

盐津铺子 (002847.SZ): 多渠道驱动, 增长势能强劲

——从渠道的角度解析公司增长潜力

2024年12月25日

强烈推荐/首次

盐津铺子

公司报告

公司已经由直营商超为主要驱动变成了量贩和电商为主要驱动, 经销为基本盘的公司。

量贩零食从本质上是零食零售的大发展。据艾媒咨询, 截至2023年底, 中国零食集合门店数量已经突破2.2万家, 规模809亿元, 预测到2025年, 国内量贩零食门店的数量将达4.5万家, 市场规模将达1239亿元。

量贩零食店的大规模涌现从本质上来说是零售业的大的发展, 从低效率的供应链变成高效率的供应链形式, 从较差的人货场匹配度变成较佳的人货场匹配度, 从低运营效率变为高运营效率, 所以我们认为尽管宏观经济及居民消费行为的变化给量贩带了一个发展的契机, 但在未来的数年间, 无论经济如何变化, 量贩这种高效的运营模式依然拥有巨大的市场。

开店空间8.1万家, 渗透率44%。我们根据各省人均消费水平、人口数量, 参考蜜雪冰城在属地及其他省份的门店数量, 并考虑到了一线城市开店的难度, 推算量贩零食门店全国开店空间8.1万家。根据主要量贩零食品牌在各省的门店数量, 我们推算当前全国量贩零食门店数约3.6万家, 当前渗透率约为44%。

4个方面带动公司量贩零食渠道增长。2024年H1量贩零食渠道收入占公司总营收比重大约25%。公司未来在量贩零食渠道的增量主要来源于: 1、伴随品牌商门店数量增加的自然增长; 2、品牌商SKU数量的增加; 3、新增战略合作品牌合作商; 4、核心产品销售量的增长。

公司在量贩零食渠道仍有大空间。根据前文推测, 零食量贩渠道门店可达到8.1万家, 未来行业总规模可达2106亿元。推测目前鸣鸣很忙系统市占率约35%, 预计未来头部将更加集中, 鸣鸣很忙集团占比有望达到50%左右。我们推算2023年公司对零食很忙销售额在鸣鸣很忙系统占比约3%, 加上赵一鸣预计占比3.5%-4%左右。推测公司对其他量贩系统出货率1.1%左右, 公司整体在量贩系统出货率1.8%左右。中性假设下, 未来盐津铺子量贩零食渠道收入空间可达30亿元, 与23年相比有约不到4倍空间。

公司在抖音渠道增长迅速。作为传统下线品牌, 公司在抖音占比并不高, 在排名前五的休闲食品品牌中是唯一的全生产制造型企业, 具备成本优势和打价格战的基础, 且自然GMV占比较高(24Q1达到41.74%), 这几均意味着公司在该渠道的可持续增长能力较强。

投资建议:我们推测公司2024-2026年营业收入分别为51.98/64.29/76.49亿元, 归母净利润分别为6.45/8.27/10.35亿元, 分别同比+26.44%/28.24%/24.9%, 对应EPS分别为2.36、3.03和3.79元。当前股价对应2024-2026年PE值分别为25、20和16倍。公司抖音+量贩+经销渠道全国拓展和下沉均具备较强的增长势能, 看好公司长期稳定增长潜力, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示:量贩零食及抖音渠道竞争激烈, 价格战导致公司利润受损; 量贩零

公司简介:

盐津铺子食品股份有限公司的主营业务是小品类休闲食品的研发、生产和销售。主要产品是休闲烘焙点心类(含薯片)、休闲深海零食(含鱼豆腐等)、休闲肉鱼产品、休闲豆制品-豆干类、果干产品、蜜饯炒货、休闲素食、辣条。

资料来源: 公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示:

无

资料来源: 公司公告、同花顺

发债及交叉持股介绍:

无

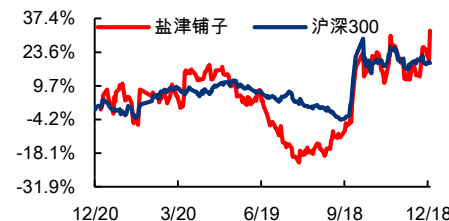
资料来源: 公司公告、同花顺

交易数据

52周股价区间(元)	58.88-35.78
总市值(亿元)	148.36
流通市值(亿元)	132.81
总股本/流通A股(万股)	27,282/27,282
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	2.38

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070004

分析师: 王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070003

食往上游压价影响公司利润; 消费恢复不及预期; 食品安全风险。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,893.52	4,115.18	5,198.01	6,428.59	7,649.47
增长率 (%)	26.83%	42.22%	26.31%	23.67%	18.99%
归母净利润 (百万元)	301.49	505.77	645.07	826.55	1,034.72
增长率 (%)	95.55%	70.04%	26.44%	28.24%	24.90%
净资产收益率 (%)	26.57%	34.95%	35.06%	36.69%	37.35%
每股收益 (元)	2.40	2.64	2.36	3.03	3.79
PE	24.93	22.66	25.30	19.74	15.77
PB	6.78	8.11	8.87	7.24	5.89

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 盐津铺子: 全渠道协同发展, 量贩零食和抖音高增长	5
2. 量贩零食兴起带来新商机	5
2.1 量贩零食从本质上是零食零售业的大发展	5
2.2 零食量贩市场的竞争格局	7
2.3 量贩零食开店空间 8.6 万家	8
2.4 公司量贩零食渠道空间可达 30 亿	9
3. 抖音带动线上渠道增长, 线上占比迅速提升	11
4. 经销渠道下沉、全国化拓展加速推动增长	13
5. 投资建议	15
6. 风险提示	16
7. 相关报告汇总	18

插图目录

图 1: 盐津铺子渠道拆解 (亿元)	5
图 2: 量贩零食商业模式	6
图 3: 每平方 SKU: 量贩零食明显高于传统商超	6
图 4: 量贩零食全国门店分布 (24H1)	7
图 5: 零食很忙全国门店分布 (24H1)	7
图 6: 量贩零食湖南省门店分布 (24H1)	7
图 7: 戴永红门店数量 (24H1)	7
图 8: 线上渠道营收	11
图 9: 电商平台 GMV 占比	11
图 10: 休闲零食品牌抖音份额 (2024Q1)	11
图 11: 盐津铺子电商发展历程	12
图 12: 可比公司毛利率	13
图 13: 可比公司净利润率	13
图 14: 盐津铺子传统渠道拆分 (亿元)	14
图 15: 2023 年中国休闲零食分品类市场份额占比	14
图 16: 零食公司经销商数量	14
图 17: 盐津铺子经销商区域分布	14
图 18: 23 年公司分地区销售额占比及增速	15
图 19: 23 年公司分地区经销商数量及增速	15

