



盐津铺子 (002847.SZ): 多品类大单品不断打造增长曲线

——从产品的角度解析公司增长潜力

2025年1月24日

强烈推荐/维持

盐津铺子

公司报告

中式产品为特色，打造多品类大单品。盐津铺子 2005 年以散装凉果蜜饯起家，通过休闲烘焙迅速壮大，随后发展出以中式休闲食品为特色的产品矩阵。2023 年公司率先提出把新中式零食战略作为公司核心战略，聚焦辣卤零食、健康蛋制品、海味零食、坚果果干炒货、烘焙、薯片、蒟蒻七大核心品类。其中，辣卤、烘焙、坚果果干属于千亿级品类，而深海和蛋类零食等品类的增长较快，市场格局较为分散，拥有较大潜力。

公司产品品类丰富，多品类增速均较高。公司产品占比较为均衡，占比最大的烘焙类也仅占到公司收入的 14%，目前增速最快的产品为鹌鹑蛋/蒟蒻果冻布丁/果干坚果/魔芋制品/薯类零食/辣卤其他（含礼包），24H1 增速分别为 150.54%/44.01%/95.98%/38.90%/39.34%/46.36%。在多个高速增长品类的带动下，公司整体业绩呈现出强劲的增长势头。当前新中式零食的市场规模 4000-5000 亿，增长率达到 10%到 15%，但品类分散且没有行业龙头品牌，鹌鹑蛋和魔芋制品均属于新中式零食里目前的两个爆火的品类。公司鹌鹑蛋和魔芋制品销售占比（24H1 分别为 10%/13%）及增速（24H1 分别为 151%/39%）双高，为公司的明星产品，从产品的角度是公司的主要增长动力，我们将挑选这两款产品做重点分析。

大魔王素毛肚成为行业爆品，仍有巨大提升空间。辣味休闲食品中的魔芋制品市场规模约 60 亿元，年均复合增长率 20%以上，尽管增速还不错，但魔芋的市场渗透率还不高，大约只有 3-4%的消费者了解并尝试过这个品类。23 年公司休闲魔芋制品市场份额约 12%，麻酱味素毛肚市场销售第一。相比于洽洽在包装瓜子 50%的市占率、卫龙在辣条 28%的市占率，公司在休闲魔芋制品的市占率仍有很大提升空间。

推测鹌鹑蛋翻倍空间。鹌鹑蛋是公司另一款大单品，销售占比约 10%，是公司增速最快的产品。2024 年 6 月“蛋皇”鹌鹑蛋进驻全国山姆会员商店，2024 年该产品便登顶多项榜单。2023 年鹌鹑蛋市场规模约 30 亿元，山姆上架鹌鹑蛋有望进一步带火鹌鹑蛋赛道，该赛道有望向 100 亿元发展。鹌鹑蛋的主要壁垒便是上游养殖产业，由于基础投资较大，长期来看鹌鹑蛋行业集中度存在提升趋势。我们推算，如果在鹌鹑蛋 100 亿的终端体量中能够做到 20%的市占率，鹌鹑蛋便能贡献 14 亿左右的收入体量。24Q1-Q3 公司鹌鹑蛋收入体量 4.19 亿元，我们推测仍有翻倍的提升空间。

经营稳健，横向及纵向比较估值均具备性价比。纵向比较，公司估值仍然处于历史较低水平。横向比较 PEG 水平，与可比公司相比处于中等水平。然而从经营性现金流的角度，对比几家可比公司，2023-2024Q1-Q3 经营性现金流均为正的公司只有盐津和劲仔食品。此外，公司的经营性现金流波动明显小于所有的可比公司，表明公司经营相对稳健。公司产品和渠道的发展以及供应链的建设能够为公司提供长期增长的动力，结合公司目前较低的估值水平、相对更加稳定的经营状况和更好的现金造血能力，考虑到 25 年政策将推动消费逐步复苏，我们认为公司估值具备进一步提升的空间。

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

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、恒生聚源

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、恒生聚源

发债及交叉持股介绍：

无

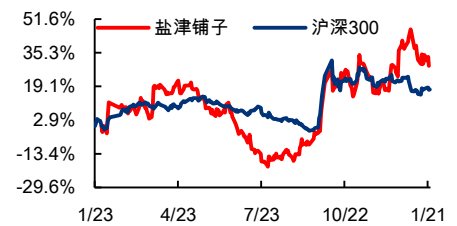
资料来源：公司公告、恒生聚源

交易数据

52 周股价区间 (元)	64.28-35.78
总市值 (亿元)	154.44
流通市值 (亿元)	138.54
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	2.53

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

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 23、18 和 14 倍，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；盐津铺子控股公司卖出鸣鸣很忙集团股权，公司与该集团旗下业务往来存在一定的不确定性；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。

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	22.59	20.54	22.93	17.90	14.30
PB	6.15	7.35	8.04	6.57	5.34

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 休闲零食行业市场规模稳步增长，已成为万亿级市场	4
2. 公司变革后产品品类发展带动公司重回增长	5
2.1 “大魔王”麻酱风味素毛肚验证公司推新实力	6
2.2 “蛋皇”在鹌鹑蛋高增长赛道中借助会员店渠道取得先机	7
2.3 定量装拉动经销渠道增长	8
3. 重研发及供应链建设，为多品类大单品自主制造奠定坚实的基础	9
3.1 对研发的重视是自主创新优秀大单品的必要条件	9
3.2 全产业链布局为公司护城河	10
4. 估值仍有提升空间	11
5. 投资建议	12
6. 风险提示	13
7. 相关报告汇总	15

