高渗透率品牌不同，甘源发展社区团购并未挤占流通渠道市场空间，反而通过社区团购提高了空白市场覆盖率。2021 年甘源将着力解决团购业务痛点，即中转仓及前置仓建设问题。

甘源在线下 KA 渠道同步进驻袋装和散装市场，2020 年预计散装占线下市场比例大概 50%-55%。甘源目前散装柜以中小柜为主，截至 2020 年底甘源已铺设约 3000 余条定制中小柜

和 5700 余条 1.8\*1.8 米 36 缸坚果专柜，未来计划大力投放 36 缸坚果专柜，今年拟继续铺设 5000 余条坚果专柜，包括新晋进场专柜及替换原有中小柜，此外也将根据实际情况继续铺设中小型专柜。甘源在 2021 年大力铺设大型散装专柜，核心原因在于今年公司将逐步形成完备产品矩阵，具备填充 36 缸的产品基础，并将逐步置换效率不高的单品以提高单岛坪效。

在补齐产品矩阵后，甘源在终端陈列方面统一规划严格要求，袋装产品要求整组陈列，从视觉上打造系列化产品形象，同时叠加促销折叠柜统一陈列，在 KA 终端建设具有品牌形象+广告效应的陈列效果。甘源散装专柜仅陈列坚果产品，在达成品类聚集的同时，实现新老产品相互带动，推进散装销售提升。在坚果以外独立发展的散装麦片，本身具备独特性。目前袋装麦片趋于同质化竞争，散装麦片正契合消费者小分量购买、多口味尝试的意愿，具备市场突出优势。甘源对散装麦片的要求是小柜独立陈列，不进入坚果专柜干扰品类矩阵，建立鲜明麦片认知的散装小柜。

图21:甘源电商收入增速不及公司整体增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22:甘源袋装产品要求整组陈列+折叠柜统一陈列



资料来源：民生证券研究院

甘源发展散装柜的出发点在于建立具有品牌心智的坚果专柜，仅陈列坚果类散装产品，形成品牌心智清晰的坚果散装柜。在维护品牌形象及产品定位同时，也正契合大型商超对散装产品品牌化、高端化的合作诉求。甘源作为国内唯一的坚果散装专柜，在 KA 渠道具有独占性优势。甘源散装产品结构定位中端价格带，仅推出籽坚果散装产品，口味型坚果不推散称包装。甘源对于散装产品定价一致，未来散装专柜的产品研发思路也将以中端价格带为主。

图23:甘源 KA 散装坚果专柜



资料来源：民生证券研究院

图24:甘源散装麦片独立小柜



资料来源：民生证券研究院

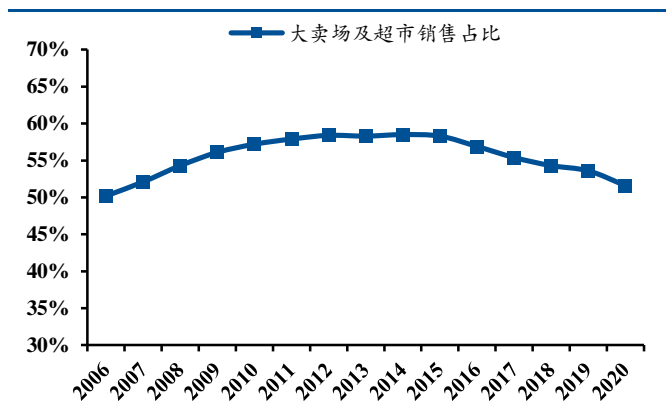
### 3.3. 渠道对比：渠道无分优劣，KA 散装正适合盐津与甘源发展

盐津的主渠道即 KA 店中岛，由直营带动经销发展，未来将着力扩大市场覆盖率，同时打造双岛模式。甘源的主渠道为经销渠道，线下市场现代与流通渠道同步进驻，袋装/散装产品收入大致持平，目前正大力铺设大型散装坚果专柜，并积极推进市场下沉。我们认为渠道本身没有绝对优劣之分，只有相对适合。对于盐津及甘源目前的收入体量，发展线下 KA 散装适合目前各自发展阶段。

