

# 盐津铺子 (002847.SZ)

## 战略转型成效显著，把握零食渠道变革红利

买入

### 核心观点

**行业：渠道分流明显，零食专营渠道聚焦高性价比迅速崛起，优秀的上游供应商迎来发展良机。**近年来随着线上电商新零售，以及线下生鲜店、商超会员店等多业态的兴起，休闲零食传统渠道（商超等）被加速分流。而零食专营渠道则凭借高效运转为消费者提供“高性价比”产品，实现快速崛起。纵观中国零食市场的发展，可以发现，能够顺应渠道变革的休闲食品企业往往能够实现快速发展，而近 2-3 年正是各零食折扣连锁店加速门店拓展的关键时期，我们认为如盐津铺子、甘源食品等优秀的上游供应商正迎来发展良机。

**公司：供应链优势显著的“多品牌、多品类、全渠道”休闲食品领先玩家，战略转型成效显著，有望畅享下游渠道变革红利。**公司 2005 年成立，此前主营商超渠道，后由于传统渠道被加速分流，经营压力陡增，于 2021 年开启全面战略改革：①供应链提效为根本，②聚焦深海零食、辣卤、烘焙、果干、薯片五大核心产品，③打造全渠道销售网络（保持原有商超渠道优势下，重点发展零食店、电商、流通等渠道）。公司致力于为消费者提供高品质、高性价比产品，产品属性与电商、零食专营等渠道高度适配，有望充分享受到当前下游渠道变革的红利。此外，公司拥有优秀的管理团队，且激励充分，为公司的战略改革和长期稳健发展保驾护航。

**成长性分析：商超基本盘稳定，电商、零食专营渠道快速发展；规模效应显现、盈利能力有望逐步提高。**分渠道看，①直营商超渠道 22 年已完成部分转经销改革，预计未来营收总量维持稳定；②BC 超（经销商拓展）是公司营收和利润的主要来源，营收主要集中在华中，在华南、华东、西南还有较大拓展空间，预计未来保持稳定增长；③零食专营渠道是公司营收增量的主要来源之一，随着下游零食店的快速开店，预计未来 2-3 年有望快速成长；④电商渠道是公司重点发力渠道之一，随着自播、直播等业务的开展，以及新品的推出，预计未来 2-3 年有望实现约 35% 的增长；⑤流通&定量渠道是新拓展渠道，随着招商工作的持续推进，预计未来 2-3 年有望实现约 50% 的增长。同时，随着营收体量扩大、规模效应显现，公司盈利能力有望持续提高。

**投资建议：短期看公司有望充分享受下游渠道改革红利、保持较高速增长；长期看卓越的管理能力叠加优秀的供应链能力助力持续成长。**考虑公司零食专营渠道和电商渠道增速超出我们预期，因此小幅上调公司盈利预测（上调幅度约 4%），预计公司 22-24 年收入和利润分别为 28.9/35.5/42.1 亿元和 3.0/4.6/6.0 亿元，现价对应 PE 分别 53/34/26X，维持“买入”评级。

**风险提示：**渠道拓展不及预期；食品安全风险；成本价格波动风险。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2020  | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 1,959 | 2,282  | 2,894 | 3,552 | 4,209 |
| (+/-%)       | 40.0% | 16.5%  | 26.8% | 22.7% | 18.5% |
| 净利润(百万元)     | 242   | 151    | 300   | 463   | 599   |
| (+/-%)       | 88.8% | -37.7% | 99.0% | 54.3% | 29.4% |
| 每股收益(元)      | 1.87  | 1.17   | 2.32  | 3.58  | 4.63  |
| EBIT Margin  | 11.4% | 5.0%   | 11.3% | 14.2% | 15.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 28.2% | 17.3%  | 27.7% | 32.9% | 32.8% |
| 市盈率 (PE)     | 65.3  | 104.7  | 52.6  | 34.1  | 26.3  |
| EV/EBITDA    | 53.1  | 69.8   | 38.3  | 26.8  | 21.5  |
| 市净率 (PB)     | 18.37 | 18.07  | 14.57 | 11.21 | 8.64  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 食品饮料·休闲食品

证券分析师：陈青青

联系人：胡瑞阳

0755-22940855

0755-81982908

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn huruiyang@guosen.com.cn

S0980520110001

#### 基础数据

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 投资评级        | 买入(维持)            |
| 合理估值        | 125.60 - 143.60 元 |
| 收盘价         | 121.20 元          |
| 总市值/流通市值    | 15587/13978 百万元   |
| 52 周最高价/最低价 | 135.11/55.75 元    |
| 近 3 个月日均成交额 | 96.31 百万元         |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年业绩预告点评：改革成效持续兑现，新渠道快速增长》——2023-01-27  
 《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年三季度业绩点评：营收稳定增长，盈利能力改善》——2022-10-26  
 《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年三季度业绩预告修正点评：改革成效显著，三季度业绩有望延续较高增长》——2022-10-18  
 《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年半年报点评：改革成效持续兑现，预计三季度继续环比增长》——2022-08-17  
 《盐津铺子 (002847.SZ) - 2022 年半年度业绩预告点评：改革成效持续兑现，盈利能力逐步改善》——2022-07-18

## 内容目录

|                                              |           |
|----------------------------------------------|-----------|
| <b>行业：渠道分流加速，零食折扣连锁店聚焦“高性价比”迅速崛起</b>         | <b>5</b>  |
| 中国休闲食品市场空间大、集中度低、品类众多                        | 5         |
| 销售渠道加速多元化，零食折扣连锁崛起                           | 6         |
| 零食折扣连锁：以高性价比瞄准中国 70%-80% 的大众消费者，真正下沉到乡镇的零售业态 | 7         |
| <b>公司概况：自主制造的“多品牌、多品类、全渠道”休闲零食重要玩家</b>       | <b>9</b>  |
| 发展历程：商超人流量下滑倒逼转型升级，成效显著                      | 10        |
| 股权结构集中，管理层激励充分                               | 14        |
| 聚焦核心品类，打造高品质、高性价比产品                          | 16        |
| <b>核心竞争力：供应链、研发、渠道优势构筑护城河</b>                | <b>19</b> |
| 核心竞争力 1：自主生产盈利能力强，当前产能建设充沛                   | 19        |
| 核心竞争力 2：卓越的研发能力助力产品快速更新迭代                    | 21        |
| 核心竞争力 3：店中岛高坪效受到商超青睐，基本盘稳定                   | 23        |
| <b>成长性分析：原有渠道基本盘稳定，新渠道快速成长</b>               | <b>24</b> |
| BC 超拓展空间大，基本盘稳定增长                            | 24        |
| 借力新零售平台，线上渠道快速成长                             | 25        |
| 零食专营渠道快速崛起，公司有望充分受益                          | 26        |
| 流通渠道初起步，拓展空间大                                | 26        |
| <b>盈利预测</b>                                  | <b>27</b> |
| 假设前提：线下零食专营门店加速拓展，线上渠道稳步成长                   | 27        |
| 未来 3 年业绩预测：预计 22-24 年利润复合增速 50% 以上           | 28        |
| 盈利预测的敏感性分析                                   | 29        |
| <b>估值与投资建议</b>                               | <b>29</b> |
| 绝对估值：113.2-154.1 元                           | 30        |
| 相对估值：125.6-143.6 元                           | 30        |
| 投资建议：短期业绩弹性大，长期持续成长能力强的休闲食品领先企业              | 31        |
| <b>风险提示</b>                                  | <b>33</b> |
| <b>附表：财务预测与估值</b>                            | <b>34</b> |
| <b>免责声明</b>                                  | <b>35</b> |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 预计中国休闲食品市场规模 2021-2026 年复合增速约 7% | 5  |
| 图 2: 2021 年中国休闲食品市场集中度仍较低             | 5  |
| 图 3: 中国人均休闲食品消费额尚有较大提升空间              | 5  |
| 图 4: 中国休闲食品人均消费额随着居民可支配收入的增加而增加       | 5  |
| 图 5: 中国休闲食品各细分品类市场规模变化图 (亿元)          | 6  |
| 图 6: 中国休闲食品各细分品类年复合增速示意图              | 6  |
| 图 7: 中国休闲食品各细分品类市场占比示意图               | 6  |
| 图 8: 2018 年休闲零食各子行业 CR5 (%) 差异较大      | 6  |
| 图 9: 盐津铺子营收/利润变化图                     | 10 |
| 图 10: “盐津铺子”休闲零食屋                     | 11 |
| 图 11: 店中岛自 2018 年投放以来, 数量快速增长         | 11 |
| 图 12: 公司产品结构示意图                       | 14 |
| 图 13: 公司渠道结构示意图                       | 14 |
| 图 14: 经营改革后公司盈利能力有所改善                 | 14 |
| 图 15: 经营改革后公司销售费率明显下降                 | 14 |
| 图 16: 公司股权结构图                         | 15 |
| 图 17: 中国烘焙市场规模及增速示意图                  | 17 |
| 图 18: 中国面包市场规模及增速示意图                  | 17 |
| 图 19: 公司烘焙类产品收入快速增长                   | 17 |
| 图 20: 烘焙产品毛利率呈上升趋势                    | 17 |
| 图 21: 中国辣味休闲食品市场规模变化及增速示意图            | 19 |
| 图 22: 辣味休闲食品在休闲食品中占比逐渐提升              | 19 |
| 图 23: 中国辣味休闲食品细分市场规 模变化示意图            | 19 |
| 图 24: 中国辣味休闲食品细分市场增速示意图               | 19 |
| 图 25: 休闲食品行业产业链示意图                    | 20 |
| 图 26: 盐津铺子自动化生产车间示意图                  | 20 |
| 图 27: 自主生产企业毛利率更高                     | 21 |
| 图 28: 自主生产企业净利率更高                     | 21 |
| 图 29: 实验工厂模式加速产品推新速度, 提高产品推新成功率       | 22 |
| 图 30: 公司研发人员储备充足                      | 22 |
| 图 31: 公司研发费用投入逐年增加                    | 23 |
| 图 32: 公司研发费率行业领先                      | 23 |
| 图 33: 公司经销数量逐渐增加                      | 25 |
| 图 34: 公司电商渠道快速增长                      | 26 |
| 图 35: 公司线上销售占比仍有提升空间                  | 26 |

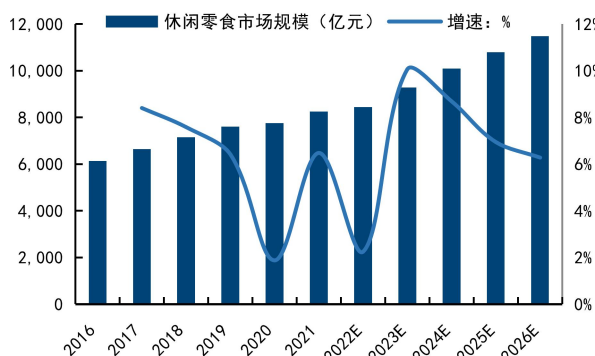
|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 表1: 主要零食专营品牌经营情况简介 .....                | 8  |
| 表2: 零食很忙与良品铺子门店模型对比 .....               | 9  |
| 表3: 供应链提效后公司盈利能力明显改善 .....              | 13 |
| 表4: 公司产品矩阵示意图 .....                     | 13 |
| 表5: 公司管理层信息整理 .....                     | 14 |
| 表6: 公司限制性股票激励计划授予情况 .....               | 15 |
| 表7: 烘焙系列产品 .....                        | 16 |
| 表8: “31° 鲜”品牌系列 .....                   | 18 |
| 表9: 自主生产模式与 OEM 模式对比 .....              | 20 |
| 表10: 公司工厂情况简介 .....                     | 21 |
| 表11: 店中岛坪效高, 受到商超青睐 .....               | 24 |
| 表12: 各地区 16-21 年销售额 (亿元) 及销售增速变化图 ..... | 24 |
| 表13: 中国零食店中长期空间测算 .....                 | 26 |
| 表14: 公司主要业务未来三年营收预测表 .....              | 27 |
| 表15: 公司主要渠道未来三年营收预测表 .....              | 28 |
| 表16: 未来 3 年盈利预测表 .....                  | 29 |
| 表17: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....              | 29 |
| 表18: 公司盈利预测假设条件 (%) .....               | 30 |
| 表19: 资本成本假设 .....                       | 30 |
| 表20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....    | 30 |
| 表21: 可比公司的估值对比 .....                    | 31 |

## 行业：渠道分流加速，零食折扣连锁店聚焦“高性价比”迅速崛起

### 中国休闲食品市场空间大、集中度低、品类众多

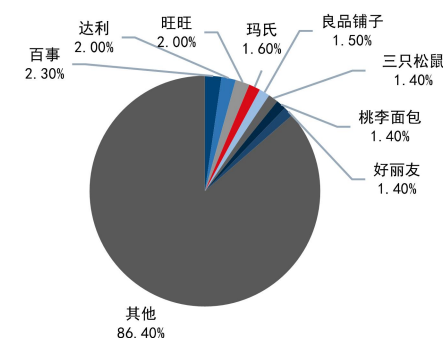
我国休闲食品市场空间大，但集中度低。根据 Frost & Sullivan 数据，按零售额计算，2021 年我国休闲食品市场规模约 8251 亿元，预计 2025 年有望达到 11472 亿元，对应 2021-2026 年复合增速为 6.8%；但 CR15 仅 21.5%，龙头百事市占率仅 2.3%，是典型的“大行业、小企业”市场。尽管近年来随着我国居民可支配收入的提高，我国人均休闲食品消费额呈逐年上升趋势，但与经济发达国家/地区相比仍有较大差距——中国休闲食品人均消费额仅约 50 美元，远低于西方发达国家（如英美人均年休闲零食消费额约 400 美元）和饮食习惯相近的日本（人均年休闲零食消费额约 282 美元）和韩国（人均年休闲零食消费额约 123 美元），与中国香港的 141.1 美元也有较大差距。随着居民可支配收入的增加、城镇化进程的加快，我们认为我国休闲食品市场仍有较大的发展空间。

图1：预计中国休闲食品市场规模 2021-2026 年复合增速约 7%



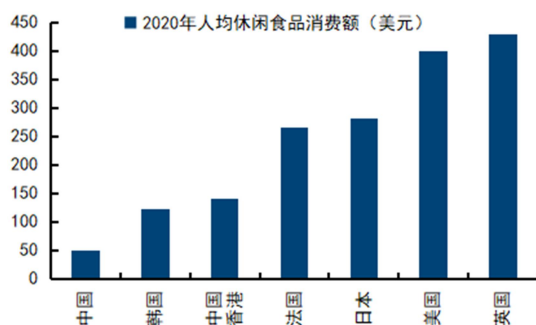
资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图2：2021 年中国休闲食品市场集中度仍较低



