

2023年05月30日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品+渠道升级释放红利，百亿征程已开启

—盐津铺子（002847.SZ）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

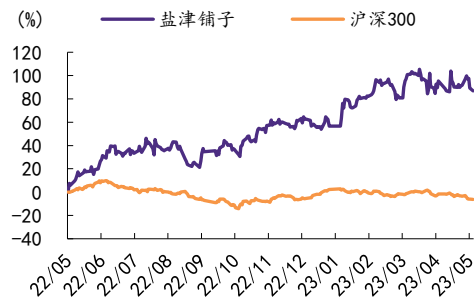
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-05-29

当前股价（元）	83.76
总市值（亿元）	162
总股本（百万股）	193
流通股本（百万股）	173
52周价格范围（元）	70.99-137.61
日均成交额（百万元）	94.97

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《盐津铺子（002847）：股权激励强动能，百亿征程已开启》2023-05-06
- 2、《盐津铺子（002847）：一季度开门红，产品渠道驱动加速》2023-04-20
- 3、《盐津铺子（002847）：业绩持续超预期，改革红利持续释放》2023-04-16

■ 零食自主制造第一股，全品类产品覆盖

总部位于长沙的公司成立于2005年，自主生产建立全品类产品矩阵。营收和归母净利润分别从2012年4/0.3亿元增至2022年29/3亿元，5年CAGR分别为23%/27%。

■ 烘焙、辣味零食高增长，零食专营渠道崛起

休闲食品行业规模从2010年4100亿元增至2022年11654亿元，12年CAGR为9%，2027年将达12378亿元，CR5为23%，集中度仍有提升空间。其中烘焙市场2022年近3000亿元、辣味零食2021年近2000亿元，辣味零食2016-2021年CAGR为9%高于同期零食行业增速7%；零食量贩渠道高性价比比切中需求快速跑马圈地，零食很忙、零食有鸣、戴永红等快速扩张。

■ 持续聚焦六大品类，产品+渠道双轮驱动

品牌：多品牌布局咸味+甜味零食，聚焦“盐津铺子”和“憨豆爸爸”，好吃不贵的国民零食品牌占据消费者心智。
产品：持续聚焦六大核心品类（辣卤、烘焙、深海零食、薯片、蒟蒻、果干），2022年辣卤、休闲烘焙、深海零食合计占比近90%；辣卤零食营收10亿元，4年CAGR为38%，烘焙产品（含薯片）营收9亿元，4年CAGR为44%，深海零食营收6亿元，4年CAGR为37%。
渠道：全渠道布局高速增长，2022年直营占比从54%降至13%，优化店中岛模式精准高效投放；经销渠道占比由40%增至73%，积极拥抱零食专营渠道快速放量，其中零食很忙跃升为第一大客户；电商渠道占比增至14%，5年CAGR达到53%。
区域扩张：华中、华南为成熟市场，占比达56%，加速布局华东、华北、西区等空白市场，其中西区快速增长占比达16%，同增44%。
产能：目前拥有湖南、江西、广西、河南四大生产基地且产能充足，超95%产品为自主生产，全力打磨供应链打造极致性价比。

■ 三轮股权激励彰显信心，绑定核心员工利益

公司于2019、2021、2023年发布股权激励计划，2019-2021年收入与净利润目标全部达成，第二、三轮覆盖人员更加广泛，激励力度加大，锚定未来三年25%复合收入增长，冲刺百亿征程。

■ 盈利预测

根据最新股本变化，预计2023-2025年EPS分别为2.38/3.21/4.21元，当前股价对应PE分别为35/26/20倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、零食专营渠道下沉不及预期、商超客流量减少、原材料成本上涨风险、股权激励目标实现情况不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	2,894	3,684	4,644	5,715
增长率（%）	26.8%	27.3%	26.1%	23.0%
归母净利润（百万元）	301	459	619	811
增长率（%）	100.0%	52.4%	34.6%	31.1%
摊薄每股收益（元）	2.34	2.38	3.21	4.21
ROE（%）	26.3%	33.3%	36.6%	38.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、中国零食自主制造第一股，战略升级打开增量空间.....	6
1.1、发展历程：零食自主制造第一股，产品+渠道双轮驱动增长.....	6
1.2、股权结构：股权结构稳定，股权激励显信心.....	7
1.3、营收规模近 30 亿元，产品矩阵不断丰富.....	8
2、休闲零食规模广阔，零食专营渠道释放红利.....	11
2.1、休闲零食规模持续扩大，人均消费有提升空间.....	11
2.2、细分品类众多，竞争格局较分散.....	13
2.3、烘焙品类高速发展，中短保烘焙潜力大.....	16
2.4、辣味零食规模高增，下沉趋势明显.....	18
2.5、零食量贩快速跑马圈地，先行者尽享红利.....	19
3、持续聚焦六大品类，产品+渠道双轮驱动增长.....	20
3.1、品牌端：多品牌布局咸甜零食，品牌优势显著.....	20
3.2、产品端：聚焦六大核心品类，定量装、散称装打开新市场.....	21
3.3、渠道端：全渠道扩张，零食量贩持续放量.....	25
3.4、区域扩张：全国化持续扩张，加速开拓空白市场.....	29
3.5、产能端：产能储备充足，全力打磨供应链打造高性价比.....	30
4、三轮股权激励显信心，绑定核心员工利益.....	32
5、盈利预测.....	34
6、风险提示.....	34

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	6
图表 2：公司股权结构.....	7
图表 3：公司 2012-2023Q1 发展情况.....	9
图表 4：2017-2022 年 ROE 整体处于上升水平.....	10
图表 5：2017-2022 年权益乘数.....	10
图表 6：2017-2022 年总资产周转率提升.....	10
图表 7：2016-2022Q1 净利率处于行业中游.....	10
图表 8：2017-2022 年毛利率下降但仍领先同行.....	11
图表 9：2017-2022 年期间费用率整体下降.....	11
图表 10：2017-2022 年销售费用率逐年降低.....	11
图表 11：2017-2022 年研发费用率呈上升趋势.....	11
图表 12：中国休闲零食行业市场规模持续扩大.....	12
图表 13：中国休闲零食人均消费提升空间巨大.....	12
图表 14：年轻人群成为休闲食品消费主力.....	13

