



盐津铺子 (002847.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

市场关心 “三问三答”

投资逻辑

回顾我国休闲零食发展历程，每一轮渠道变革均孕育着大量成长机会，伴随着此轮新渠道红利逐步兑现，市场更关心往后看公司内生竞争力如何？本文我们针对市场关心的三大问题进行解答。

Q1: 伴随着零食量贩品牌突破万店，抖音大盘几乎以2年翻倍的速度增长，渠道高增长势能是否能够延续？

A1: 新渠道增长红利可持续2年以上，叠加公司补线下传统渠道短板，未来3年渠道增长势能可延续。1) 我们根据湖南省推算全国零食量贩门店天花板中性7~8万家，考虑到公司合作最早最深，伴随SKU增长该渠道有翻倍以上空间。2) 抖音大盘GMV有望翻倍增至4万亿+，公司具备高激励绑定专业电商团队，强化热门爆品布局，有望提升市占率，仅抖音渠道我们测算可达到15亿元。3) 全国终端售点达百万个以上，公司以差异化规格品类切入，分拆区域对标辣条龙头卫龙来看，省外扩张仍有翻倍空间。

Q2: 近期有新闻报道公司在零食很忙针对鹌鹑蛋主动调价，新兴渠道未来是否会压价致利润率受损？

A2: 一方面，零食量贩、电商渠道亦具备规模效应。另一方面，公司具备强大的供应链支持，以此可应对调价压力。从结果来看，21年渠道改革后公司净利率逐年提升。1) 零食量贩本身不需要额外仓储、物流配送、终端陈列等投入，我们推测其净利率与经销渠道相近。2) 电商渠道往往定价较低，但流量投入、运费成本占比高。公司具备自主制造的毛利率优势、善用免费和低价流量、聚焦爆品形成规模效应，电商能够实现稳定盈利，且净利率有望提升。3) 再综合采购向上游多走一步、生产智能化、配方参数不断优化、仓储和物流数字化等举措，帮助公司实现总成本领先。

Q3: 复盘过去广告红利时代多涌现大单品型公司，多品类公司在协调资源、聚焦品牌建设方面相对弱势，长期发展怎么看？

A3: 公司品类有创新和侧重点，目前聚焦七大品类，且致力于将新品类魔芋、鹌鹑蛋打造成行业第一。同时公司利用新媒体电商进行品牌输出及消费者互动，另采用多品牌策略区隔品类差异、定位中高端产品、针对性营销事件推广，有助于形成品牌即品类优势。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司24-26年净利润分别为6.8/8.5/10.5亿元，同比+34%/+26%/23%，对应EPS分别为2.46/3.11/3.83元/股，给予公司24年22x PE，目标价54.20元，给予“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、新品推广不及预期风险、原材料价格波动风险、渠道拓展不及预期风险。

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人: 陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 42.85 元

目标价 (人民币): 54.20 元

相关报告:

- 《盐津铺子公司点评: 渠道多点开花, Q1 净利率持续改善》, 2024.4.23
- 《盐津铺子公司点评: 产品渠道协同, 24Q1 业绩延续高增》, 2024.3.26
- 《盐津铺子点评: 增长势能延续, 业绩符合预期》, 2024.1.7



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,894	4,115	5,333	6,695	8,094
营业收入增长率	26.83%	42.22%	29.59%	25.54%	20.89%
归母净利润(百万元)	301	506	676	854	1,050
归母净利润增长率	100.0%	67.76%	33.66%	26.40%	22.91%
摊薄每股收益(元)	2.343	2.580	2.464	3.114	3.827
每股经营性现金流净额	3.31	3.39	2.94	3.83	4.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.57%	34.95%	39.36%	41.50%	42.36%
P/E	46.22	26.93	17.16	13.58	11.05
P/B	12.28	9.41	6.76	5.63	4.68

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、新渠道高增势能是否持续？	4
1.1 渠道：新渠道势能仍存，省外扩容具备空间	5
1.2 产品：多元化布局，差异化研发	11
二、净利率能否继续改善？	12
2.1 采购：贴近原料地设厂，提升供应链效率	13
2.2 生产：工厂端协同发力，投入产出比提升	14
三、如何看待多品类&大单品公司竞争优势？	15
3.1 多品类和大单品公司对比	15
3.2 公司差异点：品类有创新和侧重，品牌矩阵式布局	16
四、盈利预测与投资建议	17
4.1 收入及毛利率预测	17
4.2 费用预测	17
4.3 估值与投资建议	18
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：21H2 开启转型，公司重回快速增长轨道	4
图表 2：渠道由“直营商超为主”转向多渠道并行	4
图表 3：公司每轮股权激励计划均设定较高的增长目标	4
图表 4：鸣鸣很忙集团（零食很忙、赵一鸣）、万辰集团分别占据北、南地理位置优势	5
图表 5：湖南省/长沙市零食很忙开店密度 5.35/1.82 万人/家店	6
图表 6：零食量贩门店密度基本与人均可支配收入正相关	6
图表 7：长沙市零食量贩门店密度较其他业态仍偏低	6
图表 8：中性假设下，全国零食量贩门店数量可达 7.6 万家	7
图表 9：零食很忙计划省会/地级市/县级市/乡镇饱和和市场分别开设 300/30/5/0.4 家店	7
图表 10：万辰集团计划 24 年底开设 1 万家门店	7
图表 11：据零食很忙门店饱和和开设规划，全国市场有望开设 8.9 万家门店	7
图表 12：传统电商零食品牌销售增速放缓	8
图表 13：抖音电商大盘维持高速增长	8
图表 14：抖音电商食品饮料类目低价占比持续提升	8
图表 15：2023 年抖音零食销售额占比在四个平台中最高	8
图表 16：休闲食品的电商渠道占比持续提升	9



图表 17:	2023 年我国网络零售粮油食品销售占比 7.1%	9
图表 18:	抖音去中心化算法致头部品牌市占率较低	9
图表 19:	中性假设下 25 年公司在抖音销售额约 15 亿元	9
图表 20:	我国快消品线下零售终端约为 150 万家	10
图表 21:	公司销售主要集中在华中区域	10
图表 22:	23 年公司实现经销商数量和人均产出同步增长	10
图表 23:	公司在东部、北部区域仍有大幅挖潜空间	10
图表 24:	我国风味零食大类销售较为突出	11
图表 25:	我国风味零食 CR3 集中度较低	11
图表 26:	16-23 年我国风味零食销售额 CAGR 高于 5%	11
图表 27:	公司产品定位风味零食, 划分七大品类 (单位: 百万元)	12
图表 28:	23 年核心品类辣卤、深海零食毛利率实现增长	12
图表 29:	风味零食细分赛道中肉类零食规模最大	12
图表 30:	23 年我国风味零食细分赛道集中度差异较大	12
图表 31:	近年来公司毛销差和净利率呈提升趋势	13
图表 32:	电商渠道毛利率高于整体毛利率	13
图表 33:	公司电商渠道相较同行具备较高毛利率水平	13
图表 34:	随着规模体量提升, 推广费率逐步收窄	13
图表 35:	2023 年鹌鹑蛋价格波动较大 (单位: 元/斤)	14
图表 36:	魔芋精粉价格近年来呈提升趋势 (单位: 万元/吨)	14
图表 37:	公司针对主力大单品进行原材料产地追溯设厂	14
图表 38:	公司总资产周转率处于行业领先水平	15
图表 39:	公司 ROIC 及存货周转率自 2021 年显著提升	15
图表 40:	23 年公司核心品类辣卤零食吨成本-8.4%	15
图表 41:	23 年公司主要原料包材、运费占营业成本降低	15
图表 42:	公司在不同品类以不同品牌进行布局, 且相较同行具备性价比优势	16
图表 43:	分渠道 24-26E 收入及毛利率预测	17
图表 44:	24-26E 三项费率预测	18
图表 45:	可比公司 PE 估值表	18



一、新渠道高增势能是否持续？

公司自 17 年上市后借助直营商超连锁化优势，迅速从区域走向全国，18-20 年期间成功打造休闲（咸味）零食第一增长曲线，及休闲烘焙点心第二增长曲线，同步实现收入和业绩高增长，17-20 年公司收入/利润 CAGR 分别为 37%/54%。

伴随着线上电商新平台崛起，社区团购、到家到店、短视频带货等多样化业态切分线下流量，同时 20 年起线下消费场景受公共卫生事件影响而收缩，公司在面对较大的需求压力下于 21H2 迅速开启战略改革，积极拥抱新渠道，同时启动供应链转型升级，大力发展智能制造，推进数字化改革，向上下游进行延伸拓展，进行全产业链布局，21-23 年收入/利润 CAGR 分别为 34%/60%。

具体而言公司高增长主要分为 2 个阶段，均以渠道转型为推动力：

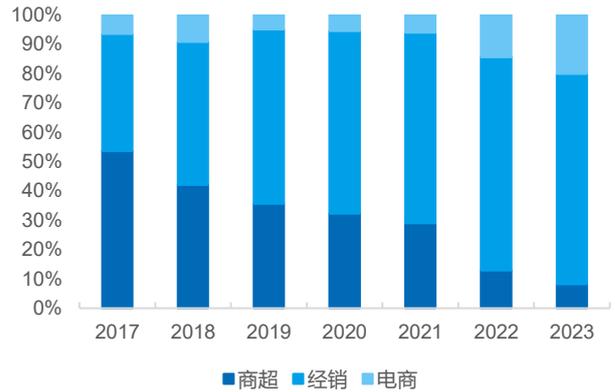
早期战略（17-20 年）：“直营商超主导、经销跟随”。2017 年商超占比 50% 以上，华中区域销售收入占比 60% 以上。2018-2020 成功推行商超“中岛”及“双中岛”策略，实现散装多品类陈列集中化，顺利打造品牌优势，收入年复合增速维持 30%+。

现行战略（21-23 年）：“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”。2021 年，公司面临主营商超渠道人流下滑冲击，同时原材料成本持续走高，收入和业绩均承受较大压力。21 年下半年开始公司快速调整策略，积极拥抱零食量贩、直播电商等新兴渠道，22 年效果初显，23 年延续红利（收入+42%，利润+68%）。