表格目录

表 1: 量贩零食行业门店数量预测	8
表 2: 盐津铺子量贩零食营业收入敏感性测算	10

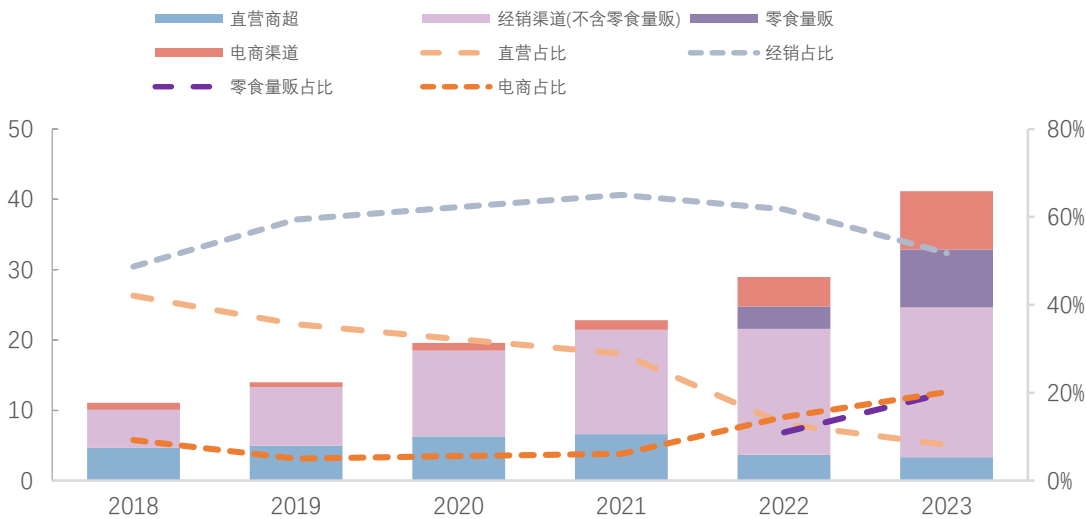
表 3: 公司及卫龙分地区收入.....	15
表 4: 23 年股权激励目标	16
附表: 公司盈利预测表	17

1. 盐津铺子：全渠道协同发展，量贩零食和抖音高增长

盐津铺子直营占比持续回落，经销渠道稳步发展，量贩零食、电商渠道贡献增量，全渠道协同发展。公司以商超散称起家，19 年以前公司直营商超占比达 40% 以上，公司通过直营 KA 商超树标杆，经销跟随，然而随着疫情导致商超流量下滑公司直营占比持续下降。直营商超占比从 2018 年 42% 回落至 2023 年 8%。在这期间公司渠道下沉，经销商全面拓展，近三年经销渠道（不含量贩零食）保持每年 20% 左右的增长，占总营业收入 50%-65%，其中以散装为主，但 2021 年公司通过 9.9 试点定量装，在随后的几年间定量装均获得高速增长并带动经销渠道的增长。

电商、零食渠道等新兴渠道积极突破。公司线上电商精准定位制造企业的品牌电商，2022 年和 2023 年销售收入实现翻倍增长，占比从 2018 年 9% 提升至 2023 年 20%。此外，2022 年公司开辟量贩零食渠道，营收 3.18 亿，占比 11%，2023 年量贩渠道营收翻倍，占比约 21%。量贩零食店和电商渠道近两年来主要贡献了公司营收的增量。

图1：盐津铺子渠道拆解（亿元）



资料来源：同花顺、公司公告、东兴证券研究所

2. 量贩零食兴起带来新商机

2.1 量贩零食从本质上是零食零售业的大发展

量贩零食行业发展迅速，虽然已经经历了 2 年的快速发展期，但行业依然处于抢占部分传统零售商释放的市场份额，门店快速扩张的阶段。截至 2023 年底，中国零食集合门店数量已经突破 2.2 万家，规模 809 亿元，我们推测今年量贩零食门店约 3.6 万家左右。据艾媒咨询预测到 2025 年，国内量贩零食门店的数量将达 4.5 万家，市场规模将达 1239 亿元。

2023 年 11 月 10 日,量贩零食两大头部企业 零食很忙与赵一鸣零食正式宣布进行战略合并, 24 年 3 月, 零食很忙和赵一鸣门店数量突破 7500 家, 并以每月增加约 1000 家店的速度开店。2024 年 6 月 12 日, 零食

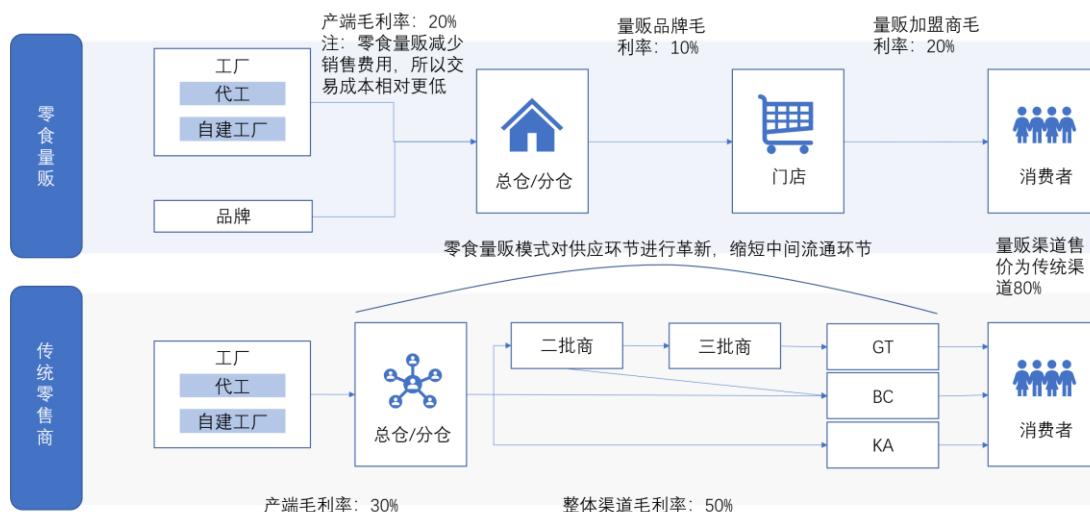
很忙集团正式更名为鸣鸣很忙集团并正式宣布第 10000 家门店正式诞生, 成为首个完成万店目标的零食量贩集团。而在今年 10 月份, 赵一鸣零食与零食很忙的门店数量已经突破 13000 家。赵一鸣与零食很忙的合并意味着零食头部企业已经提前开始布局以避免市场神仙打架过早出现价格战现象, 这有益于整个行业的良性发展。

量贩零食模式有三大特色优势: (1) 简化经销层级和取消渠道费以降低采购成本。量贩零食商取消上游渠道费用如广告费, 进场费, 降低采购成本。其次, 减少中间经销商多重加价, 例如, 赵一鸣的产品基本为直采, 没有渠道经销商赚差价, 真正实现厂家供货, 这样一来便能实现在终端上整体售价约为传统商超的 60%-80%。

(2) 量贩零食门店产品丰富, SKU 坪效高, 多家头部品牌单店 SKU 数量超过 1500 个, 每平方 SKU 数量是商超的数倍, 门店整体经营效率高于商超。此外, 量贩零食店上新速度快, 以每月 100 款以上的速度更新产品, 让消费者保持新鲜感。(3) 量贩零食店选址通常位于大型居住社区或成熟商圈, 人流量较大且位置便利, 满足小型家庭就近的购物需求。