线下市场依然是休闲零食最主要销售渠道，根据 Euromonitor 数据，2020 年零食行业大卖场与商超渠道营收占比 51.6%，即使在电商冲击背景下，该比例也仅在 2015 年 58.3% 高位基础上下滑 6.7ppt。休闲零食本身具有冲动性消费属性，线下市场终端陈列和即时消费能在一定程度上推动消费者的购买欲，线上市场满足消费者囤货需求，线下市场满足冲动性消费需求。

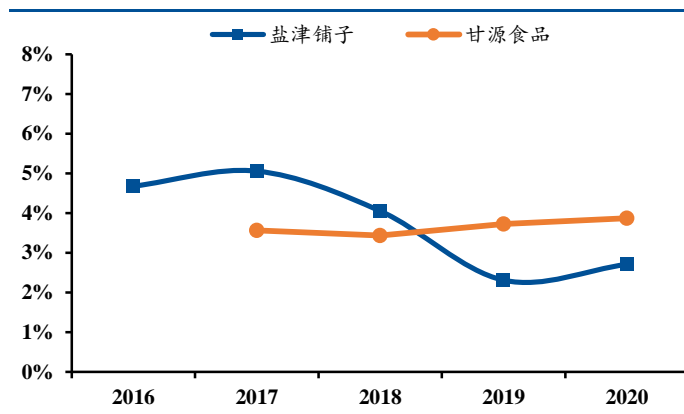
店中岛(或散装专柜)优势首先在于竞争较为缓和，休闲食品龙头企业竞争集中于定量装产品，散装龙头仅有徐福记、港荣等传统品牌，产品矩阵较为固定，需要年轻高创新力的品牌来带动市场活力。散装本身不具备进驻壁垒，但盐津铺子的丰富品类、快速研发能力和甘源的独特产品力、品牌心智相结合，即拥有强大优势，也能够推动商超散装区域向品牌化发展。其次，散装区域具有排他属性，单个商超仅能容纳 2-4 个散装店中岛品牌，一旦进驻即可在此渠道形成独占优势。与大型商超达成合作，即可进驻全国所有商超门店，实现低成本快速扩张，还能借助商超保持稳定客流。同时店中岛的集中陈列具有天然的广告效应，在商超中能获得长期稳定的曝光度，盐津铺子广告费用率下降趋势明显，可验证盐津在品牌力逐渐强化的背景下，占位商超散装专柜具备充分广告效应。但甘源目前对于建立品牌认知的诉求强烈，仍持续加大广告投放力度。

图25:大卖场与商超占据零食 51.6%的市场空间



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图26:盐津铺子广告费用率下降趋势明显



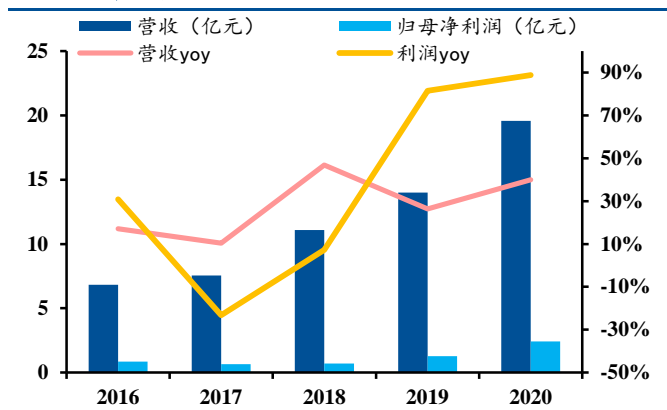
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

对于未来渠道发展，盐津将继续铺设店中岛，并通过电商模式探索定量装产品发展。甘源将在目前线下现代渠道、流通渠道、电商及新零售多渠道背景下，全面推进各渠道发展，重点突破散装及线上新零售模式。长期来看，我们认为在巩固线下 KA 散装的优势基础上，发展多渠道协同营销是更为稳健的发展路径。

