

打磨供应链塑造极致性价比，覆盖全渠道把握新流量红利

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-03

收盘价（元）	93.96
近 12 个月最高/最低（元）	98.00/56.01
总股本（百万股）	129
流通股本（百万股）	115
流通股比例（%）	89.09
总市值（亿元）	121
流通市值（亿元）	108

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

主要观点：

● 休闲食品行业体量大、品类众多、格局分散，休闲食品公司经营模式多元化

2021 年我国休闲食品行业市场规模约 8251 亿元，包含糖果巧克力及蜜饯、种子及坚果炒货、香脆休闲食品、面包蛋糕及糕点、饼干、肉制及水产动物制品、调味面制品等众多细分品类。由于不同休闲食品细分品类的产品属性差异大，对企业生产制造经营的要求不同，目前未有休闲食品公司占据明显领先的市场份额，市场格局相对分散。行业内公司的品类策略、研发生产及渠道模式各有所不同，呈现差异化发展状态。

● 原发展模式面临挑战，盐津铺子及时推动战略转型

盐津铺子成立于 2005 年，采用自建工厂、自主生产的模式，以凉果蜜饯工厂起家，此后持续丰富产品品类，现已成长为一品类较为齐全、在国内消费市场具有一定品牌影响力的休闲零食代表企业。公司发展初期充分借力商超渠道，但由于近年来商超流量红利式微，过去以商超渠道为核心的渠道模式开始面临较大挑战。2021 年上半年公司经营承压明显，下半年开始公司加速推动战略转型：渠道端，加快改变过去较为单一的渠道结构，努力打造立体化、多元化的渠道体系；产品端，聚焦深海零食、辣卤零食、休闲烘焙点心、薯片、果干五大核心品类，并增加产品包装类型以适应全渠道覆盖。

● 夯实供应链内功，为实现产品“高品质、高性价比”的战略目标打下坚实基础

公司敏锐捕捉到消费环境的变化，并以向消费者提供“高品质、高性价比”的产品作为战略目标。公司自 2005 年成立以来始终坚持自主制造，产品质量安全有较强保障，同时公司产品研发创新能力较强，具备持续为消费者提供“高品质”产品的基础。而打造极致性价比的关键在于供应链降本增效，2021 年公司初步完成供应链升级改造，一方面进行品类聚焦，促进规模化生产下的采购与生产成本降低，另一方面加速构建上中下游的利益共同体关系，强化供应链降本增效+渠道快速扩张的正向循环。

● 经销流通渠道扩张节奏明显加快，未来仍有较大成长空间

供应链降本增效后公司产品“好吃不贵”的特征凸显，且由于公司产品具备一定的品牌优势，为渠道下沉与扩张提供了强劲动力。2021 年下半年公司从外部引入具有丰富流通渠道管理运作经验的管理团队，并推出定量装、流通装、量贩装等产品规格，渠道下沉与渠道扩张的节奏明显加快。对标中国最大的辣味零食企业卫龙美味，未来公司经销流通渠道的覆盖广度、深度以及收入体量仍有较大提升空间。

● 从容发力零食很忙等新兴渠道，把握新一轮渠道流量变迁机遇

公司产品在零食专营渠道的快速放量则是另一大亮点，得益于供应链完成转型升级，2021 年下半年公司开始与平价零食专营品牌零食很忙建立起互惠共赢的合作关系，目前公司已成为零食很忙的第一大产品供应

商，月销额已快速提升至 2000 万元。当前零食专营渠道有快速崛起之势，公司也逐步开始与零食很忙之外的更多零食专营品牌建立合作关系。预计零食专营门店的快速扩张以及公司产品在单个门店的销售额提升将带来此渠道收入体量的进一步扩张。

● **供应链与渠道运营效率优化，盈利能力有望逐步提升**

一方面公司实现品类聚焦，在供应链上持续精益效率，促进盈利能力提升；另一方面，公司调整渠道结构，盈利能力最强的经销渠道占比有望逐步提升，盈利能力较弱的直营商超渠道占比则逐步下降；此外，公司进一步加强渠道运营能力，费用投放效率有望提升。产品、渠道、供应链共同发力下，预计公司盈利能力将逐步提升。

● **盈利预测与投资建议**

预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 28.4/33.8/38.9 亿元，同比 +24.4%/+19.0%/+15.3%；实现归母净利润 3.0/3.9/4.8 亿元，同比 +102.1%/+28.3%/+23.7%；EPS 分别为 2.37/3.04/3.76 元；当前股价对应 PE 分别为 40/31/25 倍。考虑到当前公司战略转型红利加速释放，渠道拓展进程显著，短期成长确定性与长期成长空间兼备，当前估值性价比凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

1) 渠道扩张进程不及预期；2) 行业竞争加剧，产品放量受阻；3) 全球通胀问题持续突出，成本端压力增大；4) 食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2282	2839	3379	3895
收入同比（%）	16.5%	24.4%	19.0%	15.3%
归属母公司净利润	151	305	391	484
净利润同比（%）	-37.7%	102.1%	28.3%	23.7%
毛利率（%）	35.7%	37.1%	37.6%	38.1%
ROE（%）	17.3%	29.1%	30.1%	30.4%
每股收益（元）	1.21	2.37	3.04	3.76
P/E	70.74	39.68	30.93	25.00
P/B	12.68	11.54	9.31	7.59
EV/EBITDA	58.47	25.76	19.94	16.19

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 休闲食品赛道宽阔，给予企业差异化发展的空间	6
1.1 休闲食品行业体量大，格局较为分散	6
1.2 休闲食品品类、渠道多元化，企业经营模式多样化	9
2 盐津铺子：休闲零食代表企业，多品类自主制造	11
2.1 多品类、多品牌布局，渠道结构与市场结构逐步优化	11
2.2 管理团队专业性强、经验丰富，股权激励激发动能	14
3 战略转型：“多品类、全渠道”，产品渠道双轮驱动	16
3.1 转型背景：商超模式已较难适应当前消费趋势变化	16
3.2 多品类：聚焦五大品类，增强产品竞争力	20
3.3 全渠道：各尽其长，品牌推广、扩张效率与盈利能力兼顾	21
4 供应链：夯实内功，打造“高品质、高性价比”产品	23
4.1 坚持自主生产模式，保障产品高品质	23
4.2 上中下游环节打通，建立供应链降本增效正向循环	24
5 未来展望：渠道扩张空间广阔，效率与盈利水平持续提升	26
5.1 以“高品质、高性价比”优势实现渠道扩张与放量	26
5.2 供应链与渠道运营效率提升，盈利能力强化	27
6 盈利预测与投资建议	30
7 风险提示	31
财务报表与盈利预测	32

图表目录

图表 1 休闲食品行业规模稳步增长.....	6
图表 2 休闲食品细分品类市场份额.....	6
图表 3 休闲食品品牌图谱.....	7
图表 4 上市休闲食品公司收入体量对比，2021 年.....	8
图表 5 烘焙行业企业竞争格局.....	8
图表 6 辣味零食行业企业竞争格局.....	8
图表 7 休闲食品人均消费额与消费量对比.....	9
图表 8 休闲食品消费者购买考虑因素调查.....	9
图表 9 我国休闲食品行业发展历程.....	9
图表 10 自主生产与委托加工对比.....	10
图表 11 自建渠道与非自建渠道对比.....	10
图表 12 盐津铺子发展历程.....	11
图表 13 盐津铺子产品矩阵丰富.....	12
图表 14 公司分产品营收与毛利结构.....	12
图表 15 公司渠道营收结构变化.....	13
图表 16 公司经销及其他渠道以及电商渠道领衔增长.....	13
图表 17 公司分地区营收结构变化.....	13
图表 18 公司分地区营收结构，2021 年.....	13
图表 19 公司营业收入及同比变化.....	14
图表 20 公司归母净利润及同比变化.....	14
图表 21 盐津铺子股权结构图.....	14
图表 22 公司核心高管履历及持股情况（截至 2021 年年末数据）.....	15
图表 23 2019 年股权激励计划业绩考核目标与实际完成情况.....	16
图表 24 2021 年股权激励计划业绩考核目标与实际完成情况.....	16
图表 25 线下直营收入及同比增速.....	17
图表 26 各渠道营收占比变化.....	17
图表 27 盐津铺子的商超中岛：盐津铺子零食屋.....	17
图表 28 盐津铺子的商超中岛：憨豆先生面包屋.....	17
图表 29 休闲食品公司毛利率对比（%）.....	18
图表 30 休闲食品公司销售费用率对比（%）.....	18
图表 31 休闲食品公司毛销差对比（%）.....	18
图表 32 休闲食品公司净利率对比（%）.....	18
图表 33 三全食品与安井食品毛利率对比（%）.....	19
图表 34 三全食品与安井食品销售费用率对比（%）.....	19
图表 35 步步高营业收入及同比增速.....	19
图表 36 永辉超市营业收入及同比增速.....	19
图表 37 盐津铺子单季度营业收入及同比增速.....	20
图表 38 盐津铺子单季度归母净利润及同比增速.....	20
图表 39 盐津铺子产品结构，2021 年.....	20

图表 40 盐津铺子产品结构，2022H1.....	20
图表 41 休闲食品细分行业市场规模.....	21
图表 42 公司营销网络发展战略变化.....	22
图表 43 休闲食品公司固定资产总额对比（百万元）.....	23
图表 44 盐津铺子资本开支变化（百万元）.....	23
图表 45 休闲食品公司研发费用率对比（%）.....	24
图表 46 盐津铺子研发人员数量及占比.....	24
图表 47 卤制品头部公司销量对比.....	25
图表 48 绝味从第一大供应商益客食品采购鸭产品单价更低.....	25
图表 49 益客食品对绝味的销售毛利率低于平均水平.....	25
图表 50 卤制品头部公司吨成本对比（万元/吨）.....	25
图表 51 盐津铺子经销商数量变化.....	26
图表 52 经销及其他渠道收入及同比增速.....	26
图表 53 盐津铺子与卫龙美味的收入体量对比（百万元）.....	27
图表 54 盐津铺子与卫龙经销渠道收入及占比.....	27
图表 55 休闲食品公司主要单品收入规模对比（百万元）.....	28
图表 56 休闲食品公司主要单品毛利率对比.....	28
图表 57 公司直营商超卖场数量减少.....	29
图表 58 部分费用节省效果明显.....	29
图表 59 公司渠道毛利率水平对比.....	29
图表 60 公司各类渠道占比情况.....	29
图表 61 公司毛销差与净利率（%）.....	30
图表 62 休闲食品公司净利率水平对比（%）.....	30
图表 63 盐津铺子估值情况.....	31

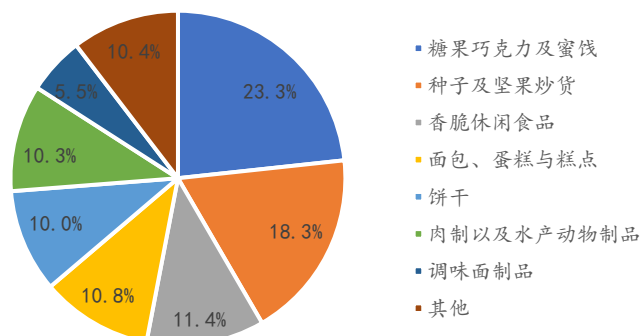
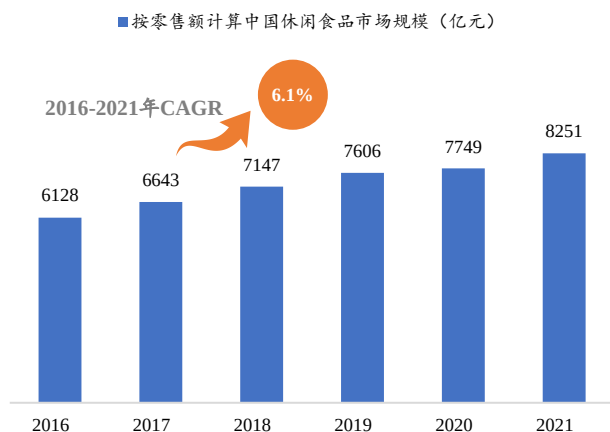
1 休闲食品赛道宽阔，给予企业差异化发展的空间

1.1 休闲食品行业体量大，格局较为分散

休闲食品行业规模大，品类众多。休闲食品是指通常在正餐以外的时间里或休闲时间食用的食品，涵盖了糖果、巧克力、蜜饯、饼干、薯片、坚果炒货、面包、蛋糕、点心、肉脯、海味零食、调味面制品、熟卤制品、果脯果干等众多品类。据卫龙美味招股说明书及 Frost & Sullivan 报告，按零售额计算，2021 年中国休闲食品行业市场规模为 8251 亿元，2016 年至 2021 年年均复合增长率为 6.1%。2021 年市场份额占比排名前七的细分品类分别为：糖果巧克力及蜜饯（23.3%）、种子及坚果炒货（18.3%）、香脆休闲食品（11.4%）、面包蛋糕及糕点（10.8%）、饼干（10.0%）、肉制及水产动物制品（10.3%）、调味面制品（5.5%），总共占据约 90% 的市场份额。

图表 1 休闲食品行业规模稳步增长

图表 2 休闲食品细分品类市场份额



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

资料来源：卫龙美味招股书，Frost & Sullivan，华安证券研究所

图表 3 休闲食品品牌图谱

		坚果炒货	熟肉制品	烘焙糕点	果脯果干	海味零食	素食山珍	膨化食品	糖果巧克力
纯单一品类		 	 	 	 	 	 	 	 
主营单一品类	洽洽食品	洽洽	虎皮凤爪		芒果干		素肉排	糯米锅巴、烘焙薯片	
	好想你	薄皮核桃、抱抱果			好想你				
多品类	上好佳							上好佳	八宝果糖、硬糖等
	达利食品		达利园					达利园	
	盐津铺子		卤鸭货	憨豆爸爸	盐津铺子	31°鲜	豆干、素毛肚	烘焙薯片	
全品类	良品铺子	良品铺子	猪肉脯、鸭翅中	空气蛋糕	榴莲干、芒果干	鳕鱼肠、鱿鱼仔	豆干、海带结	薯片、米饼	果汁软糖

