

盐津铺子（002847）

厉兵秣马，整装待发

买入（维持）

2025 年 12 月 01 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,115	5,304	5,962	7,079	8,197
同比（%）	42.22	28.89	12.40	18.74	15.79
归母净利润（百万元）	505.77	639.95	819.71	1,008.28	1,224.11
同比（%）	67.76	26.53	28.09	23.00	21.41
EPS-最新摊薄（元/股）	1.85	2.35	3.01	3.70	4.49
P/E（现价&最新摊薄）	38.85	30.71	23.97	19.49	16.05

投资要点

■ **公司二十余载发展历程中始终贯穿着对趋势的敏锐捕捉与深度适配。**1) **对公司简单复盘：**2012-2016 年期间公司营收 CAGR 为 16.7%，通过自主制造和商超锚定精准抓住商超红利。2017-2020 年营收 CAGR 为 37.5%，通过店中岛最大化利用商超势能，强化品牌传播；品类上紧跟健康趋势推出烘焙产品。2021 年商超客流下滑倒逼公司快速转型，启动“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、全球化”中长期战略。2) 从表现形式来看，公司的渠道与品类的迭代以消费趋势为导向，**但在保持灵活调整的同时，完善了人才组织、供应链升级等基础建设。**比如 2021 年商超渠道遇冷，在同年就衔接了具备增长潜力的零食量贩和抖音渠道。能够抓住这两个渠道的红利，离不开供应链系统升级为性价比策略提供硬支撑。此外电商的优异成绩既得益于生产端多 SKU+极致性价比的支持，也离不开公司的高效组织效率和吸纳人才的能力。

■ **往平台型零食企业跨越，大单品战略首战报捷。**公司的渠道、供应链、组织管理、品类矩阵等维度在国内企业中已具备综合领先优势。1) **具体来看：**①渠道布局较为均衡，凭借“大魔王”完善相对薄弱的流通渠道，补全渠道最后一块短板。②是国内休闲零食行业完成生产效率系统性升级的企业之一，在核心品类原料端坚持“向上游多走一步”。③品牌打法日渐成熟，基于品牌定位进行精准的营销分工，比如大魔王聚焦在传统风味、蛋皇聚焦于健康，形成多品类协同的品牌生态。④组织能力上公司多次提及深度学习美的，核心是“让组织服务于业务”；其供应链与成本管控的成长路径和美的也有较高的相似性。2) **成长抓手过渡到品类和大单品。**因单品的天花板有限，在零食赛道去实现多品类战略是做大企业的必然的选择。公司成立了辣味、甜味、健康三个品类事业部，在管理上增加灵活度，在选品上侧重成长空间更大、竞争格局友好的赛道（比如辣味），在创新上的思路是超级食材+口味创新。“大魔王”的成功是品类战略的里程碑，同时具备可复制性。

■ **对比海外：并购经验值得借鉴，本土风味仍待整合。**国外零食巨头的并购之路有宝贵的借鉴经验：一是始终围绕核心品类、避免资源分散，二是全球化供应链的协同效率，三是本土化适配，四是保持创新。但国内的整合难度更高，中式零食口味更为分散，当前阶段也缺乏优秀标的。因此现阶段国内头部品牌拓宽品类矩阵仍需亲力亲为，但优势是对中式食材、节庆场景的理解更深刻，渠道打法更灵活，也是弯道超车的机遇。

■ **盈利预测与投资评级：**公司综合实力优秀，尤其全渠道布局能力较为突出，其次企业文化实干积极，组织架构、激励机制完善；近几年在产品创新、供应链升级、品牌心智塑造上起势较快。综合来看，我们认为公司具备能力成为平台型零食企业。我们基本维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.2/10.1/12.2 亿元，同比 +28%/+23%/+21%；对应 PE 分别为 24/19/16X；维持“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全问题、原材料价格波动、居民消费力复苏不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.39
一年最低/最高价	49.04/99.98
市净率(倍)	9.12
流通 A 股市值(百万元)	17,542.04
总市值(百万元)	19,468.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.83
资产负债率(% ,LF)	46.67
总股本(百万股)	272.71
流通 A 股(百万股)	245.72

相关研究

《盐津铺子(002847)：2025 年三季报点评：利润超预期，实现高质量增长》

2025-10-28

《盐津铺子(002847)：2025 年中报点评：魔芋成长性延续，聚焦大单品提质增效》

2025-08-21

内容目录

1. 盐津铺子：前半程顺势有为，基本功百炼成钢	6
1.1. 发展回溯：洞察趋势抓渠道红利，从品类跟随者进化为中式零食领导者	6
1.2. 复盘总结：对行业趋势的敏锐捕捉与快速适配	9
1.3. 财务对比：利润率稳步提升，周转能力遥遥领先	12
2. 大单品战略首战报捷，往平台型零食企业跨越	15
2.1. 渠道布局基本完善，流通渠道最后一块短板补齐	15
2.2. 供应链能力构建完成，往上游延伸控制成本	17
2.3. 品牌打法日渐成熟，构建多品牌矩阵	17
2.4. 企业管理有前瞻性，搭建高效灵活组织架构	20
2.5. 开启新品类战略，大单品初战告捷	22
3. 对比海内外：并购经验值得学习，本土赛道挑战与机会并存	26
3.1. 国际零食巨头经验：并购是搭建产品矩阵的重要一环	26
3.1.1. 国际零食巨头亿滋与玛氏发展历程复盘	26
3.1.2. 经验总结：聚焦核心品类、并购协同、本土化适配	31
3.2. 国内零食行业分散，尚未出现平台型企业	31
3.2.1. 国内现状：口味渠道更加分散，运营难度更高	31
3.2.2. 国内企业现状：并购条件有待成熟，但整合本土风味存机遇	34
4. 盈利预测与投资建议	35
5. 风险提示	36

图表目录

图 1:	公司提出总成本领先的供应链战略和“1+7”的多品牌战略	7
图 2:	公司发展历程复盘	8
图 3:	公司股价复盘	9
图 4:	公司早期依托“实验工厂”快速探索新品类	10
图 5:	2014-2019 年我国大型超市数量及增速	10
图 6:	店中岛模式下的公司直销渠道增长迅速	10
图 7:	店中岛策略借势商超流量增强品牌力传播	10
图 8:	公司零食特渠、电商渠道营收及同比增速（单位：百万元）	11
图 9:	公司 2017-2024 年渠道结构	11
图 10:	2018-2025Q1-3 主要零食公司销售毛利率对比（单位：%）	13
图 11:	2018-2025Q1-3 主要零食公司销售净利率对比（单位：%）	13
图 12:	2018-2024 年主要零食公司存货周转天数对比（单位：天）	13
图 13:	2018-2024 年主要零食公司应收账款周转天数对比（单位：天）	13
图 14:	2018-2024 年主要零食公司应付账款周转天数对比（单位：天）	14
图 15:	2018-2024 年主要零食公司总资产周转率对比（单位：次）	14
图 16:	2018-2024 年主要零食公司现金周转率对比（单位：次）	14
图 17:	公司 2017-2024 年各渠道营收（亿元）	15
图 18:	公司 2017-2024 年各渠道营收增速	15
图 19:	公司 2017-2024 年渠道结构占比	16
图 20:	我国 2023 年食品各板块分渠道结构	16
图 21:	公司在流通渠道积极发力校园场景（截至 2025 年 6 月）	16
图 22:	蛋皇获“可生食+无抗生素”双认证	19
图 23:	蒟蒻满分与三丽鸥 IP 联名	19
图 24:	大魔王与六必居跨界联名	19
图 25:	大魔王与韩国三养食品合作	19
图 26:	公司 2022-2024 年营销推广费用走势（单位：亿元）	20
图 27:	美的成本管控的变化及不同体系的隐形成本	21
图 28:	美的集团的组织人才理念	22
图 29:	我国零食行业口味/品类情况梳理（2024 年）	23
图 30:	我国零食品类 2018-2023 年营收复合增速	24
图 31:	果冻行业中健康的天然果冻行业规模增速显著更快（单位：亿元）	24
图 32:	公司大魔王上市 16 个月破亿	25
图 33:	公司魔芋品类营收及增速	25
图 34:	2024 年亿滋国际各品类营收占比	26
图 35:	2019 年全球饼干市场竞争格局	26
图 36:	2019 年全球巧克力市场竞争格局	27
图 37:	2019 年全球糖果市场竞争格局	27
图 38:	2024 年亿滋国际各地区营收占比	27
图 39:	2024 年亿滋关键市场偏好及标志性品牌	27
图 40:	亿滋全球市场与中国市场主要品牌	28
图 41:	奥利奥早期儿童插画海报	28
图 42:	趣多多的“随性”营销	28

图 43:	玛氏品类矩阵及相关品牌.....	29
图 44:	M&M’ s 巧克力豆形象、产品包装及宣传图.....	30
图 45:	德芙“纵享丝滑” 广告传播广泛，设计口味多.....	30
图 46:	针对健康化推出“横扫饥饿” 功能性巧克力.....	30
图 47:	全球市场零食各地区健康化渗透率.....	30
图 48:	我国休闲食品行业规模及增速.....	32
图 49:	2024 年我国休闲食品行业细分市场占比.....	32
图 50:	2023 年休闲零食不同国家市占率 CR5.....	33
图 51:	零食对单一渠道依赖度低（2023 年）.....	33
图 52:	2019 年各地区线级休闲食品口味 TGI.....	33
图 53:	我国零食行业发展历程梳理.....	34
图 54:	盈利预测.....	35
表 1:	公司发展历程时间表.....	7
表 2:	公司核心高管薪资情况梳理（2024 年）.....	11
表 3:	公司自 2019 年至 2023 年推出的四期股权激励计划实施情况.....	12
表 4:	公司核心原料上游布局情况梳理.....	17
表 5:	公司品牌营销动作时间梳理.....	18
表 6:	美的集团组织架构迭代历程表.....	20
表 7:	休闲食品上市公司大单品情况梳理.....	23
表 8:	公司品类情况梳理.....	25
表 9:	玛氏零食产品获业界认可.....	30
表 10:	亿滋和玛氏通过关键并购实现核心品类的协同扩张.....	31
表 11:	可比公司估值情况.....	36

前言

复盘公司成长轨迹，之前市场认为公司的能力在于灵活抓取渠道趋势，但我们认为公司在抓取趋势时做到了真正快速适配渠道特性，比如商超高成长阶段推出店中岛放大势能，零食量贩、抖音高成长阶段真正做到了供应链的性价比；更重要的是在这个过程中沉淀了基础能力，包括供应链效率的优化、组织架构的不断迭代升级。可以说过去 20 余年，公司的外在表现形式是快速去适应趋势变化，以渠道为主，其实产品也有去适应趋势变化，比如推出烘焙产品线；内在则是在这个过程中不断修炼提升内功。

我们可以清楚看到公司的成长更加坚实有力，渠道结构更加优化助推品牌成长，品类大单品的打造日臻纯熟，消费品三力（产品力，品牌力，渠道力）的框架搭建完成，现在是相互作用共同提升。公司当下成长，就渠道而言，公司屡立潮头，且布局更加全面，红利依旧；产品方面，我们虽然不能百分百预测下一个大单品，但公司新平台起点上的单品成功率相较以往置信度更高。当下我们认为市场仍旧低估公司综合竞争力跃升后的成长空间，我们对头部零食的长期稳健成长保有信心。

1. 盐津铺子：前半程顺势有为，基本功百炼成钢

1.1. 发展回溯：洞察趋势抓渠道红利，从品类跟随者进化为中式零食领导者

公司过去的发展历程可分为三个阶段：

初创探索阶段（2005 年-2016 年）：蜜饯起家，逐步延伸至多品类自主制造模式。

早在 20 世纪 90 年代，创始人张学武的父亲便以小作坊形式加工具有浏阳风味的“盐津素食菜”，积累了扎实的蜜饯加工经验。2005 年张学武接手这份基业并创办盐津铺子，率先推出的独立散装凉果蜜饯产品填补市场空白。而后通过“实验工厂”的产品创新模式，十年间从单一蜜饯逐步拓展至豆制品、肉制品、坚果炒货、烘焙糕点等品类，2016 年基本形成中式零食的全面覆盖。渠道布局上，2006 年签约沃尔玛后确立“直营商超主导、经销跟随”模式，2013 年启用数字化仓储物流中心支撑全国业务扩张，2014 年开始涉足线上，布局“天猫旗舰店+京东超市+线上分销”营销网络，至 2016H1 公司产品共进入 45 家大型商超的 1700 余家门店，并拥有 700 余家经销商（直营商超与经销商渠道销售额占比达 95%以上）。2012-2016 年期间公司营收 CAGR 为 16.7%，期间通过“自主制造+商超锚定”精准抓住线下渠道红利期。由早期确立“直营商超主导、经销跟随”模式，精准捕捉线下商超渠道红利；以“实验工厂”模式开展产品改进与研发，经小批量生产测试后大规模投产，初步形成五大核心品类。

