

盐津铺子 (002847.SZ)

深挖单品潜力，品牌化战略逐步推进

盐津作为休闲零食头部品牌，在行业渠道变革中多次转型拥抱渠道变化，从渠道型公司转型品牌企业，以“大魔王”、“蛋皇”子品牌锚定品类打造大单品，通过把握量贩、电商、会员商超等增量渠道快速成长。展望未来，公司在魔芋、鹤鹑蛋品类外积极培育新品类；渠道上重点将定量流通、海外渠道、量贩作为增量重点，营收端有望保持较快增长。公司在经销及新渠道拓展和下沉、海外市场均具备较强增长潜力，成长步伐稳健，看好公司中长期发展，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□**盐津铺子：休闲零食头部品牌，多次转型拥抱渠道变化。**盐津铺子 2020 年之前较大程度依赖传统商超渠道，在传统渠道客流压力下，21 年公司启动全渠道转型，同时开始拥抱量贩零食与兴趣电商两大增量赛道。23-24 年加大量贩、会员制商超渠道开拓，25 年进入山姆等会员高势能渠道，形成全渠道矩阵。品类方面，2021 年盐津铺子提出 1+7 多品类多品牌战略，涵盖辣卤零食、深海零食、蛋制品、休闲烘焙、坚果果干、果冻、薯类零食多品类，完成初步多品类多渠道战略布局，随后盐津把握住魔芋、蛋类等品类成长机会，营收稳步增长。

□**休闲零食行业：渠道变革加速，把握结构性增长机会。**我国零食行业规模稳步扩容，根据欧睿数据，2024 年中国零食行业市场规模约 4718 亿，受益于新兴国潮品类崛起、零食健康化趋势，预计健康零食（零糖、低 GI、低脂）、辣味零食将会保持较快增长。格局方面，休闲零食行业竞争格局分散，品牌抓住细分品类机遇，抢占份额打造多增长曲线。

□**盐津竞争优势：**1、组织灵活高效：决策机制灵活高效，主动优化渠道结构，组织架构灵活调整。2、营销能力突出：高势能营销投入，年轻化场景与校园渠道渗透，IP 联名、社媒营销多维布局，爆品打造能力强。3、供应链打造低成本优势：供应链垂直整合，成本管控优于同行。

□**增长看点：**1、**品类维度：大魔王、蛋皇锚定品类，新品类拓宽边界。**盐津以“大魔王”、“蛋皇”子品牌锚定魔芋、鹤鹑蛋品类，通过“素毛肚”创新麻酱单品，成为魔芋赛道的大单品，“蛋皇”聚焦中高档鹤鹑蛋，借助高势能渠道快速放量。其他薯片等品类积极培育，拓宽公司品类增长边界。2、**渠道维度：1) 量贩：**盐津 21-22 年率先拥抱量贩渠道，享受渠道红利，当下量贩开店高峰已过，降低盈利预期。2) **传统渠道：**定量流通接棒，直营商超以稳为主。25 年重点覆盖三、四线城市的校园店、社区店、便利店。3) **电商：**25 年电商板块调整，26 年有望重拾正增长。4) **海外：**东南亚突破引领，加快出海步伐出海战略初显成效，魔芋产品接受度高，海外东南亚、北美等国家市场可拓展空间广阔，海外有望保持高速增长。

□**投资建议：**多品类多渠道增长势能延续，盈利能力有望提升。营收端，公司凭借魔芋、鹤鹑蛋等子品类打造大单品，其他新品类拓宽增长边界。渠道上重点将定量流通、海外、量贩作为增量重点，营收端有望保持较快增长，预计公司 25-27 年营收分别同比增长 18%、21%、18%；成本端原料价格回落、规模效益，品牌建设能力凸显，盈利能力有望回升，预计公司 25-27 年 EPS

强烈推荐（首次）

消费品/食品饮料

目标估值：

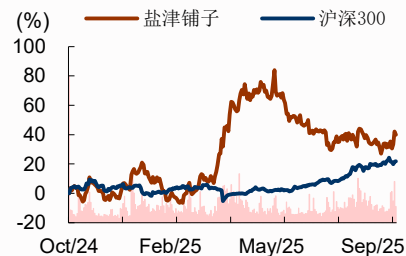
当前股价：73.41 元

基础数据

总股本（百万股）	273
已上市流通股（百万股）	246
总市值（十亿元）	20.0
流通市值（十亿元）	18.0
每股净资产（MRQ）	8.0
ROE（TTM）	31.8
资产负债率	45.9%
主要股东	湖南盐津铺子控股有限公司
主要股东持股比例	37.25%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-8	42
相对表现	5	-30	23



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
胡思蓓 S1090524090002
✉ husibei@cmschina.com.cn

为 2.91/3.58/4.26 元，对应 25-27 年 PE 分别为 25、21、17 倍。考虑到公司经销及新渠道拓展和下沉、海外市场均具备较强增长潜力，看好公司中长期发展，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□风险提示：成本大幅波动、需求不及预期、行业竞争加剧、新品推广不及预期、食品安全问题等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4115	5304	6274	7596	8945
同比增长	42%	29%	18%	21%	18%
营业利润(百万元)	584	719	901	1105	1313
同比增长	71%	23%	25%	23%	19%
归母净利润(百万元)	506	640	795	976	1161
同比增长	68%	27%	24%	23%	19%
每股收益(元)	2.58	2.35	2.91	3.58	4.26
PE	28.5	31.3	25.2	20.5	17.2
PB	13.8	11.5	10.1	8.8	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、盐津铺子：多品类全渠道覆盖，把握渠道红利转型发展	5
1、发展历程：渠道持续迭代，战略不断升级	5
2、治理结构：股权结构稳定，核心管理层经验丰富	6
3、产品结构：七大核心品类，辣卤占比高	7
二、休闲零食行业：渠道变革加速，把握结构性增长机会	9
1、零食赛道增长稳健，新渠道、新品类创造增量	9
2、渠道加速迭代，量贩、会员商超兴起	10
三、竞争优势：组织机制灵活，供应链优势凸显	13
1、组织：团队机制灵活，灵活调整线上线下渠道	13
2、营销：高势能营销投入，爆品打造能力强	14
3、供应链：供应链垂直整合，成本管控优于同行	16
四、未来展望：全渠道进一步渗透，品类品牌打造逐有成效	17
1、品类维度：大魔王、蛋皇锚定品类，新品类拓宽边界	17
2、渠道维度：量贩/定量流通/会员店/电商全渠渗透，海外扩张步伐加快	19
3、盈利能力：魔芋精粉价格有望下降，盈利进一步改善	22
五、投资建议	24
风险提示	25

图表目录

图 1：盐津铺子发展历程	5
图 2：盐津铺子股权结构	6
图 3：最新一期（2023 年）股权激励业绩考核目标	7
图 4：最新一期（2023 年）股权激励对象	7
图 5：盐津铺子营业收入及增速（百万元）	9
图 6：盐津铺子分产品营收及毛利率	9
图 7：2015-2024 年中国休闲零食行业规模（亿）	10
图 8：休闲零食行业渠道发展历程	10
图 9：2024 年中国休闲零食行业渠道结构	11
图 10：量贩相比其他渠道加价率低	11
图 11：头部量贩品牌门店梳理	12

图 12: 量贩零食 vs 省钱超市模型	12
图 13: 山姆会员店（中国）门店数及 GMV（亿）	12
图 14: 山姆渠道爆款零食单品	12
图 15: 线上休闲零食分平台销售额（亿）	13
图 16: 零食线上渠道中抖音电商占比上升	13
图 17: 盐津铺子直营渠道占比下降	14
图 18: 盐津铺子与六必居、三丽鸥、三养联名	15
图 19: 大魔王在校园渠道线下推广活动	15
图 20: 大魔王品牌发展复盘	15
图 21: 2024 年盐津铺子产品结构	17
图 22: 盐津铺子蛋类、魔芋类零食营收（百万）	19
图 23: 各品牌的鹤鹑蛋产品一览	19
图 24: 盐津铺子 2020-25H1 电商渠道营收及增速（%）	21
图 25: 盐津铺子经销商数及规模变化	21
图 26: 盐津铺子自播推高客单产品	21
图 27: 盐津铺子抖音达人营销策略	21
图 28: 盐津铺子与卫龙海外版产品图（左边为盐津、右边为卫龙）	22
图 29: 全球魔芋精粉产量分布	23
图 30: 魔芋精粉价格（右轴）与种植面积（左轴）变化	23
图 31: 盐津铺子毛利率与净利率（%）	23
图 32: 盐津铺子销售费用率、毛销差（%）	23
图 33: 盐津铺子历史 PE Band	25
图 34: 盐津铺子历史 PB Band	25
表 1: 公司核心管理层介绍	6
表 2: 盐津铺子主营产品	7
表 3: 公司生产基地分布	16
表 4: 大魔王与魔芋爽对比	18
表 5: 盐津铺子盈利预测	24

一、盐津铺子：多品类全渠道覆盖，把握渠道红利转型发展

1、发展历程：渠道持续迭代，战略不断升级

盐津铺子是一家从事休闲食品研发、生产、销售的现代化制造企业。盐津铺子前身为“腾飞食品厂”，2005年由张学武接管后改为“盐津铺子”。作为以盐津蜜饯发轫的企业，公司在“持续、高速、良性增长”的高质量发展快车道上迅猛前行，现已成为休闲零食头部企业。盐津自创立之初即重点拓展产品品类，致力于打造产品矩阵。公司战略规划由渠道驱动增长升级为产品、渠道双轮驱动增长，追求多品类、全渠道覆盖和“低成本之上的高品质+高性价比”。

1) 品牌初创期（2016年以前）：创立盐津品牌，聚焦直营商超，持续扩张产品渠道网络。2005年，公司创始人张学武和哥哥张学文接下父亲的食品厂，将其更名为盐津铺子。在品类多元化的过程中，盐津铺子始终坚持“自主生产”的原则，2007-2016年间，盐津铺子先后成立豆干、肉制品、坚果炒货、烘焙糕点厂，为全品类产品体系打下基础。2006年签约沃尔玛，此后沃尔玛长期为其第一大客户，直营商超渠道营收占比曾超50%。公司在这一阶段开启“互联网+食品”模式，利用现代物流助力公司全国布局，满足未来业务扩展的需要。

2) 品牌探索期（2017-2021）：全面升级品牌战略，把握商超店中岛红利。2017年2月，盐津铺子在深交所上市，成为“中国零食自主制造第一股”。2018年盐津铺子全面升级品牌战略，打造优形象、优体验的“盐津铺子零食屋”、“憨豆爸爸面包屋”店中岛。2021年，盐津铺子加速转型变革，公司开启“聚焦核心品类，全力打造大单品”战略，线下商超衰退，电商渠道业绩增长，张学武由此意识到渠道碎片化趋势。

