



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 产品领先+效率驱动，渠道红利助力高增

### --盐津铺子首次覆盖报告

## 买入（首次）

行业： 食品饮料  
日期： 2024年01月08日

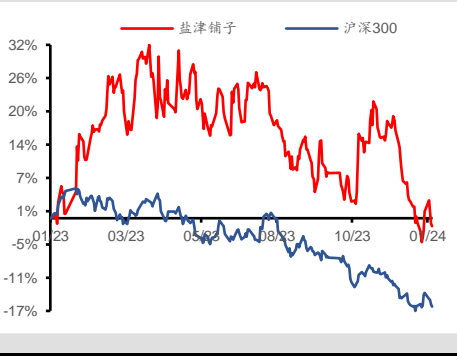
分析师： 王珠琳  
Tel: 021-53686405  
E-mail: wangzhulin@shzq.com  
SAC 编号: S0870523050001

联系人： 赖思琪  
Tel: 021-53686180  
E-mail: laisiqi@shzq.com  
SAC 编号: S0870122080016

### 基本数据

最新收盘价（元）	67.61
12mth A 股价格区间（元）	65.59-137.61
总股本（百万股）	196.06
无限售 A 股/总股本	87.96%
流通市值（亿元）	116.59

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告：

### ■ 投资摘要

零食行业万亿规模空间广阔，新兴量贩渠道具备扩张潜力。据艾媒咨询数据，我国休闲零食行业规模超万亿且近十年保持稳定增长，2012-2022 年均复合增速为 8.2%。行业成长主要来自于品类多元化、以及渠道的更迭发展：1) 据中国食品工业协会数据，膨化、糖巧蜜饯等成熟品类格局相对集中，CR5 超过 45%；烘焙、卤制品、坚果等品类格局相对分散，CR5 约为 10-35%不等。2) 近年来行业渠道经历了大流通主导、品牌连锁化、电商爆发和量贩崛起四个阶段，据新经销披露数据显示，2022 年零食销售渠道中流通商超及电商占比超 70%，零食量贩因其性价比、供应链等优势，成为行业新的成长驱动力。

自主生产构筑“多品类+高品质”壁垒，聚焦核心品类发挥规模优势。盐津铺子以凉果蜜饯发轫，深耕休闲零食 18 年，形成研产一体化的“实验工厂”模式和上下游全产业链布局的供应链体系，使得公司在产品端具备成本把控、推新速度、品控监控等维度上的领先优势与竞争壁垒。公司产品策略清晰，在构建基础品类稳健增长的同时积极培育新品类，截至 2023 年上半年已成功打造七大核心品类和多款爆款产品：1) 核心品类辣卤、烘焙（含薯片）、深海零食上半年同比增速 95.63%/21.48%/18%，贡献公司近八成营收；2) 爆款鱼豆腐累计销售已超 10 亿元、2020 年魔芋产品推出后三年复合增速 85%、2023H1 鹤鹑蛋产品销售额已近破亿，进一步巩固大单品规模优势。

把握行业渠道变革，全渠道覆盖加速增长。盐津铺子紧密融合行业渠道发展，发展初期精耕线下商超，打造直营标杆带动经销下沉；2014 年设立电商公司，积极探索电商及连锁经营模式；2021 年开始向全渠道转型，线上拥抱各大平台，线下吸纳零食量贩渠道，形成线上线下协同发展。截至 2023 年上半年，公司直营/经销（含量贩）/电商同比增长 -15.42%/58.04%/155.17%，占比分别为 10.15%/69.21%（量贩占比约 17%，与 22 年全年相比提升 6%）/20.64%，电商及量贩渠道引领公司新一轮增长。

盈利能力领先同业，股权激励提振信心。上市以来，公司业绩表现与财务指标表现优异，2017-2022 年营收及归母净利润复合增速分别为 30.9%、35.5%；截至 2023 年三季报，公司毛利率、净利率分别为 34.45%、13.43%，高于零食板块 29.62%、6.97% 的平均毛利率、净利率。公司于 2019 年起推出三期股权激励政策，不断上调业绩目标，深度绑定核心员工利益，展现发展信心，最新一期股权激励锚定未来三年收入 25% 的复合增长，提出两个三年计划，双百亿目标。

### ■ 投资建议：

公司凭借研产一体化的“实验工厂”模式和全产业链布局的供应链体系形成完备的产品矩阵，再通过全渠道布局的渠道策略把握行业渠道红利，我们认为公司未来增长点在于新品类放量（如鹤鹑蛋和魔芋等）、渠道延续增势（如零食量贩和电商）、全产业链管控降本增效。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 39.55 亿元、49.37 亿元、60.30 亿元，增速分别为 36.7%、24.9%、22.1%，归母净利润分别为 5.14 亿元、6.72 亿元、8.46 亿元，增速分别为 70.6%、30.7%、25.9%，对应 PE 估值分别为 26x，20x，16x，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ■ 风险提示：

原材料价格波动风险，销售季节性波动风险，市场竞争风险，食品安全风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2894	3955	4937	6030
年增长率	26.8%	36.7%	24.9%	22.1%
归母净利润	301	514	672	846
年增长率	100.0%	70.6%	30.7%	25.9%
每股收益（元）	1.54	2.62	3.43	4.32
市盈率（X）	43.97	25.77	19.72	15.66
市净率（X）	11.68	8.76	6.06	4.37

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 01 月 05 日收盘价）

## 目 录

<b>1 盐津铺子：立足自主供应链，打造行业领先的特色小品类休闲食品</b> .....	<b>5</b>
1.1 品类扩充优化，把握渠道变革.....	5
1.2 股权结构稳定，管理团队举贤任能.....	8
<b>2 产品、供应链、渠道三线并进，战略转型成效显著</b> .....	<b>11</b>
2.1 产品：零食行业万亿规模，盐津核心品类增长潜力大....	11
2.2 供应链：自主生产重品质，精进成本铸优势.....	14
2.3 渠道：行业渠道变迁量贩起势，盐津全渠道布局趋势借力.....	16
2.4 财务横向对比：盈利能力稳中向好，费用率持续下降....	19
<b>3 盈利预测</b> .....	<b>21</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>22</b>
附表：公司财务报表数据预测汇总.....	23

## 图

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 “实验工厂”模式.....	5
图 3 公司产品矩阵变化历程.....	6
图 4 2017~2023H1 公司营收及同比情况（单位：亿元，%）.....	8
图 5 2017~2023H1 公司归母净利润及同比情况（单位：亿元，%）.....	8
图 6 盐津股权结构图（截至最新半年报 2023 年 6 月 30 日）.....	9
图 7 2011~2027E 年休闲食品市场规模及增速（单位：亿元，%）.....	11
图 8 2020 年各国人均休闲食品消费量（单位：千克）.....	11
图 9 2020 年休闲食品品类占比分布情况（单位：%）.....	11
图 10 2018-2023H1 盐津辣卤零食营收及增速情况（单位：亿元，%）.....	12
图 11 2018~2025 年中国烘焙市场规模（单位：亿元，%）.....	13
图 12 各国烘焙市场 CR5 集中度（单位：%）.....	13
图 13 2018-2023H1 盐津烘焙（含薯片）营收及增速情况（单位：亿元，%）.....	13
图 14 2018-2023H1 盐津深海零食营收及增速情况（单位：亿元，%）.....	14
图 15 盐津铺子烘焙智能制造车间.....	15
图 16 盐津铺子魔芋智能制造生产车间.....	15
图 17 零食销售渠道变迁复盘.....	17
图 18 2017~2023H1 公司分渠道营收占比（单位：%）.....	18
图 19 2017~2023H1 直营渠道营收及增速（单位：万元，%）.....	18