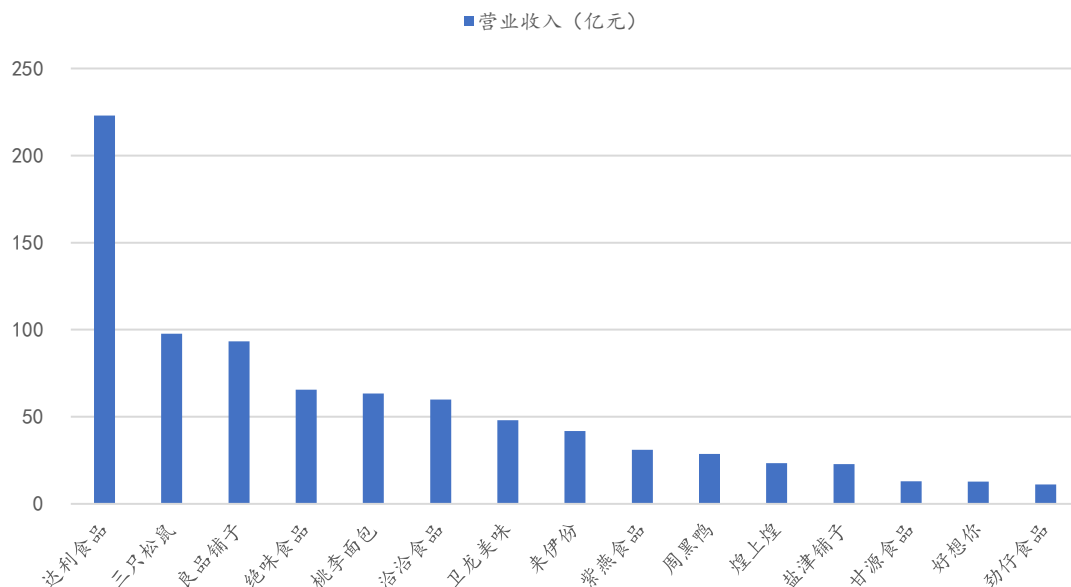
资料来源：华安证券研究所整理

大体量孕育众多休闲食品品牌，市场格局相对分散。休闲零食行业体量大，孕育出众多休闲食品公司及休闲食品品牌。但由于不同休闲食品细分产品的属性差异大，对企业生产制造经营的要求不同，目前未有休闲食品公司占据明显领先的市场份额。休闲零食企业通常在自己擅长的一个或少数几个细分赛道精耕，如卫龙美味主营休闲辣味食品，绝味食品主营休闲卤制品，洽洽食品主营瓜子及坚果，盐津铺子主做烘焙点心、深海零食、辣卤零食、薯片、果干五大品类，也有少数渠道型休闲零食公司进行全品类运营，如良品铺子、来伊份。上市休闲食品企业中，多品类、多品牌运营的达利食品 2021 年营业收入达到 222.94 亿元，其余公司体量均未超过百亿，市场格局相对分散。以盐津铺子公司产品涉及的两大品类为例具体来看：

- **烘焙食品：CR5 约 10.6%。**按品类分，烘焙食品主要分为面包、糕点、蛋糕和混合甜点四大类；按保质期分，烘焙食品可分为现制（1-3 天为主）、短保（5-10 天为主）、中保（30-90 天为主）、长保（6 个月及以上）四类。据《中国烘焙食品行业发展现状研究与未来投资调研报告（2022-2029 年）》，2021 年中国烘焙食品行业规模为 2642 亿元，2018-2021 年 CAGR 约 10.5%。目前在我国烘焙食品通常作为点心使用而非正餐食用，与西方国家通常将烘焙食品作为正餐主食的饮食习惯有所不同，目前我国烘焙食品人均消费量与欧美等国相比有较大差距。随着生活节奏的加快以及西式饮食文化的渗透，烘焙食品的消费场景愈加丰富，休闲消费需求及正餐消费需求共同推动下，行业未来增长空间较大。我国烘焙食品行业龙头品牌包括达利园、桃李、盼盼、奥利奥、徐福记等，据 Euromonitor 及前瞻产业研究院数据，龙头达利园市占率约 3.7%，桃李面包市占率约 3.3%，CR5 仅约 10.6%，行业集中度仍低。
- **辣味零食：CR5 约 10.7%。**辣味零食行业可进一步细分为辣味休闲肉制品、水产动物制品、调味面制品、蔬菜制品、豆干制品等众多类别。据 Frost & Sullivan 及中商产业研究院，中国辣味零食市场 2021 年市场规模为 1729 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 8.7%。近年来包括辣条（调味面制品）、鱼

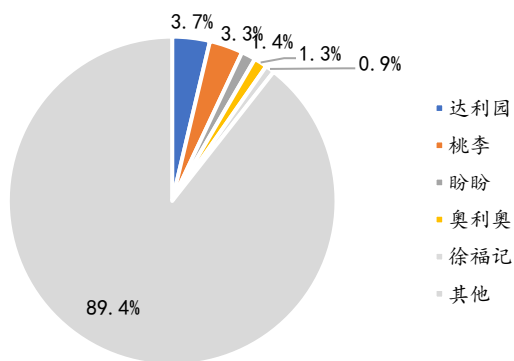
干、魔芋等在内的辣味零食在年轻消费群体中的受欢迎度进一步提升，且辣味零食行业的产品创新迭代速度加快，未来有望保持较快增速。目前辣味零食行业竞争格局分散，据 Frost & Sullivan 及立鼎产业研究院，卫龙市场份额排名第一，市场占有率为 5.7%，第二名市场份额不足 2%，行业 CR3 为 8.5%，CR5 为 10.7%。

图表 4 上市休闲食品公司收入体量对比，2021 年



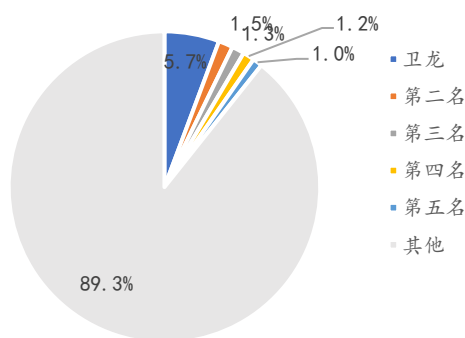
资料来源：Wind，华安证券研究所整理

图表 5 烘焙行业企业竞争格局



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华安证券研究所

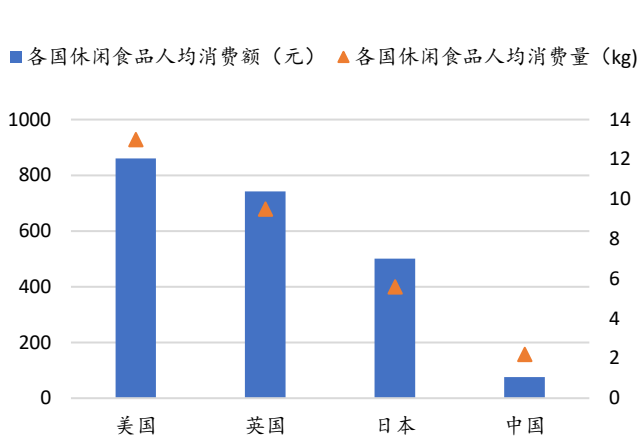
图表 6 辣味零食行业企业竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，立鼎产业研究院，华安证券研究所

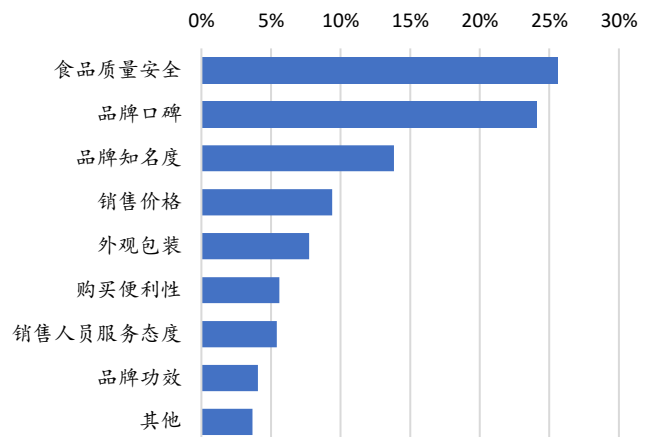
休闲食品行业仍有较大成长空间。目前我国休闲食品人均消费量与消费额与发达国家还存在较大差距，随着消费场景多元化、居民消费能力长期稳定提升，叠加休闲食品公司努力提升产品品质、积极创新，也将持续激发新的消费需求，中国休闲食品行业未来仍有较大增长空间。

图表 7 休闲食品人均消费额与消费量对比



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 8 休闲食品消费者购买考虑因素调查

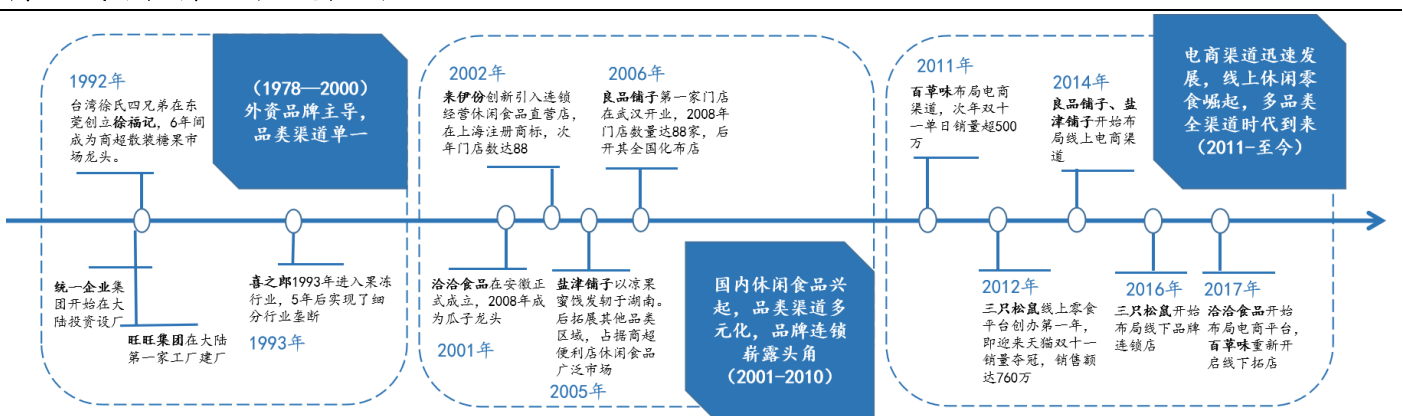


资料来源：深圳市品质消费研究院，华安证券研究所

1.2 休闲食品品类、渠道多元化，企业经营模式多样化

休闲零食行业朝着品类多元化、渠道多元化方向发展。我国休闲食品行业大致可以分为三个发展阶段。第一阶段是在改革开放之后，该阶段的特点是以外资品牌为主，品类相对较少，销售渠道单一；第二阶段国内食品企业崛起，品类开始逐渐丰富；第三阶段则是电商渠道迅速发展引领渠道体系发生重要变化，部分零食企业借助电商流量红利在此阶段迅速发展。此后便利店、会员超市、社区团购、零食专卖店、社交电商等新兴渠道快速发展，流量去中心化加速，渠道体系更加多元化。另一方面，随着国内食品制造技术升级、产品研发能力持续提高，休闲零食产品种类更加丰富多样，休闲食品企业在品类、功能、口味、成分、包装等多方面大力创新，以满足消费者的多元化消费需求。

图表 9 我国休闲食品行业发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所整理

休闲食品企业经营模式多元化。广阔的市场空间、丰富的细分赛道选择为休闲食品企业进行差异化发展奠定基础。休闲食品公司在产业链各环节的自主程度各有侧重，呈现出不同的经营模式。研发环节主要有自主研发模式以及与第三方联合研发模式；采购生产环节主要有自主生产及委托加工模式；销售渠道方面主要分自建

渠道和非自建渠道。

自主加工 vs 委托加工：自主生产的优势在于其对生产端的把控力较强，能避免委托代工生产过程不透明的问题，产品质量更可控。劣势则在于重资产模式下，其投入成本大、产能建设周期长、退出成本高、品类扩张或切换速度较慢，但随着产能建设成熟，规模效也应会逐渐显现，因此后期毛利率占优势。委托加工的优势在于轻资产运营模式下可以根据市场需求迅速调节产品结构，产品上新速度较快，且容易实现全品类覆盖；但劣势在于产品质量难以把控，品牌方往往无法驱使代工厂进行产线升级。

图表 10 自主生产与委托加工对比

	自主生产	委托加工
特征	品牌方自主生产	品牌方委托代工厂生产
优势	产品质量可控、创新研发可控 加工成本可控，规模效应缓释	轻资产模式，技术难度低，产品结构调整成本低
劣势	重资产模式产线调整灵活度低	产品质量难以把控，存在产品同质化问题，生产端升级受限制
代表企业	洽洽食品、绝味食品、盐津铺子	良品铺子、三只松鼠、来伊份

资料来源：华安证券研究所整理

自建渠道 vs 非自建渠道：自建渠道通常为建立品牌专卖、营销独立、人员专配的连锁专卖店，其优势是品牌宣传推广效应强、方便品牌方对下游渠道管理、门店服务质量和品牌形象有保证、可陈列展示更加丰富的产品矩阵。缺点为渠道建设及运营成本高，渠道扩张速度慢。非自建渠道目前主要是品牌方通过对接大型商超、经销商等大客户，依托其拥有的终端售点资源进行产品导入及销售，其优势是低成本迅速打开销售渠道，渠道扩张与下沉速度更快。缺点是对品牌方对于渠道的掌控力较弱，渠道对于品牌方的经营策略执行程度不一，且品牌方距离消费者更远，对消费市场变化的把握能力偏弱。休闲食品行业最开始只有直营专卖店与商超卖场两种模式，根据各自劣势优化渠道模式后，自建渠道和非自建渠道分别衍生出加盟商模式（如来伊份）和店中岛模式（如盐津铺子），中和了拓展速度和品牌效应的新渠道销售模式一定程度上为行业带来了新增量。

