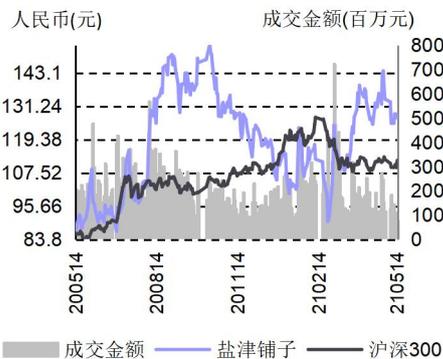


市场价格(人民币): 127.11元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.29
已上市流通A股(亿股)	1.10
总市值(亿元)	164.43
年内股价最高最低(元)	153.00/86.02
沪深300指数	5111
深证成指	14209



## 相关报告

- 1.《Q1实现开门红,规模效应推动盈利加速提升-盐津21年一季度报点...》, 2021.4.25
- 2.《扩容空间广阔,持续激励彰显信心-盐津铺子20年报点评》, 2021.4.1
- 3.《差异化定位享高增长,盈利空间逐步释放-差异化定位享高增长,盈...》, 2021.3.2

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人  
liyinqi@gjzq.com.cn

## 盐津深度系列二:从三维度解析长期发展空间

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,399	1,959	2,536	3,223	4,001
营业收入增长率	26.34%	39.99%	29.46%	27.10%	24.14%
归母净利润(百万元)	128	242	333	486	655
归母净利润增长率	81.58%	88.83%	37.55%	46.24%	34.78%
摊薄每股收益(元)	0.997	1.867	2.571	3.760	5.067
每股经营性现金流净额	1.39	2.62	3.37	4.71	5.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.56%	28.15%	30.81%	34.95%	36.52%
P/E	36.20	59.04	49.44	33.81	25.09
P/B	5.99	16.62	15.23	11.82	9.16

来源:公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 2017-2020年期间,公司营业收入的CAGR达到37.44%,归母净利润的CAGR达到80.67%,属于“小而美”的快速成长型公司。公司过去几年取得了亮眼的业绩增长,但是市场也存在有一些担忧,本篇报告主要针对大家关心的几个核心问题作出解答。
- 其一,店中岛模式是否具备壁垒?其实店中岛成功的关键是通过丰富的产品矩阵保证坪效。投放中岛简单,但产品组合才是核心竞争力,所以真正的壁垒是在生产端,但目前国内能够实现多品类自主生产的企业并不多。
- 其二,如何看待未来的空间? 1)公司在散装渠道还有较多可挖掘的空白市场,处于从区域走向全国的阶段。目前公司华中地区(包括江西省)占比达到44%,其他地区有较大的开发空间。当前店中岛数量约为1.8万个,理论上至少可投放10万个,中岛的高坪效得到市场认可后,投岛会更加顺畅;我们测算在21-23年铺岛至少可为散装渠道带来20%的复合增速。2)未来的看点在发力全渠道,逐步将供应链优势转变为品牌势能。公司规划未来通过定量装的销售模式将诸如深海零食系列做成全渠道的大单品,深海零食目前还处于消费者教育初期,类似几年前的奶酪棒,公司有望基于产品端的先发优势成为细分赛道龙头。过去一年内公司社区团购和流通渠道均发展迅猛,今年将成立部门加大开发力度,逐步打通全渠道。通过大单品+全渠道的模式,逐步形成品牌势能。我们认为公司的发展进程属于“产品在先、品牌在后”,该路径的强势竞争对手较少,且基础更加扎实。
- 其三,盈利水平是否还有提升空间?规模效应和产品结构优化下预期毛利率会逐年小幅度提升。预期销售费用呈现明显下降趋势,直营占比会逐步下降,而且针对腰部及以下门店推出简易版中岛,都有助于减少费用支出。管理费用受股权激励摊销影响,预计未来三年内先升后降。调研反馈,预计研发费用会逐年小幅提升。综合来看,公司未来几年仍处于净利率提升阶段。

## 投资建议与估值

- 预计公司21-23年归母净利分别为3.33/4.86/6.55亿元,对应PE为49/34/25X。给予21年55X估值,目标价141.41元,给予“买入”评级。

## 风险

- 新品增长不达预期,渠道扩张不达预期,食品安全问题,行业竞争加剧。

## 内容目录

店中岛模式是否具备壁垒？	4
核心优势在于生产端	4
店中岛模式坪效凸显，正面竞争对手较少	6
如何看待未来的发展空间？	7
行业和产品方面：行业仍属于整合初期，公司多个品类存在发展潜力	7
现有渠道：商超领域有充足扩张空间，铺岛驱动增长	10
未来看点：聚焦优势品类发力全渠道，逐步将供应链优势转变为品牌势能	12
盈利能力是否还有提升空间？	13
毛利率：规模效应下预期稳步小幅提升	13
费用端：预期销售费率下降，研发费率小幅提升	14
盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
投资建议及估值	16
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：休闲食品行业知名自主生产型企业梳理	4
图表 2：公司产能扩建进程	5
图表 3：截至 2020 年底休闲食品公司研发人员数量对比	6
图表 4：休闲食品公司研发支出（单位：万元）对比	6
图表 5：休闲食品公司研发费用占比（单位：%）对比	6
图表 6：公司产品结构分布	7
图表 7：休闲食品市场规模稳步扩容	8
图表 8：我国休闲食品本土品类集中度都较低	8
图表 9：外资品牌主导的休闲食品品类集中度较高	8
图表 10：公司老品类销售额增速	9
图表 11：我国烘焙糕点市场规模（单位：亿元）及增速	9
图表 12：公司烘焙产品销售额及增速	9
图表 13：公司果干品类销售额及增速	10
图表 14：2019 年中国休闲食品销售渠道	10
图表 15：公司各地区销售收入占比	11
图表 16：公司各销售渠道销售收入占比	11
图表 17：公司店中岛结构	11
图表 18：散装渠道增速测算	12
图表 19：公司 31°鲜深海零食定量装展示	12
图表 20：公司电商渠道营收及占比	13
图表 21：公司销售毛利率走势	14

图表 22: 公司烘焙产品毛利率走势.....	14
图表 23: 公司销售费率走势.....	14
图表 24: 公司股权激励摊销费用 (单位: 万元) .....	15
图表 25: 公司管理和研发费率走势.....	15
图表 26: 盈利预测.....	15
图表 27: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	16

## 店中岛模式是否具备壁垒？

### 核心优势在于生产端

- 公司通过店中岛模式在商超渠道为消费者提供一站式购物，目前已经拥有约 200 个 SKU，涵盖烘焙、薯片、蜜饯、果干、坚果、豆制品、辣条、肉制品、鱼糜制品等多个品类；并且产品定位是高性价比，产品品质较好且价格不贵。
- 我们认为在商超打造店中岛模式只是刚好契合了公司多品类+高性价比的定位，而这背后的核心竞争力是公司能够实现多品类的自主生产。在休闲食品领域，能够真正做到多品类自主生产的公司并不多，无论是上市还是未上市公司，大多主打单一品类或覆盖两至三个品类。公司能够覆盖多品类主要源于 2005 年便开始持续建设工厂、扩宽品类，这是时间积淀的产物，短期内其他公司难以模仿。