插图目录

图 1: 中国休闲食品行业市场规模	4
图 2: 2024 年中国休闲零食分品类市场份额占比	4
图 3: 2022 年人均休闲零食消费量 (kg)	4
图 4: 2022 年人均休闲零食消费额 (元)	4
图 5: 分产品收入增速	5
图 6: 分产品收入占比	5
图 7: 云南津绝魔芋精粉加工厂	7
图 8: 大魔王素毛肚	7
图 9: 盐津铺子定量装占比及增速	9
图 10: 可比公司研发费用	10
图 11: 可比公司经营性净现金流	11
图 12: 可比公司经营性净现金流	11
图 13: 公司 PE Bands	11
图 14: 可比公司 PEG	12

表格目录

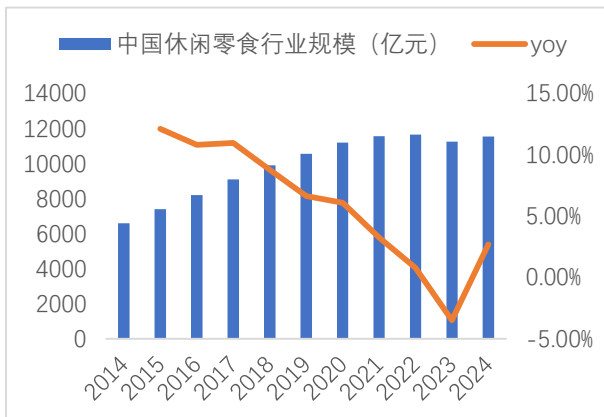
附表: 公司盈利预测表	14
-------------------	----

1. 休闲零食行业市场规模稳步增长，已成为万亿级市场

在生活水平不断提高、消费需求持续增长的背景下，消费者对休闲零食等非刚性食品的需求逐步提升。近年来，我国休闲零食行业市场规模保持稳步增长。据艾媒数据中心预测，2014年至2024年，该行业的年均复合增长率约为5.76%，预计2024年中国零食行业市场规模（以零售额计）将达到11550亿元。近10年来中国休闲食品行业市场规模总体呈增长趋势，23年略有回落，24年重回增长。

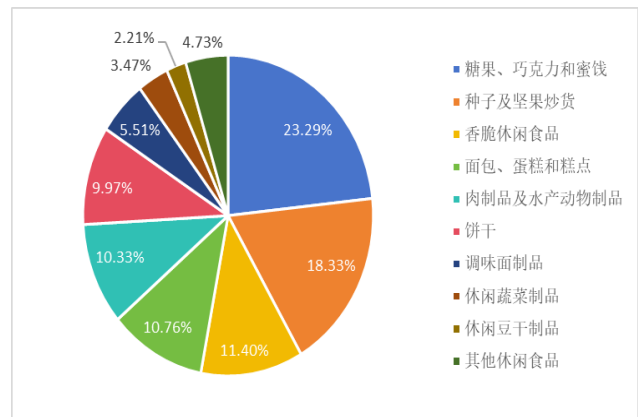
中式休闲食品占比有很大提升空间。20世纪末，糖果、薯片等膨化食品和饼干等西式零食开始进入中国市场，当时主要由外资企业主导，市场集中度较高，24年糖果、巧克力和蜜饯类占比最大达到23.29%，其次是种子坚果炒货，占比达到18.33%。随着本土零食企业的崛起，市场竞争加剧，零食品类日益丰富。近年来，以新中式零食为代表的本土产品凭借更契合中国消费者饮食习惯和口味的特点逐渐脱颖而出，中式休闲零食主要是肉制品、调味面制品、休闲蔬菜、豆干制品等，目前他们的市场份额依然较低，相较传统西方休闲食品仍有很大的提升空间。

图1：中国休闲食品行业市场规模



资料来源：艾媒、东兴证券研究所

图2：2024年中国休闲零食分品类市场份额占比

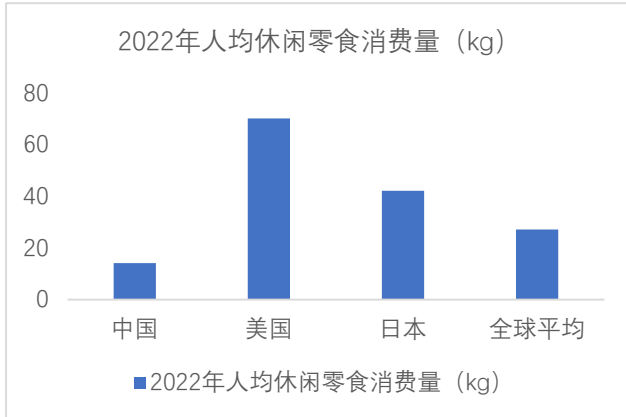


资料来源：中商产业研究院、东兴证券研究所

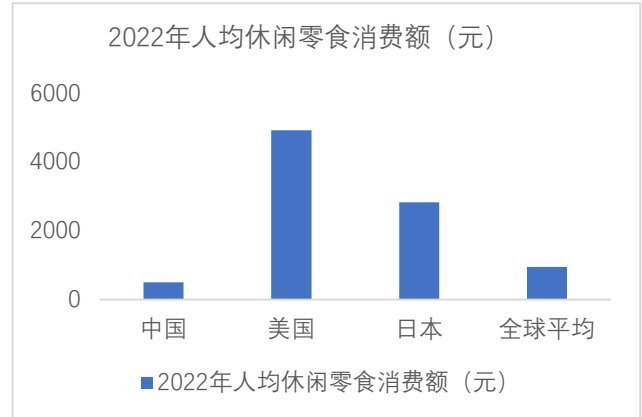
我国休闲食品人均消费量有望提升。2022年我国休闲零食人均消费量较低，仅为14kg，明显低于美国/日本和全球人均水平（70kg/42kg/27kg），美国人均休闲食品消费量为我国的5倍，全球人均休闲食品消费量也为我国的近2倍。我国年度人均休闲零食消费额分别仅500元/人，也明显低于美国/日本和全球人均水平（4908元/2821元/942元）。与美国、日本等发达国家及全球平均水平相比，我国休闲零食消费仍有很大增长空间，未来随着人均可支配收入的进一步提升、市场教育力度的加强、休闲食品适用场景的拓展，中国休闲食品的人均消费量和消费额均有望长期持续提升。