图表1：21H2 开启转型，公司重回快速增长轨道



图表2：渠道由“直营商超为主”转向多渠道并行



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司每轮股权激励计划均设定较高的增长目标

时间	激励范围 (人)	考核情况	实际完成情况
2019 年第一次	12	2019-2021 年营收年复合增速 17%，扣非净利润年复合增速 52%，扣非归母净利润增长率不低于 95%/160%/250%	全部完成
2021 年第二次	32	以 2020 年营收和业绩为基数，2021-2023 年营收增长率不低于 28%/38%/66%，扣非归母净利润增长率不低于 42%/31%/101%。	21 年未完成，22-23 年顺利完成
2023 年第三次 (分 2 期)	81	以 2022 年营收和业绩为基数，2023-2025 年营收增长率不低于 25%/56%/95%，扣非归母净利润增长率不低于 50%/95%/154%。	23 年顺利完成

来源：公司公告，国金证券研究所

如何看待未来 3 年公司收入的成长性，是市场主要关注的核心问题之一，我们将从渠道和产品两个维度论证公司完成股权激励目标（23-25 年收入年复合 25% 增长）的可能性。我们认为新渠道红利有望持续 2~3 年，叠加公司每 2~3 年预计新增一个潜力品类，未来公司有望通过多渠道+多产品策略成为一家综合休闲食品集团。



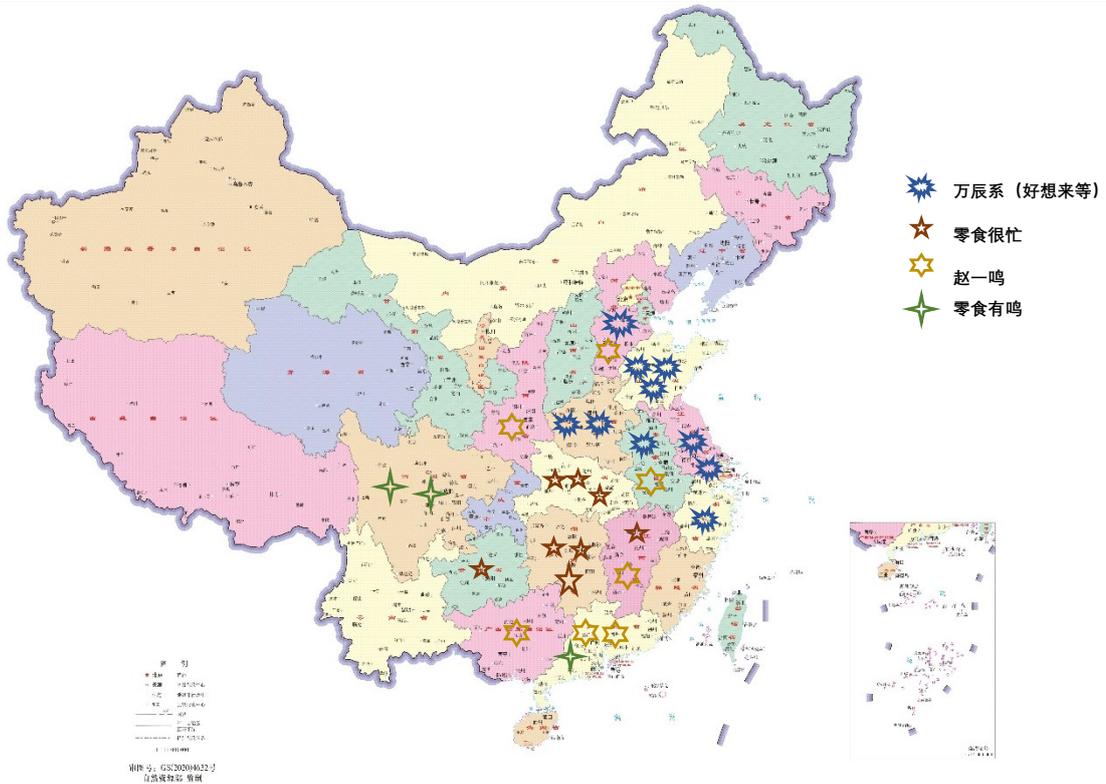
1.1 渠道：新渠道势能仍存，省外扩容具备空间

对于渠道端的增长潜力，我们认为 1) 量贩零食门店仍有翻倍开店空间，公司作为与头部品牌零食很忙最早、合作最深的供应商，有望充分享受行业β。同时公司持续打磨供应链优势，提供高性价比产品，在零食专营门店体系 SKU 有望持续增长。2) 新媒体电商流量红利延续高增，以抖音为代表的直播电商在过去两年 GMV 翻倍，叠加公司凭借专业电商团队运营，强化热门爆品布局，有望持续提升市占率。3) 对于定量装和散装流通渠道，由于全国 BC 类超市网点数占比最高，公司有望补齐渠道短板，加快布局省外市场，实现终端网点加密和下沉。

■ 量贩零食

全国市场开店仍有空间，头部品牌份额持续强化。结合官方披露及百度地图搜索统计情况来看，截至 24 年 6 月，头部 CR3 门店数量约 2 万家，其中鸣鸣很忙（零食很忙+赵一鸣）超 1 万家，万辰集团（好想来+来优品+陆小饒+吡滴吡滴+老婆大人）约 6000-7000 家。零食有鸣门店数约 2000 家。从开店空间来看，华中、华东市场开店密度较高，西南、北方市场仍有布局空间。从竞争格局来看，CR2 分别以大本营为根据地，向周边省市延申并形成鲜明优势，如万辰系（总部江苏、江西、福建等地）在山东、江苏等地最为强势，鸣鸣很忙（总部湖南、江西）在湖南、湖北区域最为强势。

图表4：鸣鸣很忙集团（零食很忙、赵一鸣）、万辰集团分别占据南、北地理位置优势



来源：自然资源部，百度地图，零食很忙官网，国金证券研究所（注：时间截至 2024 年 6 月，一个图标代表至少 300 家店，每个省份最多 3 个相同图标）

我们在 23 年实际开店情况的基础上修正前期《如何看待零食渠道的变革与机遇》中的测算模型，更多考虑到人口数量、经济收入、地理位置、消费习惯的差异，从多维度论证零食量贩的开店空间。考虑到零食很忙和赵一鸣合并后为量贩零食巨头，截至 24 年 6 月底超 1 万家店，其在湖南省内的开设密度较高，我们参照湖南省各地级市开店密度作为全国饱和和市场测算的依据。



图表5: 湖南省/长沙市零食很忙开店密度 5.35/1.82 万人/家店

湖南省地级市	零食很忙门店数(家)	常驻人口(万人)	单店覆盖人数(万人)	地区人均GDP(元/年)	人均可支配收入(元/年)	按经济水平分级单店覆盖人数(万人)
长沙市	571	1042.06	1.82	135200	58850	1.82
湘潭市	72	270.27	3.75	99702	39354	
岳阳市	187	501.75	2.68	93653	33285	
株洲市	99	387.11	3.91	93284	44917	3.75
常德市	114	521.30	4.57	81798	30643	
郴州市	111	463.68	4.18	64132	31627	
衡阳市	165	657.74	3.99	61973	34722	
益阳市	104	379.36	3.65	55318	29598	
娄底市	122	376.01	3.08	51065	25578	
永州市	113	514.37	4.55	46647	27301	3.93
怀化市	119	452.07	3.80	41357	23031	
邵阳市	146	641.78	4.40	40341	24677	
张家界	36	150.38	4.18	39306	21828	
湘西州	46	246.12	5.35	33114	20791	5.35
合计	2005	6604	3.29	73728	34686	3.29

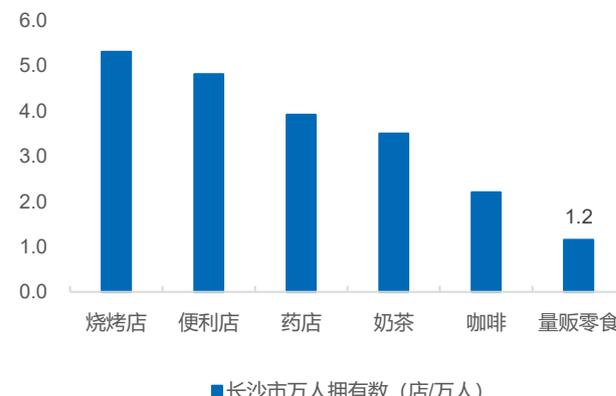
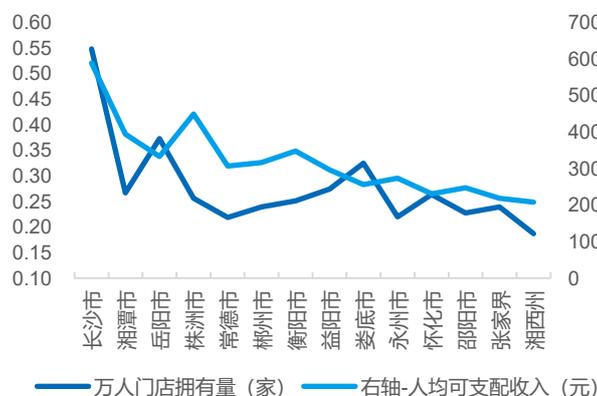
来源: 湖南省统计局, 零食很忙官网, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 5 月, 零食很忙官网披露数据或与实际情况存在时滞差异)

1) 大体上看, 开店密度与地区人均可支配收入相关性较强。我们从零食很忙在湖南省各地级市开店密度来看, 基本上人均可支配收入越高的地区, 每万人门店拥有量更多, 尤其两级分化明显。截至 24 年 4 月底, 长沙市/湘西州每万人门店密度分别为 0.55/0.19 家, 具备倍数差距。这表明与零食消费的可选属性相关, 更多体现在休闲、社交等场景, 需要一定的经济能力支撑。

2) 细致来看, 零食门店更广阔的发展空间在于下沉市场。我们以地区人均 GDP 水平划分层级对比来看, 单区人均 GDP 处于 6 万元~9 万元城市与处于 4 万~5 万元的城市门店密度差异不大。我们发现在湘潭、株洲、常德市 (湖南省人均 GDP 排名前 5) 每万人拥有店数低于湖南省均值水平, 而娄底市开店密度高于均值。我们认为在经济较为发达地区, 零食消费渠道多元化, 便利店、网购等渠道或有分流, 另外其他零食量贩品牌竞争较为激烈。