图表 1：休闲食品行业知名自主生产型企业梳理

品牌	主营产品类和 SKU	2020 年营收规模	是否自主生产	上市、融资情况
洽洽食品	香瓜子、珍葵系列、蓝袋系列、藤椒/焦糖/海盐瓜子、国葵类瓜子、每日坚果系列、椒盐花生、香卤花生、薯脆、怪 U 味	52.89 亿元	是	上市
甘源食品	青豌豆、瓜子仁、蚕豆、综合果仁、综合豆果、虾条豆果、腰果、夏威夷果、花生、锅巴、炒米、兰花豆、水果干、麦片	11.72 亿元	是	上市
华文食品	“劲仔”风味小鱼、风味豆干系列、“博味园”风味肉干系列	9.09 亿元	是	上市
达利	“达利园”糕点类、“好吃点”饼干类、“可比克”薯片类	209.62 亿元	是	上市
旺旺	旺仔牛奶等饮料系列、旺旺仙贝等米果烘焙系列、浪味仙等膨化食品系列、摇摇冻等果冻系列、邦德奶昔咖啡系列、速食米面产品	200.95 亿元	是	上市
味巴哥	肉脯、卤蛋、鸭脖、猪蹄、米锅巴	0.76 亿元	是	上市
徐福记	新年糖、硬糖、儿童糖、巧克力、果冻布丁、沙琪玛、饼点、包馅酥、磨堡蛋糕、餐蛋糕、米格玛、糙米卷	-	是	2011 年被雀巢收购 60% 的股份
三辉麦风	法式小面包、软格华夫饼、提拉米苏巧克力味蛋黄派、铜锣烧、薯片、奶片	-	是	无上市和融资
小白心里软	小白心里软植物系面包、小口袋面包系列、海盐芝士夹心吐司、奶皮白面包	-	是	2019 年 12 月完成亿元级 A 轮融资，光控众盈资本投资
港荣	蒸蛋糕系列、乳酸菌蒸蛋糕系列、芝士蛋糕系列、小小蛋糕系列、饼干系列、燕麦片、早餐粥	-	是	无上市和融资
友臣	友臣肉松饼、三明皇夹心面包系列、乳酸菌小口袋面包、手撕面包、蛋黄酥、果粒吐司	-	是	无上市和融资
金丝猴	糖巧、豆干、麦丽素	-	是	融资未公开

溜溜梅	原味青梅、雪梅、话梅、乌梅、西梅、清梅等经典系列和无核系列，青梅、草莓、百香果、芒果等梅冻系列，芒果、凤梨、柠檬、黄桃等果干系列	-	是	红杉资本 A 轮独家投资 1.5 亿元人民币
米老头	饼干煎饼、米麦杂粮、蛋卷	-	是	无上市和融资
口水娃	兰花豆、多味花生、手撕素牛排等豆制品、口水鱼小鱼仔、无骨鸡爪、鱼豆腐	-	是	无上市和融资
卫龙	大辣条、魔芋烧、亲嘴辣片等豆制品	-	是	无上市和融资
喜之郎	果冻布丁、海苔、奶茶、巧克力、水果零食、果干类	-	是	无上市和融资
果园老农	每日坚果、混合果干、坚果炒货、果仁	-	是	2016 年沃衍资本投资，交易详情未披露
粒上皇	板栗、花生瓜子炒货系列、坚果、果干蜜饯、锅巴、饼干、麻花	-	是	无上市和融资

来源：百度，企查查，Wind，国金证券研究所

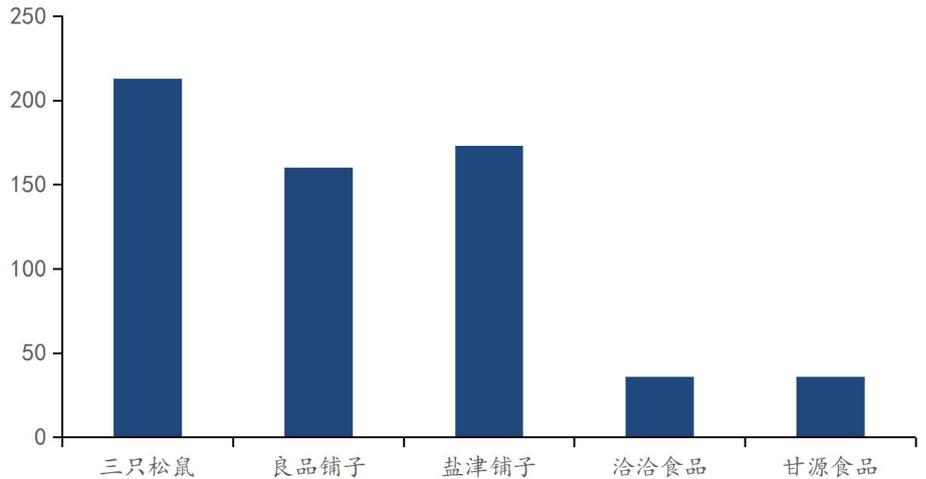
图表 2：公司产能扩建进程

年份	事件
2005 年	公司正式成立，推出凉果蜜饯独立散装产品
2007 年	创建豆干厂
2008 年	创建肉制品厂
2010 年	创建坚果炒货厂
2011 年	新建素食、糕点厂
2013 年	公司扩建凤爪厂；新建坚果炒货厂
2016 年	创建烘焙糕点厂
2017 年	在广西创建果干厂
2018 年	在湖南基地新增烘焙生产线
2019 年	在河南创建烘焙工厂

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

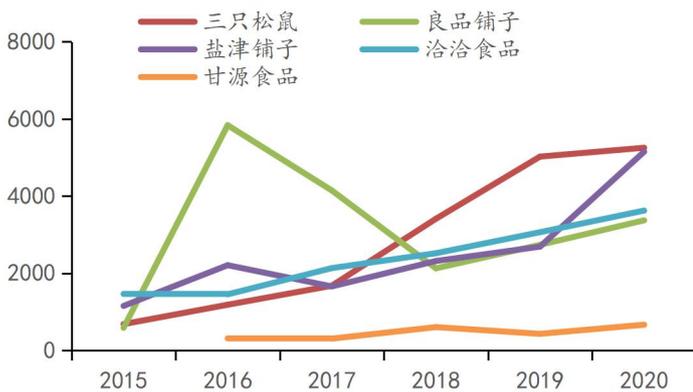
- 推新能力较强。**相比于单品类公司，多品类公司需要对市场趋势保持更高的敏感度，实时推出符合新趋势的产品，因此对研发端的响应速度和推新能力都有更高的要求。公司主要采取“实验工厂”模式，当市场有新的消费趋势时，快速启动新品研发，短期内完成小批量生产后投放市场，市场反应良好的产品即开始大规模生产。**我们认为公司在追踪市场趋势，持续推新方面具备较强实力。**1) 从研发端的投入来看，和其他经营多品类的同行对比，公司的研发人员数量和研发支出金额都处于前列。2) 从以往历史来看，公司对市场趋势的把握较好，过往十多年间扩品类的成功率较高；2018 年开创性推出 58 天保质期吐司面包、乳酸菌小口袋面包、乳酸菌蒸蛋糕、半面包等新品，成功地切入烘焙领域并且迅速放量。3) 当下公司也一直紧跟新的趋势，2021 年公司推出深海鳕鱼肠、手撕蟹柳、果蔬海鱼棒等深海零食系列新品，具备高蛋白的深海零食比较契合当下重视健康的趋势。