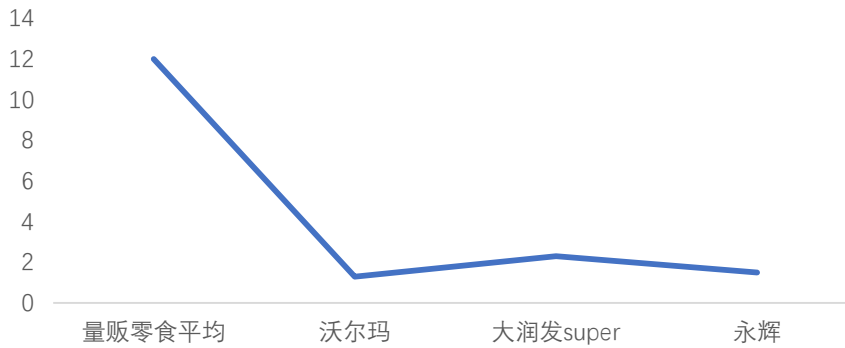
量贩零食店的大规模涌现从本质上来说是零售业的大的发展, 从低效率的供应链变成高效率的供应链形式, 从较差的人货场匹配度变成较佳的人货场匹配度, 从低运营效率变为高运营效率, 所以我们认为尽管宏观经济及居民消费行为的变化给量贩带了一个发展的契机, 但在未来的数年间, 无论经济如何变化, 量贩这种高效的运营模式依然拥有巨大的市场。

图2: 量贩零食商业模式



资料来源: 灼识咨询、东兴证券研究所

图3: 每平方 SKU: 量贩零食明显高于传统商超

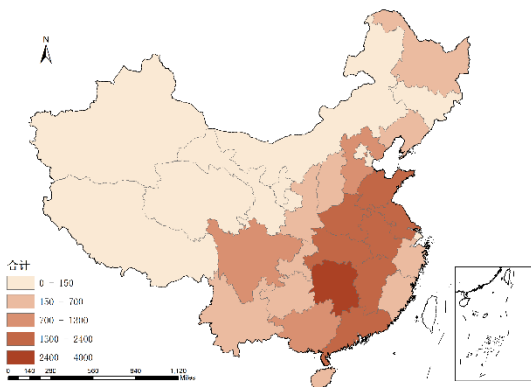


资料来源: 好想来、零食很忙、第三只眼看零售、职业零售网、东兴证券研究所

2.2 零食量贩市场的竞争格局

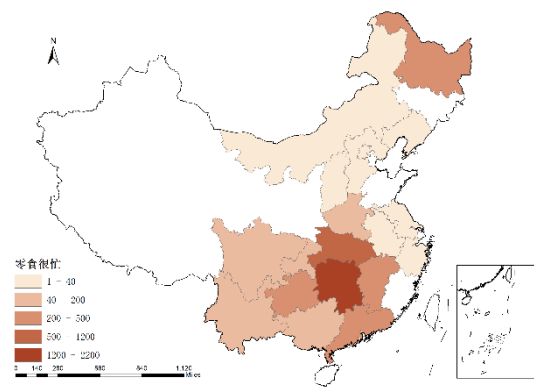
区域集中度较高, 竞争激烈。据百度地图不完全统计的各品牌门店数据, 门店数量前 8 的省份位于华东、华中、华南, 各省份门店数量超 2000 家。而在华北、东北、西北市场门店数量相对较少。头部品牌零食很忙主要位于湖南和湖北市场, 湖南门店数量大约为 2000 多家。湖南量贩零食店发展充分, 总门店数约为 4000 多家。湖南各个地级市充分竞争, 本地品牌均有大量门店入驻, 如本地品牌戴永红门店数量在永州、湘潭接近零食很忙。但随着零食很忙 2024 年门店的迅速扩张, 戴永红门店数量逐步减少, 1 月-4 月间, 戴永红 90 分店铺 3 个月内下降 12%。我们推测湖南省量贩零食门店饱和度约为 80%, 对应湖南省远期饱和门店数约为 5000 家。

图4: 量贩零食全国门店分布 (24H1)



资料来源: 百度地图、东兴证券研究所

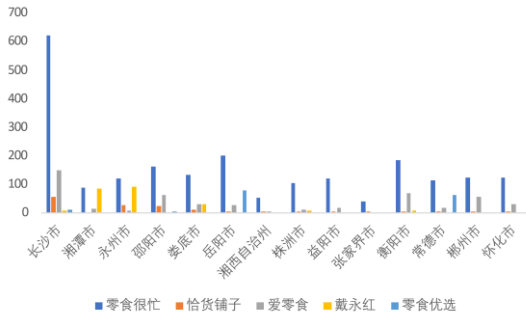
图5: 零食很忙全国门店分布 (24H1)



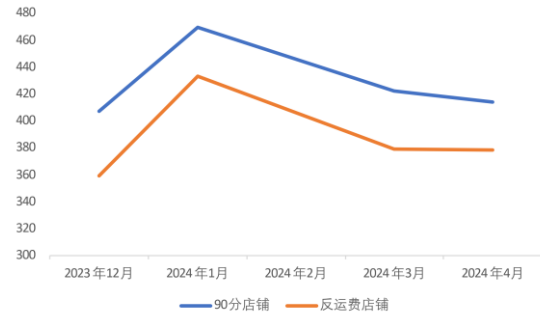
资料来源: 百度地图、东兴证券研究所

图6: 量贩零食湖南省门店分布 (24H1)

图7: 戴永红门店数量 (24H1)



资料来源: 百度地图、东兴证券研究所



资料来源: 戴永红公众号、东兴证券研究所

2.3 量贩零食开店空间 8.6 万家

我们认为量贩零食行业远期规模与常住人口和人均食品烟酒消费支出有关, 量贩零食行业短期规模参考平价奶茶店蜜雪冰城: 1) 常住人口: 量贩零食需要足够客流量的支撑, 人口数越多的省份则饱和和门店数越多。2) 人均食品烟酒消费支出: 量贩零食需要客户有足够的消费能力, 人均食品烟酒消费支出高的省份对零食消费能力较强。3) 蜜雪冰城门店数量: 量贩零食和蜜雪冰城同为性价比消费品, 门店下沉能力好, 能够下沉到乡镇。蜜雪冰城发展阶段更为成熟, 且河南作为蜜雪冰城基地市场, 类似湖南作为量贩零食基地市场, 引入蜜雪冰城强调基地市场的特殊性。