图表6: 零食量贩门店密度基本与人均可支配收入正相关

图表7: 长沙市零食量贩门店密度较其他业态仍偏低



来源: 零食很忙官网, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 5 月, 零食很忙官网披露数据或与实际情况存在时滞)

来源: 美团、中国连锁经营协会、NCBD、国家药监局、辰智餐饮、国金证券研究所 (注: 不同渠道统计时间有差异, 数据归属 2022-2024 年之间)



结合湖南省开店情况，我们将全国各省、直辖市按照经济水平、消费习惯、目前开店情况划分4个层级，进而进行全国量贩零食开店数量推算。值得说明的是，第一梯队省份并非经济最发达的省份，考虑到经济发达地区零食消费渠道更多元化、门店租金成本较高、健康意识更充分，我们认为其门店密度会低于湖南、山东等量贩零食发源地或者目前门店密度比较高需求已有验证的省市如河南、山东等地。

图表8：中性假设下，全国零食量贩门店数量可达7.6万家

分级	划分原因	人数合计 (万人)	单店覆盖人数(万人/店)		
			悲观	中性	乐观
第一梯队	经济基础较好、具备开店基础(山东、重庆、湖南等13省或直辖市)	75656	2	1.5	1
第二梯队	经济水平发达、消费渠道多元(江苏、浙江、天津等5省或直辖市)	33300	2.5	2	1.5
第三梯队	地形、地理位置较为特殊，经济基础一般(贵州、黑龙江4省)	13500	3	2.5	2
第四梯队	消费和饮食习惯差异(云南、甘肃、内蒙古等7省)	13860	5	4	3
人数合计(万人)/门店合计(家)		136316	58420	75952	109226

来源：国家统计局，国金证券研究所

对于第一梯队的省市，我们赋予其悲观2万人/家店，乐观1万人/家店假设(与长沙市密度接近)，最后一梯队给予悲观5万人/店(与湖南省湘西州密度接近)，乐观3万人/店假设。最终测算得到中性假设下全国可开设约7.6万家门店，较目前仍有翻倍空间。(考虑到其他品牌门店数仅为几百家，假定目前CR3占比50%，则目前市场上总量约4万家门店)，基本与零食很忙对于未来的开店规划(省会/地级市/县级市/乡镇饱和市场分别开设300/30/5/0.4家店，最终全国测算得到8.9万家店)相吻合。

图表9：零食很忙计划省会/地级市/县级市/乡镇饱和市场分别开设300/30/5/0.4家店

图表10：万辰集团计划24年底开设1万家门店

01 发展思路
坚持每去一个地方，就做稳做透，步步推进，稳扎稳打，深耕市场，深度下沉县镇，实现高成功率和高覆盖率。

02 最终发展目标
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；做到从上到下、从下到上全省覆盖；立足于湖南，江西，湖北，贵州，广西，广东，河南，重庆，云南，四川10省市，放眼全国。

来源：零食很忙官网，国金证券研究所

WANCHEN PROFILE 公司实力

核心规模

- 门店数量: 3300+
- 月新增加盟: 500+
- 二店率高达: 85%
- SKU数量: 1600+
- 单店日营收: 2W+
- 物流能力: 24H当日达
- 买手规模: 200+
- 预计2024年门店数: 10000+
- 预计2025年门店数: 16000+

仓储面积稳居行业第一阵营

来源：万辰集团官网，国金证券研究所

图表11：据零食很忙门店饱和和开设规划，全国市场有望开设8.9万家门店

地区数(个)	地区					零食很忙门店数合计(家)	不同市占率假设下全国市场可开设的门店总数		
	省会、直辖市	地级区	县	镇	乡		50%	40%	30%
单个地区									
开店数(家)	32	301	2843	21389	8227	/			
保守	300	15	3	0.2	0.2	28567	57134	71418	95224
中性	300	23	4	0.3	0.3	36780	73560	91950	122599
乐观	300	30	5	0.4	0.4	44691	89383	111729	148971

来源：国家统计局，国金证券研究所

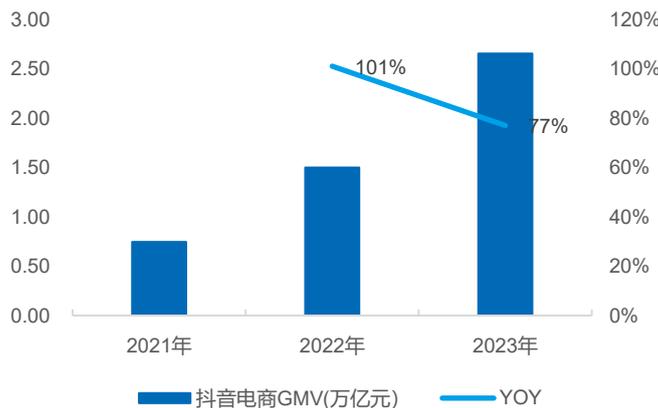
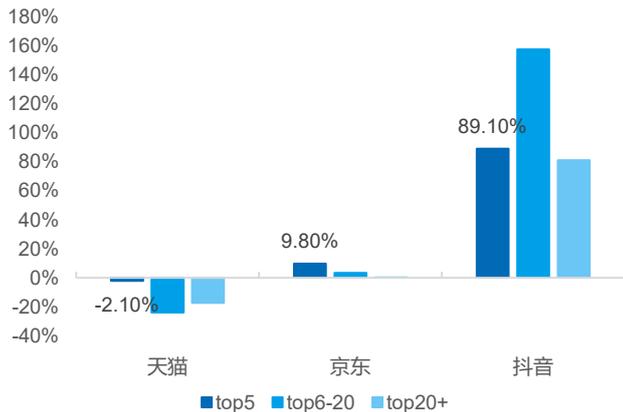


■ 电商渠道

随着自媒体时代来临，线上流量趋于分散化，兴趣电商具备高增长潜力。据尼尔森于 23 年公布的数据来看，主要零食品牌在抖音渠道同比增速超 80%，而同期天猫、京东增速表现逊色。究其原因：1) 零食消费往往具备冲动性，休闲社交因素占比较大，天然适合此类种草渠道。兴趣电商改变传统电商以往的“人找货”的模式，利用达人内容种草的形式、营造恰当的消费场景、拉近与消费者距离，以兴趣驱动消费者进行购买决策，同时以链接嵌入方式缩短决策时间。

图表12: 传统电商(天猫、京东)零食品牌销售增速放缓

图表13: 抖音电商大盘维持高速增长



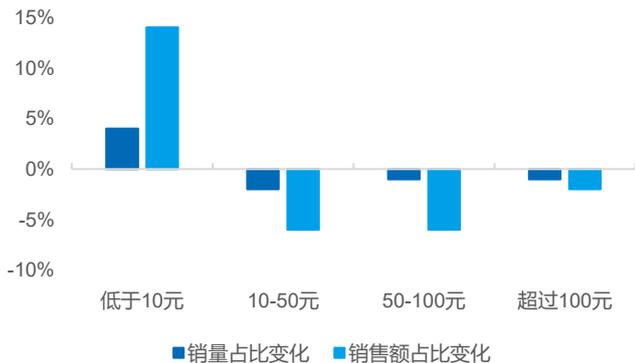
来源：尼尔森，国金证券研究所（注：数据区间为 2023 年 1-6 月）

来源：蝉妈妈，国金证券研究所

2) 零食客单价较低，符合抖音的用户下沉、性价比属性。抖音渠道一方面凭借差异化的视频内容吸引大量下沉用户，另一方面通过性价比产品提升用户转化率。从抖音公布的销售占比大类数据显示，以服饰内衣和食品饮料为主，相较天猫、京东、拼多多的住宅家具、家用电器等类目客单价较低。并且据蝉妈妈数据显示，抖音电商食品饮料类目低于 10 元的销量和销售额占比持续提升。

图表14: 抖音电商食品饮料类目低价占比持续提升

图表15: 2023 年抖音零食销售额占比在四个平台中最高



平台	第一名	第二名	第三名	零食类目
天猫淘宝	服饰内衣	住宅家具	美容护肤	
京东	家用电器	手机通讯	电脑/办公	
拼多多	数码电器	家纺家具	食品保健	
抖音	服饰内衣	食品饮料	日用百货	

来源：有米有数，国金证券研究所（注：数据区间为 2023 年 6-12 月）

来源：魔镜，蝉妈妈，国金证券研究所（注：填充依据为以第一大类目为 100%）

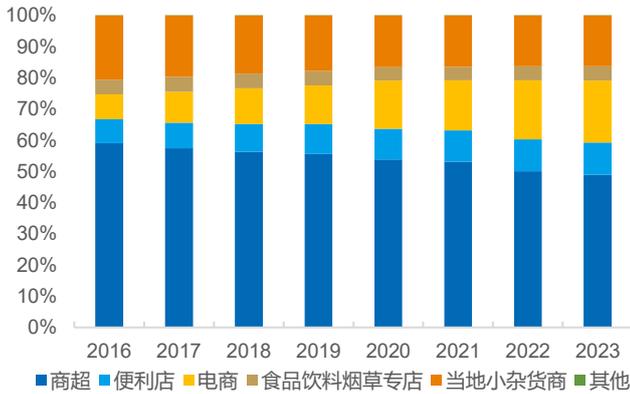
22 年起抖音电商由“兴趣电商”升级为“全域兴趣电商”，将直播、短视频与货架相互打通后，以此打造覆盖全场景、全链路的消费场域。内容创作者、供应链、中小品牌商家都能选择与自己匹配的模式以此深挖消费场景，实现内容和货架“一站式”运营。同时抖音电商推出一系列扶持政策，尤其是货架场的商品卡免佣，成为商家高效完成种草、导购与转化的重要方式。我们认为在抖音大力发展货架电商背景下，一方面供给形式更加多样，另一方面消费兴趣多元，二者匹配有助于推动电商平台持续高增长。



另外，相较于传统电商以用户分析为出发点，抖音商城更侧重商品或者内容筛选，注重商家精细化运营和打造爆款内容的潜力。从流量的分发机制来看，也更加遵循“去中心化”的原理，平等给予中小厂商、普通创作者机会。