图3：2022年人均休闲零食消费量（kg）

图4：2022年人均休闲零食消费额（元）



资料来源: 中研网、欧睿、东兴证券研究所



资料来源: 中研网、欧睿、东兴证券研究所

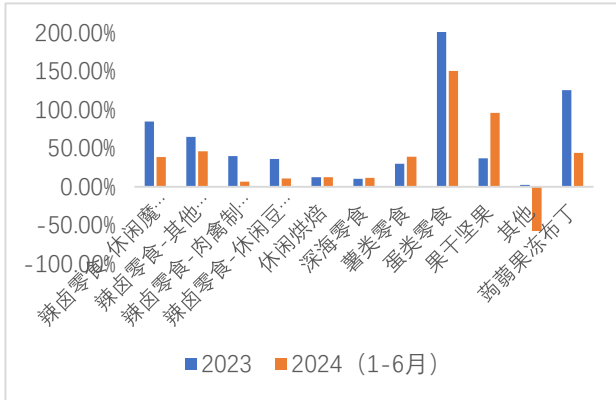
2. 公司变革后产品品类发展带动公司重回增长

盐津铺子 2005 年以散装凉果蜜饯起家，通过休闲烘焙迅速壮大，随后发展出以中式休闲食品为特色的产品矩阵，在发展过程中不断拓展产品品类。2005 年盐津铺子食品有限公司正式成立，率先推出凉果蜜饯独立散装产品，填补了行业内仅有包装、裸装产品的空白；2016 年公司创建烘焙糕点厂，烘焙系列成为盐津铺子重点新品类；2018 年公司创新推出“憨豆爸爸”短保烘焙产品，打造“盐津铺子零食屋”、“憨豆爸爸面包屋”店中岛；2021 年，公司受到疫情后商超流量下滑带来的影响，净利润大幅降低，公司果断转型，开启“聚焦核心品类，全力打造大单品”战略，以创新引领跨越，产品力、品牌力、渠道力，“三力齐发”，稳步向前；2022 年，盐津铺子按照“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、全球化”的中长期战略规划，由渠道驱动增长升级为产品、渠道双轮驱动增长。2023 年公司率先提出把新中式零食战略作为公司核心战略，聚焦辣卤零食、健康蛋制品、海味零食、坚果果干炒货、烘焙、薯片、蒟蒻七大核心品类。盐津铺子整合多品牌资源，形成涵盖深海零食“31°鲜”、素毛肚“大魔王”、烘焙食品“憨豆爸爸”、蛋类零食“蛋皇”、蒟蒻品类“蒟蒻满分”等的差异化品牌矩阵，通过精准的市场定位与细分化产品布局，各品牌在各自领域中形成了竞争优势。其中，辣卤、烘焙、坚果果干属于千亿级品类，而深海和蛋类零食等品类的增长较快，市场格局较为分散，拥有较大潜力。

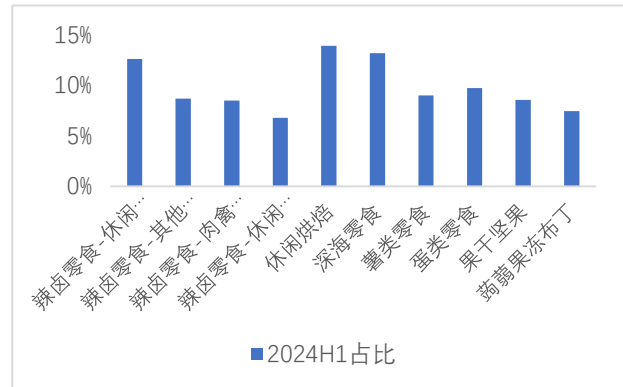
公司产品品类丰富，多品类增速均较高。其中 2024 年 H1，产品占比最大的仍是休闲烘焙，占比 14%，同比增速 16%，其次是深海零食和魔芋制品，占比均为 13%左右，增速分别为 14%/39%。辣卤零食分魔芋、肉禽制品、豆制品和其他，他们合计的辣卤品类占比达 37%。另外值得关注的是蛋制品，即鹤鹑蛋为主的产品，占比 9%但 24H1 增速高达 151%。果干坚果的增长也非常强劲，2024 年上半年同比增幅 95.98%，主要由芒果干带动。蒟蒻果冻布丁继续增长，2024 年上半年同比增长 44.01%。总体而言，2024 年上半年收入 245,901.85 万元，同比增长 29.84%，七大品类中的九小品类中有 5 个品类获得了 35%以上的增长。在多个高速增长的产品品类的带动下，公司整体业绩呈现出强劲的增长势头。

图5: 分产品收入增速

图6: 分产品收入占比



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

当前新中式零食的市场规模 4000-5000 亿, 增长率达到 10%到 15%, 但品类分散且没有行业龙头品牌, 鹌鹑蛋和素毛肚均属于新中式零食里目前的两个爆火的品类。从公司各品类表现来看, 魔芋及蛋制品占比及增速双高, 为公司增长的主要推动力。