具体测算方法: 湖南市场作为零食很忙的诞生地, 是量贩零食行业发展最好的省份, 具有基地市场的特殊性。以湖南远期饱和和门店数 5000 家设为基准, 以湖南常住人口, 人均食品烟酒消费支出设为基准计算各省份系数。具体公式如下: 人口系数=各省常住人口/湖南常住人口, 食品烟酒消费系数=各省人均食品烟酒消费支出/湖南人均食品烟酒消费支出, 蜜雪冰城系数=各省蜜雪冰城门店数/河南门店数。由于蜜雪冰城并没有达到稳态且理想的开店状态, 因为我们只能把它作为参考, 用于计算调整基数, 调整系数=(蜜雪冰城系数+人口系数)/2, 调整系数即考虑到了基地市场的差异也考虑到了人口数量的差异。开店空间=湖南远期饱和门店数 5000*调整系数*省人均食品烟酒消费系数。值得注意的是, 这个模型并没有考虑到蜜雪冰城和量贩零食店的店型所导致的租金成本的差异, 由于一线城市租金高, 因此相较于门店面积较小的蜜雪冰城, 量贩零食店相对更难生存, 考虑到这个我们对北京和上海门店数*0.2, 广东*0.8 进行简单的调整。

测算结果: 全国开店空间 8.1 万家, 我们统计了主要量贩零食门店各省份的数量, 推算全国量贩零食门店数量约 3.6 万家, 当前渗透率约为 44%。

表1: 量贩零食行业门店数量预测

省份	常住人口 (万人)	人口系数	人均食品烟酒消费支出	食品烟酒消费系数	开店空间	蜜雪冰城门店数量	蜜雪冰城系数	调整系数	当前门店数 (推算)	渗透率
北京	2186	0.33	9645	1.14	276	440	0.15	0.24	3	1%
天津	1364	0.21	9874	1.17	964	356	0.12	0.16	81	8%
河北	7393	1.13	7104	0.84	3702	1852	0.63	0.88	1546	42%
山西	3466	0.53	6007	0.71	1459	855	0.29	0.41	782	54%
内蒙	2396	0.36	7208	0.85	1195	569	0.19	0.28	155	13%
辽宁	4182	0.64	8426	1.00	2496	1062	0.36	0.50	311	12%

省份	常住人口 (万人)	人口 系数	人均食品烟酒 消费支出	食品烟酒消 费系数	开店空 间	蜜雪冰城门 店数量	蜜雪冰城 系数	调整 系数	当前门店数 (推算)	渗透 率
吉林	2339	0.36	6406	0.76	997	495	0.17	0.26	94	9%
黑龙江	3062	0.47	7241	0.86	1464	632	0.22	0.34	54	4%
上海	2487	0.38	12880	1.53	408	457	0.16	0.27	26	6%
江苏	8526	1.30	9968	1.18	5998	2143	0.73	1.02	2590	43%
浙江	6627	1.01	12106	1.43	5899	1859	0.64	0.82	954	16%
安徽	6121	0.93	8925	1.06	4055	1759	0.60	0.77	2930	72%
福建	4183	0.64	11145	1.32	3177	951	0.33	0.48	1370	43%
江西	4515	0.69	8102	0.96	2547	1092	0.37	0.53	2706	106%
山东	10123	1.54	7703	0.91	5271	2247	0.77	1.16	2245	43%
河南	9815	1.49	6681	0.79	4934	2919	1.00	1.25	2605	53%
湖北	5838	0.89	8784	1.04	3409	1232	0.42	0.66	2545	75%
湖南	6568	1.00	8443	1.00	5000	1088	1.00	1.00	4000	80%
广东	12706	1.93	12130	1.44	7677	2153	0.74	1.34	4155	54%
广西	5027	0.77	7172	0.85	2266	881	0.30	0.53	1160	51%
海南	1043	0.16	9657	1.14	646	196	0.07	0.11	452	70%
重庆	3191	0.49	10101	1.20	2151	681	0.23	0.36	770	36%
四川	8368	1.27	9358	1.11	5104	1658	0.57	0.92	1704	33%
贵州	3865	0.59	7573	0.90	1827	661	0.23	0.41	972	53%
云南	4673	0.71	8090	0.96	2340	775	0.27	0.49	590	25%
西藏	365	0.06	9109	1.08	200	54	0.02	0.04	98	49%
陕西	3952	0.60	6796	0.80	2217	1460	0.50	0.55	452	20%
甘肃	2465	0.38	7530	0.89	1413	755	0.26	0.32	188	13%
青海	594	0.09	7188	0.85	348	214	0.07	0.08	37	11%
宁夏	729	0.11	6944	0.82	440	301	0.10	0.11	57	13%
新疆	2598	0.40	7811	0.93	1359	560	0.19	0.29	52	4%
合计					81241	32357			35683	44%

资料来源: 百度地图、窄门餐眼、GeoQ 智图、东兴证券研究所

2.4 公司量贩零食渠道空间可达 30 亿

盐津铺子量贩零食近两年来发展迅速, 2022 年公司量贩零食渠道收入约 3.18 亿, 占比 11%, 其中零食很忙贡献 2.11 亿元, 占公司量贩零食渠道的 66%。2023 年 12 月盐津铺子联合好想你共同投资零食很忙 10.5 亿元。此外, 盐津铺子与热门零食量贩品牌零食有鸣、爱零食、戴永红等各区域量贩零食品牌均有深度合作, 瞄准三四线城市线下市场。

随着对量贩零食渠道合作范围的进一步扩大, 公司 23 年量贩零食渠道收入达到 8.6 亿元左右, 占公司总收入比重约 21%, 零食很忙渠道收入在零食渠道占比有所下降 (至 59%)。截止 2024 年 H1 量贩零食渠道收入占比已达到 25%。

盐津铺子作为量贩零食投资者和多 SKU 企业, 更容易与量贩零食渠道形成合作。首先, 多 SKU 布局与零食量贩 SKU 多且上新快的特点相适应, 2023 年末盐津铺子在零食很忙有 40 个 SKU, 24 年能够新增到 50+ 个。赵一鸣连锁门店内的在售 SKU 数量快速提升, 2023 年底仅 10 余个 SKU, 至 24 年年中有 30 余个 SKU。随着与各个品牌的深入合作, SKU 数量在不断增加。其次, 盐津铺子作为头部品牌零食很忙的投资机构, 具有更强的议价能力, 产品价盘混乱造成的风险相对更低。

盐津铺子在零食量贩渠道未来的增长逻辑包括: 1、伴随品牌商门店数量增加的自然增长; 2、品牌商 SKU 数量的增加 (估计公司在零食很忙合作 SKU 有五十多个, 目前还在持续新增, 公司在第二梯队和第三梯队品牌商 SKU 数还有较大增长空间); 3、新增战略品牌合作商; 4、公司在核心品类 (鹤鹑蛋、素毛肚、芒果干、鱼豆腐等) 取得的品牌影响力和消费者心智影响, 带来的销售量增长。

中性假设下盐津铺子在量贩零食渠道的空间为 30 亿元。根据前文推测, 零食量贩渠道门店可达到 8.1 万家, 假设平均每家店 260 万元销售额, 行业总规模 2106 亿元。推测目前鸣鸣很忙系统市占率约 35%。目前零食很忙和赵一鸣门店保持快速开店的趋势, 量贩零食行业加速竞争, 预计未来头部将更加集中, 零食很忙集团占比有望达到 50% 左右。我们测算 2023 年公司对零食很忙销售额在鸣鸣很忙系统占比约 3%, 加上赵一鸣预计占比 3.5%-4% 左右。推测公司对其他量贩系统出货率 1.1% 左右, 公司整体在量贩系统出货率 1.8% 左右。假设公司在其他量贩出道出货率不变, 中性假设下, 未来盐津铺子量贩零食渠道收入空间可达 30 亿元, 与 23 年相比有约不到 4 倍空间, 如果公司在其他量贩系统出货率提升, 则空间更大。