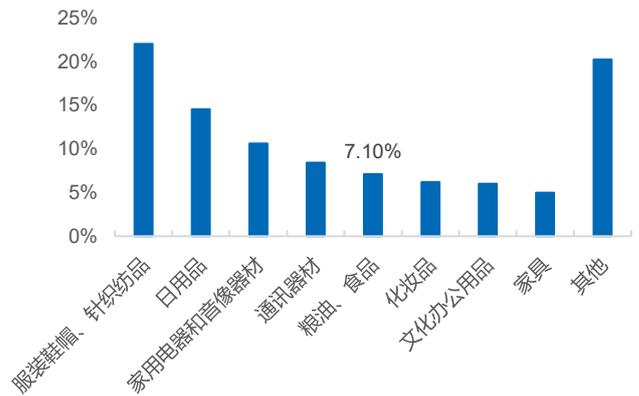
从结果上来看，抖音商城的品牌集中度较低，以 23 年零食品类销售额 top1 三只松鼠为例，其占比仅 2.5%，其次是盐津占比约 1.5%。正是由于抖音差异化的算法设计，即便是品牌厂商也需要花时间打磨产品本身，寻求更精准的营销标签，以此在竞争激烈的大环境下获得一席之地。

图表16: 休闲食品的电商渠道占比持续提升



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表17: 2023 年我国网络零售粮油食品销售占比 7.1%

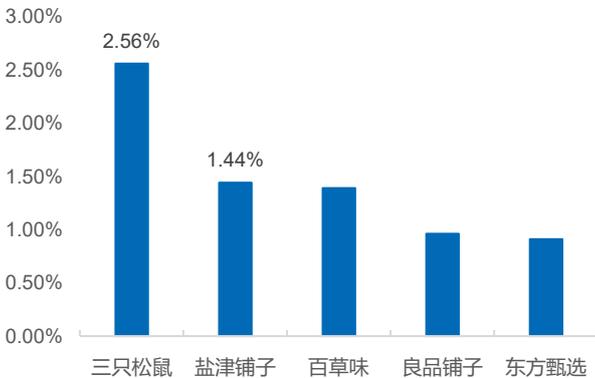


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

综合以上抖音渠道的特征，结合未来抖音大盘发展规划及食品饮料类目占比、公司市占率等因素，我们对公司未来在抖音渠道的发展空间进行测算。最终我们测算得到公司在抖音渠道的销售额中性假设下有望达到 15 亿元，较 23 年电商渠道总销售额有望翻倍。

- 1) 结合抖音目前发展现状和未来规划，预计到 25 年抖音商城 GMV 可达 4 万亿元。
- 2) 综合 23 年我国网络零售各品类消费占比来看，粮油和食品类目占比为 7.1%。考虑到粮油为必选消费品，本身在家庭支出中占比更高，我们假定最终休闲食品在抖音渠道的销售占比在 2%~3.5%之间。
- 3) 结合 23 年抖音 top5 的品牌属性来看，大多为 OEM 代工的品牌厂商，具备多样化的 SKU，以此提升打造爆款的胜率。另外，top5 品牌的市占率保持在低个位数水平，符合抖音平等重视商家去中心化的算法特征。随着公司品类丰富度提升，我们假定公司未来在抖音渠道的市占率处于 1.0%~2.5%。

图表18: 抖音去中心化算法致头部品牌市占率较低



来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所 (注: 数据区间为 23.1-23.11)

图表19: 中性假设下 25 年公司在抖音销售额约 15 亿元

公司抖音渠道销售额 (亿元)		休闲食品GMV/抖音商城大盘GMV			
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
公司市占率	1.0%	6.4	8.0	9.6	11.2
	1.5%	9.6	12.0	14.4	16.8
	2.0%	12.8	16.0	19.2	22.4
	2.5%	16.0	20.0	24.0	28.0

1、假定25年抖音电商GMV可达4万亿元，较23年增长60%
2、假定GMV与公司税后报表端销售额换算比例为0.8

来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

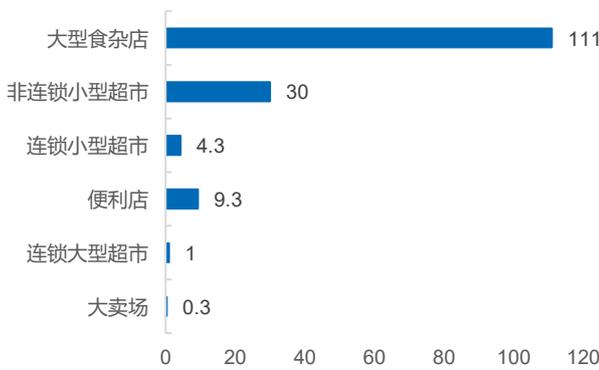


■ 经销渠道（不含零食量贩）

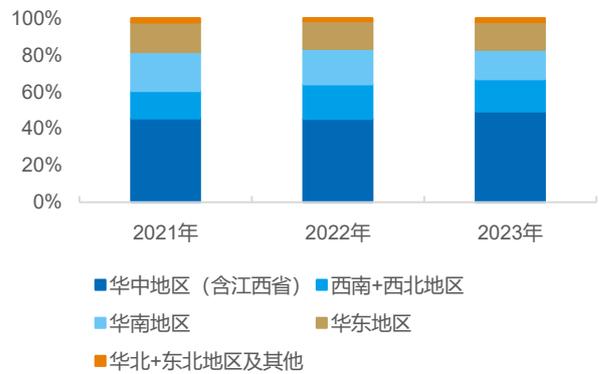
据尼尔森数据显示，快消品线下零售终端中大型食杂店数量最多，其次是非连锁型小超市，二者共计超过 140 万家。公司以散称产品起家，21 年渠道改革之前以各大连锁商超为主要销售阵地。随着消费场景多元化及渠道碎片化，公司不断丰富产品规格进行新渠道适配，原有的优势散称品规成功导入零食量贩渠道，同时逐步开拓省外小型商超（BC 超市）渠道。因散称产品对终端售点的陈列面积、人员配备要求较高，且对于消费者而言挑选过程复杂、价格易敏感，因此公司针对 cvs、校园店等渠道推出小商品装、定量装等产品，迎合年轻客群需求。

华中区域优势稳固，省外扩张稳步推进。从公司目前销售区域分布来看，仍以华中市场为主，23 年占比约 50%。倘若剔除量贩零食大客户零食很忙对于华中区域的增量贡献，华中仍为 10 亿元级别以上的区域，和其他市场（年销售额普遍在 5~6 亿元）拉开显著差距。另外，西南及西北市场处于快速增长期，21-23 年区域销售额 CAGR 约 34%，而华中/华北+东北/华东/华南分别为 29%/22%/19%/8%。

图表20：我国快消品线下零售终端约为 150 万家



图表21：公司销售主要集中在华中区域



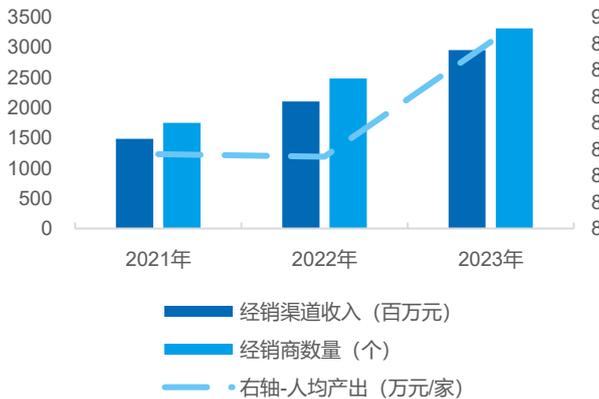
来源：尼尔森，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

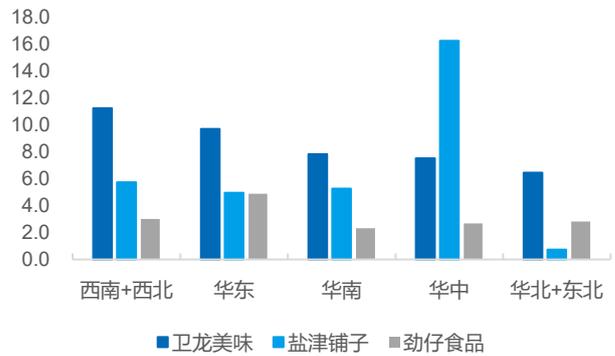
省外扩容空间充足，对标龙头可翻倍。通过与同行业细分龙头对比，我们发现主导大单品的卫龙在西部、东部区域销售额最高，单区体量接近 10 亿元，约为公司对应区域的一倍。同样主导大单品的劲仔在东部、北部销售额最高，因其全国化扩张进度略慢，总体收入规模较公司偏低，但其北部区域销售表现依旧强于公司。

我们认为，随着公司通过多渠道进行品牌渗透，收入规模快速成长，线下招商更为容易，网点扩张有望持续推进。另外公司主打多品类策略，相较于卫龙、劲仔的大单品策略具备更大的铺货空间，目前公司平均经销商年销售额尚不足百万元，后续仍有望通过品类上新、提升复购率和动销水平，进而实现经销商单位产出提升。以此对标辣卤行业龙头卫龙来看，省外市场扩张仍有翻倍的空间。

图表22：23 年公司实现经销商数量和人均产出同步增长



图表23：公司在东部、北部区域仍有大幅挖潜空间（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

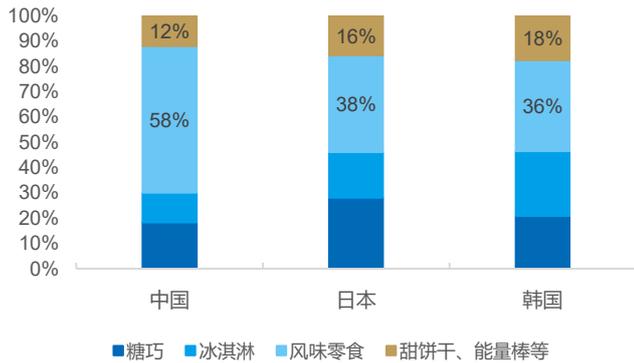


1.2 产品：多元化布局，差异化研发

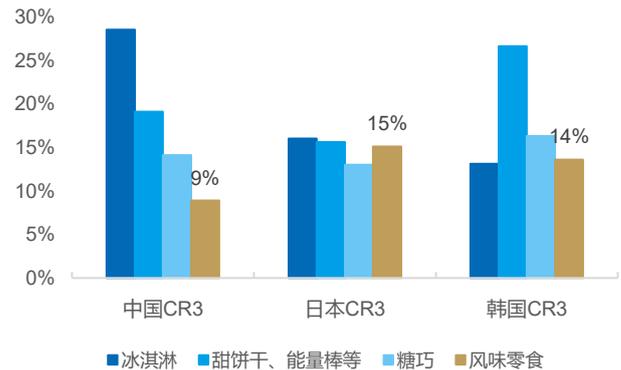
基于我国独特的地理和人文环境，风味零食赛道市场规模最大，且未来市占率仍有提升空间。据欧睿，我国休闲食品中风味零食细分赛道销售占比最高，23年约占60%，而饮食习惯相近的日韩风味零食仅占比35%~40%。