快速扩张阶段（2017 年-2020 年）：以“咸味+烘焙、店中岛模式”借势商超流量。

2017 年盐津铺子在深交所上市，当年营业额为 7.5 亿元，融资 2.5 亿元。此阶段公司紧跟零食消费升级趋势，在“咸味”零食主线品牌外，构建休闲烘焙点心第二增长曲线，推出烘焙品牌“憨豆爸爸”，“31° 鲜”深海零食等新品类。制造端为推进品类创新，于 2017 年、2019 年相继建成广西凭祥果干基地、河南漯河烘焙基地。渠道端继续高举高打抓住 KA 商超的优势，2017 年公司创新性推出店中岛深度绑定商超流量，推出店中岛后单店销售额同比增长超 50%；2017-2020 年公司店中岛数量增长至 1.6 万个。线上持续发展电商平台业务，2019 年启动直播带货业务。2017-2020 年营收复合增速为 37.5%，公司通过“双中岛”模式最大化利用商超势能，绑定商超流量强化品牌传播；品类上紧跟健康趋势推出“憨豆爸爸”系列烘焙产品。

战略升级阶段（2021 年至今）：战略再次升级，总成本领先+品类品牌战略。2021

年商超客流下滑倒逼公司快速转型，公司启动“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、全球化”中长期战略。同年公司开始深化供应链转型升级，推进工厂的智能制造和数字化，并开始往上游延展，比如新疆马铃薯全粉基地和江西修水鹌鹑蛋养殖基地。渠道端快速拥抱零食很忙、赵一鸣等头部量贩渠道，深耕电商（抖音直播）与会员店（山姆定制）渠道。公司在 2023 年提出“1+7 多品类多品牌战略”，1 个母品牌+辣卤零食、深海零食、健康蛋制品、休闲烘焙、坚果果干、蒟蒻果冻、薯类零食 7 个品类子品牌，每 1-2 年聚焦围绕一个核心品类子品牌打爆。公司把 2023 年定位为品牌元年，折射出公司

从制造型零食企业往品类品牌跨越。产品端在 2023 年推出“大魔王”素毛肚（现象级单品）、“蛋皇”鹌鹑蛋。此外 2025 年开始布局全球化，以魔芋品类为核心突破泰国市场，试水“品牌出海”。2021-2024 年整体营收 CAGR 达到 32.5%，继续保持高速增长。总结来说，2021 年的下滑危机倒逼公司快速转型，逐步完善了供应链体系，这个阶段公司对外逐步构建了全渠道、多品类的业务结构，内部也完成了供应链升级和组织架构完善，具备下一阶段跨越的综合能力，从品类跟随者变成新中式零食引导者。

图1：公司提出总成本领先的供应链战略和“1+7”的多品牌战略



数据来源：食品板，东吴证券研究所

表1：公司发展历程时间表

年份	渠道	品类	供应链	备注
2005 年	直营商超主 导，经销商跟 随的渠道下沉 模式	主营凉果蜜饯	建立湖南浏阳生产基地	公司正式成立
2006 年			——	签约沃尔玛
2007 年		蜜饯、坚果炒货、豆制 品、休闲素食、休闲肉 制品五大核心零食	创建豆制品厂	——
2008 年			创建肉制品厂	——
2010 年			创建坚果炒货厂	——
2011 年			创建素食、糕点厂	获评中国驰名商标
2013 年			扩建凤爪厂；新建坚果炒货厂；设立长沙 农副产品初加工公司	新建仓储物流中心
2014 年			建设江西修水生产基地	成立电子商务公司，开启“互联网+食 品”模式
2015 年			——	推出 31° 鲜鱼豆腐
2016 年			创建烘焙糕点厂	烘焙系列成为重点新品类

2017 年	直营主导，经销跟随，店中岛模式快速扩张	咸味零食 ：深海零食、休闲豆制品、蜜饯炒货、休闲素食、休闲肉制品等；	创建广西凭祥生产基地	公司在深交所上市
2018 年			湖南基地新增烘焙生产线	行业开创性推出 58 天短保烘焙产品，全面升级品牌经营战略，以店中岛模式扩张
2019 年		休闲烘焙点心 ：蛋糕、面包、沙琪玛、薯片、果冻布丁等	建设河南漯河生产基地 ，创建烘焙工厂	获评“农业产业化国家重点龙头企业”；拓展定量装市场
2020 年			——	4 月，公司市值突破 100 亿
2021 年	拓展量贩、抖音、定量流通、会员店等全渠道布局	辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片、蒟蒻以及果干 六大核心品类	——	拓展渠道，聚焦核心品类，启动供应链升级
2022 年			——	实行“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、全球化”中长期战略，整合上下游资源，打造全产业链
2023 年		辣卤零食、薯类零食、深海零食、休闲烘焙、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果 七大核心品类	创建产销配一体实业公司；创建 新疆生产基地	全渠道拓展加速，提出培育品类品牌，产品升级为“低成本之上的高品质+高性价比”
2024 年			——	加码布局新中式健康零食赛道，品类品牌“蛋皇”鹤鹑蛋进驻山姆会员店
2025 年			建设泰国魔芋生产基地	开拓东南亚市场，布局全球化

数据来源：中国能源报，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图2：公司发展历程复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

复盘公司的股价走势，还是以业绩周期为主。公司 2017 年至今两波大的行情基本

对应业绩释放期,从表现形式来看渠道端的拉动更显著。1)第一轮大涨:2020年-2021H1,消费板块大行情,公司自身处于店中岛红利中后期,收入高增且净利率也处于上升期。2)第二轮大涨:2022年4月-2023年初,板块情绪一般,公司基本面阿尔法突出,抖音和量贩的渠道红利贡献收入高增,净利率在2021Q2触底后也开始回升。

图3: 公司股价复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: PE 剔除了负值的数值。

1.2. 复盘总结: 对行业趋势的敏锐捕捉与快速适配

公司二十余载发展历程中始终贯穿着对趋势的敏锐捕捉与深度适配,因而能在零食行业的变革中屡次抢占先机;并且在保持灵活调整的同时,完善了人才组织、供应链升级等基础建设。从表现形式来看,公司的渠道、品类的迭代以消费趋势为导向,但不仅快速跟进趋势,更通过系统性策略全方位贴合机会需求,公司的灵活并非“投机”,在抓取机会中除了获得业绩增长,也沉淀了自身能力。

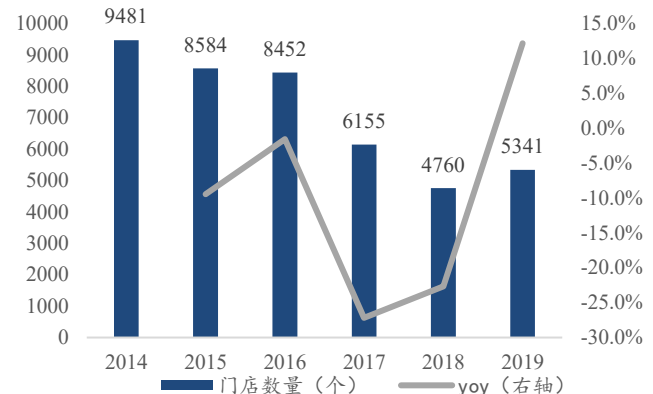
2020年之前商超渠道处于势能高点时,公司便采用直营商超主导、经销商跟随的模式,复盘下来也会发现公司在产品和营销策略上深度匹配商超的需求场景。1)品类上以小量散称包装设计精准适配商超“一站式采购”的需求。这个阶段公司依托“实验工厂”模式做到快速迭代创新,从蜜饯拓展至豆制品、肉制品等多品类。2)销售策略上公司借鉴徐福记等品牌的运作方法,创新推出针对咸味零食的“金铺子”零食店中岛与聚焦烘焙新品的“蓝宝石”烘焙店中岛。店中岛即以独立专柜形式与小杂品牌形成区隔,通过200余个SKU的多品类组合满足消费者一站式选购需求,同时借助统一售价提升购物便利性。

图4：公司早期依托“实验工厂”快速探索新品类

针对休闲食品快速消费、品种更新换代快的特征，公司以“实验工厂”模式开展已有产品的改进和新产品的研发工作。在该模式下，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。“实验工厂”模式将研发环节和生产环节有机结合，能够针对市场变化快速反应，在第一时间满足消费者需求。近年来，公司在“实验工厂”模式下，开发了金针菇、竹笋、山椒花生、花生豆、豆瓣、瓜子仁、裹粉青豌豆、鱿鱼、蛋白豆干、鱼豆腐等新品，产品可迅速完成从研发至规模生产，是公司产品快速抢占市场的重要因素。

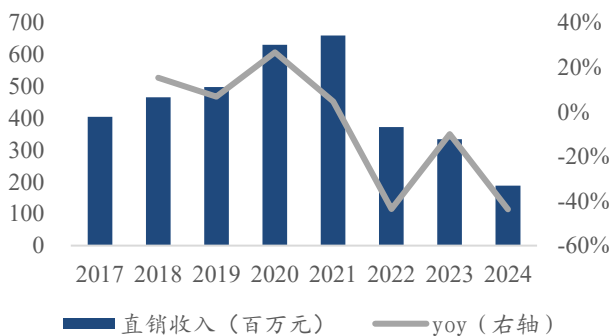
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图5：2014-2019 年我国大型超市数量及增速



数据来源：国家统计局，智研咨询，东吴证券研究所

图6：店中岛模式下的公司直销渠道增长迅速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：店中岛策略借势商超流量增强品牌力传播



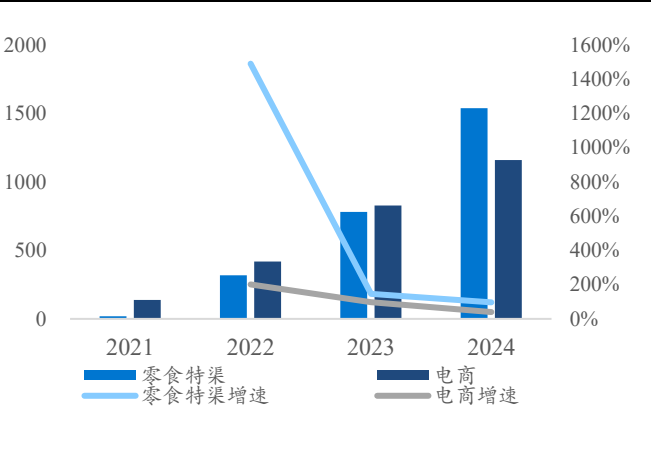
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2021 年商超渠道遇冷，而公司在同年就衔接了具备增长潜力的零食量贩和抖音渠道。复盘下来，公司能够抓住这两个渠道的红利，离不开公司的供应链系统变革，为零食量贩和抖音渠道的性价比策略提供硬支撑。通过“全要素成本拆解+数字化追溯”机制（如将魔芋单品成本细化至原材料、辅料、包材等维度，依托金蝶 ERP 系统精准定位成本异常环节）实现精准降本；同时推动生产线自动化改造（如魔芋生产线效率提升 4-5 倍）。2022 年零食很忙系统一跃成为盐津铺子 2022 年第一大客户，销售额达 2.11 亿元，是当年经销渠道营收增量的 34%，经过 3 年时间，到 2024 年时零食量贩渠道在公司的营收占比已经达到 30%左右；充分体现了该渠道的高成长性，与直营 KA、经销商 BC 超形成互补，完善了线下渠道布局。

抖音渠道在此期间也取得亮眼增长，带动公司电商渠道在 2022-2024 年期间的营收复合增速达到 66%。电商的优异成绩既得益于生产端多 SKU+极致性价比的支持，也离不开公司的高效组织效率和吸纳人才的能力。公司电商负责人张磊总 2020 年来到公司，

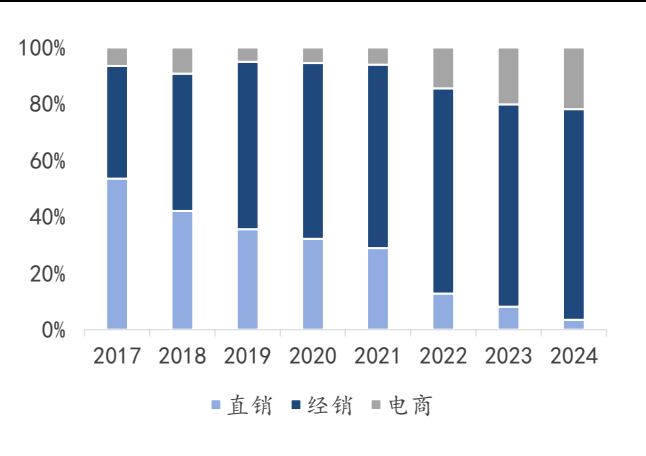
基本从 0 到 1 搭建了抖音的团队和打法，期间也遇到一些挫折（比如前期有亏损），该阶段公司对新兴渠道的坚定支持与对新团队的充分信任起到关键作用。公司设立 20 人电商专项组按品类分工监测趋势，赋予团队足够的决策自主权，成功单品负责人可获最高十万元级奖金。这种“资源倾斜+充分放权+高额激励”的机制，激活了对新兴品类的迭代速度，即便面对三只松鼠的自播优势，仍能以“大单品+达人矩阵”取得增长动能。以张磊总为例，加入公司后在三期激励中共获得 50 万股公司股票，薪资待遇较为丰厚。

图8：公司零食特渠、电商渠道营收及同比增速（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司 2017-2024 年渠道结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2021 年起经销渠道包括零食量贩、社区团购、会员制商超等。

表2：公司核心高管薪资情况梳理（2024 年）

高管姓名	职务	年龄	从公司获得的税前年度报酬总额（万元）
张学武	董事长兼总经理	50	142.07
兰波	董事、副总经理	42	160.27
杨林广	董事、副总经理	43	159.65
黄敏胜	副总经理	44	188.47
张磊	副总经理	44	179.22
李汉明	副总经理	44	123.28