图 20 2017~2023H1 经销渠道营收及增速 (单位: 万元, %)	18
图 21 2017~2023H1 电商渠道营收及增速 (单位: 万元, %)	18
图 22 2018~2023H1 年毛利率、净利率及毛销差变化情况 (单位: %)	19
图 23 2018~2023H1 各项费用率变化情况 (单位: %)	19
图 24 2018~2023H1 毛利率同业对比 (单位: %)	19
图 25 2018~2023H1 净利率同业对比 (单位: %)	19
图 26 2018~2023H1 销售费用率同业对比 (单位: %)	20
图 27 2018~2023H1 管理费用率同业对比 (单位: %)	20
图 28 2018~2023H1 研发人员数量同业对比 (单位: 人)	20
图 29 2018~2023H1 研发费用及研发费用率同业对比 (单位: 万元, %)	20

## 表

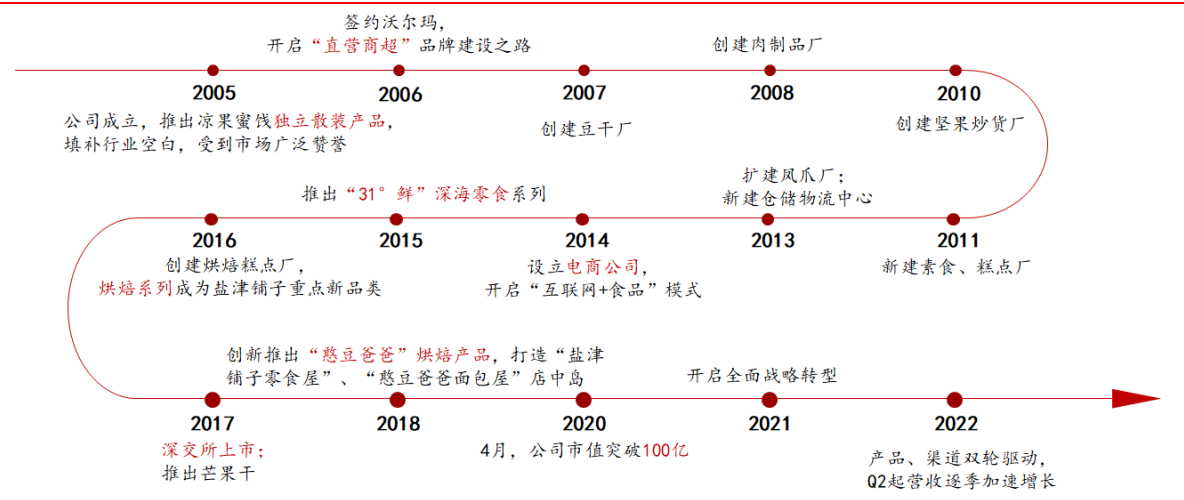
表 1: 公司多品牌、多品类产品矩阵	7
表 2: 公司 2019 年股权激励业绩考核目标及实际完成情况 (单位: 百万元, %)	9
表 3: 公司 2021 年调整后股权激励业绩考核目标及实际完成情况 (单位: 百万元, %)	9
表 4: 公司 2023 年股权激励业绩考核目标 (单位: 百万元, %)	9
表 5 高管从业经验	10
表 6 2023H1 各品类营收及增速一览 (单位: 亿元, %)	14
表 7 四大生产基地及主要产品一览	15
表 8: 盐津单品与同业价格对比	16
表 9: 零食量贩品牌开店数目、地区及未来开店规划 (单位: 家)	17
表 10 渠道战略转型成果	18
表 11 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)	21

# 1 盐津铺子：立足自主供应链，打造行业领先的特色小品类休闲食品

## 1.1 品类扩充优化，把握渠道变革

**公司概况：**盐津铺子于2005年成立，是我国较具影响力以散装起家、品类布局齐全、自主生产的中国传统特色小品类休闲食品企业。公司自成立以来，专心从事小品类休闲食品的研发、生产和销售。下面我们详细梳理了公司的发展历程。

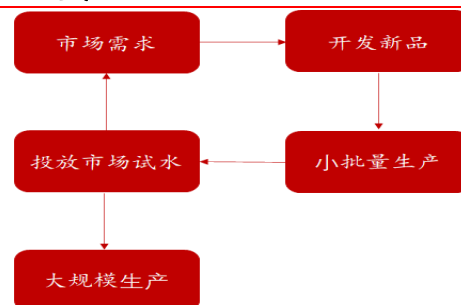
图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，公司官微，市值那点事，上海证券研究所

**产品：**公司以凉果蜜饯发轫，适配“大单品+大流通”模式，依托以市场需求为研发驱动力的“实验工厂”模式陆续扩充品类，将研发与生产有机结合，“研发-试产-试销-量产-铺市”这一链条效率高。上市前已形成以深海零食、休闲豆制品、蜜饯炒货、休闲素食、肉鱼产品为代表的咸味零食矩阵，上市后，公司成功打造烘焙点心第二曲线，以面包、蛋糕、薯片、沙琪玛、果冻布丁等为代表新品。2021年起，公司开始给品类做减法，聚焦核心品类，发挥供应链优势。

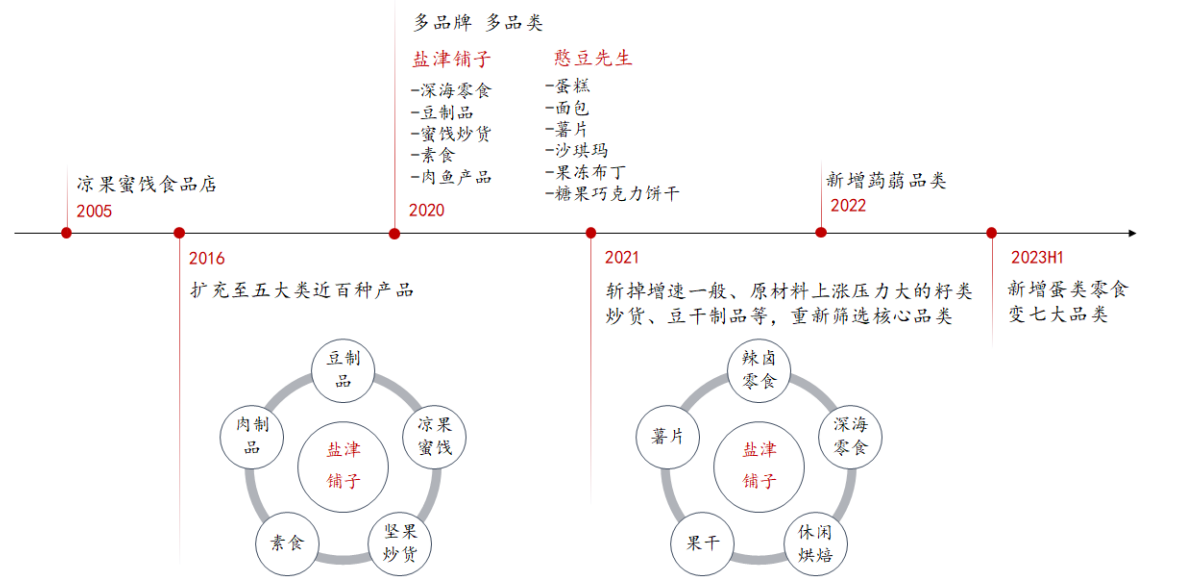
图2 “实验工厂”模式



资料来源：公司年报，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

图 3 公司产品矩阵变化历程



资料来源：公司年报，消费界，上海证券研究所

截至 2023 半年报，公司建立了小品类休闲零食全品类产品体系，公司聚焦辣卤零食、薯类零食、深海零食、休闲烘焙、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果等七大核心品类（细分市场有体量、有成长空间、未形成垄断、公司有供应链优势），目前拥有“盐津铺子”企业主品牌及魔芋素毛肚品牌“大魔王”、深海零食品牌“31°鲜”、蒟蒻果冻品牌“蒟蒻满分”、薯类零食品牌“薯之惑”、休闲烘焙品牌“憨豆爸爸”等品牌矩阵。公司齐备的产品种类，着力发展小量散称包装和定量装包装等多种包装规模，产品全规格发展，充分满足消费者的多样化需求，让消费者实现一站式产品采购。