3) 二次转型期（2022年至今）：第二轮渠道转型，品牌打造逐步成效。21年后公司开启第二次渠道转型，22年盐津按照“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年入股零食很忙，深度绑定该渠道，同年推出魔芋品类子品牌“大魔王”，2024年，“大魔王”联名“六必居”，打造大单品“麻酱素毛肚”，同年公司加码布局新中式健康零食赛道，发布战略子品牌“蛋皇”，定位高品质鹌鹑蛋，成功进驻全国山姆会员商店，连续6个月销售突破20万单。

图1：盐津铺子发展历程



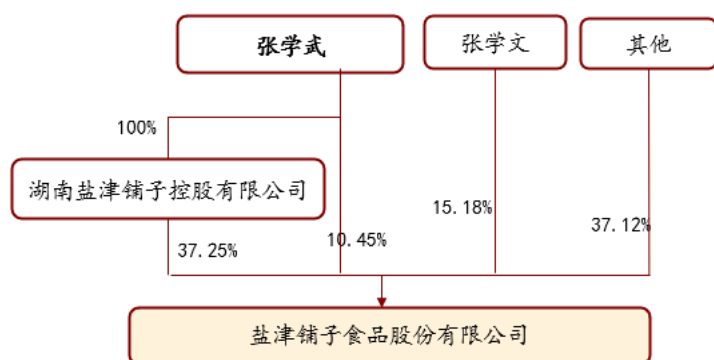
资料来源：公司官网、招商证券

2、治理结构：股权结构稳定，核心管理层经验丰富

股权结构稳定，员工持股强化激励。盐津铺子为张氏家族企业，目前实际控制人为张学武、张学文兄弟。截至 2025 年半年报，张学武及张学文合计持有公司 1.7 亿股，占总股本的 63.1%，其中董事长张学武直接及间接持股 47.7%，张学文持股 15.4%，有效主导公司战略方向，公司控制权长期保持稳定。此外，公司自上市以来发布三期股权激励，核心团队成员均有持股，持续给予团队充足激励。

高管从业经验丰富，引进外部人才。核心管理层均有十几年以上从业经验，董事长自创业起负责公司销售、运营管理事项，同时，兰总从公司区域主管一路做起，历经公司多次经营战略调整，积累了丰富的快消品渠道运营经验。公司一直以来保持开放包容理念，引入多位职业经理人，优化核心管理层人才梯队，杨总、张总、黄总分别在 2018 年、2020 年、2021 年加入盐津，引入外部高管，聚焦核心品类，优化公司供应链优势。组织架构方面，公司设立营销业务总部，统一调度管理各个渠道销售，设直营 KA，散装 BC、定量流通、零食专营、电商等事业部，优化各渠道管理。十年间公司营收从 10 亿不到增长至 50+ 亿，灵活有效的激励制度与优秀的高管团队，为公司持续增长创造驱动力。

图 2：盐津铺子股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：公司核心管理层任职与履历介绍

姓名	年龄	职位	履历
张学武	51	董事长、总经理	盐津铺子食品股份有限公司董事长、总经理。2005 年创立盐津铺子，带领盐津铺子成长为中国休闲食品领域、农产品加工领域的知名龙头企业。
李汉明	44	副总经理	2019 年 4 月入职盐津铺子食品股份有限公司，任盐津铺子食品股份有限公司人力资源中心总监、盐津学院执行副院长，2022 年 10 月起任盐津铺子食品股份有限公司副总经理，分管盐津铺子食品股份有限公司人力资源、组织与人才运营管理工作。
黄敏胜	44	副总经理	2021 年 2 月入职盐津铺子食品股份有限公司，负责大制造和质量保证事业部运营管理，2021 年 3 月 30 日起任盐津铺子食品股份有限公司副总经理。
张磊	44	副总经理	2020 年 10 月入职盐津铺子食品股份有限公司，负责电商及线上数字化营销工作，2020 年 10 月起任盐津铺子食品股份有限公司副总经理。曾任库巴网华南大区总经理、立白集团电商总经理。
杨林广	43	副总经理	2018 年 1 月入职公司，任公司管理事业部负责人兼总经理特别助理，2019 年 3 月起任公司副总经理，2020 年 8 月起任公司董事、副总

			经理。曾任四川米老头营销总监、湖南田园香生鲜集团总裁。
			2004 年 7 月入职公司，先后任职长沙销售主管、区域经理、江西省省区经理、云贵广大区经理、湖南省省区经理，2015 年任全国经销商渠道负责人，2016 年任公司华西片区、华东片区负责人，2017 年 5 月起历任公司渠道事业部副部长、部长，2019 年 3 月起任公司副总经理，2019 年 10 月起，任公司董事、副总经理。
兰波	42	副总经理	

资料来源：公司招股书、公司官网、招商证券

图 3：最新一期（2023 年）股权激励业绩考核目标

解除限售期	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	30%	相比 2022 年，2023 年营业收入增长率不低于 25%，且净利润增长率不低于 50%
第二个解除限售期	30%	相比 2022 年，2024 年营业收入增长率不低于 56%，且净利润增长率不低于 95%
第三个解除限售期	40%	相比 2022 年，2025 年营业收入增长率不低于 95%，且净利润增长率不低于 154%

资料来源：公司公告、招商证券

图 4：最新一期（2023 年）股权激励对象

姓名	职位	获授的限制性股票数(万股)	占授予限制性股票总数比例	占总股本的比例
张磊	副总经理	30	21.43%	0.15%
张杨	董事会秘书	3	2.14%	0.02%
其他(29 人)	核心业务人员	107	76.43%	0.55%
合计		140	100.00%	0.71%

资料来源：公司公告、招商证券

3、产品结构:七大核心品类，辣卤占比高

重点扩展中式辣卤、健康零食，辣卤零食是核心基本盘。盐津铺子重点扩展中式辣卤零食，打造七大品类产品矩阵，七大品类包括：辣卤零食、薯类零食、深海零食、休闲烘焙、蛋类零食、果冻布丁、果干坚果等。2024 年全年公司收入 53.04 亿，同比增长 28.89%，其中辣卤零食营收 19.62 亿元，同比增长 32.36%，占总营收 36.99%，是公司第一大品类。24 年魔芋品类快速出圈，成为营收增长新引擎，“大魔王”成为品类增长主力，增速远超行业平均水平。休闲魔芋制品贡献 8.38 亿元收入，占总营收的 15.79%，同比增长 76.1%，毛利率约 40%。烘焙薯类作为盐津营收第二大单品，收入 11.58 亿元，同比增长 17.31%，毛利率 32%，占总营收比例的 21.82%。深海零食营收 6.75 亿元，同比增长 9.1%，占总营收的 12.72%。

表 2：盐津铺子主营产品

产品类别	品牌系列	代表产品	品牌图示	产品
辣卤零食	盐津铺子、大魔王	麻酱素毛肚、香辣鸭货、手撕素肉、辣卤礼包		
深海零食	盐津铺子、31° 鲜	手撕蟹棒、鳕鱼豆腐、海洋小鱼		

休闲烘焙

憨豆爸爸

软欧包、卡仕达半面包、
沙琪玛

盐津铺子



果冻布丁

盐津铺子、憨豆爸爸、蒟蒻满分

果冻、冰激凌布丁

蒟蒻满分



蛋类零食

盐津铺子、蛋皇

鹤鹑蛋、糖心蛋



果干坚果

盐津铺子

夏威夷果仁、瓜子

盐津铺子



薯类零食

薯惑

薯惑薯片

盐津铺子

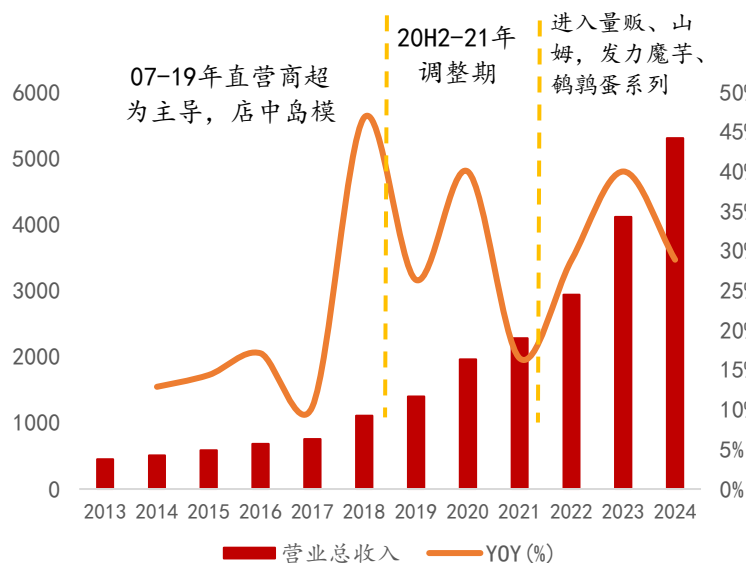


资料来源：公司公告、招商证券

蛋类快速增长，其他品类空间有望打开。公司 24 年“蛋皇”鹤鹑蛋进入山姆渠道，打开新品增长空间，蛋类零食作为增速最快的品类，营收 5.80 亿元，增速高达 81.97%；果干坚果营收 4.84 亿元，以 81.50% 的同比增长位列增速第二；果冻收入 3.01 亿元，同比增长 39.1%，增速放缓。盐津铺子更侧重差异化单品，相较于辣卤零食“大魔王”、蛋类零食“蛋皇”等子品牌已形成市场认知，其坚果、果冻类产品辨识度较低。

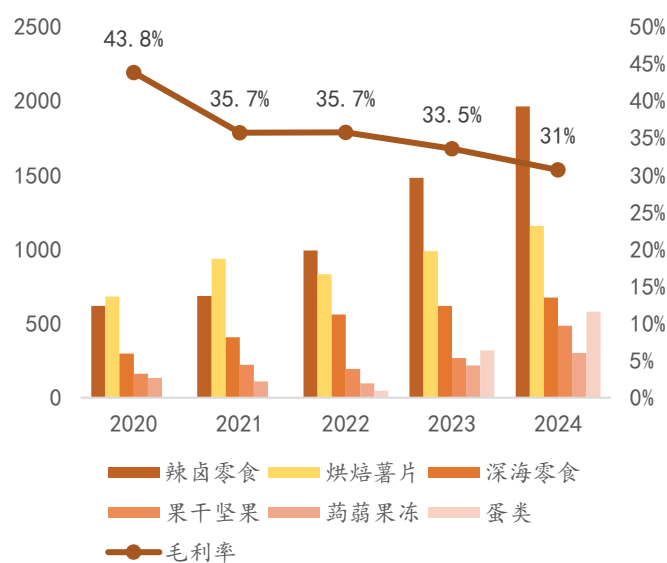
营收快速增长，成本+渠道结构影响盈利小幅波动。公司营收从 16 年 6.83 亿到 24 年 53.04 亿，复合增速 29.20%，得益于渠道与品牌协同发力战略，国内市场构建电商与线下全渠道矩阵，推高品牌势能。23 年鲜魔芋价格低位影响，农户种植意愿减弱，产量不高叠加需求增长，推动原料价格上涨至高位。因 24 年魔芋价格上涨+渠道调整，毛利率小幅波动，公司 24 年毛利率同比-2.85pct。同时行业竞争激烈，品牌营销折扣力度大也导致毛利率略有下降。公司通过全产业链布局发挥供应链和自主制造优势，整合上下游资源，搭建休闲食品互联网平台，营造休闲食品产业生态，未来毛利率仍有提升空间。