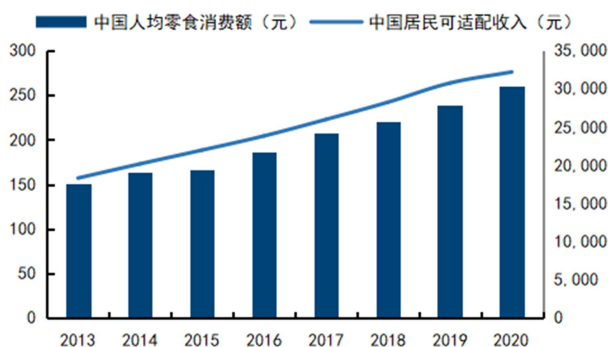
资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图3：中国人均休闲食品消费额尚有较大提升空间



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

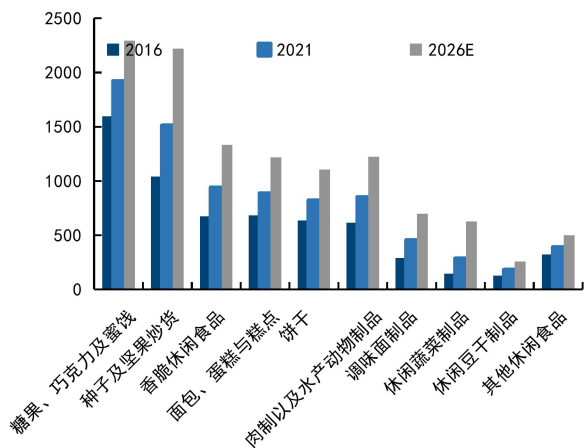
图4：中国休闲食品人均消费额随着居民可支配收入的增加而增加



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

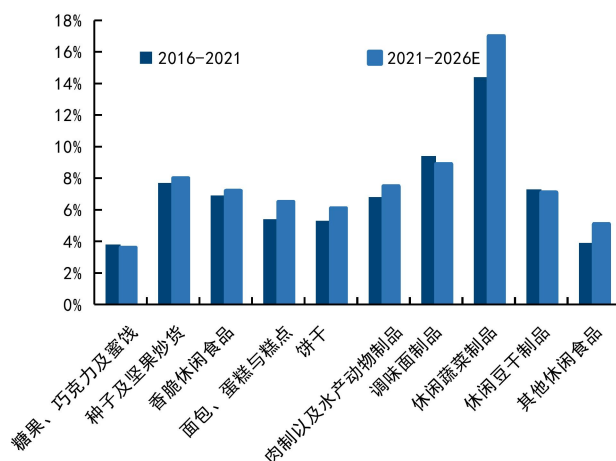
我国休闲食品种类繁多，中国特色休闲食品细分赛道发展前景更佳。目前市场规模最大的细分品类分别为糖果巧克力及蜜饯、种子及坚果炒货、香脆休闲食品；2021-2026 年预计增速最快的细分品类分别为休闲蔬菜制品、调味面制品、种子及坚果炒货；市场集中度较低的行业分别为坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品。

图5：中国休闲食品各细分品类市场规模变化图（亿元）



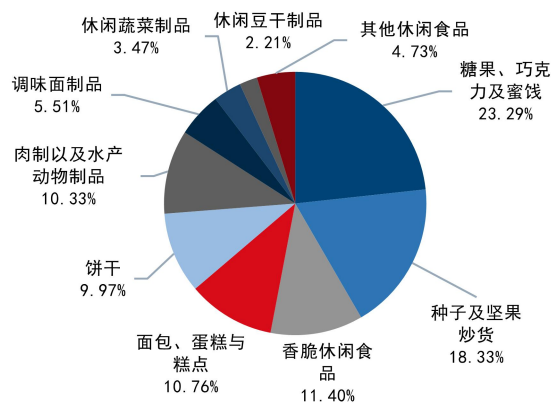
资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图6：中国休闲食品各细分品类年复合增速示意图



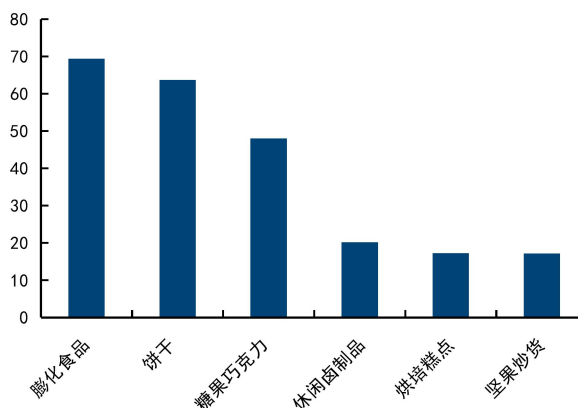
资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图7：中国休闲食品各细分品类市场占比示意图



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图8：2018年休闲零食各子行业CR5(%)差异较大



资料来源：前瞻产业研究院，中国食品工业协会，国信证券经济研究所整理

## 销售渠道加速多元化，零食折扣连锁崛起

近年来，随着电商新零售平台的快速发展，以及线下零食专营店、便利店、生鲜店、商超会员店等多业态的兴起，传统线下（商超等）+线上（阿里、京东等）渠道被加速分流。同时由于疫情下外部环境不确定性加强，居民消费更加理性，更加重视产品性价比，在这种情况下经过多年积淀的零食折扣连锁店快速崛起。

零食行业空间大，品类众多，但具体到某一品类，各厂商之间的产品差异化并不显著，仅少数品牌形成一定的品牌认知，因此上游零食厂商相比于下游渠道普遍

相对弱势。因此，下游销售渠道的变革对于零食厂商来说既是挑战也是机遇。纵观中国零食市场的发展，可以发现，优秀的休闲食品企业往往能够快速顺应渠道变革并迅速崛起，如徐福记、旺旺等老牌企业均享受过商超渠道的红利，三只松鼠则把握电商快速发展的红利体量快速增长。因此我们认为随着零食折扣连锁快速发展，如盐津铺子、甘源食品等优秀的产品供应商发展潜力较大。

整体看，我国休闲食品市场的发展大体分为四个阶段：

**1978-1995 年：需求觉醒，外资零食品牌涌入。**需求端，改革开放后，随着我国居民的人均收入的不断提高，温饱之外的饮食需求增加；同时招商引资逐渐成为时代潮流，外资（雀巢、卡夫、百事等）、台资（旺旺、统一等）、港资（徐福记等）休闲零食品牌逐渐进入大陆市场，中国休闲零食市场逐渐觉醒。渠道端，这个阶段是中国商业破立尝试最丰富的阶段，各种商业模式开始涌现，如超级菜市场、自选市场、食品街、连锁超市、百货市场、购物中心等，但整体看渠道以百货和个体零售为主的大流通为主。产品端，以生产工艺较为简单的饼干和糖果巧克力为主，且包装率极低。

**1995-2010 年：国货崛起，连锁超市快速发展，零食连锁出现。**需求端，千禧一代逐渐成长为休闲食品的消费主力，需求更加多元化。渠道端，1995 年起，外资连锁超市涌入中国市场（家乐福、麦德龙、沃尔玛等），此后我国本土连锁超市通过学习借鉴国外先进的经营管理经验后也逐渐崛起，连锁商超逐渐成为重要的线下渠道；此外，良品铺子、绝味食品等也开始发力线下的自营/加盟门店；这一时期线下渠道是各厂家的主要竞争市场。产品端，国产品牌逐步成长，香飘飘和优乐美成为冲泡类饮料双雄，洽洽瓜子成为坚果炒货龙头，绝味食品、桃李面包等也都纷纷开始抢占市场份额。

**2010-2020 年：零食电商兴起，全渠道拓展逐渐成为潮流。**需求端，消费者需求进一步多元化，口味、健康、佐餐等需求逐渐增多。渠道端，随着互联网的普及，三只松鼠等零食电商崛起，各企业开始积极布局线上；2015 年后，随着线上红利逐步消失，新零售兴起，线下消费体验重提，线上线下均衡发展逐渐成为行业认可的渠道拓展战略。产品端，随着居民可支配收入的提高，产品多样化及升级成为主旋律。

**2020 年至今：渠道加速多元化，零食电商崛起。**需求端，疫情影响下，消费者零食健康属性更为重视，且在经济下行的形式中，消费者回归理性，更加重视产品性价比。渠道端，顺应消费便捷化的趋势以及随着渠道端对供应链效率的重视，社区电商、抖音、快手、便利店、零食专卖店、商超会员店等多业态兴起，冲击传统的线下商超渠道，渠道的多元化拓展成为厂商的渠道拓展方向。产品端，产品品质多样化、健康化是发展趋势。

**零食折扣连锁：以高性价比瞄准中国 70%-80% 的大众消费者，真正下沉到乡镇的零售业态**

**为什么零食折扣连锁店近年来快速崛起？**

- ✓ **瞄准下沉空白市场，沉淀多年，以高性价比产品得到消费者认可。**不同于良品铺子、三只松鼠等重点拓展高线城市的零食连锁品牌，零食折扣连锁店以三四线甚至乡镇地区为根据地，瞄准中国 70%-80% 的大众消费者，以高性价比产品获得认可。同时，多数零食专营连锁品牌已成立 5-10 年，逐渐形成自身的优势市场，在当地的品牌形象深入人心。
- ✓ **高效率运转，最大程度减低渠道加价率，让利消费者。**零食折扣连锁店通过

高效率运转最大程度降低渠道加价率，让利消费者（价格相当于商超价格的7-8折），其高运转效率主要体现在以下几个方面：①和产品厂商直接对接，缩减中间经销环节；②以销售数据选品，只选卖得好的产品；③付款方式为现结，无账期；④没有进场、陈列、条码等费用投放。

- ✓ **产品丰富，主要以散装模式售卖，方便小批量购买，消费体验好。**零食连锁折扣面积一般在100-200平米之间，sku在1500-2000个左右（包括20%的高档商品低价化，用来吸引顾客；50%的中端商品抬高顾客忠诚度；30%低端商品，打价格战扫除竞争对手），产品包括水饮、面包、多种热销休闲食品等，种类丰富；与电商相比增加了线下的购物体验，且主要以散装模式售卖，方便消费者进行小批量购买，消费体验好。此外，相比三只松鼠、良品铺子等传统零食店，虽然同为代工，但是零食折扣连锁与品牌方直接合作，产品品质更有保障，换新更为灵活。
- ✓ **临近居住地，消费者购买便捷。**零食既有冲动型、非计划性消费的特征（销售场所越贴近消费者越有利动销），亦有快消品（高频复购）的特性，因此，广泛分布在楼下底商或者小区三五百米半径范围之内的零食折扣专营店，与消费者距离更近，为消费者提供更加便利的购买渠道。

表1：主要零食专营品牌经营情况简介

| 区域 | 品牌   | 成立时间 | 门店数   | sku   | 主要市场                   |
|----|------|------|-------|-------|------------------------|
| 华中 | 零食很忙 | 2017 | 1800+ | 1600+ | 立足湖南，布局全国              |
|    | 戴永红  | 1996 | 600+  | 1500+ | 主要分布在湖南                |
|    | 零食优选 | 2005 | 800+  | 1800+ | 立足湖南，向湖北、贵州等地拓展        |
|    | 赵一鸣  | 2015 | 600+  | 2000+ | 主要分布在江西、安徽等地           |
|    | 叮嘀叮  | 2021 | 200+  | -     | 始于南昌，辐射江西              |
|    | 良品铺子 | 2010 | 3000+ | 2000+ | 主要分布在华中，华东、华南、西南等地也有   |
| 西南 | 零食有鸣 | 2019 | 600+  | 1000+ | 立足成都，门店主要分布在四川、重庆、广东等地 |
|    | 蓉一品  | 2007 | 200+  | 2000+ | 主要分布在成都                |
|    | 渝蓉良品 | 2016 | 200+  | 1800+ | 主要分布重庆、四川、贵州           |
|    | 老婆大人 | 2010 | 1000+ | 3000+ | 立足宁波，门店主要分布在上海、浙江、江苏等地 |
| 华东 | 好幸福  | 2008 | 350+  | 1000+ | 主要分布在宁波                |
|    | 好想来  | 2011 | 400+  | 4000+ | 主要分布在苏皖地区              |
| 华南 | 来伊份  | 2002 | 3500+ | 1100+ | 主要分布在上海、江苏等地           |
|    | 糖巢   | 2011 | 1000+ | 1500+ | 主要分布在福建、广东等地           |

资料来源：相关品牌官网，国信证券经济研究所整理

### 零食折扣连锁：真正下沉到乡、镇、社区的现代零售业态，未来可期

**经营业态本质：利用供应链、信息化、数字化，实现盈利的单店模型以及规模化复制扩张，真正下沉到社区和小镇的现代零售业态，前景可期。**

**管理端：用数字化渗透供应链，实现高效运转。**①打造智能物流运营体系：零食折扣连锁往往设有总仓和多个分仓，通过现代物联网、供应链管理等技术可以实现从分拣、运输、门店入库统计等的智能化运转；②门店统一化数字管理：设置统一门店标准化管理规章制度（包括门店形象，收银台卫生，店员服务细节等），实现加盟店的高标准化管理；③通过门店销售数据，了解终端消费倾向，提高选品效率。

**门店端：门店标准化程度高，管理难度低，这是连锁门店可以大规模拓展的前提。**零食折扣连锁店标准化程度高，容易复制，可实现门店的快速增加。一方面，相比生鲜、水果这种有有效期和新鲜度的管理，零食都是标品，管理更加容易；另一方面，消费者在门店自助式选购，对店员、店长的管理要求较低。同时，由于各区域之间对零食的需求差异性不大，可以通过产品调整来补充，因此零食连

锁更容易实现跨区域。

**供应端：与上游厂商直接合作，能够助力上游厂商渠道拓展；且渠道费用低，是上游厂商的优选合作对象。**上游厂商与零食折扣连锁店直接合作，一方面有利于厂商的渠道拓展和下沉，另一方面合作后销售费用很少，因此即使加价率低，当合作体量达到一定时上游品牌厂商往往能够实现 10%左右的合理净利率，这个净利率水平对于零食企业虽然一般低于经销渠道，但往往高于直营 KA，对于上游厂商来说是不错的。因此，上游零食品牌也在积极建立和零食折扣连锁店的合作，如盐津铺子、甘源食品等。