表 1：公司多品牌、多品类产品矩阵

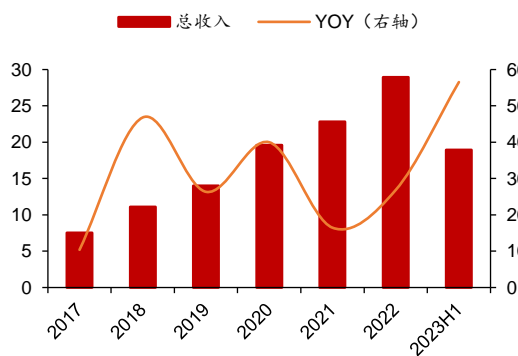
品牌	品类	主要产品	示意图
	辣卤零食	魔芋素毛肚、魔芋丝、素牛排等	
盐津铺子	蛋类零食	鹌鹑蛋等	
	果干坚果	芒果干、黄桃果干、瓜子仁等	
憨豆爸爸	休闲烘焙	软欧包、卡仕达半面包、乳酸菌小口袋面包、酸奶爆浆球等	
薯之惑	薯类零食	焙烤薯片等	
31° 鲜	深海零食	鳕鱼豆腐、鳕鱼肠、鱼豆腐等	
蒟蒻满分	蒟蒻果冻	果冻等	

资料来源：公司年报，公司官网，上海证券研究所

**渠道：**公司早期与大型连锁商超紧密合作，由商超带动经销商跟随覆盖下沉。随着互联网渠道兴起，2014 年设立电商公司布局“互联网+食品”模式，积极进行电商模式和连锁经营模式的探索。2018 年公司在核心 KA 大力推进“店中岛”，“盐津铺子”零食屋（主打咸味零食）和“憨豆爸爸”面包屋（主打甜味零食）双岛坪效凸显，门店销售同比增长超 50%，公司品牌形象进一步提升。2020 年起公司开始全面开拓定量装市场，加速渠道下沉。2021 年，面对消费者行为转变、商超渠道红利衰退的局面，公司主动缩减商超规模，将部分商超系统和门店卖场转由经销商经营，开始向全渠道转型，快速拥抱探索零食专营连锁、直播带货等新零售渠道，把握住新一轮行业机会，带动收入规模增长。

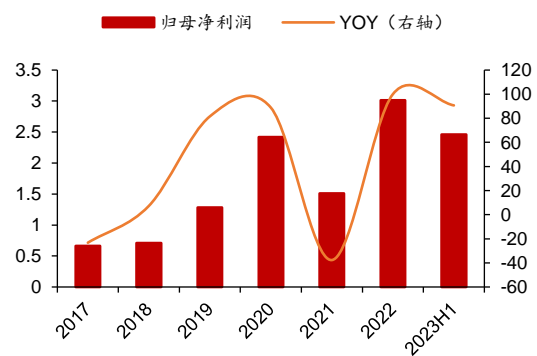
**业绩回顾：**上市以来，公司业绩持续高增，2017-2020 年收入 CAGR 为 37.47%，2017-2020 年归母净利 CAGR 为 54.20%，2021 年因原材料涨价及渠道变革等因素，营收增速放缓，净利短期受损，战略转型后，2022 年业绩重新加速增长。

图 4 2017~2023H1 公司营收及同比情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5 2017~2023H1 公司归母净利润及同比情况（单位：亿元，%）

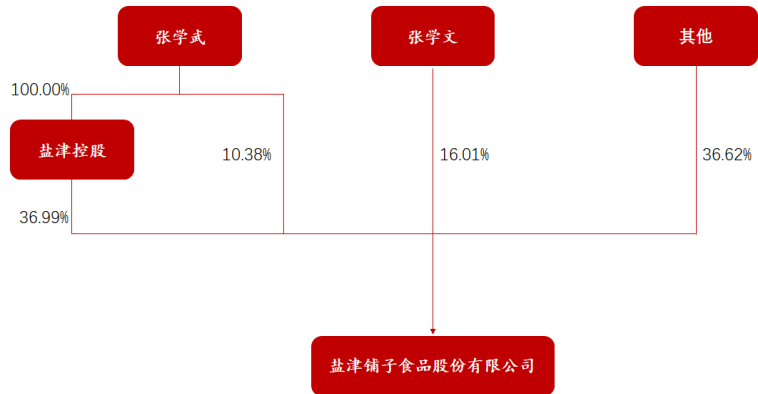


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，管理团队举贤任能

截至 2023 半年报，公司实控人张学武与张学文兄弟二人合计持股 1.24 亿股，占总股本 63.38%，控制权相对稳定。公司在 2019 年、2021 年、2023 年分别推出三期股权激励政策，并会根据目标完成度调整激励政策，如公司 2021 年因外部环境变化及内部战略转型等因素未达目标时，于 2022 年 1 月调整业绩考核目标，充分调动核心员工积极性，股权激励目标完成度高，以此推动公司高增速发展。



**图 6 盐津股权结构图（截至最新半年报 2023 年 6 月 30 日）**


资料来源：公司半年报，上海证券研究所

**表 2：公司 2019 年股权激励业绩考核目标及实际完成情况（单位：百万元，%）**

考核年度	2019	2020	2021
目标营业收入	1273.68	1495.19	1772.08
YOY (%)	15.00%	17.39%	18.52%
实际营业收入	1399.28	1958.85	2281.5
YOY (%)	26.34%	39.99%	16.47%
目标扣非归母净利润	74.45	99.27	133.63
YOY (%)	95.00%	33.33%	34.62%
实际扣非归母净利润	101.28	189.35	91.4
YOY (%)	165.27%	86.96%	-51.73%
营收目标完成度	109.86%	131.01%	128.75%
利润目标完成度	136.04%	190.75%	68.40%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

**表 3：公司 2021 年调整后股权激励业绩考核目标及实际完成情况（单位：百万元，%）**

考核年度	2021	2022	2023
目标营业收入	2507.33	2703.21	3251.69
YOY (%)	28.00%	7.81%	20.29%
实际营业收入	2281.5	2893.52	-
YOY (%)	16.47%	26.83%	-
目标扣非归母净利润	268.88	248.05	380.59
YOY (%)	42.00%	-7.75%	53.44%
实际扣非归母净利润	91.4	275.55	-
YOY (%)	-51.73%	201.47%	-
营收目标完成度	90.99%	107.04%	-
利润目标完成度	33.99%	111.09%	-

资料来源：公司公告，上海证券研究所

**表 4：公司 2023 年股权激励业绩考核目标（单位：百万元，%）**

考核年度	2023	2024	2025
目标营业收入	3616.90	4513.89	5642.36
YOY (%)	25.00%	24.80%	25.00%
目标扣非归母净利润	479.40	623.22	811.78
YOY (%)	50.00%	30.00%	30.26%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司创始人张学武先生有多年外资食品从业经验，行业经验丰富，带领公司不断发展壮大。随着公司转型，全品类、全渠道布局，公司先后引入多位年轻有为的人才。公司 2020 年引入张磊先生负责电商及线上数字化运营，2021 年引入在雀巢有十余年供应链管理经验的黄敏胜先生负责公司制造运营管理。公司不断举贤任能，积极纳新，高管团队经验丰富，有望进一步推进公司发展。