图 5：盐津铺子营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：盐津铺子分产品营收及毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

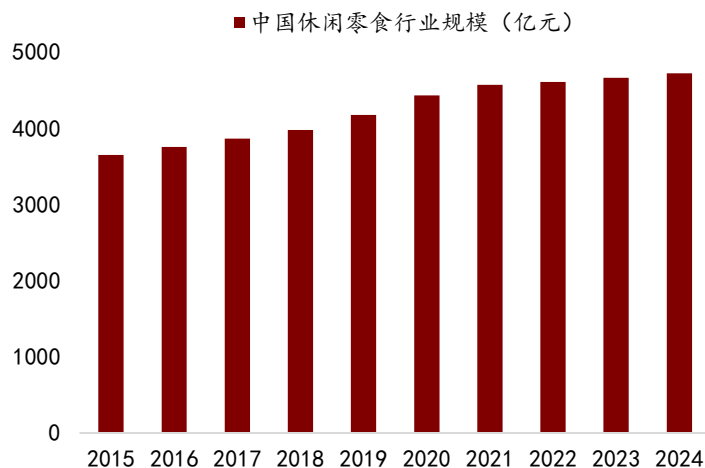
二、休闲零食行业：渠道变革加速，把握结构性增长机会

1、零食赛道增长稳健，新渠道、新品类创造增量

中国零食行业规模稳步扩容，五千亿赛道空间广阔。根据欧睿数据，2024 年中国零食行业市场规模约 4718 亿元，行业稳步扩容。近年来，零食行业进入细分品类发展的阶段，企业寻找新品增长点。盐津铺子把握住魔芋、蛋类等赛道中的高成长机会，持续推出高潜力新品类与新品牌组合，以“大魔王”魔芋制品、“蛋皇”高品质鹌鹑蛋为代表的新品类快速放量；品牌端通过定位清晰、形象鲜明的子品牌战略，有效切入需求。

竞争格局分散，健康、辣味风味崛起。从细分品类来看，咸味零食、坚果零食、辣味零食是中国零食行业占比最高的三个品类，受益于新兴国潮品类崛起、零食健康化趋势，预计健康零食、辣味零食将会在未来保持较快的品类增速。1) 辣味是中国消费者的“味觉刚需”，在年轻群体中具有高接受度与高复购力，百威英博发布的《年轻人饮食调查报告》显示，麻辣味外卖最受年轻人喜爱。魔芋类辣味产品（如魔芋爽、素毛肚）成为辣味零食中的结构性增长品类。2) 健康化：近年来消费者开始关注食品营养与健康。Z 世代、年轻女性等关键驱动群体催生对“健康+便捷”的零食产品需求，如高蛋白、低 GI、0 添加等，零糖、低脂、健康蛋类等品类机会较大。

图 7：2015-2024 年中国休闲零食行业规模（亿）



资料来源：欧睿、招商证券

2、渠道加速迭代，量贩、会员商超兴起

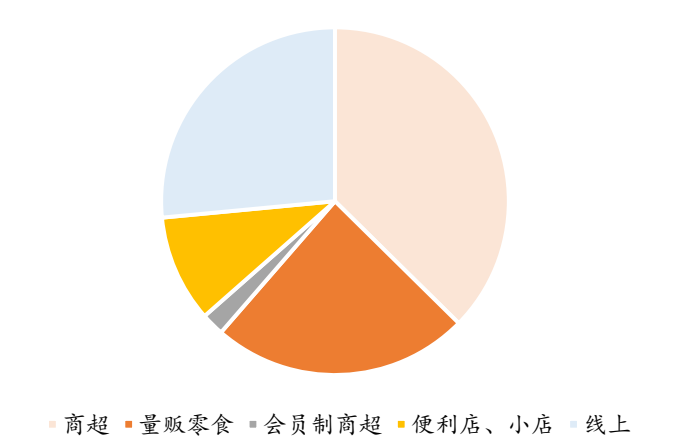
渠道加速迭代，量贩、会员商超兴起。2000 年前，零食销售以传统线下渠道为主，依赖传统的批发商、经销商、夫妻店、小卖部、商场超市，品牌通过电视广告等方式扩大品牌影响力；2000 年后连锁商超与品牌连锁店开始崛起，现代连锁超市逐渐成为主力，品牌开始注重产品包装优化、品牌塑造，同时将线下终端的陈列位置视为影响销售的关键因素；2010 年起，电商渠道以便利性、高效性开始兴起；2016 年之后社交电商、直播电商崛起，凭借强互动性、场景化营销崛起，迅速抢占渠道份额，同时新零售业态如盒马也出现，推动零食渠道线上线下一体化。2021 年至今渠道创新阶段，消费者追求高效、高性价比，销售通路追求效率为王，以零食量贩、会员制商超为代表的创新渠道快速扩张。

图 8：休闲零食行业渠道发展历程



资料来源：艾媒咨询、招商证券

图 9： 2024 年中国休闲零食行业渠道结构



资料来源：勤策、招商证券

图 10： 量贩相比其他渠道加价率低

渠道	量贩	KA 商超	传统流通
成本	100%	100%	100%
品牌商加价	10-15%	20%	20%
经销商加价	/	10-20%	20%
终端加价	18%	30%	20%
合计加价	28-33%	60-70%	60%

资料来源：渠道调研、招商证券

零食量贩：门店 4+万家，转型新店型省钱超市

量贩渠道效率高，门店突破 4 万家。据鸣鸣很忙招股书、万辰集团年报等，2024 年国内零食量贩门店数接近 4 万家，2025 年预计中国零食量贩门店数有望 4.5-5 万家。从发展历程看，量贩业态于 2010 年雏形显现，门店最初以销售小包装零食为主，戴永红、老婆大人、好想来、糖巢等先后入局， 2017 年零食很忙在长沙成立，标准化门店管理及资本加持下扩张加快，2022 年业态随消费降级兴起，品牌跑马圈地抢占点位，规模效应降低采购及配送成本。23-24 年竞争加剧，兼并整合加速。万辰、鸣鸣很忙双强并立，快速扩张占据空白区域及对手基地市场。24 年初赵一鸣、好想来减免加盟费，甚至后来推出“免加盟费”政策，强化市场渗透与点位争夺，2024 年量贩行业 GMV 突破 1100 亿。

加价率低，sku 丰富、上新快。1) 从加价情况来看，零食在传统渠道流通毛利较高，例如连锁 KA 加价率约 60-70%，量贩渠道通过集中采购，以更低的成本获取商品，降低采购成本，加价率明显低于传统零售渠道。2) SKU 丰富，单家门店 SKU 常年维持在 1800 个。上新方面，每月保持近百款 sku 更新，存货周转天数保持在 20 天以下，确保门店货品的快速更新。

转型省钱超市，“全品类折扣”重构增长。量贩行业竞争加剧，企业推出新店型“省钱超市”，省钱超市增加日用品、冻品、潮玩等高频、潮流品类，门店 sku 达 2000+个。鸣鸣很忙于 24 年 9 月在广州落地首家“赵一鸣省钱超市”测试店，25 年上半年宣布 3.0 店型全面铺开。新店型实现三大突破：品类上新增百货日化、烘焙、低温冻品等 400 余种 SKU，设立早餐区与即热区，形成“零食+生活刚需品”复合业态；同时推出自有品牌产品优化门店毛利。万辰 25 年初于合肥开出首家省钱超市超级门店。该店面积达 300 平方米，SKU 从传统量贩店的 1900 个增至 3000 余个，涵盖米面粮油、烟酒、个护家清等居家刚需品类，收银区增设烤肠机、咖啡机等即时消费设备。零食有鸣 2024 年 6 月推出硬折扣批发超市，年底门店超 1000 家。量贩品牌通过新店型打造，以“高频刚需品类引流 + 高毛利自有品牌”策略，改善门店坪效，重构增长逻辑。

图 11： 头部量贩品牌门店梳理

公司	品牌	24 年店数	成立地
万辰集团	好想来、来优品、 吡嘀吡嘀、陆小 馋、老婆大人	14196	江苏、江 西、浙江
	鸣鸣很忙合计	14394	
鸣鸣很忙	赵一鸣	7640	江西
	零食很忙	6754	湖南
零食有鸣	零食有鸣	4500	四川
糖巢	糖巢	2300	福建
零食优选	零食优选	2000	湖南
戴永红	戴永红	1100	湖南
爱零食	爱零食	1800	湖南
合计		约 4 万家	

资料来源：各公司官网、鸣鸣很忙招股书、窄门餐眼、招商证券

图 12： 量贩零食 vs 省钱超市模型

对比维度	量贩	省钱超市
品类 sku	1800 个 sku，零 食+饮料为主	2000-3000 个 sku， 增加日用品、冻品、 潮玩等品类
客单价	30 元	30-50 元
日单量	400	500+
门店面积	120-150 平	200 平以上
毛利率水平	18%	22-25%
坪效（万/ 月/平）	0.25	0.3

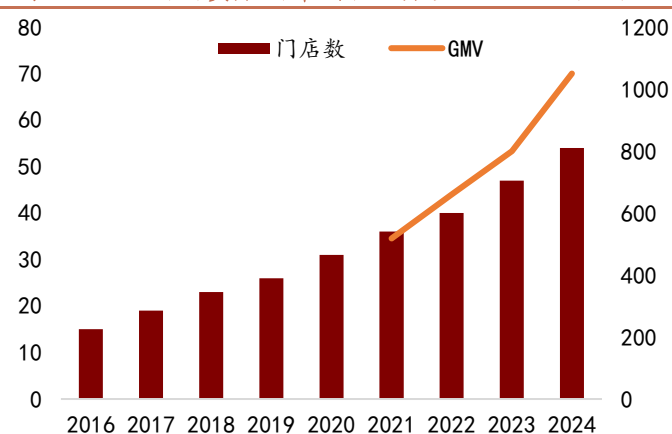
资料来源：渠道调研、招商证券

会员商超：扩张不止，爆款效应强，成为零食品牌的增量渠道

会员制商超扩张，成为重要的零食销售渠道。线下会员制零售增长迅猛，山姆会员店作为行业龙头，凭借规模增长与精准运营，已成为零食品牌的核心增量渠道。山姆定位高品质会员卖场，精选 SKU，营收层面山姆中国 2024 年销售额突破 1000 亿元，占沃尔玛中国总营收的近 70%。2025 年山姆会员店在中国会员数 500 万+，门店数突破 55 家，每年开店预计 5-10 家。会员商超强调精选 SKU，依托“健康化 + 精准选品”策略，成为零食销售重要渠道之一。