图表 15: 休闲食品购买要素热度指数排行	13
图表 16: 各个细分品类下品牌, 竞争格局较分散	13
图表 17: 休闲食品各品类市场份额占比	15
图表 18: 咸味小吃的市场占比最高, 达到 28%	15
图表 19: 各品类保持增长趋势, 休闲卤制品增速最快	15
图表 20: 休闲卤制品 2015-2019 年 CAGR 最高, 达到 15.40%	15
图表 21: 2020 年中国休闲食品行业集中度略有下降	16
图表 22: 2020 年中国休闲食品 CR5 仅为 23%	16
图表 23: 中国休闲食品 CR10 约 30%, 英美等国约超过 60%	16
图表 24: 休闲卤制品集中度提升空间大	16
图表 25: 2018-2025E 中国烘焙食品市场规模逐年增长	17
图表 26: 2015-2021 年中国人均每年烘焙食品市场消费量	17
图表 27: 短保烘焙占比逐年提升, 潜力更大	17
图表 28: 烘焙食品代餐化趋势明显	17
图表 29: 辣味休闲零食预计 2026 年将达到 2737 亿元	18
图表 30: 2020 年我国辣味休闲食品行业销售额占休闲食品行业整体销售额的比重上升到 20.3%	18
图表 31: 2021 年中国辣味休闲食品 CR5 为 11.5%, 竞争格局较为分散	19
图表 32: 低线城市是辣味休闲食品销售的主要市场, 2021 年占比 64%	19
图表 33: 主要零食渠道品牌门店数量	19
图表 34: 零食很忙门店	19
图表 35: 多品牌布局六大产品品类	20
图表 36: 公司屡获殊荣	20
图表 37: 销售费用率逐年下降, 费用控制良好	21
图表 38: 盐津铺子亮相 SIAL 西雅展: 向世界展示中国辣卤	21
图表 39: 公司持续聚焦六大核心品类	22
图表 40: 2022 年烘焙、辣卤零食营收占比最高	23
图表 41: 2018-2022 年烘焙、辣卤、深海零食营收占比提升	23
图表 42: 2018-2022 年烘焙产品、辣卤零食、深海零食增速	23
图表 43: 2018-2022 年分产品增速	23
图表 44: 9.9 元辣卤大礼包	24
图表 45: 深海零食、辣卤零食等推出定量装	24
图表 46: 2018-2023Q1 公司研发费用率从 2.1% 提升至 2.7%	24
图表 47: 2018-2022 年公司研发人员从 69 人提升至 240 人	24
图表 48: 电商、经销渠道增速亮眼	25
图表 49: 直营商超占比降低, 经销、电商渠道占比不断提高	25
图表 50: 店中岛模式树标杆	26

图表 51: 憨豆先生面包屋、盐津铺子零食屋	26
图表 52: 2018-2022 年公司直营渠道占比从 54% 缩减至 13%	26
图表 53: 卖场由 2020 年的 3088 家下降到 2022 年 1975 家	26
图表 54: 2017-2022 年经销渠道 (含新零售及其他渠道) 营收占比由 40% 提升至 73%	27
图表 55: 2020-2022 年公司经销商由 880 家提升至 2483 家	27
图表 56: 公司与零食很忙合作 SKU 由 2 个增加至 30+	27
图表 57: 零食很忙团队到盐津铺子企业参观访问	27
图表 58: 盐津铺子推出量贩装	28
图表 59: 美宜佳董事长张国衡一行与零食很忙董事长晏周参观访问盐津铺子	28
图表 60: 2017-2022 年电商渠道营收占比从 6.56% 提升至 4.18%, 5 年 CAGR 达到 5%	28
图表 61: 豆腐零食位列天猫销售第一	28
图表 62: 天猫、京东销售额不断提升	29
图表 63: 盐津铺子位列抖音电商零食店铺热销榜第一	29
图表 64: 华中、华南、华东地区收入占比下滑, 西区占比提升	30
图表 65: 2019-2022 年分地区营收增速, 西区增速亮眼	30
图表 66: 2022 年各地区营收占比	30
图表 67: 2019-2022 年经销商数量持续增长, 全国化扩张中	30
图表 68: “实验工厂”面对市场的新需求, 快速启动新品开发抢占市场	31
图表 69: 目前 4 个生产基地基本情况	31
图表 70: 公司 2019 年限制性股票激励计划	32
图表 71: 2019 年股权激励目标与完成情况对比	32
图表 72: 公司 2021 年限制性股票激励计划 (以 2022 年为基数)	33
图表 73: 2021 年股权激励目标与完成情况对比 (修订后)	33
图表 74: 公司 2023 年限制性股票激励计划 (以 2022 年为基数)	33

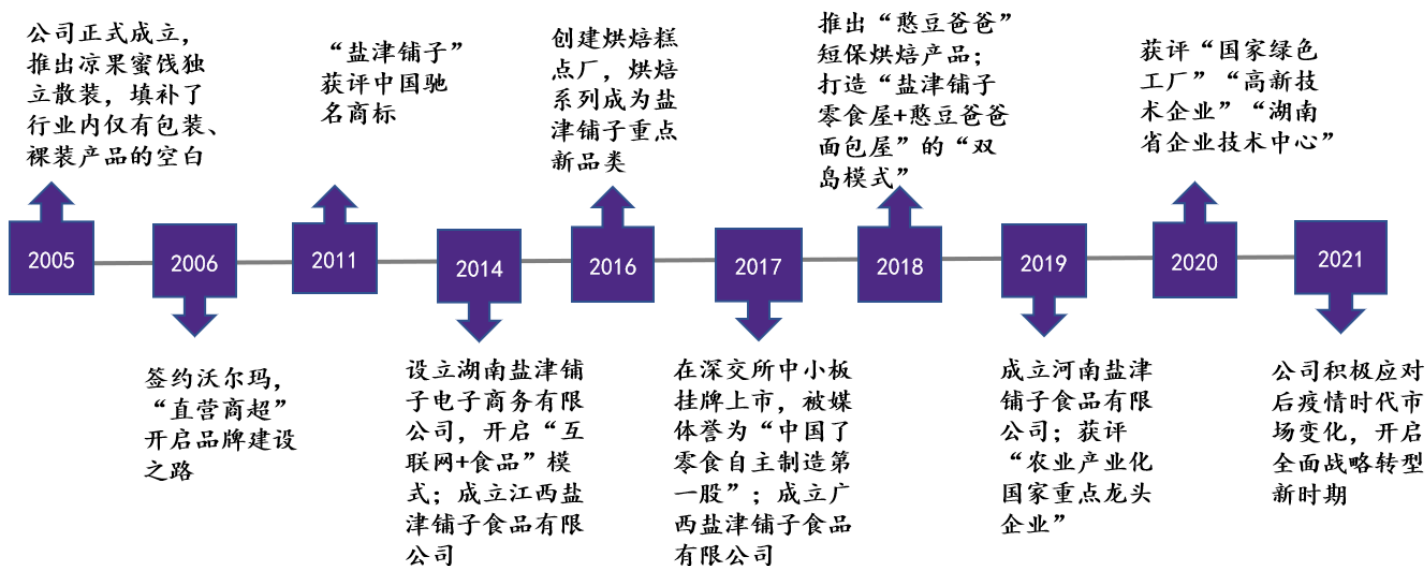
1、中国零食自主制造第一股，战略升级打开增量空间

1.1、发展历程：零食自主制造第一股，产品+渠道双轮驱动增长

公司成立于 2005 年，发源于湖南浏阳的凉果蜜饯食品作坊，目前是专业从事食品科研、生产、加工、销售于一体的综合型企业，旗下拥有江西盐津铺子食品有限公司、广西盐津铺子食品有限公司、湖南盐津铺子电子商务有限公司等全资、控股子公司。公司秉承“好零食，盐津造”的品牌理念，以凉果蜜饯产品发轫，建立起中国传统特色小品类休闲食品全品类产品矩阵，主要包括休闲豆制品、凉果蜜饯、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品、糕点制品等“盐津铺子”系列产品，旗下拥有“盐津铺子”蜜饯炒货、“憨豆爸爸”烘焙产品、“31°鲜”深海零食、“薯之惑”散装焙烤薯片等知名零食子品牌。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”。