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3：公司自 2019 年至 2023 年推出的四期股权激励计划实施情况

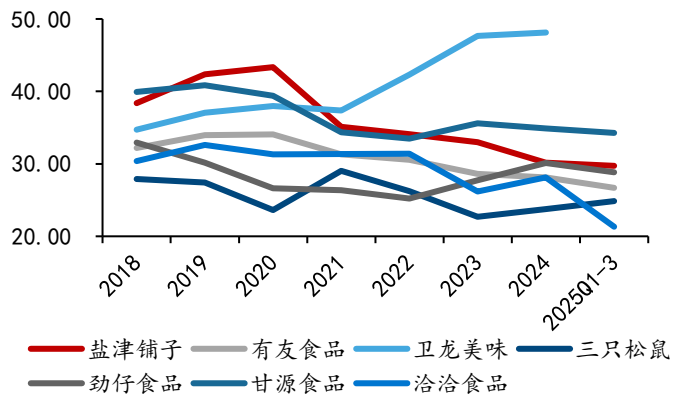
股权激励 期数	发布时间	激励目标	授予 价格	授予成员 (及高管获股情况)	是否解锁 成功
第一期	2019 年 5 月 9 日	相比 2018 年:	13.85 元/股	王宾 (董事) -36 万股	是
		1. 2019 年营收增长率不低于 15%且净利润增长率 不低于 95%		兰波 (副总经理) -110 万股	
		2. 2020 年营收增长率不低于 35%且净利润增长率 不低于 160%		杨林广 (副总经理) -30 万股	
		3. 2021 年营收增长率不低于 60%且净利润增长率 不低于 250%		孙林 (副总经理) -20 万股	
第二期	2021 年 4 月 30 日	相比 2020 年:	53.37 元/股	朱正旺 (董事会秘书、财务总监) -60 万股	是
		1. 2021 年营收增长率不低于 28%且净利润增长率 不低于 42%		邱湘平 (总经理助理) -56 万股	
		2. 2022 年营收增长率不低于 62%且净利润增长率 不低于 101%		核心技术(业务)人员(共 6 人)	
		3. 2023 年营收增长率不低于 104%且净利润增长 率不低于 186%		兰波 (董事、副总经理) -9 万股	
第三期	2023 年 6 月 6 日	相比 2022 年:	40.02 元/股	杨林广 (董事、副总经理) -25 万股	是 (第一、 二个解除 期)
		1. 2023 年营收增长率不低于 25%且净利润增长率 不低于 50%		黄敏胜 (副总经理) -20 万股	
		2. 2024 年营收增长率不低于 56%且净利润增长率 不低于 95%		张磊 (副总经理) -5 万股	
		3. 2025 年营收增长率不低于 95%且净利润增长率 不低于 154%		李汉明 (副总经理) -15 万股	
第四期	2023 年 10 月 17 日		37.89 元/股	杨峰 (财务总监) -7.5 万股	是 (第一个 解除期)
				核心技术(业务)人员(共 75 人)	
				张磊 (副总经理) -30 万股	
				张杨 (董事会秘书) -3 万股	
				核心技术(业务)人员(共 29 人)	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 财务对比：利润率稳步提升，周转能力遥遥领先

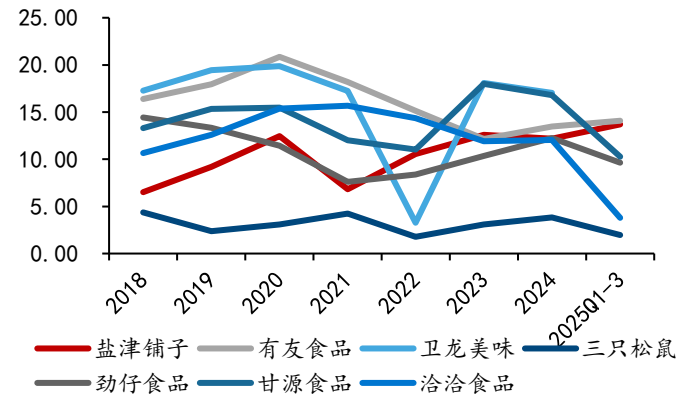
从利润空间来看，公司的毛利率、净利率处于行业中等水平，卫龙美味、有友食品的产品毛利率和净利率相对靠前。盐津的销售净利率有稳步提升的趋势，而且从 2018 年至今，公司的销售净利率在逐步突破高点，2025Q1-3 达到 14%左右，得益于大单品战略下规模效应、品牌势能提升带来的利润率优化。

图10: 2018-2025Q1-3 主要零食公司销售毛利率对比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

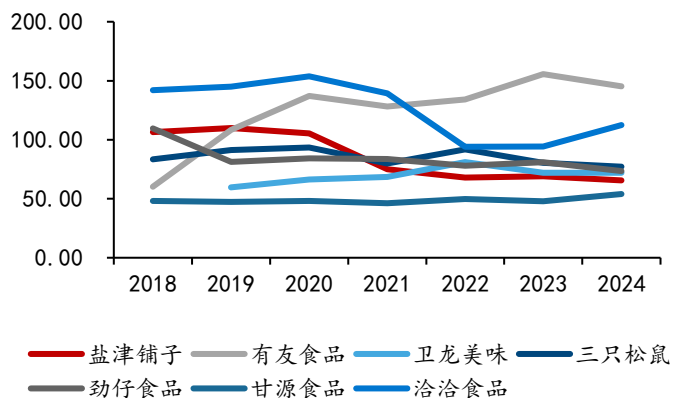
图11: 2018-2025Q1-3 主要零食公司销售净利率对比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

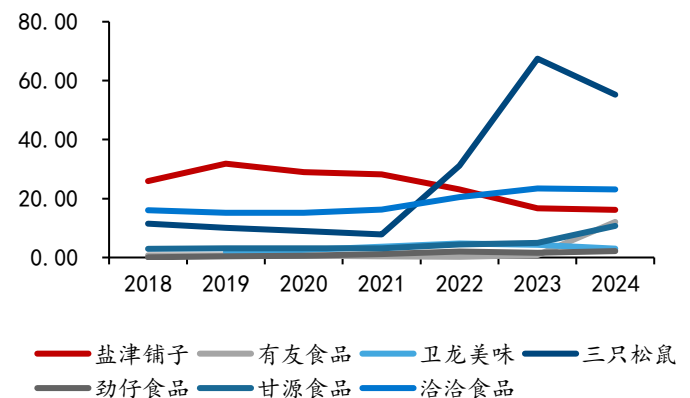
从存货、应收账款、应付账款的周转天数来看,公司的存货和应收账款周转天数都有逐年下降的趋势,而且周转天数低于行业平均值。应付账款周转天数也有下降,我们预计与原材料提前锁单有关,但其周转天数仍高于行业平均值。整体来看,公司的存货管控、上下游议价能力处于行业平均水平之上,且有逐年优化提升的趋势。

图12: 2018-2024 年主要零食公司存货周转天数对比 (单位: 天)



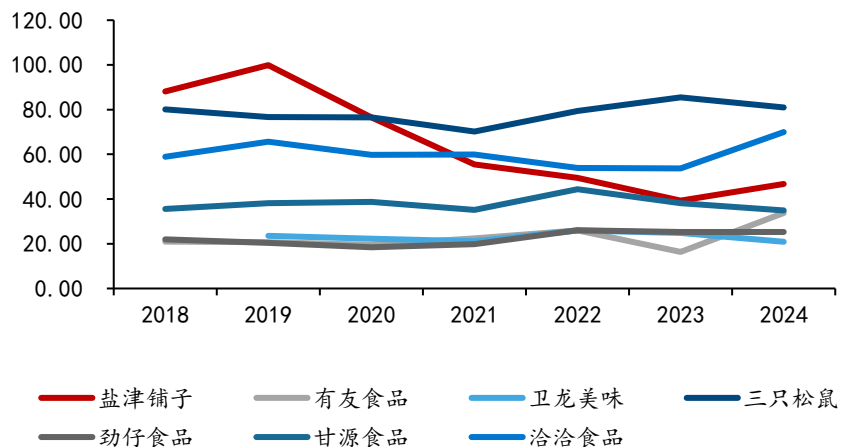
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2018-2024 年主要零食公司应收账款周转天数对比 (单位: 天)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

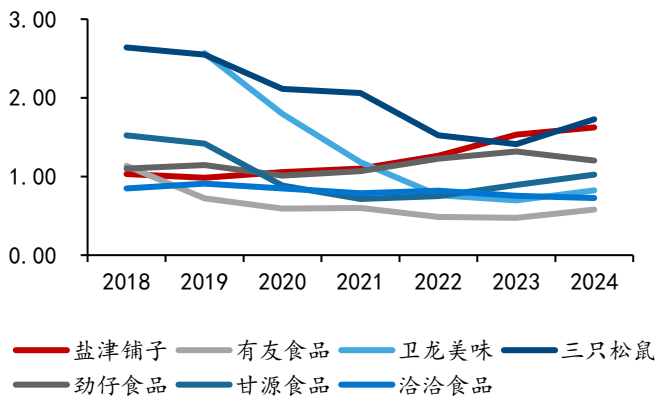
图14: 2018-2024 年主要零食公司应付账款周转天数对比 (单位: 天)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

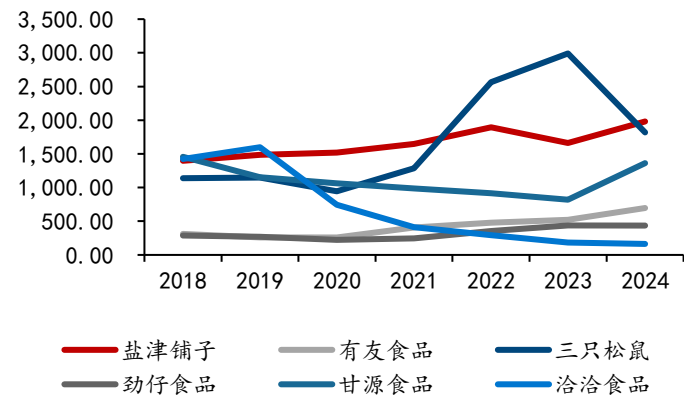
从资产和现金的周转效率来看, 公司都处于行业领先水平。2024 年公司总资产周转率达到 1.6 次, 远高于行业均值 1.1 次, 仅低于三只松鼠的 1.7 次; 但考虑到公司都是自主生产, 而松鼠仍有一定比例的代工, 我们认为公司在制造型零食企业中做到了周转效率遥遥领先。2024 年公司现金周转率达到 1981 次, 属行业中最最高, 也佐证了公司的高效率周转水平。

图15: 2018-2024 年主要零食公司总资产周转率对比 (单位: 次)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2018-2024 年主要零食公司现金周转率对比 (单位: 次)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 大单品战略首战报捷，往平台型零食企业跨越

公司作为国内休闲零食全品类布局的代表性企业，其渠道、供应链、组织管理、品类布局等维度在国内企业中已具备综合领先优势。

2.1. 渠道布局基本完善，流通渠道最后一块短板补齐

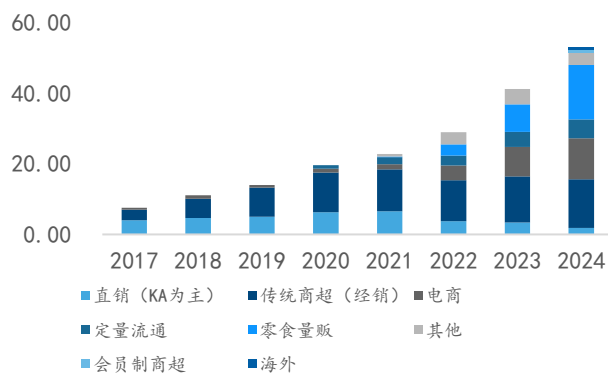
具体复盘公司的渠道发展历程：

1) 2017-2020 年间，商超渠道处于势能高点，公司推出店中岛模型匹配其“一站式购物”场景，期间共投入 1.5 万个店中岛专柜，线下渠道（主要是 KA、BC 超市）的营收 CAGR 达到 35%。此阶段线下渠道营收合计占比 90%以上，其中直销（主要针对大型 KA）占比 30%左右，经销（针对更加广泛的 BC 超）的占比在逐步提升，主要借助经销商实现快速扩张和广泛铺货。

2) 2021 年是转折的年份，此年商超渠道遇冷，公司开始接洽零食量贩渠道，并探索抖音电商。2022 年零食量贩、抖音便实现营收大幅翻倍增长，开始成为未来 3 年的重要增长极。2021-2024 年间，零食量贩、电商渠道的营收 CAGR 分别为 325%、103%，2024 年两者的营收占比为约 30%、22%，合计占比达到一半，逐步成长为主力渠道，为公司贡献了可观的成长。此阶段中，传统商超占比显著下降，直销模式营收占比从 2021 年的 30%左右下降至 2024 年的 4%，经销模式营收占比从 2021 年的 50%左右下降到 2024 年的 30%左右，传统商超虽然流量下滑，但仍是我国占比最大的快消品渠道，公司主动收缩直销模式，因其高举高打的方式已不适配疲软的传统商超，同时维稳经销模式。传统的流通渠道（夫妻老婆店等）营收占比保持在 10%左右。