## 4 财务数据对比

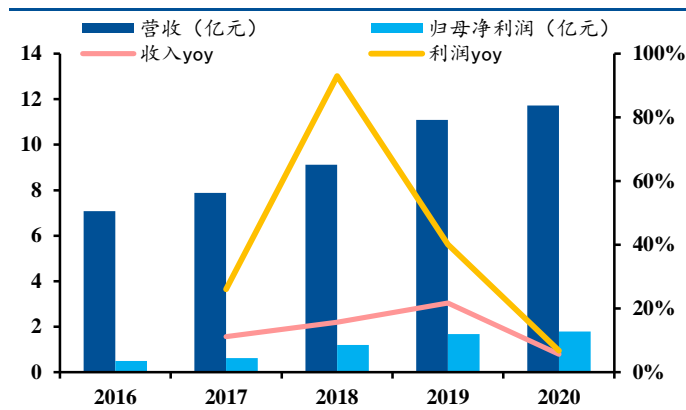
盐津铺子于 2018 年进入业绩向上拐点，收入规模由 2017 年 7.54 亿快速增长至 2020 年的 19.59 亿，3 年收入端复合增速+37.5%；同期归母净利润增长 3.7 倍，3 年复合增速+54.4%，呈现高速增长态势。店中岛布局支撑盐津业绩持续放量，同时多品类发展及产能储备也为业绩提供有力保障。甘源食品依靠老三样推升收入扩容，2017-2020 年收入年复合增长率+14.2%，归母净利润年复合增长率 42.4%。受累于老三样中部分产品生命周期老化，近年来甘源在收入端表现显著慢于盐津。因此甘源于 20H2 推出新三样，并计划于今年继续完善产品矩阵，同时将加大市场下沉力度，预计后续新品放量及市场扩张将带来收入新增量。

图27:盐津铺子收入及利润增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28:甘源食品收入及利润增速

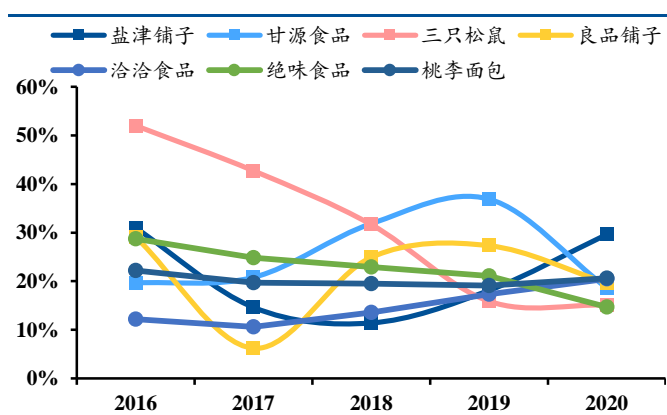


资料来源：公司公告，民生证券研究院

对比行业 ROE 水平，甘源近年盈利能力快速提升，2019 年 ROE 为 36.89%，已位居行业领先水平，2020 年受疫情及产能建设影响，ROE 短暂下滑到 18.62% 行业中位水平。而盐津过去三年处于行业低位水平，但形成明确提升趋势，2020 年 ROE 为 29.63%，较 2018 年大幅增长 18.21ppt。盐津铺子前期 ROE 受限于重资产运营模式下盈利能力较低及资产周转速度较慢，近期新品放量和产能利用率爬坡带来盈利能力的快速提升。

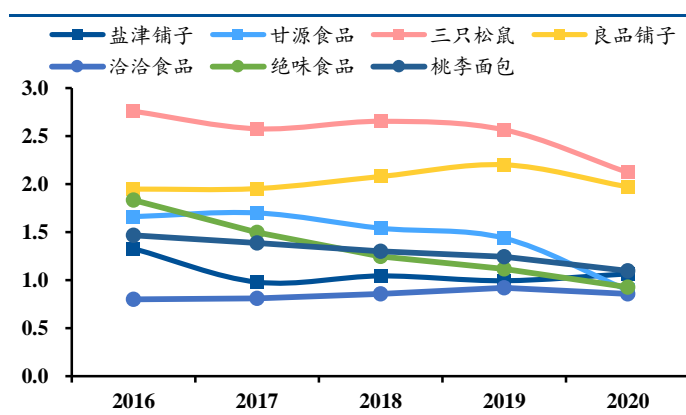
总资产周转率是企业经营效率的重要体现，休闲零食行业采用 OEM 模式的三只松鼠、良品铺子资产周转率明显高于自产模式的盐津、甘源、洽洽等企业。自产模式企业中甘源及盐津已处于高位水平主要在于生产链全流程高度配合，同时下游动销配合密切，整体运营情况良好。