打造烘焙品类为第二增长曲线，持续聚焦六大核心品类。2017-2019 年公司培育开发烘焙系列产品，2019 年成为第一大品类，形成“咸味零食”与“甜味零食”两大阵营；2020 年起，公司的中长期战略升级为“多品牌、多品类，全渠道、全产业链、（未来）全球化”。2021 年，公司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；2022 年，公司持续聚焦六大核心品类：辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片、蒟蒻、果干，全力打磨供应链，精进升级产品力。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司主要发展历程分为四个阶段：

2005年-2016年：2005年，盐津铺子食品有限公司正式成立，率先推出凉果蜜饯独立散装产品，填补了行业内仅有包装、裸装产品的空白，受到市场广泛赞誉；2016年，公司签约沃尔玛，“直营商超”开启品牌建设之路；2009年，获评湖南省农业产业化龙头企业；2011年，“盐津铺子”获评中国驰名商标；2013年，公司新建仓储物流中心，现代物流助力公司全国布局，标志着公司借助科技的力量，利用信息化系统，实现数字化管理，满足未来业务扩展的需要；2015年，公司签约何灵为首位品牌形象代言人；2016年，创建糕点饼干厂，推出“蒸蛋糕”、“戚风蛋糕”、“鲜蛋糕”等系列产品，同时引进国际国内先进的生产设备，打造万级洁净生产车间。

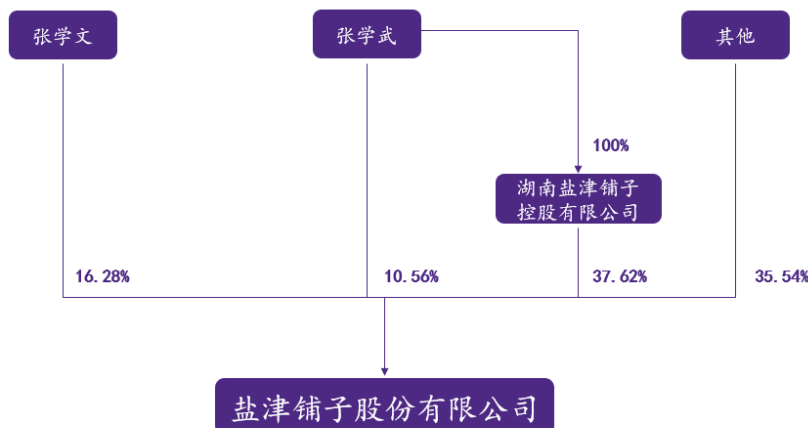
2017年-2020年：2017年，公司在深交所中小板挂牌上市，成为“中国零食自主制造第一股”；2018年，公司创新推出“憨豆爸爸”短保烘焙产品，全面升级品牌经营战略，大力推进商超“店中岛/专柜战略”，打造优形象、优体验的“盐津铺子零食屋”、“憨豆爸爸面包屋”店中岛，开启品质零食“新食代”；2019年，公司开启“双岛模式”，即“金铺子”与“蓝宝石”在同一商超中陈列，同时成立河南盐津铺子食品有限公司；2020年，疫情影响下，休闲食品需求增加，公司的中长期战略升级为“多品牌、多品类，全渠道、全产业链、（未来）全球化”，产品+渠道双轮驱动增长，2020年4月，公司市值突破100亿。

2021年-至今：公司进一步聚焦六大核心品类：辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片、蒟蒻、果干，产品、渠道实现结构性升级优化，布局电商、CVS、社区团购、零食专营等新兴渠道，核心品类在全渠道开启高速增长。

1.2、股权结构：股权结构稳定，股权激励显信心

张学武、张学文兄弟为公司实际控制人，张学武直接持有上市公司10.56%的股权，同时100%控股湖南盐津铺子（湖南盐津铺子持有上市公司37.62%的股权），张学文持股16.28%，二人合计持有64.46%的股份，高度控股，公司股权结构稳定。创始人张学武先生2005年创建了盐津食品公司，食品行业从业经验丰富，现任董事长、总经理一职。

图表 2：公司股权结构



资料来源：wind，华鑫证券研究

三次股权激励，绑定高管及核心人员利益，激励公司积极性。公司于 2019、2021、2023 年发布股权激励计划，2019 年 3 月发布首次股权激励计划，计划授予限制性股票 550 万股，首次授予激励的对象为设计副总经理兰波、总经理助理邱湘平等多位管理成员及核心技术人才在内的 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。2019-2021 年收入与净利润的目标全部达成，股权激励的成果显著。

第二轮股权激励扩大授予人员范围，目标更务实：2021 年 3 月公司再次推出股权激励方案，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%授予人员范围扩大。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%。公司两次推出股权激励计划，充分调动管理层和核心技术人员的积极性，绑定核心员工利益，彰显公司长期稳健发展的信心，有望助力公司未来三年业绩持续再超预期。

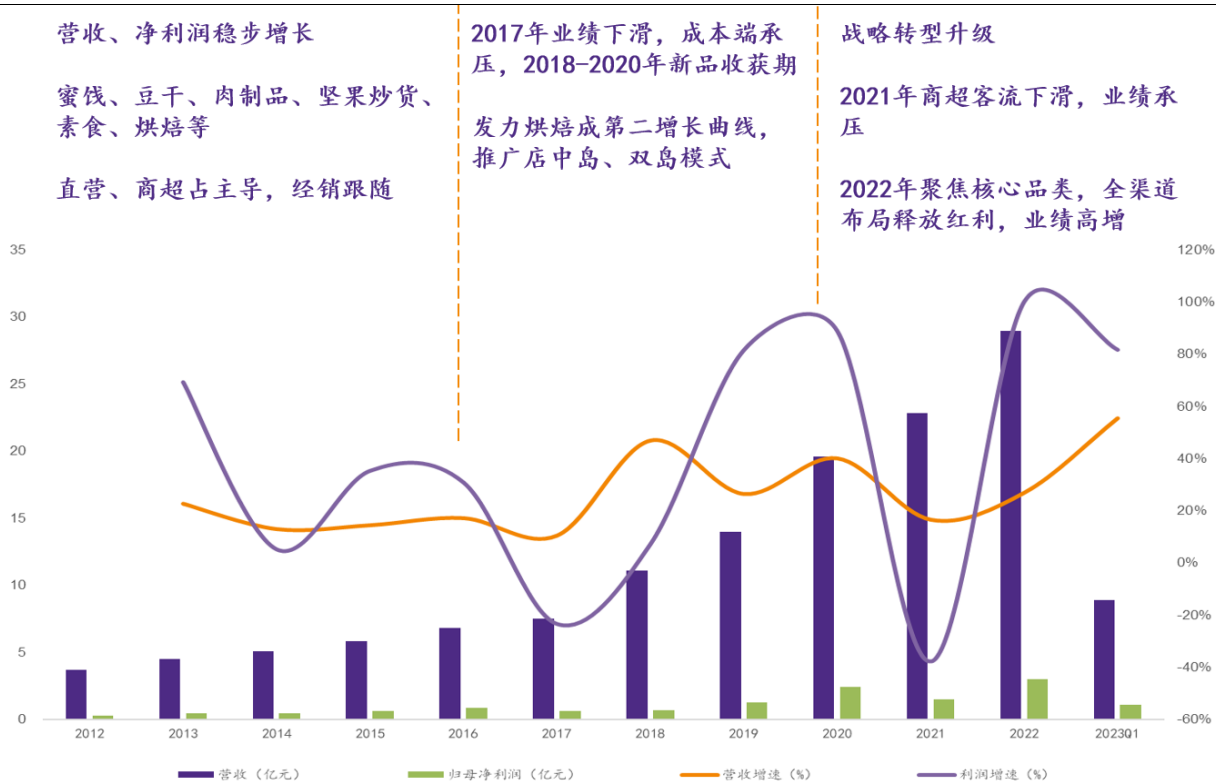
第三轮股权激励计划锚定未来三年，冲刺百亿征程：本次激励计划拟授予限制性股票 220 万股，占本激励计划草案及其公司股本总数的 1.71%，且本次激励计划为一次性授予，不设预留权益，激励力度较大。激励对象包括兰波总、杨林广总等合计 86 人，覆盖人数更加广泛，授予价 61.52 元/股。考核要求：以 2022 年为基准，营收端 2023/2024/2025 年相比于 2022 年增长率不低于 25%/56%/95%；扣非利润端（扣非净利润并剔除本次及其它激励计划支付费用影响数值为准），2023/2024/2025 年相比于 2022 年增长率不低于 50%/95%/154%。此次股权激励力度加大，彰显公司长期高质量发展的信心和乐于同员工共享发展成果，深度绑定核心员工利益，进一步激发经营活力，强劲增长势能望延续。