会员制商超选品严格，爆款效应强。会员制商超选品非常严格，对供应商要求高，山姆热销产品往往容易成为行业爆品，也是对供应商产品力的背书、倒逼研发能力提升，有利于供应商品牌的销售，如盐津的蛋皇鹌鹑蛋、立高的麻薯、甘源的芥末味夏威夷果仁等。盐津铺子 1kg 装蛋皇鹌鹑蛋进入山姆后，现月销售额达 2000 万以上。

图 13： 山姆会员店（中国）门店数及 GMV（亿）



资料来源：公司官网、渠道访谈、招商证券

图 14： 山姆渠道爆款零食单品



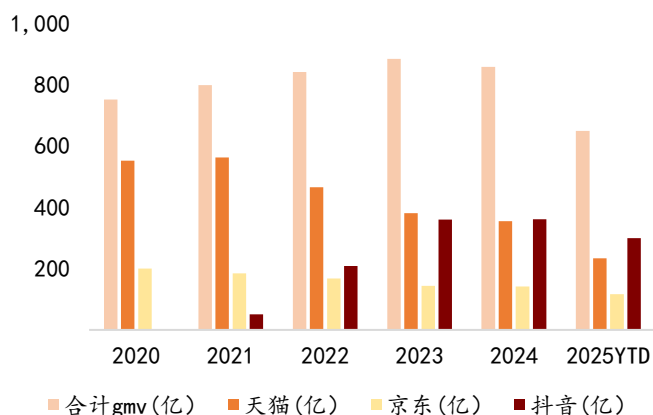
资料来源：山姆会员店、招商证券

电商：传统货架电商稳定，抖音电商崛起

抖音电商崛起，挤占传统货架电商。根据久谦咨询，天猫、京东、抖音 25 年 1-9 月线上休闲零食 GMV 合计为 649 亿，同比+4.9%，其中天猫同比-10%、京东同比+7.5%、抖音同比+20%。抖音电商“货找人”、“人找货”的路径实现双向联通，22-24 年抖音成为新品牌必争之地，2024 年抖音电商全品类 GMV 突破 3.5 万亿元。其中休闲零食品类以 23% 的增速成为核心增长引擎，远超淘宝、京东等传统平台的表现，传统货架电商的市场占有率被抖音、拼多多挤压。

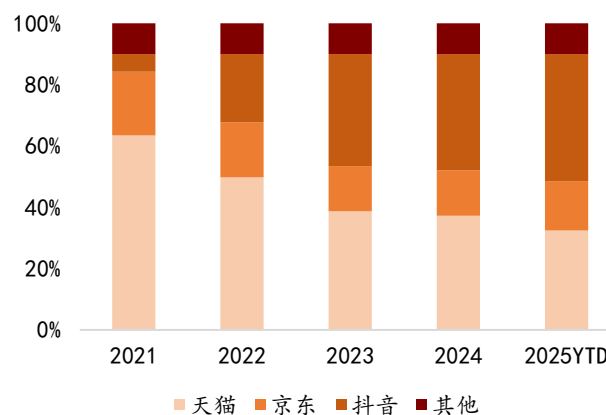
平台竞争激烈，流量成本上升，企业主动控制节奏。平台零食品类竞争激烈，从传统巨头到新兴品牌都在抢占流量，若品牌缺乏差异化的产品设计或内容营销能力，无法实现电商渠道盈利。盐津原先以传统天猫、京东为主，从 2020 年开始重视抖音等渠道，引入新电商总监，线上聚焦大单品策略，砍掉过多的 SKU，盐津采用“极致性价比”产品+“中高溢价”单品的选品思路，24 年盐津电商板块营收占比上升至 21.9%。近两年考虑到电商渠道的流量成本逐年上升，25 年公司选择电商产品调整，主动控制低毛利产品，并调整低盈利渠道结构，公司有望在调整阶段过后，重拾电商板块增长。

图 15：线上休闲零食分平台销售额（亿）



资料来源：久谦咨询、招商证券

图 16：零食线上渠道中抖音电商占比上升



资料来源：久谦咨询、招商证券

三、竞争优势：组织机制灵活，供应链优势凸显

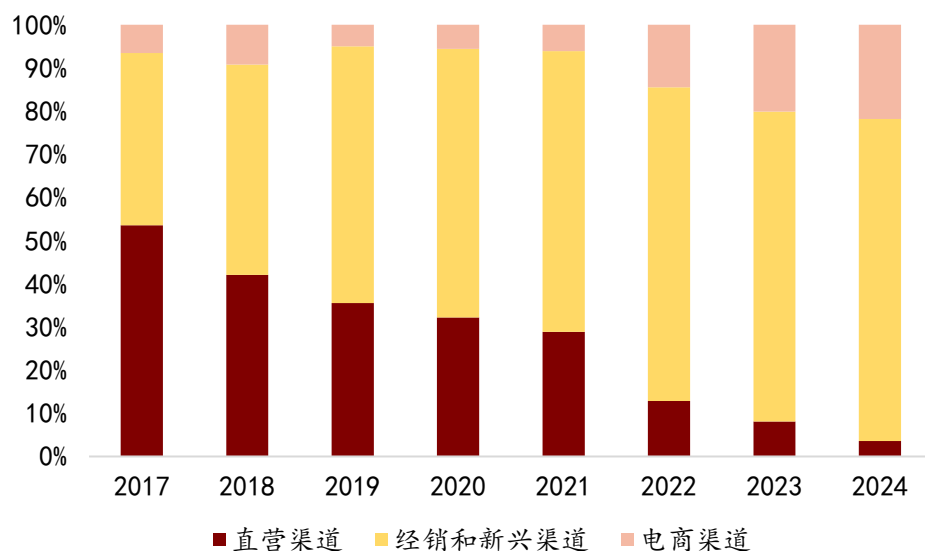
1、组织：团队机制灵活，灵活调整线上线下渠道

主动优化渠道结构，组织架构随布局调整。公司 20 年之前以商超店中岛为主，渠道结构较为单一，处于“连锁商超 + 传统电商”阶段。盐津 21 年起主动优化渠道结构，自转型全渠道拓展后，公司按不同渠道划分销售事业部，设立营销业务总部，统一管理各渠道销售，设直营 KA，散装 BC、定量流通、零食专营、电商等事业部，优化各渠道管理；中台设品牌与产品事业部，另外研发、生产为独立事业部，优化组织架构设置。在大魔王在电商及量贩渠道环比快速增长时，盐津加强线下校园、BC 超、便利店渠道渗透，通过原有 10+ 万终端网点开展大

魔王校园快闪、主题包店等活动，积极推进定量装产品的陈列、推广，定量流通渠道随着“大魔王”线下终端陈列布局，有望加速发展。

推出多轮次激励，绑定员工与股东权益。公司通过多轮股权激励与合伙人计划绑定核心团队，覆盖从高管团队到核心业务骨干（含渠道运营、产品研发、供应链管理关键岗位），公司核心高管及员工均有持股，调动团队积极性，实现员工与股东权益的深度绑定。

图 17：盐津铺子直营渠道占比下降



资料来源：公司公告、招商证券

决策机制灵活高效，线下新兴渠道占比不断上升。董事长愿意放权至职业经理人，引入快消老将杨总、电商老将张总负责销售、电商团队搭建。组织决策机制高效，通过渠道 ROI 动态调整资源配比，保障资源投放的精准性；针对渠道变化快速响应，对校园、海外等潜力渠道优先配置资源，海外市场投入资源支撑 Mowon 品牌本地化运营。22 年开始公司聚焦新兴渠道，加强与赵一鸣、零食很忙、万辰等零食量贩店合作，24 年进入山姆高端会员店，“蛋皇”鹌鹑蛋凭借高势能渠道快速起量。2024 年公司的经销及新渠道营收占比从 2020 年 62.24% 上升至 74.59%，主要是新增量贩零食、高端会员店等场景贡献，直营商超占比从 2020 年的 32.2% 下降至 3.5%。

2、营销：高势能营销投入，爆品打造能力强

高势能营销投入，年轻化场景与校园渠道渗透。盐津铺子的营销打法以“大单品+全渠道+年轻化 IP”为核心，追求爆品策略。盐津铺子围绕素毛肚、鹌鹑蛋等品类打造大单品，依托产品特性精准触达 Z 世代，特别是会员商超渠道的突破和电商的高举高打的营销策略，持续提高爆品的营收增长。此外，盐津铺子加码线下营销活动，通过 180 座城市超 10 万终端的覆盖力，将产品渗透至校园高频消费网点。以开学季为核心节点，打造沉浸式体验场景。2024 年下半年在多所大学启动“开学就炫大魔王”快闪活动，同期结合中秋策划打卡活动。2025 年，联动品牌代言人林一开展校园包店快闪巡游，覆盖北京、西安、郑州等地高

校，将校园超市转化为品牌互动空间，激活零食社交属性。

IP 联名、社媒营销多维布局，由渠道型公司转型品牌建设。从“大魔王”及“蛋皇”子品牌的打造效果来看，盐津敏锐探索品类崛起机会，通过联名“六必居”、“三丽鸥”、“三养”使得品牌快速出圈，在竞争中脱颖而出。2024 年 3 月公司联名三丽鸥推出主题果冻，成为爆款。2024 年 4 月大魔王与六必居合作推出“六必居麻酱味”魔芋素毛肚，将麻酱文化融入零食，打造新中式魔芋标杆。2025 年 4 月，重磅推出与三丽鸥联名的大规格定量装产品“小书包”，深化儿童校园场景，升级营销策略，进一步塑造品牌，开拓更为广阔的发展空间。2025 年 5 月，三养与大魔王达成合作，推出大魔王火爆魔芋火鸡酱味产品，进一步满足 Z 世代对风味体验与社交价值的双重需求。25 年 10 月，推出盐津 x 农心的辣白菜薯片新品，不仅是品牌联名，更是风味技术的融合创新交流。