图表 11 自建渠道与非自建渠道对比

	自建渠道	非自建渠道
代表渠道类型	通常为品牌专卖、营销独立、人员专配的连锁专卖店	大型 KA 卖场、BC 超市等流通渠道、便利店/零食专营店等新兴渠道
优势	品牌宣传推广效应强，渠道管控能力强，门店服务质量有保证，陈列展示的产品丰富多样	渠道扩张及下沉速度快、成本相对低
劣势	渠道建设及运营成本高，渠道扩张速度相对较慢	渠道的掌控力较弱，品牌方对于终端消费趋势变化的把握能力偏弱
代表企业	绝味食品、紫燕百味鸡、良品铺子、来伊份、三只松鼠	卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品

资料来源：华安证券研究所整理

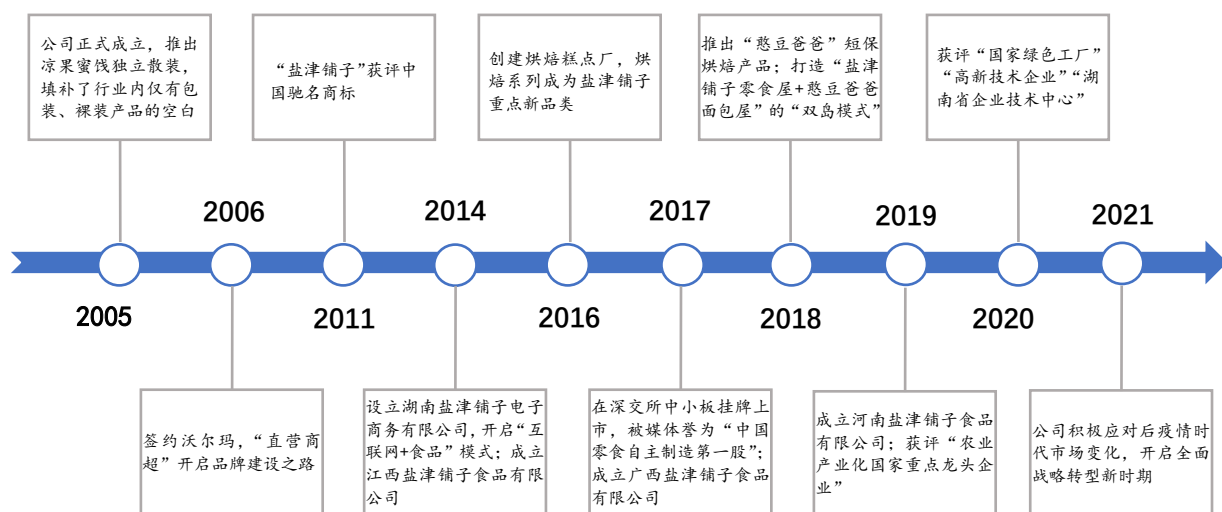
休闲食品公司品类策略、研发生产及渠道模式各有所不同，呈现差异化发展状态。休闲食品公司需找到最契合自身资源禀赋及细分品类属性的经营模式，才能在激烈竞争中脱颖而出。例如主营短保休闲卤制品的绝味食品早期便确立了自主生产、设立加盟门店（自建渠道）的经营模式，此后绝味鸭脖门店在全国快速扩张，充分满足消费者对于卤制品新鲜美味、方便快捷的消费需求，当前公司以全国门店超过14000家、营收规模超60亿元占据休闲卤制品行业龙头地位。与此同时，市场环境及消费趋势时常变化，企业自身发展阶段的变化也意味着经营侧重点有所不同，因此休闲食品企业还需保持敏锐的洞察力及较强的应变能力，针对不同时期的行业环境做出经营模式的升级优化。例如三只松鼠以电商起家，在2012-2015年间乘平台电商快速崛起之东风实现快速增长，但2020年以来面临线上电商流量去中心化的压力，当前公司积极探索转型升级之路，逐步强化渠道网络与供应链建设。

2 盐津铺子：休闲零食代表企业，多品类自主制造

2.1 多品类、多品牌布局，渠道结构与市场结构逐步优化

盐津铺子以凉果蜜饯工厂起家，已成长一家品类较为齐全、在国内消费市场具有一定影响力的休闲零食代表企业。盐津铺子成立于2005年，是一家集休闲食品研发、生产和销售于一体的企业集团公司。公司成立之初建立起果干蜜饯工厂，率先推出凉果蜜饯独立散装产品。此后相继建设起豆制品工厂、肉制品工厂、坚果炒货工厂、素食糕点工厂、凤爪工厂、烘焙糕点工厂、果干工厂，形成了涵盖烘焙糕点、蜜饯炒货、休闲豆制品、休闲肉制品、鱼糜制品、坚果果干等在内的多品类产品矩阵。2017年2月公司在深交所成功上市，被媒体誉为“中国零食自主制造第一股”。经过多年发展，盐津铺子已成长为一家在国内消费市场具有一定影响力的休闲食品代表企业，“盐津铺子”商标也被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

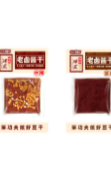
图表 12 盐津铺子发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所整理

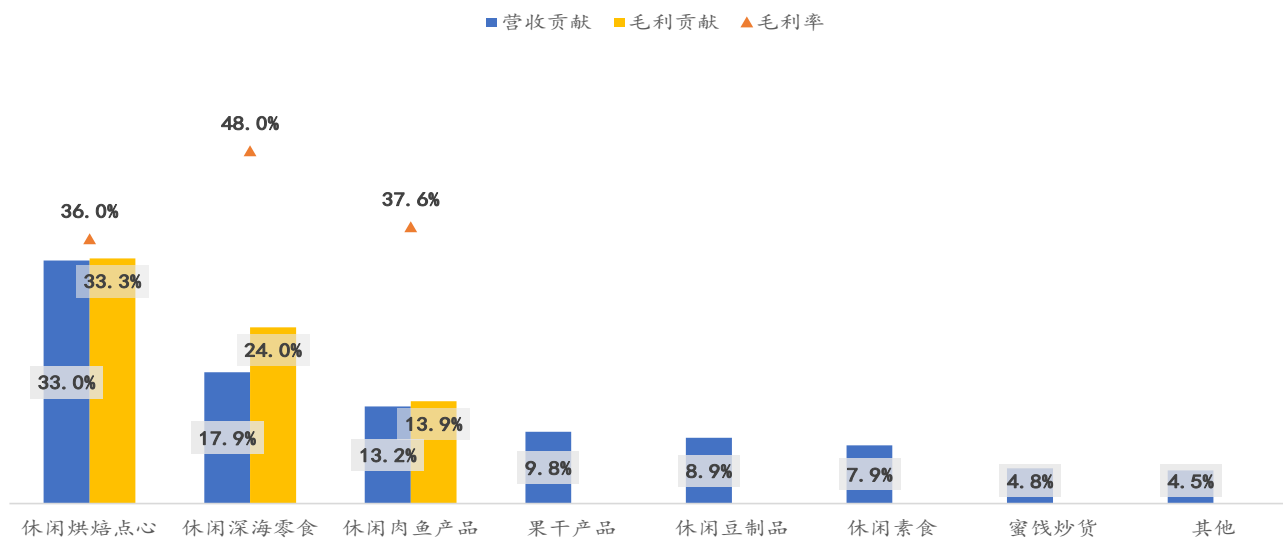
成功打造烘焙第二增长曲线，形成咸味+甜味两大产品阵营、多品牌布局。公司发展初期公司产品以咸味小吃为主（鱼糜制品、豆干产品、肉鱼产品、蜜饯炒货产品、素食产品等），2017-2019 年公司开始发力烘焙糕点业务，烘焙糕点类产品的研发创新加快，叠加商超“店中岛”营销模式创新的推动下，2019 年烘焙类产品（含薯片）跃升为公司第一大品类，成为公司第二增长曲线。目前公司形成“咸味零食”与“甜味零食”两大产品阵营，旗下拥有“盐津铺子”（咸味零食）、“憨豆爸爸”（休闲烘焙）、“31° 鲜”（深海零食）、“薯惑”（烘焙薯片）等知名零食子品牌。

图表 13 盐津铺子产品矩阵丰富

品类	休闲深海零食	休闲烘焙点心	休闲肉鱼产品	果干产品	休闲素食	休闲豆制品	其他
代表产品							

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

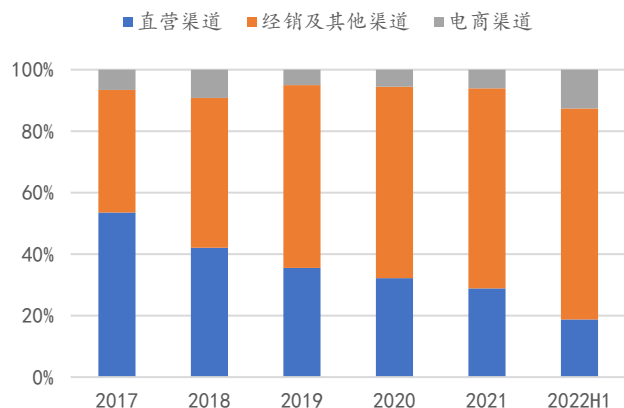
图表 14 公司分产品营收与毛利结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

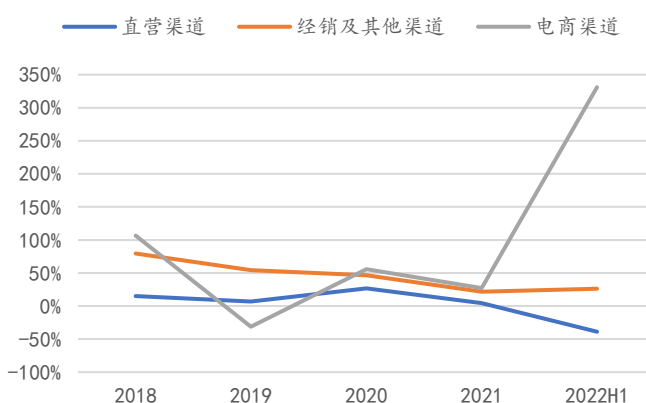
近年来渠道结构变化较大，直营商超渠道占比降低，经销及其他渠道占比大幅提升。公司长期以来坚持“直营商超主导、经销跟随”的渠道策略，与沃尔玛、家乐福、华润万家等大型连锁商超建立起长期紧密的合作关系，直营商超渠道也是公司渠道网络的重心，2017 年直营商超渠道收入占比高达 53.6%。但随着商超流量持续下滑，公司对渠道结构进行调整优化，经销渠道及新兴渠道收入占比显著提升，2021 年直营/经销及其他/电商渠道营收占比分别为 28.9%/65.0%/6.1%，公司渠道体系更加立体、多元化。

图表 15 公司渠道营收结构变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

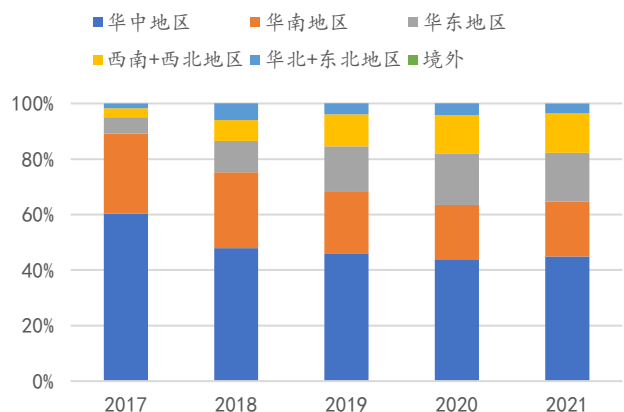
图表 16 公司经销及其他渠道以及电商渠道领衔增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

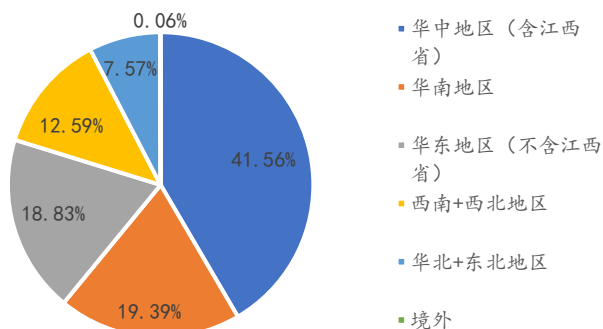
华中地区贡献最大比例的营业收入，外埠市场扩张持续，区域结构趋于平衡。2005 年公司从湖南起家，华中地区始终为公司的核心市场，2017 年华中地区营收占比为 60.3%。2017 年上市以来，公司加快区域扩张的步伐，省外市场取得较快增长，2021 年华中（含江西省）/华南/华东/西南+西北/华北+东北地区收入占比分别为 41.6%/19.4%/18.8%/12.6%/7.6%，区域结构较此前更加平衡，但省外市场扩张仍有较大空间。

图表 17 公司分地区营收结构变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 公司分地区营收结构，2021 年

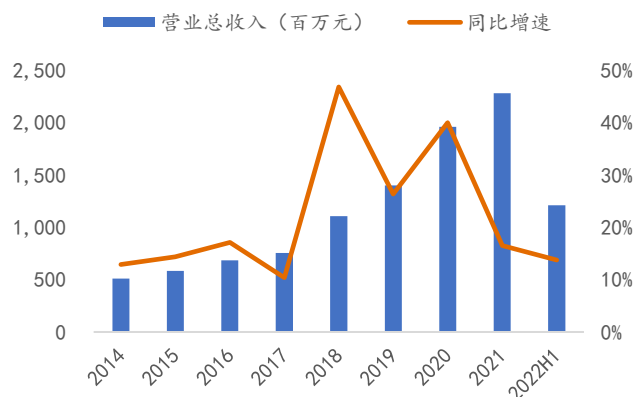


资料来源：公司公告，华安证券研究所

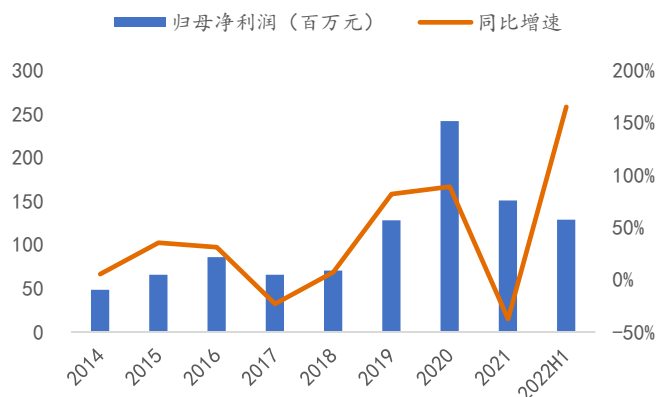
2016-2020 年归母净利润 CAGR 为 29.6%，2021 年公司经营短暂受冲击，此后及时进行战略调整，目前战略调整初见成效。上市以来公司驶入发展快车道，2016-2020 年收入 CAGR 为 30.1%，归母净利润 CAGR 为 29.6%。2021 年上半年由于公司的优势渠道商超渠道受到社区团购等新兴渠道的较大冲击，且新品推广及市场拓展的费用投入较大，叠加原材料价格涨幅显著，导致业绩承压明显，2021H1 公司营收同比+12.5%，归母净利润同比-62.6%。此后公司迅速调整经营战略，加速推进全渠道布局并进行品类聚焦，加强供应链建设。2022 年以来公司业绩已有明显