2.1 “大魔王”麻酱风味素毛肚验证公司推新实力

2023 年 10 月, 盐津铺子推出了魔芋素毛肚子品牌“大魔王”, 同时上线五款口味的“魔芋素毛肚”产品。同期开创的卫龙“小魔女”也进军魔芋市场。

根据弗若斯特沙利文报告, 我国辣味休闲食品市场规模及占比逐年攀升, 已由 2016 年 1139 亿元增至 2021 年 1729 亿元, 复合增长率超非辣味休闲食品的 5.5%。其中, 以魔芋为代表的辣味休闲蔬菜制品是辣味休闲食品中增长最快的品类, 市场规模由 2016 年的 133 亿元增至 2021 年的 265 亿元, 预计 2026 年将达到 587 亿元, 2021—2026 年年复合增长率将达 17.2%, 增速远超其他辣味零食。而辣味休闲食品中的魔芋制品市场规模约 60 亿元, 年均复合增长率 20%以上, 超过辣味休闲蔬菜制品平均水平。尽管增速还不错, 但魔芋的市场渗透率还不高, 大约只有 3-4%的消费者了解并尝试过这个品类。这与薯片、辣条等品类相比, 规模差距明显, 意味着未来仍有巨大的市场空间待开发。公司大魔王魔芋自上市后仅用半年多的时间月销量便突破了 2000 万, 成为当之无愧的行业爆品。23 年公司休闲魔芋制品销售额 4.76 亿元, 折算到终端销售额预计 7 亿元左右, 以 60 亿的市场份额计算, 占比 12%。24 年公司“大魔王”素毛肚相比于洽洽在包装瓜子 50%的市占率、卫龙在辣条 28%的市占率, 公司在休闲魔芋制品的市占率仍有很大提升空间。

24H1 公司魔芋制品增速达 38.9%, 麻酱味魔芋占公司魔芋销售总量的约 40%, 推测公司魔芋制品主要由大魔王麻酱味魔芋制品带动。2024 年上半年, 经过与中华老字号品牌“六必居”的联名合作, 大魔王创新推出了“六必居麻酱味”魔芋素毛肚, 并凭借其独特的产品创新, 荣获多个食品行业奖项, 包括“中国糖酒食品行业年度榜单年度产品”“FBIF 年度创新休闲零食奖”和“ISEE 全球美味奖”。此款产品不仅在抖音平台登上爆款榜和人气榜 Top1, 而且获得了欧睿的认证, 成为“麻酱素毛肚全国销量第一”的产品。

大魔王的麻酱素毛肚产品从推出到销量突破千万, 仅用时两个月, 展示了强劲的市场反响。大魔王的竞争优势在于其产品的创新及差异化。一方面, 其采用麻酱口味将传统的魔芋素毛肚与老北京麻酱涮肚结合, 开创了新的味型, 打破了市场上以辣味为主的魔芋零食单一口味格局。大魔王发现了六必居麻酱的醇厚能够为产品添加更浓厚的麻酱风味。此后, 大魔王的麻酱涮肉味产品全部使用六必居的麻酱, 只为了给麻酱魔芋素毛肚的产品能有更好的风味和口感。此外, “大魔王”品牌的成功不仅源于创新的产品设计, 还得益于其精准的消费市场定位, 尤其是 18 至 25 岁的年轻人群体。年轻消费者对新鲜事物的追求, 使得“大魔王”通过推陈出

新，成功占领了 Z 世代对魔芋类零食的认知。品牌首先通过创新将传统麻酱涮肚改成零食形式，吸引年轻人对新口味的尝试，激发了社交媒体上的热议，增强了产品的传播力。2024 年 5 月 28 日，在 SIAL 西雅国际食品展中，大魔王品牌进一步推出两款共五种口味全新单品，分别是魔芋脆爆肚（红油麻酱味、香菜麻酱味、经典麻酱味），爆汁魔芋干（山胡椒味、香辣味），成为了这次西雅展中备受关注和好评的热门单品。公司通过加入香菜等话题食材和与长沙特产“山胡椒魔芋干”结合的香辣口味，迎合了 Z 世代对极限口味的探索精神，提升了品牌的吸引力。此外，“大魔王”品牌名称的共创使得消费者更加认同该品牌，品牌名“魔王”成为年轻人心中的标志，增强了品牌的个性化和粘性。通过“600 年穿越派对”等富有文化感的活动，品牌成功吸引 Z 世代参与，提升了品牌的时尚感和参与感。在社交平台上，大魔王通过精准的场景营销，与 Z 世代的日常消费需求紧密结合，并在抖音、小红书等平台上成功打响知名度，迅速登上多个热销榜单，成为麻辣零食的代表。通过这些策略，品牌有效提升了市场粘性和消费者忠诚度。“大魔王”麻酱味素毛肚的成功出圈证明了公司在产品创新和营销方面、产业链把控等方方面面的综合能力，未来有望将这个能力复制到更多大单品上从而实现更多爆品的复制。

在追求品牌年轻化的同时公司也在不遗余力的做生产链的建设。盐津铺子在云南建设了魔芋基地，并在云南和东南亚建立了多家魔芋精粉加工工厂，将鲜魔芋晒干、切片加工成精粉，再运到国内的魔芋工厂加工成成品。公司控股股东所控股的云南津绝魔芋食品有限公司拥有的津绝魔芋精粉加工厂主要用于总公司盐津铺子生产‘魔芋爽、蒟蒻果冻、肉制品’等休闲零食使用。该项目总投资 3 亿元，新建标准厂房 15021.56 平方米、冻库 4800.92 平方米，计划年产值达 4 亿元。供应链的自主建设即保障了产品品质也让公司在激烈的市场竞争中拥有更低的生产成本和更下游更强的话语权，成为公司强有力的竞争壁垒。