图表 3：截至 2020 年底休闲食品公司研发人员数量对比

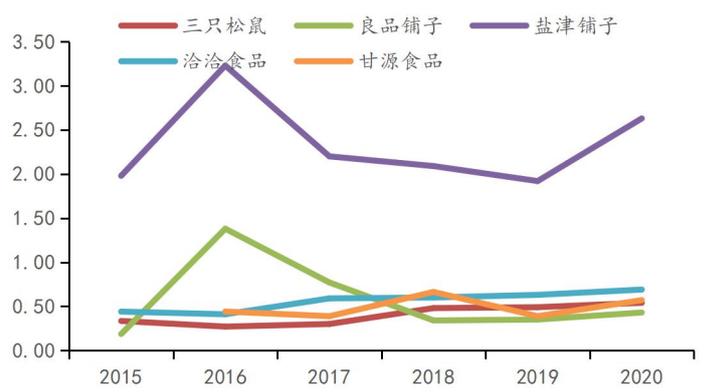


来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：休闲食品公司研发支出（单位：万元）对比



图表 5：休闲食品公司研发费用占比（单位：%）对比



来源：Wind，国金证券研究所

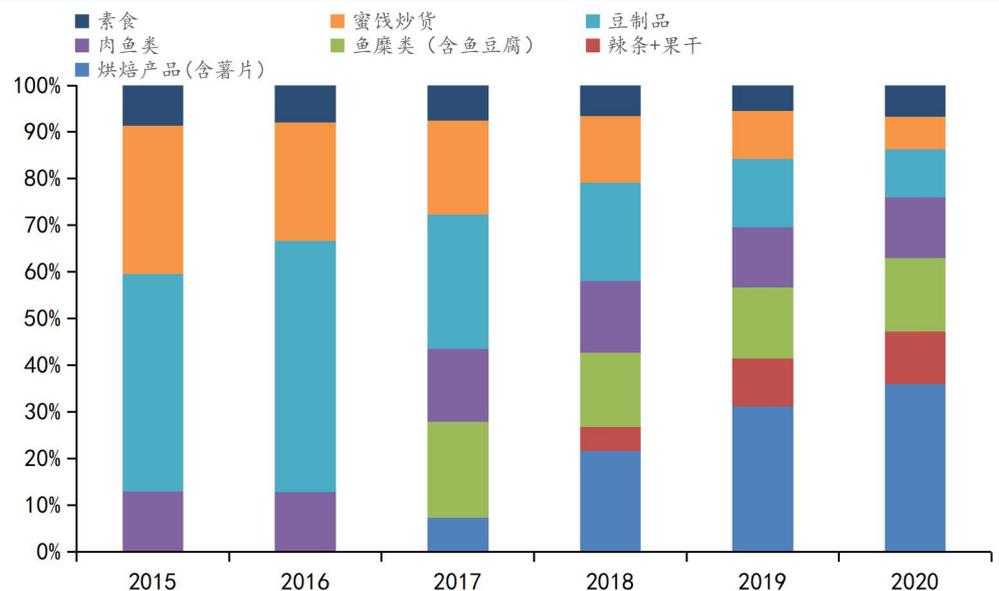
来源：Wind，国金证券研究所

### 店中岛模式坪效凸显，正面竞争对手较少

- 2017 年公司开始推行“金铺子”店中岛，推出后门店销售额同比增长超 50%；还结合烘焙新品推出专属烘焙系列的“蓝宝石”店中岛，助力公司 58 天鲜烘焙产品确立品牌形象。之后将店中岛调整为“盐津铺子”零食屋（主打咸味零食）和“憨豆先生”面包屋（主打甜味零食），对店铺形象进行了升级；同时逐步导入 2.7m\*1.8m 和 3.6m\*1.8m 的二代岛（一代岛面积为 1.8m\*1.8m）。调研反馈店中岛面积越大，一站式购物的效果更好，坪效提升更明显；并且部分门店推出双岛模式后，实现了“1+1>2”的效果。我们估算成熟门店大岛（3.6m\*1.8m）的坪效约为 7 万元/年/平米，而永辉超市大店坪效约为 1.2 万元/年/平米（2019 年数据），家家悦单店坪效为 1.5 万元/年/平米（2019 年数据）；公司店中岛盈利能力突出，经营能力得到市场认可后铺岛更加顺利。
- 店中岛模式的正面竞争对手较少，小品牌弯道超车的可能性较低。1) 在商超领域铺设店中岛的企业大多具备一定知名度和实力，我们走访了北京、长沙、重庆和河南地区部分商超，目前铺设店中岛的品牌有徐福记、甘源和桃李。但徐福记的品类主要是糖巧、饼干、沙琪玛和中式糕点等，甘源、洽洽的品类主要是坚果炒货，桃李主营短保面包，产品结构和公司存在差异性。2020 年公司烘焙/鱼糜类/肉鱼类/豆制品/果干辣条/蜜饯炒货/

素食类分别占比 34.75%/15.15%/12.56%/9.91%/10.84%/6.74%/6.51%，其中坚果炒货类在公司营收占比中不到 10%，和洽洽、甘源的不存在激烈的竞争；虽然烘焙占比较高，但公司主营中保产品，消费场景区别于桃李的短保产品；此外公司的咸味小吃（豆制品+肉鱼+素食+鱼糜）合计占比 44%左右，咸味小吃领域尚未有全国化品牌出现；**整体来看在商超渠道公司和头部品牌不存在激烈的冲突。**2) 商超散装领域还有非常多小品牌，但正如前文所说，这部分小品牌大多聚焦单一品类，品相较少难以用单独的店中岛支撑，所以基本都是和其他品类共享商超统一定制的散装柜台。而且店中岛资源宝贵，商超选择合作对象时也会考虑对方实力和投放后的实际坪效；比如甘源和桃李虽然 SKU 也相对较少，我们认为主要因公司品牌力较强且愿意进行费用投放，所以也能实现铺岛。总结来看，**SKU 数量较少、缺乏较强品牌背书和足够的资金支持，都会制约小品牌在商超发展店中岛模式。**

图表 6：公司产品结构分布



来源：Wind，国金证券研究所

## 如何看待未来的发展空间？

行业和产品方面：行业仍属于整合初期，公司多个品类存在发展潜力

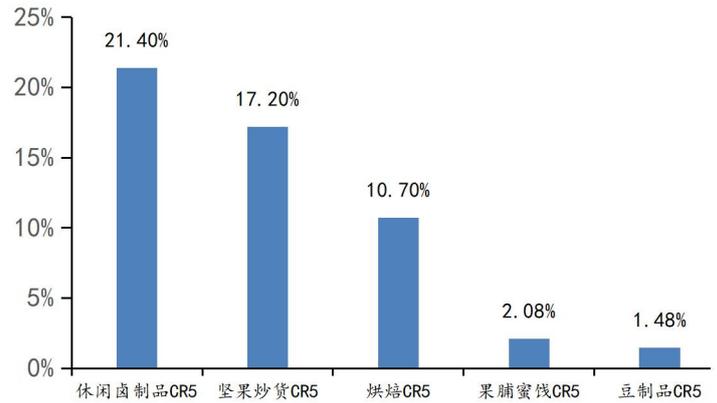
- 休闲食品行业特征：市场空间大、竞争格局分散。**根据外部第三方数据，随着消费水平的提升，我国休闲食品市场规模稳步扩容，近年来增速保持在 10% 以上，早已突破万亿规模。此外，本土品牌因为起步较晚，竞争格局仍旧比较分散，市场集中度最高的休闲卤制品板块，CR5 也仅在 20% 左右。而外资品牌主导的休闲食品集中度普遍较高，巧克力 CR10 达到 82.1%，其中玛氏和费列罗分别占比 39.8% 和 17.8%。在传统糖果领域，阿尔卑斯市占率达到 15%；在功能性糖果领域，雅客、荷氏和金嗓子分别占 22.5%、18.3% 和 11.2%；胶基糖果中绿箭、益达和乐天分别占比 49.9%、22.6% 和 9.7%。膨化食品领域（主要为薯片），乐事占据 25% 以上的市场份额，稳居第一。饼干市场上，乐滋中国和徐福记以 14.4% 和 8.9% 的市场份额位居前二。**我们认为本土休闲食品企业仍处于发展期，头部品牌有望整合市场份额。**