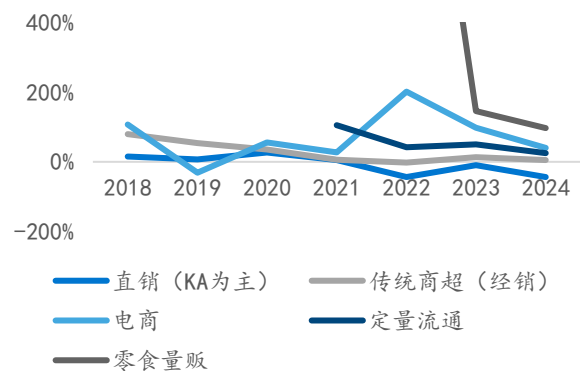
3) 2024 年至今在渠道上再增亮点，成功进入会员制商超渠道，为其定制“蛋皇”鹤鹑蛋，半年时间便取得过亿的销售表现，2025 年再添溏心鹤鹑蛋新品。2024 年公司开始进军海外渠道，第一年试水取得 6000 万元的销售收入。

图17：公司 2017-2024 年各渠道营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：公司 2017-2024 年各渠道营收增速



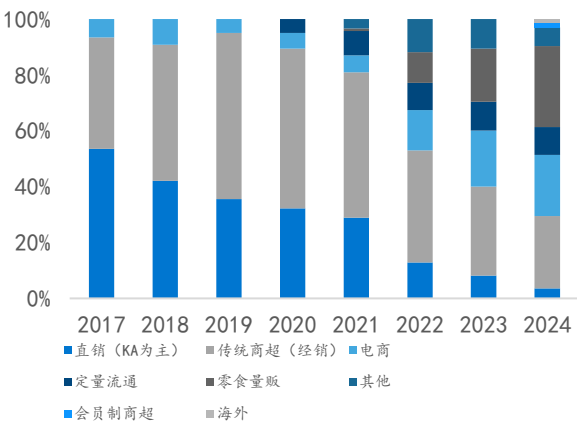
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年至今公司凭借快速响应的能力和总成本领先战略，在零食量贩、抖音这两个

新兴渠道抓住了成长机会，并成为领军企业。对比国内零食品类的渠道结构，公司内部电商渠道占比约 20%，和行业大体相当，零食量贩（即专卖店）渠道占比高于行业水平，传统商超渠道和流通渠道占比低于行业。该结构分布合理，从效率和盈利水平来看零食量贩渠道好于传统商超。

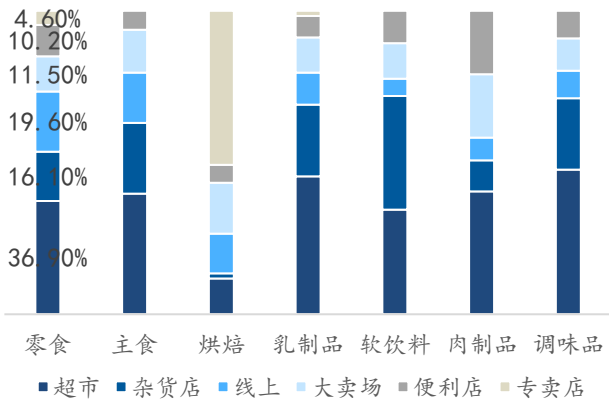
公司过去流通渠道相对薄弱，国内市场该渠道虽然较为平稳、营收增速较慢，但从盈利水平来看并不弱，且“易受难攻”，考验长期精耕细作的能力，后发者需要付出较大资源和时间才能取得一定份额。2024 年以来，公司凭借“大魔王”麻酱味素毛肚的大单品效应，在流通渠道取得突破性进展，2025 年定量流通渠道营收增速领先，有望凭借大单品势能完善相对薄弱的流通渠道，补全渠道最后一块短板。并且开辟了粘性高、竞争相对不激烈的校园场景，找到了差异化的发力点，凭借魔芋的高势能迅速占领了校园市场。

图19：公司 2017-2024 年渠道结构占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：我国 2023 年食品各板块分渠道结构



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图21：公司在流通渠道积极发力校园场景（截至 2025 年 6 月）



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

2.2. 供应链能力构建完成，往上游延伸控制成本

公司是国内休闲零食行业完成生产效率系统性升级的企业之一，在核心品类原料端，公司坚持“向上游多走一步”，围绕主力产品打造专属原料供应体系。

2021 年之后公司开始改革生产端效率：1）以魔芋为例，公司将成本拆分为原材料、辅料、人工等细分项，借助金蝶 ERP 系统追溯每批次生产数据，若原料成本超标便反向排查生产环节问题。通过每日复盘持续优化，魔芋生产成本下降 15%。2）以鹤鹑蛋为例，江西修水鹤鹑养殖基地可实现从产蛋到进厂仅 45 分钟、生产到出品不超 12 小时，公司在智能制造与数字化领域投入近 10 亿，全链路管理覆盖养殖、生产、加工等全环节。

公司供应链中的优势核心还在于向产业链上游延伸，从源头把控品质、锁定成本。2018 年投资柬埔寨果美农场，年加工鲜果能力达 10 万吨，该基地已经是东南亚最大的芒果干加工企业。针对魔芋制品，2021 年收购魔芋种植工厂，并通过控股云南曲靖、印度尼西亚的优质魔芋，保质保量为上市公司供应原材料；湖南浏阳新一代魔芋工厂进一步提升了生产效率，并计划在泰国投资 3000 万美元新建魔芋生产基地。为保障薯类零食品质，公司在新疆塔城推广绿色种植技术，建成万吨级马铃薯雪花全粉智能工厂，每日处理 260 吨新鲜马铃薯，从种植到加工实现全链条把控，有效降低了原料价格波动风险。而针对“蛋皇”鹤鹑蛋制品，2023 年在江西修水投资 2.3 亿建成全国规模最大的智能化鹤鹑养殖农场，引入物联网系统和品质追溯体系，彻底解决传统散养模式下的品质不稳定和价格波动问题。

表4：公司核心原料上游布局情况梳理

产品	种植加工基地
魔芋制品	云南曲靖魔芋种植加工基地
	印度尼西亚魔芋精粉加工厂
	泰国魔芋生产基地
鲜果果干	柬埔寨果美农场（芒果干加工厂）
薯类零食	新疆塔城马铃薯种植加工基地
鹤鹑蛋制品	江西修水鹤鹑养殖农场

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

2.3. 品牌打法日渐成熟，构建多品牌矩阵

2023 年 10 月公司提出“品牌元年”，提出多品类多品牌战略，同时在广州塔发布首个战略子品牌“大魔王”。“大魔王”与六必居合作开创“麻酱素毛肚”新品类，借助老字号背书迅速打开市场，同时配合快闪、Citywalk 等线下活动及校园渠道渗透，精准触达 Z 世代消费群体。后续公司通过签约代言人林一、联名韩国三养食品、登陆新加坡及美国商超，持续放大单品影响力，2025 年 10 月与六必居签署十年战略合作协议，

完成从单品合作到长期风味体系共建的升级。

“大魔王”成功验证品牌推广模式后，公司将这一打法体系化复制到其他品类，“蛋皇”以行业首个“可生食+无抗生素”双认证树立品质标杆，并签约三位国家队运动员强化专业形象，蛋皇子品牌凭借进驻山姆会员店和德国 IF 设计奖包装，2024 年营收近 5.8 亿元。“蒟蒻满分”则与三丽鸥联名打造爆款果冻，推出“小书包”定量装深化儿童校园场景，构建起完整的健康零食品类矩阵。

表5：公司品牌营销动作时间梳理

子品牌	时间	营销手段
大魔王	2023 年 10 月	在广州塔召开品牌发布会，推出首个战略子品牌“大魔王”，标志着公司品类品牌战略的落地。
	2024 年 4 月	与六必居跨界合作，开创“麻酱素毛肚”新品类，借助老字号的品牌背书迅速撬动市场。
	2024 年	开展快闪、Citywalk 等线下活动，开学季大魔王进入国内数十所学校，精准触达核心年轻消费群体。
	2025 年 3 月	签约林一成为大魔王品牌代言人。大魔王麻酱素毛肚上市仅 16 个月，单月销售额突破 1 亿元。
	2025 年 5 月	与韩国三养食品联名推出“火爆魔芋火鸡酱味”新品，并亮相第 26 届 SIAL 西雅国际食品展。
	2025 年 8 月	借新加坡国庆日契机，与当地头部商超思家客深度联动，同时“六必居麻酱素毛肚”正式进驻美国市场，首站登陆美国知名连锁超市 99 Ranch Market。
	2025 年 10 月	与六必居签署为期十年的战略合作协议，共同构建系统性风味体系，彰显长期主义。
蛋皇	2024 年 3 月	在成都召开品牌发布会，蛋皇成为鹌鹑蛋零食行业首个获“可生食+无抗生素”双认证的品牌。
	2024 年 5 月	签约陈清晨、贾一凡、李冰洁三位国家队运动员，传递出品牌强大实力与高品质形象。
	2024 年	成功进驻山姆会员店，独特包装荣获 2024 德国 IF 包装设计奖，年营收近 5.8 亿元。
蒟蒻满分	2022 年底	推出子品牌“蒟蒻满分”，主打 0 脂 0 卡 0 糖 0 色素的健康特性，果汁含量超 30%，精准切入健康零食赛道。
	2024 年 2 月	与三丽鸥联名推出可吸果冻，成为夏季零食爆款。
	2025 年 4 月	推出与三丽鸥联名的“小书包”大规格定量装，深化儿童校园场景，升级营销策略。

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

图22: 蛋皇获“可生食+无抗生素”双认证



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图23: 蒟蒻满分与三丽鸥 IP 联名



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

复盘公司试水品牌推广的过程, 公司擅长通过“联名”提升品牌认知度, 并且基于品牌定位进行精准的营销分工。比如“大魔王”与六必居、三养等拥有核心风味技术的品牌进行产品共创, 注入独特的品牌个性与文化内涵; 蛋皇专注于构建专业品质信任, 锚定注重健康的消费群体; 到“蒟蒻满分”的时候, 联名三丽鸥等知名 IP, 塑造“萌趣”的鲜明标签, 强化品牌流量与情感价值。同时公司重视线下地推, 通过校园巡游、创意快闪、推出“小书包”定量装等举措, 深度嵌入 Z 世代的生活与校园场景。

公司过去品牌营销动作较少, 2023 年提出品牌元年后, 实际落地较快, 而且从“大魔王”到“蛋皇”“蒟蒻满分”, 可以发现公司逐步在形成一套系统性打法, 并基于产品特性做到了精准定位, 使得多品牌矩阵具有实际意义。从营销费用来看, 从 2022 年的 0.8 亿元快速增长至 2024 年的 2.3 亿元, 但费用率基本保持稳定, 说明公司的营销效果得当, 费用相对克制但有效, 符合公司“把钱花在刀刃上”的一贯作风。

图24: 大魔王与六必居跨界联名



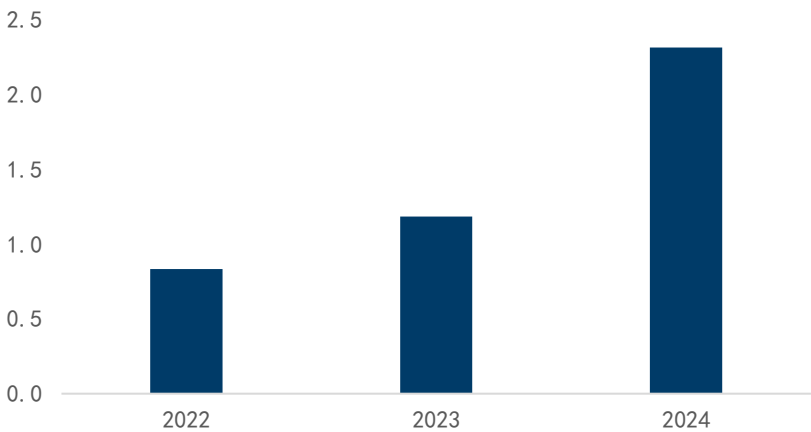
数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图25: 大魔王与韩国三养食品合作



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图26：公司 2022-2024 年营销推广费用走势（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 企业管理有前瞻性，搭建高效灵活组织架构

在组织能力上，公司多次提及深度学习美的的内部管理模式，其组织架构参考美的，核心是“让组织服务于业务”；其供应链与成本管控的成长路径和美的也有较高的相似性。

美的组织架构历经多轮迭代，核心是通过放权和精简打破层级壁垒。1997 年美的首次引入事业部制，将空调、家庭电器等业务拆分为五大事业部，实现“研产销”全链条独立核算，破解早期业务扩张后的管理难题；2005 年因事业部数量激增增设二级平台，却导致决策效率下降，2011 年方洪波任职后立即撤销二级平台，回归“集团+事业部”两层架构，管理层级从 5-6 层压缩至 4 层以内（员工-部门负责人-事业部高管-集团高管）。2023 年美的高层仅 181 人（占总员工 0.01%）、中层 4245 人（占 2.13%），非管理层人员占比超 97%，例如智能家居事业群可自主对接渠道定制需求，决策周期缩短 30% 以上。