表2: 盐津铺子量贩零食营业收入敏感性测算

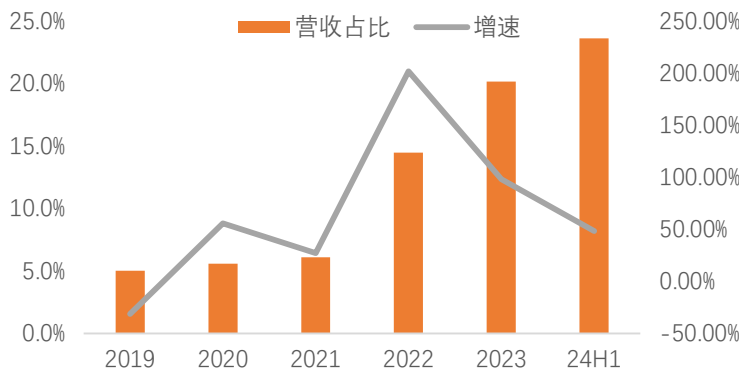
相关变量	关键假设及推测					
市场规模	23 年量贩零食规模 809 亿元, 门店 25000 家, 平均每家店销售额 324 万元, 假设门店饱和数量 8.1 万家, 单店收入 260 万元, 行业规模 2106 亿元。					
头部占比	2023 年鸣鸣很忙总销售额 239 亿元, 市占率约 35%。					
盐津出货率	我们测算 2023 年对零食很忙销售额在鸣鸣很忙系统占比约 3%, 加上赵一鸣预计占比 3.5%-4% 左右。推测公司对其他量贩系统出货率 1.1% 左右, 公司整体在量贩系统出货率 1.8% 左右。假设未来公司在其他量贩渠道出货率不变。					
盐津铺子量贩零食渠道营业收入测算 (亿元)	鸣鸣很忙系统市占率					
		35.00%	40.0%	45.00%	50.0%	55.00%
公司在鸣鸣很忙出货率	3.00%	22.42	23.57	24.73	25.89	27.05
	3.50%	24.60	26.07	27.54	29.02	30.49
	4.00%	26.79	28.57	30.36	32.14	33.92
	4.50%	28.97	31.07	33.17	35.26	37.36
	5.00%	31.16	33.57	35.98	38.39	40.80

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3. 抖音带动线上渠道增长, 线上占比迅速提升

盐津铺子线下起家, 电商渠道以前较为薄弱, 但自 2022 年以来, 公司开始重视发展电商渠道, 2022-2024H1 公司电商渠道在营收中占比快速提升, 截止 2024H1 公司电商渠道同比+48.40%, 营收占比达到 23.6%, 较 22 年占比提升 9.1pct。

图8: 线上渠道营收



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

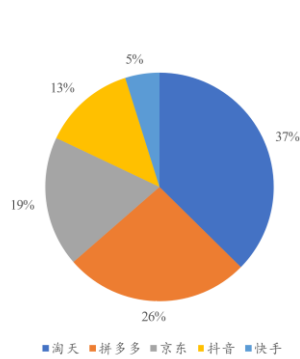
抖音电商崛起, 蚕食传统货架电商。根据晚点财经数据, 市场份额第一的淘系份额下降至 37%, 第二名京东则被拼多多取而代之。两大传统货架电商的市场占有率被后来者不断蚕食, 2023 年预估抖音电商 GMV 在 2.7 万亿左右。随着抖音电商宣告进入全域兴趣电商阶段, “货找人”、“人找货”的路径实现双向联通, 消费者与商品的交互性更强, 抖音电商 GMV 占比有望进一步提升。

抖音成为新品牌必争之地, 新格局正在诞生。上一轮传统电商渠道中, 以三只松鼠、百草味和良品铺子为代表的电商型零食公司规模迅速增长。2020 年后电商平台市场份额变化后, 电商型零食公司开始逐年下滑。新的渠道会诞生新的品牌, 三只松鼠借助抖音渠道快速发展, 盐津铺子也有望借助抖音渠道打开新市场。2024 年 Q1, 抖音电商休闲食品品牌中三只松鼠占比 8.16%, 百草味 3.65%, 盐津铺子占比 1.64%, 在休闲食品中排名第 5, 渠道 CR5 为 17.27%, 抖音渠道市场集中度不高, 且盐津铺子在抖音渠道占比不高, 仍有进一步提升空间。

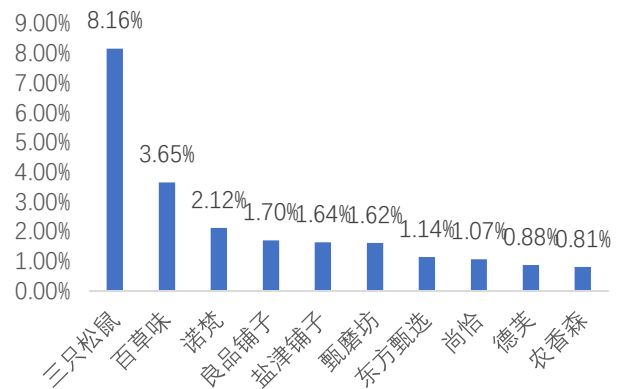
此外, 盐津铺子在排名前五的休闲食品品牌中是唯一的全生产制造型企业, 抖音销售中自然 GMV 占比较高 (24Q1 达到 41.74%, 远高于排名前三的品牌), 证明公司对直播的依赖性相对较低, 可持续增长能力较强。(注: Q1 包含年货节, 三只松鼠等以坚果礼盒为主的品牌在该季度占比较高, 全年市占率会低于一季度, 盐津铺子因礼盒占比低, 市占率的规律恰恰相反。)

图9: 电商平台 GMV 占比

图10: 休闲零食品牌抖音份额 (2024Q1) (没找到底稿)