改善, 战略转型初见成效。2022 年上半年, 公司实现营业收入 12.1 亿元, 同比+13.7%; 实现归母净利润 1.29 亿元, 同比+165.0%。

图表 19 公司营业收入及同比变化



图表 20 公司归母净利润及同比变化



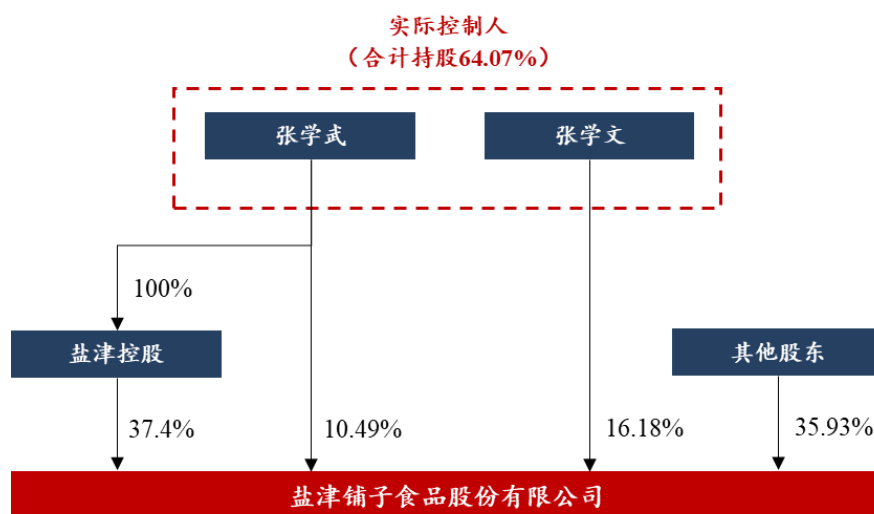
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2 管理团队专业性强、经验丰富, 股权激励激发动能

公司为家族民营企业, 创始人张学武、张学文兄弟为公司实控人, 股权结构稳定。公司第一大股东为湖南盐津铺子控股有限公司, 创始人张学武先生持有其 100% 股份, 同时张学武先生直接持有公司 10.49% 股份。张学武先生之兄张学文先生直接持有公司 16.18% 股份。张学武、张学文兄弟为公司实际控制人, 合计持有上市公司 64.07% 股份。创始人张学武先生少时在父亲经营的蜜饯工厂长大, 大学毕业后就职于外资食品企业, 2005 年回乡创建了盐津铺子食品公司, 拥有丰富的食品行业从业经验, 现任公司董事长/总经理一职。

图表 21 盐津铺子股权结构图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所整理

业务条线引进拥有对应专业领域丰富运营管理经验的**核心高管，为战略转型升级增添动力**。2021年2月黄敏胜先生入职公司，目前任公司副总经理一职，负责大制造和质量保证事业部运营管理。黄敏胜总曾就职于雀巢（中国）有限公司，拥有丰富的生产管理经验。2020年10月张磊先生加入公司任公司副总经理，张磊总曾任立白集团电商总经理，擅长电商渠道运营，目前负责公司电商及线上数字化营销工作。

图表 22 公司核心高管履历及持股情况（截至 2021 年年末数据）

姓名	职务	年龄	持有公司股份数量	履历简介
张学武	董事长/总经理	47	13,424,714	2005 年创办公司，现任盐津铺子食品股份有限公司董事长兼总经理、湖南盐津铺子控股有限公司执行董事兼总经理。
兰波	董事/副总经理	38	1,115,000	2004 年入职公司，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，全国经销商渠道负责人、渠道事业部部长，2019 年起，任公司董事、副总经理。
杨林广	董事/副总经理	40	485,000	曾任四川米老头食品工业集团股份有限公司总裁、成都湘商联盟股权投资基金管理有限公司副总经理，兼湖南田园香生鲜集团总裁。2018 年入职公司，2019 年 3 月起任公司副总经理。
黄敏胜	副总经理	41	200,000	曾就职于雀巢（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。
张磊	副总经理	41	50,000	曾任库巴网华南大区总经理、2013-2014 任深圳海吉星商城 CEO、立白集团电商总经理。2020 年 10 月入职盐津铺子食品股份有限公司，负责电商及线上数字化营销工作。
朱正旺	董事会秘书/财务总监	47	817,581	注册会计师、注册税务师、注册资产评估师。曾任职湖南湘资有限责任会计师事务所高级项目经理。2007 年 12 月入职公司，历任财务部经理、总经理助理、审计部经理、财务部副部长，2014 年 8 月起任公司证券事务代表，2017 年 8 月起任公司董事会秘书、财务总监。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：公司 2022 年 10 月 26 日发布公告称，原副总经理张小三先生因个人原因申请辞去公司副总经理职务，辞职后将不在公司及子公司担任任何职务。

持续实施股权激励计划，绑定高管及核心人员利益，充分调动内部积极性。
第一轮股权激励计划：2019 年 3 月公司发布限制性股票激励计划，计划授予限制性股票 550 万股（其中首次授予 440 万股，预留 110 万股），首次授予的激励对象为包括公司（含子公司）董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员在内的 12 人。解除限售需满足公司层面及个人层面的业绩考核要求，解除限售考核年度为 2019-2021 年三个会计年度。从业绩完成情况来看，2019-2021 年收入与净利润的目标全部达成，股权激励计划的激励效果明显。
第二轮股权激励计划：2021 年 3 月公司再次推出股权激励方案助力战略转型新三年，计划授予 32 名董监高及核心技术人员限制性股票 223.67 万股，授予价格 53.37 元/股。本轮股权激励解除限售的考核年度为 2021-2022 年，由于公司 2021 年公司经营承压，业绩未达成第一个解除限售期的业绩考核目标。考虑到外部环境的变化以及公司战略转型处于初始阶段，公司于 2022 年 1 月调整股权激励计划业绩考核目标，以求最大程度发挥激励效果，健全长效激励机制。目前公司绝大多数核心高管持有公司股份，管理层利益绑定有

助于公司经营战略更好实施。

图表 23 2019 年股权激励计划业绩考核目标与实际完成情况

考核年度	2019	2020	2021
目标实现营业收入（百万元）	1,273.7	1,495.2	1,772.1
实际实现营业收入（百万元）	1,399.3	1,958.9	2,281.5
目标实现扣非归母净利润（扣除股权激励成本前，百万元）	74.5	99.3	133.6
实际实现扣非归母净利润（百万元）	101.3	189.4	91.4

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 2021 年股权激励计划业绩考核目标与实际完成情况

考核年度	2021	2022	2023
目标实现营业收入（百万元）	2,507.3	2,703.2	3,251.7
实际实现营业收入（百万元）	2,281.5		
目标实现扣非归母净利润（扣除股权激励成本前，百万元）	268.9	248.0	380.6
实际实现扣非归母净利润（百万元）	91.4		

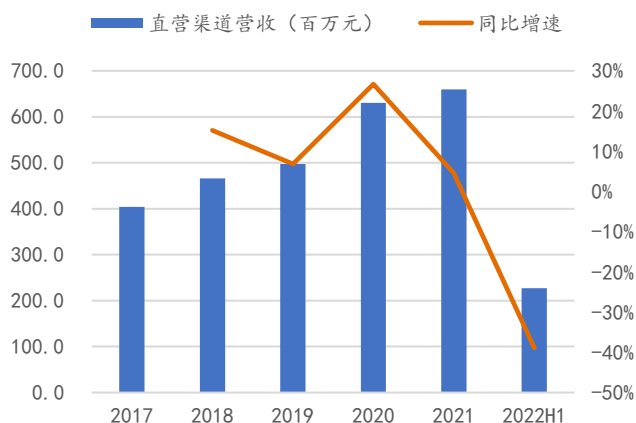
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 战略转型：“多品类、全渠道”，产品渠道双轮驱动

3.1 转型背景：商超模式已较难适应当前消费趋势变化

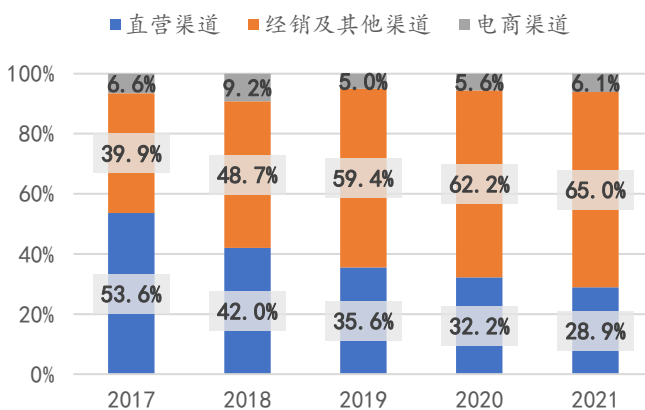
2020 年以前商超渠道在公司的渠道结构中占有重要地位。2020 年以前，公司实施“直营商超主导、经销跟随”的渠道策略，以大型商超的直营渠道作为渠道网络的重心，辐射带动地区经销商的发展。公司与沃尔玛、家乐福、麦德龙等超大型跨国连锁超市，以及永辉、华润万家、步步高、人人乐、天虹百货、中百等国内大型连锁商超保持长期、紧密的合作关系，借助大型商超渠道高势能的特点，形成较高的品牌知名度与美誉度。2017-2019 年直营 KA 渠道的收入占比分别为 53.57%/42.05%/35.56%，考虑到大型商超之外的地区连锁超市/小型超市等超市由经销商来覆盖，公司产品在整个商超系统的收入占比实际更高。

图表 25 线下直营收入及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 26 各渠道营收占比变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2018 年商超“店中岛”模式创新对销售增长的促进作用明显。2018 年公司进行营销与品牌推广模式创新, 开始在大中型 KA 卖场实施“店中岛”战略。店中岛是公司在商超卖场设置的有一定占地面积的柜台, 专门陈列、售卖公司的各种产品, 并配套以多种广告宣传设备。公司先后成功打造“金铺子”店中岛、“蓝宝石”烘焙店中岛模型, 并在全国范围内进行扩张。店中岛模式既解决了此前超市散装商品区域品牌识别度不高的问题, 有效提升品牌影响力, 又能给顾客带来更好的购物体验, 收获更高的品牌美誉度。2019 年“店中岛”模式升级为“盐津铺子”零食屋+“憨豆先生”面包屋的“双岛战略”, 将咸味零食与甜味烘焙食品分开陈列售卖, 中岛外观设计也持续升级迭代, 为消费者打造更佳的购物场景, 品牌宣传以及销售拉动效果持续显现。公司也凭借商超“店中岛”模式, 展现出较强的成长能力, 2018/2019 年收入增速分别为 46.8%/26.3%, 较此前增长中枢有明显提高。

图表 27 盐津铺子的商超中岛: 盐津铺子零食屋



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 28 盐津铺子的商超中岛: 憨豆先生面包屋

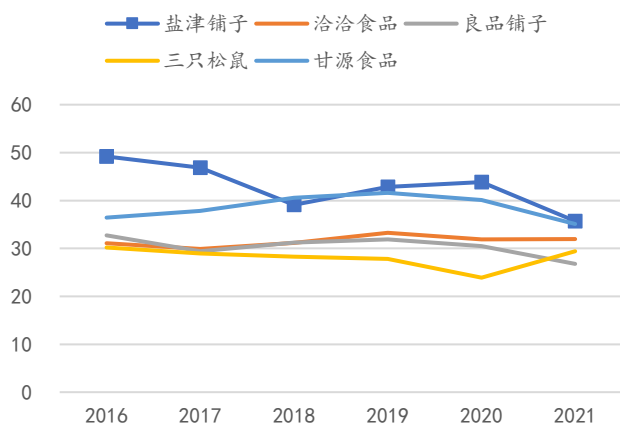


资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

商超模式的特征: 散装产品为主, 品类丰富多样, 高毛利率, 高销售费用率。

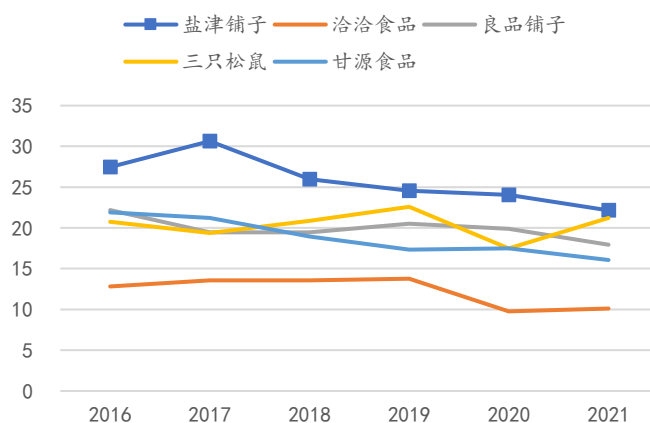
为匹配商超模式，过去公司产品以散装为主，涵盖凉果蜜饯、休闲豆制品、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品、休闲烘焙点心、薯片、果干等品类，可满足消费者多元化的选购需求，增强其购物体验。与其他渠道类型相比，商超渠道的供货价与毛利率水平通常更高，但与商超的合作需要品牌方配备较多业务人员，并支付进场费、条码费、陈列费等系列费用，因此费用率也更高。以休闲零食行业为例，主打商超渠道的盐津铺子毛利率虽高于同行，但与此同时，公司的销售费用率也较其他品牌更高，因此毛销差与净利率水平实际上并未能领先。类似地，在速冻食品行业，以商超渠道为主的三全食品的毛利率与销售费用率水平平均高于以经销模式为主的安井食品。