**表 5 高管从业经验**

姓名	职位	高管简历
张学武	董事长兼总经理	2005 年至今在公司工作；取得“湖南省非公经济优秀企业家”、“全国五一劳动奖章”等荣誉称号。
兰波	董事、副总经理	2004 年入职公司，先后担任销售主管、经销商渠道负责人、渠道事业部副部长、部长，渠道经验丰富。
杨林广	董事、副总经理	2018 年入职公司，任公司管理事业部负责人兼总经理特别助理。曾有营销总监及人力资源部经理相关经历。
黄敏胜	副总经理	2021 年 2 月入职公司，负责大制造和质量保证事业部运营管理。2006 年至 2021 年就职于雀巢，历任生产主管、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，生产监管及运营经验丰富。
张磊	副总经理	2020 年 10 月入职公司，负责电商及线上数字化营销工作。曾任立白集团电商总经理，线上营销经验丰富。
李汉明	副总经理	2019 年 4 月入职公司，任公司人力资源中心总监、盐津学院执行副院长，2022 年 10 月起任公司副总经理，分管公司人力资源、组织与人才运营管理工作。
张杨	董事会秘书	2023 年 7 月入职公司，曾任中南传媒证券事务部主管、绝味食品证券事务代表、证券部经理。

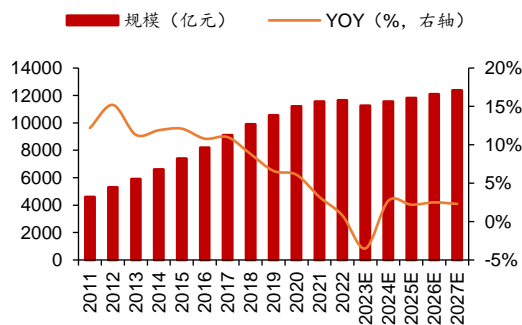
资料来源：公司年报，公司公告，上海证券研究所

## 2 产品、供应链、渠道三线并进，战略转型成效显著

### 2.1 产品：零食行业万亿规模，盐津核心品类增长潜力大

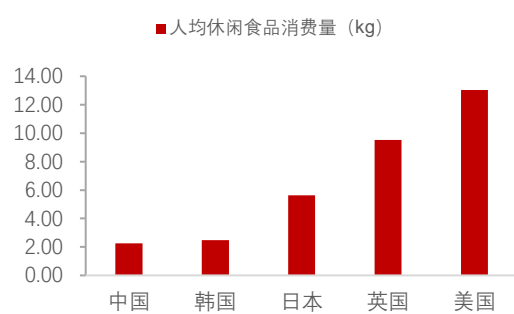
**行业规模：**根据艾媒咨询发布的《2023-2024 年中国休闲食品产业现状及消费行为数据研究报告》显示，中国休闲食品行业市场规模从 2012 年的 5300 亿元增长至到 2022 年的 11654 亿元，10 年间净增长 6354 亿元，年均复合增长为 8.20%，预计 2027 年达到 12378 亿元。根据食品伙伴网行业研究中心统计，预计 2020 年我国休闲食品人均消费量为 2.25kg/年，与英美等发达国家相比相差甚远，成长空间依旧巨大。

图 7 2011~2027E 年休闲食品市场规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

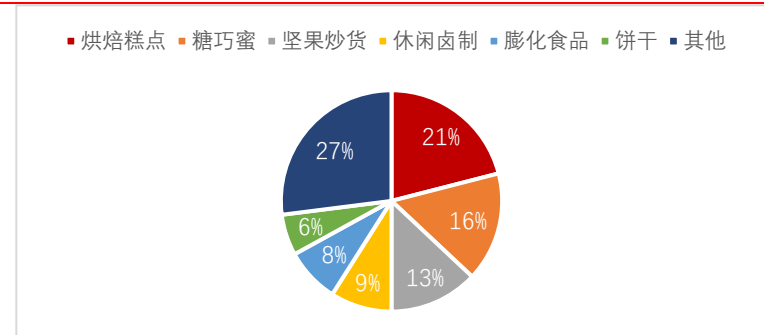
图 8 2020 年各国人均休闲食品消费量（单位：千克）



资料来源：食品伙伴网，上海证券研究所

分品类看，休闲零食中烘焙、糖巧蜜饯、坚果炒货、休闲卤制品、膨化食品和饼干占比较大。这些品类中，糖巧蜜饯、膨化食品、饼干等西式零食由外资品牌主导，市场集中度高，国产品牌需通过差异化实现突围。烘焙、休闲卤制品、坚果炒货类集中度低，国内厂商具有较大机会。

图 9 2020 年休闲食品品类占比分布情况（单位：%）



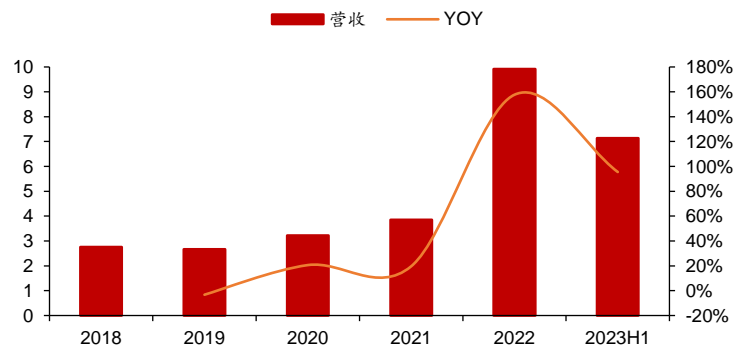
资料来源：中国食品工业协会，食品伙伴网，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

盐津铺子产品战略规划清晰，选择从传统特色小品类休闲食品赛道切入，避开达能、玛氏、乐事、上好佳等国际大品牌的优势领域，在其尚未形成优势地位的蓝海区域发展。从 2023 年半年报来看，公司七大核心品类辣卤零食/休闲烘焙/薯片/深海零食/蒟蒻果冻布丁/果干坚果/蛋类零食分别贡献 7.14/3.04/1.59/2.90/1.27/1.07/0.95 亿元，辣卤零食、烘焙（含薯片）、深海零食等增长空间较大的品类贡献公司近八成营收。以下我们分品类分析公司成长性。

**辣卤零食：**根据观研报告网发布的数据显示，辣味休闲食品 2015-2020 年复合增速达到 8.9%，高于休闲食品行业整体增速，辣味休闲食品市场规模及在休闲食品市场规模中的占比也呈现增长态势。盐津铺子深耕辣卤零食多年，2020 年推出魔芋丝、素毛肚等魔芋系列，此后魔芋品类销量 3 年年均复合增长率达到 85%，远超行业平均水平，截止 2023 年 4 月份，同比增长已超 200%。新品麻辣棒霸道辣条，春糖首发后当月订单已超 10 万件。公司辣卤零食营收从 2018 年的 2.76 亿增长至 2022 年的 9.92 亿，占比提升 9.37pct 至 34.27%，成为公司第一大品类。

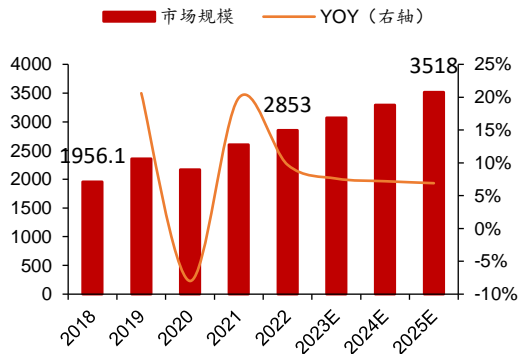
图 10 2018-2023H1 盐津辣卤零食营收及增速情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