1.3、营收规模近 30 亿元，产品矩阵不断丰富

营收和归母净利润分别从 2012 年 3.69/0.27 亿元增至 2022 年 28.94/3.01 亿元，5 年 CAGR 分别为 22.87%/27.27%，呈现高速增长，业绩充满韧性。2017 年营收和净利润的增速下降较多系原材料成本上涨，毛利率下滑，新品烘焙、果干处于培育推广期，各方面费用投入较大。2018、2019 年烘焙等新品逐步进入收获期，利润释放带动增速大幅提升。2021 年由于疫情影响线下客流量下滑，社区团购冲击商超客流，新品尚未形成规模，前期投入、原材料成本较高，叠加 2020 年基数较高，业绩阶段性承压。2021H2 公司战略转型，聚焦核心品类，2022 年烘焙等新品放量，商超中岛、零食专营等渠道迎来红利期，业绩高增。

最新数据显示，公司 2023Q1 营收 8.9 亿元，同增 55.4%；归母净利润 1.1 亿元，同增 81.7%，主要系六大核心品类持续放量，规模效应凸显，社交电商、零食量贩渠道等全渠道布局，转型红利加速释放。

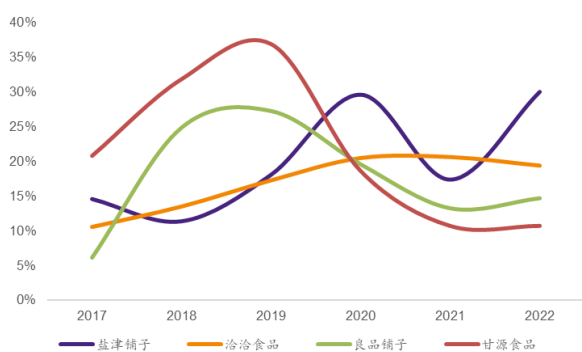
图表 3：公司 2012-2023Q1 发展情况



资料来源：wind，华鑫证券研究

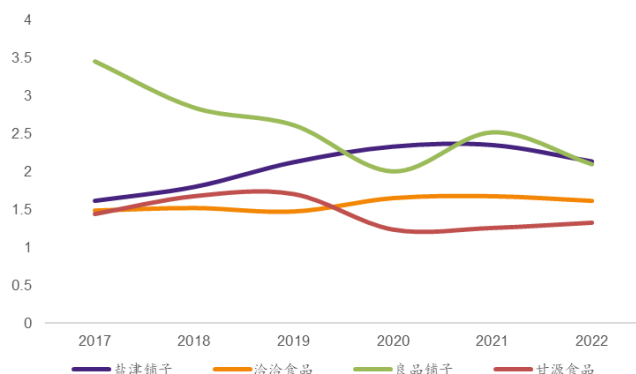
根据杜邦分析拆分来看，公司 ROE 处于上升趋势，从 2017 年 14.61% 提升至 2022 年 30.03%，5 年 CAGR 为 15.5%。整体来看，ROE 的波动主要受净利率的影响，2021 年阶段性下降系原材料成本、费用等导致盈利能力略有下降；权益乘数近年来稳定在 1.6-2.1，2022 年略有降低，财务风险较小，营运状况良好；总资产周转率较好，常年维持在 1 次左右，2022 年提升至 1.3 次，周转能力较强；净利率在行业里处于中游水平，主要由于公司为渠道型企业，商超渠道的进场费等投入较高，整体呈上升趋势，从 2016 年 8.7% 增至 2021 年 10.4%，2021 年由于商超客流减少而下滑；毛利率方面，2017-2022 年为 46.8% 降低至 34.7%，略有下降但仍领先行业水平，2022 年下降主要系渠道结构的变化，直营 KA 商超渠道等高毛利渠道占比降低，经销及新兴渠道等低毛利渠道占比提高，叠加原材料价格波动影响。

图表 4：2017-2022 年 ROE 整体处于上升水平



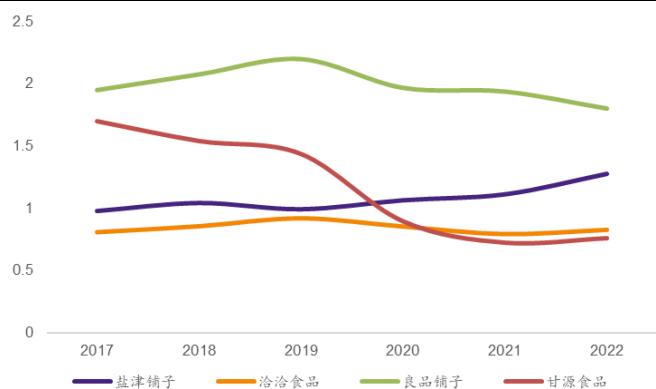
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 5：2017-2022 年权益乘数



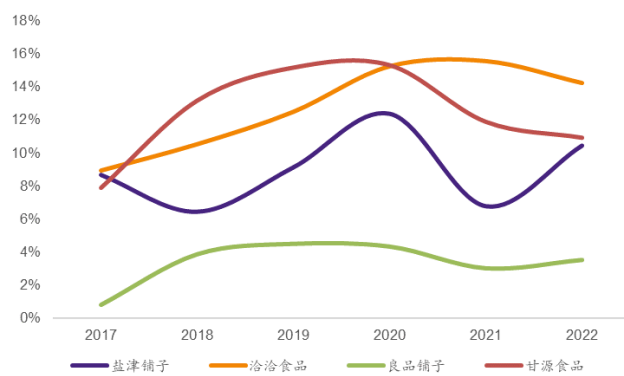
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 6：2017-2022 年总资产周转率提升