图29:盐津和甘源均 ROE 水平均为行业高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图30:OEM 企业总资产周转率明显高于 ODM 企业

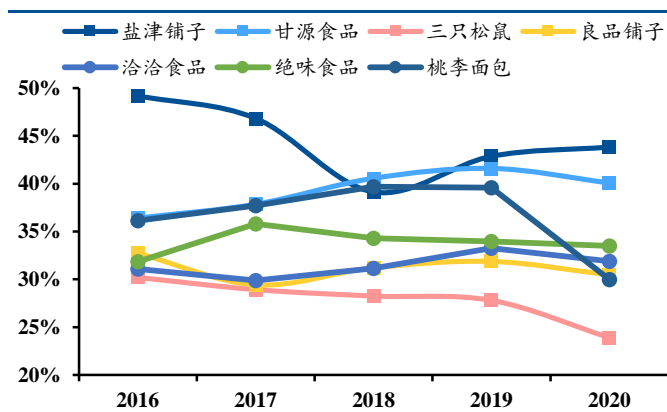


资料来源：Wind，民生证券研究院

对比行业毛利率，OEM 代工模式由于需要预留生产厂商利润空间，代工模式企业毛利率略低于自产模式企业，甘源和盐津的毛利率在自主生产的企业中也处于高位水平。甘源的高毛利率来自于充足的产品力支撑，盐津的高毛利率除了来自于产品竞争力，同时也来自于直营销模式。盐津毛利率在 2018 年出现显著下滑，主因推出烘焙新品带来盈利能力的结构性调整所致，2018 年烘焙毛利率 32.58%，显著低于 2018 年整体毛利率 39.1% 及 2017 年毛利率 46.8%。甘源在 20Q4 也同样因推出新三样而带来毛利率水平下滑。但看远期，在新品放量、逐步形成产品竞争力的基础上，将带动毛利率的逐步回暖。同时受益于高效的管理水平和良好的费用管控能力，两者净利率也保持高位水平。

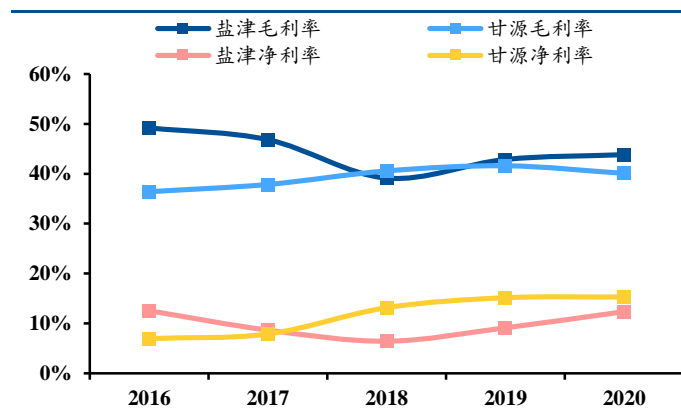
从产品结构角度看，得益于产品竞争力的积累与消费者黏性的培养，盐津与甘源老品的毛利率均显著较高。而新品在初始推广阶段，需配合终端动销，快速打开市场空间，初期毛利率较低，短期会对整体毛利水平形成一定压力，但长期形成竞争力后，毛利率仍将逐步提升。长期来看，盐津的烘焙新品正在毛利率提升阶段，豆制品等高毛利产品也正在放量中，有望从产品结构层面带来毛利率的增长。甘源在新三样试水市场后，也将通过规模效应和提价来稳步提升毛利水平。