图 18：盐津铺子与六必居、三丽鸥、三养联名



资料来源：公司公众号、招商证券

图 19：大魔王在校园渠道线下推广活动



图 20：大魔王品牌发展复盘

时间	事件
2023 年 10 月	盐津在广州召开发布会，正式推出新中式魔芋零食品牌“大魔王”，首创魔芋素毛肚
2024 年上半年	大魔王与六必居开展深度合作，开创“麻酱素毛肚”新品类，打破了以辣味为主的格局。
2024 年	大魔王品牌销售额逾 10 亿元，休闲魔芋实现 8.38 亿元收入，同比增长 76%。
25 年 3 月	大魔王麻酱素毛肚单品单月销售额破亿，从推出到销量单月破亿仅用时 16 个月。
25 年 5 月	盐津铺子携大魔王亮相 SIAL 西雅国际食品展，向全球展示中国品牌的创新力与硬实力。
25 年 8 月	大魔王借新加坡国庆日契机，与当地头部商超思家客开展深度品牌联动和场景化推广，获得当地消费者的广泛认可。
25 年 8 月	大魔王“六必居麻酱素毛肚”正式进驻美国市场，首站登陆美国连锁超市 99 Ranch Market。
25 年 9 月	大魔王进一步拓展香港、马来西亚市场，通过进驻当地主流便利店网络，进一步开拓海外区域
25 年 9 月	大魔王在河北、河南、北京发起校园迎新晚会快闪活动，有大魔王素毛肚试吃、包场观影等活动

资料来源：品牌公众号、招商证券

资料来源：公司官网、招商证券

3、供应链：供应链垂直整合，成本管控优于同行

前瞻性布局工厂，供应链优势凸显。1) **布局上游：把控核心原料、高效周转，不依赖于外部加工厂，委外比例低。**截至 25 年 6 月，盐津铺子已形成湖南浏阳、江西修水、河南漯河、广西凭祥四大生产基地，自产率 95%，海外泰国基地在建设中；此外，盐津在柬埔寨、泰国、越南建设芒果、榴莲等 7 家海外鲜果加工厂，供应优质低价原料，肉类、薯类、鹌鹑蛋等公司均拥有国内完备生产供应体系。公司产品研发—生产制造—市场反馈环节打通，灵活应对对市场需求变化，快速完成从产品研发到规模量产。盐津铺子通过自产基地构建高效供应链体系。以鹌鹑蛋为例，此前多用半成品蛋而非新鲜蛋加工，产品品质难以保障，且原料价格波动较大。2023 年，盐津铺子在江西修水投资建成了全国最大的专业鹌鹑养殖农场，预计三期满产后，日产蛋量有望达到 120 吨/天。2) **成本优势：提前采购平滑成本波动、控制生产成本，提升原料采购优势，终端销售的产品具有高性价比。**针对魔芋、鹌鹑蛋等主力产品，通过自建或合作种植基地。以核心原料魔芋精粉为例，公司在 2022 年持股 55%成立云南津匠魔芋初加工公司，23 年公司控股持有津绝 52.5%股权，加大魔芋上游产业布局，建立魔芋精粉加工基地，实现了核心原料的自产化，云南产地自加工的优质魔芋精粉过万吨，降低了原料成本。此外，公司在印尼布局魔芋精粉加工厂，利用当地及周边地区如缅甸的低价魔芋原料资源，进一步优化原料供应体系，直采模式使盐津的原料成本较行业平均水平降低 8%-12%。此外，公司在采购方面积累经验，24 年在市场需求快速上升、魔芋价格大幅上涨时，公司增加魔芋精粉备货应对波动，强化公司成本优势。

表 3：公司生产基地分布

基地名称	建立时间	生产项目	产量/产能
湖南浏阳基地	2005 年	辣卤零食、甜味制品、魔芋制品、魔芋制品	产能约 15 万吨/年，甜味（烘焙 + 薯片）产值为 20 亿
江西修水基地	2015 年	鱼糜、肉糜制品、豆制品、鹌鹑蛋	蛋皇纪一期年产量 1.2 万吨，二期今年建好，三期在建中，蛋皇纪三期满产后，年产能预计约 4.4 万吨。
河南漯河基地	2020 年	烘焙食品、薯片	“一基地两中心”项目包含年产 30 万吨生产基地
广西凭祥基地	2017 年	芒果干、榴莲等水果加工	2025 年产能扩建，产值约 10 亿
泰国基地	在建中	魔芋、薯片为主	斥资约 2.2 亿

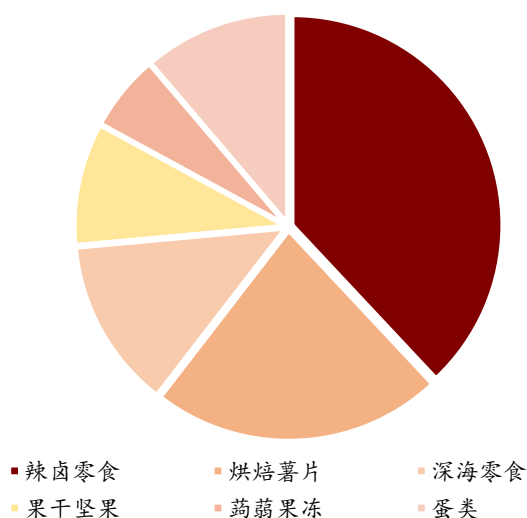
资料来源：公司招股书、公司官网、招商证券

四、未来展望：全渠道进一步渗透，打造品类品牌成效逐步显现

1、品类维度：大魔王、蛋皇锚定品类，新品类拓宽边界

以“大魔王”和“蛋皇”子品牌锚定品类。2021年起盐津铺子提出 1+7 多品类多品牌战略，辣卤零食、深海零食、蛋制品、休闲烘焙、坚果果干、蒟蒻果冻、薯类零食 7 个品类子品牌。经两年准备，23-24 年初推出“大魔王”、“蛋皇”子品牌，以“大魔王”和“蛋皇”子品牌锚定魔芋、鹌鹑蛋品类，“大魔王”精准捕捉年轻人兴趣需求，通过“素毛肚”创新麻酱单品，成为魔芋赛道的头部品牌，“蛋皇”聚焦中高档鹌鹑蛋领域，借助高势能渠道快速放量。

图 21：2024 年盐津铺子产品结构



资料来源：公司公告、招商证券

(1) 魔芋：拉高成长天花板，预计营收占比超 20%

魔芋零食百亿市场，场景还在拓宽。2024 年我国辣味魔芋零食约 60 亿，辣味魔芋零食如魔芋爽、素毛肚等已经起量。魔芋零食消费群体与产品口味快速发展，2029 年预计辣味魔芋零食市场规模将突破 100 亿元，复合增长率 10% 以上。魔芋零食受益于零食量贩的加速渗透与社交电商平台的快速崛起，零食量贩加快魔芋产品在下沉市场与线下场景中的覆盖，成为带动品类销量增长的重要渠道；社交电商则通过内容种草、社群分享，放大魔芋零食“轻负担、重口味”的产品优势，实现快速出圈与消费转化。然而，在此类渠道中，品牌利润率或将承压。

大魔王处于成长期，全渠道渗透提升市占率。盐津的大魔王销量增长迅速，爆品驱动力强。通过“大魔王”爆款产品快速成长为魔芋细分第二，通过 IP 联名、IP 授权等方式，如联名“六必居”、“三丽鸥”、“三养”使得品牌快速出圈，在竞争中脱颖而出，大魔王麻酱味产品占比公司休闲魔芋销量的 50% 以上。2025 年 3 月，大魔王麻酱素毛肚单品已月销破亿，盐津铺子品类品牌打造能力持续

验证。**展望：**24 年魔芋单品营收 8-9 亿，25Q1 魔芋制品增长 100%以上，全年魔芋单品营收有望高增。当前公司与卫龙进行错位竞争，除了量贩渠道之外，重点进入线下流通、校园等终端，未来魔芋制品有望成为近 30 亿大单品，且魔芋单品验证公司大单品打造能力，公司孵化爆品能力有望复制。

(2) 鹌鹑蛋：集中度低，有望成为十亿单品

鹌鹑蛋行业集中度低，性价比优势份额上升。国内鹌鹑蛋零食市场规模 30 亿以上，符合健康零食属性，深受年轻群体喜爱，品类增长空间较高，但尚未形成绝对龙头。盐津 23 年蛋类产品（主要是传统散称鹌鹑蛋）营收 3.2 亿，2024 年初公司推出鹌鹑蛋类零食子品牌“蛋皇”，蛋类营收 5.8 亿，同比增长约 80%，蛋皇专注于鹌鹑蛋零食细分赛道。25 年盐津的鹌鹑蛋产品进行渠道与价格调整，增长幅度回落，但公司在蛋类全产业链布局，原料源头把控，高品质产品与性价比产品全系列布局。**展望：**目前蛋皇在鹌鹑蛋系列中营收占比过半，随着会员制商超门店进一步开拓，以及线下散称、定量装渠道渗透，鹌鹑蛋系列有望回到较高增速，鹌鹑蛋有望成为十亿大单品，贡献营收增长。

(3) 其他品类：薯片、果冻等品类扩宽边界

锚定健康趋势，复制“大单品、大口味”成功逻辑。盐津铺子以“低卡不减味”精准契合 Z 世代“朋克养生”需求，打造差异化薯片、果冻产品。1) **薯片品类：健康与联名双驱动。**延续“非油炸烘焙”核心优势，2025 年 10 月与韩国农心联名推出辣白菜薯片；此外跳出传统油炸赛道，联合江南大学研发“薄脆空气感”工艺，降低油脂含量至传统产品的 60% 以下，以“非油炸、轻烘焙”建立消费者品牌认知。2) **蒟蒻果冻聚焦“零蔗糖、高纤维”卖点，**针对代餐场景推出“蒟蒻布丁杯”，添加奇亚籽、胶原蛋白等功能性成分；新增杨枝甘露、生椰拿铁等网红风味，2024 年上半年，薯类、蒟蒻果冻在量贩渠道的增速均超 40%，25 年上半年受电商渠道调整影响，烘焙薯类（薯类未单独披露）同比下滑，果冻类同比+9.0%。公司积极研发新品，甜味类破局新品，联名 IP 打开增量空间，针对欧美、日韩市场开发低卡、功能性衍生产品，例如适配欧美健康需求的“高蛋白魔芋条”、契合日韩口味的“海苔味薯片”，通过“场景细分+口味创新”扩宽品类增长边界。