资料来源：wind，华鑫证券研究

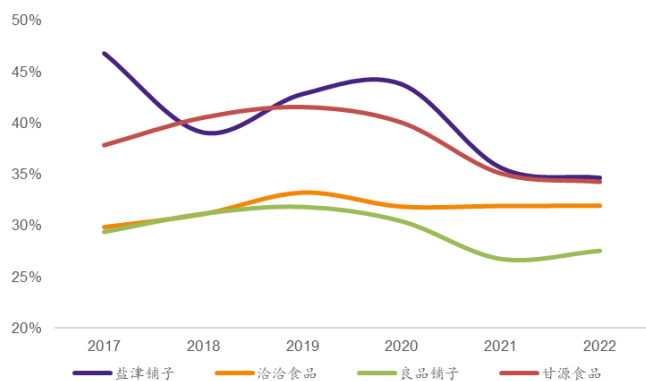
图表 7：2016-2022Q1 净利率处于行业中游



资料来源：wind，华鑫证券研究

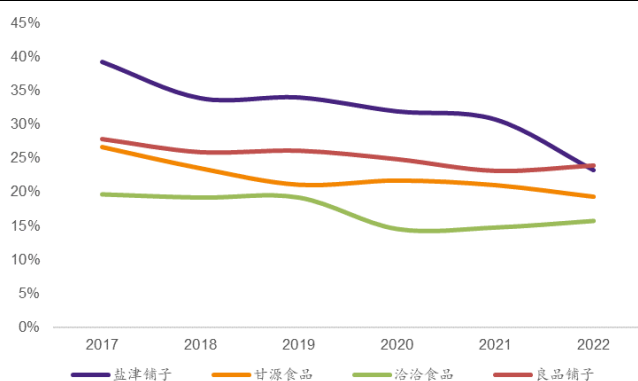
期间费用率高于同行，费用投放有望收缩，盈利能力将持续提升。2017-2020 年销售期间费用率整体呈下降趋势，从 39.2% 下降至 23.2%，得益于供应链优化，产品结构持续完善释放利润和规模效应，商超渠道的费用投放收缩，销售费用率大幅降低；研发费用率整体高于行业水平，从 2.2 提升至 2.6%，主要系公司重视新品研发，全品类发展，投入较高。

图表 8：2017-2022 年毛利率下降但仍领先同行



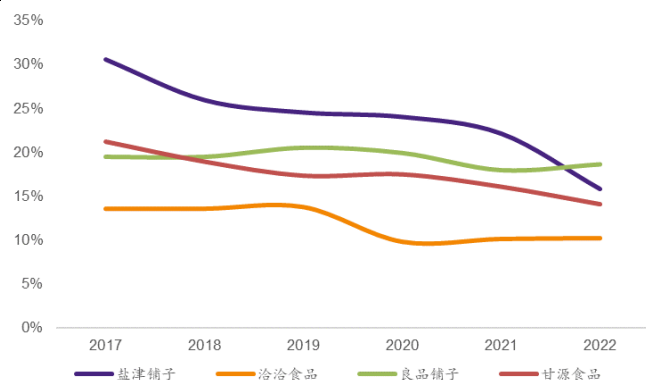
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 9：2017-2022 年期间费用率整体下降



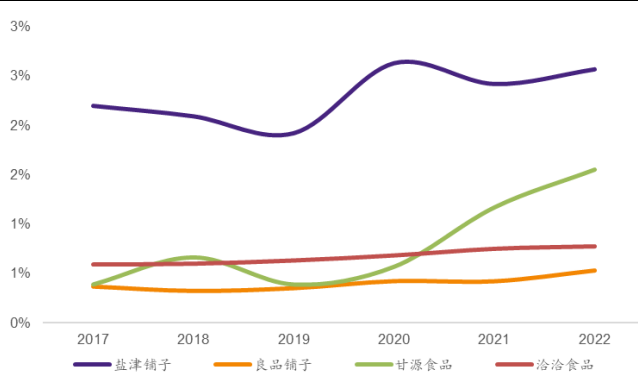
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 10：2017-2022 年销售费用率逐年降低



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 11：2017-2022 年研发费用率呈上升趋势



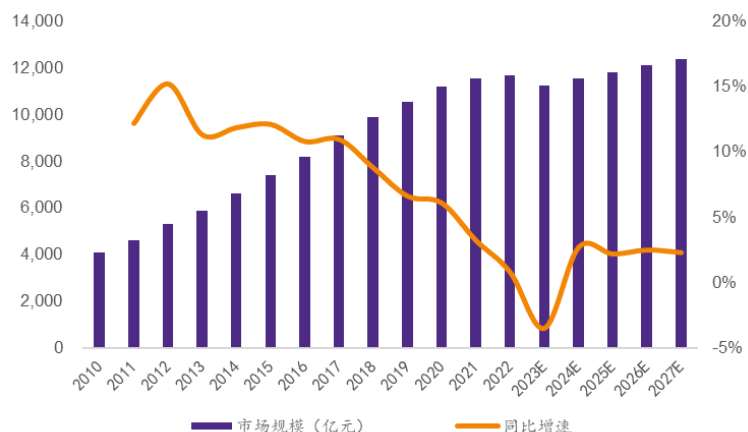
资料来源：wind，华鑫证券研究

2、休闲零食规模广阔，零食专营渠道释放红利

2.1、休闲零食规模持续扩大，人均消费有提升空间

中国休闲零食规模广阔，近年持续增长。随着居民收入水平的提高和消费升级，我国休闲零食行业的市场规模持续扩大并且快速增长。据艾媒咨询，从 2010 年到 2022 年中国休闲食品行业市场规模持续增长，从 4100 亿元增长至 11654 亿元，2010-2022 年 CAGR 为 9%，预计 2027 年中国休闲食品行业市场规模达 12378 亿元。因此，我国休闲零食行业未来的发展空间会愈加广阔，稳健增长。

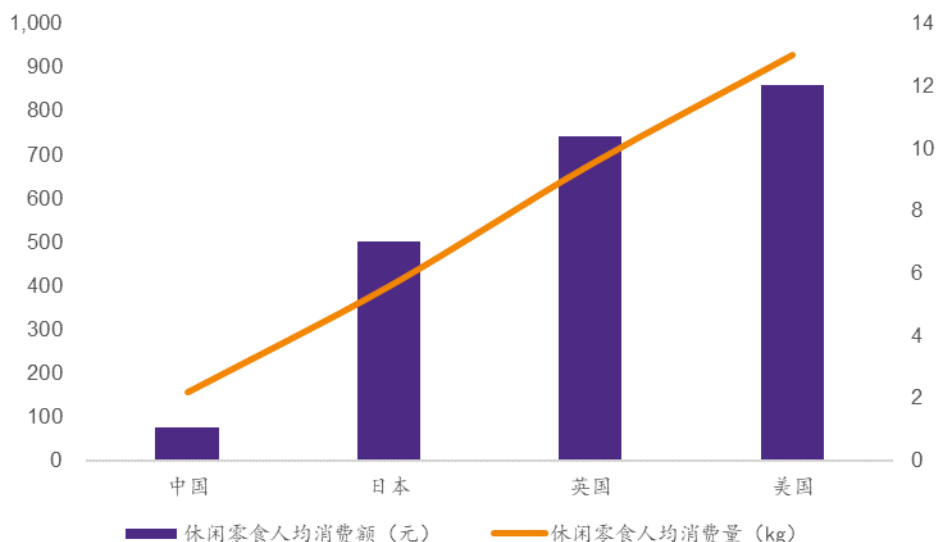
图表 12：中国休闲零食行业市场规模持续扩大



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

我国休闲零食的人均消费水平远低于发达国家，潜力巨大。根据艾媒咨询数据，2019 年我国人均休闲零食消费量为 2.2kg，而美国、英国、日本的人均消费量分别为 13kg、9.5kg、5.6kg；而人均消费额方面，根据观研天下数据，2019 年日本、英国、美国人均休闲食品消费额分别约为中国的 6.8、7.6 以及 11.3 倍。因此我国人均消费水平显著低于其他国家。近年随着国民经济水平提升、消费结构升级和休闲食品市场规模的持续扩张，休闲零食的人均消费量有巨大增长空间，消费市场仍有较大渗透空间。