图表 29 休闲食品公司毛利率对比 (%)



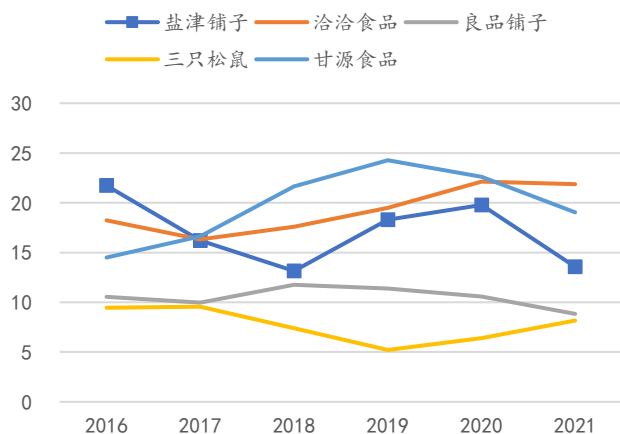
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 30 休闲食品公司销售费用率对比 (%)



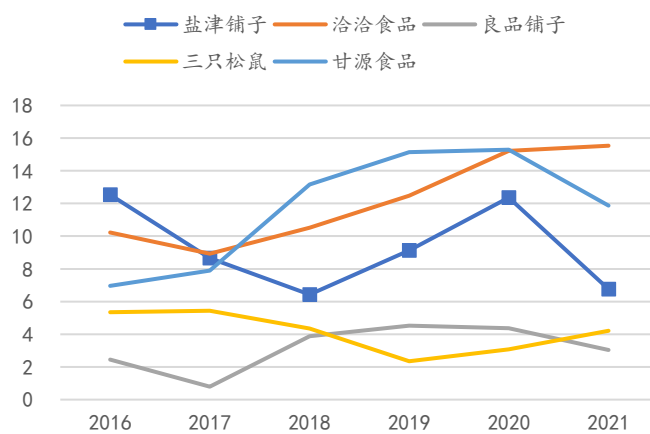
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 31 休闲食品公司毛销差对比 (%)



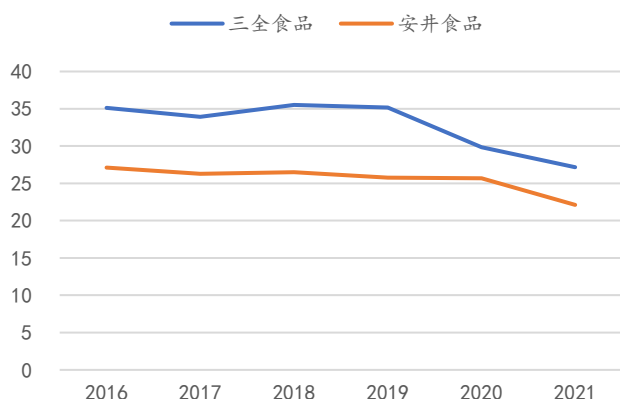
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 32 休闲食品公司净利率对比 (%)



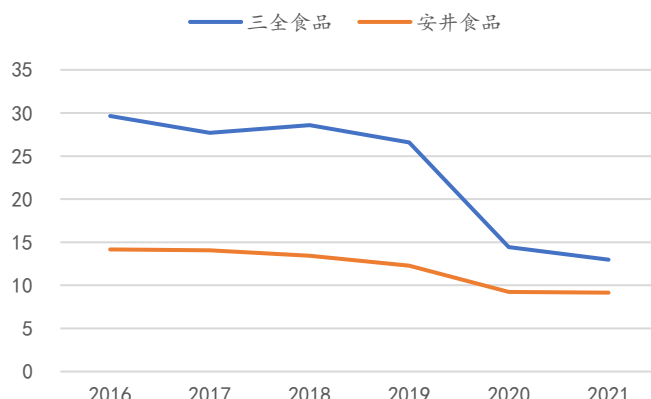
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 33 三全食品与安井食品毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

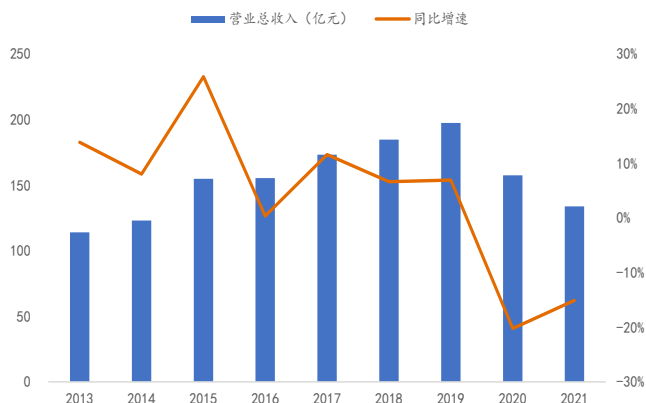
图表 34 三全食品与安井食品销售费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

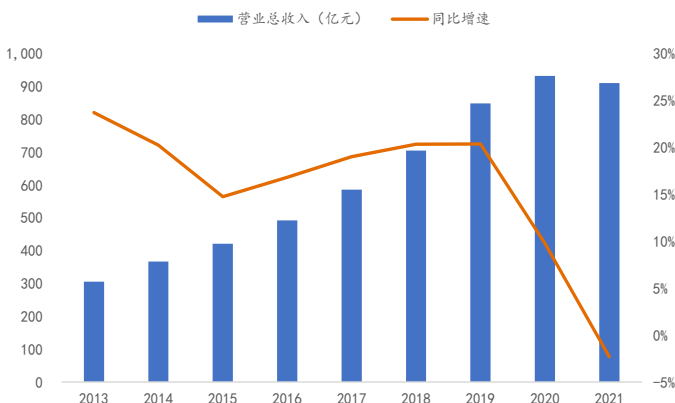
商超流量红利式微, 公司加速推动全渠道转型。2015 年前后线上电商快速发展开始争夺线下商超渠道的流量, 近年来社区团购、生鲜超市、零食专卖店等新业态的兴起进一步挤压了线下商超的生存空间, 同时疫情在一定程度上改变消费者的购物习惯, 加速零售业的流量去中心化, 传统商超渠道面临人流下滑的较大经营压力。对于盐津铺子公司而言, 过去以商超渠道为核心的渠道模式相应面临着挑战, 2020 年下半年以来收入利润开始有所降速, 2021 年上半年经营压力达到顶峰。但公司及时反应, 2020 年提出“多品牌、多品类, 全渠道、全产业链、(未来)全球化”的中长期发展战略, 2021 年下半年加速推动战略转型, 加快改变过去较为单一的渠道结构, 打造立体化、多元化的渠道体系, 实现全渠道覆盖。

图表 35 步步高营业收入及同比增速



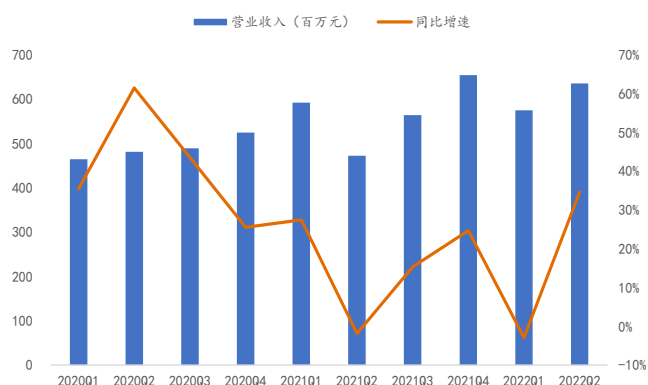
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 36 永辉超市营业收入及同比增速



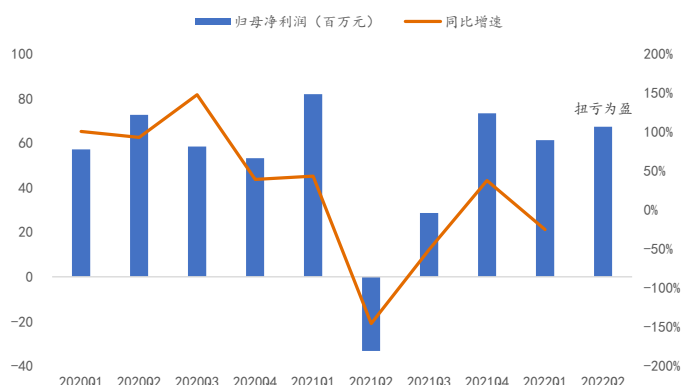
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 37 盐津铺子单季度营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 38 盐津铺子单季度归母净利润及同比增速

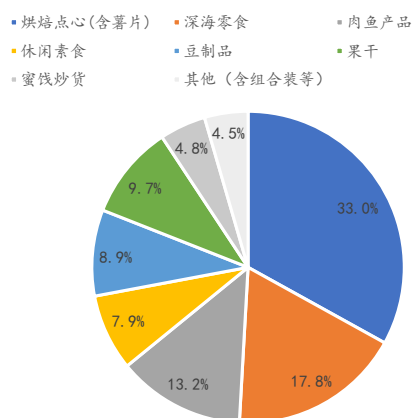


资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.2 多品类: 聚焦五大品类, 增强产品竞争力

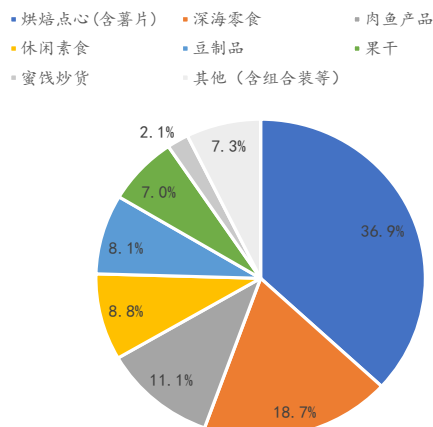
聚焦五大核心品类, 增加产品包装类型以适应全渠道覆盖。2021 年以来公司全面推进战略转型升级, 对产品品类与产品矩阵做出一定的调整。产品品类方面, 从过去的多品类转变为聚焦五大核心品类: 深海零食 (鱼豆腐、鱼肠、蟹柳等)、辣卤零食 (休闲豆制品、魔芋、休闲肉鱼产品等)、休闲烘焙点心 (蛋糕、面包、布丁等)、薯片、果干。目前营收排名第一的为休闲烘焙点心 (含薯片), 2021/2022H1 实现营业收入 7.54/4.46 亿元, 占总营收的比重为 33.0%/36.9%; 排名第二位的为休闲深海零食, 2021/2022H1 实现营业收入 4.07/2.26 亿元, 占总营收的比重为 17.8%/18.7%; 前两名的品类合计贡献约一半的营收体量。产品包装方面, 除公司一直擅长的散装产品之外, 还推出了定量装、流通装 (1 元、2 元流通装) 以及量贩装 (固定价格不同产品组合), 以适应不同渠道的产品需求。

图表 39 盐津铺子产品结构, 2021 年



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 40 盐津铺子产品结构, 2022H1



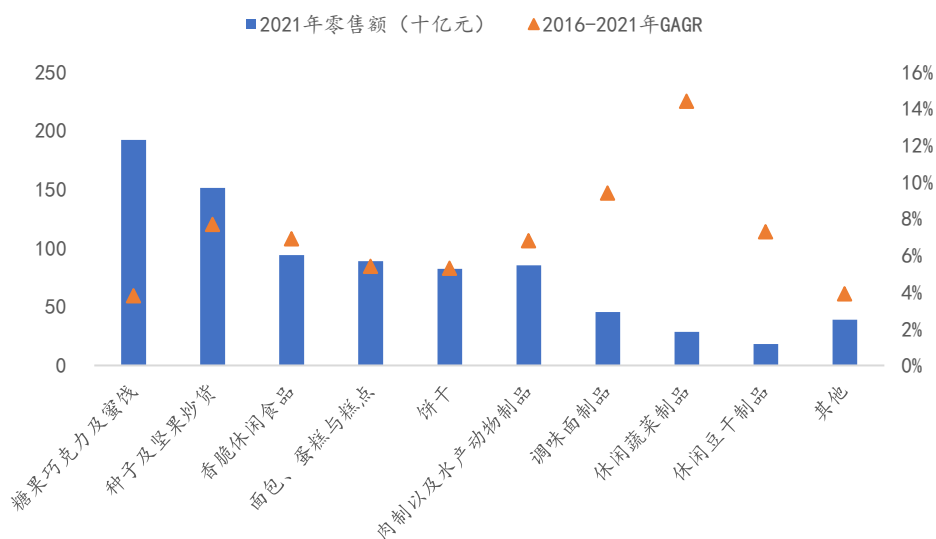
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

品类聚焦强化供应链优势、增强产品竞争力, 战略升级为产品+渠道双轮驱动。过去公司产品品类丰富多样, 在商超中岛中投放的品类往往在十个以上, 但各个品类体量都较为有限, 因此在供应链上难以形成规模优势。2021 年全面推进战略转型

升级以来，公司对产品品类进行精简，选择保留深海零食、辣卤零食、休闲烘焙点心、薯片、果干五大品类，力争将此五大品类打造成 10 亿级以上的大单品。通过聚焦资源做大五大品类的体量，使得细分品类原材料的采购更具备优势，生产与销售端规模效应也可更好的发挥，供应链端优势得以强化。同时重点产品的产品拉力增强，公司增长从过去单一的渠道驱动升级为产品+渠道双轮驱动。

品类选择充分考虑细分市场空间、格局以及自身竞争优势。公司主要依据四个标准进行品类的筛选：1) 细分市场有体量，2) 细分市场还在增长，3) 细分市场尚未形成垄断，4) 公司有供应链优势。例如公司选择聚焦的休闲烘焙、深海零食、辣卤零食赛道具备较大的市场空间。据卫龙美味招股说明书，2021 年面包蛋糕及点心品类零售额约 888 亿元，肉制以及水产动物制品零售额约 852 亿元，预计未来 5 年均将以中高个位数的增速增长。果干则是目前快速增长、正处于成长期的细分赛道，据华经产业研究院，2020 年果干行业市场规模达到 8.36 亿元，2011-2020 年市场规模 CAGR 为 20.34%，显著领先于整体休闲食品行业增速。此外，供应链优势亦是品类筛选的重要考虑因素。例如公司起步于具有吃辣习惯的湖南，对于打造辣卤产品具备更加丰富的经验和更加敏锐的市场洞察力，因此适宜继续精耕辣卤赛道。另一方面，此前商超模式下多品类投放具有市场测试作用，帮助公司完成选品工作，五大品类均是已被市场验证为具有良好动销的优质品类。