图表 7：休闲食品市场规模稳步扩容



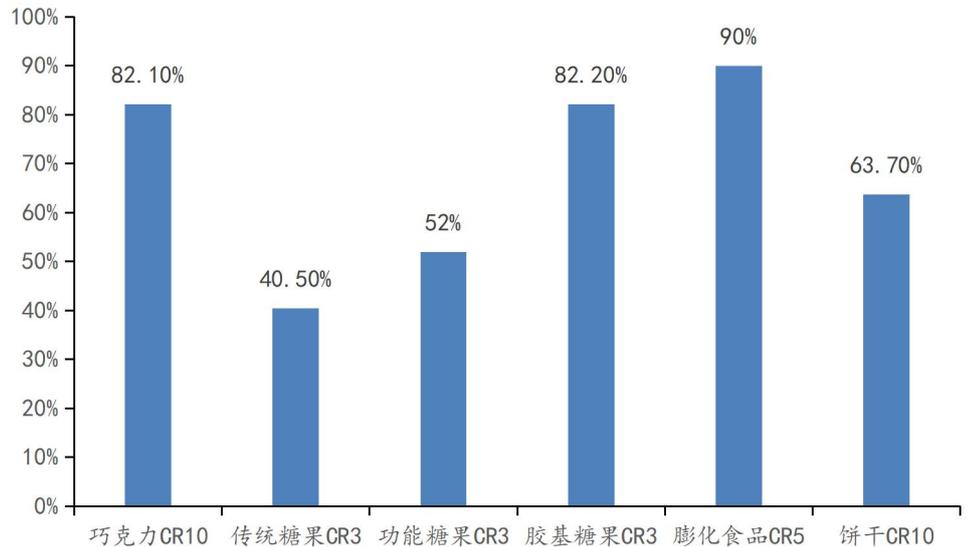
来源：观研天下，国金证券研究所

图表 8：我国休闲食品本土品类集中度都较低



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

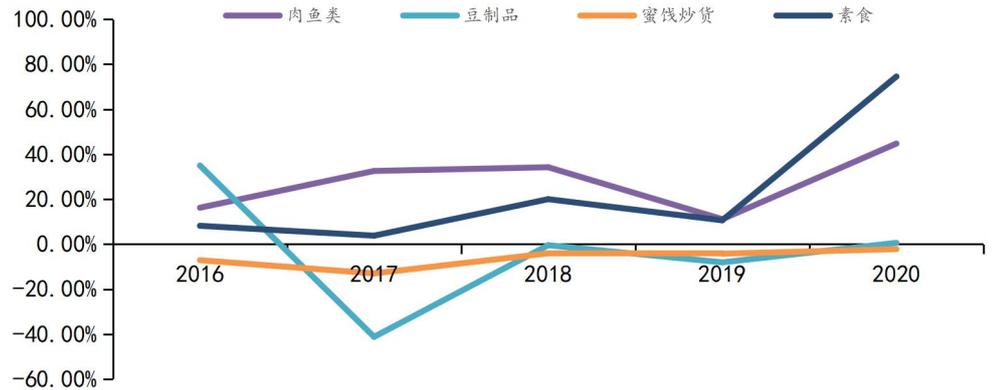
图表 9：外资品牌主导的休闲食品品类集中度较高



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **老产品方面：**公司肉鱼类和素食类仍有较强的产品活力，2015-2020 年的营收 CAGR 分别达到 27%和 21%。蜜饯炒货和豆制品出现负增长，调研反馈公司计划将蜜饯产品做成定量装，并且考虑在原产地建厂，预计 2022 年开始着重发力蜜饯产品。

图表 10：公司老品类销售额增速



来源：公司公告，国金证券研究所

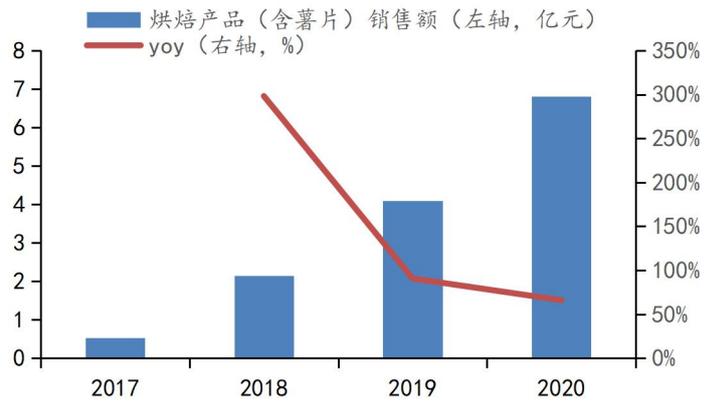
- **烘焙第二增长曲线培育成功，仍有较强增长势能。**公司抓住烘焙行业快速发展的趋势，定位于中保产品，相比长保产品口感有大幅提升，又和桃李等主打短保的企业有差异化的消费场景。目前烘焙已经成为公司第一大品类，2020 年的营收占比已经达到 35%，同比增长 66%，依旧保持较快的增速势能；目前公司烘焙产品的市占率仅为 0.2%，成长空间非常广阔。

图表 11：我国烘焙糕点市场规模（单位：亿元）及增速



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

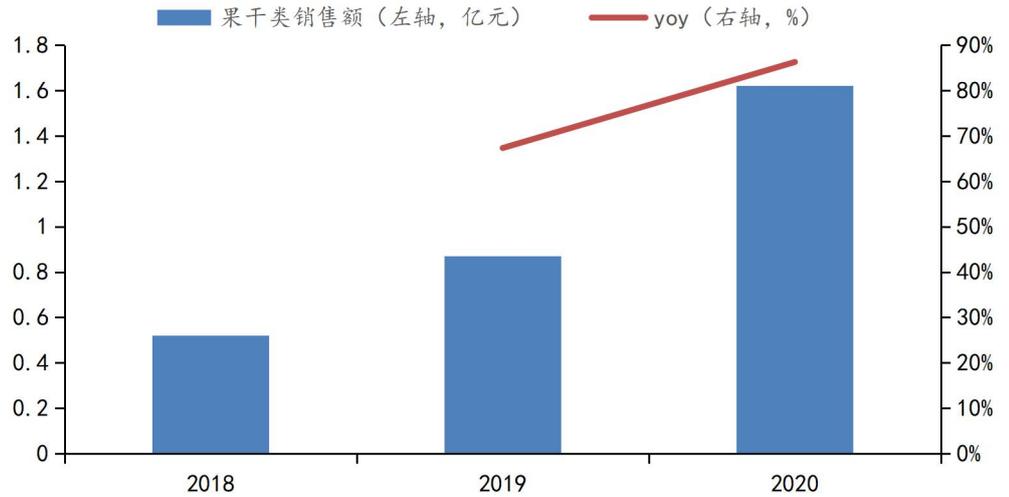
图表 12：公司烘焙产品销售额及增速



来源：Wind，国金证券研究所

- **新品方面，深海零食、果干产品正在培育期。**公司在今年春季糖酒会亮相深海鳕鱼肠、蟹柳棒、果蔬海鱼棒等深海零食新品，2020 年公司深海零食系列销量达到 9.5 亿包。高蛋白属性的深海零食符合当下健康化消费趋势，叠加新品赋能，预期 2021 年深海零食会持续放量。目前深海零食的生产商较少，因为鱼肠、蟹柳等产品存在一定技术壁垒，公司 2015 年就开始用鱼糜原浆做鱼豆腐，具备一些基础，近两年才真正攻克技术上的难题。果干方面，公司近几年主要为互联网品牌做代工，供应链能力越来越强，预计后期会做成自己的品牌。