从集中度来看，不同于早期从西方引入的糖巧、冰淇淋等零食类目，我国风味零食多为国产品牌且具备多元化的地方特色，23年CR3仅为9%。横向对比其他国家，亦低于日本/韩国风味零食CR3的15%/14%，整体竞争格局比较分散。预计随着大众消费能力提升，产品创新供给更加丰富，我国风味零食仍能延续中高个位数增长，集中度有望向日韩看齐。

图表24：我国风味零食大类销售较为突出



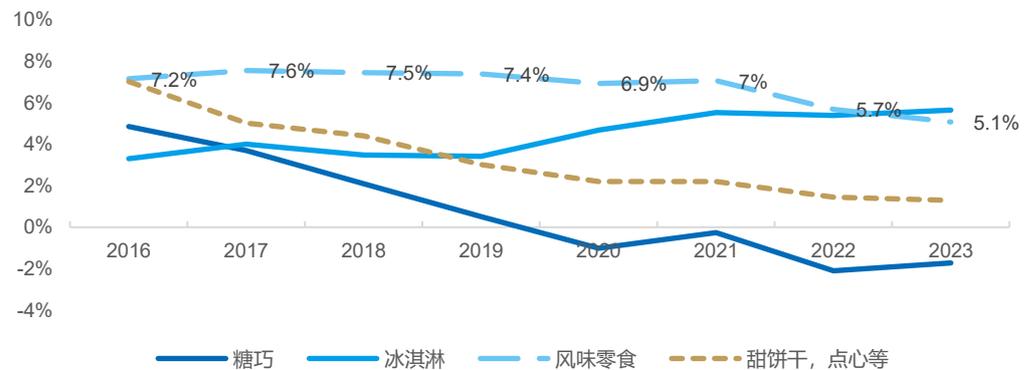
图表25：我国风味零食CR3集中度较低



来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据选自2023年）

来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据选自2023年）

图表26：16-23年我国风味零食销售额CAGR高于6%，是增速最快的细分赛道



来源：欧睿，国金证券研究所

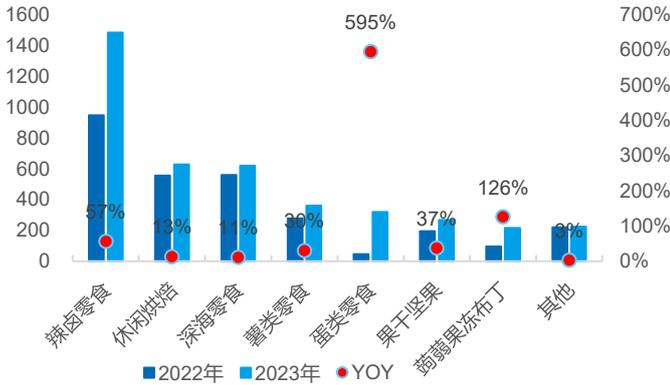
公司产品多属于风味零食赛道，具备七大品类优势。近年来顺利实现大单品规模快速扩张及毛利率同步改善。前三大品类为辣卤零食/休闲烘焙/深海零食，23年营收均达到6个亿以上，占比分别为36%/15%/15%。受益于成本改善&规模效应释放，辣卤、深海零食23年毛利率实现同比改善。此外公司亦打造了一批差异化小品类，如顺应低脂健康趋势的蛋类零食和蒟蒻果冻23年营收分别同比增长595%/126%，仅用2年的时间进入亿元梯队。

公司在产品端遵循“多品类经营，差异化选品”的运营思路：1) 在传统大品类中寻找细分赛道成长的机会，如公司主营的辣卤零食（对应其他风味零食）、蛋类零食（对应肉类零食）、深海零食（对应海味零食）均属于风味零食细分类目下集中度偏低的赛道，CR3合均小于20%，集中度远低于坚果炒货、咸味零食，未来有望持续在细分赛道扩大市占率。

2) 利用实验工厂形式不断洞察新品趋势。公司“实验工厂”模式以市场需求为研发驱动力，面对市场的新需求，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。近年来，公司在“实验工厂”模式下，开发了鹤鹑蛋、小肉枣、布丁、果冻、深海鱼肠等新品，快速响应市场需求。

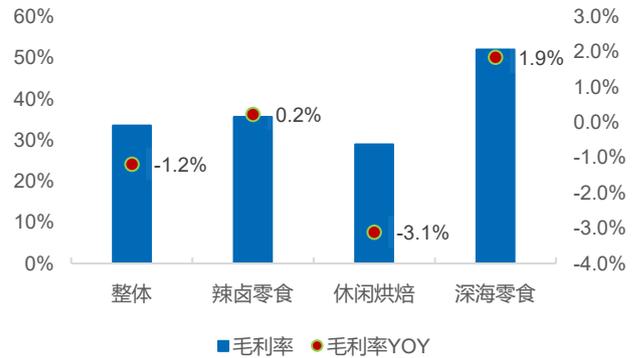


图表27：公司产品定位风味零食，划分七大品类（单位：百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

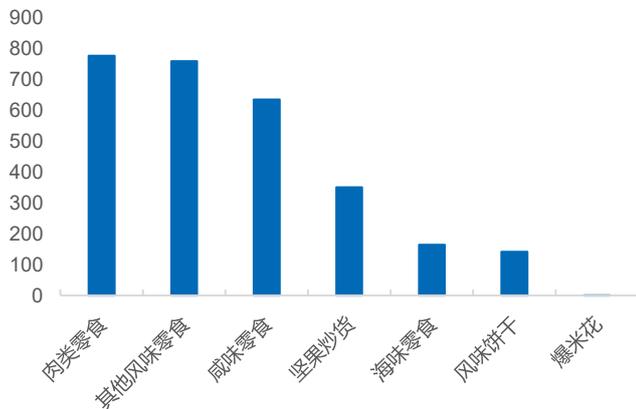
图表28：23年核心品类辣卤、深海零食毛利率实现增长



来源：公司公告，国金证券研究所

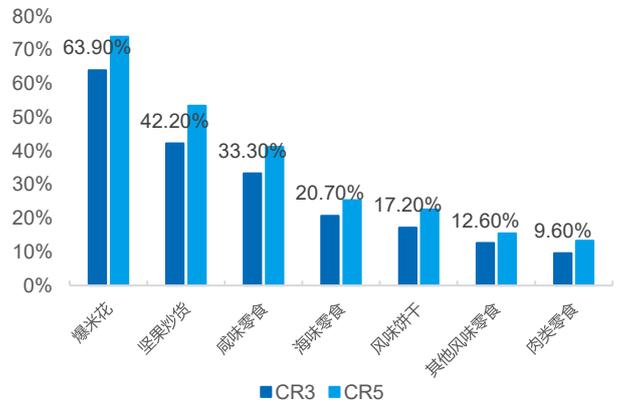
公司主力布局的风味零食细分赛道具备 2800 亿元以上的市场规模，其中如肉类零食/其他风味零食/咸味零食均达到 600 亿元以上；海味零食约 150 亿元以上。结合中国目前竞争格局现状，及公司主打多品类策略，假定公司在各自细分赛道未来能达到 4~5% 的市占率，综合考虑到加价倍率在 1.5 左右，我们预计收入合计可达到 75 亿元~94 亿元，倘若后续公司持续推进扩品类动作，有望跻身百亿销售额梯队之列。

图表29：风味零食细分赛道中肉类零食规模最大（单位：亿元）



来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据选自 2023 年）

图表30：我国风味零食细分赛道集中度差异较大



来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据选自 2023 年）

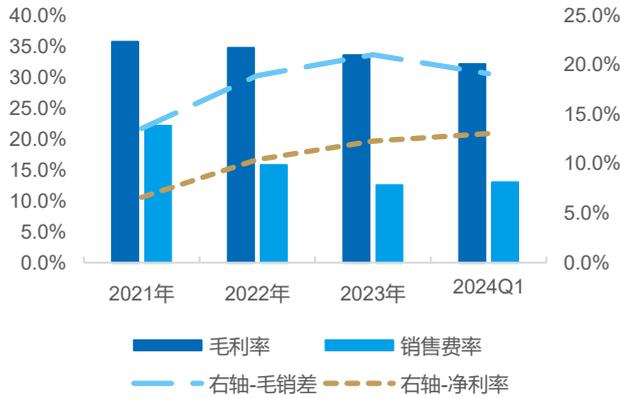
二、净利率能否继续改善？

市场担心零食量贩业态快速开店，随着规模上量后议价能力变强，进而挤压供应商毛利率。同时线上流量呈现分散化趋势，各大电商增强对于流量的争夺，随着电商平台运营逐步成熟，将提升引流、推广、交易提成等费率。而公司在量贩零食、电商渠道增速较快，二者占比提升或将拖累公司整体盈利能力。我们从结果和过程推导来看，认为公司新渠道净利率优于直营商超老渠道，且未来细分渠道的净利率有望随着规模效应持续提升。