资料来源: 一财商学院, 东兴证券研究所

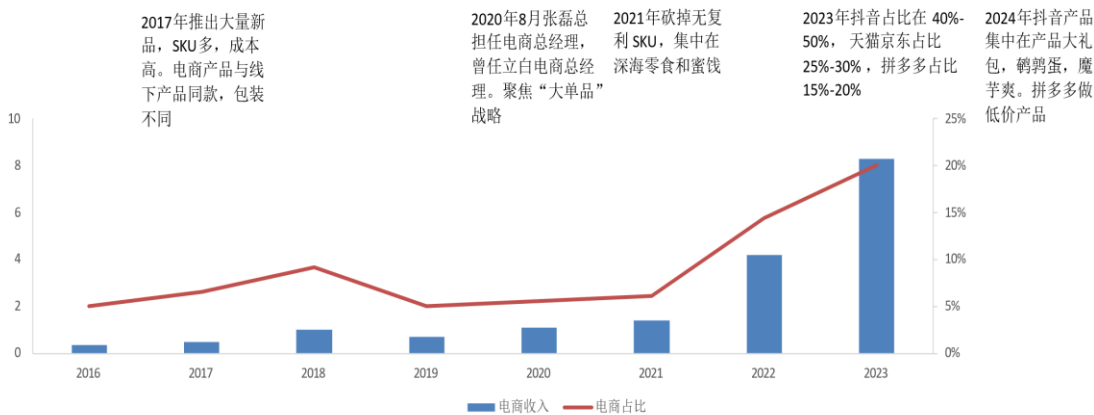


资料来源: Foodtalks, 东兴证券研究所

线上聚焦“大单品战略”，多品类构筑领导品牌心智。2020年公司线上电商砍掉过多的SKU，聚焦“大单品战略”。多年发展后，各核心产品在抖音等社交电商已经取得了行业领先的地位。在大单品战略的推动下，自主生产的规模化优势得到释放，公司盈利水平显著改善。2023年在其他渠道毛利率下降的背景下，公司电商渠道毛利率不降反升，毛利率达40.16%，同比+0.65pct。2024年，电商继续聚焦大单品策略，分别推出19.9元64颗鹤鹑蛋，50包大魔王素毛肚，70包魔芋爽以及39.9元130包大礼包，陆续复制和打造更多的线上超级爆款。

公司电商多品类大单品发展和抖音相得益彰。抖音是目前公司电商渠道的布局重点平台，与淘系头部集中的格局不同，抖音商城早期靠白牌商家起家，休闲零食市场单品牌占比难以超过5%。对于抖音高性价比且去中心化的流量算法机制，盐津铺子采用“极致性价比”产品+“中高溢价”单品的选品思路，重点打造大魔王素毛肚和鹤鹑蛋，多款产品位居抖音热销榜。24年“大魔王”在抖音平台登上爆款榜、人气榜、好评榜TOP1，并被全球权威认证机构“欧睿”认证为“麻酱素毛肚全国销量第一”。

图11: 盐津铺子电商发展历程



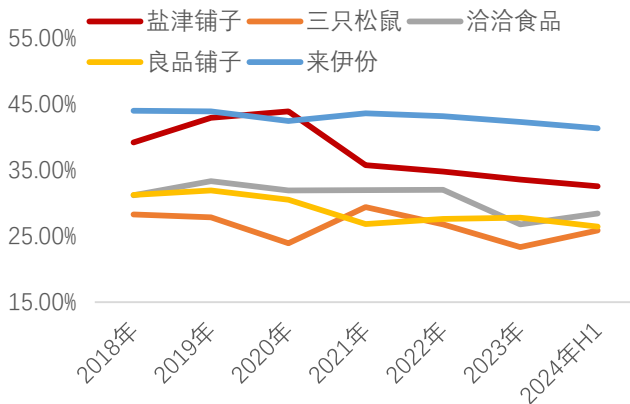
资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所

精准定位“制造企业的品牌电商”，规模效应增长奠定良好价格基础。在高性价比市场竞争格局下，平台型零食公司盈利能力变弱，生产制造型企业有充分的发力空间。通常以大单品为主的产品策略适合自建工厂自

主生产, 销售初期生产成本较高, 但随着销售规模的扩大, 规模效应逐步显现, 生产成本逐步降低, 能够适应目前消费者的高质价比要求。自主方式生产产品能够更好的把握产品质量, 且不断降低生产费用。用代工方式生产产品属于平台型休闲食品企业, 通常产品种类较多, 以多样化产品、一站式购买为产品特色和渠道特色, 往往开设线下专卖店以此吸引顾客体验购买。此种模式的优势是产品上新速度较快, 能灵活应对市场需求的变化, 生产端资产较轻, 但产品质量可控性不如自主生产模式, 且规模效应相对较弱。

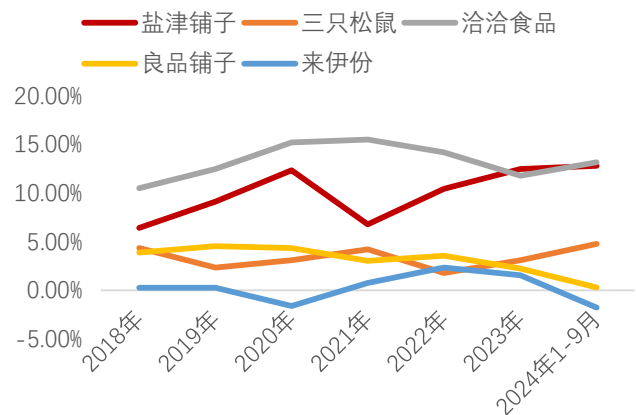
近年来随着量贩零食的异军突起, 休闲零食经历了价格战, 消费者在性价比的基础上进一步追求质价比, 这对企业基于品控和价格的把握要求逐渐增高, 多数企业受到了毛利率或净利润率下降的困扰, 但盐津铺子和三只松鼠逆势增长, 虽然从 21 年到 24 年 H1 盐津铺子毛利率逐步降低 (商超毛利率较高, 随着商超占比降低公司整体毛利率降低), 但净利润率逐步提升, 企业韧性及成长性突显, 也说明企业在当前环境下战略定位的正确。

图12: 可比公司毛利率



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图13: 可比公司净利润率



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

合适的定价策略保证竞争力、利润率及价盘的稳定。盐津铺子明确提出线上价格不会低于价格红线。为了验证公司产品价格定位, 我们选择线上抖音旗舰店、线下超市以及便利店的代表性样本对同类盐津铺子线上线下的产品价格进行对比。我们发现: 1) 相对强势的产品, 比如素毛肚和魔芋丝, 盐津铺子抖音电商和线下产品定价基本一致。2) 竞争强度大的品类, 比如鹤鹑蛋, 盐津铺子在这类产品定价上紧跟竞争对手, 遵循高性价比策略。

4. 经销渠道下沉、全国化拓展加速推动增长

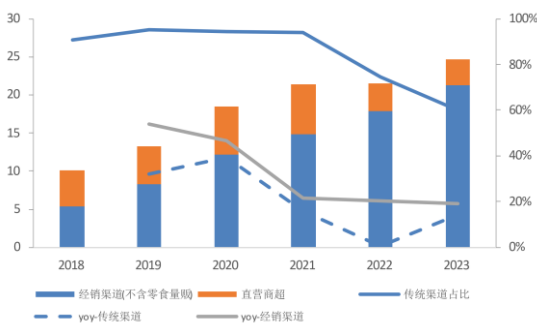
盐津铺子多年来坚持商超模式, 近三年随着电商渠道和量贩零食的发展, 以商超为代表的传统渠道 (直营商超+经销渠道-量贩渠道) 占比有所下降, 从 20 年的 94% 下降至 23 年的 59%, 尽管占比下降, 但传统渠道营业收入仍稳步上涨, 23 年同比+12.32%。