表6：美的集团组织架构迭代历程表

时间	架构调整	核心目标	关键成效
1997 年	首次引入事业部制，拆分空调、家庭电器等 5 大事业部	实现“研产销”独立核算，解决业务扩张后管理效率问题	破除单一业务管理瓶颈，支撑早期规模增长
2005 年	增设“制冷家电集团”、“日用家电集团”二级平台	加强事业部协同，规避短视决策	导致管理层级增加，决策效率下降
2011 年	撤销二级平台，回归“集团+事业部”两层架构	精简层级，提升决策速度	管理层级从 5-6 层压缩至 4 层以内，决策周期缩短 30%+
2023 年	维持“经营单位-协同平台-集团职能”横纵协同	强化事业部自主权，兼顾集团协同	2023 年高层 181 人（0.01%）、中层 4245 人（2.13%），非管理层占比超 97%

数据来源：美的公司公告，东吴证券研究所

美的的成本管控能力同样为行业标杆，据《美的稳健增长法》，美的成本管控历经

三阶段升级。2003 年前聚焦占制造成本 80%以上的原材料成本，通过标准成本差异分析优化；2003-2011 年转向全价值链管控，覆盖研发、采购、生产等环节，例如 2005 年通过优化研发设计减少产品缺陷率与售后隐性成本；2012 年后升级为战略成本管理，以“效率驱动”为核心，2012-2014 年砍掉 7000 余个低毛利 SKU(零部件 SKU 缩减 50%)，顺德洗碗机工厂 3 年内产值翻倍，利润提升 80%。同时依托垂直整合能力，上游自供压缩机、电机，中游引入 KUKA 机器人（2024 年机器人密度达 640 台/万人，较 2018 年提升 220%），下游通过安得智联“一盘货”模式将全国仓库从 2244 个减至 138 个，库存周转天数从 51 天降至 35 天。

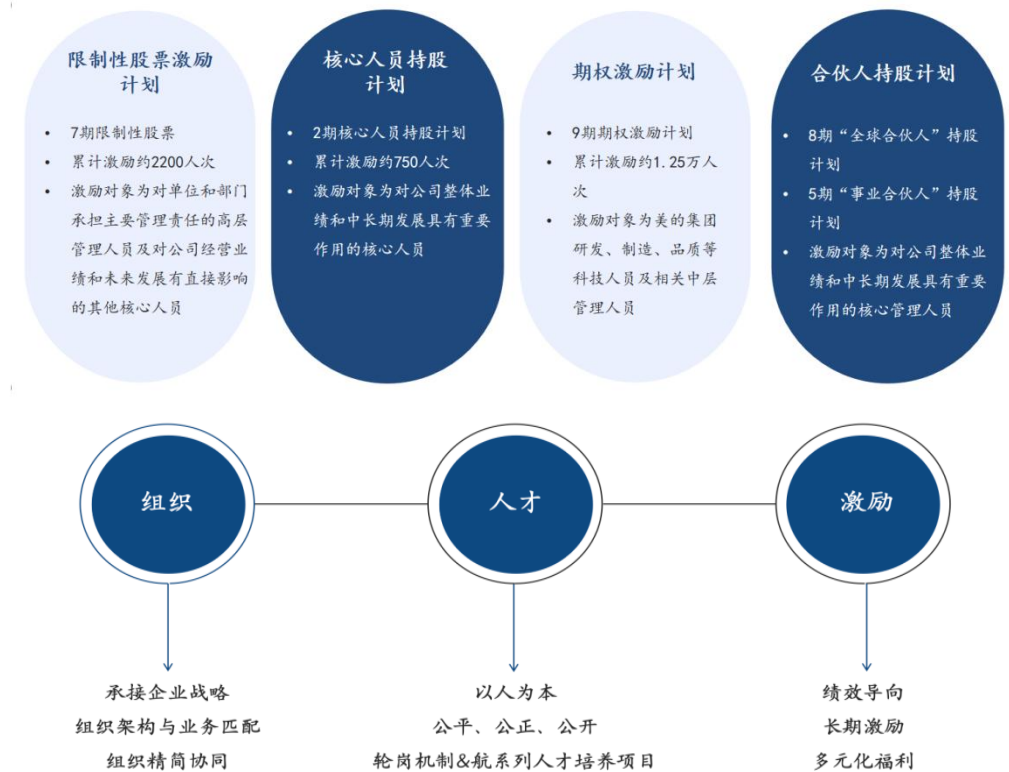
图27：美的成本管控的变化及不同体系的隐性成本



数据来源：《美的稳健增长法》，东吴证券研究所

此外，美的还通过持续激励强化人才绑定。2014 年上市以来，美的累计实施 17 次股权激励、15 次员工持股计划，覆盖超 1.5 万人次，激励对象从高管延伸至研发、制造、海外派驻等骨干。同时以“职业经理人+内部晋升”双轨制打破“论资排辈”制约。

图28: 美的集团的组织人才理念



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

回顾美的在组织管理、降本增效上的发展历程，再对照公司在各个发展阶段的举措，的确美的是公司深度学习借鉴的榜样。

比如公司借鉴了美的全价值链成本管控与垂直整合逻辑，在 2021 年业绩承压后，果断摒弃“喊口号式降本”，引入美的“成本细分拆解”方法。在组织架构、激励体系与美的也有很高的相似性。参考“小集团+大事业部”架构，按品类划分咸味、甜味、健康事业部并赋予独立运营权，例如烘焙事业部新品试销周期从 60 天缩至 30 天，基层管理则进一步精简层级，让生产班长直接对接事业部负责人；激励体系上，公司上市以来已经推出 4 期股权激励，核心高管激励充足。

2.5. 开启新品类战略，大单品初战告捷

在零食赛道去实现多品类战略是做大企业的必然的选择，因为单品的天花板有限，我们梳理了上市休闲食品公司大单品的情况，仅洽洽的瓜子、卫龙的魔芋和辣条、松鼠的坚果（包含多种坚果品类）突破了 20 亿元规模，大部分大单品即使成为行业第一，体量也在 10 亿元上下。

表7：休闲食品上市公司大单品情况梳理

公司名称	营业总收入（亿元，2024 年）	市占率第一的大单品	大单品营收（亿元，2024 年）	大单品占比
甘源食品	22.6	炒货豆子	11.0	48.9%
洽洽食品	71.3	瓜子	43.8	61.4%
劲仔食品	24.1	鱼干	15.3	63.6%
盐津铺子	53.0	鹌鹑蛋	5.8	10.9%
有友食品	11.8	泡椒凤爪	7.9	66.4%
好想你	16.7	枣	12.2	73.2%
三只松鼠	106.2	坚果	53.7	50.5%
卫龙美味	62.7	辣条	26.7	42.6%
		魔芋	30.0	47.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：列 2 为公司营业总收入，列 4 为公司核心大单品营收，列 5 为公司核心大单品在整体营收中的占比。

我国零食品类按照甜味/咸辣味/健康类型去划分，2024 年 3 类零食的行业规模分别为 4790/2450/3435 亿元左右。我们梳理了各品类类目下头部品牌的情况，可以发现在甜味板块下，大部分品类的头部品牌市占率较高，比如冰激凌、糖巧、膨化食品、饼干的头部品牌市占率均在 15%以上。而咸辣味和健康零食大部分细分品类不存在强势的头部品牌，大多数市占率不超过 5%；只有魔芋、鹌鹑蛋近两年在供给侧主导下得到快速发展，领军企业取得了相对较高的市场份额。

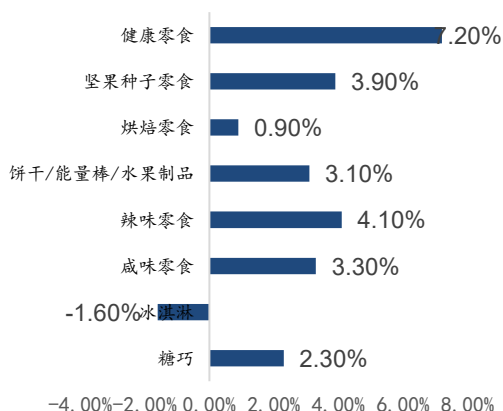
图29：我国零食行业口味/品类情况梳理（2024 年）

口味(2024年)	品类（2024年）	头部品牌	大单品	营业额（2024年，单位亿元）	市占率
甜味4790亿元	冰淇淋500亿元	伊利	巧乐兹、冰工厂	87	17%
		蒙牛	随变雪糕、绿色心情	52	10%
		联合利华	梦龙、可爱多	30	6%
	糖巧900亿元	玛氏	MM豆、德芙	213	24%
		徐福记	花生酥、鲜奶糖	70	8%
	烘焙1020亿元	盼盼	小面包	81.4（2022年）	8%
		好丽友	好丽友派	23（2021年）	2%
	膨化食品660亿元（其中薯片330亿元）	达利	蛋黄派	62.5（2018年）	6%
		乐事	乐事薯片	130	20%
	果冻310亿	上好佳	上好佳薯片	20	3%
		喜之郎	什锦果冻	100（2023年）	32%
	果干蜜饯520亿元	溜溜梅	青梅、西梅等	12	2%
百草味		芒果干、苹果干等	10	2%	
辣味/咸味2450亿元	饼干880亿元	亿滋	奥利奥、趣多多等	159	18%
		达利食品	达利园饼干、好吃点	16.39（2018年）	2%
	魔芋270亿元	嘉士利	早餐饼干	14	2%
		卫龙美味	魔芋爽	30	11%
	肉类980亿元（凤爪、鱼干等）	盐津铺子	大魔王	8.38	3%
		劲仔食品	劲仔小鱼	15.33	2%
	豆干210亿元	有友食品	泡椒凤爪、脱骨鸭掌等	9.26	1%
		无穷食品	盐焗鸡翅等	10	1%
	辣条600亿元	好巴食	好巴食豆干	3（2022年）	1%
		盐津铺子	虎皮豆干等	4	2%
健康3435亿	坚果种子1610亿元	劲仔食品	厚豆干等	2	1%
		卫龙美味	大面筋、素嘴烧	26.67	4%
	鹌鹑蛋50亿元	麻辣王子	麻辣王子辣条	15	3%
		素菜3900亿元	卫龙美味	海带	3.4
其他1795亿元	三只松鼠	每日坚果	53.66	3%	
		坚果礼盒	19.24	1%	
	三鹿食品	三鹿食品	三鹿食品	三鹿食品	三鹿食品
		三鹿食品	三鹿食品	三鹿食品	三鹿食品

数据来源：公司公告，观研天下，商业财报，小食代，东吴证券研究所

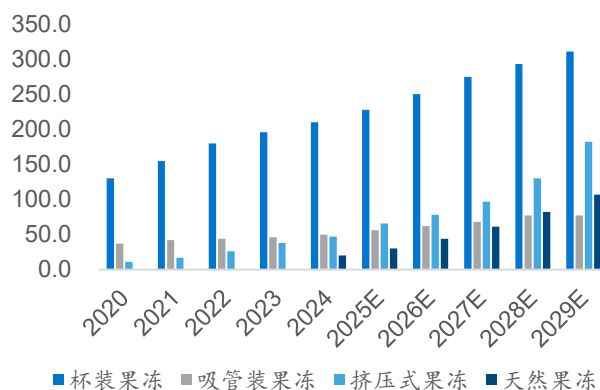
从品类趋势来看，健康类零食、辣味和咸味零食行业规模增速更快。比如根据弗若斯特沙利文数据，食材更健康的天然果冻的行业规模增速预计会远远高于传统果冻；薯片、糖巧等甜味零食凭借外资品牌势能，在此前 20 余年实现了行业规模快速增长，而本土中式零食的创新在近年来才起势，这部分主要体现在能够代表中国风味的辣味和咸味上。

图30：我国零食品类 2018-2023 年营收复合增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：果冻行业中健康的天然果冻行业规模增速显著更快（单位：亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

总结来看，国内很多品类没有强势品牌，处于蓝海赛道；尤其以咸辣味为代表的中式零食还有很多创新的空间；这些都给了企业去整合的机会。公司目前的组织、渠道、供应链能力都已经达到一定水平，匹配品类事业部的发力，后续核心看点也在于扩宽品类矩阵。

公司 2024 年进行了组织架构的调整，根据公司六大品类的味型，成立了辣味、甜味、健康三个品类事业部。1) 在管理上，前后拉通了生产、产品和品牌，更有利于大单品的聚焦；新品研发也会通过内部赛马的方式，交由市场进行筛选。2) 在选品侧重上，首选成长空间更大、竞争格局友好的赛道，比如现在公司内部辣味事业部战略优先级最高。3) 在创新和建立品类认知上，公司的思路是“超级食材+口味创新”。

梳理公司目前的品类布局 and 结构，除了烘焙、薯片类有强势头部品牌，其他品类或竞争格局分散、或公司已经取得领先的市场地位；而且部分品类公司在原料端已经有差异化的优势。