图7：云南津绝魔芋精粉加工厂


资料来源：曲靖日报掌上曲靖、东兴证券研究所

图8：大魔王素毛肚


资料来源：FBIF、东兴证券研究所

2.2 “蛋皇”在鹌鹑蛋高增长赛道中借助会员店渠道取得先机

公司于 2022 年底向市场推出鹌鹑蛋产品，凭借丰富的生产经验，已经在市场上取得显著突破。2024 年 1 月，继推出战略子品牌“大魔王”后，盐津铺子再次推出第二个战略子品牌“蛋皇”，将其在魔芋领域的成功经验转移至鹌鹑蛋市场。蛋皇品牌鹌鹑蛋零食凭借品质与风味优势赢得了市场的广泛认可，获得了欧睿官方 2024 上半年鹌鹑蛋零食全国销售额第一的认证。

24H1 公司蛋类零食 2.39 亿元，同比+150.54%，占公司收入比重约 10%，目前是公司增速最快的产品。彼时公司的蛋皇牌鹌鹑蛋才刚进入山姆，还没有到明显贡献增量的时候。2024 年 6 月“蛋皇”鹌鹑蛋进驻全国山

姆会员商店，随后受到山姆消费者欢迎，2024年该产品便登顶“山姆新品榜TOP1”“聚会小食热度榜TOP1”“肉干肉脯榜TOP1”等榜单。

鹤鹑蛋市场火爆，存在翻倍潜力。鹤鹑蛋与爆火的瑞士卷有相似之处，即美味又健康，还可以作为代餐饱腹。据报道，在2019年上市后，山姆瑞士卷凭借着绝对的性价比迅速成为爆品，销售额占部分门店月营业额的8%—10%，年销售额曾经达到10亿元以上。公司鹤鹑蛋在山姆渠道首月便销售了超20万单，以每袋69.9元的价格计算销售额达1398万元，我们推测公司鹤鹑蛋在山姆销售渠道已达到2000万左右每月。当年瑞士卷和榴莲千层蛋糕在会员店爆火带动了整个品类的销量，蛋皇在山姆的进驻有望进一步推动鹤鹑蛋的增长。2023年鹤鹑蛋赛道迎来了爆发性的增长，市场规模约30亿元，并还将以每年20%左右的速度持续增长，增速远超休闲零食行业的增速，山姆上架鹤鹑蛋有望进一步带火鹤鹑蛋赛道，该赛道有望向100亿元发展。

目前公司鹤鹑蛋产品的主要竞争对手是劲仔食品，劲仔按照“十亿级单品”做出了鹤鹑蛋的规划，且与公司类似，在上游养殖环节做了布局。鹤鹑蛋的主要壁垒便是上游养殖产业，自有养殖投入较高，2023年，盐津铺子投资2.3亿元建立鹤鹑蛋基地。拥有自有养殖场能够避免产品质量以及原料供给波动大的风险，由于基础投资较大，长期来看鹤鹑蛋行业集中度存在提升趋势。我们推算，如果在鹤鹑蛋100亿的终端体量中能够做到20%的市占率，鹤鹑蛋便能贡献14亿左右的收入体量。24Q1-Q3公司鹤鹑蛋收入体量4.19亿元，我们推测仍有翻倍的提升空间。

为什么是“蛋皇”火了？

自建全产业链保障产品品质。2023年，盐津铺子在江西修水投资建成了全国最大的专业鹤鹑养殖农场，并引进技术与人才、建立养殖规范与品质标准。公司引入了蛋品品质追溯系统、蛋禽生产物联网系统等数字化管理模式，实现了对园区“疫”、“物”、“人”、“禽”的全方位管理。全自动化饲养设备全方位确保了鹤鹑蛋的品质。正是基于这一系列的科学养殖规范，蛋皇成为行业首个获得“无抗+可生食”双认证的品牌。目前这个鹤鹑养殖场是国内规模最大的且获得国际认证的鹤鹑养殖农场。此外，为了最大程度保证原料的新鲜和安全，公司在农场45分钟车程内布局了数字化程度与工艺标准一流的鹤鹑蛋工厂。蛋皇农场每一颗原料鹤鹑蛋在从农场诞生后，会被第一时间运到工厂，第一时间进行加工卤煮。从带着鹤鹑体温的新鲜蛋，到制作成为健康鹤鹑蛋零食，所有时间加起来不超过12小时。

产品差异化是蛋皇的另一重要竞争力。以往鹤鹑蛋主要依赖于散户养殖，各家养各家的，这导致了两个问题：第一，原材料供应不稳定，成本不好控制。第二，激素、抗生素问题导致品质上难以把控。而公司的农场在养殖过程中始终坚持谷物饲养与无抗生素干预，使得蛋皇成为行业首个获得“无抗+可生食”双认证的品牌。蛋皇在蛋源品质上实现了显著突破，提升了整个行业的品质标准。鹤鹑蛋作为健康零食的代表，健康的属性受到消费者重视，“谷物饲养+无抗+可生食”无疑是绝佳的营销元素，差异化的产品力吸引消费者眼球并受到一致好评。