图表 13：中国休闲零食人均消费提升空间巨大

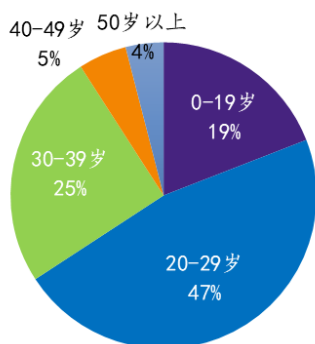


资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

休闲食品的消费人群更加年轻化，健康化、品牌化特征凸显。随着生活水平的提高，消费者越来越重视健康和产品品质，口碑良好的休闲食品的品牌更加得到认可。根据麦

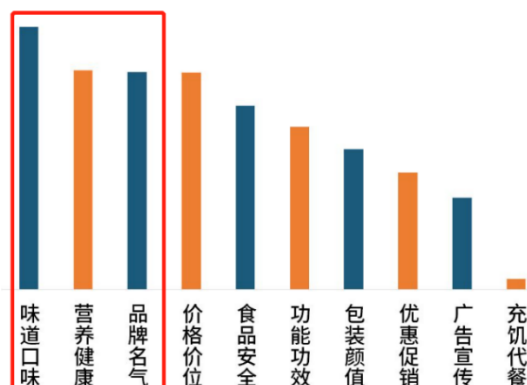
肯锡的 2020 年中国消费者调查报告显示，约 60%的消费者会购买更健康的食品。根据 2020 年亿滋国际发布的《零食现状报告》显示，全球约九成（88%）的成年人在疫情期间享用零食数量比以前更多（46%）或相同（42%），而千禧一代和居间办公的人们更偏爱零食，零食消费成为后疫情时代消费“新宠”。受疫情影响，高蛋白、低糖低卡、优质原料、健康功能等成为新的消费诉求。根据艾媒咨询统计数据，看重休闲食品的“成分、健康”因素的消费者占比高达 63.8%；据微热点统计显示，味道、健康、品牌是消费者最关注的三个购买要素。

图表 14：年轻人群成为休闲食品消费主力



资料来源：华经情报网，华鑫证券研究

图表 15：休闲食品购买要素热度指数排行



资料来源：微热点（统计周期：2018 年 1-8 月），华鑫证券研究

2.2、细分品类众多，竞争格局较分散

我国休闲食品品类众多，各品类保持增长态势但各子行业处于不均衡的发展状态。休闲食品行业主要包括烘焙蛋糕、糖果、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货、海味零食等。由于国外休闲食品品牌的进军我国市场，使得糖果类、烘焙类食品等发展迅速，加之消费者的需求偏好，因此整个休闲食品市场发展较不均衡。

图表 16：各个细分品类下品牌，竞争格局较分散

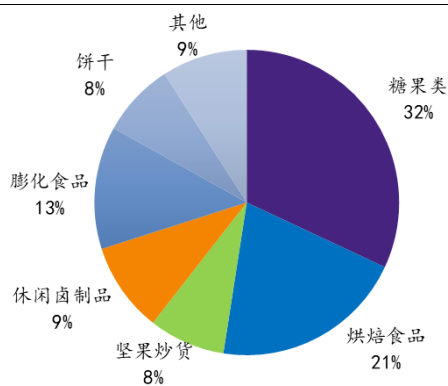
主要品类	代表公司	代表产品
糖果类	  	奶糖、硬糖、软糖、酥糖、夹心糖。
	  	

烘焙类		面包、蛋糕、糕点、饼干、曲奇、甜点、麻花、月饼等
休闲卤制品		家禽类、红肉类、蔬菜类、豆腐类等
坚果类		树坚果（杏仁、腰果、榛子、核桃和板栗等）、种子类（花生、葵花子和南瓜子等）
膨化食品		焙烤型膨化食品、油炸型膨化食品、直接挤压型膨化食品、花色型膨化食品
海味零食		鱿鱼丝、小鱼干等、扇贝、花蛤、鲍鱼等

资料来源：红星资本局，华鑫证券研究

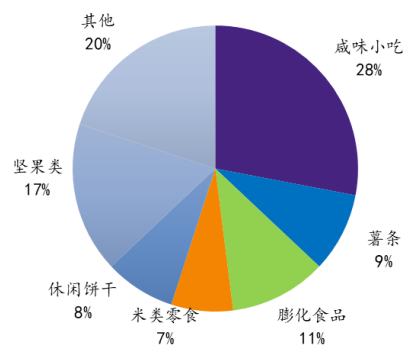
根据商务部流通产业促进中心的报告显示，糖果类的市场份额占比最大，达到31.95%，其次分别是烘焙蛋糕、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货、饼干占比分别达到20.51%、13.01%、9.51%、8.11%、7.83%；根据头豹研究院统计，咸味小吃的收入规模最大，2018年的市场规模占整个休闲食品销售额的28%。增长方面，各品类持续增长，其中休闲卤制品增速始终保持最快，2015-2019年CAGR为15.40%。

图表 17：休闲食品各品类市场份额占比



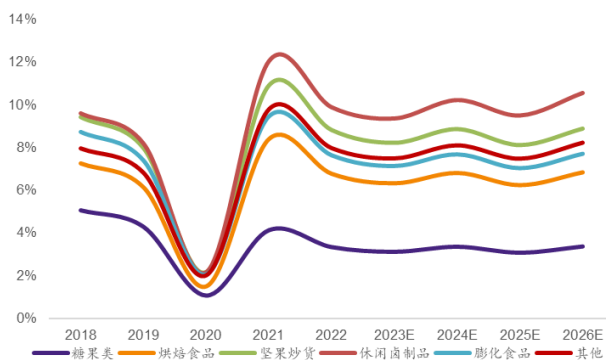
资料来源：商务部流通产业促进中心，华鑫证券研究

图表 18：咸味小吃的市场占比最高，达到 28%



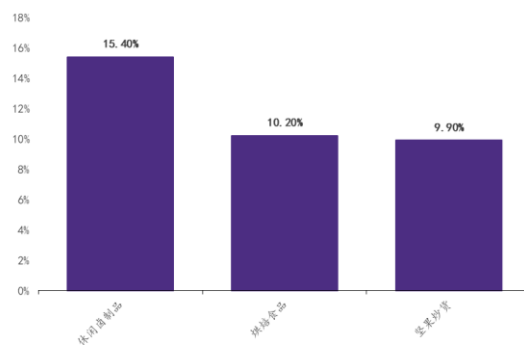
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 19：各品类保持增长趋势，休闲卤制品增速最快