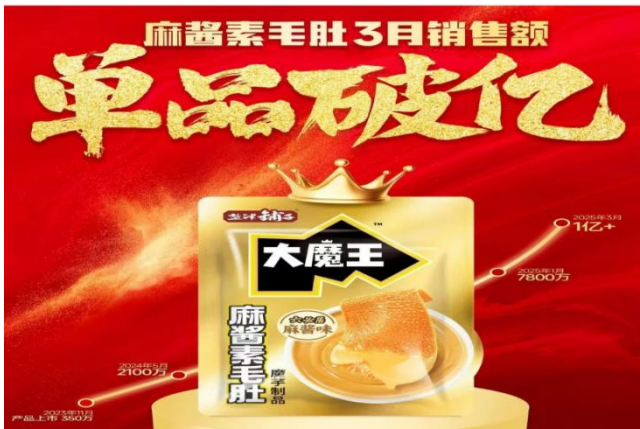
表8: 公司品类情况梳理

事业部	品类	2024 年营收 (亿元)	22-24 年营收复合增速	营收占比	行业竞争格局
甜味	烘焙+薯片	11.58	17.9%	21.8%	竞争激烈，头部品牌心智牢固，从性价比着手
	果干坚果	4.84	57.8%	9.1%	格局分散，无强势头部品牌，布局原料端具备供应链优势
	蒟蒻果冻	3.01	77.2%	5.7%	发展初期，率先占位
健康	蛋类零食	5.80	255.4%	10.9%	行业领军者
	深海食品	6.75	9.9%	12.7%	发展初期，率先占位
	豆制品	3.62	23.5%	6.8%	格局分散，无强势头部品牌，从性价比/口味差异化着手
辣味	肉禽制品	3.77	24.6%	7.1%	格局分散，无强势头部品牌，从性价比/口味差异化着手
	休闲魔芋制品	8.38	80.5%	15.8%	行业第二，麻酱口味领导者
	辣卤其他	3.84	35.9%	7.2%	格局分散，无强势头部品牌，从性价比/口味差异化着手

数据来源：Wind，东吴证券研究所

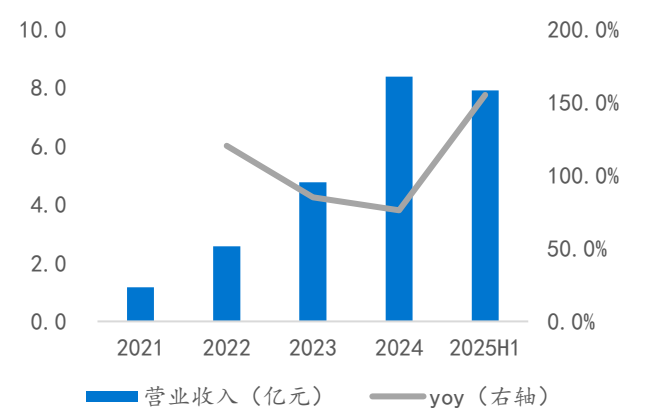
“大魔王”的成功是品类战略的里程碑，同时具备可复制性。魔芋本身是适合调味且健康的超级食材，在“大魔王”推出之前，市场上魔芋产品以辣味为主，公司另辟蹊径选择了具备市场基础的麻酱口味，给市场提供了微微辣口味的选择。2023 年 11 月上市，仅用 16 个月便实现月销量破亿元的佳绩，带动魔芋品类销售从 2021 年的 1.2 亿至 2024 年的 8.4 亿，3 年复合增速达到 92.9%，在 2025 年上半年营收仍实现同比翻倍以上的增长。另外大魔王的成功是具备可复制性的，比如和周黑鸭合作开发的“虎皮鱼豆腐”，也是在超级食材豆制品上，融合风味创新，卤味本身具备广泛的群众基础和中式特色，但尚未应用在大部分零食品类上。公司目前已经有心得的方法论是：先找到有广泛群众基础的“传统风味/场景”（周黑鸭卤味、北方火锅麻酱），再与核心食材（鱼豆腐、魔芋）结合，通过“守正（传统风味）+创新（食材载体）”的方式打造差异化产品。

图32: 公司大魔王上市 16 个月破亿



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

图33: 公司魔芋品类营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 对比海内外：并购经验值得学习，本土赛道挑战与机会并存

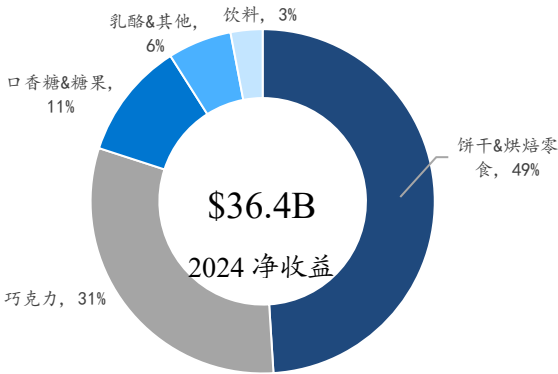
3.1. 国际零食巨头经验：并购是搭建产品矩阵的重要一环

国际零食巨头在全品类布局上已形成成熟路径，其中亿滋国际与玛氏公司的实践最具代表性。两者均通过精准的品类运营与本地化适配，实现了多品类协同发展，为国内企业提供了关键参考。

3.1.1. 国际零食巨头亿滋与玛氏发展历程复盘

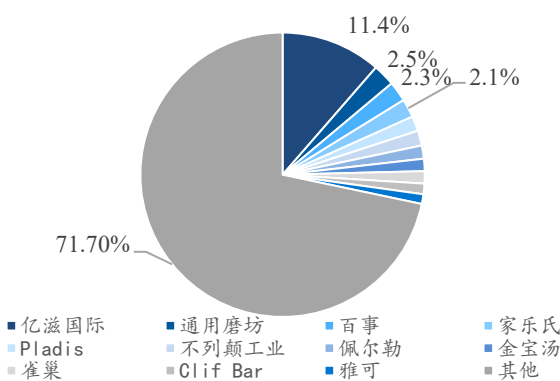
亿滋国际作为全球休闲零食行业的龙头企业，核心品类聚焦于饼干、巧克力、糖果 & 口香糖三大领域，且在全球市场长期占据领先地位。从收入结构看，2024 年三大核心品类合计贡献 91% 的营收，其中饼干及烘焙零食以 49% 的营收占比成为第一支柱，2019 年全球市占率高达 11.4%；2024 年巧克力与糖果业务收入占比分别为 31%、11%，2019 年全球市占率分别达 12.5%、11.6%，均位列全球第二。旗下品牌矩阵兼具全球性与区域性，既有奥利奥、吉百利等年营收超十亿美元的“全球超级品牌”，也有欧洲的露怡饼干（高端烘焙）、巴西的 Lacta 巧克力等区域明星品牌，形成“核心品类引领、细分品牌补位”的产品生态。

图34：2024 年亿滋国际各品类营收占比



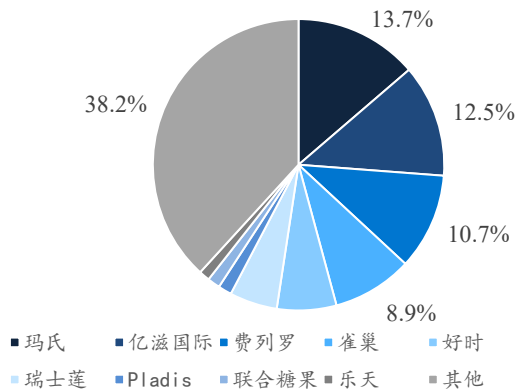
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：2019 年全球饼干市场竞争格局



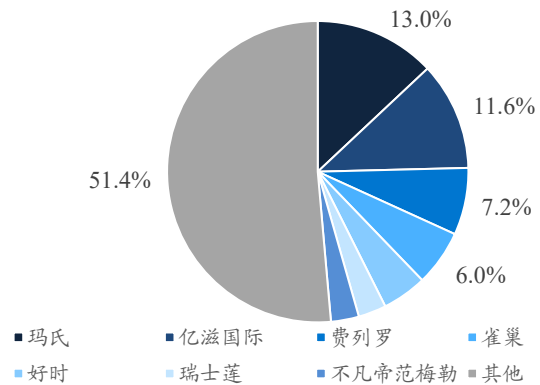
数据来源：欧睿数据，东吴证券研究所

图36: 2019 年全球巧克力市场竞争格局



数据来源: 欧睿数据, 东吴证券研究所

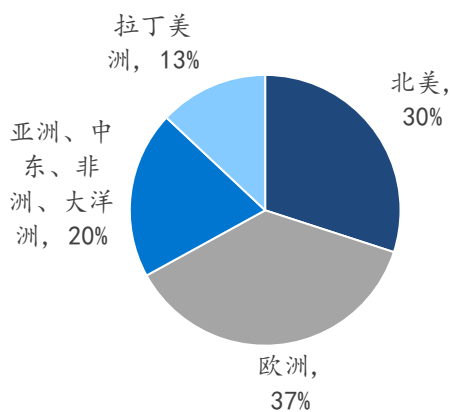
图37: 2019 年全球糖果市场竞争格局



数据来源: 欧睿数据, 东吴证券研究所

亿滋国际以“战略并购”为核心构建全品类版图，始终围绕饼干、巧克力、糖果、口香糖四大核心领域，精准收购细分赛道头部品牌，快速填补市场空白与能力短板。其并购基因可追溯于前身卡夫食品，1988 年被菲利浦莫里斯收购后开启全球化并购，2000 年以 149 亿美元收购纳贝斯克获奥利奥等饼干品牌，从零切入饼干赛道并快速成为全球饼干龙头；2007 年以 53 亿欧元收购达能全球饼干业务，进一步巩固饼干优势并扩大欧洲市场份额；2010 年以 196.9 亿美元收购全球最大糖果商吉百利，完成“饼干+巧克力+糖果”全品类布局。2012 年，独立为亿滋国际后延续此策略。分拆后，亿滋瞄准健康化趋势收购无麸质有机零食品牌“Enjoy Life Foods”，并在 2015-2016 年剥离收入占比 11% 的咖啡业务，将资源集中于三大核心零食品类。2022 年起收购 Ricolino、Clif Bar 及中国的 Evirth 等，持续契合市场趋势、每一次并购均围绕“填补品类空白、契合市场趋势”展开，而非盲目追求品类数量，这为后续多品类协同运营奠定基础。

图38: 2024 年亿滋国际各地区营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图39: 2024 年亿滋关键市场偏好及标志性品牌



数据来源: 公司公告, 欧睿数据, 东吴证券研究所

图40：亿滋全球市场与中国市场主要品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

亿滋在并购扩充品类后，通过“全球化整合+本土创新”的供应链策略，构建多品类协同能力。在全球化整合层面，通过搭建统一的供应链平台，实现跨区域及品类的资源联动，通过共享生产基地、集中采购等方式，提升多品类运营效率与协同性；同时，针对不同区域市场的特性进行本土化创新调整，让供应链既能依托全球化平台发挥规模优势，又能精准适配本地市场的需求，为并购后的多品类布局提供坚实支撑。品牌运营上，坚持“全球框架+本地定制”的营销逻辑，既保障效率又保留各品牌个性。如“奥利奥”以“扭一扭、泡一泡”全球统一玩法为核心，同步推出中国“故宫文创款”、日本“樱花抹茶味”等区域限定；“趣多多”则面向青年群体主打“巧克力豆狂欢”，突出“随性快乐”的品牌个性。这种差异化策略，让各品牌都能精准匹配目标客群，最大化发挥多品牌的市场价值。

图41：奥利奥早期儿童插画海报



数据来源：商业新知，东吴证券研究所

图42：趣多多的“随性”营销



数据来源：淘宝网，广告截图，东吴证券研究所

玛氏同样作为全球食品巨头，其发展路径与亿滋的并购扩张有相似之处，但口味和品类更加分散。公司核心品类覆盖巧克力、糖果、口香糖、宠物食品等多个领域，旗下 M&M's、士力架、德芙、箭牌口香糖等品牌全球知名且市场占有率高。玛氏在深耕核心品类的同时，通过战略性并购持续拓展边界。1986 年收购德芙，巩固了其在巧克力业务的领先地位，成为公司增长的重要动力。21 世纪后发力新领域，2001 年收购皇家宠物食品切入高端宠物食品市场；2008 年联合巴菲特以 230 亿美元收购箭牌，一跃成为全球口香糖市场主导者。近年顺应健康趋势，2020 年以 50 亿美元收购健康零食品牌 Kind North America，2022 年收购全果零食品牌 Trü Fru，2023 年以 5.34 亿英镑收购英国高端巧克力 Hotel Chocolat，深化高端巧克力市场。2024 年 8 月，更以 359 亿美元收购 Kellanova，借助其品客薯片等品牌补齐咸味零食短板，形成“甜食+咸食”全品类矩阵，加速实现零食业务翻番的目标。

图43：玛氏品类矩阵及相关品牌



数据来源：Mars 官网，东吴证券研究所

从一个小小的厨房糖果作坊，成长为年收入超 500 亿美元的国际性企业，**产品创新与品牌深耕始终是玛氏的发展根基**，针对区域口味差异定制配方，是其并购后激活全球市场的关键策略。M&M's 巧克力豆首创糖衣包裹巧克力的形式，解决了巧克力易融化的难题，独特的“只溶在口，不溶在手”营销理念使其成为全球畅销经典，并贴合当地消费者偏好，如在中国推出甜辣味；德芙以“丝滑”口感为核心卖点，通过情感化营销将巧克力与浪漫情感相连，不断推出新口味；士力架凭借“横扫饥饿”的功能性定位立足能量零食领域，针对亚洲市场推出减糖版本，更好地融入区域消费场景。这些产品不仅在口味、口感上持续优化，更通过精准定位与传播塑造鲜明形象，在消费者心中建立深厚情感连接，为玛氏的品牌影响力奠定坚实基础。