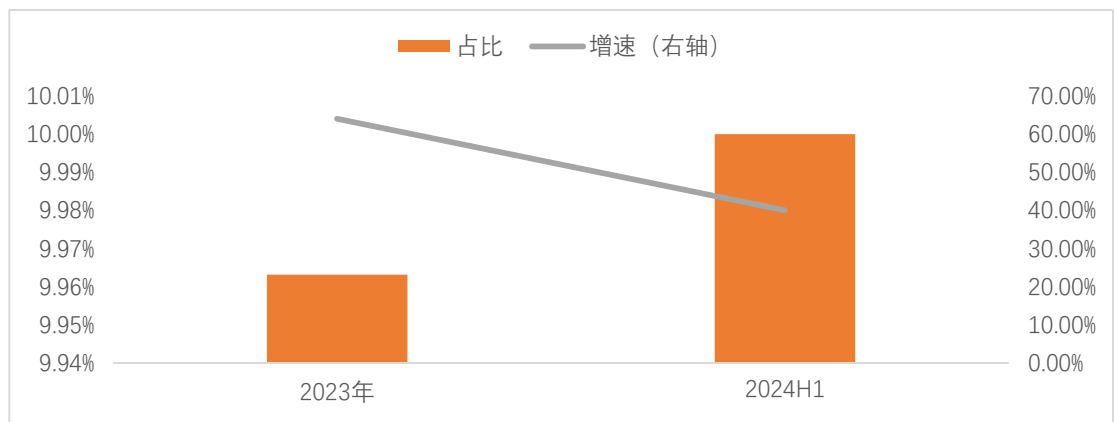
此外，在包装设计上，蛋皇与国内著名设计师潘虎合作，采用了极具视觉冲击力的色差对比，使包装在货架上迅速吸引消费者的注意力。该包装设计已获2024德国IF设计奖，被誉为设计界的“奥斯卡”。蛋皇通过与中国游泳冠军李冰洁、羽毛球冠军贾一凡等运动员合作，开展体育营销，突出其高蛋白、高品质的特点，深受一线和二线城市的家庭消费者喜爱。通过全产业链的优势、创新的产品差异化以及精准的全渠道营销，蛋皇品牌正迅速在鹤鹑蛋零食市场占据一席之地。

2.3 定量装拉动经销渠道增长

散装支撑基本盘，定量爆发新增长。公司以往以商超散装渠道为主，采用中岛战略，烘焙产品的快速放量带动了渠道及品类的双增长。2020年公司成立定量事业部探索定量市场，2021年受商超流量下滑影响公司业绩大幅回落，公司进行战略转型，渠道投放思路从大岛转变为投放低配版小岛并加速渠道下沉以及全渠道的拓展，产品方面进一步聚焦核心品类。公司在一万多个的中岛上选择优秀单品，通过供应链优势进行再塑造，打造成大单品，用定量装的方式来补充进行全渠道的销售。刚开始定量装的投放效果并不如预期，2022年公司全面调整定量流通装的品类，结构和核心策略，公司定量装产品从主要聚焦于市场优势不明显的小火锅、酸辣粉、蜜饯等品类转向主要聚焦于市场优势比较明显的鱼豆腐、素毛肚等流通装和9.9元量贩装。2024年公司进一步聚焦核心品类如鹌鹑蛋、辣卤魔芋、蒟蒻果冻、薯片、肉枣肉肠等打造定量装产品矩阵。近两年来公司通过对量贩店、电商的布局加大了消费者教育和品牌心智的渗透，优势品类定量装销量自然而然被带动，公司品牌势能进一步提升。

在其他渠道和品类的冲击下，公司经销渠道散装产品增速明显放缓，经销渠道散装在公司总销售额占比由22年的53%降低至23年的41%，但依然维持10%左右的增长，是公司的基本盘，而2023年定量流通达到4亿多，占比9%+，增速60%+。跟散装相比零食定量装有很大空间，目前公司渠道中定量装占比依然较低，预计未来几年在大单品的带动下定量装的增速能够持续超越公司整体增速带动公司业绩增长。

图9：盐津铺子定量装占比及增速



资料来源：同花顺、公司公告、东兴证券研究所

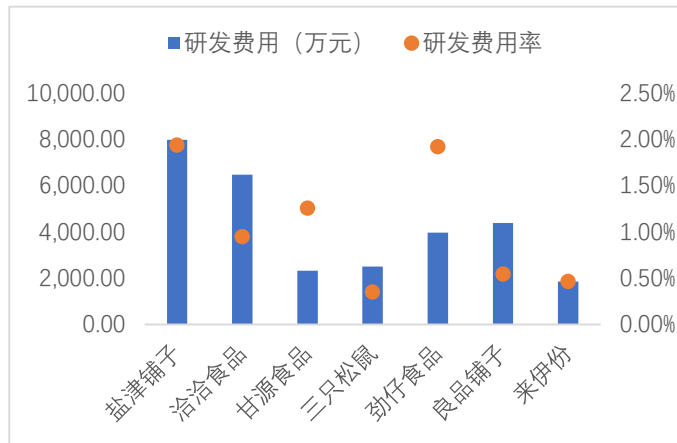
3. 重研发及供应链建设，为多品类大单品自主制造奠定坚实的基础

3.1 对研发的重视是自主创新优秀大单品的必要条件

研发费用总额在过去几年中呈现出显著的增长趋势。公司研发费用逐年增加，尤其在2020年之后，增长速度明显加快，到2023年，公司的研发费用总额接近8000万元，研发费用率1.94%。2023年可比公司平均研发费用率0.91%，平均研发费用3580万元，无论从研发费用率还是费用绝对额的角度公司均是可比公司两倍以上，体现出了公司对研发的重视。

公司研发费用率较高与其产品结构相关，充足的研发费用有助于其在多个品类中均能研制出优势大单品，确保品牌的创新力与市场竞争力，并有助于公司不断的打开品类天花板，是公司不断取得突破和增长的基础。我们认为，为了保障多品类大单品能够不断被开发出来，公司将保持较高的研发费用，但随着单个品类规模的增加，研发费用率有望随着规模效应而降低。