**需求端：以极致性价比面向更广大的消费者；拉进消费者距离、有效刺激消费需求，终端消费习惯逐渐养成。**零食折扣连锁店通过极致高性价比的产品面向更广大的消费者，是街边夫妻老婆店的升级模式，性价比与线上基本持平，这是店面渗透到三四线、乡镇地区的必要条件；同时门店接近生活区，有效地刺激了消费需求，增加了线下的购物体验，且散装零食更方便挑选，是理想的休闲食品零售渠道，有利于终端消费习惯的养成。

表2：零食很忙与良品铺子门店模型对比

|          | 零食很忙        | 良品铺子       |
|----------|-------------|------------|
| 客单价：元    | 30-50       | 50-70      |
| 日销量：元    | 10000-15000 | 4000-5000  |
| 毛利率：%    | 15%-20%     | 40%-45%    |
| 月人工成本：元  | 15000       | 15000      |
| 单店面积：平米  | 100-150     | 50-100     |
| 每月房租：元   | 10000-15000 | 8000-10000 |
| 水电杂费：元   | 10000       | 10000      |
| 月净利润：元   | 30000       | 24000      |
| 净利率：%    | 8%          | 15%        |
| sku 数量：个 | 1500-2000   | 700-800    |

资料来源：相关公司官网、国信证券经济研究所整理

### 零食折扣连锁店的发展趋势：各品牌加速跑马圈地、区域内连锁化、区域间差异化

**1、各品牌加速跑马圈地：**当前，零食折扣连锁在中国方兴未艾，除了零食店密度较高的长沙外，其他区域的尚有较大的拓展空间，因此各品牌正处于加速门店拓展、跑马圈地的阶段。据不完全统计，头部品牌如零食很忙、赵一鸣等 23 年有千家店以上的拓展计划，其他品牌如戴永红等亦有几百家的开店计划。

**2、品牌大多呈区域化发展：**受分仓位置和配送范围的限制，零食折扣连锁品牌的拓展基本集中在某一优势区域，或辐射临近省份。如零食很忙门店数在长沙占比过半，赵一鸣门店主要分布在江西，门店数超过 3500 的来伊份门店主要分布在上海和江苏地区，良品铺子（门店数超过 3000）也主要深耕湖北市场等。

**3、行业成熟度地区差距大：**受人均可支配收入、房租等的影响，目前各地区零食店折扣业态发达成熟度差异较大，湖南及其周边省份发展相对成熟，除了这些省份外，其他省份的零食折扣店业态基本处在发展中甚至萌芽状态，消费者仍习惯在超市、社区门店等地方购买零食。但通过实地走访，我们发现，即使在三、四线城市，甚至乡镇地区，零食折扣门店也可以很好存活地下来，因此我们认为其他省份的零食折扣业态也有较大的发展潜力。

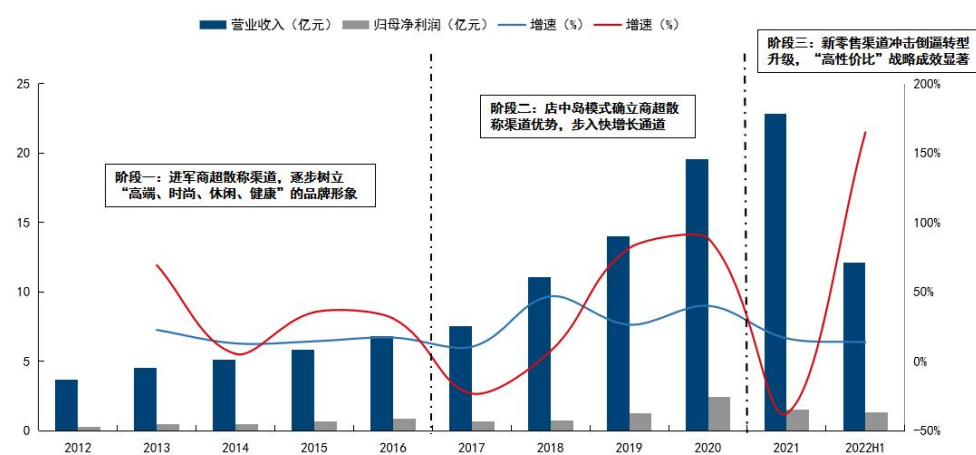
## 公司概况：自主制造的“多品牌、多品类、全

## 渠道” 休闲零食重要玩家

### 发展历程：商超人流量下滑倒逼转型升级，成效显著

盐津铺子 2005 年成立，以特色凉果蜜饯产品起家，以独具中国特色的零食散称模式进军商超渠道，逐渐发展成为集休闲食品的研发、生产、销售于一体的散称零食重要玩家。公司 2017 年上市，被誉为“休闲零食自主制造第一股”。目前，公司拥有四大生产基地，形成以深海零食（鱼豆腐、鱼肠、蟹柳等）、辣卤零食（休闲豆制品、魔芋、休闲肉鱼产品等）、休闲烘焙点心（蛋糕、面包、布丁等）、薯片、果干等产品为核心的产品矩阵，并以“多品牌、多品类，全渠道、全产业链、（未来）全球化”为中长期战略引领增长。

图9：盐津铺子营收/利润变化图



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司发展历程大致可分为三个阶段：

#### 2005-2016 年 进军商超散称渠道，逐步树立“高端、时尚、休闲、健康”的品牌形象：

自成立以来，公司从凉果蜜饯切入休闲食品赛道，并以零食散称模式重点拓展商超渠道，凭借大型现代连锁商超的高端渠道优势，逐渐树立起“高端、时尚、休闲、健康”的品牌形象。①**产品端**：公司从凉果蜜饯切入休闲食品行业，随后逐渐向豆制品、肉制品、坚果、素食、糕点等方向拓宽产品矩阵，2015 年成功推出新品鱼豆腐，2016 年营收占比超 20%。截止 2016 年底，公司产品品类已近百种；②**渠道端**：在线下，2006 年，公司签约沃尔玛，通过直营模式在商超渠道开启品牌建设之路，并逐步形成“直营商超主导、经销跟随”的渠道拓展策略；在线上，2014 年公司设立湖南盐津铺子电子商务有限公司全资子公司，以开设线上旗舰店等多种形式与主流电商合作（天猫、京东、一号店等），开始建设线上渠道。③**生产端**：2007 年开始，公司陆续布局及扩建各大生产厂房，包括豆干厂、肉制品厂、坚果炒货厂、素食糕点厂等，产能建设逐步升级，产品品类日益丰富。2016 年，公司创建烘焙糕点厂，烘焙产品逐渐成为公司重要的业务增长点。

#### 2017-2020 年 店中岛模式确立商超散称渠道优势，步入快速增长通道：

2017 年，公司在深交所中小板挂牌上市，在资本的加持下，产品、渠道持续升级，公司通过店中岛模式在商超渠道建立起渠道优势，步入成长快车道。①**产品端**：

2018 年公司在行业开创性推出 58 天保质期面包切入散称中保面包市场，产品包括吐司面包、乳酸菌小口袋面包、乳酸菌蒸蛋糕等，自此烘焙品类快速成长成为公司第一大单品，公司也逐步形成“盐津铺子”系列咸味休闲零食（深海零食、休闲豆制品、蜜饯炒货、休闲素食、休闲肉鱼产品等）和“憨豆爸爸”系列休闲烘焙点心产品（蛋糕、面包、薯片、沙琪玛、果冻布丁、糖果巧克力饼干等）的产品矩阵。②渠道端：2018 年，公司开始在商超投放店中岛，“金铺子”店中岛促进门店销售同比增长 30%-50%，“蓝宝石”烘焙店中岛的推出成功确立了 58 天鲜在烘焙行业的行业地位；同年金铺子、蓝宝石店中岛数量突破 1000，且快速增长，截止 2020 年底公司已铺设约 16000 个店中岛。③生产端：2017 年烘焙生产线和热带果干生产线开工；2019 年，公司成立河南盐津铺子食品有限公司，在深耕华中市场基础上布局华北市场；2020 年 8 月河南基地投产使用，全国产能布局雏形初成。

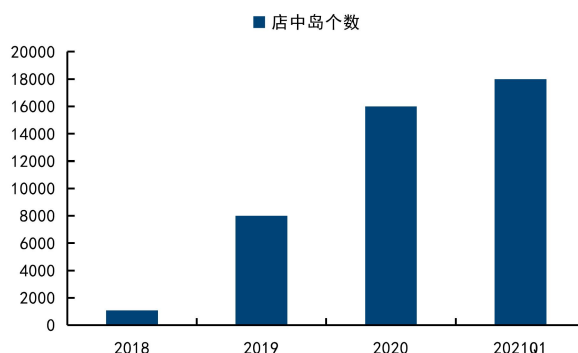
在该阶段，“店中岛投放+培育新品放量”驱动公司营收和利润双丰收。店中岛的快速投放和新品烘焙、鱼糜制品等的相继放量，驱动公司营收和净利润实现快速增长，2020 年公司营业收入和归母净利润分别为 19.59 亿元、2.42 亿元，2017-2020 年复合增长率分别为 33%、84.6%，净利润增速显著高于营收增速主要系新品陆续放量后规模效应显现，毛利率提高，且随着公司营收体量的扩大，各项费用均有所摊薄。

图 10：“盐津铺子”休闲零食屋



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 11：店中岛自 2018 年投放以来，数量快速增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 2021 年至今 新零售业态冲击下倒逼转型升级，聚焦产品“高性价比”、战略成效显著：

在线上（抖音等新零售）、线下（小型超市、便利店、生鲜店等）多业态的冲击下，叠加大卖场多年来转型效果不佳等的影响，2021 年前后商超人流量下滑明显，公司经营也受到较大影响（2021Q2 利润转负；2021 年公司归母净利润同比下滑 37.65%），因此公司在 2021 年全面启动战略转型升级，由“渠道”驱动增长升级为“产品+渠道”双轮驱动增长，致力于为消费者提供“高品质+高性价比”的产品，主要体现在 3 个方面：①供应链提效为根本：公司通过聚焦核心品类、产品研发、供应链整合等方式最大化降低生产成本，提高产品性价比。②聚焦核心产品：公司聚焦辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片以及果干五大核心品类，并除优势散装外，还发展定量装、小商品以及量贩装产品，满足消费者各种场景的零食需求，实现全渠道覆盖。③打造全国化的全渠道销售网络：在保持原有 KA、BC 类超市优势外，重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等，与当下热门零食量贩品牌零食很忙、戴永红等深度合作，在抖音平台与主播种草引流，拼多多爆款出击，引领突围电商、直播、社区团购等渠道。

**引入优秀高管人员、优化升级组织结构，助力公司长期发展。**为配合战略落地，公司一方面对组织架构进行了优化调增，另一方面引入业内经验丰富的管理人员。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，并从渠道着手下设直营 KA，散装 BC、定量流通、零食专营、电商等事业部。同时，为配合战略转型落地，公司 2020 年引入原立白电商总经理张磊负责电商事业部，2021 年引入原雀巢（中国）品类技术总监黄敏胜对公司的供应链进行整合升级，成效显著。

**战略转型落实到位，成效显著。**从业绩表现来看，21Q2 在商超人流量下滑和同期高基数的影响下，公司营收出现负增长，同时归母净利润也在原材料价格上涨和费用的不合理投放的影响下大幅下滑（下滑幅度约 146%）。但随着战略转型的稳步推进，公司业绩于 2021Q3 转亏为盈、于 2021Q4 持续改善、于 2022Q2、Q3、Q4 实现较高速增长，经营改革成效持续兑现。我们认为随着电商和零食专卖店渠道的快速发展，公司正逐步回归快速成长的通道：①零食专营渠道和电商渠道正快速增长：其中电商渠道含税月销量快速增长，23 年 1 月已突破 7000 万；零食专营渠道自 21 年下半年拓展以来目前含税月销量已突破 4000 万元。②毛销差提高、盈利能力逐步改善：随着供应链优化、控费提效等，公司毛销差提高，盈利能力逐步改善；未来随着电商、零食专营店等渠道营收体量的增加，公司盈利能力仍有提升空间。

**我们认为公司未来净利率有望提升至 15%左右的较高水平主要有以下几点依据：**

**1、随着供应链提效、规模效应显现，毛利率稳中有升：**2018-2020 年公司毛利率分别为 39.1%、42.9%、43.8%，高毛利率与公司商超渠道占比提高以及 2020 年高毛利率较高的烘焙品类放量有关。2021 年随着商超流量下滑，公司主动对直营商超渠道进行瘦身（转经销），同时 2021 年运费调整进成本，叠加原材料成本上行的影响，公司毛利率出现下降。但在供应链调整后，按照还原口径来看（将运输费调整进营业成本）1H22 相比 1H21 毛利率提高 0.6pct，可见改革成效显著。因此我们认为随着营收体量的扩大，公司毛利率仍有上升空间。

**2、分产品看，随着营收体量扩大、规模效应显现，公司产品毛利率仍有提高空间：**果干原材料（如芒果）主要来自东南亚，此前受疫情影响，产量较小，毛利率仅小个位数，未来仍有较大提升空间。此外，公司尚无过 10 亿大单品，未来随着产品营收体量的扩大，单品毛利率尚有提升空间。

**3、分渠道看，随着规模效应显现，电商和零食专营渠道的盈利水平尚有较大提升空间：**线上产品价格较为透明，且费用较高（如平台费用、达播费用、品牌宣传费用等），因此厂商线上毛利率普遍较低，但随着营收体量的增大，凭借优秀的供应能力，我们认为公司电商渠道的盈利能力仍有提升空间；在零食专营渠道，公司直接与终端渠道对接，合作初期营收体量较小（22 年约 3 亿），故净利率较低，对比甘源食品等，我们认为公司在零食渠道的净利润有望接近 10%。