图表 13: 公司果干品类销售额及增速

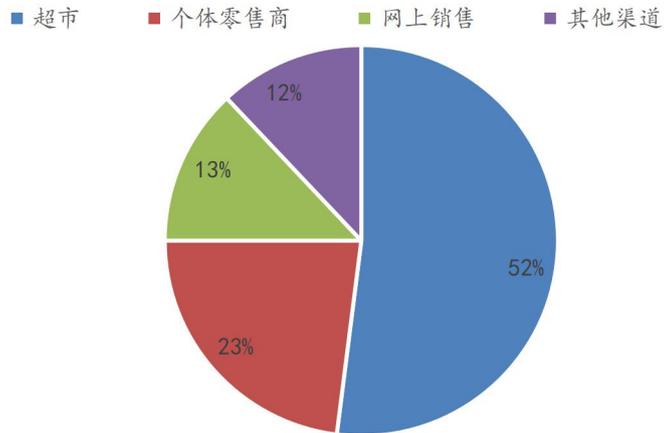


来源: 公司公告, 国金证券研究所

现有渠道: 商超领域有充足扩张空间, 铺岛驱动增长

- **商超渠道的体量非常大, 仍是主力购买渠道。**虽然市场担心商超流量下滑, 但从目前来看商超渠道仍是休闲食品最大的购买渠道, 占据一半的销售份额。此外根据国家统计局数据, 2020 年我国居民人均可支配收入为 2682 元/月; 分省市来看, 仅北京、上海、浙江、天津、江苏、广东和福建 7 个省市的居民人均可支配收入在 3000 元以上。我们认为在国内高端产品和高性价比产品都有各自的成长空间, 在偏低线城市, 线下购买渠道还是以商超为主。

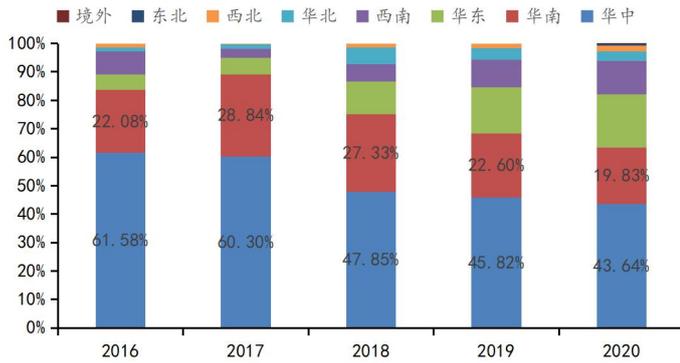
图表 14: 2019 年中国休闲食品销售渠道



来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

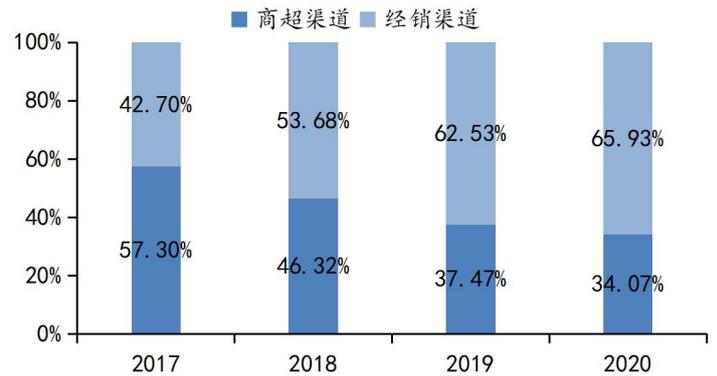
- **公司在商超渠道有较多可挖掘的空白市场, 还处于从区域走向全国的阶段。**目前公司的销售大本营在华中地区 (包括江西省), 占比达到 44%; 第二梯队是西南、华南和华东地区, 各自占比 10-20%; 第三梯队的华北、西北、东北地区合计占比 6% 左右, 其中东北属于 2020 年新开发的地区。从区域分布来看, 公司的成熟市场在湖南省和江西省, 其他地区有较大的开发空间。调研反馈, 公司已经成功打开川渝、江苏、山东和河南市场, 未来将持续开拓; 此外即使在湖南和江西省内也仍有很大下沉空间。近几年公司经销渠道发展较快, 期望通过经销模式加快渠道下沉。经销占比由 2017 年的 42.70% 提升至 2020 年的 65.93%, 2020 年底经销商数量达到 880 个, 同比增长 16.87%。

图表 15：公司各地区销售收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：公司各销售渠道销售收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 店中岛数量远未达到天花板，而且单店坪效仍有优化空间。

- 铺岛数量有充足成长空间：截至 2021Q1，公司约有 1.8 万个店中岛，其中双岛占比 20% 左右。根据第三方数据，全国头部商超有 2-3 万家，腰部及以下的商超有 7-8 万家，公司计划头部商超铺设双岛，预计店中岛整体至少可投放 10 万个，目前远未达到天花板。根据前文的分析，公司店中岛模式短期内并无强势对手，高坪效得到认可后铺岛更加顺畅，在市场空间充足的背景下，预期未来几年仍旧具备良好的增长势能。
- 单店坪效存在提升空间：根据早期数据，铺设店中岛后单店销售额可提升 50% 左右，上岛 SKU 的销售额可提升 30-50%。早期由于市场还不确定公司店中岛的效果，很多中岛投放在尾部门店，目前公司的店中岛逻辑已经得到验证，未来公司会优先投放头部门店，逐步推进“小岛变大岛、单岛变双岛”。调研反馈，坪效和中岛面积存在正相关关系，中岛面积越大，坪效提升约显著；而推行双岛可实现“1+1>2”的效果。

图表 17：公司店中岛结构

店中岛规模	数量	单店产出
一代岛 (1.8m*3.6m)	7000+	相比不含岛门店提升 50%， 单店年产出 15-20 万
过渡岛 (2.7m*3.6m)	5000-6000	-
二代岛 (3.6m*3.6m)	3000-4000	成熟地区头部单店年产出 50-60 万

来源：渠道调研，公司公告，国金证券研究所

- 测算未来三年铺岛至少可为散装渠道带来 20% 的复合增速。2020 年底公司拥有店中岛约 1.6 万个，2021 年公司计划投放 5000 个店中岛，且主要投放在之前未入驻的空白终端。预计含岛商超在公司整体覆盖的商超中占比 50% 以上，我们分别假设含岛终端的占比分别为 55%、65%、80%；若只考虑数量上的增量，不考虑含岛结构和单店产出的优化，则意味着 21-23 年的复合增速分别可达到 14.87%、17.19% 和 20.51%。实际增速应高于前者：1) 基数部分包括不含岛的终端，实际上不含岛的终端单店产出远低于含岛终端；2) 新增店中岛的质量和结构更加优化，测算中并未考虑这部分效果；3) 根据前两年的情况来看，实际投放数量较大概率会超过规划的 5000 个。综合来看，即使在悲观的情景下（含岛率只有 55%），我们预计 21-23 年公司通过铺岛在散装渠道的复合增速也会达到 20% 左右。