图44：M&M's 巧克力豆形象、产品包装及宣传图



数据来源：百度，值得买，东吴证券研究所

图45：德芙“纵享丝滑” 广告传播广泛，设计口味多



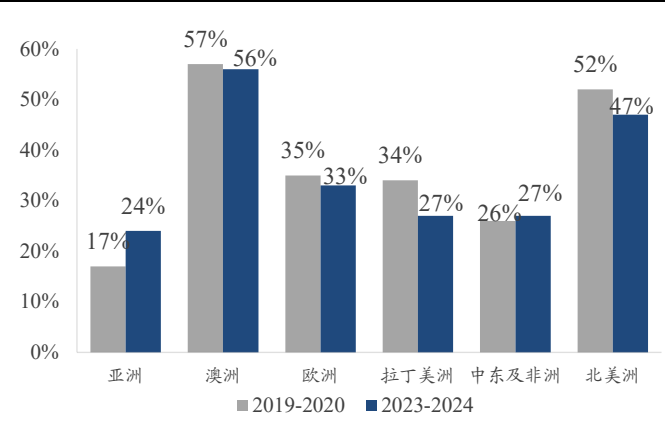
数据来源：百度，个人图书馆，东吴证券研究所

图46：针对健康化推出“横扫饥饿” 功能性巧克力



数据来源：百度，东吴证券研究所

图47：全球市场零食各地区健康化渗透率



数据来源：Innova 市场洞察，东吴证券研究所

面对全球健康化消费趋势，玛氏通过产品创新与研发投入主动转型。核心品类中，德芙零糖黑巧以麦芽糖醇替代蔗糖，上市十月销售额破亿元人民币且新客占80%；士力架黑巧纤谷棒获国内外双标准低GI（升糖指数）认证；M&M's 鹰嘴豆烘焙巧克力豆减糖40%，并斩获 iSEE 全球食品创新奖银奖。此外，维能无糖口香糖荣获“2024 健康价值领航奖”；士力架劲脆巴旦木夹心减糖黑巧克力减糖50%入选尼尔森IQ“年度新品风尚标”。

表9：玛氏零食产品获业界认可

奖项名称	产品	品牌
第六届 iSEE 全球食品创新银奖	鹰嘴豆烘焙巧克力豆	M&M'S
2024 健康价值领航奖	无糖口香糖	维能
2024 年 Wow Food 最受消费者欢迎奖	茅小凌酒心巧克力	与茅台联名
2023 尼尔森 IQ BASES 新品风尚标	劲脆巴旦木夹心减糖黑巧克力	士力架

数据来源：新华网，公司官网，东吴证券研究所

3.1.2. 经验总结：聚焦核心品类、并购协同、本土化适配

头部巨头的持续领跑并非偶然，而是建立在一套经过市场验证的核心能力体系之上。其共性能力体现在三方面，一是以并购为矛，却从不盲目扩张；始终围绕核心品类（亿滋的饼干、玛氏的巧克力）构建“核心+关联”矩阵，避免资源分散。亿滋通过收购补强区域供应链，玛氏以并购箭牌、Kellanova 填补口香糖、咸味零食空白，核心逻辑始终是“围绕核心品类补短板”，而非追求“全品类覆盖”；二是全球化供应链的协同效率，依托统一研发平台与生产网络，实现跨品类、跨区域资源共享（如亿滋的集中采购、玛氏的技术跨品类迁移），在规模化中降低成本；三是本土化适配，玛氏在中国推出周黑鸭味彩虹糖，亿滋针对新兴市场及特定人群推出营销包装产品；四是保持创新，顺应消费趋势，两大百年零食巨头一直在保持口味创新或者跟随健康化趋势。

国际巨头“以核心品类为锚点、以协同能力为支撑”的扩张路径具有普适性，这一点国内企业也有借鉴意义。亿滋以饼干为核心，通过并购纳贝斯克、吉百利等品牌逐步延伸至巧克力、糖果领域，玛氏以巧克力为根基，通过收购箭牌、Kellanova 补齐口香糖、咸味零食短板，两者均遵循“先立根基，再扩边界”的原则，只有在核心品类站稳脚跟，才能为后续的品种延伸提供“信任背书”。此外，“一品类一品牌”的矩阵模式同样值得借鉴，亿滋旗下奥利奥、趣多多、吉百利等品牌各自独立又协同作战，消费者对品牌的认知聚焦于具体品类，而非母公司亿滋。国内企业也可采用类似策略，例如盐津铺子通过“31° 鲜”鱼豆腐子品牌专攻深海零食，既避免了单一品牌的认知混乱，又能精准覆盖不同消费场景，这种模式已在国内市场得到初步验证。

表10：亿滋和玛氏通过关键并购实现核心品类的协同扩张

企业	核心品类锚点	关键并购动作	协同扩张成果
亿滋	饼干(趣多多、奥利奥、培朗等)	1.2000 年收购纳贝斯克（获奥利奥） 2.2010 年收购吉百利（补糖果）	“饼干+巧克力+糖果”矩阵，2024 年核心品类营收占比 91%
玛氏	巧克力（M 豆、德芙、士力架等）	1.2008 年收购箭牌（补口香糖） 2.2024 年收购 Kellanova（补咸味零食）	“甜食+咸食”全品类，2024 年宠物食品/零食协同增长

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

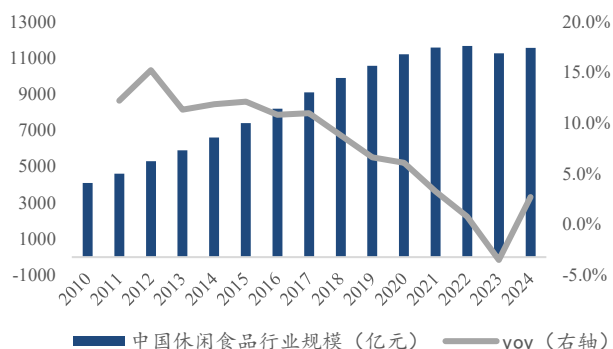
3.2. 国内零食行业分散，尚未出现平台型企业

3.2.1. 国内现状：口味渠道更加分散，运营难度更高

零食行业的品类分散性是由其天然属性决定的。我国休闲食品零售端有约万亿元规模，从品类结构来看，2024 年我国休闲食品各细分品类占比最高的“炒货食品及坚果”仅 17%，“面包蛋糕”、“香脆休闲食品”等主流品类占比均在 10%-11%区间，“休闲

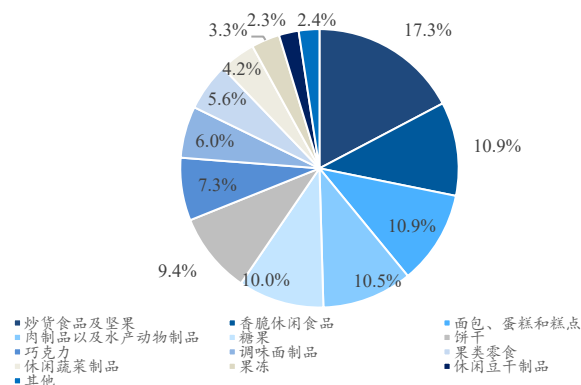
蔬菜制品”、“果冻”等品类甚至不足 5%。无任何品类能占据 20%以上市场份额，意味仅靠单品类很难实现百亿级规模；根据我们 2.5 小节的分析，的确休闲食品上市公司中大单品的营收大多在 10 亿元上下。

图48：我国休闲食品行业规模及增速



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图49：2024 年我国休闲食品行业细分市场占比

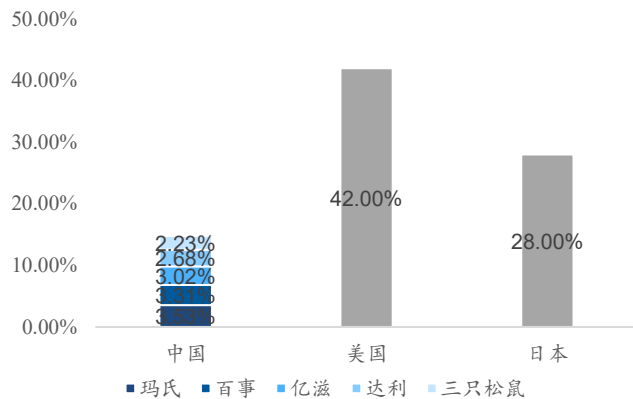


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

但我国零食行业相比国外更加分散，根据嘉世咨询数据显示，2023 年中国休闲零食市场 CR5 仅约 15%，远低于美国的 42%和日本的 28%，头部品牌如达利、三只松鼠的市占率也仅分别为 2.7%和 2.2%。究其原因，一方面我国消费者口味有地域差异。我国地域辽阔且饮食文化多元，南甜北咸、东辣西酸的口味差异显著。据第一财经商业数据中心（CBNData）数据，西南地区消费者偏爱“麻”、“辣”口味，华东地区对“苦味”接受度更高，低线城市及农村消费者则更青睐辣味等重口零食，这种地域偏好推动零食品类延伸出更细分的“区域特色款”，催生出川渝麻辣卤味（如绝味）、江浙苏式糕点（如知味观）、华南广式蜜饯（如佳宝）等区域性子品类，即便在“卤味”这一细分赛道，川渝麻辣款、广东酱卤款、北方咸鲜款也各自占据区域市场，进一步将单一品类的集中度稀释。

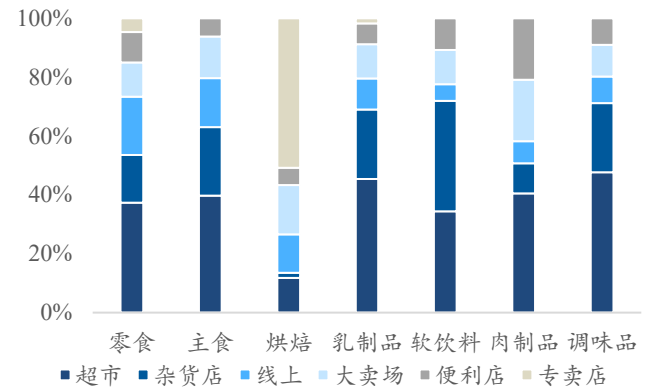
另一方面相比其他快消品，我国零食的渠道更加分散和碎片化。2023 年其最大的渠道（商超）占比为 37%，而烘焙、乳制品、调味品、肉制品的最大单一渠道占比可达到 50%左右。这种“多渠道并行”的特征，既是零食品类分散性的结果，也进一步放大了市场的碎片化程度。对企业的渠道能力也提出了相应的要求，全渠道覆盖需针对每个渠道定制品类组合与运营策略，运营复杂度高于国外“商超+便利店”的二元渠道体系。