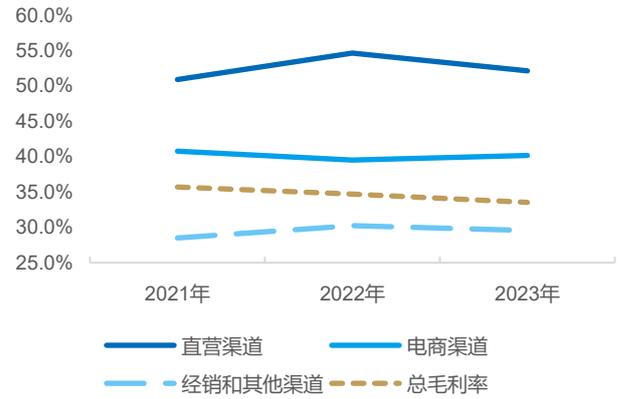
首先从公司近年来净利率表现可见，并非与市场担心走势一致。随着公司进行渠道转型，21-23 年公司自毛销差和净利率呈现逐年提升趋势。拆分来看，公司毛利率在此期间略有下滑，主要系渠道结构变化。此前直营商超渠道毛利率高系定价较高，折扣活动较少；同时直营商超所需的入场费、条码费、返点抽成等销售费用较多，这直接导致了 21 年之前公司净利率常年处于 10% 以下。



图表31: 近年来公司毛销差和净利率呈提升趋势



图表32: 公司电商渠道毛利率高于整体毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

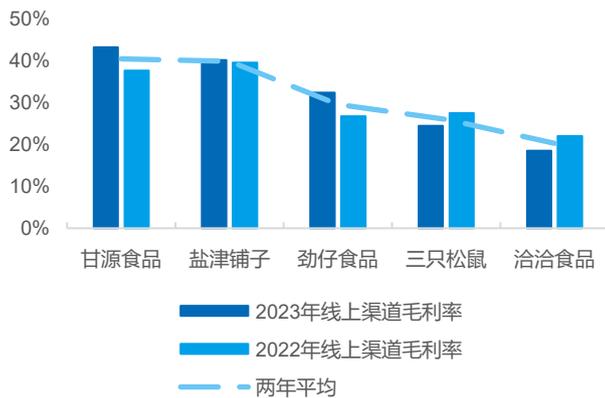
来源: 公司公告, 国金证券研究所

其次从零食量贩、电商渠道的净利率拆分可知, 1) 零食量贩属于硬折扣渠道, 其为直营合作模式, 去除了中间商赚差价的步骤, 因此出厂价较低。其好处在于一次性买断式, 可保证钱货两清, 同时后续物流配送、门店活动均无需投入, 因此销售费率近乎为零。由此我们可以推测, 零食量贩渠道和经销渠道净利率水平相近, 拆解系毛利率和销售费率同步降低。

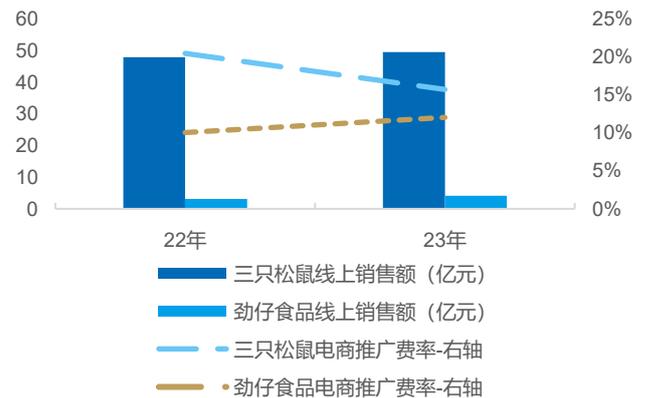
2) 针对电商渠道, 公司属于自有供应链的制造型企业, 相较于多数贴牌产品具备显著的成本优势, 比较同行业各公司线上渠道毛利率可知, 公司处于领先地位。同时, 公司在抖音渠道占比较高, 且重在打造爆品从而吸引自然流量(自然流量相较达播带货免佣金费率), 善用抖音对商品卡的免费流量支持, 因此电商渠道单拆解净利率来看, 22-23年依旧能实现盈利。

结合三只松鼠和劲仔食品 23 年不同的费率走势来看, 线上推广亦具备一定的规模效应。我们认为线上投入中品牌推广费用较多, 该部分投入相对固定, 后续有望随着公司单品规模增长、品牌声誉提高不断被摊薄, 从而实现规模效应带动净利率提升。

图表33: 公司电商渠道相较同行具备较高毛利率水平



图表34: 随着规模体量提升, 推广费率逐步收窄



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

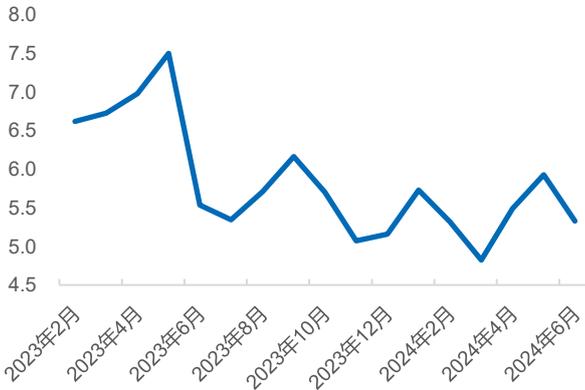
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2.1 采购: 贴近原料地设厂, 提升供应链效率

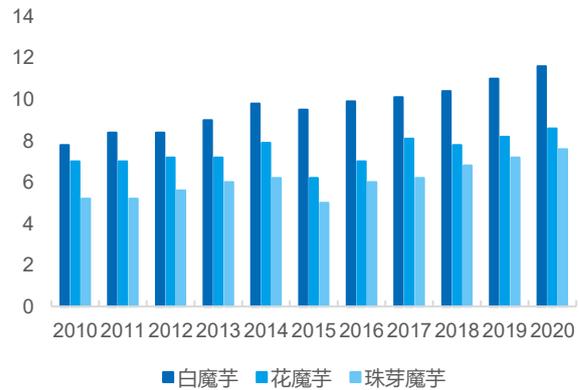
目前公司针对 4 大主力品类(魔芋、鹌鹑蛋、芒果干、马铃薯全粉)布局了上游原材料产地, 自建供应链有 3 大优势: 1) 节约运输、采购成本, 如公司在马铃薯、魔芋产地直接采购并建设加工产线, 转化为马铃薯全粉、魔芋精粉再运输到工厂进行深加工; 2) 维持优质原材料供应稳定, 国内目前芒果干 90% 以上是分装企业或 OEM 产品, 没有产业链优势, 原料质量难以稳定; 3) 降低价格波动风险, 如鹌鹑蛋 23 年全年最低~最高价格分别为 10~16 元/公斤, 今年以来稳定在 11-12 元/公斤, 公司自产价格在 10 元/公斤。



图表35：2023年鹌鹑蛋价格波动较大（单位：元/斤）



图表36：魔芋精粉价格近年来呈提升趋势（单位：万元/吨）



来源：鹌鹑养殖网，国金证券研究所

来源：君屹资本，国金证券研究所

图表37：公司针对主力大单品进行原材料产地追溯设厂

产品	地址	投资额	建厂时间	优势
果干	柬埔寨	/	2017年起	原材料直采并进行粗加工，依托东南亚优质水果原料优势，柬埔寨是中国最大芒果出口国。
魔芋	云南曲靖	550万元	2022年	原材料采购并加工魔芋精粉，当地种芋占全国市场份额50%以上，魔芋交易量占全国10%以上。
鹌鹑蛋	江西修水	3亿元	2023年	自主养殖并生产成品，避免鹌鹑蛋价格出现较大波动，近一年鹌鹑蛋价格最高时达到8元/斤，最低时为5元/斤。
薯片	新疆巴克图经济技术开发区	1亿元	2023年	原材料直采并生产马铃薯全粉，新疆气候适宜，当地平均亩产是全国的两倍。

来源：公司公告，鹌鹑养殖网，国金证券研究所

2.2 生产：工厂端协同发力，投入产出比提升

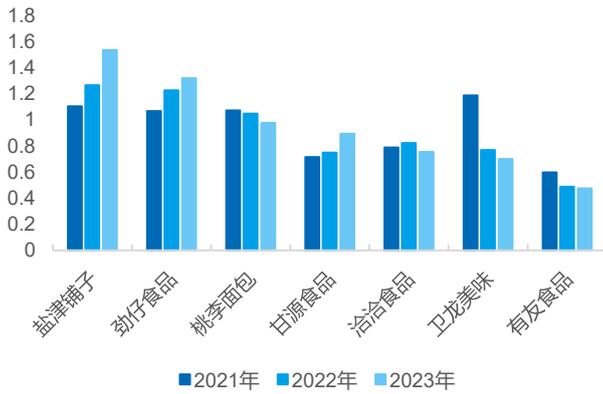
生产车间智能化，减轻人工占比。公司在浏阳生产基地共布局了34条智能制造生产线，核心工艺区基本实现了无人作业、达到“黑灯工厂”标准，同比之前，一条生产线节约了90%的人工，综合效益提升了50%以上，其中包括浏阳基地建设魔芋数字化生产示范车间、江西基地建设盐津鱼豆腐数字化生产示范车间。2022年公司荣获全国智能制造示范工厂揭榜单位（全国99家，湖南省仅4家），2023年荣登智能制造标杆企业名单（一共13家企业）。

与此同时，公司积极推进供应链体系全优化，除优化采购成本外，持续进行技改，改善生产工艺，提升劳动效率和良品率，努力降低生产成本；全面应用WMS系统和TMS系统，提升仓储和物流效率，通过引进全数字化管理模式，打通线下仓储物流中心，满足电商业业务高速增长的需要。

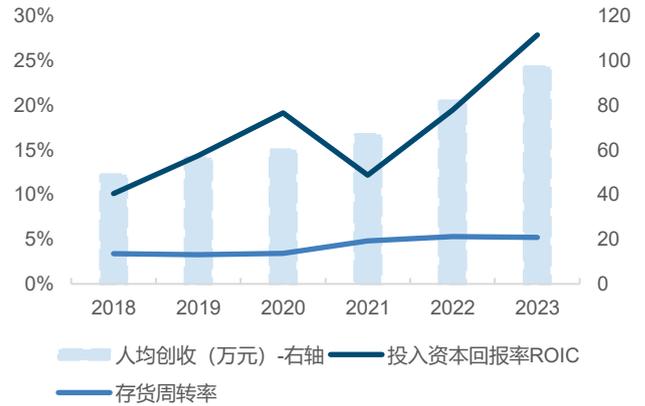
反馈到报表端，公司总资产周转率处于行业领先水平，21-23年均实现100%+，而同行业友商大多位于80%以下。公司资金、资本使用效率自21年改革后不断提升，ROIC、存货周转率等指标呈现逐年提升趋势。同时人均创收从2018年49亿元增长至2023年97亿元，年复合增长14.7%。