图表 18：散装渠道增速测算

情景	悲观	中性	乐观
含岛终端占比	55%	65%	80%
覆盖终端数量（万）	3.20	2.46	2.00
中岛数量增加带来的增速（不考虑含岛结构和单店产出的优化）			
21 年 yoy	17.19%	20.31%	25.00%
22 年 yoy	14.67%	16.88%	20.00%
23 年 yoy	12.79%	14.44%	16.67%
21-23 年 CAGR	14.87%	17.19%	20.51%

来源：渠道调研，国金证券研究所测算

未来看点：聚焦优势品类发力全渠道，逐步将供应链优势转变为品牌势能

- 聚焦核心品类发力定量装，有望在细分赛道打造大单品。公司规划未来通过定量装的销售模式将诸如深海零食系列做成全渠道的大单品。目前公司定量装占比 15% 左右，其中电商渠道占比 5%，线下商超渠道占比 5-7%，剩余部分在便利店和流通渠道；预期未来的占比会提升至 30% 以上。
- 1) 已具备生产端优势，深海零食的发展还处于“供给”决定“需求”的阶段。相比散装，定量装对供应链的要求更高，需要更好的口味和品质，因此公司目前主要将优势品类深海零食 31° 鲜系列和蜜饯系列打造出定量装产品。据了解，目前国内掌握深海零食生产技术的厂家较少，公司也是最近才突破技术问题；公司是做蜜饯起家，在蜜饯方面具备多年的经验和积淀。我们认为深海零食类似于几年前的奶酪棒，都是符合消费升级趋势的健康零食。目前还处于“供给”决定“需求”的初期阶段，需要头部企业进行推广，逐步建立起消费者认知。公司有望基于产品端的先发优势成为细分赛道龙头，享受快速发展的红利。
- 2) 2021 年将借助直营渠道加强推广力度。公司通过直营模式覆盖了 3000 多家头部商超，以直营商超为据点，每周都会聚焦深海零食进行店外地推活动，可以较好的辐射到周边社区。

图表 19：公司 31° 鲜深海零食定量装展示

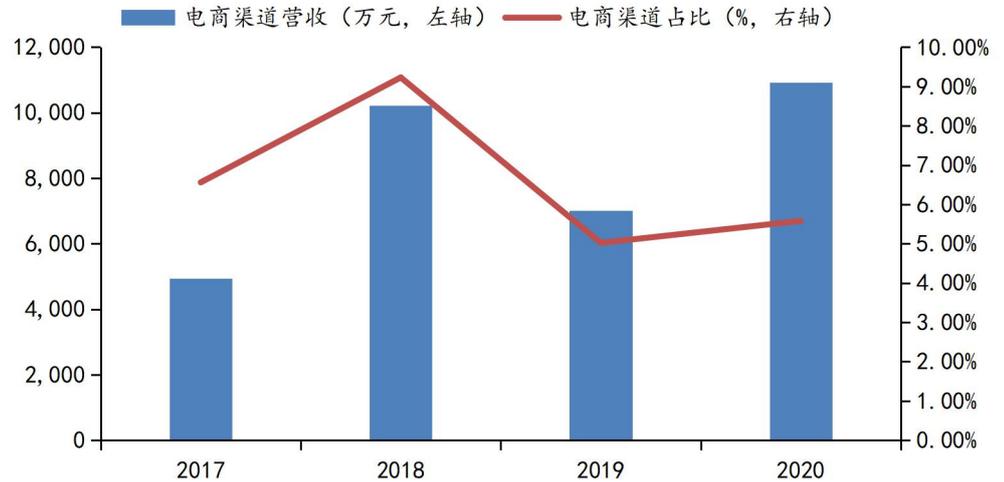


来源：公司官网，国金证券研究所

- 社区团购渠道发展迅猛，逐步加强电商渠道。公司积极拥抱社区团购等新渠道，尤其在兴盛优选平台发展较好，2020 年社区团购渠道的销售额达到

3000-4000 万元。调研反馈，在湖南地区的兴盛优选平台上，公司的面包、蛋糕、薯片、沙琪玛和咸味产品都取得了良好的销售业绩。今年计划进一步加强社区团购平台的发展，做好湖南地区兴盛优选的示范效应，再逐步拓展至其他区域和平台。2014 年公司便开通电商渠道，虽然整体发展速度较慢，但公司反馈未来也会在电商渠道聚焦优势品类，加大对电商渠道的投资。

图表 20：公司电商渠道营收及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

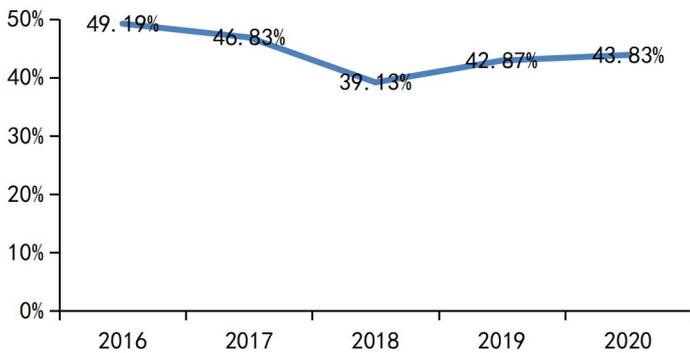
- **线下渠道方面，公司还推出 1-5 元价格带的流通装产品，切入流通市场。**流通渠道放量较快，过去一年内公司并未完全发力，销售额就从 7000 万元增长到 1.2 亿元，而今年还会成立专门的部门负责流通渠道。和流通渠道原有的厂商相比，公司的品牌力、综合实力更强，有能力去抢占市场份额；此外近几年流通渠道的管理更加规范，为优质企业带来更好的市场环境。
- **总结来看，我们认为盐津的发展进程属于“产品在先、品牌在后”，正在逐步将产品和渠道势能转变为品牌势能。**在商超散装渠道公司是凭借“产品”取胜，其实质是较强的供应链基础。目前公司在此基础上聚焦优势品类，期望在推广至全渠道的过程中打造出“品牌”。对公司而言，一方面“产品在先、品牌在后”这条路径的强势竞争对手较少，另一方面产品永远是品牌和渠道发展的基础，“先产品后品牌”虽然走得比较慢，但是走得稳。

## 盈利能力是否还有提升空间？

### 毛利率：规模效应下预期稳步小幅提升

- **预期未来几年毛利率稳步小幅提升。**1) 生产端还有可释放的规模效应。作为自主生产企业，厂房等生产设备是固定成本，产能利用率越高，规模效应越明显。以烘焙产品为例，随着销量提升，毛利率有明显提升。目前公司仍有培育期新品拉低整体毛利水平，比如果干、深海零食等；此外公司打造新的定量装、流通装产品，需要新增包装产线，产品大规模生产后才能摊薄成本。2) 公司也会不断优化产品结构。推出一些高毛利产品，整改、淘汰部分销售不佳的低毛利产品。3) 经销占比提升会拉低毛利水平。近几年毛利空间更低的经销渠道占比由 2015 年的 42.70% 提升至 2020 年的 65.93%，预期未来还会逐步提升。在规模效应、结构优化和经销渠道占比持续提升的双向作用下，预期未来几年公司毛利率会呈现小幅度提升的态势。