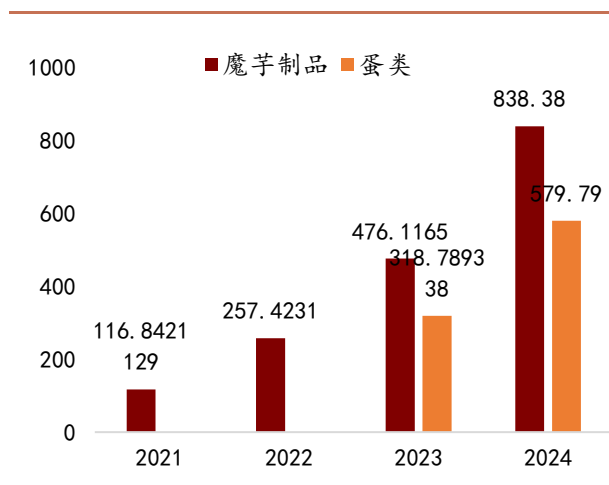
表 4：大魔王与魔芋爽对比

	大魔王素毛肚	卫龙魔芋爽
品牌归属	盐津铺子	卫龙
推出时间	2023 年	2014 年
口味定位	主打麻酱，提供不辣、微辣选择	经典辣味，香辣、酸辣，刺激性很强
目标人群	喜欢麻酱风味群体，口味接受度更高	咸味、辣味爱好者
价格（折算）	42-45 元/kg	55 元/kg
优势渠道	零食量贩渠道、线上渠道，线下定量流通正在突破（盐津之前终端网点约 10+万家）	线下 80 万+家终端网点超强覆盖
产品传播	口味独特、IP 联名丰富，潮流营销	品牌深入人心，推广时间长

增长潜力 24 年营收 8-9 亿，25 年预计翻倍增长 24 年营收 30 亿，25 年预计增长 50%

资料来源：天猫旗舰店、公司年报、招商证券

图 22：盐津铺子蛋类、魔芋类零食营收（百万）



资料来源：公司年报、招商证券

图 23：各品牌的鹤鹑蛋产品一览

品牌	价格	特点
劲仔-七个博士 塘心鹤鹑蛋	抖音 95 元/kg	市面独有的塘心鹤鹑蛋，价格较高
盐津铺子-鹤鹑蛋	抖音 40 元/kg	高性价比
盐津铺子-蛋皇 鹤鹑蛋	山姆 69.9 元/kg	高端鹤鹑蛋品牌，主打可生食+无抗生素，占盐津鹤鹑蛋销量 60%
三只松鼠-一号 蛋鹤鹑蛋	抖音 50 元/kg	三只松鼠新自产产品，2025 年 3 月一号蛋智能工厂投产

资料来源：山姆会员店、抖音旗舰店、招商证券

2、渠道维度：量贩/定量流通/会员店/电商全渠渗透，海外扩张步伐加快

盐津 2020 年之前较高程度依赖商超渠道，2020 年直营 KA 占比达 32.18%。随着传统商超客流下滑，公司启动全渠道转型，核心路径为“收缩低效直营、发力新兴渠道、深化经销下沉”。2021 年起公司主动将部分直营系统移交经销商，直营商超覆盖从 3088 家缩减至 2024 年末的 904 家，同时聚焦量贩零食与电商两大增量赛道：2022 年率先布局量贩渠道，与零食很忙等头部品牌深度合作享受红利。电商板块 2020 年引入专业团队，聚焦抖音等兴趣电商，22 年实现电商盈利突破。23-24 年加大量贩、会员制商超渠道开拓，25 年进入山姆等会员高势能渠道，形成全渠道矩阵。2025 年 H1，公司经销及其他新渠道/电商/直营商超渠道分别占比 78.32%、19.54%、2.14%，其中经销及其他新渠道（涵盖量贩零食、社区团购、硬折扣等）占比持续上升，25-26 年进一步下沉覆盖。25 年公司也将海外市场提上战略重点，在海外东南亚、北美等国家积极拓展渠道，完善渠道网络。

（1）量贩：开店高峰已过，降低该渠道盈利预期

率先拥抱量贩，享受渠道红利。盐津是零食上市公司中率先布局量贩零食渠道的企业，2021 年 6 月便与零食很忙达成战略合作，2022 年进一步拓展零食有鸣、戴永红等系统，量贩渠道营收占比从 2022 年的 11% 上升至 2024 年的 25%（超 13 亿），量贩门店覆盖数预计 2-3 万家，门店 SKU 从 2023 年底 10 余个增加至 30+SKU。

开店高峰已过，降低该渠道盈利预期。24 年零食量贩门店总数约为 4 万家，全国化布局已经初步实现，尽管部分地区仍有扩店空间，但门店开店高峰期已过，

加盟商回收周期拉长，单店利润率环比回落。量贩门店由跑马圈地阶段转入求质增长阶段，需要上游供应商提供更具性价比、创新性产品。我们认为，1) 在门店竞争加剧以及利润诉求提升背景下，量贩零食系统不可避免会进一步向上游要利润，下调产品供货价及终端价格。2) 量贩系统考虑进一步拓展自有品牌，对供应商而言有 SKU 减少风险。盐津积极调整合作思路，比如主动下调零食很忙渠道鹌鹑蛋价格，抢占份额。

量贩渠道展望：考虑到量贩门店覆盖度仍有 50-100% 空间，收入端我们预计量贩 25 年保持 20% 以上较快增速，之后收入增速可能落回 20% 以内。利润率方面，量贩渠道利润率低于传统渠道，环比看也受制于下游强势渠道压力，有一定的利润率压力，公司通过 SKU 上新、产品组合调整优化渠道利润率，建议降低公司在量贩渠道的利润率预期。

(2) 传统渠道：定量流通接棒，直营商超以稳为主

定量流通：网点下沉，成为增量引擎。公司 2020 年之前在定量装投入资源较少，当年成立定量装事业部，21 年起加大定量装规格的生产、渠道铺货，逐步搭建定量流通团队。团队针对定量装基础阵地如商超、校园店、CVS（便利店）、特通渠道，通过专项陈列提升终端可见性；开拓流通下沉市场，通过“陈列堆头”快速铺设售点。24 年开始终端运营重点以地推为核心，通过增加售点、优化陈列、组建专项团队等方式强化终端渗透，定量装售点总数环比持续增长，月均销售额显著提升。25 年重点覆盖三、四线城市的校园店、社区店、便利店，与散装渠道形成互补增量，推动核心定量装单品营收占比持续提升。

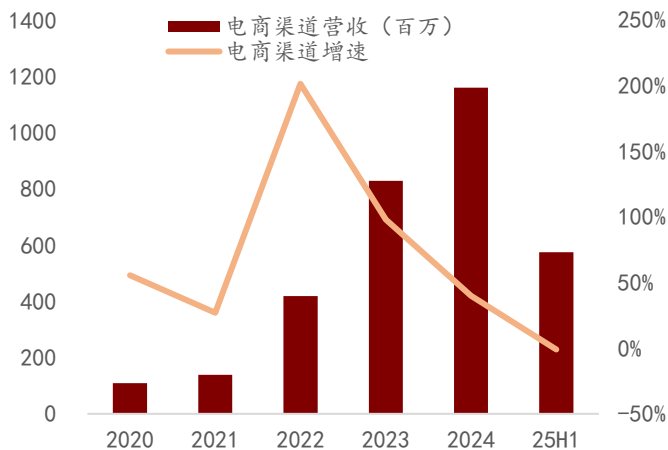
直营商超：主动收缩，资源投入效率最大化。传统 KA 渠道近 5 年来客流下滑明显，盐津主动缩减低效直营网点，直营商超覆盖从 3088 家缩减至 2024 年末的 904 家左右（约覆盖 12 家大型连锁商超的终端卖场）。保留沃尔玛、大润发等标杆终端，主要承担品牌展示功能，24 年直营商超收入同比下滑 43.72%。25H1 直营商超渠道占比进一步下降，占比仅为 2.14%。

(3) 电商：25 年电商板块调整，26 年有望重拾增长

重视费效比，25 年电商板块调整。2020 年公司正式将电商纳入全渠道转型核心，2022 年起加速发力抖音等兴趣电商，2024 年电商收入规模达 11.59 亿元，占比提升至 21.9%，较 2021 年的 6.1% 实现跨越式增长。其中，抖音渠道销售额占电商 40%-50%，兴趣电商占比较高。考虑到平台流量成本、电商盈利影响，2025 年盐津的电商团队针对抖音、拼多多渠道，主动缩减低效 SKU，资源集中于“大魔王”、“蛋皇”战略单品，调整选品适配平台流量算法特性，控制费用支出、提高费效比。

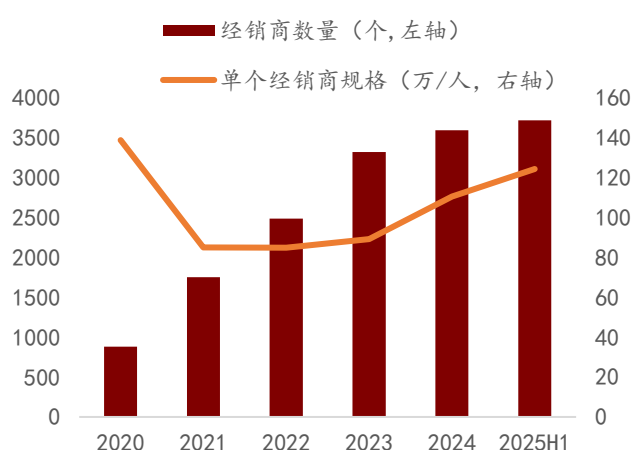
电商渠道展望：25H1 电商渠道营收 5.74 亿元，占比 19.5%，同比-1%，主要是抖音、拼多多调整影响，淘系和京东保持增长。26 年随着渠道调整结束，未来公司将在社交电商平台品牌势能的引领下，持续提升传统货架电商平台收入，在各大平台打造爆品矩阵，25H2 电商板块有望企稳，26 年电商有望恢复正增长。

图 24：盐津铺子 2020-25H1 电商渠道营收及增速（%）



资料来源：公司年报、招商证券

图 25：盐津铺子经销商数及规模变化



资料来源：公司年报、招商证券

图 26：盐津铺子自播推高客单产品

23年盐津铺子直播与品牌自播带货产品情况

达人层级	带货产品链接数	客单价	合作深度（人均带货次数）
头部达人	211	17.5	18.3
腰部达人	192	19.0	13.0
中腰部达人	295	15.6	12.7
小达人	347	15.0	5.9
尾部达人	388	15.1	2.8
自播	159	33.8	142.6