图31:盐津和甘源已处行业高位毛利率



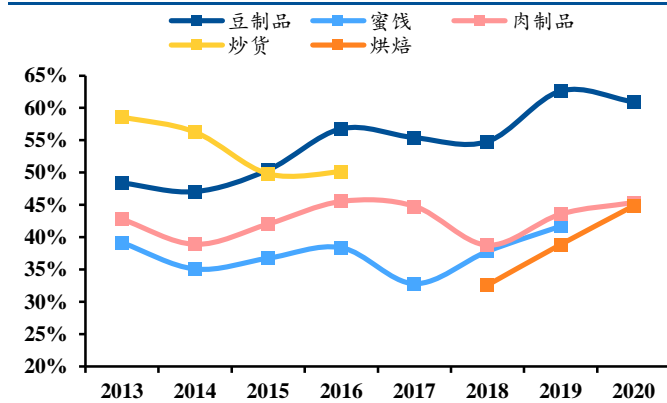
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图32:盐津及甘源历年毛利率、净利率



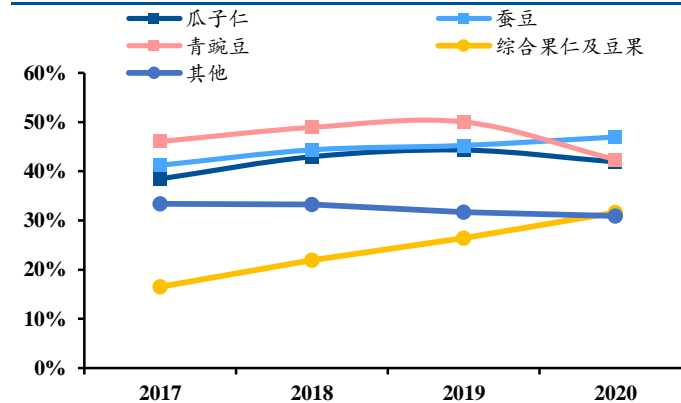
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图33:盐津分品类毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图34:甘源分品类毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 5 结论：盐津中期业绩确定性高，甘源长期改善空间更大

盐津铺子建立了四大生产基地多品类生产线，覆盖休闲零食全品类，能根据市场变化快速研发新品、满足消费者需求。盐津的渠道布局高度聚焦于商超散装店中岛，2020 已建设超 1.6 万个店中岛，而未来建岛空间依然充足，盐津将重点拓展空白市场布局，并着力推动双岛建设，量增依然能长期推动公司发展。

甘源采用极致小单品策略，持续深耕坚果领域，在老三样的基础上优势复用，继续拓展出新三样和口味型坚果，完善坚果产品矩阵。甘源同步进驻线上线下多渠道，目前以经销覆盖线下市场为主，线下定量装与散装大概各占一半，未来将加快市场下沉和散装专柜发展。从产品端小单品策略，到渠道端建立坚果散装专柜，均体现出甘源对品牌建设的强诉求，而品牌形象建设将有助于公司长期稳健发展，有助于打开未来成长空间。

我们认为盐津铺子与甘源均有亮点，盐津全品类布局趋于完善+店中岛拓展策略下，扩张已起势，中期业绩确定性更高。甘源致力于极致单品打磨和品牌维护，产品布局正在完善过程中，未来改善空间巨大，左侧布局意义突出。

## 6 盈利预测

### 6.1. 盐津铺子收入拆分及盈利预测

盐津铺子 2020 年实现营业收入 19.59 亿元，同比+39.99%，21Q1 实现收入 5.92 亿元，同比+27.45%。考虑到盐津铺子全品类发展能有效覆盖市场需求，店中岛铺设速度加快也将扩容市场空间，结合公司 2021 年 3 月发布的股权激励计划，2021-2023 年营业收入相较于 2020 年分别增长不低于 28%/62%/104%，净利润增长不低于 42%/101%/186%。预计盐津铺子 2021-2023 年收入分别达到 25.69/32.87/41.57 亿元，分别同比+31.13%/+27.95%/+26.50%。

表1: 盐津铺子收入拆分预测 (亿元)