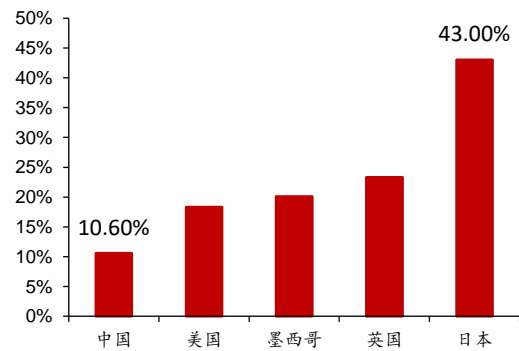
**烘焙：**根据艾媒咨询数据，2022 年中国烘焙食品行业市场规模达 2853 亿元，同比增长 9.7%，2025 年市场规模预计达到 3518 亿元。据中国连锁经营协会发布的《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，烘焙行业 CR5 也仅有 10.60%，市场尚有连锁化和整合的空间。

图 11 2018~2025 年中国烘焙市场规模 (单位: 亿元, %)



资料来源: 艾媒咨询, 上海证券研究所

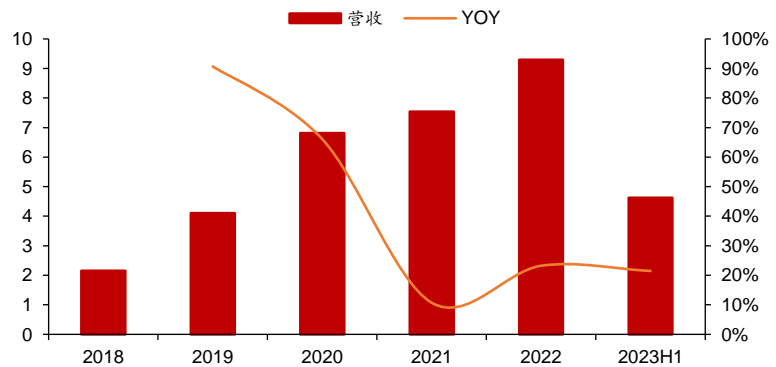
图 12 各国烘焙市场 CR5 集中度 (单位: %)



资料来源: 中国连锁经营协会, 上海证券研究所

在休闲零食健康化的消费升级趋势下, 烘焙产品由长保 (180 天) 向短保 (15 天以内)、中保 (15-60 天) 升级, 新鲜度、口感和健康程度都有所提升, 对供应链的要求变高, 周转速度加快。盐津依托此背景, 切入中保市场, 取得了快速发展, 公司烘焙产品 (含薯片) 营收从 2018 年的 2.15 亿增长至 2022 年的 9.29 亿, 占比提升 12.65pct 至 32.11%。

图 13 2018-2023H1 盐津烘焙 (含薯片) 营收及增速情况 (单位: 亿元, %)

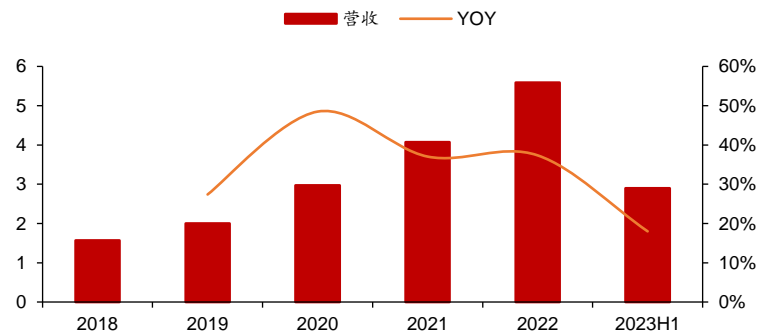


资料来源: Wind, 上海证券研究所

**海鲜零食:** 根据劲仔食品年报披露, 2020 年休闲鱼制品的零售总额约为 200 亿元, 预计 2030 年将达到 600 亿元, 休闲鱼制品行业增长速度可观。盐津铺子于 2015 年创新推出“31°鲜”鱼豆腐, 开启大单品战略, 并持续优化鱼豆腐、鱼肠等产品口感, 推出果蔬海鱼棒、鳕蟹柳、手撕蟹柳、深海鳕鱼肠、鳕鱼棒、鳕鱼肠、鳕鱼豆腐等多个新品。截至 2022 年 4 月, 31°鲜鱼豆腐累计销售额超 10 亿元, 为公司当之无愧的拳头产品。深海零食营收从 2018 年的 1.57 亿增长至 2022 年的 5.59 亿, 占比提升 5.13pct 至 19.33%。

请务必阅读尾页重要声明

图 14 2018-2023H1 盐津深海零食营收及增速情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

**整体业绩及未来展望：**根据 2023 年半年报，公司实现营业收入 18.94 亿元，同比增长 56.54%，全品类实现增长。较上年同期，烘焙、薯片、深海零食、果干坚果保持稳健增长，辣卤零食（尤以魔芋制品、肉禽制品为代表）、果冻、蛋类零食营收增速领先。展望 2023 年及以后，公司持续精进优势产品品质，积极打造大单品，魔芋、果冻、蛋类零食有望成为公司主要的业绩增长来源。

表 6 2023H1 各品类营收及增速一览（单位：亿元，%）

	2023H1 营收	YOY
辣卤-魔芋	2.23	163.00%
辣卤-肉禽	1.95	93.89%
辣卤-豆制品	1.5	52.61%
辣卤-其他	1.46	79.32%
休闲烘焙	3.04	11.47%
深海零食	2.9	18.00%
薯类零食	1.59	46.68%
果冻布丁	1.27	93.30%
果干坚果	1.07	26.48%
蛋类零食	0.95	582.38%
其他（含组合装）	0.99	80.59%

资料来源：公司半年报，上海证券研究所

## 2.2 供应链：自主生产重品质，精进成本铸优势

盐津铺子被称为“中国零食自主制造第一股”，公司坚持自主研发、自购原料、自建生产线，致力于打造以“源头控制、自主生产、产品溯源”为核心的食品安全体系，实现采购、生产、销售三个环节全过程监控。



近年来，盐津积极布局上下游带动品质与效率提升，向上投资原材料生产及加工基地，抵御未来原材料成本上涨风险，上游端与魔芋精粉工厂深度合作、自建鹤鹑基地等实现质优价廉的原材料保障；采购端设立严格的供应商筛选机制，确保主要原材料中农产品质量；生产端自有生产车间拥有先进的生产设备，生产过程贯彻 HACCP 管理体系原则；产后质控方面设立品控部专门进行产品的质量控制，建立了完善的产品溯源制度。根据 2023 年半年报，公司拥有 4 个生产基地，95% 的零食为公司自产。在总成本领先战略引领下，严控产品质量。

表 7 四大生产基地及主要产品一览

四大生产基地	成立时间	主要产品	建设情况
湖南浏阳	2005	烘焙系列、薯片、豆制品、魔芋等	拥有多条智能制造生产线，产能突破 15 万吨/年
江西修水	2014	深海零食、豆制品、蛋类	2022 年，26 条生产线投入运行，全力冲刺突破年产值 6 亿元
广西凭祥	2017	果干、坚果等	一期占地约 90.83 亩，于 2017 年 12 月投产
河南漯河	2019	烘焙糕点	2018H2 开始建产 8 条烘焙生产线，预计年产可达 3 万吨

资料来源：公司年报，公司官方公众号，浏阳发布，浏 TV，湖南省上市公司协会，掌上修水，北部湾发布，上海证券研究所

图 15 盐津铺子烘焙智能制造车间



资料来源：公司官方公众号，上海证券研究所

图 16 盐津铺子魔芋智能制造生产车间



资料来源：公司官方公众号，上海证券研究所

公司强劲的供应链管理能力及大单品策略降本成效初显，截至 2023 年三季报，盐津毛利率、净利率分别为 34.45%、13.43%，SW 零食板块平均毛利率、净利率为 29.62%、6.97%，公司利润率显著高于行业平均。盐津持续夯实供应链内功，通过“数量做减法、体量做加法”进行上下游拓展，打造具有核心壁垒的全产业链，实现“低成本之上的高品质+高性价比”。以下我们选取盐津各品类销量前三单品与同业龙头相同单品进行对比，可见盐津多数单品具备价格优势。