头部达人

带货品类少，零食坚果特产为主，达人合作频次高，主推零食组合装，均未合作麦片冲饮、方便菜和饮品，仅头部达人有合作调味品。

腰部及以下达人

合作品类齐全，包含方便菜和饮品，主推豆制品，其次为肉类零食和调味品，客单价（百元以上）过年、月饼、坚果礼盒和方便菜主要由自播售卖。

自播

售卖品类与头部达人相近，主推豆制品，其次为肉类零食和调味品，客单价（百元以上）过年、月饼、坚果礼盒和方便菜主要由自播售卖。

数据来源：蝉妈妈 channama.com；主力带货商品：带货次数最多的商品；人均带货次数：（直播带货+短视频带货次数）/达人人数；

资料来源：蝉妈妈《达人营销品牌案例》、招商证券

图 27：盐津铺子抖音达人营销策略

高层级明星达人助力品牌冷启；发展阶段达人矩阵逐步下沉，中腰部以下达人助力品牌扩张发展；成熟期和大促期品牌加强与头部达人的直播合作

盐津铺子达人营销策略			
达人营销效果	达播带货成效显著，带货效果逐年提升，达播带货销售额占比达 92% 的业绩，品牌达播带货产品销量第一梯队。		
品牌发展阶段	"0-1"阶段	"1-10"阶段	"10-100"阶段
带货方式	直播带货为主，达播主导	直播带货为主，达播GMV占比进一步提升	直播带货为主，达播主导，自播占比逐步提升
达人类型	初期带货以头部达人为主； 中期带货以腰部达人和中腰部达人为主体，头部达人直播带货效果较好，品牌广泛合作各种类型达人，合作深度提升； 后期带货以尾部达人和中腰部达人为主体，头部达人直播带货效果较好，合作深度提升。	初期带货以腰部达人和中腰部达人为主体，头部达人直播带货效果较好，品牌广泛合作各种类型达人，合作深度提升； 中期带货以尾部达人和中腰部达人为主体，头部达人直播带货效果较好，合作深度提升。	初期带货以腰部达人和中腰部达人为主体，头部达人直播带货效果较好，品牌广泛合作各种类型达人，合作深度提升； 中期带货以尾部达人和中腰部达人为主体，头部达人直播带货效果较好，合作深度提升。
达人矩阵	采用头部达人投放策略，整体达人投放策略； 腰部带货：小达人和中腰部达人数量占比最高； 尾部带货：头部达人数量占比最高。	品牌进一步下沉，采用中腰部达人投放策略，腰部带货：小达人和中腰部达人数量占比最高； 尾部带货：头部达人数量占比最高。	品牌进一步下沉，采用中腰部达人投放策略，腰部带货：小达人和中腰部达人数量占比最高； 尾部带货：头部达人数量占比最高。
投放节奏	带货方式：前期品牌力提升，品牌在大促期竞争力提升，期间品牌加大头部达人投放，GMV显著提升，大促后一个月直播带货GMV提升； 达人矩阵：前期中腰部达人是带货主力，大促期间头部达人放量，品牌加强与头部达人深度合作。	带货方式：前期品牌力提升，品牌在大促期竞争力提升，期间品牌加大头部达人投放，GMV显著提升，大促后一个月直播带货GMV提升； 达人矩阵：前期中腰部达人是带货主力，大促期间头部达人放量，品牌加强与头部达人深度合作。	带货方式：前期品牌力提升，品牌在大促期竞争力提升，期间品牌加大头部达人投放，GMV显著提升，大促后一个月直播带货GMV提升； 达人矩阵：前期中腰部达人是带货主力，大促期间头部达人放量，品牌加强与头部达人深度合作。
合作深度	达人层级提升，合作深度提升，头部达人的合作深度进一步提升。	达人层级提升，合作深度提升，头部达人的合作深度进一步提升。	达人层级提升，合作深度提升，头部达人的合作深度进一步提升。
合作产品	达播主力带货零食组合装，坚果礼盒，头部达人助力品牌冷启；中腰部及以下达人助力品牌扩张发展；尾部达人助力品牌冷启。	达播主力带货零食组合装，坚果礼盒，头部达人助力品牌冷启；中腰部及以下达人助力品牌扩张发展；尾部达人助力品牌冷启。	达播主力带货零食组合装，坚果礼盒，头部达人助力品牌冷启；中腰部及以下达人助力品牌扩张发展；尾部达人助力品牌冷启。
合作佣金	冷启动期，以高于行业平均的佣金（13%-15%）刺激达人带货意愿，大促期间佣金下降至行业平均水平； 发展期，佣金水平（5-12%）整体低于行业平均水平； 成熟期，佣金水平（5-12%）整体高于行业平均水平。	冷启动期，以高于行业平均的佣金（13%-15%）刺激达人带货意愿，大促期间佣金下降至行业平均水平； 发展期，佣金水平（5-12%）整体低于行业平均水平； 成熟期，佣金水平（5-12%）整体高于行业平均水平。	冷启动期，以高于行业平均的佣金（13%-15%）刺激达人带货意愿，大促期间佣金下降至行业平均水平； 发展期，佣金水平（5-12%）整体低于行业平均水平； 成熟期，佣金水平（5-12%）整体高于行业平均水平。

资料来源：蝉妈妈《达人营销品牌案例》、招商证券

（4）海外市场：东南亚首站突破，加快出海步伐

抓住东南亚出海机会，魔芋产品接受度高。东南亚存在零食消费的总量提升机会与性价比产品的结构性机会，24 年东南亚零食终端 208.3 亿美元，是中国市场体量的 1/3，且东南亚核心五国人均零食消费量/额均低于中国人均，零食品牌出海选择东南亚市场机会较多。

出海战略初显成效，目前产品以魔芋类为主。2024 年盐津铺子全年海外收入不到 1 亿，主要在泰国市场销售。25 年盐津计划在泰国设厂，并重点推进越南、印尼、泰国、菲律宾四国市场，构建东南亚本地化闭环与增长飞轮。“大魔王 Mowon” 魔芋素毛肚是盐津铺子的核心海外销售产品。其中，六必居麻酱素毛肚已在美国知名连锁超市 99 Ranch Market 上架，并在 Santa Anita Mall 等核心门店亮相。凭借创新的麻酱风味与独特口感，在东南亚市场取得出色的销售业绩，还成功进入美国市场。火鸡酱味魔芋是盐津铺子与韩国三养食品合作开发的新品，计划推向美国市场，借助韩国三养火鸡面的全球影响力，以独特的辣味酱料吸引消费者。

海外渠道展望：24 年海外营收 6000 万左右，25 年加速铺货、招商，新渠道进

入顺利，预计营收翻倍以上。海外市场零食空间广阔，可渗透渠道丰富多元。盐津铺子的海外战略较为聚焦和本地化。公司将在海外再造一个盐津铺子的海外战略，未来还可能会延伸至鹌鹑蛋或其他品类等，进一步拓展海外市场产品品类。

图 28：盐津铺子与卫龙海外版产品图（左边为盐津、右边为卫龙）



资料来源：西雅食品展、招商证券

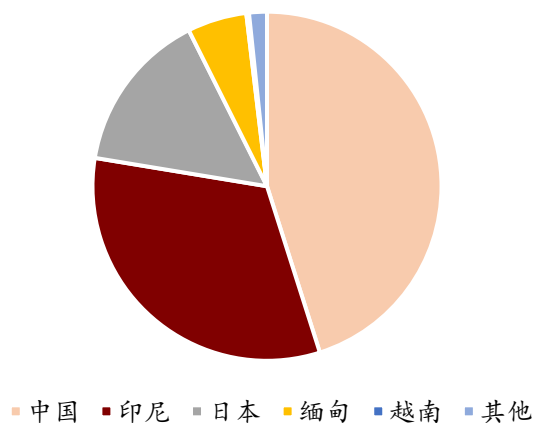
3、盈利能力：魔芋精粉价格有望下降，盈利进一步改善

受渠道结构调整、行业竞争影响，24 年毛销差略降。渠道端，公司电商与量贩零食渠道占比持续提升，两者盈利特性拉低整体毛利，电商渠道因流量成本上升，毛利率同比下降 6.8pct；量贩渠道为抢占份额，且该渠道本身以性价比为核心，定价策略相对激进，盈利较传统渠道较低。同时，零食行业竞争白热化，价格战与促销活动增多，盐津销售费用率基本维持稳定，多重因素叠加最终导致 2024 年毛销差出现小幅下滑。

24-25 年魔芋精粉高位，公司提前采购应对。全球魔芋精粉产量分布看，中国占比最高（45.1%），印尼、日本、缅甸、越南分别占比 32.5%、15.0%、5.5%、0.3%。魔芋价格随供需波动较大，2021 年魔芋种植面积为 224 万亩，21-23 年种植面积基本稳定，2024 年由于 2023 年魔芋价格大跌、极端气温等因素，种植面积仅有 178 万亩，年末魔芋价格波动至近年高点，平均价格 7 元/公斤以上。25 年上半年魔芋粉价格仍在较高水平，盐津提前采购囤货全年用量，稳定的成本控制让盐津铺子在竞争中更有优势。此外，盐津铺子在云南曲靖和东南亚已建成魔芋原料加工基地。

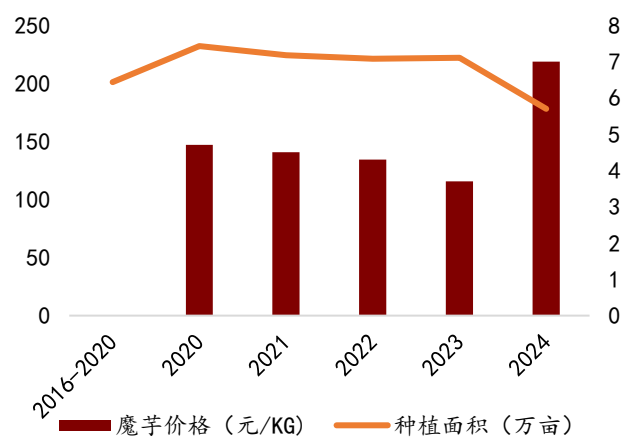
原料供给有所增加，26 年魔芋精粉价格有望下降。展望 26 年成本价格，渠道调研反馈，受益于印尼加速种植，供给增加，魔芋精粉预计 26 年价格下降 10-20%，27 年预计下降 30+%。若原料成本进一步下降，有望提升公司盈利能力，为利润率提供安全垫。