图10: 可比公司研发费用



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

3.2 全产业链布局为公司护城河

盐津铺子依托其全产业链布局,具备强大的市场竞争力。公司自 2017 年起经历多次战略升级,形成了研产一体化的“实验工厂”模式,并通过自建农场优化上游供应链,确保了成本控制、产品创新和品控监控的优势。公司在湖南浏阳、江西修水、广西凭祥、河南漯河共有 4 个生产基地,并在新疆巴克图经济开发区建造了马铃薯粉基地,在江西修水建设鹤鹑养殖基地。公司向上游布局不仅提升了利润的稳定性,还大大增强了公司产品的市场竞争力。

湖南浏阳生产基地主要生产“憨豆 58 天鲜”烘焙系列、魔芋制品、薯片、青豌豆等系列。江西修水生产基地主要生产豆制品、深海零食、鹤鹑蛋等系列。广西凭祥生产基地主要生产果干、坚果等系列产品。河南漯河生产基地主要生产烘焙、沙琪玛等产品。其中湖南浏阳生产基地成为湖南食品智能制造的标杆企业。盐津铺子控股公司持有云南津绝魔芋食品 52.5% 的股份以锚定云南魔芋种植市场,实现魔芋精粉的自主生产。这一举措不仅降低了对采购的依赖,还能在农产品价格波动较大的情况下,有效稳定原材料成本。此外,盐津铺子在柬埔寨、泰国和越南等东南亚国家投资热带水果加工企业,专注于芒果、榴莲等优质原料的供应。公司自有产品线覆盖辣卤零食、深海零食、烘焙糕点、果冻果干等多个系列,95% 以上的产品为公司自产,推测平均产能利用率约 60%,产能利用率仍有进一步提升的空间。公司在供应链上的布局进一步巩固了公司在休闲零食领域的综合竞争力。

具体到大单品,以鹤鹑蛋上游为例,蛋皇是公司明星产品之一,得益于其自建鹤鹑蛋养殖基地。公司在江西修水建设了目前国内鹤鹑养殖农场规模最大的养殖基地,主要养殖的是黄羽鹤鹑,大概有 350 万羽在舍。二期 10 月投产,三期正在规划中,后续可达到 1300-1500 万羽。该基地建成后,推测能够将鹤鹑蛋自供比例提高至 40%-50%,显著增强公司对原材料供应量和成本的把控能力。公司在离养殖基地 45 分钟车程的地方建设了工厂,保证最新鲜的鹤鹑蛋第一时间被做成零食。此外,公司牵头发布了《可生食鹤鹑蛋-蛋用鹤鹑养殖规范》团体标准,蛋皇成为行业内首个获得无抗+可生食双认证的品牌。公司鹤鹑成本大约 10 元左右/公斤,市场价大约 12 元左右/公斤,自主养殖不仅保障了鹤鹑蛋的质量和产量,还明显节约了鹤鹑蛋原料成本。

在生产端,公司采用先进的智能制造设备,实现生产的标准化、自动化、数字化和智能化。为加快科技赋能食品制造的步伐,公司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,生产线综合效益提升 50% 以上,并且减少了人与食品的接触,有利于食品安全的保障。2023 年 11 月,公司荣获湖南省智能制造标杆企业。

公司形成了从核心原料到生产销售的闭环,使得高性价比、高品质产品适配当下渠道的变革,为公司带来持续性的成长。

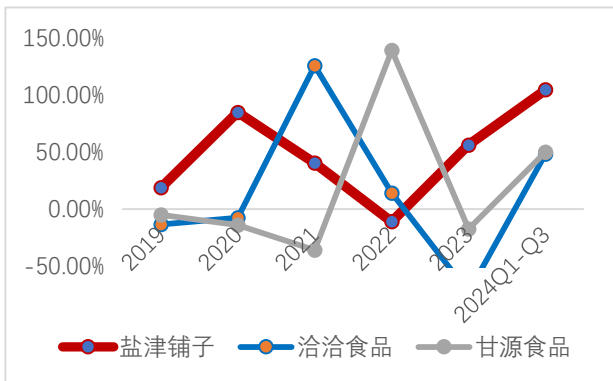
4. 估值仍有提升空间

公司当前的估值仍然处于历史较低水平。截止 2025 年 1 月 23 日,公司 PE (TTM) 24.53,自 2017 年上市起公司估值 8 年历史均值为 50.24,目前公司估值水平远低于历史均值。考虑到公司已经逐步成长为价值型公司,通常在这个过程中估值会跟随着利润增速合理回落,我们进一步比较 PEG。公司 2024-2026 年的预测 PEG 分别为 0.8/0.7/0.6,均明显低于 1,且与可比公司 PEG 估值相比处于中等水平。

然而公司经营稳健性和增长性奠定公司估值的基础。从经营性现金流的角度,对比几家可比公司,2023-2024 三季度经营性现金流均为正的公司只有盐津和劲仔食品。盐津铺子经营性现金流与公司利润增速匹配,且除了 2022 年有小幅回落外,其他年份均快速增长。此外,公司的经营性现金流波动明显小于所有的可比公司,表明公司经营相对稳健,能够有效地将经营活动转化为现金流入,支持公司的持续发展和扩张。