**4、渠道结构改善后，毛销差逐渐扩大，运营效率提高：**随着高毛利率高费用率的直营渠道占比的下降以及渠道运转效率更高的零食渠道、经销渠道等占比的提升，公司毛销差自 3Q21 起至 3Q22 连续五个季度持续环比改善。

**5、原材料多为大宗产品，集采有优势：**公司原材料多为大宗商品，上游供应商较多，厂商话语权较大；同时，公司作为上市公司经营稳定，且随着营收体量的扩大，采购量逐年增加，集采相比众多规模较小的零食厂商更有优势。

表3：供应链提效后公司盈利能力明显改善

|     |        | 盐津铺子   | 洽洽食品   | 甘源食品   | 劲仔食品   | 良品铺子   | 三只松鼠   |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利率 | 2016   | 12.53% | 10.22% | 6.96%  | 6.52%  | 2.45%  | 5.35%  |
|     | 2017   | 8.66%  | 8.93%  | 7.89%  | 9.87%  | 0.79%  | 5.44%  |
|     | 2018   | 6.43%  | 10.52% | 13.15% | 14.30% | 3.89%  | 4.34%  |
|     | 2019   | 9.12%  | 12.48% | 15.15% | 13.23% | 4.53%  | 2.35%  |
|     | 2020   | 12.36% | 15.22% | 15.29% | 11.36% | 4.36%  | 3.08%  |
|     | 2021   | 6.77%  | 15.53% | 11.87% | 7.55%  | 3.03%  | 4.21%  |
|     | 2022Q3 | 11.09% | 14.32% | 9.24%  | 8.78%  | 4.10%  | 1.75%  |
| ROE | 2016   | 30.95% | 12.19% | 19.64% | 6.72%  | 29.06% | 52.01% |
|     | 2017   | 14.61% | 10.62% | 20.80% | 16.96% | 6.20%  | 42.72% |
|     | 2018   | 11.41% | 13.55% | 31.85% | 21.17% | 24.92% | 31.66% |
|     | 2019   | 18.11% | 17.29% | 36.89% | 19.34% | 27.31% | 15.88% |
|     | 2020   | 29.63% | 20.48% | 18.62% | 13.66% | 19.64% | 15.10% |
|     | 2021   | 17.41% | 20.63% | 10.72% | 9.70%  | 13.32% | 18.88% |
|     | 2022Q3 | 22.81% | 12.92% | 6.14%  | 9.96%  | 12.79% | 4.10%  |
| 毛销差 | 2016   | 21.72% | 18.24% | 14.50% | 16.39% | 10.54% | 9.44%  |
|     | 2017   | 16.19% | 16.32% | 16.62% | 17.46% | 9.96%  | 9.56%  |
|     | 2018   | 13.15% | 17.58% | 21.63% | 20.06% | 11.76% | 7.39%  |
|     | 2019   | 18.30% | 19.49% | 24.27% | 18.27% | 11.37% | 5.21%  |
|     | 2020   | 19.77% | 22.13% | 22.61% | 16.64% | 10.57% | 6.41%  |
|     | 2021   | 13.56% | 21.86% | 19.04% | 15.33% | 8.84%  | 8.18%  |
|     | 2022Q3 | 19.12% | 21.23% | 19.39% | 15.50% | 9.77%  | 4.96%  |

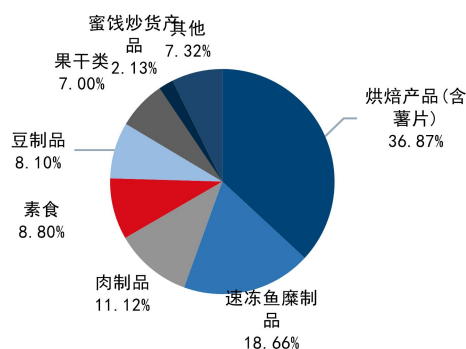
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表4：公司产品矩阵示意图

| 产品品类 | 产品图片                                                                                 |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 烘焙   |  |
| 薯片   |  |
| 深海零食 |  |
| 辣卤   |  |
| 果干   |  |

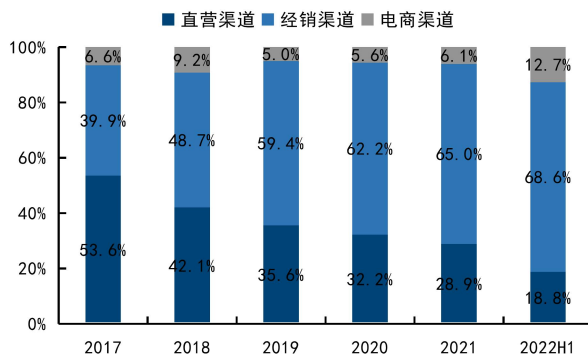
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 12: 公司产品结构示意图



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司渠道结构示意图



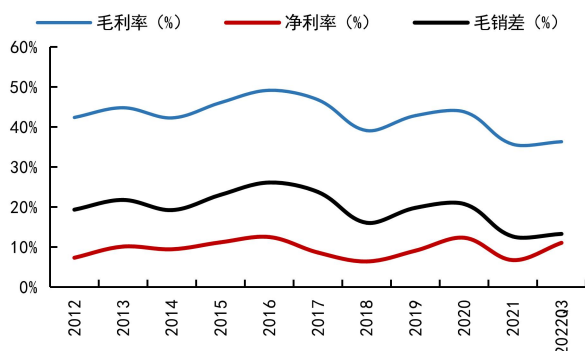
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 5: 公司管理层信息整理

| 姓名  | 任职日期    | 最新薪酬<br>(万元) | 最新持股数<br>(万股) | 简介                                                                                                                                                                                 |
|-----|---------|--------------|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 兰波  | 2019-03 | 73.00        | 111.50        | 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。 |
| 张磊  | 2020-10 | 78.27        | 5.00          | 2008 年-2013 年任库巴网华南大区总经理; 2013-2014 任深圳海吉星商城 CEO; <b>2015-2020 年 9 月任立白集团电商总经理</b> , 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。                                                    |
| 黄敏胜 | 2021-03 | 71.30        | 20.00         | 2006 年 7 月至 2021 年 1 月就职于雀巢(中国)有限公司, 历任生产主管, 质量体系主任, 绩效管理经理, 生产经理, 品类生产服务经理, 工厂厂长和品类技术总监; 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。                                             |

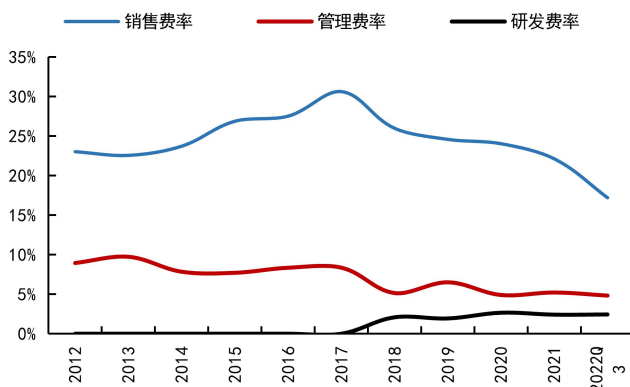
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 经营改革后公司盈利能力有所改善



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 经营改革后公司销售费率明显下降

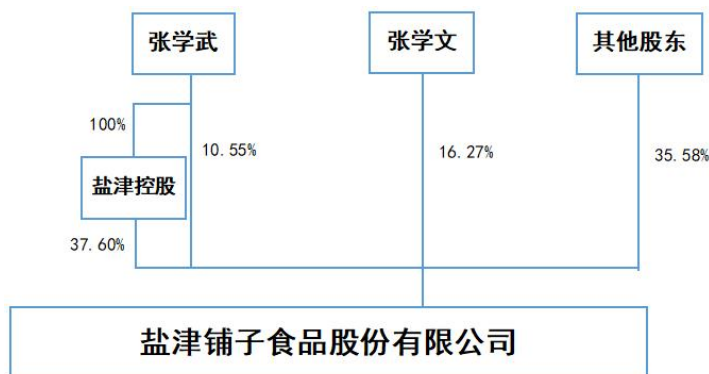


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 股权结构集中, 管理层激励充分

公司是典型的家族企业, 实际控制人为张学文、张学武兄弟, 截止 2022Q3 二人合计持股达到 66.35%, 公司股权结构相对集中。

图 16: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 两轮股权激励计划充分绑定核心管理层利益, 助力公司长远发展:

- ✓ 2019 年, 公司发布《限制性股票激励计划》, 授予公司董事和高级管理人员 6 人、以及核心技术(业务)人员 6 人合计 550 万股, 占比 4.44%。考核目标为: 以 2018 年为基准, 2019-2021 年的营业收入和净利润增速分别不低于 15%、35%、60%和 95%、160%、250%。授予价格为 13.65 元/股。
- ✓ 2021 年 3 月 2 日, 公司推出新一轮股权激励计划, 拟授予公司(含子公司)董事和高级管理人员 4 人、以及核心技术(业务)人员 28 人合计 223.67 股, 占总股本的 1.73%。考核目标为(调整后): 以 2020 年为基准, 2021-2023 年的营业收入和扣非净利润增速分别不低于 28%、38%、66%和 42%、31%、101%。授予价格为 53.37 元/股。

我们认为公司在快速成长期频繁推出激励政策能够调动高层管理人员和核心技术人员的工作积极性, 帮助公司从市场中吸引优秀人才, 助力公司长远发展。

表 6: 公司限制性股票激励计划授予情况

| 姓名                      | 职位         | 获授的限制性股票数量(万股) | 占授予限制性股票总数的比例 |
|-------------------------|------------|----------------|---------------|
| 2019 年限制性股票激励计划分配情况     |            |                |               |
| 王 宾                     | 董事         | 36             | 6.55%         |
| 兰 波                     | 副总经理       | 110            | 20.00%        |
| 杨林广                     | 副总经理       | 30             | 5.45%         |
| 孙 林                     | 副总经理       | 20             | 3.64%         |
| 朱正旺                     | 董事会秘书、财务总监 | 60             | 10.91%        |
| 邱湘平                     | 总经理助理      | 56             | 10.18%        |
| 核心技术(业务)人员(共 6 人)       |            | 128            | 23.27%        |
| 预留部分                    |            | 110            | 20.00%        |
| 合计                      |            | 550            | 100.00%       |
| 2019 年限制性股票激励计划预留部分分配情况 |            |                |               |
| 兰波                      | 董事、副总经理    | 10             | 9.09%         |
| 王宾                      | 董事         | 20             | 18.18%        |
| 朱正旺                     | 董事会秘书、财务总监 | 10             | 9.09%         |
| 邱湘平                     | 总经理助理      | 20             | 18.18%        |
| 核心技术(业务)人员(4 人)         |            | 50             | 45.45%        |
| 合计                      |            | 110            | 100.00%       |
| 2021 年限制性股票激励计划分配情况     |            |                |               |
| 兰 波                     | 董事、副总经理    | 9              | 4.02%         |
| 杨林广                     | 董事、副总经理    | 25             | 11.18%        |
| 黄敏胜                     | 副总经理       | 20             | 8.94%         |
| 张 磊                     | 副总经理       | 5              | 2.24%         |

|                    |            |     |         |
|--------------------|------------|-----|---------|
| 朱正旺                | 董事会秘书、财务总监 | 15  | 6.71%   |
| 核心技术（业务）人员（共 27 人） |            | 150 | 66.92%  |
| 合计                 |            | 224 | 100.00% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 聚焦核心品类，打造高品质、高性价比产品

2017 年至今，公司推出烘焙产品、鱼糜制品、辣条、果干、素食等多个品类新品，不断扩充原有产品矩阵，业绩逐步得到增厚。其中，烘焙、深海零食、辣卤产品逐渐发展成为公司的主要大单品，22 年合计营收占比约 70%左右。

### 1、顺应新鲜烘焙大趋势，中保烘焙成长空间大

中保烘焙具备健康属性，且保质期相对较长，便于渠道拓展，成长空间大。2020 年我国烘焙市场规模达 2358 亿元，近 10 年复合增长率 11%，其中包装类产品（包括包装化的短保和中长保烘焙类食品）占比约 25%，市场规模为 600 亿元。随着消费者对于烘焙产品的需求不断向新鲜、健康靠拢，中保、短保和新鲜烘焙产品越来越受到消费者追捧。

顺应新鲜烘焙大趋势，公司中保产品自推出后便实现快速增长。针对这一趋势，公司 2018 年创新性推出“58 天鲜”中保烘焙系列产品，包括系列面包、吐司、蛋糕和华夫饼等。中保面包保质期介于短保面包和长保面包之间，与短保面包相比，对工厂及运输要求较低，更容易做渠道下沉；且比长保面包更加健康、口感更好，兼具新鲜和囤货双重属性，天然与公司商超散称渠道的契合度高。因此公司的中保烘焙系列“憨豆爸爸”上市即得消费者青睐，销售收入实现快速增长，从 2017 年的 0.54 亿元增长至 2021 年的 7.54 亿元，营收占比快速提高达到 2021 年的 33%，成为公司第一类大产品；同时公司通过高性价比的品牌“焙宁”拓展线上和零食专营店渠道销量的增长，我们认为烘焙品类未来仍有望保持较快速的成长并成为 10 亿级大单品。

表 7：烘焙系列产品

| 面包系列                                                                                | 吐司系列                                                                                | 蛋糕系列                                                                                 | 饼系列                                                                                   |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  |  |  |

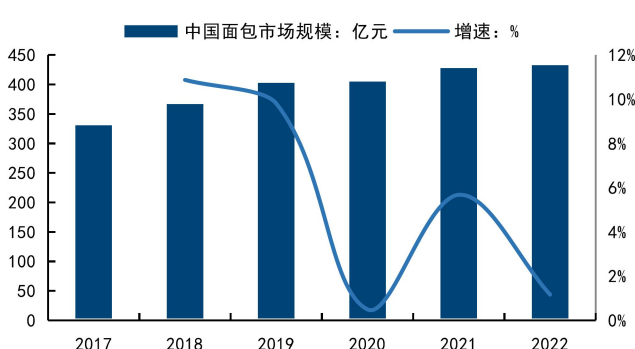
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 17：中国烘焙市场规模及增速示意图



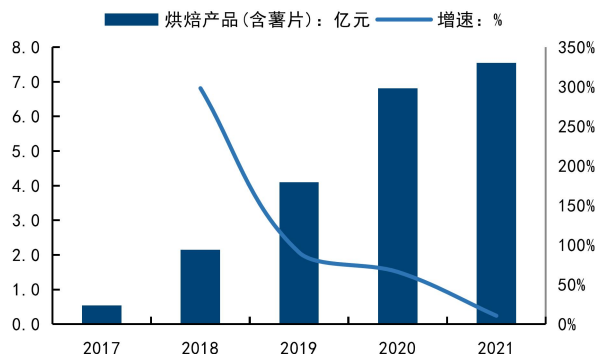
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 18：中国面包市场规模及增速示意图