传统渠道中直营商超占比明显下降, 由 2020 年的 32.18% 下降至 23 年的 8.13%。公司 KA 商超客户主要是知名大型连锁商超, 如沃尔玛、大润发、华润万家等。2020 年疫情以来, KA 商超本身流量下降, 21 年公司将部分直营转经销, 将战略重心向其他渠道转移以降低客流下滑带来的冲击。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司直营 13 家大型连锁商超的 884 个 KA 卖场。

公司经销渠道下沉符合行业趋势, 全国化拓展和下沉空间广阔。经销渠道营业收入方面, 剔除量贩零食, 公司 2021-2023 年均维持 20% 左右的增长, 23 年占总营业收入 50.74%。中国快消品的销售渠道主要集中在中小型超市和食杂通路如小型杂货店、批发市场及夫妻店, 且三四线城市占比较高。2023 年公司有经销商 3315 家, 公司在每个市或县级市选取一至二家经销商从事产品的推广和销售, 华中/华东/西南/华南/西北/华北/东北占比分别为 26%/24%/18%/12%/6%/9%/4%, 以华中和华东为主。参考卫龙、劲仔、洽洽等流通网点布局多的零食公司, 盐津铺子经销商数量均高于三家且增长速度快较。公司辣味零食素毛肚、魔芋爽等主要竞争对手卫龙近年来经销商数量持续减少, 截至 2023 年年底, 卫龙的经销商从 2019 年的 2592 家降至 1708 家。盐津铺子素毛肚和魔芋爽等辣味食品有充分发展空间。

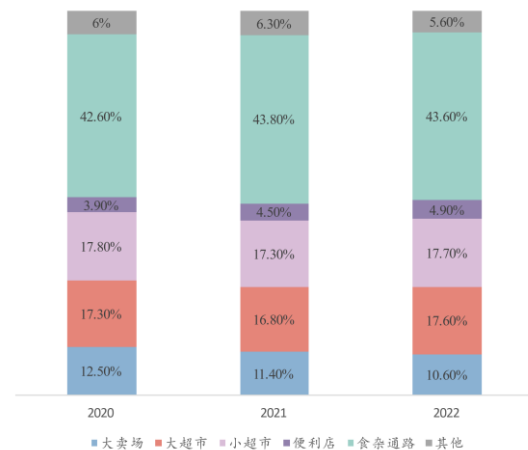
从区域的角度, 各个区域均有较大提升空间。公司销售以华中地区为主, 23 年销售占比达到 39%, 其他地区销售占比仅 12% 左右, 华北+东北地区销售占比仅 1.78%。尽管华中地区销售占比较高, 但 23 年仍能取得 44.6% 的增速。经销商方面, 23 年华东地区经销商数量 864 家, 同比+32.31%。华中地区无论是销售增速和经销商数量依然能够快速增长, 而华东和华南地区人口基数大, 消费能力高, 华北+东北地区销售基数低, 这些地区的销售额均有很大的提升空间。与卫龙相比, 23 年卫龙的体量和公司的体量接近, 但除华中地区外, 卫龙其他地区的体量均明显高于公司, 我们认为休闲零食市场集中度依然存在提升的趋势, 尤其是在消费者注重健康和质价比的背景下, 行业内卷, 市场对公司供应链管理效率要求越来越高的背景下, 龙头公司市场份额有望提升, 公司发展势头强劲, 华中以外地区有望快速达到 23 年卫龙同等体量。

图14: 盐津铺子传统渠道拆分 (亿元)



资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所

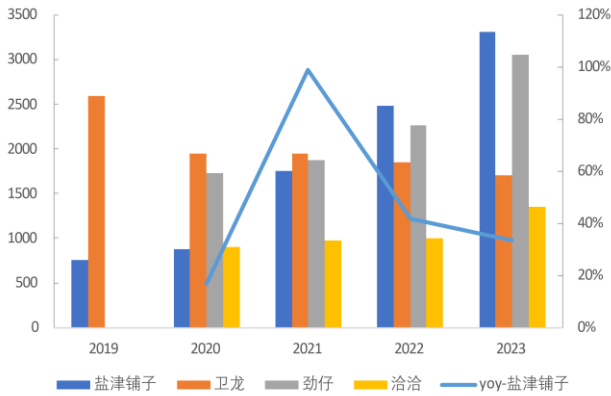
图15: 2023 年中国休闲零食分品类市场份额占比



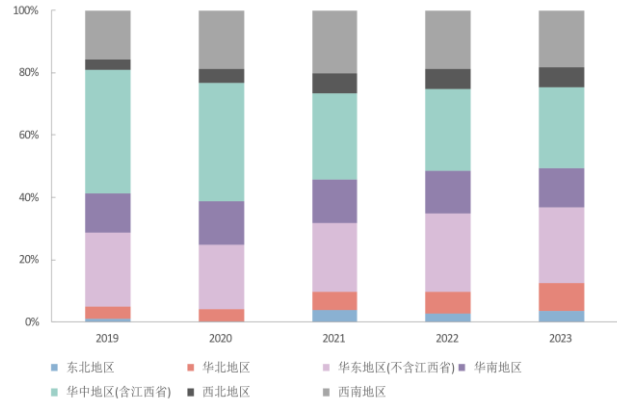
资料来源: 同花顺、卫龙美味公告、东兴证券研究所

图16: 零食公司经销商数量

图17: 盐津铺子经销商区域分布



资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所



资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所

图18: 23年公司分地区销售额占比及增速

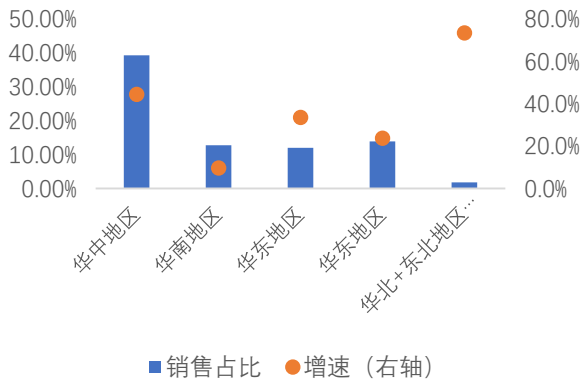
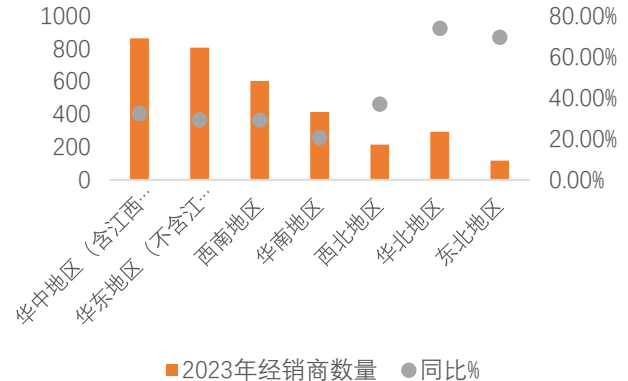