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

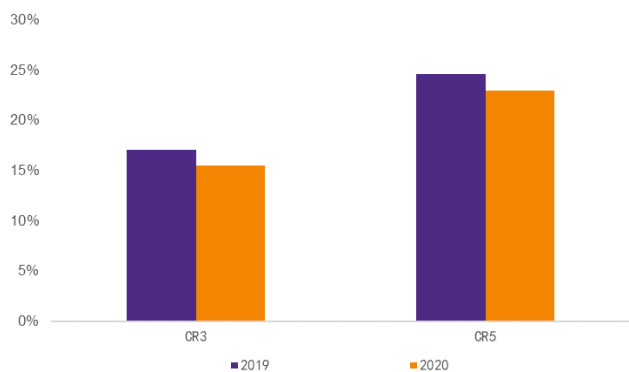
图表 20：休闲卤制品 2015-2019 年 CAGR 最高，达到 15.40%



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

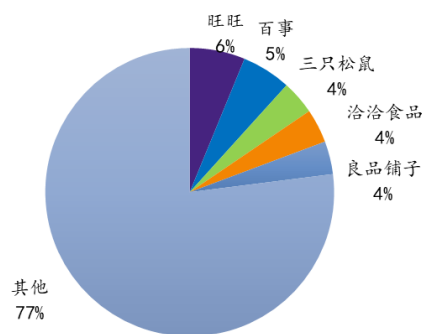
竞争格局：我国休闲食品行业目前的竞争格局较分散，行业集中度较低，未来集中度提升空间大。休闲食品行业市场规模大、增速快、处于发展初期，准入门槛较低，接近完全竞争市场，头部品牌尚未在市场覆盖和品类数量上形成绝对优势。但是部分小品类里的个别子行业出现垄断的头部企业，品牌影响和差异化程度逐渐加大。2019-2020 年市场集中度略有下降，CR3 由 17.1%下降至 15.5%，CR5 由 24.6%下降至 23%，主要系新冠疫情冲击线下客流量，线上渠道的兴起和流量去中心化导致新品牌逐渐侵占市场份额。据商务部流通中心数据，中国休闲食品 CR10 约 30%，而英美等国成熟市场 CR10 大多已经超过 60%。2020 年我国休闲食品 CR5 分别为旺旺、百事、三只松鼠、洽洽食品、良品铺子，合计占比仅为 23%，因此行业集中度仍有提升空间。

图表 21：2020 年中国休闲食品行业集中度略有下降



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

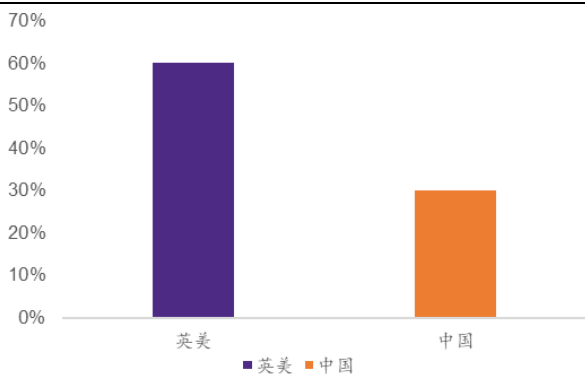
图表 22：2020 年中国休闲食品 CR5 仅为 23%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

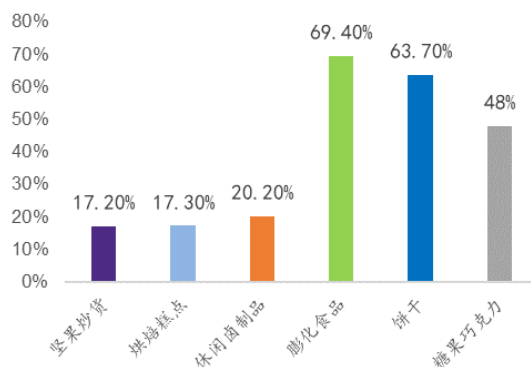
从各细分行业集中度来看，截至 2018 年底，坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品集中度较低，CR5 分别为 17.2%、17.3%和 20.2%；膨化食品、饼干、糖果巧克力集中度较高，CR5 分别为 69.4%、63.7%和 48%。因此，坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品的集中度有望大大提升。

图表 23：中国休闲食品 CR10 约 30%，英美等国约超过 60%



资料来源：商务部流通产业促进中心，华鑫证券研究

图表 24：休闲卤制品集中度提升空间大



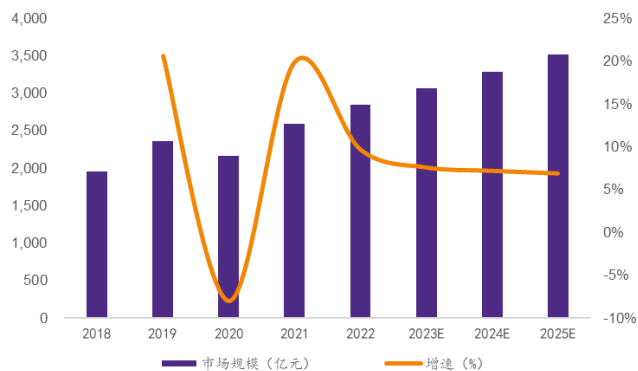
资料来源：联合资信，华鑫证券研究

2.3、烘焙品类高速发展，中短保烘焙潜力大

烘焙食品高速增长，行业集中度低，发展空间大。根据艾媒咨询，2022 年中国烘焙食品行业市场规模达 2853 亿元，随着人均消费水平的增长及餐饮消费结构调整，市场有望进一步扩容，预计 2025 年市场规模将达 3518 亿元。从行业集中度来看，2013-2019 年烘焙食品的 CR5 仅为 11%，为休闲食品中市场集中度最低的细分品类。从增速来看，2013-2019 年烘焙食品 CAGR 为 11.2%，为休闲食品中第二大增速品类。由此可见，烘焙食品与休闲食品其他细分品类比，市场规模最大，且保持高增速，市场集中度最低。

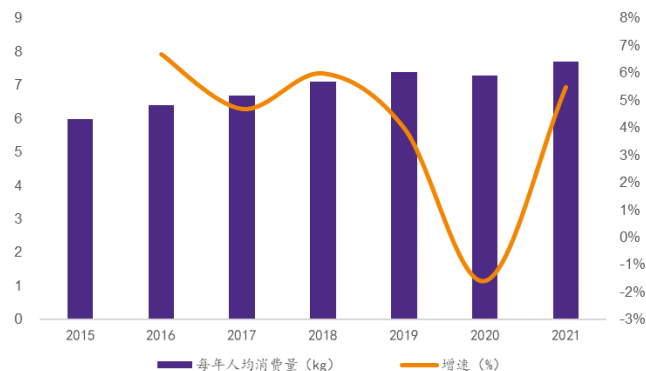
2021 年中国人均烘焙食品消费量为 7.7 千克，市场需求呈增长趋势。对比全球主要国家或地区，中国人均烘焙食品消费量远低于饮食习惯相似国日本。随着中国消费升级，人们将更加注重生活品质方面的消费，中国烘焙食品行业人均消费量有望持续上升。