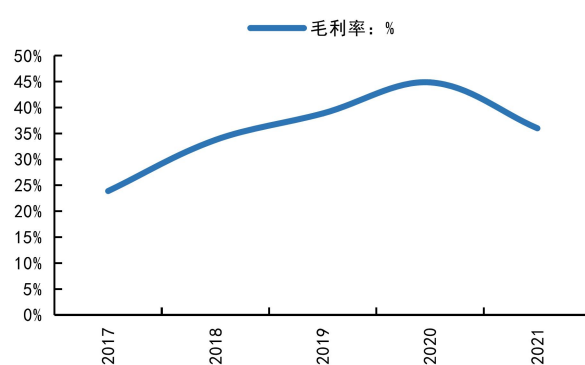
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 19：公司烘焙类产品收入快速增长



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 20：烘焙产品毛利率呈上升趋势



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理  
注：2021 年毛利率下降主要系会计准则调整影响

## 2、鱼糜制品供应链体系完善，“31° 鲜”有望成为深海零食第一品牌

深耕深海零食多年，独创的“31° 鲜”品牌有望成为深海零食第一品牌。随着国民消费水平的提高以及消费饮食结构不断升级，对于食品健康、营养、新鲜的需求呼声日益高涨。鱼糜制品因具有高蛋白、低脂肪等特点，愈来愈受到消费者的青睐。公司自 2015 年开始探索深海零食领域，独创“31° 鲜”鱼豆腐这一鱼糜制品，精选深海优质鱼肉，将 31% 比例鱼糜与大豆调配，经多道工序秘制出鲜香 Q 弹的口感。产品一经上市，便创下一年销售 9.5 亿包的奇迹。目前 31° 鲜鱼豆腐仍是盐津铺子的拳头产品，累计销售额超 10 亿元。公司不断研发和打磨 31° 鲜深海零食产品，先后推出 31° 鲜蒸鱼卷、蒸鱼丸等深海零食产品。2021 年，盐津铺子“31° 鲜”深海零食系列再次升级，推出高端深海零食深海鳕鱼肠、手撕蟹柳、果蔬海鱼棒等，致力将“31° 鲜”打造成深海零食第一品牌。未来公司仍将重点发力深海零食，凭借公司多年的经验积累，“31° 鲜”有望争创深海零食第一品牌。此外，鱼糜制品是公司产业链较为完善的产品之一，公司也在积极推进鱼糜制品的定量装销售，覆盖商超、社区团购、便利店等多种渠道。综上，我们认为鱼糜制品未来有望成长成为 10 亿级别大单品。

表8：“31°鲜”品牌系列



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 3、顺应辣味零食消费趋势，打造辣卤爆品矩阵

**顺应辣味零食消费趋势，打造辣卤爆品矩阵。**辣味在中国有悠久的饮食习惯，辣味食品可以为消费者带来愉悦感，因此在中国受到各个年龄段消费者的喜爱。此外，随着人口流动和物流设施的进一步完善，辣味食品由主分布在湖南、四川、重庆等地，逐步风靡全国；电商及社交媒体的发展也助力了辣味食品的盛行。根据 Frost & Sullivan 统计，2021 年国内辣味零食零售额为 1729 亿元，在零食行业中占比 21%，2016-2021 年/（预计）2021-2026 年增速分别为 8.7%、9.6%，快于行业增速（6.1%/6.8%）；CR5 仅 11.5%，是典型的“大行业、小企业”竞争格局。综上，我们认为辣味零食市场是空间大、成长较快的优质赛道，公司有望凭借卓越的供应链优势抢占更多市场份额。

- ✓ **辣味休闲肉制品和水产动物制品：**是辣味休闲零食中最大的细分板块，2021 年市场规模为 476 亿元，预计 2021-2026 年增速 7.8%。辣味休闲肉制品和水产动物制品包括各种鸭肉制品、肉铺制品、鱼类制品等，行业代表企业有绝味食品、周黑鸭、劲仔食品、有友食品等。公司主要生产和销售休闲肉鱼制品，如小肉枣、脆皮肠、鹌鹑蛋、海洋小鱼、辣子鸡、凤爪、鸭肉制品等，未来成长空间较大。
- ✓ **调味面制品：**在中国是一款传统美食，2021 年市场规模为 455 亿元，预计 2021-2026 年增速 8.9%；2021 年 CR5 仅 19.3%，行业龙头卫龙市占率 14.3%，行业集中度低但在逐步提升。2019 年，公司顺应趋势推出“小新王子”辣条系列，邀请流量小生林更新作为品牌代言人，凭借高人气流量，为产品引流，助力新品类增长。公司开创性地将粗粮健康概念引入辣条中，极大满足消费者兼顾美味与健康的消费心理。此外，公司调味面制品还包括素毛肚、素牛排等。
- ✓ **辣味休闲蔬菜制品：**是指由海带、魔芋、藕片等蔬菜制成的辣味休闲食品，得益于健康的属性、优质的口感、新产品的推出，市场规模快速增长，2021 年市场规模 265 亿，2016-2021 年复合增速达 14.8%，预计 2021-2026 年增速达 17.2%；2021 年 CR5 仅 19.2%，行业龙头卫龙市占率达 14.3%。其中，魔芋制品本身具有高膳食纤维、低碳水化合物、低脂肪的健康属性，因而广受欢迎。根据 Frost & Sullivan 数据，2021 年，中国人均魔芋年消费量不足 0.1kg，和日本的 2.0 相比仍有巨大的成长潜力。顺应健康消费的趋势，公司大力发展魔芋制品，22 年含税收入超过 3 亿，未来仍有较大成长空间。此外，公司还销售金针菇、竹笋、藕片等，产品矩阵较为丰富。
- ✓ **辣味休闲豆干制品：**豆干在中国饮食、烹饪传统中有 2000 多年的悠久历史，上世纪 90 年代以来，包装类豆干制品在中国消费者中开始流行，到 2021 年

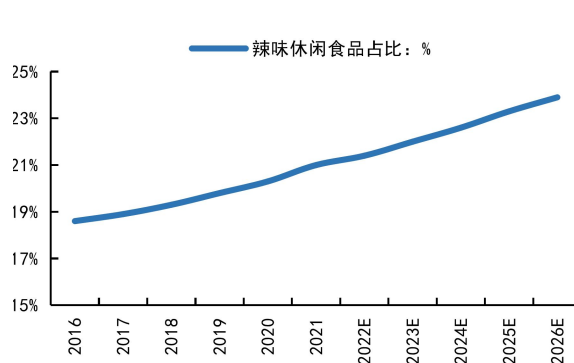
市场规模 92 亿，预计 2021-2026 年增速 8.0%。公司主要销售各种口味、形态的豆干类制品，包括手磨酱豆干、兰花串豆干、劲道豆干、传统风味豆干、黄金豆棒等，产品矩阵丰富，满足消费者多种消费需求，仍有较大成长空间。

图 21：中国辣味休闲食品市场规模变化及增速示意图



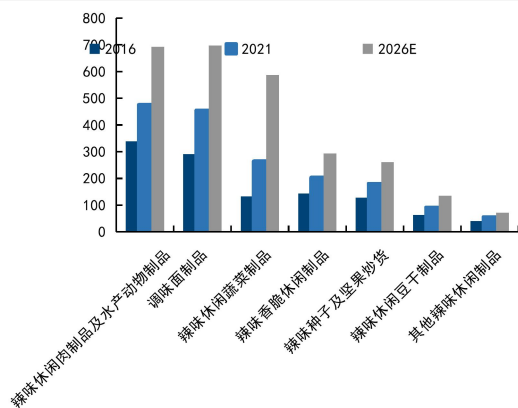
资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图 22：辣味休闲食品在休闲食品中占比逐渐提升



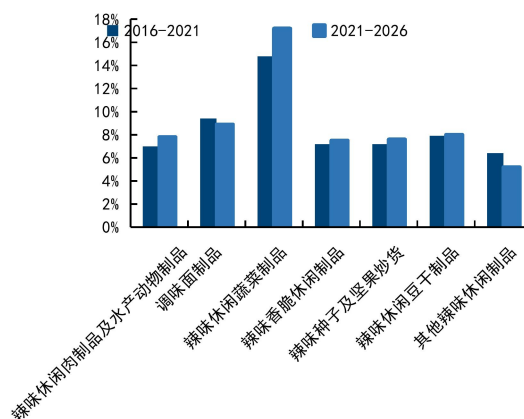
资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图 23：中国辣味休闲食品细分市场规模变化示意图



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图 24：中国辣味休闲食品细分市场增速示意图



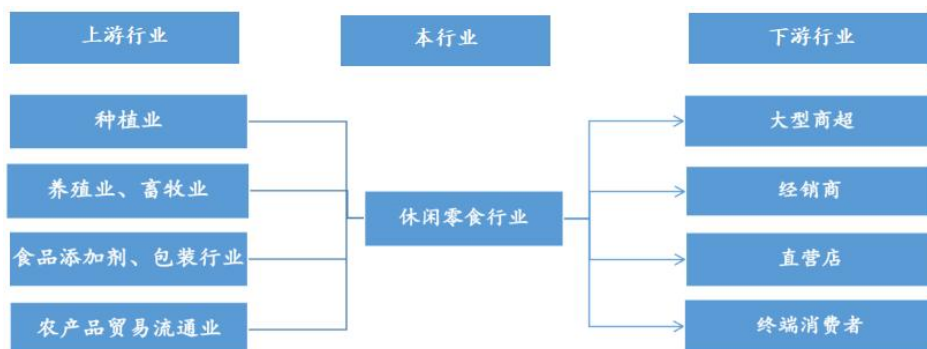
资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

## 核心竞争力：供应链、研发、渠道优势构筑护城河

### 核心竞争力 1：自主生产盈利能力强，当前产能建设充沛

盐津铺子从一开始就定位“食品生产企业”，此前在电商零食纷纷走代工轻资产模式道路的大势下，依然坚守制造业的自主生产基因，深耕供应链，打造“源头控制、自主生产、产品溯源”的全产业链模式，实现对采购、生产、销售三个环节的严格把控，是休闲零食行业内少数布局全产业链的公司。

图 25: 休闲食品行业产业链示意图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 26: 盐津铺子自动化生产车间示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

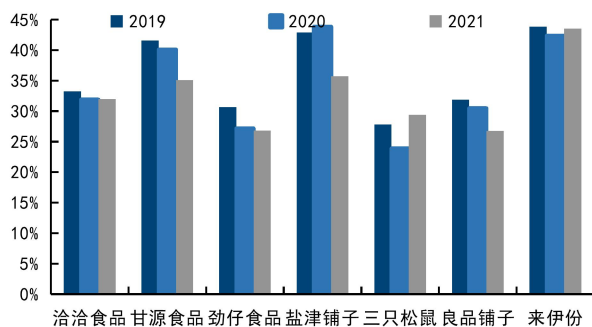
**全产业链模式的优势在于：**1) **食品安全得到有效保障，产品品质佳。**采用全产业链模式能从原材料采购、生产等环节把控产品质量，产品品质佳。2) **全产业链运营模式盈利水高。**对比 OEM 模式，自主生产可以直接赚取生产环节的利润，对比同业几家以 OEM 为主的休闲食品企业可以看出，公司的毛利率和净利率明显较高，盈利能力更强。且全产业链模式能够帮助公司通过整合产品链、调整产品结构、放大规模效应等方式平滑上游原材料价格的波动，维持稳定的毛利率。3) **自主生产，对终端相应速度更快。**自主生产灵活性高，可以针对市场变化及时调整生产，相比于 OEM 模式来说反应更迅速，这是公司能够在商超散称渠道占有一席之地的重要原因。

表 9: 自主生产模式与 OEM 模式对比

|      | 自主生产                 | OEM                  |
|------|----------------------|----------------------|
| 代表企业 | 盐津铺子、劲仔食品、甘源食品等      | 三只松鼠、良品铺子、来伊份等       |
| 生产端  | 从采购、生产到销售均自主负责       | 负责部分原材料采购及销售端，代工生产   |
| 利润端  | 利润率更高，具备成本优势         | 利润率较低，不太具备成本优势       |
| 资产端  | 固定资产比例较高             | 轻资产模式，固定资产比例不高       |
| 规模端  | 规模扩张受产能和市场需求影响，规模增长稳 | 规模扩张速度决定规模增长速度，规模扩张快 |
|      | 健                    |                      |

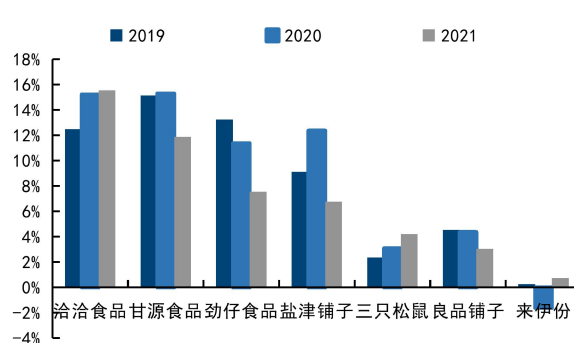
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 27：自主生产企业毛利率更高



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 28：自主生产企业净利率更高



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司目前拥有 4 大生产基地，95%以上的产品均为自主生产，产能建设较为充沛。自创立以来，公司坚持自建供应链，目前在湖南浏阳、江西修水、广西凭祥、河南漯河拥有 4 个生产基地，公司销售的所有休闲零食 95%以上均为公司自己生产。其中，湖南浏阳是公司的总部生产基地，主产大部分辣卤、甜味、烘焙等产品；江西修水由于当地水质好，主产深海零食、豆制品、辣条等产品；广西凭祥临近东南亚，主产从东南亚运输过来的“果干”等产品；河南漯河主产部分烘焙产品。

表 10：公司工厂情况简介

| 工厂   | 主要生产的产品        | 建厂时间 |
|------|----------------|------|
| 湖南浏阳 | 大部分辣卤、甜味、烘焙等产品 | 2005 |
| 江西修水 | 深海零食、豆制品、辣条等   | 2014 |
| 广西凭祥 | 菓甄“果干”等产品      | 2017 |
| 河南漯河 | 短保等部分烘焙产品      | 2019 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 核心竞争力 2：卓越的研发能力助力产品快速更新迭代

**品类扩张成功率高，自主研发创新是保障。**休闲食品属于快消类产品，需要对产品进行快速迭代和创新，因此出色的研发能力是休闲食品企业发展的关键所在。回顾盐津铺子的品类扩张史可以发现，公司能够顺应消费升级趋势且避开龙头优势领域，成功地选出大单品：2015 年公司开始实施大单品战略，推出的 31° 鲜鱼豆腐快速成长成为过亿大单品；2018 年创新推出线下“58 天鲜”中保散装烘焙产品，与定量装的长保龙头达利食品和短保龙头桃李面包形成差异化竞争，实现快速增长。公司用历史成绩证明了其自我迭代、品类扩张的能力。我们认为公司品类扩张成功率高的原因一是公司主要选择市场空间大的产品，且产品设计与竞品保持一定差异，二是公司自身研发和创新能力较强，为品类扩张提供了强有力的保障。