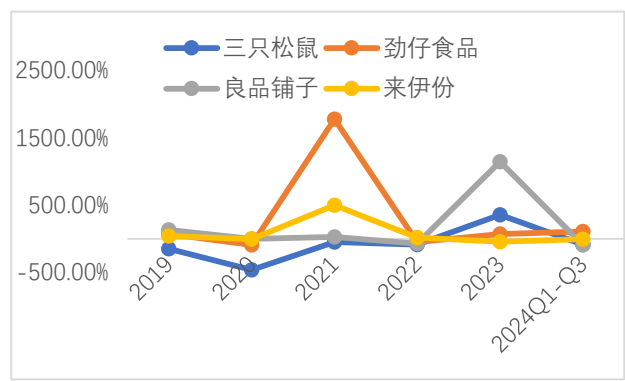
我们认为从产品的角度,公司多个产品品类均能保持稳定的增速,部分明星产品能够保持较高增长,大单品的不断推出证明了公司的研发能力,供应链的打造也保障了产品的性价比和质量,支撑了公司在激烈的市场竞争环境中持续性的增长。从渠道的角度,我们前期发布的报告《盐津铺子-多渠道驱动,增长势能强劲》阐述了公司抖音+量贩+经销渠道全国拓展和下沉均具备较强的增长势能。从产品和渠道的角度公司均具备不断增长的能力。此外,考虑到公司 PE 估值远低于历史均值,PEG 明显低于 1,与可比公司相比公司经营性现金流稳定且造血能力强,能够为公司的可持续发展提供充足的资金。综合以上因素,我们认为公司的估值偏低,具备进一步提升的基础。

图11: 可比公司经营性净现金流



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图12: 可比公司经营性净现金流



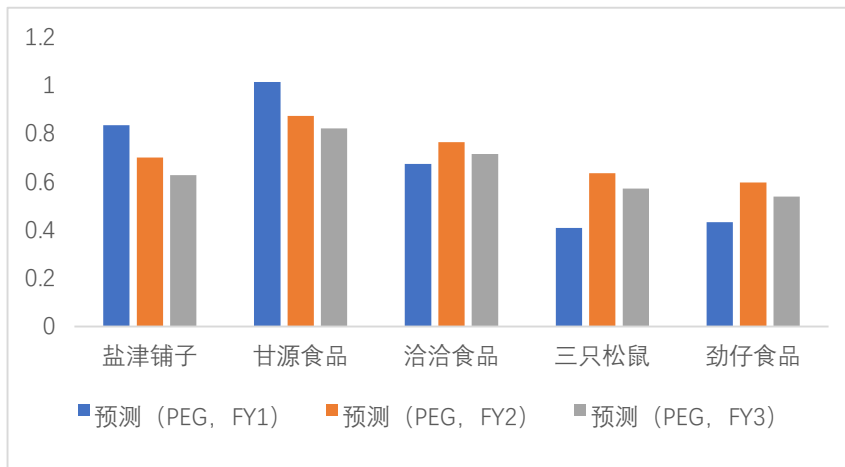
资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图13: 公司 PE Bands



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图14: 可比公司 PEG



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所 (截止 2025 年 1 月 16 日)

5. 投资建议

2024 年 12 月 12 日召开了中央经济工作会议, 大会提出的“九项”任务中“大力提振消费, 提高投资效益, 全方位扩大国内需求”被排在了第一位, 消费是今年的重要政策抓手。在政策的推动下消费有望逐步复苏, 进而带来消费预期和上市公司收入改善两个维度的变化, 且不排除后续有更多的长效政策以及超常规逆周期调节措施出台的可能。预期在国家整体刺激政策下, 食品饮料消费会随着内需复苏而恢复, 特别是与经济繁荣度相关性强的休闲食品或率先恢复, 从中长期的维度看相关休闲食品股票估值有望进入回升通道, 盐津铺子估值偏低, 业绩稳定增长, 将更为受益。

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 23、18 和 14 倍, 给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

价格战导致公司利润受损;

盐津铺子控股公司卖出鸣鸣很忙集团股权, 公司与该集团旗下业务往来存在一定的不确定性;

量贩零食企业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						单位:百万元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产净利润(%)	12.28%	17.62%	20.01%	22.44%	25.09%
经营活动现金流	426	664	564	738	1103	ROE(%)	26.57%	34.95%	35.06%	36.69%	37.35%
净利润	302	513	649	832	1040	偿债能力					
折旧摊销	148.98	165.16	107.52	113.99	121.37	资产负债率(%)	53%	49%	42%	38%	36%
财务费用	9	16	13	14	14	流动比率	0.92	0.95	1.21	1.44	1.54
应收帐款减少	37	-49	-67	-58	-68	速动比率	0.52	0.52	0.73	0.92	1.00
预收帐款增加	0	-4	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-251	-296	-142	-199	-314	总资产周转率	1.28	1.55	1.71	1.86	1.96
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	16	22	21	21	21
长期投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.79	14.76	17.31	19.86	21.71
投资收益	1	2	2	2	2	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-97	-255	-265	-428	-679	每股收益(最新摊薄)	2.40	2.64	2.36	3.03	3.79
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.60	0.57	0.58	0.41	0.40
长期借款增加	135	-137	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.82	7.38	6.74	8.26	10.15
普通股增加	-1	67	77	0	0	估值比率					
资本公积增加	17	73	-28	0	0	P/E	22.59	20.54	22.93	17.90	14.30
现金净增加额	77	113	157	111	110	P/B	6.15	7.35	8.04	6.57	5.34
						EV/EBITDA	14.86	14.22	17.57	13.88	11.27

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	食品饮料周报: 五粮液暂停供货, 春节旺季逐渐开启	2025-01-14
行业普通报告	食品饮料行业: 白酒经销商大会密集召开, 酒企更加注重稳健发展	2024-12-31
行业普通报告	食品饮料行业: 微信拟开启送礼功能, 或可成为新风口	2024-12-30
公司深度报告	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	2024-12-25
行业普通报告	食品饮料行业: 微信小店增加“送礼物”功能, 关注休闲食品节假日送礼投资机会	2024-12-24
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

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