|            | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 烘焙产品 (含薯片) | 2.15 | 4.10 | 6.81 | 9.19  | 12.22 | 16.50 |
| yoy        |      | 90%  | 66%  | 35%   | 33%   | 35%   |
| 豆制品        | 3.67 | 3.93 | 4.91 | 6.49  | 8.33  | 10.57 |
| yoy        |      | 7%   | 25%  | 32%   | 28%   | 27%   |
| 休闲豆制品-鱼糜制品 | 1.57 | 2.00 | 2.97 | 4.45  | 6.23  | 8.41  |
| yoy        |      | 27%  | 49%  | 50%   | 40%   | 35%   |
| 休闲豆制品-豆干类  | 2.10 | 1.93 | 1.94 | 2.04  | 2.10  | 2.16  |
| yoy        |      | -8%  | 0%   | 5%    | 3%    | 3%    |
| 肉鱼产品       | 1.53 | 1.70 | 2.46 | 3.27  | 4.25  | 5.32  |
| yoy        |      | 11%  | 45%  | 33%   | 30%   | 25%   |
| 蜜饯炒货       | 1.23 | 1.35 | 1.32 | 1.39  | 1.44  | 1.50  |
| yoy        |      | 9%   | -2%  | 5%    | 4%    | 4%    |
| 果干         | 0.71 | 0.87 | 1.62 | 2.35  | 3.17  | 3.81  |
| yoy        |      | 23%  | 87%  | 45%   | 35%   | 20%   |
| 素食产品       | 0.66 | 0.73 | 1.27 | 1.72  | 2.06  | 2.33  |

|           |              |              |              |              |              |              |            |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
|           | yoy          |              | 11%          | 74%          | 35%          | 20%          | 13%        |
| 辣条        | 0.00         | 0.49         | 0.50         | 0.66         | 0.82         | 0.98         |            |
|           | yoy          |              | 0%           | 2%           | 30%          | 25%          | 20%        |
| 其他        | 1.12         | 0.83         | 0.69         | 0.62         | 0.56         | 0.56         |            |
|           | yoy          |              | -26%         | -16%         | -10%         | -10%         | 0%         |
| <b>合计</b> | <b>11.08</b> | <b>13.99</b> | <b>19.59</b> | <b>25.69</b> | <b>32.87</b> | <b>41.57</b> |            |
|           | yoy          |              | <b>26%</b>   | <b>40%</b>   | <b>31%</b>   | <b>28%</b>   | <b>26%</b> |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 6.2. 甘源食品收入拆分及盈利预测

甘源食品 2020 年实现营业收入 11.72 亿元，同比+5.70%，21Q1 实现收入 3.38 亿元，同比+38.84%。公司于 4 月发布新品，并上线营销推广计划，预期全年业绩将在新品推动下实现快速放量。预计公司 2021-2023 年分别实现收入 15.37/19.44/23.78 亿元，分别同比+31.1%/+26.5%/+22.3%。

表2: 甘源食品收入拆分预测 (亿元)

|           | 2018        | 2019         | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |            |
|-----------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 瓜子仁       | 2.54        | 2.79         | 2.53         | 2.67         | 2.80         | 2.92         |            |
|           | yoy         | 2%           | 10%          | -9%          | 5%           | 5%           | 4%         |
| 青豌豆       | 2.09        | 2.74         | 3.12         | 3.75         | 4.39         | 5.04         |            |
|           | yoy         | 21%          | 31%          | 14%          | 20%          | 17%          | 15%        |
| 蚕豆        | 2.12        | 2.37         | 2.23         | 2.34         | 2.43         | 2.53         |            |
|           | yoy         | 5%           | 12%          | -6%          | 5%           | 4%           | 4%         |
| 综合果仁及豆果系列 | 1.37        | 1.73         | 2.06         | 3.29         | 4.61         | 5.99         |            |
|           | yoy         | 49%          | 26%          | 19%          | 60%          | 40%          | 30%        |
| 其他        | 0.97        | 1.43         | 1.75         | 3.33         | 5.22         | 7.30         |            |
|           | yoy         | 36%          | 47%          | 22%          | 90%          | 57%          | 40%        |
| <b>合计</b> | <b>9.09</b> | <b>11.07</b> | <b>11.69</b> | <b>15.37</b> | <b>19.44</b> | <b>23.78</b> |            |
|           | yoy         | <b>16%</b>   | <b>22%</b>   | <b>6%</b>    | <b>32%</b>   | <b>26%</b>   | <b>22%</b> |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 7 投资建议

**盐津铺子：**预计 2021-2023 年公司实现收入 25.69/32.87/41.57 亿元，同比+31.1%/+27.9%/+26.5%；实现归母净利润 3.46/5.01/7.29 亿元，同比+43.2%/+44.6%/+45.6%，EPS 分别为 2.68/3.87/5.64 元，对应 PE 分别为 50X/35X/24X。