图表 41 休闲食品细分行业市场规模



资料来源：卫龙美味招股说明书，华安证券研究所

3.3 全渠道：各尽其长，品牌推广、扩张效率与盈利能力兼顾

经销与新零售渠道重视度提升，多点发力打造全渠道矩阵。2020 年以前，公司坚持“直营商超主导、经销跟随”的营销网络构建理念，直营商超是公司渠道网络的重心所在。面对商超流量加速流失、新兴渠道快速崛起的市场环境，2020 年公司提出“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”，将经销商渠道以及新零售渠道的战略意义提升。2021 年延续此前战略方向，并且进一步明确为“直营商超树标杆，经销商全面拓展、渠道下沉，电商、零食渠道等新兴渠道积极突破”，对经销及新零售渠道的拓展以及渠道下沉提出更高的要求。目前公司正在打造全渠

道矩阵，已逐步形成多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络。

图表 42 公司营销网络发展战略变化

2019年以前	2020年	2021年
“直营商超主导、经销跟随” 线下营销网络“以点带面、分区连片、阶梯拓展”，同时，电商运营规模与效益兼顾，逐步形成“线下+线上”良性互补的立体营销网络	“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖” 坚持直营全国性KA商超，经销商跟随覆盖地方性大中型商超/社区超市/乡镇超市；同时，快速拥抱探索社区团购/直播带货/B2B/O2O等新零售渠道	“直营商超树标杆，经销商全面拓展、渠道下沉，电商、零食渠道等新兴渠道积极突破” 在保持原有KA、AB类超市优势外，重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等，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。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

直营商超与线上电商渠道起到品牌宣传推广的重要作用。进驻大型商超的门槛较高，大型商超公司会对供应方的产品品质、供应稳定性、产品动销速度、公司运营能力等多方面进行评判，大型商超也是消费者普遍认同的高端渠道，因此在大型商超中出现的品牌通常具有较高的品牌势能。另一方面，大型商超在全国各地的广泛布局也放大了品牌宣传的效果，为区域市场的拓展奠定基础。因此虽然商超渠道流量下滑明显，公司的全新渠道战略仍然保留直营商超渠道。但相比于过去直营商超渠道占据核心地位，目前直营商超渠道的占比在下降。线上电商则是线上推广品牌的重要阵地，公司通过在各大平台打造线上爆品、与主播合作种草引流、进行事件营销等多重方式全面提升盐津铺子的品牌力。

经销流通渠道的渠道扩张效率高，盈利能力相对较强。经销商的销售渠道包括地区性连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等，能够有效填补高端渠道外的市场份额。发展经销渠道有利于公司利用经销商对于终端网点的掌控能力快速实现区域扩张、渠道下沉与渠道加密。另一方面，经销渠道具有运营杠杆作用，有助于品牌方节省运营成本费用，提升整体运营效率。渠道间横向对比来看，经销渠道的毛利率水平并非最高但费用投入明显更低，因此净利率水平最高。

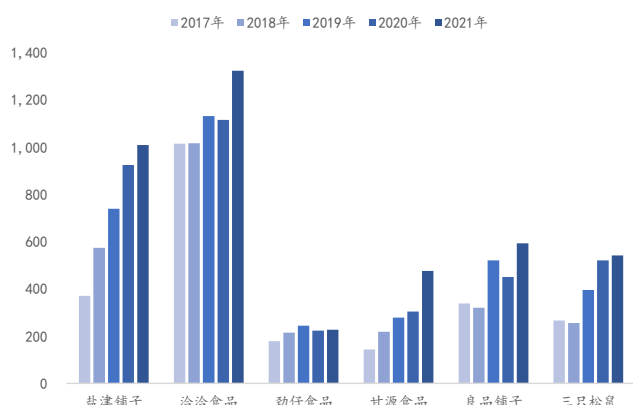
公司积极拥抱零食专营店等新兴渠道，新兴渠道成长性突出。零食专营店是当下热门的零食销售渠道，因经济实惠、购物体验佳而深受消费者喜爱，近年来发展迅猛，以零食很忙品牌为例，据食评方，零食很忙仅用 5 年时间实现全国门店数量超 1200 家，年接待消费者超 8000 万人次，2022 年预计全年销售额可实现 60 亿。此类新兴渠道的兴起对于零食品牌来说是重要的发展机会，公司采取积极拥抱的态度，2021 年下半年开始陆续与零食很忙、戴永红等零食量贩品牌建立起深度合作关系，预计 2022H1 零食专营渠道为公司带来约 1.5 亿元的收入增量。

4 供应链：夯实内功，打造“高品质、高性价比”产品

4.1 坚持自主生产模式，保障产品高品质

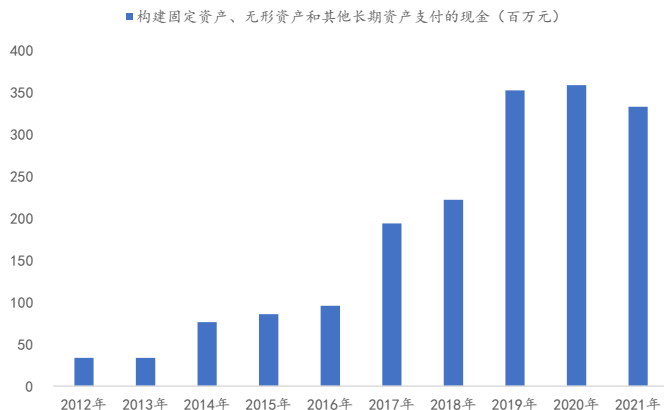
公司坚持多品类自主生产，保障产品品质、打磨供应链能力。公司自 2005 年成立以来始终坚持自主制造，持续在生产制造端进行资本投入。目前公司在湖南浏阳、江西修水、广西凭祥、河南漯河共有 4 个生产基地，公司销售的所有休闲零食 95%以上均为公司自己生产，仅有少量外购产成品（与公司产品适用相同标准）作为临时补充。作为对比，良品铺子、三只松鼠、来伊份等休闲食品同行则采用委托加工的生产模式。自主生产模式的优势在于厂家可从源头控制生产流程，对产品质量安全更强的保障；但自主生产模式需要在前期建设工厂、产线等方面进行大量投入，产能建设周期较长，且品类切换不如委托加工模式灵活。因此自主生产的生产模式叠加多品类的产品策略组合对于休闲食品公司而言是一种相对更难的路径，也意味着需要更强的供应链能力。但盐津铺子自成立以来一直坚持自主生产+多品类的“hard 模式”，倒逼自己持续增强供应链能力，也在过去十余年的发展历程中逐渐积累了多品类精益生产的宝贵经验。

图表 43 休闲食品公司固定资产总额对比（百万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

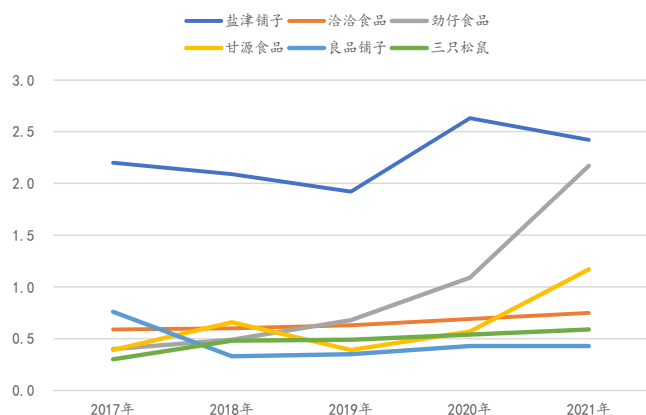
图表 44 盐津铺子资本开支变化（百万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

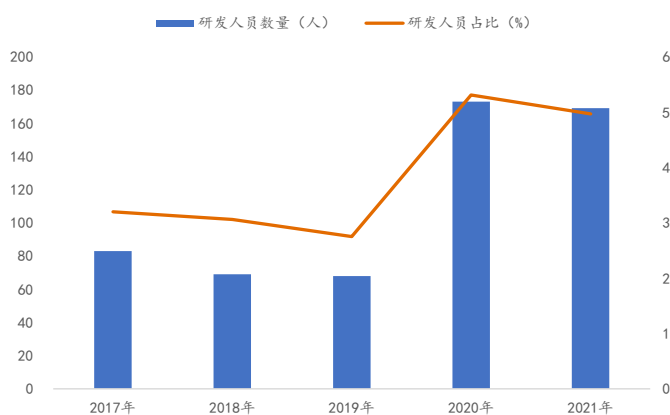
重视研发投入，市场反应及时快速。休闲零食行业具有产品快速迭代的特征，公司重视产品研发，研发费用占比持续位于行业前列。研发模式方面，公司采用“实验工厂”模式进行已有产品的改进工作以及新产品的研发工作。在该模式下，公司以市场需求为研发驱动力，面对市场的新需求，快速启动新品开发，短期内完成小批量生产后投放市场，市场反应良好的产品即开始大规模生产。在此之前，新品大批量生产线建设期间和生产设备试运行尚未正式投产期间，公司会进行短期外购产成品进行销售，同时加快投产进程。产品研发立足市场需求，“实验工厂”模式将产品研发-生产制造-市场反馈环节有机结合，帮助公司对市场变化做出快速反应，并能快速完成从产品研发到规模量产。

图表 45 休闲食品公司研发费用率对比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 46 盐津铺子研发人员数量及占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

4.2 上中下游环节打通，建立供应链降本增效正向循环

盐津铺子定位国民零食、匹配大众消费，致力于打造极致性价比，契合广大消费者的需求。2021 年全面实施战略转型，品牌定位与战术打法逐步明晰，“盐津铺子”力争成为“国民零食”品牌，以“高品质、高性价比”的零食产品来吸引更为广泛的消费群体。从宏观角度来看，在整体经济增速放缓背景下，消费者对于非必选消费的休闲零食的消费能力与消费意愿有所降低，但对于食品更高品质的诉求始终不变，因此公司“高品质、高性价比”的产品十分契合广大消费者的需求。在零食很忙、老婆大人等零食专营渠道，同类型产品零售价明显低于商超零售价，此类零食量贩品牌近两年的快速发展也侧面反映了消费者对于平价产品的诉求在增强。

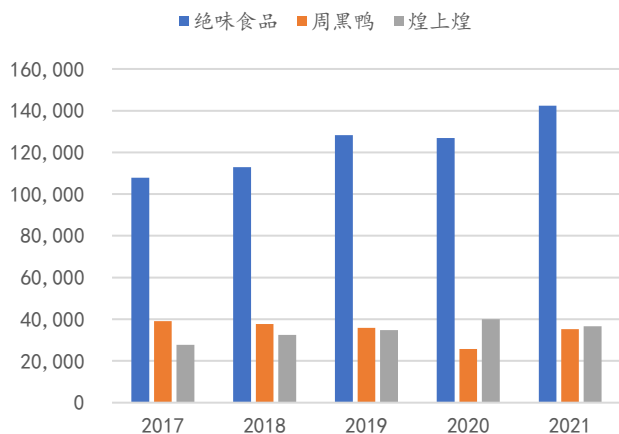
打造极致性价比的关键在于供应链降本增效。2021 年公司初步完成供应链升级改造，一方面进行品类聚焦，另一方面加速构建上中下游的利益共同体关系，未来规模化生产下降有效降低采购成本和生产成本，从而实现正向循环。具体而言，

- **上游采购：成本控制能力增强。**品类聚焦叠加平价售卖帮助公司在细分品类上实现汇量式增长，特定原材料的采购量显著提升。从上游供应商的角度看，盐津铺子的快速增长可为其带来长期、稳定、更大规模的采购订单，且盐津铺子此类大客户可对其按时结算货款甚至提前预付账款，因此头部供应商与公司的合作意愿增强。从公司角度来看，由于采购量持续稳定地增长，公司对于上游供应商拥有更强的议价权，有利于控制采购成本。目前公司与主要原材料的供应商签订长期战略合作协议，获得更稳定的原材料供应。
- **中间生产：生产制造成本摊薄。**随着销量增长，产能利用率提升，生产制造成本可被摊薄，规模效应增强。
- **下游销售：价格实惠品质优良的产品拉动终端销售、促进渠道扩张。**由于供应链效率优化，整体生产成本降低，公司可以提供品质优良同时价格实惠的产品，契合大众消费人群的需求，有利于公司与更多渠道建立合作关系，拉动整体销售增长、促进市场扩张与渠道下沉。

目前公司在零食很忙等新兴渠道快速放量、渠道下沉的速度快，主要得益于销售产品的高品质与高性价比，未来供应链降本效果有望进一步体现。2021 年全面推进战略转型以来，下游经销及其他渠道以及电商渠道（相较商超渠道更追求性价比）

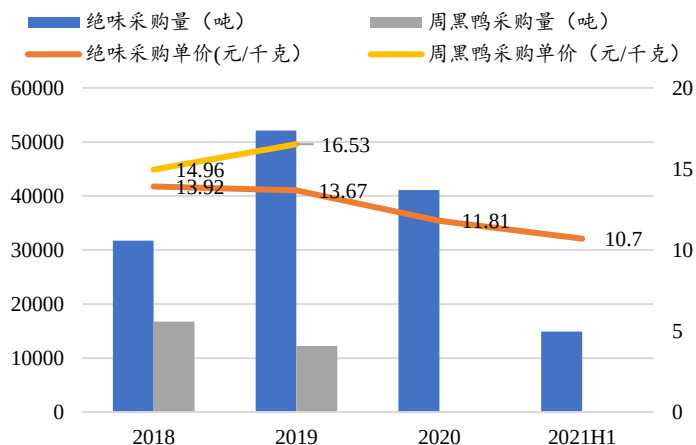
的快速放量已经开始验证高性价比产品加速渠道放量的逻辑链条，未来采购及生产成本是否能够整体稳中有降仍有待更多数据验证。但参考与盐津铺子同样重视供应链建设的绝味食品在成为卤制品细分赛道绝对龙头后的成本控制能力，我们判断上述逻辑大概率将在公司实际经营中得到兑现。绝味食品已是卤制品销量最大也是鸭副冻品采购量最大的卤制品生产制造公司，对上游供应商的议价权较高，享有一定的采购价格优势，且平均生产成本较竞争对手更低。