**表 8：盐津单品与同业价格对比**

品类	销冠单品	品牌	售价	单价 (元/100g)
辣卤零食	素毛肚	盐津铺子	17.6 元/450g	3.91
		卫龙	16.9 元/300g	5.63
		亲力亲为	23.8 元/360g	6.61
	肉脯	盐津铺子	14.9 元/350g	4.26
		良品铺子	39.9 元/500g	7.98
		三只松鼠	42.9 元/500g	8.58
	手撕素肉	盐津铺子	12.9 元/270g	4.78
		卫龙	9.9 元/180g	5.50
		来伊份	10.9 元/168g	6.49
深海零食	鱼豆腐	盐津铺子	9.9 元/180g	5.50
		卫龙	10.9 元/180g	6.06
		良品铺子	13.9 元/170g	8.18
休闲烘焙	口袋面包	盐津铺子	19.9 元/500g	3.98
		三只松鼠	21.9 元/520g	4.21
	欧包	豪士	39.9 元/800g	4.99
		盐津铺子	34.9 元/1kg	3.49
		碧翠园	29.9 元/1kg	2.88
薯类零食	薯片	桃李面包	39.9 元/1.1kg	3.63
		盐津铺子	18.9 元/490g	3.86
		薯愿	20.9 元/312g	6.70
蛋类零食	鹌鹑蛋	乐事	43.9 元/400g	10.98
		盐津铺子	11.8 元/200g	5.9
		比比赞	9.9 元/120g	8.25
果干坚果	芒果干	劲仔	12.9 元/140g	9.21
		盐津铺子	27.9 元/464g	6.01
		良品铺子	29.9 元/500g	5.98
蒟蒻果冻	果冻	百草味	36.9 元/408g	9.04
		盐津铺子	11.7 元/480g	2.44
		三只松鼠	21.9 元/500g	4.38
		喜之郎	19.9 元/400g	4.98

资料来源：各品牌京东官方旗舰店，上海证券研究所

### 2.3 渠道：行业渠道变迁量贩起势，盐津全渠道布局趁势借力

复盘休闲零食行业渠道变迁，零食销售渠道可划分为线上和线下。2000年-2012年，线下传统商超是零食销售的主阵地。2012年-2017年，互联网红利推动线上零食品牌快速发展。2017年之后，由于互联网红利逐渐消退，线上获客成本增高，线上零食品牌谋求转型，自建线下自有品牌门店。2019年之后，随着国内经济下行，消费者更加追求理性消费，零食集合店快速起量。

图 17 零食销售渠道变迁复盘



资料来源：弘章消费研习社，上海证券研究所

零食量贩渠道因主打极致性价比的折扣产品，SKU 丰富，供应链简单等特点，门店拓展速度和规模化速度很快。据《2022 年中国休闲零食行业研究报告》显示，2021 年零食量贩店仅 2500 家门店。截至 2023H1，据新经销数据统计，零食量贩行业的两超（万辰集团和零食很忙）以及三强（零食有鸣、赵一鸣、糖巢）头部企业门店数加起来已经 11500+家。据新经销测算，按湖南市场饱和度 5000 家店，全国 34 个省份市场总数可达到 20 万家，该业态市场空间巨大。

表 9：零食量贩品牌开店数目、地区及未来开店规划（单位：家）

名称	成立时间	现有门店数量	主攻地区	未来开店规划
零食很忙	2017	超过 4000 家	湖南、江西、湖北、贵州、广西、广东、河南、重庆、云南、四川	省会饱和 300 店、下面每个地市 15-30 家店、每个地市下面县城 3-5 家店、每个县城下面 40%乡镇开 1 家店，做到全省覆盖
赵一鸣零食	2015	超过 2900 家	江西、广东、广西、安徽、山西、天津	-
零食有鸣	2021	超过 2000 家	四川、重庆、广东、河南	2026 年全国门店数突破 16000+
糖巢	2011	超过 1200 家	福建、广东、江西	-
戴永红	1996	近 600 家	湖南	未来五年突破 2000 家
零食优选	2019	超过 1000 家	湖南、湖北、广东、广西、贵州、安徽、云南等 14 省	-
爱零食	2020	超过 1000 家	湖南、湖北、江西、四川、重庆、贵州、云南、广西	3 年突破 3000 家
来优品	2015	超过 800 家	安徽、河南、河北、湖北、山西、山东	2024 年末超 3500 家
零食舱	2021	超过 200 家	广东、广西、福建	计划近年内开设门店 2000 家

资料来源：各公司官网，食品商，上海证券研究所（数据截至 2023.12.31）

盐津顺应行业变迁，几度进行战略转型升级，把握渠道红利。2005-2010 年，公司采取渠道驱动增长策略，以直营商超为主导，“双中岛”模式对国内大型商超全覆盖。2010-2020 年，转变为“产品+渠道”双轮驱动，2020 年至今，追求产品领先，品

牌、渠道亦并驾齐驱，通过全渠道覆盖建立品牌护城河、供应链产业链深挖实现低成本之上的“高品质+高性价比”。

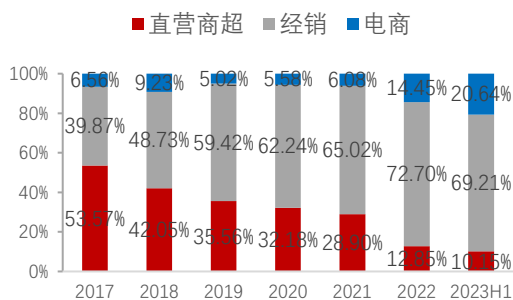
表 10 渠道战略转型成果

渠道	战略变化前	战略变化后	转型成果
线下	直营商超主导、经销跟随	直营 KA 商超树标杆，经销商全面拓展、渠道下沉，电商、零食渠道等新兴渠道积极突破	全渠道布局，立体营销网络优化效率
线上	借助天猫、京东等电商平台进行销售，精准定位为“制造企业的品牌电商”	聚焦“大单品战略”，线上线下协同，共同复利大单品，形成领导品牌心智；加大抖音等社交渠道投入，全面带动电商平台业务高速增长	聚焦大单品，强化品牌优势

资料来源：公司年报，上海证券研究所

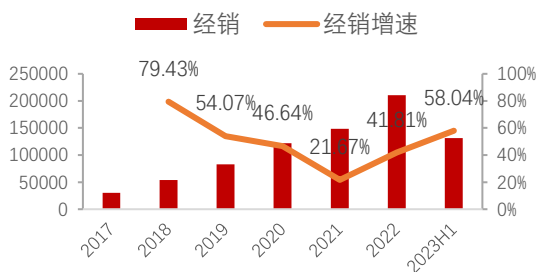
公司渠道变革成效显著，经销商数量不断扩充，带动经销渠道占比提升，零食量贩爬坡式放量，线上渠道增势迅猛，鹤鹑蛋、鱼豆腐、零食礼包等多个品类取得全网领先优势。截至 2023 年半年报，量贩占比 17%左右，电商占比高达 20.64%。

图 18 2017~2023H1 公司分渠道营收占比（单位：%）



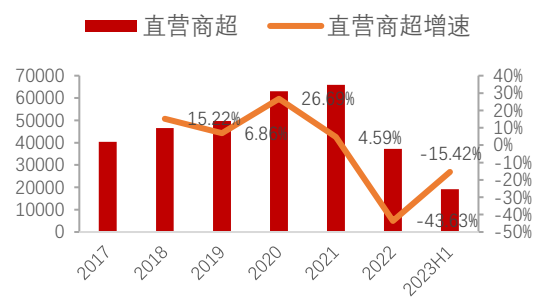
资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 20 2017~2023H1 经销渠道营收及增速（单位：万元，%）