图 29: 全球魔芋精粉产量分布



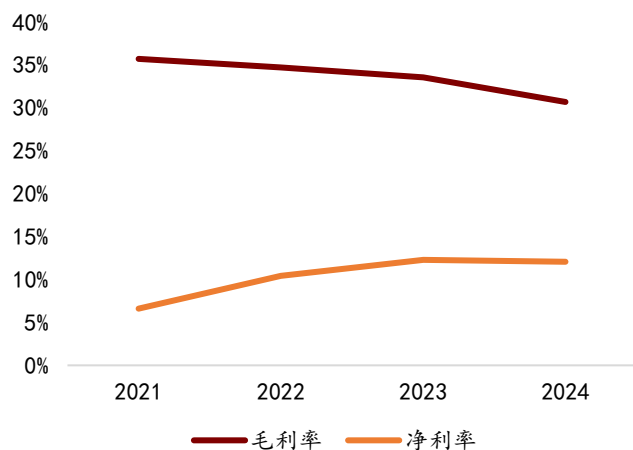
资料来源: 魔芋园大数据平台、招商证券

图 30: 魔芋精粉价格 (右轴) 与种植面积 (左轴) 变化



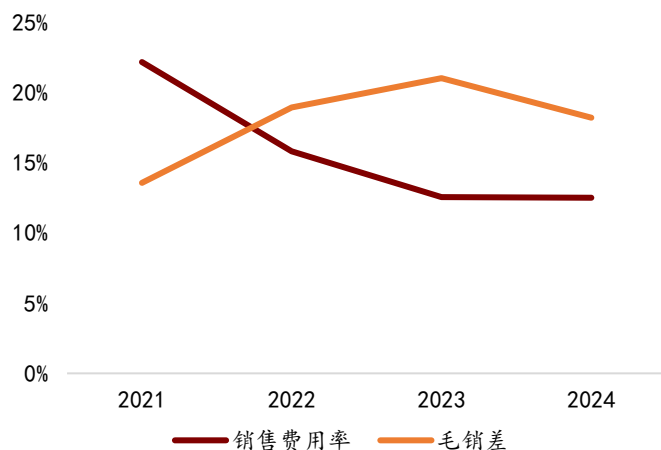
资料来源: 魔芋园大数据平台、招商证券

图 31: 盐津铺子毛利率与净利率 (%)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 32: 盐津铺子销售费用率、毛销差 (%)



资料来源: 公司年报、招商证券

五、投资建议

多品类多渠道增长势能延续，盈利能力有望提升。营收端，盐津铺子凭借魔芋核心单品、鹌鹑蛋等子品类布局，推进品类品牌建设，新品类拓宽增长边界；全渠道覆盖下，重点将定量流通、海外渠道、量贩作为增量重点，营收端有望保持较快增长。分渠道看，1) 经销与其他新渠道预计 25-27 年营业收入同比增长 27.8%、24.0%、20.0%；2) 电商渠道预计 25-27 年营业收入同比-5.5%、+11.0%、+8.0%；3) 直营商超渠道预计 25-27 年营业收入同比-36.1%、-10.0%、-2.0%。我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 62.7/76.0/89.5 亿元，分别同比增长 18%、21%、18%。

成长步伐稳健，中长期竞争优势凸显。盈利端，考虑到渠道结构与行业竞争动态变化，预计公司 2025-2027 年销售费用率为 10.1%、9.6%、9.4%；随着成本端原料价格回落、规模效益，品牌建设能力凸显，盈利能力有望回升，预计公司 25-27 年归母净利润为 8.0/9.8/11.6 亿，分别同比+24%/+23%/+19%，对应 25-27 年 EPS 分别为 2.91、3.58、4.26 元，对应 25-27 年 PE 分别为 25、21、17 倍。考虑到公司经销及新渠道拓展和下沉、海外市场均具备较强增长潜力，看好公司中长期发展，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 5：盐津铺子盈利预测

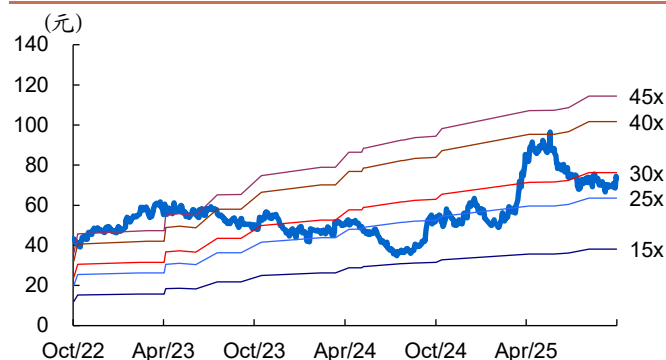
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收合计（百万）	4115	5304	6274	7596	8945
YOY	42.2%	28.9%	18.3%	21.1%	17.8%
直营渠道	334.4	188.2	120.3	108.3	106.1
YOY	-10.0%	-43.7%	-36.1%	-10.0%	-2.0%
经销和其他新渠道	2952.4	3956.3	5057.4	6271.2	7525.4
YOY	40.4%	34.0%	27.8%	24.0%	20.0%
电商渠道	828.4	1159.4	1095.8	1216.4	1313.7
YOY	98.0%	40.0%	-5.5%	11.0%	8.0%
毛利率	33.5%	30.7%	29.0%	28.8%	28.8%
销售费用率	12.5%	12.5%	10.1%	9.6%	9.4%
管理费用率	4.4%	4.1%	3.7%	3.5%	3.4%
净利率	12.3%	12.1%	12.7%	12.9%	13.0%
归母净利润（百万）	506	640	795	976	1161
YOY	67.8%	26.5%	24.2%	22.8%	18.9%

资料来源：公司年报、招商证券

风险提示

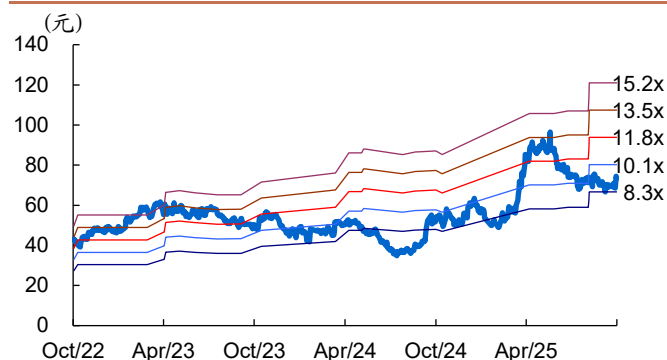
- 1、成本大幅波动风险：**受供需关系波动、全球经济周期、地缘政治、汇率波动等因素影响，原材料如魔芋精粉、面粉、油脂、肉类、水果等价格大幅波动，推升公司生产成本，压缩利润空间。
- 2、需求不及预期风险：**零食消费者健康意识持续提升，对低糖、低盐、低脂、无添加等健康零食的需求快速增长，若公司未能及时调整产品结构，可能导致需求下降，份额被竞品抢占。
- 3、行业竞争加剧：**当前零售行业竞争激烈，若市场竞争加剧，容易对公司的渠道拓展形成一定影响，可能对公司营收、盈利造成压力。
- 4、新品推广不及预期：**零食行业产品迭代迅速，若公司新品受众相对有限，新品推广过程可能面临较大压力。
- 5、食品安全问题：**消费者越来越重视食品安全性，若出现食品安全问题/事件，预计对零食品牌销售造成不确定性。

图 33：盐津铺子历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 34：盐津铺子历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1304	1402	1881	2271	2695
现金	310	235	508	605	734
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	211	262	288	349	411
其它应收款	17	15	18	22	26
存货	594	744	892	1083	1276
其他	172	146	175	212	249
非流动资产	1566	2209	2680	2890	2973
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1135	1467	1968	2204	2309
无形资产商誉	199	249	224	202	181
其他	231	493	488	485	482
资产总计	2870	3612	4561	5161	5668
流动负债	1376	1512	2212	2512	2689
短期借款	300	340	904	1013	998
应付账款	320	634	769	933	1099
预收账款	100	89	108	131	155
其他	656	448	431	434	438
长期负债	32	326	326	326	326
长期借款	0	261	261	261	261
其他	32	65	65	65	65
负债合计	1408	1838	2538	2838	3016
股本	196	273	273	273	273
资本公积金	233	262	262	262	262
留存收益	1017	1200	1449	1748	2076
少数股东权益	15	39	39	40	41
归属于母公司所有者权益	1447	1735	1984	2283	2612
负债及权益合计	2870	3612	4561	5161	5668

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	664	1134	873	1069	1279
净利润	513	640	796	977	1162
折旧摊销	165	190	228	292	321
财务费用	19	16	14	18	18
投资收益	(2)	2	(120)	(120)	(120)
营运资金变动	(29)	304	(53)	(108)	(110)
其它	(3)	(19)	9	9	8
投资活动现金流	(296)	(755)	(584)	(384)	(284)
资本支出	(347)	(783)	(705)	(505)	(405)
其他投资	51	28	120	120	120
筹资活动现金流	(255)	(452)	(16)	(587)	(866)
借款变动	(49)	(11)	543	109	(15)
普通股增加	67	77	0	0	0
资本公积增加	(68)	29	0	0	0
股利分配	(193)	(567)	(546)	(678)	(833)
其他	(12)	21	(14)	(18)	(18)
现金净增加额	113	(73)	273	97	129

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4115	5304	6274	7596	8945
营业成本	2735	3676	4455	5409	6370
营业税金及附加	33	40	47	57	67
营业费用	516	663	633	729	841
管理费用	183	219	234	268	307
研发费用	80	80	94	114	134
财务费用	16	13	14	18	18
资产减值损失	(31)	(15)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益	60	124	124	124	124
投资收益	2	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	584	719	901	1105	1313
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	11	11	11	11	11
利润总额	574	712	894	1098	1306
所得税	61	72	99	121	144
少数股东损益	8	1	1	1	1
归属于母公司净利润	506	640	795	976	1161

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	42%	29%	18%	21%	18%
营业利润	71%	23%	25%	23%	19%
归母净利润	68%	27%	24%	23%	19%
获利能力					
毛利率	33.5%	30.7%	29.0%	28.8%	28.8%
净利率	12.3%	12.1%	12.7%	12.9%	13.0%
ROE	39.2%	40.2%	42.8%	45.8%	47.5%
ROIC	28.5%	30.0%	29.2%	29.5%	31.6%
偿债能力					
资产负债率	49.1%	50.9%	55.6%	55.0%	53.2%
净负债比率	18.4%	17.2%	25.5%	24.7%	22.2%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.6	1.7
存货周转率	5.2	5.5	5.4	5.5	5.4
应收账款周转率	21.7	22.4	22.8	23.8	23.5
应付账款周转率	9.2	7.7	6.4	6.4	6.3
每股资料(元)					
EPS	2.58	2.35	2.91	3.58	4.26
每股经营净现金	2.43	4.16	3.20	3.92	4.69
每股净资产	5.30	6.36	7.27	8.37	9.57
每股股利	1.08	2.00	2.49	3.05	3.63
估值比率					
PE	28.5	31.3	25.2	20.5	17.2
PB	13.8	11.5	10.1	8.8	7.7
EV/EBITDA	14.2	11.8	9.4	7.6	6.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。