图表 47 卤制品头部公司销量对比



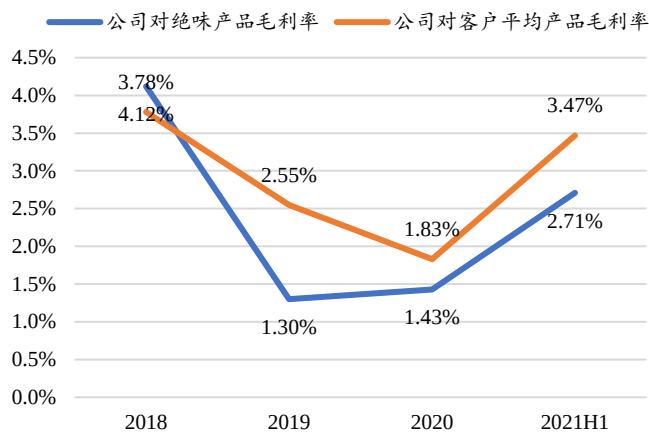
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 绝味从第一大供应商益客食品采购鸭产品单价更低



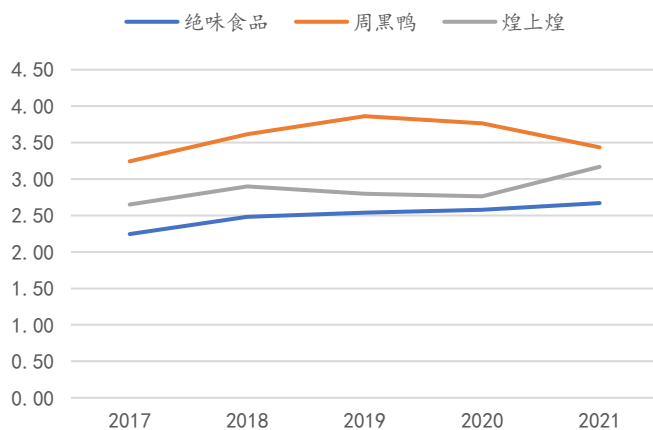
资料来源：益客食品招股说明书，华安证券研究所

图表 49 益客食品对绝味的销售毛利率低于平均水平



资料来源：益客食品招股说明书，华安证券研究所

图表 50 卤制品头部公司吨成本对比 (万元/吨)



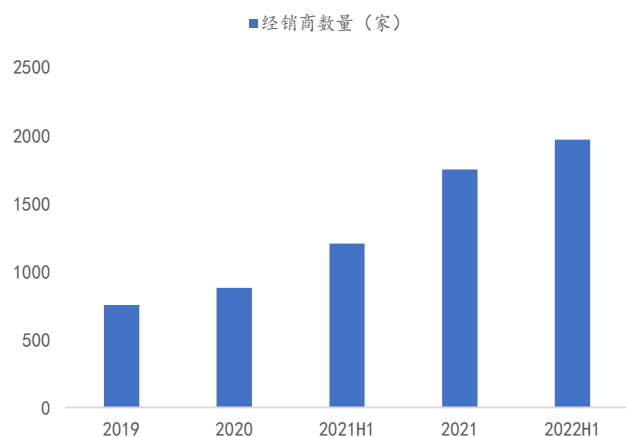
资料来源：Wind，华安证券研究所

5 未来展望：渠道扩张空间广阔，效率与盈利水平持续提升

5.1 以“高品质、高性价比”优势实现渠道扩张与放量

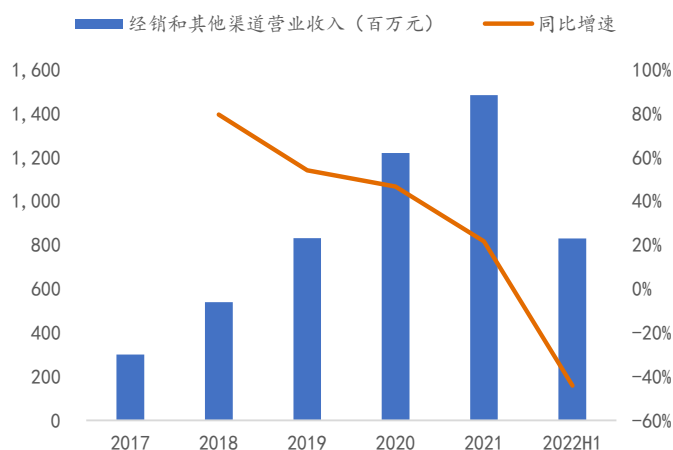
经销渠道扩张节奏加快，供应链降本增效促进产品竞争力提升，渠道下沉动能强劲。2021 年 8 月公司从卫龙引进张小三总担任公司副总经理职位，张总具备丰富的流通渠道运营管理经验，加入公司后负责大营销全渠道运营管理，带领团队重点推动了定量装流通装渠道的发展，为全渠道战略深入推进打下坚实的基础。张总近期从公司离职，其此前主管的业务已由其他具有丰富渠道运作经验的高管接管，公司内部实现了平稳过渡。去年下半年以来，公司的经销商队伍扩张加速，产品方面相应推出定量装、流通装以匹配经销流通渠道，促进渠道下沉。当前在广大的下沉市场存在较多白牌、小牌零食产品，而公司作为零食知名品牌，产品研发实力出众，且在供应链完成降本增效升级之后，可向消费者提供更加实惠且美味的零食产品（如 1 元/2 元流通装产品），竞争优势凸显，预计公司市场份额将不断提升。

图表 51 盐津铺子经销商数量变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

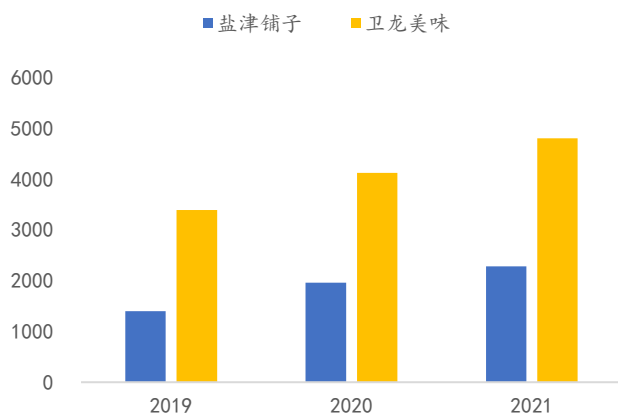
图表 52 经销及其他渠道收入及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

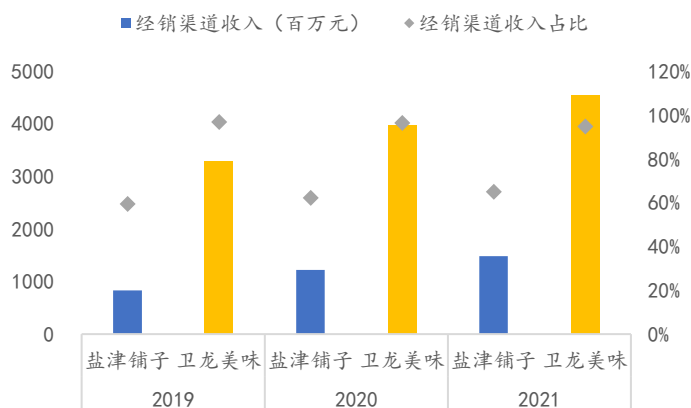
经销渠道扩张的空间广阔，收入体量仍有较大提升空间。目前公司渠道下沉尚在初始阶段，且市场仍较为集中在华中地区，2021 年收入规模为 22.8 亿元，其中经销及其他渠道实现收入 14.8 亿元（占比 65.02%）。对标中国最大的辣味零食企业卫龙美味，截至 2021 年 12 月 31 日，卫龙已与超过 1900 家线下经销商合作，覆盖了中国约 69 万个零售终端，已经建立起完善的全国化经销渠道网络，2021 年卫龙收入规模已增长至 48 亿元，其中线下渠道贡献 42.5 亿元（占比 88.5%）。未来随着公司渠道下沉与区域扩张深化，收入体量有较大提升空间。

图表 53 盐津铺子与卫龙美味的收入体量对比（百万元）



资料来源：卫龙美味招股书，公司公告，华安证券研究所

图表 54 盐津铺子与卫龙经销渠道收入及占比



资料来源：卫龙美味招股书，公司公告，华安证券研究所

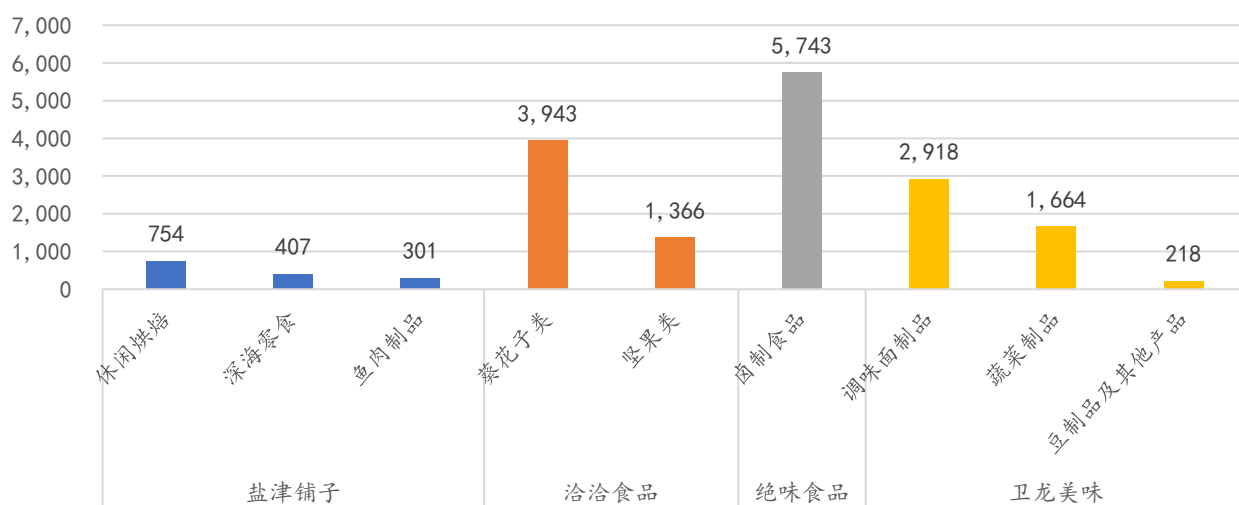
注：盐津铺子经销渠道收入包含新兴渠道及其他渠道收入

从容发力零食很忙等新兴渠道，乘新渠道快速崛起之东风实现销售端放量。得益于供应链转型升级完成，2021年下半年公司开始与平价零食专营品牌零食很忙进行合作，建立起互惠共赢的合作关系。一方面零食很忙门店需要盐津铺子此类头部零食品牌进行引流，另一方面盐津铺子也把握住零食很忙快速崛起的势能实现销售放量。目前公司在零食很忙系统的月销已经达到 2000 万元，是零食很忙的第一大产品供应商，且仍在增加 sku，后续月销量有望进一步提升。零食专营渠道的运营讲究快周转，而公司在供应链能力强化后，能够做到所供产品好吃不贵，符合消费趋势，动销表现已得到了市场验证。公司也将受益于零食专营连锁门店的快速扩张，据食评方，目前零食很忙在全国门店数量超 1200 家，且保持着每天新开约 2 家的开店速度，预计 2022 年营收规模有望达到 60 亿元。除零食很忙外，目前公司已与前六大零食专营品牌进行合作，预计未来零食专营渠道的收入贡献将有显著提升。此外，公司也积极拥抱社区团购、直播带货、O2O 等新零售渠道，供应高品质、高性价比的产品，并做好各个渠道 sku 的区格，以维持全渠道的良性健康发展。

5.2 供应链与渠道运营效率提升，盈利能力强化

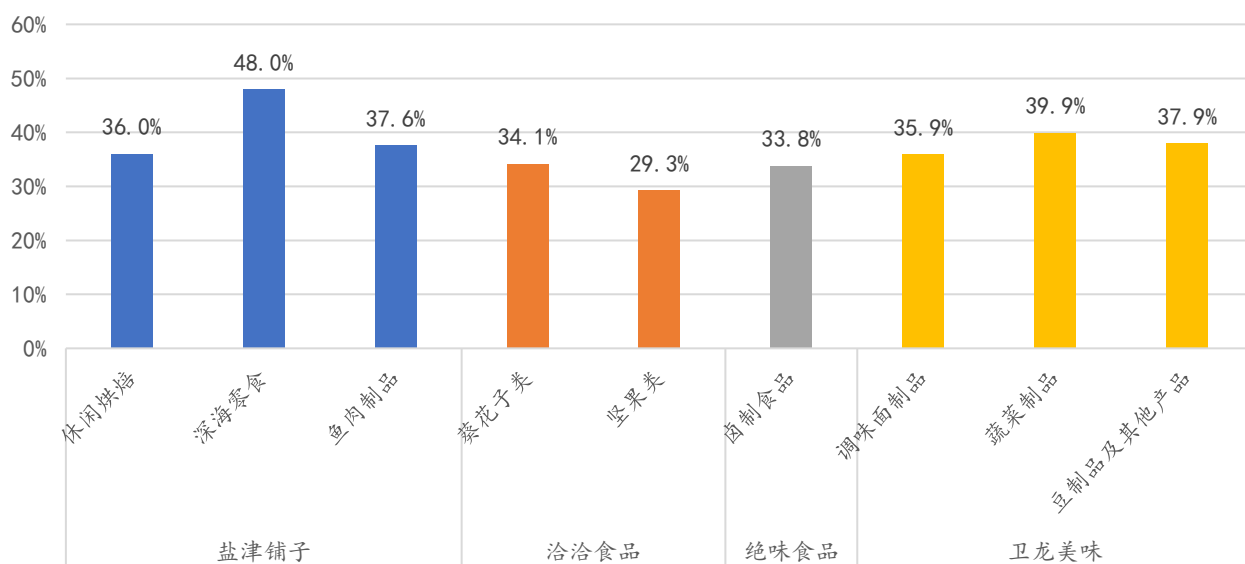
聚焦五大品类，体量逐步扩大促进供应链效率进一步提升。公司聚焦深海零食、辣卤零食、休闲烘焙点心、薯片、果干五大品类，所选品类具备较大的市场空间且公司具备一定的供应链优势，在全渠道发展带动下，有望逐步成长为 10 亿级以上的大单品。参考休闲食品行业成功打造出细分赛道大单品的公司利润率水平，公司净利率仍有较大提升空间。随着公司单品体量的增大，公司对于上下游的议价能力提升，以及自身的规模效益放大，同时大单品也相应带动品牌势能提升，多力共振促进公司各品类的盈利能力强化。