**实验工厂模式加速产品推新速度，提高产品推新成功率。**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。在此之前，新品大批量生产线建设期间和生产设备试运行尚未正式投产期间，公司会进行短期外购产成品进行销售，同时加快投产进程。“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。

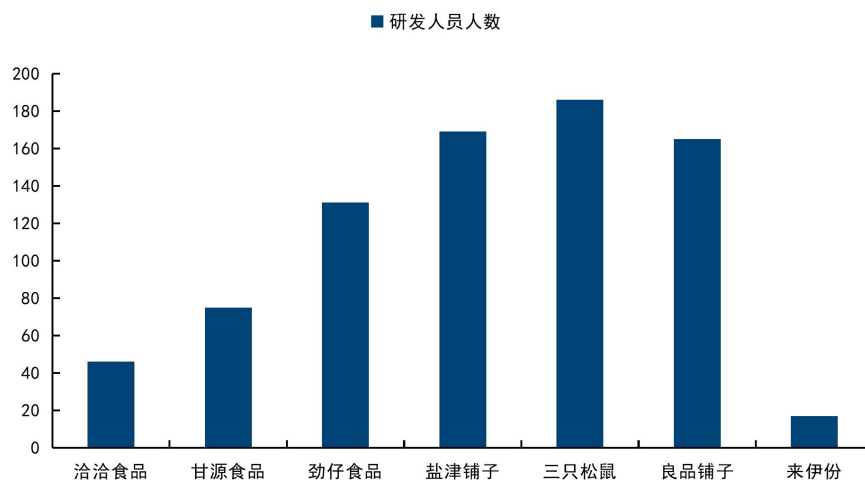
图 29：实验工厂模式加速产品推新速度，提高产品推新成功率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

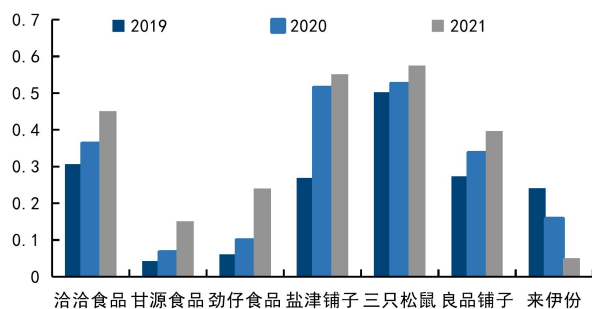
**研发团队专业，研发投入保持领先。**公司在休闲食品生产及研发方面经验丰富，拥有一支高素质的研发队伍，以市场需求为导向，建立起高效率的研发体系。截止 2022H1，公司共有专业技术研发人员 169 名，均具有丰富的休闲食品研发生产方面的理论知识和实践经验。同时，公司每年的研发费用投入保持行业高位且逐步攀升，不断强化创新研发能力。

图 30：公司研发人员储备充足



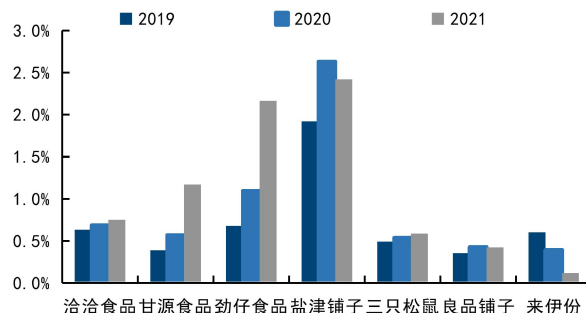
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：公司研发费用投入逐年增加



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图32：公司研发费率行业领先



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 核心竞争力 3：店中岛高坪效受到商超青睐，基本盘稳定

相比于线上模式，商超散称渠道的优势主要在于：1) 以连锁超市为渠道载体，固定资产投资较低。2) 商超渠道目前仍是休闲零食零售的主要渠道之一，进入门槛相对较高，一旦进入便可随超市扩张实现规模扩张。3) 相较于定量装，散装食品流转速度快，且集中售卖，种类搭配多元化，易于产品动销。4) 散装食品可在品牌专柜直接叠加或替代产品，品类拓展相对容易。

大型商超准入门槛高，公司深耕直营渠道多年，已与多家知名连锁商超建立合作，一方面形成良好的品牌形象，另一方面对 BC 超市的拓展形成了良好的标杆示范作用。大型连锁商超由于店面租金成本和建设成本高，连锁商超追求单位面积效益最大化，对进场品牌选择严格；品牌一旦进入，可随商超新开设卖场而自动实现市场扩张。公司多年来深耕商超渠道，已与沃尔玛、家乐福、大润发等国际商超以及华润万家、步步高等国内商超保持长期紧密的合作关系。与连锁大卖场的合作一方面能助力公司形成良好的品牌形象，另一方面对 BC 超市的拓展形成了良好的标杆示范效应。但由于近年来商超人流量下滑，公司经营调整后部分商超系统和门店卖场转给经销商，截至 2022 年上半年，公司直营 49 家大型连锁商超的 2148 个 KA 卖场，预计未来公司直营商超渠道营收保持稳定。

**店中岛模式坪效高，可复制性强，助力渠道扩张。**商超渠道作为公司重要渠道，店中岛模式最大限度地发挥了该渠道的优势：带动单店收入提升并大幅提升了品牌影响力。且店中岛可复制性强，有助于公司持续渠道扩张：

- ✓ **店中岛提升品牌影响力。**公司作为国内散称零食龙头，享有一定的市场美誉及知名度，采用店中岛模式后品牌影响力有望进一步得到提升。店中岛集中产品陈列的同时，运用视频、音频、灯光等方式全方位展示品牌及产品，充分调动消费者感官，使消费者建立起对品牌的认知，解决了商超散称区域品牌识别度不高的痛点，大幅提升公司品牌影响力。
- ✓ **铺设中岛后有效提升坪效。**对于散装零食产品，商超在选择时会优先考虑高坪效品牌。公司铺设店中岛后坪效往往会时间较大幅度的提升，目前公司的店中岛坪效远高于超市平均水平。店中岛带来的高坪效确保各商超在选择散装休闲零食品牌入驻时会优先考虑盐津铺子，是公司进驻商超渠道的有力筹码。
- ✓ **店中岛具备可复制性。**目前店中岛已实现“专柜制作”、“产品陈列”及“导

购配置与管理”等环节的标准化，因此店中岛具备强复制性；且公司承担直营与经销商渠道的中岛制造成本以及物流运输，助力渠道全国化扩张。

表11：店中岛坪效高，受到商超青睐

|                 | 坪效（万元/年/平米） |
|-----------------|-------------|
| 盐津铺子            | 3           |
| 2020 年超市百强平均坪效  | 1.4         |
| -2020 年大型超市平均坪效 | 1.35        |
| -2020 年超市平均坪效   | 1.5         |
| -2020 年社区超市平均坪效 | 2.2         |

资料来源：中国连锁经营协会、国信证券经济研究所整理

## 成长性分析：原有渠道基本盘稳定，新渠道快速成长

### BC 超拓展空间大，基本盘稳定增长

虽然商超流量在下滑，但公司通过对腰部商超的持续拓展，实现 BC 超市渠道基本盘的稳定增长，这是公司主要的营收和利润来源，且仍有充足拓展空间。考虑到公司利用先发优势和一些大型连锁商超建立起稳定的合作关系，有历史数据可以供评估铺中岛的效果，流程进入标准化后店中岛后期会加速扩张复制，店中岛铺设阻力不大，长期有望实现头部商超全覆盖。据中国连锁经营协会年度调查，2019 年超市百强企业门店总数为 2.6 万个，若按照每家商超 1 个中岛计算，理论上公司可铺设的中岛数量是 2.6 万个。同时，在大型商超人流量下滑不可逆的背景下，公司通过降低岛的配置（去屏）、缩小岛的面积和精简 sku 拓展腰部商超，加速渠道下沉。根据公司调研，全国可布点的商超网点数约 9-10w 家，公司进入的网点数近 3w 家，未来公司在商超渠道拓展方面还有很大的空间。

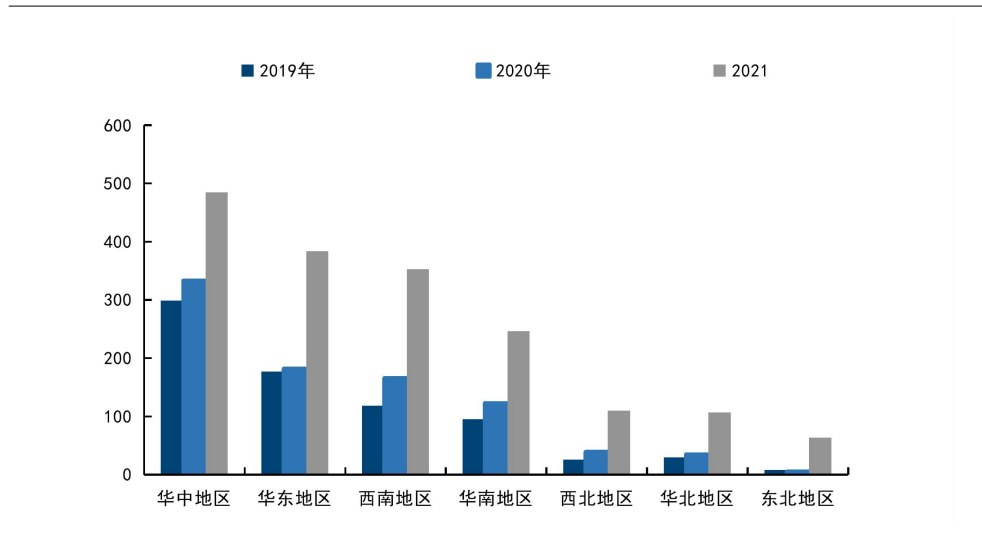
**BC 超市拓展重点发力华东、西南市场，全国化拓展进程有望加速。**公司市场主要集中在华中和华南地区，合计营收占比超 60%。考虑拓展费效，公司近年来加强周边华东和西南地区的 BC 超拓展，市场渗透空间仍大，预计未来仍会保持稳定增长。

表12：各地区 16-21 年销售额（亿元）及销售增速变化图

|       | 2016   | 2017    | 2018    | 2019    | 2020   | 2021   |
|-------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 华中    | 4.21   | 4.55    | 5.3     | 6.41    | 8.55   | 10.23  |
| 增速    | -      | 8.08%   | 16.48%  | 20.94%  | 33.39% | 19.65% |
| 占比    | 61.64% | 60.34%  | 47.83%  | 45.82%  | 43.64% | 44.83% |
| 华南    | 1.51   | 2.18    | 3.03    | 3.16    | 3.88   | 4.55   |
| 增速    | -      | 44.37%  | 38.99%  | 4.29%   | 22.78% | 17.27% |
| 占比    | 22.11% | 28.91%  | 27.35%  | 22.59%  | 19.81% | 19.94% |
| 华东    | 0.37   | 0.45    | 1.26    | 2.26    | 3.64   | 4      |
| 增速    | -      | 21.62%  | 180.00% | 79.37%  | 61.06% | 9.89%  |
| 占比    | 5.42%  | 5.97%   | 11.37%  | 16.15%  | 18.58% | 17.53% |
| 西北、西南 | 0.65   | 0.24    | 0.83    | 1.61    | 2.7    | 3.22   |
| 增速    | -      | -63.08% | 245.83% | 93.98%  | 67.70% | 19.26% |
| 占比    | 9.52%  | 3.18%   | 7.49%   | 11.51%  | 13.78% | 14.11% |
| 华北、东北 | 0.1    | 0.13    | 0.66    | 0.55    | 0.8    | 0.8    |
| 增速    | -      | 30.00%  | 407.69% | -16.67% | 45.45% | 0.00%  |
| 占比    | 1.46%  | 1.72%   | 5.96%   | 3.93%   | 4.08%  | 3.51%  |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 33：公司经销数量逐渐增加



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

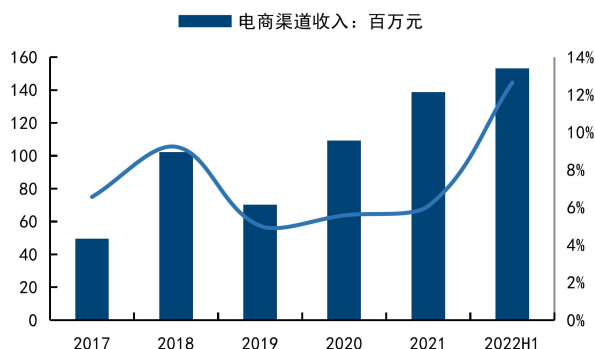
注：华中地区含江西省，华东地区不含江西省

## 借力新零售平台，线上渠道快速成长

战略转型后，公司大力拓展抖音、拼多多等线上平台业务，通过达播和自播等形式实现电商渠道的快速增长。2021 年战略转型后，公司在线上打造辣卤爆款矩阵，2022 年推出的 9.9 元量贩装系列（魔芋丝、辣卤礼包、手撕素牛肉、手撕蟹柳等），一上市即成爆品。在品牌方面，公司在线上培育了“焙宁”和“满口香”两大子品牌，分别定位为互联网短保烘焙领导品牌和国民咸味零食品牌，其中焙宁的纯蛋糕已经成为线上销量领先的大单品。未来公司将继续紧抓线上渠道红利，以多元化方式培育渠道成长。

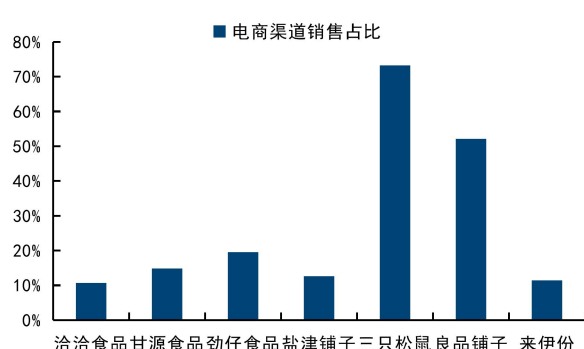
**增资电商业务子公司，进一步绑定电商业务核心成员利益，助力电商渠道长期稳健增长。**为进一步健全公司全资子公司盐津电子商务的长效激励机制，充分调动公司员工的积极性和创造性，2022 年 10 月公司对盐津电子商务进行增资，引入辣卤玩家合伙企业（合伙人均为盐津电子商务核心骨干团队成员）作为盐津电子商务新增股东。本次增资完成后，公司占盐津电子商务增资后的股权比例 83%，辣卤玩家合伙企业对盐津电子商务出资 255 万元（张磊出资占比接近 80%），占盐津电子商务增资后的股权比例 17%。我们认为这有利于进一步绑定电商业务核心成员利益，助力电商渠道长期稳健增长。