图19: 23年公司分地区经销商数量及增速



资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所

资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所

表3: 公司及卫龙分地区收入

2023年	盐津铺子	卫龙美味	差距
营业收入 (万元)	411,517.54	436,122.00	5.98%
华中地区	162,045.00	74,987.00	-53.72%
华南地区	52,590.62	78,113.00	48.53%
华东地区	49,474.90	96,711.00	95.47%
西南+西北地区	57,225.28	112,214.00	96.09%
华北+东北地区及其他	7,341.91	64,335.00	776.27%

资料来源: 同花顺、公司公告、卫龙美味公告、东兴证券研究所

5. 投资建议

23 年公布了两个股权激励计划, 第一次股权激励计划授予价格 40.02 元/股, 授予 330 万股, 第二次股权激励计划授予价格 37.89 元/股, 授予 140 万股。业绩考核目标均要求以 22 年为基数 23-25 年收入分别 +25%/56%/95%, 净利润 (扣非, 不包含股权激励费用) 分别 +50%/95%/154%。23 年股权激励目标已经达成, 推算 24 年收入增速 9.69% 便可以达成股权激励收入目标, 扣非归母净利润增速 13.48% 便可以达成利润目标。24 年 1-9 月公司营收同比 +28.49%, 扣非归母净利润同比 +12.9%, 我们认为 24 年股权激励目标达成概率较高。

我们推测公司 2024-2026 年营业收入分别为 51.98/64.29/76.49 亿元, 归母净利润分别为 6.45/8.27/10.35 亿元, 分别同比 +26.44%/28.24%/24.9%, 对应 EPS 分别为 2.36、3.03 和 3.79 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 25、20 和 16 倍。公司抖音+量贩+经销渠道全国拓展和下沉均具备较强的增长势能, 看好公司长期稳定增长潜力, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表4: 23 年股权激励目标

(万元)	2022 年 A	2023 年 A	2024 目标	2025 目标	2026
营收	289,352.05	411,517.54	451,389.20	564,236.50	
同比		42%	9.69%	25.00%	
扣非归母 (不包含激励费用)	31,959.78	52,956.19	62,321.57	81,177.84	
同比		66%	17.69%	30.26%	
激励费用		5,332.77	8,276.32	3,980.75	1,299.68
扣非归母净利润		47,623.42	54,045.25		
扣非归母目标增速			13.48%		

资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所

6. 风险提示

量贩零食及抖音渠道竞争激烈, 价格战导致公司利润受损; 量贩零食往上游压价影响公司利润; 消费恢复不及预期; 食品安全风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1053	1304	1625	1989	2230	营业收入	2894	4115	5198	6429	7649
货币资金	203	310	468	579	688	营业成本	1889	2735	3555	4378	5179
应收账款	161	211	278	336	405	营业税金及附加	28	33	46	54	66
其他应收款	11	17	21	26	31	营业费用	457	516	655	791	918
预付款项	118	145	177	216	263	管理费用	131	183	203	244	283
存货	453	594	643	720	780	财务费用	9	16	13	14	14
其他流动资产	35	27	38	51	63	研发费用	74	80	83	86	90
非流动资产合计	1402	1566	1599	1694	1894	资产减值损失	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	941	1135	1107	1085	1068	投资净收益	1.05	1.79	1.97	2.17	2.38
无形资产	200	198	217	234	250	加: 其他收益	42.73	60.01	90.00	80.00	70.00
其他非流动资产	61	120	132	145	160	营业利润	341	584	727	935	1164
资产总计	2455	2870	3224	3683	4124	营业外收入	0.57	1.31	0.94	1.13	1.04
流动负债合计	1142	1376	1340	1377	1443	营业外支出	8.78	10.89	7.58	9.08	9.19
短期借款	472	300	300	300	300	利润总额	333	574	721	927	1156
应付账款	269	289	312	336	369	所得税	31	61	72	95	117
预收款项	4	0	0	0	0	净利润	302	513	649	832	1040
一年内到期的非流动负债	12	227	227	227	227	少数股东损益	0	8	4	6	5
非流动负债合计	164	32	25	28	28	归属母公司净利润	301	506	645	827	1035
长期借款	137	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	1307	1408	1365	1405	1472	成长能力					
少数股东权益	13	15	19	24	29	营业收入增长	26.83%	42.22%	26.31%	23.67%	18.99%
实收资本(或股本)	129	196	273	273	273	营业利润增长	100.87%	71.10%	24.63%	28.61%	24.50%
资本公积	385	458	430	430	430	归属于母公司净利润增长	100.01%	67.76%	27.54%	28.13%	25.18%
未分配利润	640	919	1218	1589	2061	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1135	1447	1840	2253	2770	毛利率(%)	34.72%	33.54%	31.60%	31.90%	32.30%
负债和所有者权益	2455	2870	3224	3683	4124	净利率(%)	10.43%	12.47%	12.49%	12.95%	13.59%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	26.57%	34.95%	35.06%	36.69%	37.35%
经营活动现金流	426	664	564	738	1103	偿债能力					
净利润	302	513	649	832	1040	资产负债率(%)	53%	49%	42%	38%	36%
折旧摊销	148.98	165.16	107.52	113.99	121.37	流动比率	0.92	0.95	1.21	1.44	1.54
财务费用	9	16	13	14	14	速动比率	0.52	0.52	0.73	0.92	1.00
应收帐款减少	37	-49	-67	-58	-68	营运能力					
预收帐款增加	0	-4	0	0	0	总资产周转率	1.28	1.55	1.71	1.86	1.96
投资活动现金流	-251	-296	-142	-199	-314	应收账款周转率	16	22	21	21	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.79	14.76	17.31	19.86	21.71
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	2	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	2.40	2.64	2.36	3.03	3.79
筹资活动现金流	-97	-255	-265	-428	-679	每股净现金流(最新摊薄)	0.60	0.57	0.58	0.41	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.82	7.38	6.74	8.26	10.15
长期借款增加	135	-137	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-1	67	77	0	0	P/E	24.93	22.66	25.30	19.74	15.77
资本公积增加	17	73	-28	0	0	P/B	6.78	8.11	8.87	7.24	5.89
现金净增加额	77	113	157	111	110	EV/EBITDA	16.31	15.66	19.38	15.32	12.45

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

7. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业: 中央经济工作会议解读: 提振消费是亮点, 明年政策将继续落地	2024-12-17
行业普通报告	食品饮料行业中央经济工作会议解读: 提振消费是亮点, 明年政策将继续落地	2024-12-13
行业普通报告	食品饮料行业: 中共中央经济工作会议召开, 消费提振成为亮点之一	2024-12-11
行业普通报告	食品饮料行业: 白酒龙头企业强调分红, 提振市场信心	2024-12-04
行业普通报告	食品饮料行业: 名酒批价涨跌互现, 地产酒价格更平稳	2024-11-25
行业深度报告	食品饮料行业: 经济复苏多久能传导到食品饮料—可选是否添加副标题	2024-11-22
行业普通报告	食品饮料行业: 餐饮呈现平稳增长, 餐饮产业链有望持续复苏	2024-11-20
行业普通报告	食品饮料行业: 白酒三季报承压, 复苏趋势静待春节旺季验证	2024-11-08

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 6 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526