图表 55 休闲食品公司主要单品收入规模对比（百万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

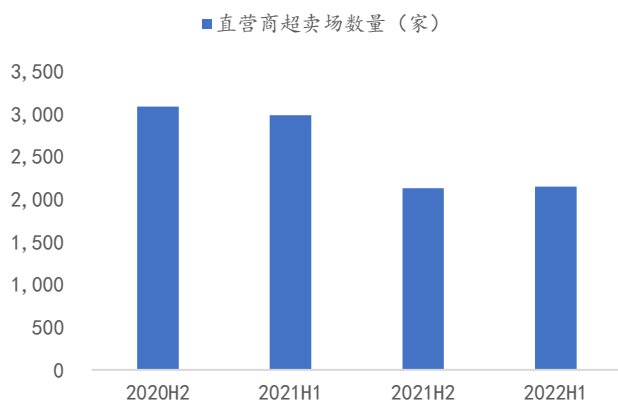
图表 56 休闲食品公司主要单品毛利率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

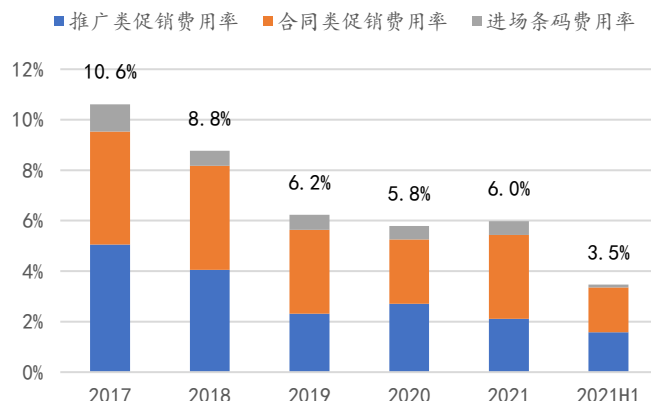
直营商超渠道调整优化，提升运营效率。过去直营商超渠道为公司渠道体系的重心，2018 年以来持续实施商超“店中岛”战略，但商超持续被分流导致费用投入的效果弱化。当前公司主动进行直营商超渠道的调整优化，一方面，减少直营商超门店的数量，部分原为公司直营的商超卖场转交给有能力的经销商来运营，可充分利用经销商的社会资源及运营管理能力提升整体商超系统的运营效率。截至 2022 年 6 月 30 日，公司直营的有 49 家大型连锁商超的 2148 个 KA 卖场。此外，对商超中岛战略进行调整，在部分面积小的门店投放专柜而非中岛，投放专柜的成本较投放中岛显著降低，体现公司正强化费用控制、提升资源投放效率。

图表 57 公司直营商超卖场数量减少



资料来源：公司公告，华安证券研究所

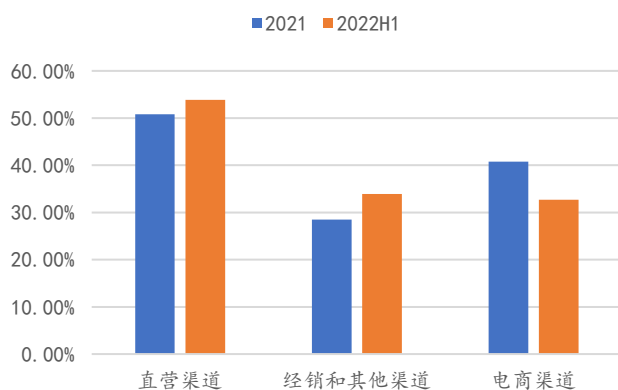
图表 58 部分费用节省效果明显



资料来源：公司公告，华安证券研究所

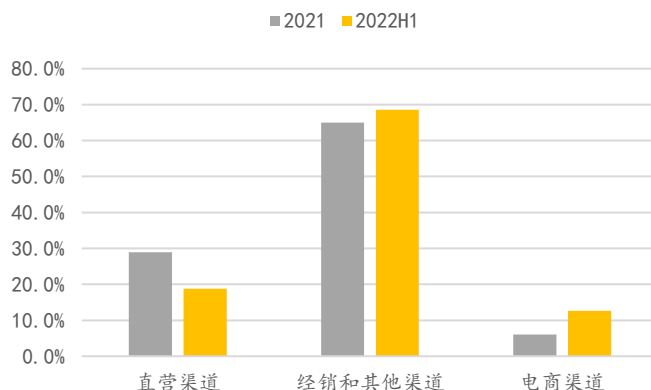
经销渠道占比提高拉动整体盈利水平提升。如第三章所述，直营商超渠道具有高毛利、高费用的特征，实际净利率水平较低。而经销渠道由于费用投入相对较少，净利率水平更高。2022H1 经销渠道（含新零售及其他渠道）营收占比为 68.5%，目前经销渠道快速增长，未来随着经销渠道占比有望进一步提高，拉动公司综合盈利能力提升。

图表 59 公司渠道毛利率水平对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

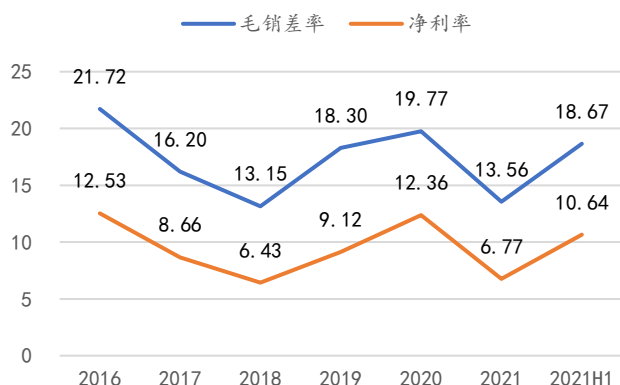
图表 60 公司各类渠道占比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

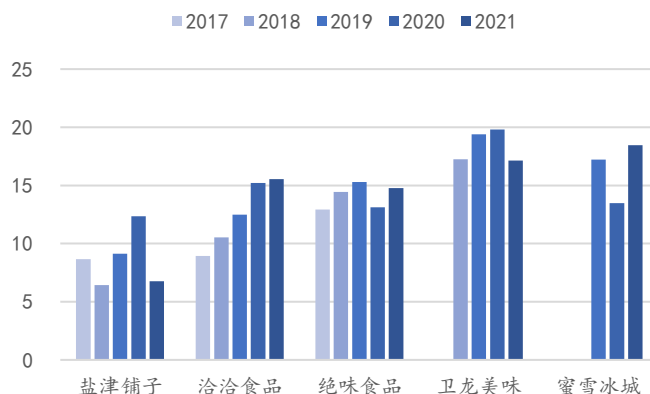
总结来看，一方面公司实现品类聚焦，在供应链上持续精益，在保证产品品质的前提下尽可能降低成本；另一方面，通过调整渠道结构同时优化渠道运营，优化费用投放的效果。产品、渠道、供应链共同发力，未来盈利能力有望持续增强。

图表 61 公司毛销差与净利率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 62 休闲食品公司净利率水平对比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

6 盈利预测与投资建议

结合上文分析，我们对公司业绩的重要影响因素做出如下假设：

收入：目前公司仍处于渠道结构优化调整阶段，对各类渠道设计针对性的策略，以多品类、多规格的产品组合匹配不同渠道的需求，我们按照渠道类型对未来收入进行假设：

1) 直营渠道：当前公司对直营商超渠道主动瘦身，逐步减少直接合作的大型 KA 卖场数量，2022H1 直营商超渠道收入同比-38.89%，占比降至 18.79%，预计 2022 年直营商超渠道收入同比下降-25.0%，2023 年降幅收窄至-10.0%，2024 年基本完成直营商超渠道瘦身，收入绝对量同比持平，但占比进一步降低至 11.4%。

2) 经销及其他渠道：当前公司高度重视经销渠道及零食很忙等新兴渠道的发展，2021 年下半年以来适度加快招商进度，并推出各品类的定量装、流通装以促进经销渠道的下沉；公司于 2021 年下半年开始与零食专营品牌合作，目前公司在零食很忙系统放量显著，月销额快速爬升至 2000 万元，且仍在继续增加进驻 SKU，2022 年下半年开始与零食很忙以外的其他零食专营品牌洽谈合作。预计经销及其他渠道将保持高增长态势，2022-2024 年收入增速分别为 30.0%/23.0%/17.0%。

3) 电商渠道：随着公司在电商渠道加大投放高性价比产品，紧抓抖音、快手等新型电商带来的流量红利，并持续创新电商营销手段，电商渠道高速增长，2022H1 电商渠道收入同比+331.08%；10 月公司新增电商团队核心骨干为全资子公司盐津电子商务的股东，进一步完善对电商团队的激励机制，充分调动员工积极性，预计未来电商渠道将维持快速增长，2022-2024 年收入增速分别为 200.0%/35.0%/20.0%。

毛利率：公司产品品类相较转型之前更加聚焦，并对供应链进行升级改造，有助于毛利率提升；此外，经销及其他渠道、电商渠道目前在快速放量阶段，未来规模优势将进一步显现。考虑到高毛利率的直营商超渠道占比逐步下降，预计综合毛利率年均提升幅度较小，2022-2024 年综合毛利率分别为 37.1%/37.6%/38.1%。

费用率：随着高费用率的直营商超渠道占比逐渐下降，低费用率的经销及其他渠道占比逐步提升，销售费用将得到较大程度的节省。收入规模的快速增长也有利于摊薄费用率。预计 2022-2024 年销售费用率分别为 18.0%/17.5%/17.2%；管理费用率分别为 5.0%/4.8%/4.6%。

综上，预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 28.4/33.8/38.9 亿元，同比

+24.4%/+19.0%/+15.3%；实现归母净利润 3.0/3.9/4.8 亿元，同比 +102.1%/+28.3%/+23.7%；EPS 分别为 2.37/3.04/3.76 元；当前股价对应 PE 分别为 40/31/25 倍。考虑到当前公司战略转型红利加速释放，渠道拓展进程显著，短期成长确定性与长期成长空间兼备，当前估值性价比凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 63 盐津铺子估值情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

7 风险提示

1. 渠道扩张进程不及预期；
2. 行业竞争加剧，产品放量受阻；
3. 全球通胀问题持续突出，成本端压力增大；
4. 食品安全问题。

财务报表与盈利预测

资产负债表			单位:百万元	
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	685	931	1176	1575
现金	135	229	466	769
应收账款	198	262	265	316
其他应收款	9	11	11	12
预付账款	60	70	80	89
存货	259	336	331	365
其他流动资产	24	24	24	24
非流动资产	1397	1498	1570	1613
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1010	1086	1129	1153
无形资产	195	222	239	246
其他非流动资产	192	189	201	213
资产总计	2082	2429	2746	3188
流动负债	1181	1339	1396	1541
短期借款	528	578	618	648
应付账款	222	304	281	362
其他流动负债	431	456	496	530
非流动负债	18	32	42	46
长期借款	2	17	27	32
其他非流动负债	16	15	15	14
负债合计	1198	1371	1437	1587
少数股东权益	11	10	10	9
股本	129	129	129	129
资本公积	368	368	368	368
留存收益	375	550	801	1095
归属母公司股东权	873	1048	1299	1592
负债和股东权益	2082	2429	2746	3188

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	478	413	572	695
净利润	154	304	391	483
折旧摊销	129	141	161	180
财务费用	22	12	13	14
投资损失	-1	-1	-1	-2
营运资金变动	181	-42	7	17
其他经营现金流	-34	345	386	469
投资活动现金流	-322	-242	-232	-223
资本支出	-331	-246	-236	-226
长期投资	0	4	3	2
其他投资现金流	9	0	1	1
筹资活动现金流	-205	-77	-103	-169
短期借款	56	50	40	30
长期借款	-128	15	10	5
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-72	0	0	0
其他筹资现金流	-61	-142	-153	-204
现金净增加额	-49	94	237	303

利润表	单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2282	2839	3379	3895
营业成本	1467	1787	2108	2410
营业税金及附加	20	28	34	39
销售费用	505	511	591	670
管理费用	119	142	162	179
财务费用	21	9	8	4
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	2
营业利润	170	339	445	556
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	2	1	1
利润总额	167	338	444	555
所得税	13	34	53	72
净利润	154	304	391	483
少数股东损益	4	0	0	0
归属母公司净利润	151	305	391	484
EBITDA	196	484	615	742
EPS（元）	1.21	2.37	3.04	3.76

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	16.5%	24.4%	19.0%	15.3%
营业利润	-39.0%	99.9%	31.0%	25.1%
归属于母公司净利	-37.7%	102.1%	28.3%	23.7%
获利能力				
毛利率（%）	35.7%	37.1%	37.6%	38.1%
净利率（%）	6.6%	10.7%	11.6%	12.4%
ROE（%）	17.3%	29.1%	30.1%	30.4%
ROIC（%）	12.4%	18.6%	20.5%	21.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	57.6%	56.4%	52.3%	49.8%
净负债比率（%）	135.6%	129.6%	109.8%	99.1%
流动比率	0.58	0.70	0.84	1.02
速动比率	0.29	0.37	0.53	0.71
营运能力				
总资产周转率	1.11	1.26	1.31	1.31
应收账款周转率	12.88	12.41	12.86	13.33
应付账款周转率	6.79	6.79	7.20	7.50
每股指标（元）				
每股收益	1.21	2.37	3.04	3.76
每股经营现金流薄）	3.71	3.21	4.45	5.40
每股净资产	6.75	8.14	10.09	12.37
估值比率				
P/E	70.74	39.68	30.93	25.00
P/B	12.68	11.54	9.31	7.59
EV/EBITDA	58.47	25.76	19.94	16.19

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6 年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，1 年食品饮料行业研究经验，1 年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。