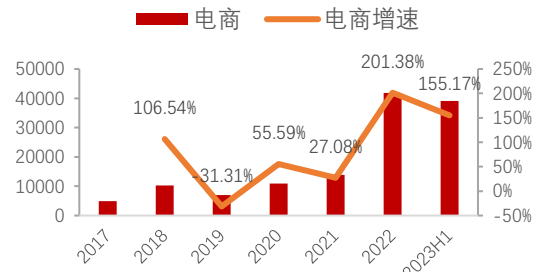
资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 19 2017~2023H1 直营渠道营收及增速（单位：万元，%）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 21 2017~2023H1 电商渠道营收及增速（单位：万元，%）

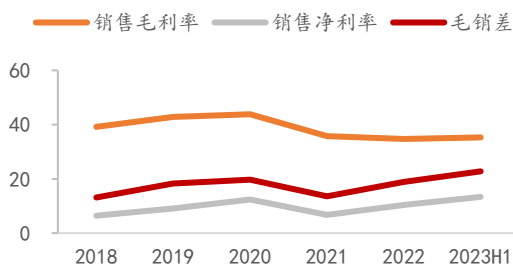


资料来源：公司年报，上海证券研究所

## 2.4 财务横向对比：盈利能力稳中向好，费用率持续下降

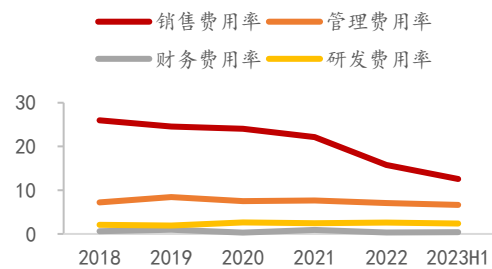
盈利角度来看，公司毛利率始终保持在较高水位，2021年阶段性低点因公司主动进行业务转型并调整渠道结构及物流费用和配送费用由费用调整为成本所致。费用率方面，2021年后，销售费用率大幅下降，其余费用率呈微降或持平水平，毛销差和净利率均稳步提升。

图 22 2018~2023H1 年毛利率、净利率及毛销差变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

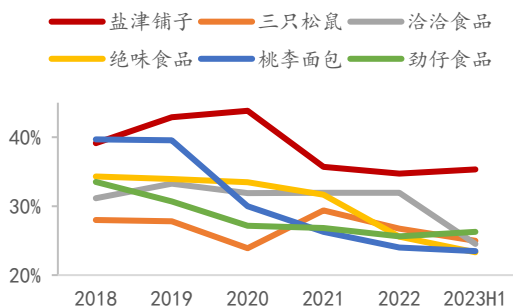
图 23 2018~2023H1 各项费用率变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

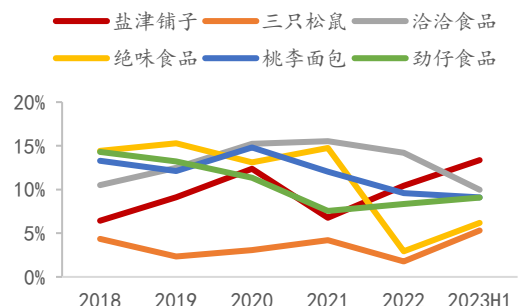
公司所属行业为休闲零食板块，我们选取行业内各赛道的龙头企业作为可比公司，分别有小品类休闲零食电商龙头（三只松鼠）、瓜子坚果龙头（洽洽食品）、卤味龙头（绝味食品）、短保烘焙龙头（桃李面包）、深海小鱼干龙头（劲仔食品）。与同业相比，盐津铺子受益于自主生产及全渠道布局的扎实根基，公司毛利率高于同业，净利率因转型费用投入，2021年经历阶段性低点后逐步回升，2023H1 跃居同业第一。

图 24 2018~2023H1 毛利率同业对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

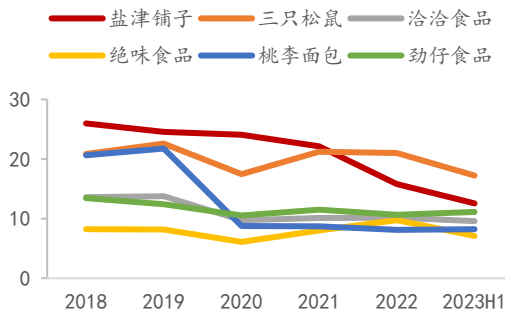
图 25 2018~2023H1 净利率同业对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

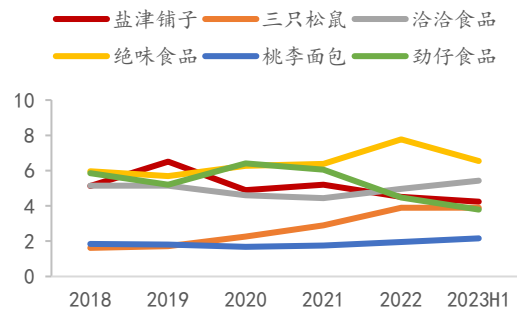
从费用管控角度来看，由于商超渠道占比降低，公司调整营销战略，减少该渠道投入，近年销售费用率和管理费用率均呈下降趋势，处于零食行业中等水平。

图 26 2018~2023H1 销售费用率同业对比（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

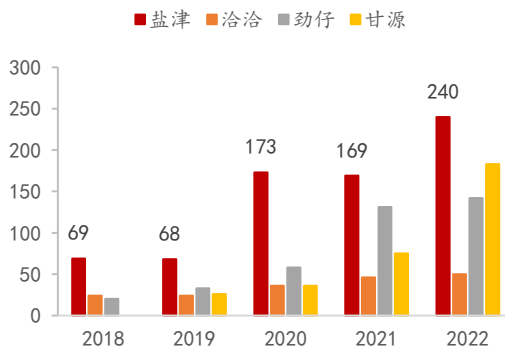
图 27 2018~2023H1 管理费用率同业对比（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

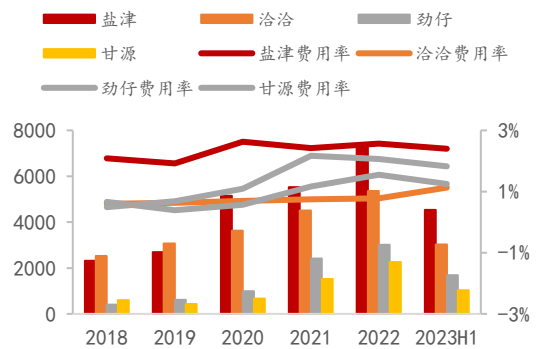
公司注重研发创新，从核心原料的基础研究到现有品类的精进和健康新品类的创新开发均自主完成，为打造出更稳定的品质、更具竞争力的成本及更稳定的交付能力，研发人员数量及研发费用投入上远超其他竞争对手。

图 28 2018~2023H1 研发人员数量同业对比（单位：人）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 29 2018~2023H1 研发费用及研发费用率同业对比（单位：万元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所



### 3 盈利预测

#### (1) 营业收入假设

本文以七大核心品类（辣卤、烘焙、薯片、深海零食、果干、果冻、蛋类零食）拆分做盈利预测。辣卤零食、烘焙（含薯片）、深海零食分别为公司前三大核心品类，我们预计 2023-2025 年三大核心品类将稳步增长。果冻类、蛋类零食等新开发品类，我们预计未来三年将维持高增长。综合来看，预计公司 2023-2025 年营收分别为 39.55/49.37/60.30 亿元，增速分别为 36.7%/24.9%/22.1%。

#### (2) 毛利率和费用率假设

毛利率层面，我们预计各品类毛利将因原料价格变动或规模效应形成等原因，在合理区间内小幅变动，总体保持稳中有升，预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 34.80%/34.84%/34.88%。