图表38: 公司总资产周转率处于行业领先水平



图表39: 公司 ROIC 及存货周转率自 2021 年显著提升

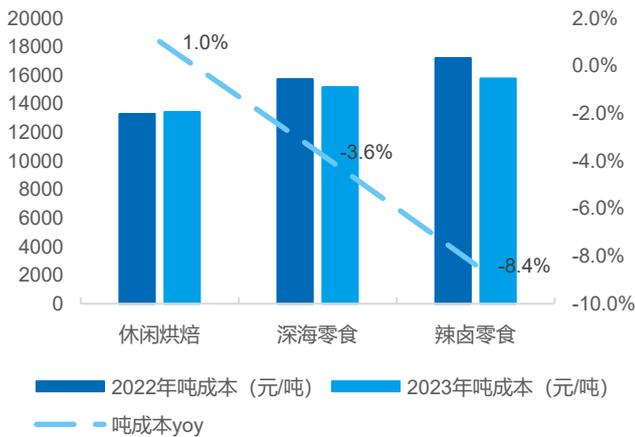


来源: Wind, 国金证券研究所

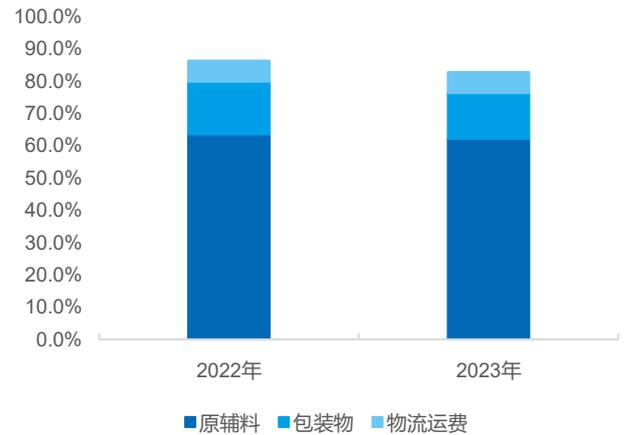
来源: 公司公告, 国金证券研究所

从各产品成本拆分来看, 公司亦通过采购、生产、运输等环节实现成本优势, 23 年三大品类中辣卤零食和深海零食吨成本分别-8.4%/-3.6%, 而随着新渠道介入, 吨价分别同比+0.1%/-8.0%, 最终毛利率得到提升。吨成本明显优化主要系原材料采购单价优化、产品结构变化(辣卤零食中魔芋占比更高, 但成本相对较低)、包装和运费因流程优化、规模效应被摊薄(23 年包装物+运费占比营业成本下降 2.2%)。

图表40: 23 年公司核心品类辣卤零食吨成本-8.4%



图表41: 23 年公司主要原料包材、运费占营业成本降低



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

三、如何看待多品类&大单品公司竞争优势?

3.1 多品类和大单品公司对比

多品类公司借助新渠道势能, 提升品类丰富度, 快速铺货产品组合, 收入规模和单品体量较快。大单品公司成长斜率较为平缓, 占领某一细分赛道品牌心智后, 消费者信赖度较高, 可享受一定品牌溢价。

二者的差异化分别体现在供给端/需求端, 多品类公司面临多样化竞争对手威胁, 通常需要争夺品类上新先发优势、产品性价比优势, 主要竞争力体现在产线灵活、供应链强势。大单品公司需要考虑产品创新和消费者互动, 天花板触达后需要结合主业考虑第二、第三曲线加持, 主要竞争力体现在品牌心智占领、通路渠道精耕。

1) 产品: 多品类公司往往看重存量规模, 通常布局原材料易得、生产工艺较为成熟、消费受众较广泛的品类, 如达利园的面包糕点、徐福记的糖巧。大单品公司往往看重成长空间, 布局的品类特征为原材料价格波动、生产加工较为复杂、竞争对手较少, 市占率可以做到很高的品类, 如洽洽的瓜子、劲仔的小鱼。



- 2) 渠道：多品类公司通常采用新渠道进行品类扩充，一方面是新渠道进入门槛相对较低，另一方面是新渠道可与原有渠道区隔，便于新品测试和推广新的模式。而大单品公司仍以传统的线下商超、食杂店为基本盘，考虑到价盘维护和经销商利益稳定，对于新渠道扩张较为谨慎。
- 3) 生产：多品类的制造型企业资本开支较多，考验选品测试、柔性生产能力，运营成本也更高；大单品公司仅需复制扩建产线、轻度优化配方和包装即可，资本开支较低。
- 4) 费用：多品类公司的终端建设投入、广告宣传费较多，投放虽结合当下热点有侧重，但因品类丰富致销售费率较高。而大单品公司销售投放更加聚焦，更注重网点建设精细化的地面投放，销售费率较精简。

图表42：公司在不同品类以不同品牌进行布局，定价处于行业中等水平

品类	魔芋素毛肚	鹌鹑蛋	深海零食	薯片	蒟蒻果冻
副品牌	大魔王	蛋皇	31°鲜	薯惑	蒟蒻满分
图片					
盐津铺子单价（元/kg）	42.4	蛋皇93/其他50	42.0	45.6	18.4
良品铺子单价（元/kg）	46.1	89.1	53.5	42.5	29.4
三只松鼠（元/kg）	29.4	69.0	49.4	36.1	-
卫龙单价（元/kg）	46.9	77.9	40.6	-	-
劲仔单价（元/kg）	45.4	81.8	36.3	-	-

来源：各品牌天猫官方旗舰店，国金证券研究所（注：单价以最小规格装产品换算）

3.2 公司差异点：品类有创新和侧重，品牌矩阵式布局

市场对公司主打多品类+多渠道策略亦有争议，认为公司依靠产品性价比、新渠道快速扩张仅能享受短期红利，长期仍需看品牌力和渠道力的扎实程度，因此更看好走大单品路线的公司。我们认为此种观点过于片面，区别于传统意义上多品类企业，公司尽可能寻求渠道和产品之间的公约数，扬长避短为消费者创造“更高品质的性价比”；公司亦注重品牌建设，早期通过直营连锁KA背书建立品牌基础，后通过多元渠道曝光、品牌矩阵打造实现升级。

- 1) 渠道以直营KA为基石，结合自身优势快速转型是扬长。随着商超渠道人流下滑，公司以散装品类优势切入量贩零食、BC超市等渠道；同时发挥产品组合优势进驻电商渠道，满足线上消费者多元化消费需求。新渠道帮助公司导入更多消费群体、进驻边际成本较低，还可帮助公司缩短中间节点，直面消费终端，对下游消费者偏好变化更加敏感。
- 2) 品类有创新和侧重点，不断提升供应链效率是避短。多品类公司因布局分散，规模经济成核心痛点。公司目前聚焦七大品类，致力于将新品类魔芋、鹌鹑蛋打造成行业第一，同时对薯片、鳕鱼肠、肉肠等几大爆品持续进行布局培育，供应链每个节点均在同步优化。
- 3) 多元化渠道、品牌矩阵布局，为品牌升级打下铺垫。公司着重社交电商平台投入，聚焦新品种草和爆品打造，通过视觉优化、包装升级、营销事件等进一步提升品牌影响力。同时公司形成了魔芋素毛肚“大魔王”、健康蛋类零食“蛋皇”、蒟蒻果冻品牌“蒟蒻满分”、薯类零食品牌“薯之惑”等品牌矩阵，贯彻广覆盖、差异化的竞争策略，使得消费者更加聚焦产品本身，也有助于打造品牌即品类意识。



四、盈利预测与投资建议

4.1 收入及毛利率预测

我们采取分渠道方式预测 24-26 年公司营业收入及毛利率。1) 直营商超渠道: 随着线上、线下新渠道不断涌现, 传统商超大盘近年人流下滑较为严重, 另外公司主动收缩存在应收账款风险的业务, 因此我们预计后续该渠道收入仍有下滑态势, 24-26 年收入分别-9%/-5%/-5%, 且毛利率逐年下滑。

2) 经销渠道: 经销渠道收入由零食量贩、定量流通、散装 BC 三项合计构成。前文我们对于零食量贩门店数量预测仍有翻倍以上空间, 叠加公司合作的品种数、提供的 SKU 丰富度不断提升, 我们预计在该渠道未来 2~3 年仍具备收入端翻 2~3 倍的机会。定量流量渠道目前基数较低, 但为公司推进全国化、提升客单价和品牌露出起到重要作用, 预计未来 2~3 年具备高双位数增长机会。对于散装 BC 渠道而言, 由于公司省外基础相对薄弱, 目前仍在大力开拓经销商、渗透终端网点的过程中, 预计未来 3 年复合增速在 10%~15% 之间。综合来看, 预计 24-26 年公司经销渠道收入增速分别为 29%/28%/23%。毛利率因量贩零食渠道占比快速提升而呈现下降趋势, 预计 24-26 年分别为 28.3%/27.3%/26.9%。

3) 电商渠道: 公司电商渠道以抖音为基本盘, 同时大力培育传统货架电商 (天猫淘宝、京东) 及拼多多等性价比渠道。结合前文所述, 我们认为公司在抖音渠道相较于多数贴牌商而言具备鲜明的供应链优势, 后续有望跟随大盘增长同时进一步提升市占率, 预计抖音渠道未来能达到 12 亿元销售规模, 同时其他电商平台达到 6-8 亿元左右, 则电商渠道 24-26 年收入增速预计为 46%/26%/20%。随着公司品牌力影响力、品类丰富度提升, 规模效应有望显现, 以此对冲市场竞争加剧、平台流量成本增加的负面影响, 电商渠道将企稳在 40% 左右, 预计 24-26 年分别为 40.5%/40%/40%。