图表 21：公司销售毛利率走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：公司烘焙产品毛利率走势

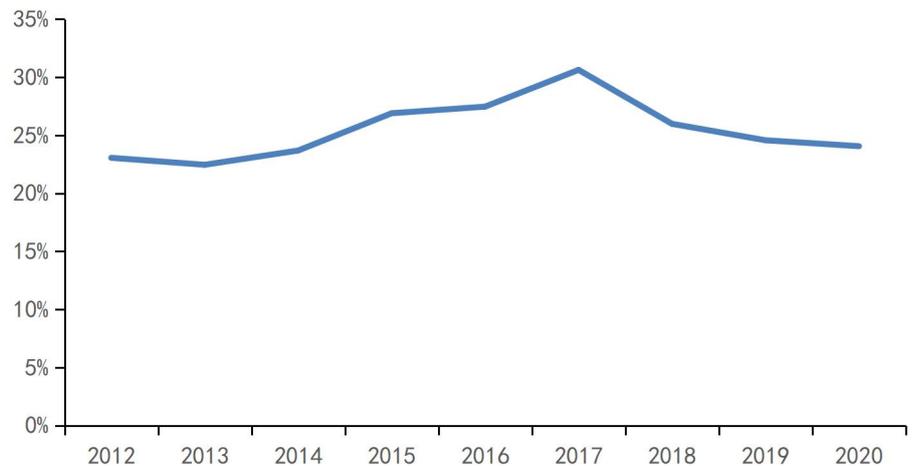


来源：公司公告，国金证券研究所

### 费用端：预期销售费率下降，研发费率小幅提升

- 预计公司销售费率会逐步下降。主要原因是直营渠道的销售占比会逐步下降，过去公司直营渠道的费用投放较高。此外公司还推出中岛简易版，费用为 2 千元，而原来的中岛将近 1 万元；未来头部门店用原版的店中岛，主要作用是加强品牌展示，而在腰部及以下门店投放简易版中岛，大大地减轻了资本开支。目前定量装才开始发力，会有一些费用投放，预期 3-4 年后就可以开始缩减费用。综合来看，预计公司的销售费率会呈现逐步下降的态势。

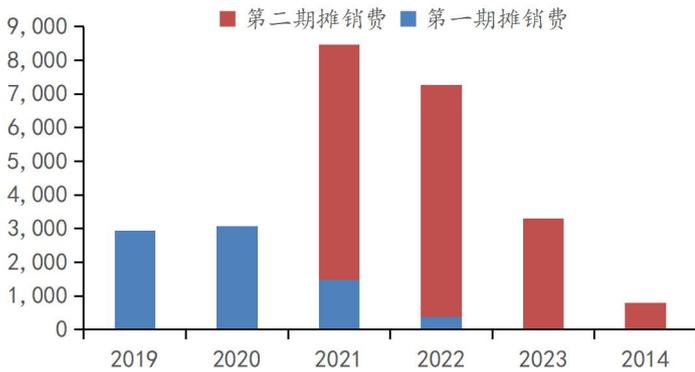
图表 23：公司销售费率走势



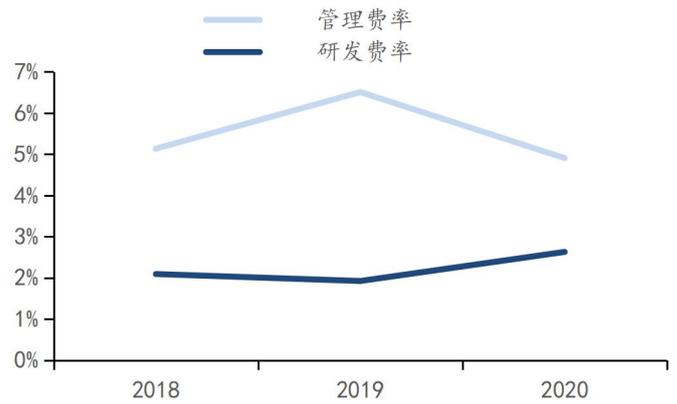
来源：Wind，国金证券研究所

- 股权激励摊销费用先升后降，研发费用缓慢提升至 3% 左右。两期股权激励的摊销费用叠加，21 年摊销费用达到峰值，之后逐步下降。若其他管理费用支出不存在与销售规模无关的大幅变动，预计 21 年的管理费率会超过 20 年水平，而之后会逐步下降。调研反馈，公司预计研发费用会逐年小幅提升，达到 3% 左右为比较合理的水平。

图表 24：公司股权激励摊销费用（单位：万元）



图表 25：公司管理和研发费率走势



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

根据前文分析，预计烘焙、果干、蜜饯、深海零食系列在未来可实现快速增长；老产品里面，肉制品、素食和辣条实现稳健增长；而豆制品的增速会出现下滑。综合来看，预计公司 21-23 年营收分别为 25.36、32.23 和 40.01 亿元，分别同比增长 29.46%、27.10%和 24.14%。

图表 26：盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>销售收入（单位：百万元）</b>						
<b>整体</b>	<b>1107.55</b>	<b>1399.28</b>	<b>1958.85</b>	<b>2535.94</b>	<b>3223.24</b>	<b>4001.33</b>
烘焙(含薯片)	215.49	410.00	680.61	952.85	1238.70	1610.32
辣条	0.36	49.41	50.44	51.45	52.48	52.48
果干	70.60	86.87	162.04	226.86	306.25	306.25
速冻鱼糜制品	157.27	199.51	296.72	430.25	602.35	831.24
肉制品	153.02	169.58	246.06	319.88	399.84	499.81
豆制品	210.08	193.37	194.11	190.23	186.42	182.69
蜜饯炒货	141.32	134.74	132.03	138.63	180.22	230.69
素食	65.74	73.19	127.42	152.91	180.43	207.50
其他	112.26	82.60	69.42	72.89	76.54	80.36
<b>增速</b>						
<b>整体</b>	<b>46.81%</b>	<b>26.34%</b>	<b>39.99%</b>	<b>29.46%</b>	<b>27.10%</b>	<b>24.14%</b>
烘焙(含薯片)	298.15%	90.70%	66.00%	40.00%	30.00%	30.00%
辣条	-	13817.12%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%
果干		23.05%	86.54%	40.00%	35.00%	35.00%
速冻鱼糜制品	4.67%	27.39%	48.73%	45.00%	40.00%	38.00%
肉制品	34.21%	11.11%	45.10%	30.00%	25.00%	25.00%
豆制品	-0.47%	-8.10%	0.38%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
蜜饯炒货	-4.08%	-4.26%	-2.01%	5.00%	30.00%	28.00%
素食	20.00%	10.61%	74.10%	20.00%	18.00%	15.00%
其他	383.25%	-26.42%	-15.96%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>占比</b>						

烘焙(含薯片)	19.46%	29.30%	34.75%	37.57%	38.43%	40.24%
辣条	0.03%	3.53%	2.57%	2.03%	1.63%	1.31%
果干	6.37%	6.21%	8.27%	8.95%	9.50%	7.65%
速冻鱼糜制品	14.20%	14.26%	15.15%	16.97%	18.69%	20.77%
肉制品	13.82%	12.12%	12.56%	12.61%	12.41%	12.49%
豆制品	18.97%	13.82%	9.91%	7.50%	5.78%	4.57%
蜜饯炒货	12.76%	9.63%	6.74%	5.47%	5.59%	5.77%
素食	5.94%	5.23%	6.51%	6.03%	5.60%	5.19%
其他	10.14%	5.90%	3.54%	2.87%	2.37%	2.01%

来源：国金证券研究所

### 投资建议及估值

#### 市盈率法

预计公司 2021-2023 年净利润为 3.33、4.86 和 6.55，对应 EPS 为 2.57、3.76 和 5.07 元，对应 PE 为 49.44、33.81 和 25.09 倍。