图 34：公司电商渠道快速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 35：公司线上销售占比仍有提升空间



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 零食专营渠道快速崛起，公司有望充分受益

考虑 23 年是零食折扣店加速门店拓展、跑马圈地的一年，我们认为公司零食渠道的月销量有望在 23 年底翻倍。考虑公司去年月销量已突破 4000 万，看 23 年全年我们取中位数，保守估计全年平均含税月销量可达 5500-6500 万，预计 23 年销量约含税 7 亿。

当前中国零食折扣店方兴未艾，谈开店空间还为时尚早，但我们希望通过粗略的测算让投资者对中国零食折扣店的开店空间有一个大概的认识。

### 零食折扣连锁店的空间测算：

中长期看，我们认为在零食店业态发展相对成熟的南方 13 省，零食折扣店仍有 2-4 倍的开店空间。我们以湖南作为参考，目前湖南常住人口约 6600 万人，零食折扣店约 4000-5000 家（截止 22 年底，预计全国零食店约 1 万家），平均一个门店覆盖 1.32-1.65 万人。同时我们发现当前中国零食折扣店的发展呈现以湖南为中心，向外围省份逐步拓展的趋势，其中湖南的零食店发展成熟度最高。综合考虑我国不同城市的发展水平、人均收入水平、气候、消费习惯等因素，我们通过分别假设不同省份的单店覆盖人数来粗略估计中国中长期的零食折扣店的开店空间（这里仅考虑南方地区）。综合来看，我们认为零食折扣店中长期的开店空间约 3-5 万家；短期看，各品牌正加速跑马圈地，零食折扣店数量翻倍可期。

表 13：中国零食店中长期空间测算

|                   | 零食店发展成熟度 | 常住人口（万人） | 零食店空间（家） |       |       | 单店覆盖人数（万人） |      |      |
|-------------------|----------|----------|----------|-------|-------|------------|------|------|
|                   |          |          | 乐观假设     | 中性假设  | 悲观假设  | 乐观假设       | 中性假设 | 悲观假设 |
| 湖南                | 成熟       | 6644     | 6000     | 5000  | 4000  | 1.11       | 1.33 | 1.66 |
| 湖北、重庆、四川、贵州、广东、江西 | 较成熟      | 30449    | 22915    | 16368 | 11457 | 1.33       | 1.86 | 2.66 |
| 安徽、江苏、浙江、福建、广西、河南 | 发展中      | 40134    | 24163    | 18877 | 13424 | 1.66       | 2.13 | 2.99 |
| 合计                |          | 77227    | 53077    | 40245 | 28881 | -          | -    | -    |

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

## 流通渠道初起步，拓展空间大

经营改革后，公司致力于打造全渠道的销售网络，经过产品调整，流通渠道也成为公司的重点拓展渠道。在流通渠道，公司将产品分为 4-5 元的定量装（产品主要包括薯片、鱼豆腐等，主要拓展便利店等）和 1-2 元的流通装（产品主要包括

素毛肚、鱼豆腐、小粒肠等，主要拓展夫妻老婆店等），并通过招商促进渠道拓展。22 年受疫情影响，公司招商不及预期，但随着疫情管控的放开，需求逐步恢复，公司流通渠道有望加速拓展。相比同行，如卫龙、劲仔等，我们认为公司流通渠道尚有很大的扩展空间。

## 盈利预测

**假设前提：线下零食专营店加速拓展，线上渠道稳步成长**

我们从渠道和产品两方面对公司的营收进行预测：

**分产品看：**公司战略定位“多品牌、多品类，全渠道、全产业链、（未来）全球化”，因此公司所有产品品类分不同包装在全渠道均有售卖。其中，烘焙、鱼糜、辣卤是公司的体量最大的 3 个单品，都有冲击 10 亿单品的潜力；薯片和魔芋是公司次级大单品，体量相对较小；果干近两年在疫情管控下原材料供应受限，未来有望恢复增长。

① **烘焙制品（含薯片）：**烘焙制品主打中保产品，包括“憨豆爸爸”（主要在商超销售）和“焙宁”（性价比更高，主要在线上 and 零食专营店渠道销售）两个品牌，产品线丰富，是公司在商超、线上、零食店等渠道的主推产品。随着未来电商和零食店的拓展，我们认为烘焙制品有望维持较高增速。薯片通过“薯之惑”子品牌运作，除持续拓展散装焙烤薯片外，22 年公司推出 9.9 元量贩装、2 元流通装等产品。整体看，我们预计 22-24 年烘焙制品（含薯片）增速分别为 28%/25%/20%。

② **速冻鱼糜制品：**使用“31° 鲜”品牌，定位中高端营养、健康零食，其中鱼豆腐、鳕鱼肠等单品畅销全国；鱼豆腐线上销量排名第一。速冻鱼糜制品顺应健康饮食趋势，公司在该赛道拥有一定品牌力，未来成长空间充足，因此我们预计该业务 22-24 年增速分别为 50%/40%/30%。

③ **辣卤产品（包括豆制品、肉制品和素肉）：**其中素肉包括素魔芋（21 年含税销量突破 3 亿）等，魔芋作为健康食物，备受消费者青睐，正快速成长；肉制品包括肉枣、脆皮肠等，是公司在流通、线上等的主要销售产品；豆制品包括各式豆干等。2022 年公司在线上推出的 9.9 元量贩装系列（魔芋丝、辣卤礼包、手撕素牛肉、手撕蟹柳等），一上市即成爆品，推动辣卤产品快速增长。因此我们认为辣卤制品未来有望保持较高速的增长。

④ **果干：**果干主要包括芒果干等，原材料来自东南亚，此前受疫情影响，原材料运输受限，疫情管控放开后有望恢复增长。因此我们预计该业务 22-24 年增速分别为-20%/20%/18%。

表 14：公司主要业务未来三年营收预测表

|              | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|
| 烘焙产品(含薯片)：亿元 | 7.54   | 9.65  | 12.06 | 14.48 |
| -增速：%        | 10.72% | 28%   | 25%   | 20%   |
| 速冻鱼糜制品：亿元    | 4.07   | 6.11  | 8.55  | 11.11 |
| -增速：%        | 37.04% | 50%   | 40%   | 30%   |
| 肉制品：亿元       | 3.01   | 3.55  | 4.26  | 5.03  |
| -增速：%        | 22.36% | 18%   | 20%   | 18%   |
| 果干类：亿元       | 2.22   | 1.78  | 2.13  | 2.56  |
| -增速：%        | 37.04% | -20%  | 20%   | 20%   |
| 豆制品：亿元       | 2.04   | 2.35  | 2.70  | 3.08  |
| -增速：%        | 5.15%  | 15%   | 15%   | 14%   |
| 素食：亿元        | 1.81   | 3.08  | 4.62  | 6.23  |

-增速: %                                      42.52%                                      70%                                      50%                                      35%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

### 分渠道看:

- ① **直营渠道:** 预计 22 年在公司营收中占比约 15%，是公司的传统渠道；公司直营转经销工作已于 22 年完成，作为公司品牌形象的宣传阵地，我们预计直营渠道的营收将维持平稳。
- ② **BC 超市:** 预计 22 年在公司营收中占比约 35%-45%，是公司营收和利润的主要来源，是公司基本盘，拓展空间尚大，我们预计未来将维持稳定增长。
- ③ **流通渠道:** 预计 22 年在公司营收中占比约 10%，是公司经营改革后开始发力的渠道，22 年疫情拖累公司招商进程，增长不及预期。当前公司产品已调整完毕，未来随着渠道拓展以及招商工作的推进，有望实现较高速增长。
- ④ **零食专营渠道:** 预计 22 年在公司营收中占比约 10%；当前在我国零食店拓展空间仍非常充足，因此我们认为公司零食渠道在未来 2-3 年中能够实现较高速增长，当前公司零食渠道含税月销量已突破 4000 万，我们预计公司 23、24 年零食专营渠道的含税月销量有望突破 6000 万及 7500 万。
- ⑤ **电商:** 预计 22 年在公司营收中占比约 15%-20%；公司顺应线上消费趋势，在抖音、小红书等新媒体加大投入力度，22 年推出 9.9 元的量贩大包装，上市后销售火热。我们认为线上渠道还有很多挖掘空间，同时公司产品主打高性价比，与线上渠道高度适配，因此我们预计电商渠道未来有望保持较高速增长。

表 15: 公司主要渠道未来三年营收预测表

|           | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|
| 直营: 亿元    | 4.5   | 4.5   | 4.5   |
| 增速: %     |       | 0%    | 0%    |
| BC 超: 亿元  | 11.0  | 11.9  | 12.7  |
| 增速: %     |       | 8%    | 7%    |
| 定量&流通: 亿元 | 3.0   | 5.0   | 7.0   |
| 增速: %     |       | 67%   | 40%   |
| 零食专营: 亿元  | 3.0   | 6.0   | 7.5   |
| 增速: %     |       | 100%  | 25%   |
| 电商: 亿元    | 5.0   | 6.5   | 8.0   |
| 增速: %     |       | 30%   | 23%   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

### 毛利率与费用率假设:

- ① **毛利率:** 虽然受到会计准则调整、原材料成本上涨、渠道结构调整（高毛利商超渠道占比下降）的影响，但在经营改革后，公司毛利率逐渐维稳并呈现改善趋势，因此我们认为，随着营收体量扩大、规模效应显现，公司的毛利率水平有望持续改善。
- ② **费用率:** 随着直营商超占比的下降，公司销售费用明显下降，未来随着公司销售渠道结构的持续优化，对比同行，我们预计公司销售费率仍将逐步降低；此外，随着随着营收体量扩大、规模效应显现，预计公司管理费率、研发费率等缓慢下降。

### 未来 3 年业绩预测: 预计 22-24 年利润复合增速 50%以上

按上述假设条件，我们得到公司 22-24 年收入分别为 28.94/35.52/42.09 亿元，增速分别为 26.8%/22.7%/18.5%；归属母公司净利润 3.00/4.63/5.99 亿元，增速分别为 99.0%/54.3%/29.4%；每股收益分别为 2.32/3.58/4.63 元。

表16：未来 3 年盈利预测表

|              | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入：亿元      | 22.82  | 28.94  | 35.52  | 42.09  |
| 营业成本：亿元      | 14.67  | 18.24  | 21.86  | 25.57  |
| 销售费用：亿元      | 5.05   | 4.92   | 5.86   | 6.86   |
| 管理费用：亿元      | 1.19   | 1.47   | 1.61   | 1.85   |
| 财务费用：亿元      | 0.21   | 0.20   | 0.17   | 0.10   |
| 营业利润：亿元      | 1.70   | 3.09   | 4.90   | 6.42   |
| 利润总额：亿元      | 1.67   | 3.34   | 5.15   | 6.67   |
| 归属于母公司净利润：亿元 | 1.51   | 3.00   | 4.63   | 5.99   |
| EPS：元/股      | 1.17   | 2.32   | 3.58   | 4.63   |
| ROE：%        | 17.27% | 27.70% | 32.89% | 32.80% |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测的敏感性分析

下游零食专营门店的拓展情况、电商渠道的成长速度、BC 超市的拓展进程都将影响公司未来营收和净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测，在中性预测的条件下，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.32/3.58/4.63 元。

表17：情景分析（乐观、中性、悲观）

|              | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| <b>乐观预测</b>  |       |        |        |        |       |
| 营业收入(百万元)    | 1,959 | 2,282  | 2,955  | 3,694  | 4,446 |
| (+/-%)       | 40.0% | 16.5%  | 29.5%  | 25.0%  | 20.4% |
| 净利润(百万元)     | 242   | 151    | 547    | 777    | 988   |
| (+/-%)       | 88.8% | -37.7% | 262.9% | 42.0%  | 27.2% |
| 摊薄 EPS       | 1.87  | 1.17   | 4.23   | 6.00   | 7.63  |
| <b>中性预测</b>  |       |        |        |        |       |
| 营业收入(百万元)    | 1,959 | 2,282  | 2,894  | 3,552  | 4,209 |
| (+/-%)       | 40.0% | 16.5%  | 26.8%  | 22.7%  | 18.5% |
| 净利润(百万元)     | 242   | 151    | 300    | 463    | 599   |
| (+/-%)       | 88.8% | -37.7% | 99.0%  | 54.3%  | 29.4% |
| 摊薄 EPS(元)    | 1.87  | 1.17   | 2.32   | 3.58   | 4.63  |
| <b>悲观的预测</b> |       |        |        |        |       |
| 营业收入(百万元)    | 1,959 | 2,282  | 2,832  | 3,412  | 3,981 |
| (+/-%)       | 40.0% | 16.5%  | 24.1%  | 20.5%  | 16.7% |
| 净利润(百万元)     | 242   | 151    | 66     | 174    | 252   |
| (+/-%)       | 88.8% | -37.7% | -56.2% | 164.1% | 44.4% |
| 摊薄 EPS       | 1.87  | 1.17   | 0.51   | 1.35   | 1.95  |
| 总股本（百万股）     | 129   | 129    | 129    | 129    | 129   |