在公司全品类覆盖及 KA 店中岛快速下沉背景下，结合公司股权激励释放业绩高增信号，我们认为盐津铺子未来三年业绩将延续高速增长，给予“推荐”评级。

**甘源食品：**预计 2021-2023 年公司实现收入 15.37/19.44/23.78 亿元，同比+31.1%/+26.5%/+22.3%；实现归母净利润 2.16/2.65/3.29 亿元，同比+20.8%/+22.6%/+23.9%，EPS 分别为 2.32/2.85/3.53 元，对应 PE 分别为 34X/27X/22X。

在公司极致小单品策略下，将产品矩阵由老三样延伸至新三样及口味型坚果，并将于 4



月补齐 SKU 形成完备产品矩阵，同时快速推进渠道下沉及散装进场，在产品+渠道双轮驱动下，我们看好公司未来几年增长将进入提速通道，给予“推荐”评级。

## 8 风险提示

新品推广不及预期、渠道扩张不及预期、行业竞争加剧、食品质量安全问题。

## 插图目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 2020 年盐津铺子产品收入结构 .....         | 4  |
| 图 2: 盐津铺子产品矩阵 .....                 | 4  |
| 图 3: 盐津铺子发展历程 .....                 | 4  |
| 图 4: 盐津铺子三条产品曲线 .....               | 5  |
| 图 5: 2020 年甘源食品产品结构 .....           | 6  |
| 图 6: 甘源食品老三样以外产品占比持续提升 .....        | 6  |
| 图 7: 甘源食品品类拓张历程 .....               | 6  |
| 图 8: 甘源 2021 年度品牌计划 .....           | 6  |
| 图 9: 盐津铺子店中岛扩张速度加快 .....            | 8  |
| 图 10: 全国商超渠道约 32 万个终端 .....         | 8  |
| 图 11: 盐津铺子零食系列店中岛 .....             | 8  |
| 图 12: 盐津铺子烘焙系列店中岛 .....             | 8  |
| 图 13: 2020 年盐津铺子收入构成 .....          | 9  |
| 图 14: 盐津铺子华中以外市场收入占比逐年增加 .....      | 9  |
| 图 15: 盐津铺子坪效远超市平均水平 .....           | 9  |
| 图 16: 盐津铺子直营/经销渠道占比 .....           | 9  |
| 图 17: 甘源以经销为主, 电商为辅 .....           | 10 |
| 图 18: 甘源拥有 1500+ 家正式经销商 .....       | 10 |
| 图 19: 甘源正式经销商集中于华东、华中区域 .....       | 10 |
| 图 20: 甘源业务分布集中于华东、华中区域 .....        | 10 |
| 图 21: 甘源电商收入增速不及公司整体增速 .....        | 11 |
| 图 22: 甘源袋装产品要求整组陈列+折叠柜统一陈列 .....    | 11 |
| 图 23: 甘源 KA 散装坚果专柜 .....            | 11 |
| 图 24: 甘源散装麦片独立小岛 .....              | 11 |
| 图 25: 大卖场与商超占据零食 51.6% 的市场空间 .....  | 12 |
| 图 26: 盐津铺子广告费用率下降趋势明显 .....         | 12 |
| 图 27: 盐津铺子收入及利润增速 .....             | 13 |
| 图 28: 甘源食品收入及利润增速 .....             | 13 |
| 图 29: 盐津和甘源均 ROE 水平均为行业高位 .....     | 13 |
| 图 30: OEM 企业总资产周转率明显高于 ODM 企业 ..... | 13 |
| 图 31: 盐津和甘源已处行业高位毛利率 .....          | 14 |
| 图 32: 盐津及甘源历年毛利率、净利率 .....          | 14 |
| 图 33: 盐津分品类毛利率 .....                | 14 |
| 图 34: 甘源分品类毛利率 .....                | 14 |

## 表格目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 1: 盐津铺子收入拆分预测 (亿元) ..... | 15 |
| 表 2: 甘源食品收入拆分预测 (亿元) ..... | 16 |

## 分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                     |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上      |
| 行业评级标准                      |      |                        |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。