费用率角度，随着公司全渠道、全品类覆盖，供应链优化进一步精进成本，预计公司销售费用率、管理费用率将小幅下降，2023-2025 年销售费用率为分别为 14%/13.5%/13.2%，管理费用率分别为 4.2%/4%/3.7%。

表 11 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2022A	2023E	2024E	2025E
辣卤零食	991.71	1170.22	1310.64	1454.81
烘焙产品(含薯片)	929.05	1077.70	1196.24	1315.87
深海零食	559.42	648.93	726.80	806.75
果干类	194.45	223.62	245.98	268.12
果冻类	新品类	338.68	457.22	594.38
蛋类零食	新品类	232.83	698.50	1257.30
其他主营业务	218.89	262.67	302.07	332.28
合计	2893.52	3954.64	4937.45	6029.51
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
辣卤零食	646.31	795.75	910.90	1032.92
烘焙产品(含薯片)	614.19	743.61	843.35	947.43
深海零食	278.81	317.97	363.40	411.44
果干类	153.38	178.89	191.86	206.45
果冻类	新品类	203.21	262.90	332.85
蛋类零食	新品类	142.03	412.12	729.23
其他主营业务	157.91	197.00	232.59	265.82
合计	1,888.91	2578.47	3217.12	3926.14
分业务增速	2022A	2023E	2024E	2025E
辣卤零食	157.73%	18%	12%	11%
烘焙产品(含薯片)	23.23%	16%	11%	10.0%
深海零食	37.38%	16%	12%	11.0%

果干类	-12.56%	15%	10%	9%
果冻类	新品类	60%	35%	30%
蛋类零食	新品类	400%	200%	80%
其他主营业务	113.22%	20%	15%	10%
<b>合计</b>	<b>26.83%</b>	<b>36.67%</b>	<b>24.85%</b>	<b>22.12%</b>
<b>分业务毛利率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
辣卤零食	34.83%	32%	30.5%	29%
烘焙产品(含薯片)	33.89%	31%	29.5%	28%
深海零食	50.16%	51%	50.0%	49%
果干类	21.12%	20%	22%	23%
果冻类	新品类	40%	43%	44.0%
蛋类零食	新品类	39%	41%	42.0%
其他主营业务	27.71%	25%	23%	20%
<b>合计</b>	<b>34.72%</b>	<b>34.80%</b>	<b>34.84%</b>	<b>34.88%</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**投资建议:** 公司凭借研产一体化的“实验工厂”模式和全产业链布局的供应链体系形成完备的产品矩阵, 再通过全渠道布局的渠道策略把握行业渠道红利, 我们认为公司未来增长点在于新品类放量(如鹌鹑蛋和魔芋等)、渠道延续增势(如零食量贩和电商)、全产业链管控降本增效。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 39.55 亿元、49.37 亿元、60.30 亿元, 增速分别为 36.7%、24.9%、22.1%, 归母净利润分别为 5.14 亿元、6.72 亿元、8.46 亿元, 增速分别为 70.6%、30.7%、25.9%, 对应 PE 估值分别为 26x, 20x, 16x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 4 风险提示

**原材料价格波动风险:** 公司生产经营所用原材料, 如棕榈油、面粉、鱼糜、肉、豆腐等价格波动对公司成本影响较大, 若价格剧烈波动且公司没有有效应对措施, 会对利润造成不利影响。

**销售季节性波动风险:** 休闲食品具有季节性消费的特点, 销售旺季若不能提前组织生产、调整库存, 公司将面临备货不足流失市场份额或部分产品过剩造成产品积压的经营风险。

**市场竞争风险:** 公司产品毛利高, 吸引国内外其他企业加大投入, 实现技术优化和产能扩张, 从而加剧市场竞争, 影响公司的盈利能力。

**食品安全风险:** 食品质量安全监管趋严, 国家有关添加剂的政策变化, 企业运营疏漏造成食品安全问题或事故, 行业内重大食品安全事故影响消费者信心。

**附表：公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表（单位：百万元）**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	203	803	1410	2225
应收票据及应收账款	169	222	289	352
存货	453	573	724	872
其他流动资产	228	205	240	277
流动资产合计	1053	1803	2663	3727
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	941	975	988	1002
在建工程	143	174	193	205
无形资产	200	207	213	218
其他非流动资产	117	164	167	170
非流动资产合计	1402	1521	1561	1596
<b>资产总计</b>	<b>2455</b>	<b>3324</b>	<b>4224</b>	<b>5322</b>
短期借款	472	522	572	617
应付票据及应付账款	277	380	472	573
合同负债	106	138	178	223
其他流动负债	287	594	646	711
流动负债合计	1142	1634	1867	2123
长期借款	137	125	114	104
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	27	37	42	47
非流动负债合计	164	162	156	151
<b>负债合计</b>	<b>1307</b>	<b>1796</b>	<b>2023</b>	<b>2274</b>
股本	129	196	196	196
资本公积	385	484	484	484
留存收益	705	1026	1698	2545
归属母公司股东权益	1135	1514	2186	3032
少数股东权益	13	14	15	16
<b>股东权益合计</b>	<b>1148</b>	<b>1528</b>	<b>2201</b>	<b>3048</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2455</b>	<b>3324</b>	<b>4224</b>	<b>5322</b>

**现金流量表（单位：百万元）**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>426</b>	<b>652</b>	<b>731</b>	<b>948</b>
净利润	302	515	673	847
折旧摊销	140	115	125	135
营运资金变动	-34	9	-70	-37
其他	17	13	4	2
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-251</b>	<b>-178</b>	<b>-169</b>	<b>-172</b>
资本支出	-260	-198	-170	-173
投资变动	0	0	0	0
其他	9	20	1	1
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-97</b>	<b>127</b>	<b>44</b>	<b>40</b>
债权融资	85	263	44	40
股权融资	6	57	0	0
其他	-188	-194	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>77</b>	<b>600</b>	<b>606</b>	<b>816</b>

**利润表（单位：百万元）**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2894</b>	<b>3955</b>	<b>4937</b>	<b>6030</b>
营业成本	1889	2578	3217	3926
营业税金及附加	28	36	44	53
销售费用	457	554	667	796
管理费用	131	166	197	223
研发费用	74	107	136	169
财务费用	9	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>341</b>	<b>566</b>	<b>732</b>	<b>921</b>
营业外收支净额	-8	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>333</b>	<b>566</b>	<b>732</b>	<b>921</b>
所得税	31	51	59	74
净利润	302	515	673	847
少数股东损益	0	1	1	1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>301</b>	<b>514</b>	<b>672</b>	<b>846</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	34.7%	34.8%	34.8%	34.9%
净利率	10.4%	13.0%	13.6%	14.0%
净资产收益率	26.6%	34.0%	30.8%	27.9%
资产回报率	12.3%	15.5%	15.9%	15.9%
投资回报率	18.2%	21.2%	21.4%	21.0%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	26.8%	36.7%	24.9%	22.1%
EBIT 增长率	88.3%	58.1%	29.3%	25.9%
归母净利润增长率	100.0%	70.6%	30.7%	25.9%
<b>每股指标（元）</b>				
每股收益	1.54	2.62	3.43	4.32
每股净资产	5.79	7.72	11.15	15.47
每股经营现金流	2.17	3.33	3.73	4.83
每股股利	2	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.28	1.37	1.31	1.26
应收账款周转率	16.10	21.37	20.44	19.79
存货周转率	5.30	5.02	4.96	4.92
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	53.2%	54.0%	47.9%	42.7%
流动比率	0.92	1.10	1.43	1.76
速动比率	0.34	0.64	0.92	1.22
<b>估值指标</b>				
P/E	43.97	25.77	19.72	15.66
P/B	11.68	8.76	6.06	4.37
EV/EBITDA	28.83	19.60	14.93	11.37

资料来源：Wind，上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。