我们选取 4 家休闲零食领域的可比公司对盐津铺子进行估值。和多品类公司三只松鼠、良品铺子相比，公司的估值偏低。我们认为公司的增长势能较强，商超渠道的空间远未达到天花板，且 2021 年开始全力发展全渠道，打开新市场。因此我们给予公司 2021 年 55 倍估值，目标价 141.41 元，给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300783.SZ	三只松鼠	51.06	1.03	1.33	1.63	49.15	38.11	31.04
603719.SH	良品铺子	50.00	1.09	1.32	1.57	45.58	37.55	31.64
002557.SZ	洽洽食品	51.22	1.88	2.21	2.5	27.23	23.17	19.8
002991.SZ	甘源食品	74.11	2.37	2.95	3.6	31.24	25.15	20.61
<b>平均值</b>						<b>38.3</b>	<b>31.00</b>	<b>25.77</b>
002847.SZ	盐津铺子	125.18	2.57	3.76	5.07	49.44	33.81	25.09

来源：Wind，国金证券研究所

注：可比公司预测取值为万得一致预测，时间为 2021 年 5 月 9 日。

### 风险提示

- **新品增长不达预期。**公司新品深海零食系列还处于投放初期，终端动销有待验证。
- **渠道扩张不达预期。**目前公司着力推进店中岛覆盖率，若推进速度不达预期，可能减缓公司增长速度。
- **食品安全问题。**若发生食品安全问题，将会给公司声誉带来十分恶劣的影响，进而严重影响公司的生产经营活动。
- **行业竞争加剧。**若行业竞争加剧，利润空间可能受到一定的压缩。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,108</b>	<b>1,399</b>	<b>1,959</b>	<b>2,536</b>	<b>3,223</b>	<b>4,001</b>	货币资金	101	122	180	86	107	226	
增长率		26.3%	40.0%	29.5%	27.1%	24.1%	应收款项	100	167	167	225	286	355	
<b>主营业务成本</b>	<b>-674</b>	<b>-799</b>	<b>-1,100</b>	<b>-1,405</b>	<b>-1,766</b>	<b>-2,161</b>	存货	197	292	352	423	532	651	
%销售收入	60.9%	57.1%	56.2%	55.4%	54.8%	54.0%	其他流动资产	65	80	89	114	108	123	
<b>毛利</b>	<b>433</b>	<b>600</b>	<b>859</b>	<b>1,131</b>	<b>1,457</b>	<b>1,841</b>	流动资产	462	660	788	849	1,034	1,356	
%销售收入	39.1%	42.9%	43.8%	44.6%	45.2%	46.0%	%总资产	39.9%	39.8%	39.9%	40.0%	42.9%	48.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	长期投资	0	80	70	67	68	69	
%销售收入	1.2%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	590	748	926	1,033	1,123	1,195	
<b>销售费用</b>	<b>-288</b>	<b>-344</b>	<b>-471</b>	<b>-591</b>	<b>-709</b>	<b>-884</b>	%总资产	50.9%	45.1%	46.8%	48.7%	46.6%	42.4%	
%销售收入	26.0%	24.6%	24.1%	23.3%	22.0%	22.1%	无形资产	93	138	159	172	185	197	
<b>管理费用</b>	<b>-57</b>	<b>-91</b>	<b>-96</b>	<b>-137</b>	<b>-161</b>	<b>-168</b>	非流动资产	697	1,000	1,190	1,272	1,376	1,461	
%销售收入	5.1%	6.5%	4.9%	5.4%	5.0%	4.2%	%总资产	60.1%	60.2%	60.1%	60.0%	57.1%	51.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-23</b>	<b>-27</b>	<b>-52</b>	<b>-67</b>	<b>-87</b>	<b>-109</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,159</b>	<b>1,660</b>	<b>2,021</b>	<b>2,167</b>	<b>2,458</b>	<b>2,866</b>	
%销售收入	2.1%	1.9%	2.6%	2.7%	2.7%	2.4%	短期借款	185	348	472	324	183	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>52</b>	<b>125</b>	<b>223</b>	<b>313</b>	<b>471</b>	<b>643</b>	应付款项	226	396	376	487	609	744	
%销售收入	4.7%	9.0%	11.4%	12.3%	14.6%	16.1%	其他流动负债	86	117	161	191	238	291	
<b>财务费用</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-6</b>	<b>-23</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	流动负债	497	862	1,010	1,001	1,030	1,035	
%销售收入	0.6%	1.0%	0.3%	0.9%	0.4%	0.1%	长期贷款	0	0	130	80	30	30	
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	其他长期负债	18	19	16	0	0	0	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	515	881	1,156	1,081	1,060	1,065	
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>641</b>	<b>773</b>	<b>859</b>	<b>1,080</b>	<b>1,391</b>	<b>1,795</b>	
%税前利润	n.a	0.1%	0.3%	0.8%	0.6%	0.4%	其中：股本	124	128	129	129	129	129	
<b>营业利润</b>	<b>75</b>	<b>138</b>	<b>278</b>	<b>355</b>	<b>523</b>	<b>706</b>	未分配利润	203	300	461	660	952	1,345	
营业利润率	6.8%	9.8%	14.2%	14.0%	16.2%	17.7%	少数股东权益	3	6	6	6	6	6	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,159</b>	<b>1,660</b>	<b>2,021</b>	<b>2,167</b>	<b>2,458</b>	<b>2,866</b>	
<b>税前利润</b>	<b>75</b>	<b>139</b>	<b>274</b>	<b>361</b>	<b>529</b>	<b>712</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	6.8%	9.9%	14.0%	14.3%	16.4%	17.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-32</b>	<b>-29</b>	<b>-42</b>	<b>-57</b>	每股收益	0.569	0.997	1.867	2.571	3.760	5.067	
所得税率	5.5%	8.2%	11.5%	8.0%	8.0%	8.0%	每股净资产	5.168	6.023	6.632	8.345	10.755	13.873	
<b>净利润</b>	<b>71</b>	<b>128</b>	<b>242</b>	<b>333</b>	<b>486</b>	<b>655</b>	每股经营现金净流	1.253	1.391	2.624	3.374	4.709	5.932	
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.028	1.504	2.027	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>71</b>	<b>128</b>	<b>242</b>	<b>333</b>	<b>486</b>	<b>655</b>	<b>回报率</b>							
净利率	6.4%	9.2%	12.3%	13.1%	15.1%	16.4%	净资产收益率	11.00%	16.56%	28.15%	30.81%	34.95%	36.52%	
							总资产收益率	6.09%	7.71%	11.96%	15.35%	19.79%	22.87%	
							投入资本收益率	5.97%	10.19%	13.44%	19.33%	26.88%	32.33%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	46.81%	26.34%	39.99%	29.46%	27.10%	24.14%	
							EBIT 增长率	5.42%	139.11%	77.86%	40.28%	50.38%	36.72%	
							净利润增长率	7.27%	81.58%	88.83%	37.55%	46.24%	34.78%	
							总资产增长率	19.94%	43.29%	21.75%	7.27%	13.60%	16.88%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	26.0	28.5	26.6	27.0	27.0	27.0	
							存货周转天数	108.0	111.5	106.7	110.0	110.0	110.0	
							应付账款周转天数	75.6	85.0	69.3	70.0	70.0	70.0	
							固定资产周转天数	189.4	193.0	172.5	148.7	127.2	109.0	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	13.13%	29.05%	48.79%	29.23%	7.57%	-10.88%	
							EBIT 利息保障倍数	7.5	9.4	37.6	13.3	33.7	219.4	
							资产负债率	44.46%	53.04%	57.19%	49.89%	43.12%	37.17%	

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	0	17	32	48	53
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-03	买入	113.20	133.50~133.50
2	2021-04-01	买入	132.10	N/A
3	2021-04-25	买入	135.75	N/A

来源：国金证券研究所



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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402