图50：2023 年休闲零食不同国家市占率 CR5



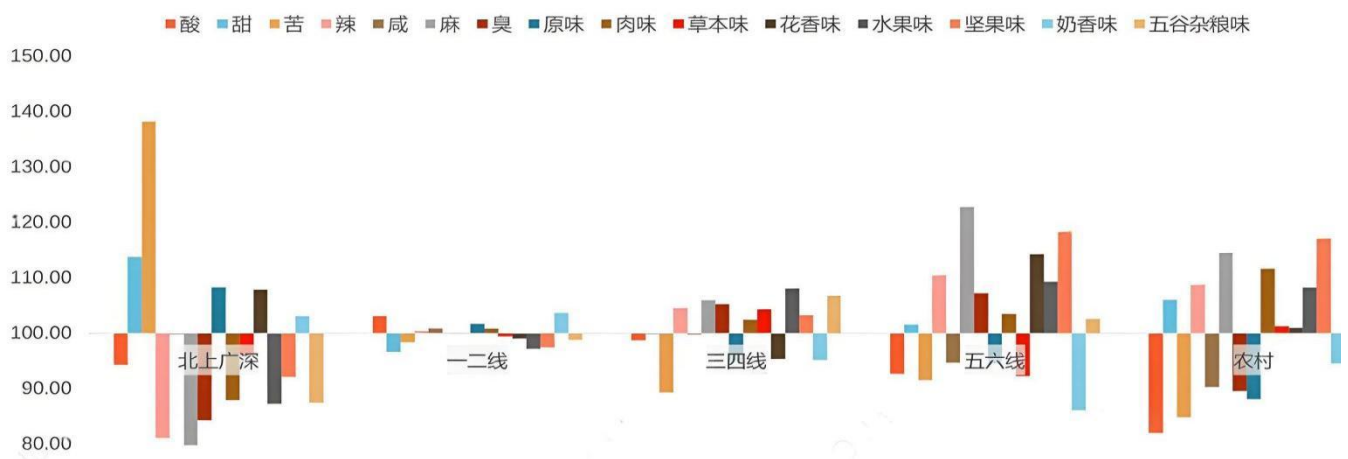
数据来源：嘉世咨询，东吴证券研究所

图51：零食对单一渠道依赖度低（2023 年）



数据来源：欧睿国际，勤策消费研究，东吴证券研究所

图52：2019 年各地区线级休闲食品口味 TGI

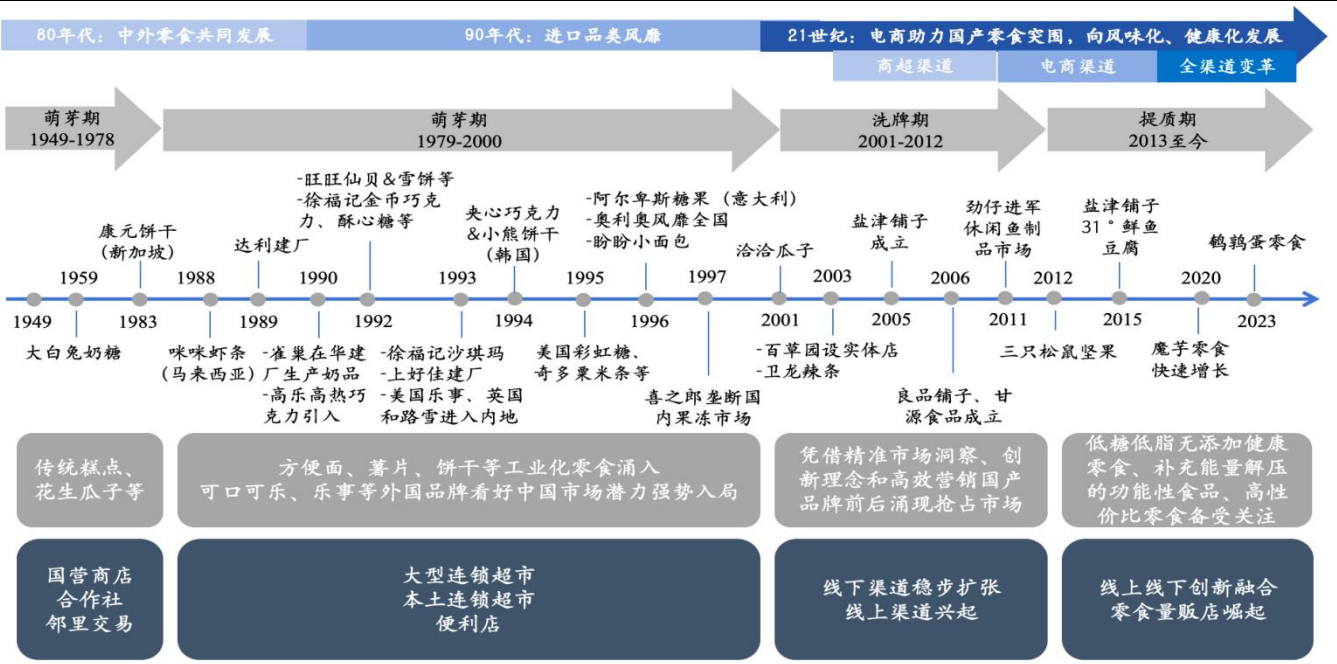


数据来源：第一财经商业数据中心，消费站，东吴证券研究所

注：TGI 大于 100 说明该群体在该口味上存在明显偏好，小于 100 则说明偏好低于整体。

除品类特性、渠道碎片、区域性口味差异外，我们认为与本土零食企业的发展历程较短也有关系，国内零食企业还未形成“多元品类信任”的品牌心智，也未构建全品类运营的能力体系。国内现代零食产业的规范化发展起步于 20 世纪 90 年代，至今不过 30 余年历程，而国际零食巨头如玛氏、亿滋等已历经百年市场打磨，两者在行业积淀上存在代际差距。早期本土企业为快速打开市场，多选择以单一品类作为突破口，如三只松鼠从坚果切入、绝味食品聚焦鸭脖。由于发展时间有限，企业尚未有足够的时间通过持续的品类延伸与市场教育打破这种认知局限。

图53：我国零食行业发展历程梳理



数据来源：艾媒咨询，搜狐网，Foodairy 每日食品，百度百科，快消品渠道管理，网易《在 40 年中国零食演化史里，看见你我的童年》，观察者网，东吴证券研究所

3.2.2. 国内企业现状：并购条件有待成熟，但整合本土风味存机遇

国外企业往往聚焦于甜味大单品，凭借这种全世界共享的上瘾性口味，构建起更为简单高效的品类结构。中式零食的分布较为分散，涵盖辣味、咸味零食，以及从餐桌走向休闲卤味等，且许多本土零食尚处于 0-1 的起步阶段，市场上也相对缺乏优秀标的。因此，现阶段国内头部品牌要想拓宽品类矩阵，很大程度上仍需亲力亲为，从产品研发、生产到市场推广，各个环节都要深度参与。

但国内市场的独特性也为本土企业提供了弯道超车的机遇。首先，消费者对“本土文化与口味”的认同度更高。国际巨头虽能通过本土化调整适配市场（如玛氏在中国推出周黑鸭味彩虹糖），但本土企业对中式食材、节庆场景的理解更深刻。比如鹤鹑蛋、魔芋等都是从中式餐桌走向休闲化，还有“麻酱”、“卤味”等中式口味，本土企业的理解更加深厚，距离消费者更近。从节庆消费看，2024 年中国新春礼盒消费者选择中，肉类零食（36.2%）、坚果炒货（34.5%）、传统糕点（34.3%）等本土特色品类占比显著。其次，供应链与渠道的灵活性更强。据艾媒数据，国内完善的食品加工产业链和发达的电商渠道，为多子品牌的快速试错与规模化落地提供了土壤，这种速度是依赖全球化供应链的国际巨头难以比拟的。

4. 盈利预测与投资建议

营收预测：公司品类较为丰富，1) 目前魔芋品类处于扩容期，公司产品优势明显，保持高速增长，我们预计近几年来看魔芋都是核心增长品类。预计 2025-2027 年魔芋的营收增速分别为 100%/40%/30%。2) 其次蒟蒻果冻、蛋类零食、深海食品、果干坚果是公司重点培育品类，预计保持双位数上下的营收增长。3) 烘焙薯片、豆制品、肉禽制品、辣卤其他预计营收增速略慢一些，烘焙薯片主要是体量较大；坚果目前还不是公司强势品类，处于培育阶段；豆制品和肉禽制品主要是下游需求趋势趋缓。此外烘焙薯片、果干坚果、肉禽制品、辣卤其他我们预计今年增速放缓较为明显，主要系公司有主动调整产品结构，2026-2027 年预计营收同比增速会提速。综合来看，预计公司 2025-2027 年营收分别为 59.6/70.8/82.0 亿元，同比+12.4%/18.7%/15.8%。

利润预测：1) 毛利率方面，公司转向大单品战略后，规模效应释放更快；公司持续做供应链建设；此外魔芋大单品 2025 年处于原材料成本高位，后续还有下降空间。我们预计毛利率还可持续提升。2) 费用率方面，考虑到收入规模扩张，预计 2026-2027 年可逐步下降。3) 综合来看，预计 2025-2027 年归母净利率分别为 13.7%/14.2%/14.9%。

图54：盈利预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	4,115.18	5,303.93	5,961.81	7,079.32	8,197.47
yoy	42.22%	28.89%	12.40%	18.74%	15.79%
烘焙+薯片	987.01	1157.83	868.37	937.84	984.73
yoy		17.31%	-25.00%	8.00%	5.00%
深海食品	618.97	675.31	729.33	780.38	827.21
yoy	10.65%	9.10%	8.00%	7.00%	6.00%
果干坚果	266.77	484.17	513.22	590.20	678.74
yoy	37.19%	81.50%	6.00%	15.00%	15.00%
蒟蒻果冻	216.59	301.28	376.61	451.93	519.71
yoy	125.67%	39.10%	25.00%	20.00%	15.00%
蛋类零食	318.79	579.79	666.75	760.10	858.91
yoy	594.52%	81.87%	15.00%	14.00%	13.00%
辣卤零食-豆制品	322.67	361.59	386.90	410.11	434.72
yoy	36.14%	12.06%	7.00%	6.00%	6.00%
辣卤零食-肉禽制品	340.45	377.50	283.12	291.61	300.36
yoy	39.99%	10.88%	-25.00%	3.00%	3.00%
辣卤零食-休闲魔芋制品	476.12	838.38	1676.76	2347.46	3051.69
yoy	84.95%	76.09%	100.00%	40.00%	30.00%
辣卤零食-其他	342.94	384.38	288.28	311.35	333.14
yoy	64.73%	12.08%	-25.00%	8.00%	7.00%
整体毛利率	33.5%	30.7%	30.8%	31.0%	31.2%
销售费用率	12.5%	12.5%	12.0%	11.9%	11.8%
管理费用率	4.4%	4.1%	3.0%	3.0%	2.9%

归母净利润率	12.3%	12.1%	13.7%	14.2%	14.9%
--------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

可比公司估值情况：公司处于休闲食品赛道。可比公司包括洽洽食品、甘源食品、劲仔食品、卫龙美味、有友食品、三只松鼠等，和以上同行相比公司 2026-2027 年估值高于可比公司平均水平，2025 年低于平均水平。

投资建议：目前公司综合实力优秀，尤其全渠道布局能力较为突出，其次企业文化实干积极，组织架构、激励机制完善。另外近几年在产品创新、供应链升级、品牌心智塑造上起势较快。综合来看，我们认为公司具备能力成为平台型零食企业。基于以上，我们认为公司 2026 年的估值中枢在 25 倍 PE 上下，相比当前估值有上升空间；我们基本维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.2/10.1/12.2 亿元，维持“买入”评级。

表11：可比公司估值情况

股票代码	公司	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002557.SZ	洽洽食品	21.65	0.83	1.37	1.63	25.79	15.64	13.15
002991.SZ	甘源食品	60.06	2.72	3.67	4.32	21.73	16.07	13.67
003000.SZ	劲仔食品	11.66	0.56	0.69	0.81	20.57	16.64	14.16
9985.HK	卫龙美味	10.33	0.58	0.7	0.82	17.93	14.84	12.62
603697.SH	有友食品	13.05	0.52	0.64	0.74	24.1	19.45	16.85
300783.SZ	三只松鼠	22.82	0.68	1.07	1.43	33.14	20.96	15.73
PE 平均值						24.28	17.57	14.61
002847.SZ	盐津铺子	71.39	3.01	3.70	4.49	23.75	19.31	15.90

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：收盘价、估值、Wind 一致预期的取值时间为 2025 年 11 月 28 日；可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。卫龙美味相关数据为人民币单位，参考 2025 年 11 月 28 日汇率，1 元港币=0.9083 元人民币。

5. 风险提示

食品安全问题：若发生食品安全问题，将会给公司声誉带来十分恶劣的影响，进而严重影响公司的生产经营活动。

原材料价格波动风险：公司采取大单品战略后，对单一原材料的依赖性有所增加，若核心原料价格产生波动可能导致公司的盈利水平存在较大波动。

居民消费力复苏不及预期：如果居民消费力复苏较弱，可能会影响消费意愿、消费频率等。

盐津铺子三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,402	2,473	3,777	5,258	营业总收入	5,304	5,962	7,079	8,197
货币资金及交易性金融资产	235	1,092	2,164	3,419	营业成本(含金融类)	3,676	4,126	4,885	5,640
经营性应收款项	347	495	575	649	税金及附加	40	45	53	61
存货	744	802	950	1,097	销售费用	663	715	842	967
合同资产	0	0	0	0	管理费用	219	179	212	238
其他流动资产	76	84	88	93	研发费用	80	89	106	123
非流动资产	2,209	2,130	1,954	1,782	财务费用	13	16	(1)	(23)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	124	137	163	189
固定资产及使用权资产	1,517	1,387	1,250	1,115	投资净收益	(2)	3	4	4
在建工程	242	189	147	105	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	245	250	254	259	减值损失	(4)	(10)	(10)	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(11)	(12)	(14)	(16)
长期待摊费用	23	23	23	23	营业利润	719	910	1,124	1,367
其他非流动资产	181	281	281	281	营业外净收支	(7)	2	(2)	(5)
资产总计	3,612	4,602	5,731	7,039	利润总额	712	912	1,122	1,362
流动负债	1,512	1,799	2,053	2,298	减:所得税	72	91	112	136
短期借款及一年内到期的非流动负债	361	567	567	567	净利润	640	821	1,010	1,226
经营性应付款项	634	499	617	728	减:少数股东损益	1	1	1	2
合同负债	89	149	177	205	归属母公司净利润	640	820	1,008	1,224
其他流动负债	428	584	691	797	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.35	3.01	3.70	4.49
非流动负债	326	323	323	323	EBIT	747	928	1,121	1,339
长期借款	261	261	261	261	EBITDA	945	1,107	1,306	1,532
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.69	30.80	31.00	31.20
租赁负债	37	37	37	37	归母净利率(%)	12.07	13.75	14.24	14.93
其他非流动负债	28	26	26	26	收入增长率(%)	28.89	12.40	18.74	15.79
负债合计	1,838	2,123	2,376	2,621	归母净利润增长率(%)	26.53	28.09	23.00	21.41
归属母公司股东权益	1,735	2,440	3,314	4,375					
少数股东权益	39	40	41	43					
所有者权益合计	1,773	2,480	3,355	4,418					
负债和股东权益	3,612	4,602	5,731	7,039					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,134	918	1,248	1,474	每股净资产(元)	6.36	8.95	12.15	16.04
投资活动现金流	(755)	(133)	(23)	(37)	最新发行在外股份(百万股)	273	273	273	273
筹资活动现金流	(452)	73	(153)	(182)	ROIC(%)	30.27	28.92	26.67	25.37
现金净增加额	(73)	857	1,072	1,255	ROE-摊薄(%)	36.89	33.59	30.42	27.98
折旧和摊销	198	179	185	192	资产负债率(%)	50.90	46.12	41.46	37.24
资本开支	(769)	(10)	(26)	(41)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.71	23.97	19.49	16.05
营运资本变动	273	(145)	10	18	P/B(现价)	11.33	8.05	5.93	4.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>