图 43: 分渠道 24-26E 收入及毛利率预测

分渠道	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2281.50	2893.52	4115.18	5333.03	6695.19	8093.67
营业收入 yoy	16%	27%	42%	30%	26%	21%
营业毛利 (百万元)	814.71	1004.61	1380.18	1724.77	2083.58	2475.97
毛利率	35.7%	34.7%	33.5%	32.3%	31.1%	30.6%
直营商超渠道	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	659.36	371.71	334.41	307.66	292.28	277.66
收入 yoy	5%	-44%	-10%	-8%	-5%	-5%
毛利率	50.8%	54.6%	52.2%	50.0%	49.0%	48.0%
经销渠道 (含定量装等)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	1483.36	2103.52	2952.37	3811.77	4873.69	5980.94
收入 yoy	22%	42%	40%	29%	28%	23%
毛利率	28.5%	30.3%	29.6%	28.3%	27.3%	26.9%
电商渠道	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	138.79	418.29	828.40	1213.60	1529.22	1835.06
收入 yoy	27%	201%	98%	46%	26%	20%
毛利率	40.8%	39.5%	40.2%	40.5%	40.0%	40.0%

来源: Wind, 国金证券研究所

4.2 费用预测

结合过去几年销售费率走势来看, 由于渠道结构变化, 销售费率呈现快速下降趋势。考虑到新渠道如零食量贩渠道未来增速较快, 但相关商品陈列、货品返点费用较低, 我们预计 24-26 年公司销售费率分别为 11.6%/10.6%/9.9%。管理费用方面, 由于公司重视人才培养, 给予较强的激励和薪酬绑定, 考虑到股权支付费用, 我们预计 24-26 年基本平稳, 分别为 4.4%/4.4%/4.3%。研发费用方面, 考虑到公司产品具备多样化特征, 且生产工艺不断优化以求降本增效, 需要不断投入进行配方迭代和新品洞察, 预计绝对投放有增长, 但相对费率逐步摊薄, 预计 24-26 年分别为 1.8%/1.6%/1.5%。


图表44：24-26E 三项费率预测

单位：百万元/%	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用	505	457	516	620	707	801
销售费用率	22.2%	15.8%	12.5%	11.6%	10.6%	9.9%
管理费用	119	131	183	235	294	350
管理费用率	5.2%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%
研发费用	55	74	80	94	108	124
研发费用率	2.4%	2.6%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%

来源：Wind, 国金证券研究所

4.3 估值与投资建议

结合上述毛利率和费率假设，我们认为公司净利率有望持续改善，对应 24-26 年分别为 12.7%/12.8%/13.0%。我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 6.8/8.5/10.5 亿元，同比 +34%/+26%/23%，对应 EPS 分别为 2.46/3.11/3.83 元/股。

我们选取休闲食品赛道 5 家细分龙头作为可比公司，考虑到公司作为渠道改革先行者，充分享受新渠道变革红利，叠加品类矩阵不断丰富，收入增长确定性较强。伴随着供应链降本增效，预计净利率仍有提升空间。我们给予公司一定的估值溢价，对应 24 年 22x PE，则对应目标价 54.20 元/股，维持“买入”评级。

图表45：可比公司 PE 估值表

股票代码	公司	收盘价 (元/股)	EPS(元/股)					PE(倍)				
			22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E
002557.SZ	洽洽食品	28.31	1.93	1.58	2.00	2.36	2.63	15	18	14	12	11
300783.SZ	三只松鼠	21.35	0.32	0.55	0.90	1.26	1.70	68	40	24	17	13
003000.SZ	劲仔食品	12.60	0.31	0.48	0.63	0.82	1.01	41	27	20	15	12
002991.SZ	甘源食品	59.85	1.72	3.58	4.13	5.02	5.88	36	17	15	12	10
002956.SZ	西麦食品	14.33	0.49	0.52	0.63	0.78	0.95	29	27	23	18	15
603697.SH	有友食品	5.94	0.50	0.27	0.34	0.41	0.47	12	22	17	14	13
均值								34	25	19	15	12
002847.SZ	盐津铺子	42.85	2.40	2.64	2.46	3.11	3.83	18	16	17	14	11

来源：Wind, 国金证券研究所(注：股价截至 2024 年 7 月 3 日，三只松鼠、西麦食品、有友食品 EPS 选自 Wind 一致预期)

五、风险提示

- 食品安全风险：**公司所处休闲零食行业为日常所需，若发生食品安全事件则将显著破坏公司声誉，对销量造成不利影响。
- 新品推广不及预期：**公司目前正在积极推动魔芋和鹌鹑蛋新品，未来可能面临新品销售不及预期、营业收入增长不及预期的风险。
- 原材料价格波动：**公司原材料多为大宗商品，且已针对核心品类进行上游采购端锁价。倘若原材料价格大规模、大幅度上涨，可能导致公司盈利能力受损。
- 渠道拓展不及预期：**公司目前正加大大量贩零食、电商渠道布局，也积极开拓定量流通新客户，未来可能面临新渠道拓展不及预期，进而影响业绩增长的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,282	2,894	4,115	5,333	6,695	8,094
增长率		26.8%	42.2%	29.6%	25.5%	20.9%
主营业务成本	-1,467	-1,889	-2,735	-3,608	-4,612	-5,618
%销售收入	64.3%	65.3%	66.5%	67.7%	68.9%	69.4%
毛利	815	1,005	1,380	1,725	2,084	2,476
%销售收入	35.7%	34.7%	33.5%	32.3%	31.1%	30.6%
营业税金及附加	-20	-28	-33	-48	-60	-73
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-505	-457	-516	-620	-707	-801
%销售收入	22.2%	15.8%	12.5%	11.6%	10.6%	9.9%
管理费用	-119	-131	-183	-235	-294	-350
%销售收入	5.2%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%
研发费用	-55	-74	-80	-94	-108	-124
%销售收入	2.4%	2.6%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	115	314	569	728	914	1,128
%销售收入	5.0%	10.9%	13.8%	13.6%	13.7%	13.9%
财务费用	-21	-9	-16	2	5	10
%销售收入	0.9%	0.3%	0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-3	1	-16	-13	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	2	2	2
%税前利润	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	170	341	584	771	974	1,197
营业利润率	7.4%	11.8%	14.2%	14.5%	14.5%	14.8%
营业外收支	-3	-8	-10	-3	-3	-3
税前利润	167	333	574	768	971	1,194
利润率	7.3%	11.5%	13.9%	14.4%	14.5%	14.8%
所得税	-13	-31	-61	-84	-107	-131
所得税率	7.6%	9.3%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	154	302	513	683	864	1,063
少数股东损益	4	0	8	7	10	13
归属于母公司的净利润	151	301	506	676	854	1,050
净利率	6.6%	10.4%	12.3%	12.7%	12.8%	13.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	154	302	513	683	864	1,063
少数股东损益	4	0	8	7	10	13
非现金支出	132	150	186	172	186	210
非经营收益	11	18	35	2	10	3
营运资金变动	181	-44	-70	-53	-11	14
经营活动现金净流	478	426	664	805	1,049	1,291
资本开支	-331	-260	-345	-300	-292	-298
投资	0	0	0	0	0	0
其他	9	9	48	2	2	2
投资活动现金净流	-322	-251	-296	-298	-290	-296
股权募资	119	6	186	0	0	0
债权募资	-72	85	-93	7	-133	-236
其他	-252	-188	-348	-411	-517	-632
筹资活动现金净流	-205	-97	-255	-404	-650	-868
现金净流量	-49	77	113	102	109	126

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	135	203	310	408	514	637
应收款项	208	180	227	224	262	317
存货	259	453	594	659	805	905
其他流动资产	84	216	172	215	266	318
流动资产	685	1,053	1,304	1,506	1,846	2,177
%总资产	32.9%	42.9%	45.4%	46.8%	50.4%	53.4%
长期投资	64	1	1	1	1	1
固定资产	1,064	1,084	1,169	1,231	1,310	1,365
%总资产	51.1%	44.2%	40.7%	38.2%	35.8%	33.5%
无形资产	198	203	213	269	283	306
非流动资产	1,397	1,402	1,566	1,714	1,816	1,903
%总资产	67.1%	57.1%	54.6%	53.2%	49.6%	46.6%
资产总计	2,082	2,455	2,870	3,220	3,662	4,080
短期借款	530	483	528	549	416	180
应付款项	491	433	606	664	830	992
其他流动负债	161	226	243	249	310	372
流动负债	1,181	1,142	1,376	1,462	1,556	1,544
长期贷款	2	137	0	0	0	0
其他长期负债	16	27	32	19	15	13
负债	1,198	1,307	1,408	1,481	1,571	1,556
普通股股东权益	873	1,135	1,447	1,717	2,059	2,479
其中：股本	129	129	196	274	274	274
未分配利润	469	640	919	1,190	1,532	1,952
少数股东权益	11	13	15	22	32	44
负债股东权益合计	2,082	2,455	2,870	3,220	3,662	4,080

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.165	2.343	2.580	2.464	3.114	3.827
每股净资产	6.749	8.819	7.380	6.259	7.505	9.036
每股经营现金净流	3.694	3.307	3.387	2.936	3.828	4.709
每股股利	0.500	1.000	1.000	1.480	1.871	2.299
回报率						
净资产收益率	17.27%	26.57%	34.95%	39.36%	41.50%	42.36%
总资产收益率	7.24%	12.28%	17.62%	20.99%	23.33%	25.74%
投入资本收益率	7.49%	16.11%	25.59%	28.23%	32.37%	37.04%
增长率						
主营业务收入增长率	16.47%	26.83%	42.22%	29.59%	25.54%	20.89%
EBIT 增长率	-48.52%	173.64%	81.19%	27.79%	25.63%	23.36%
净利润增长率	-37.65%	100.01%	67.76%	33.66%	26.40%	22.91%
总资产增长率	2.99%	17.91%	16.92%	12.20%	13.73%	11.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.3	22.7	16.5	14.0	13.0	13.0
存货周转天数	76.0	68.8	69.9	68.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	53.8	47.4	37.2	37.0	36.0	35.0
固定资产周转天数	161.5	118.7	100.8	80.6	65.8	54.7
偿债能力						
净负债/股东权益	44.94%	36.35%	14.85%	8.10%	-4.66%	-18.11%
EBIT 利息保障倍数	5.5	35.6	34.8	-403.2	-189.3	-115.9
资产负债率	57.56%	53.23%	49.07%	45.98%	42.91%	38.15%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	11	34	82	187
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.03	1.02	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究