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

## 绝对估值：113.2–154.1 元

由于公司商业模式具有持续增长能力，我们认为适合绝对估值方法，如下文。盈利预测假设前提正如前文所述，我们在此不再赘述。其他参数：我们取十年期国债收益率 2.83% 作为无风险利率，参考行业和公司情况假设无杠杆 Beta 为 0.85，股票风险溢价为 6.80%。详细假设见表 19 和表 20。根据以上提到的主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 113.2–154.1 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 18：公司盈利预测假设条件（%）

|             | 2019   | 2020   | 2021E   | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率     | 26.34% | 39.99% | 16.47%  | 26.83% | 22.74% | 18.51% | 17.55% | 16.46% |
| 营业成本/营业收入   | 57.13% | 56.17% | 64.29%  | 63.04% | 61.54% | 60.74% | 59.79% | 59.36% |
| 管理费用/营业收入   | 6.33%  | 4.75%  | 4.99%   | 4.80%  | 4.30%  | 4.20%  | 4.18%  | 4.16%  |
| 研发费用/销售收入   | 1.92%  | 2.63%  | 2.42%   | 2.57%  | 2.30%  | 2.20%  | 2.10%  | 2.00%  |
| 销售费用/销售收入   | 24.57% | 24.06% | 22.15%  | 17.00% | 16.50% | 16.30% | 16.20% | 16.10% |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.90%  | 0.85%  | 0.89%   | 1.00%  | 0.90%  | 0.90%  | 0.90%  | 0.90%  |
| 所得税税率       | 8.22%  | 11.54% | 7.65%   | 8.00%  | 8.00%  | 8.00%  | 8.00%  | 8.00%  |
| 股利分配比率      | 31.14% | 31.66% | 100.45% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表 19：资本成本假设

|             |        |              |              |
|-------------|--------|--------------|--------------|
| 无杠杆 Beta    | 0.85   | T            | 8.00%        |
| 无风险利率       | 2.83%  | Ka           | 8.61%        |
| 股票风险溢价      | 6.80%  | 有杠杆 Beta     | 0.88         |
| 公司股价（元）     | 125.19 | Ke           | <b>8.78%</b> |
| 发行在外股数（百万）  | 129    | E/(D+E)      | 96.82%       |
| 股票市值（E，百万元） | 16195  | D/(D+E)      | 3.18%        |
| 债务总额（D，百万元） | 532    | WACC         | <b>8.59%</b> |
| Kd          | 2.91%  | 永续增长率（10 年后） | 2.0%         |

资料来源：国信证券经济研究所假设

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 20：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

|                         |             | WACC 变化 |        |               |        |        |
|-------------------------|-------------|---------|--------|---------------|--------|--------|
|                         |             | 7.6%    | 8.1%   | <b>8.59%</b>  | 9.1%   | 9.6%   |
| 永续<br>增长<br>率<br>变<br>化 | 3.0%        | 187.80  | 166.01 | 148.21        | 133.40 | 120.90 |
|                         | 2.5%        | 172.72  | 154.14 | 138.68        | 125.65 | 114.51 |
|                         | <b>2.0%</b> | 160.34  | 144.21 | <b>130.61</b> | 118.99 | 108.96 |
|                         | 1.5%        | 149.99  | 135.79 | 123.67        | 113.21 | 104.10 |
|                         | 1.0%        | 141.21  | 128.56 | 117.64        | 108.14 | 99.80  |

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 相对估值：125.6–143.6 元

休闲食品上市公司较多，但所处细分赛道、商业模式均有所差异，因此没有完全和甘源食品可类比的公司。我们下面选取休闲食品主流公司洽洽食品、有友食品、盐津铺子、三只松鼠、良品铺子、劲仔食品与公司进行比较和讨论，我们认为基

于以下三方面原因盐津铺子应享受相比可比公司而言更高的估值溢价：

- ✓ **经营模式不同：**盐津铺子属于生产、渠道、品牌一体化的综合型企业，按照可比公司来看，相比渠道型企业可以享受更高估值。从已上市休闲食品公司来看，三只松鼠、良品铺子主要做品牌和渠道，不自己生产；近年来由于渠道竞争加剧，增速放缓，估值相对较低。盐津铺子和甘源食品、洽洽食品、有友食品、劲仔食品这几家公司更类似，均以自主生产为主，盈利能力较强，因此可以享受更高估值。
- ✓ **所处细分赛道发展空间不同：**盐津铺子横跨多个休闲零食细分赛道，包括烘焙、辣卤、深海零食、薯片、果干等，产品市场空间多在百亿以上，虽然在细分品类中品牌力有限，但多个大单品体量逐步向 10 亿靠近，相比如劲仔食品、有友食品、甘源食品等营收大部分来自单一大单品的企业来说成长空间更大。此外，公司原材料采购多为大宗商品，上游供应商众多，公司拥有较高的议价权，因此相比坚果、小鱼、鸡爪等需要从国外进口的产品来说，公司产品价格波动相对平稳，盈利能力更强。综上，我们认为公司应享受更高估值溢价。
- ✓ **所处成长阶段不同：**随着下游零食专营渠道的快速拓展，以及线上抖音等渠道的快速发展，盐津铺子凭借正确的经营战略以及更强的供应链能力，能够更加充分地享受到渠道发展的红利，正处于快速拓展期，未来 3 年有望维持 20%左右的增速。而很多细分行业龙头，例如劲仔食品、洽洽食品、有友食品等的大单品已经相对比较成熟，渠道拓展能力相对有限，成长相对缓慢。因此，我们认为盐津铺子可以给予相对更高估值。

综上所述，我们认为公司从商业模式、所处细分赛道、所处成长阶段均与行业可比公司有差异，而公司作为拥有卓越供应链的休闲食品领先企业，能够更好地享受到下游渠道变革的红利。同时，公司产品矩阵丰富，有望培育出多个 10 亿级大单品，成长空间广阔，持续成长能力较强，因此我们认为可以给予公司相比同行略高的估值溢价，我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE，对应价格区间为 125.6-143.6 元。

表 21：可比公司的估值对比

| 代码     | 公司简称 | 股价     | 总市值   |        | EPS  |      |      |       | PE    |       |       | ROE   |
|--------|------|--------|-------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |        | 亿元    | 21A    | 22E  | 23E  | 24E  | 21A   | 22E   | 23E   | 24E   | (21A) |
| 002847 | 盐津铺子 | 120.29 | 155   | 1.17   | 2.32 | 3.58 | 4.63 | 45.80 | 51.85 | 33.60 | 25.98 | 17.41 |
| 可比公司：  |      |        |       |        |      |      |      |       |       |       |       |       |
| 002557 | 洽洽食品 | 42.14  | 214   | 1.84   | 2.17 | 2.51 | 2.90 | 38.64 | 19.42 | 16.79 | 14.53 | 20.63 |
| 002991 | 甘源食品 | 85.19  | 79    | 1.65   | 2.04 | 2.72 | 3.58 | 39.67 | 41.76 | 31.32 | 23.80 | 10.72 |
| 003000 | 劲仔食品 | 13.50  | 61    | 0.21   | 0.29 | 0.38 | 0.50 | 42.20 | 46.91 | 35.94 | 27.10 | 9.70  |
| 300783 | 三只松鼠 | 19.60  | 79    | 1.03   | 0.45 | 0.78 | 1.02 | 51.86 | 43.88 | 25.07 | 19.17 | 18.88 |
| 603719 | 良品铺子 | 35.77  | 143   | 0.70   | 0.93 | 1.14 | 1.39 | 49.57 | 38.44 | 31.35 | 25.71 | 13.32 |
| 603697 | 有友食品 | 13.34  | 41    | 0.72   | 0.49 | 0.70 | 0.86 | 24.04 | 27.05 | 19.12 | 15.46 | 11.99 |
| 均值     |      |        | 34.92 | 102.85 | 1.02 | 1.06 | 1.37 | 41.00 | 36.24 | 26.60 | 20.96 | 14.21 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

## 投资建议：短期业绩弹性大，长期持续成长能力强的休闲食品领先企业

从管理层能力、供应链能力、产品丰富度、营收体量等方面综合来看，公司是我国休闲食品领先企业，短期看，能够更好地享受到下游渠道变革的红利，业绩弹性较大；长期看卓越的管理能力叠加优秀的供应链能力助力持续成长，有望培育

出多个 10 亿级大单品，成长空间广阔。综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 125.6-143.6 元之间，对应 2023 年动态市盈率分别为 35 倍和 40 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 125.6-143.6 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.83%、风险溢价 6.8%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司同行业的公司进行比较，同时考虑公司成长性，最终给予公司 2023 年 35-40 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- 第一、若经济出现大幅波动，消费需求下降，可能导致零食行业增速放缓；
- 第二、下游零食折扣门店拓展不及预期，有可能影响公司增速。

### 经营风险

第一、随公司规模快速扩张很容易出现管理滞后的现象，造成公司管理效率降低，竞争力下降。公司的快速发展需要高效的运营管理及内部协同，为此需要不断打通边界，强化和完善各类管理制度，规范和优化业务流程，并通过信息化手段，构建管理自动化体系，提高信息流、物流与资金流的周转效率，形成较为科学、完善的内部流转系统，对公司规模快速扩张形成强力支撑；

第二、公司由于渠道拓展新市场与推广新产品而使得费用支出超出预期的风险。新市场的开拓与新产品的推广会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

### 市场风险

- 第一、随着更多厂商的参与，未来市场竞争可能存加剧风险，影响公司赛道上的议价力及固有优势；
- 第二、公司原材料如大豆蛋白等价格仍在上涨，可能给公司成本端造成较大压力；
- 第三、如果出现行业性事件，如行业内其他企业经营不规范造成食品质量安全事件，也可能对本企业造成影响。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表（百万元）          | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 180         | 135         | 204          | 389          | 695          | 营业收入              | 1959         | 2282         | 2894         | 3552         | 4209         |
| 应收款项             | 167         | 208         | 262          | 321          | 381          | 营业成本              | 1100         | 1467         | 1824         | 2186         | 2557         |
| 存货净额             | 352         | 259         | 286          | 343          | 402          | 营业税金及附加           | 17           | 20           | 29           | 32           | 38           |
| 其他流动资产           | 84          | 78          | 87           | 107          | 126          | 销售费用              | 471          | 505          | 492          | 586          | 686          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>788</b>  | <b>685</b>  | <b>844</b>   | <b>1165</b>  | <b>1609</b>  | 管理费用              | 96           | 119          | 147          | 161          | 185          |
| 固定资产             | 969         | 1064        | 1252         | 1421         | 1572         | 研发费用              | 52           | 55           | 74           | 82           | 93           |
| 无形资产及其他          | 157         | 195         | 188          | 180          | 172          | 财务费用              | 6            | 21           | 20           | 17           | 10           |
| 投资性房地产           | 107         | 138         | 138          | 138          | 138          | 投资收益              | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值及公允价值变动       | 0            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>2021</b> | <b>2082</b> | <b>2421</b>  | <b>2903</b>  | <b>3491</b>  | 其他收入              | 8            | 19           | (74)         | (82)         | (93)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 472         | 530         | 530          | 530          | 530          | 营业利润              | 278          | 170          | 309          | 490          | 642          |
| 应付款项             | 210         | 242         | 286          | 343          | 402          | 营业外净收支            | (4)          | (3)          | 25           | 25           | 25           |
| 其他流动负债           | 327         | 409         | 489          | 582          | 682          | <b>利润总额</b>       | <b>274</b>   | <b>167</b>   | <b>334</b>   | <b>515</b>   | <b>667</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1010</b> | <b>1181</b> | <b>1305</b>  | <b>1455</b>  | <b>1614</b>  | 所得税费用             | 32           | 13           | 27           | 41           | 53           |
| 长期借款及应付债券        | 130         | 2           | 2            | 2            | 2            | 少数股东损益            | 0            | 4            | 7            | 11           | 14           |
| 其他长期负债           | 16          | 16          | 16           | 16           | 16           | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>242</b>   | <b>151</b>   | <b>300</b>   | <b>463</b>   | <b>599</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>146</b>  | <b>18</b>   | <b>18</b>    | <b>18</b>    | <b>18</b>    | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>1156</b> | <b>1198</b> | <b>1323</b>  | <b>1473</b>  | <b>1631</b>  | 净利润               | 242          | 151          | 300          | 463          | 599          |
| 少数股东权益           | 6           | 11          | 16           | 23           | 34           | 资产减值准备            | (4)          | 2            | 1            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 859         | 873         | 1083         | 1407         | 1826         | 折旧摊销              | 96           | 128          | 119          | 138          | 157          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2021</b> | <b>2082</b> | <b>2421</b>  | <b>2903</b>  | <b>3491</b>  | 公允价值变动损失          | (0)          | (1)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 财务费用              | 6            | 21           | 20           | 17           | 10           |
| 每股收益             | 1.87        | 1.17        | 2.32         | 3.58         | 4.63         | 营运资本变动            | (41)         | 142          | 35           | 15           | 21           |
| 每股红利             | 0.59        | 1.17        | 0.70         | 1.07         | 1.39         | 其它                | 5            | (2)          | 5            | 7            | 10           |
| 每股净资产            | 6.64        | 6.75        | 8.37         | 10.88        | 14.12        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>297</b>   | <b>420</b>   | <b>459</b>   | <b>623</b>   | <b>786</b>   |
| ROIC             | 19%         | 11%         | 25%          | 33%          | 38%          | 资本开支              | 0            | (221)        | (300)        | (300)        | (300)        |
| ROE              | 28%         | 17%         | 28%          | 33%          | 33%          | 其它投资现金流           | (5)          | (0)          | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 44%         | 36%         | 37%          | 38%          | 39%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(5)</b>   | <b>(221)</b> | <b>(300)</b> | <b>(300)</b> | <b>(300)</b> |
| EBIT Margin      | 11%         | 5%          | 11%          | 14%          | 15%          | 权益性融资             | 0            | 119          | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 16%         | 11%         | 15%          | 18%          | 19%          | 负债净变化             | 130          | (128)        | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 40%         | 16%         | 27%          | 23%          | 19%          | 支付股利、利息           | (77)         | (151)        | (90)         | (139)        | (180)        |
| 净利润增长率           | 89%         | -38%        | 99%          | 54%          | 29%          | 其它融资现金流           | (341)        | 195          | 0            | 0            | 0            |
| 资产负债率            | 58%         | 58%         | 55%          | 52%          | 48%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(233)</b> | <b>(245)</b> | <b>(90)</b>  | <b>(139)</b> | <b>(180)</b> |
| 息率               | 0.5%        | 1.0%        | 0.6%         | 0.9%         | 1.1%         | <b>现金净变动</b>      | <b>58</b>    | <b>(46)</b>  | <b>69</b>    | <b>185</b>   | <b>307</b>   |
| P/E              | 65.3        | 104.7       | 52.6         | 34.1         | 26.3         | 货币资金的期初余额         | 122          | 180          | 135          | 204          | 389          |
| P/B              | 18.4        | 18.1        | 14.6         | 11.2         | 8.6          | 货币资金的期末余额         | 180          | 135          | 204          | 389          | 695          |
| EV/EBITDA        | 53.1        | 69.8        | 38.3         | 26.8         | 21.5         | 企业自由现金流           | 0            | 156          | 155          | 318          | 476          |
|                  |             |             |              |              |              | 权益自由现金流           | 0            | 222          | 138          | 303          | 467          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032