图表 25：2018-2025E 中国烘焙食品市场规模逐年增长



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

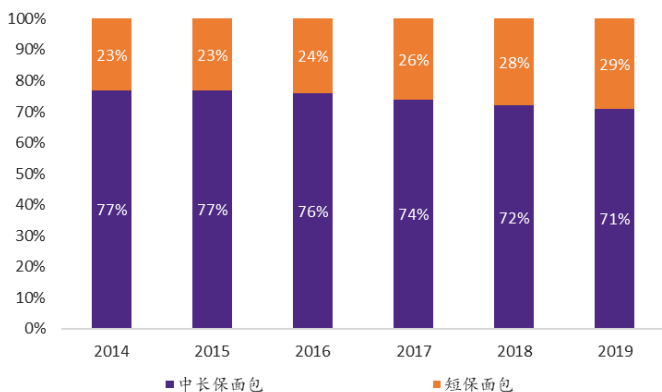
图表 26：2015-2021 年中国人均每年烘焙食品市场消费量



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

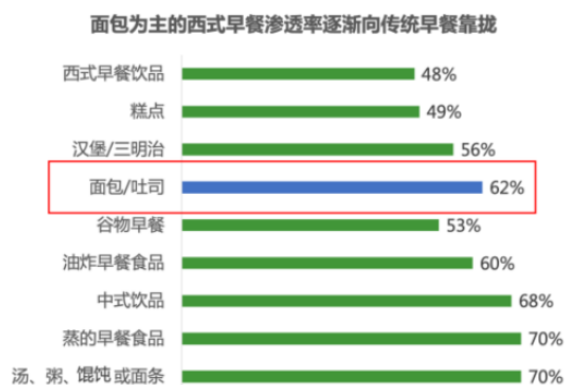
中长保烘焙占比更高，短保烘焙增速更快。从产品类型上看，可以分为短保（15 天以内）、中保（1-3 个月）、长保（半年以上）的预包装产品，以面包/吐司等西式糕点为主，主要满足消费者的代餐需求和休闲下午茶场景。长保预包装烘焙品牌有好丽友、达利园等老牌企业，短保面包有桃李、曼可顿，以及达利食品 2018 年推出的美焙辰。伴随供应链、物流体系的完善，烘焙食品保质期不断缩短，具备健康新鲜、方便快捷优势的短保食品占比逐渐提升。根据华经产业研究院数据，2019 年我国短保面包行业收入 162.2 亿元，2014-2019 年 CAGR 为 15.3%，短保面包产品力优于长保面包。近年随着健康化的观念兴起，长保食品市场销量出现下滑趋势。盐津铺子 2018 推出中保面包（58 天保质期），并在商超拥有“憨豆爸爸”商超中岛，随着公司进一步推出中短保面包新品（28 天保质期的“焙宁”等），预计发展空间较大。

图表 27：短保烘焙占比逐年提升，潜力更大



资料来源：未来智库，华鑫证券研究

图表 28：烘焙食品代餐化趋势明显



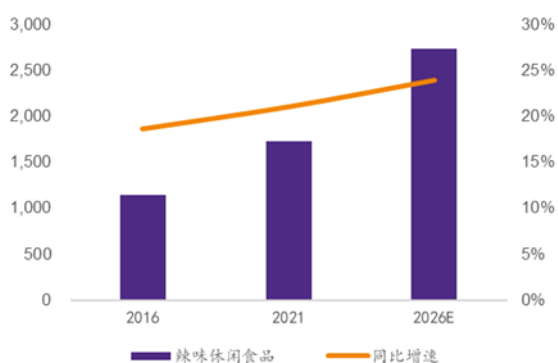
资料来源：虎嗅网，华鑫证券研究

烘焙食品代餐化、品牌化趋势明显。随着 90 后年轻一代消费者成为消费主力军，饮食消费方式和偏好发生变化，在高线城市，工作场所和上班途中逐渐成为食用早餐的主要场景之一，饮食偏向方便快捷，烘焙预包装食品成为重要选择。根据英敏特 2019 年 6 月发布的《早餐中国》数据统计，多数西式早餐渗透率在我国已近五成，逐步向粥、馄饨、面条等传统早餐的渗透率靠拢，其中面包/吐司产品渗透率已高达 62%。根据艾媒调研数据显示，92.7%的消费者更倾向购买有品牌的烘焙食品，81%的消费者对部分品牌有明显偏好，其中 11.5%的受访消费者表示只购买一个品牌。大部分消费者都会选择知名度较高、品质更好的品牌。

2.4、辣味零食规模高增，下沉趋势明显

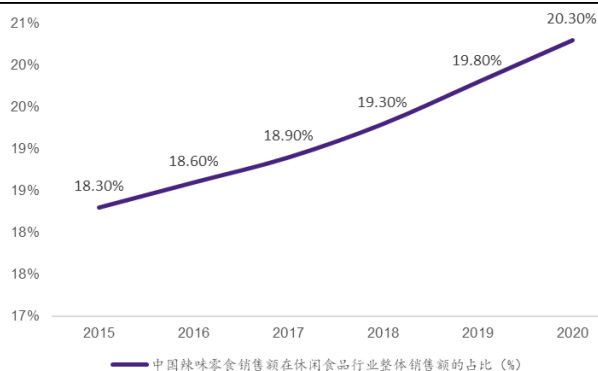
辣味成瘾性助力辣味休闲零食市场规模快速增长，竞争格局较为分散。根据卫龙招股书，中国的辣味休闲食品行业的零售额由 2016 年的 1139 亿元增长至 2021 年的 1729 亿元，5 年 CAGR 为 8.7%，高于中国整体休闲食品行业同期增速 7%，预计在 2026 年将达到 2737 亿元。辣味成瘾性带动消费需求进一步上升，辣味是消费者购买零食的首选口味之一。随着消费者需求变得多样化，我国辣味休闲食品在休闲食品行业中的占比逐年增加。2020 年我国辣味休闲食品行业销售额占休闲食品行业整体销售额的比重上升到 20.3%。根据卫龙招股书，2021 年中国辣味休闲食品 CR5 为 11.5%，竞争格局较为分散。2022 年盐津铺子的辣卤零食增速亮眼，魔芋等产品市场反馈积极。

图表 29：辣味休闲零食预计 2026 年将达到 2737 亿元



资料来源：卫龙招股书，华鑫证券研究

图表 30：2020 年我国辣味休闲食品行业销售额占休闲食品行业整体销售额的比重上升到 20.3%

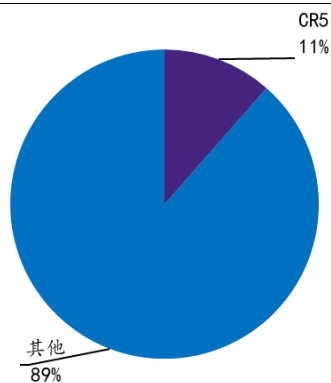


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

辣味零食城市下沉趋势明显。按照品类不同，辣味休闲食品可分为 7 大品类：1) 辣味休闲肉制品及水产动物制品；2) 调味面制品；3) 辣味休闲蔬菜制品；4) 辣味香脆休闲食品；5) 辣味种子及坚果炒货；6) 辣味休闲豆制品；7) 其他辣味休闲食品。根据卫龙招股书，2021 年辣味休闲肉制品及水产动物制品、调味面制品、辣味休闲蔬菜制品规模分别为 476/455/265 亿元，2016-2021 年 5 年 CAGR 分别为 7%/9.4%/14.8%。按

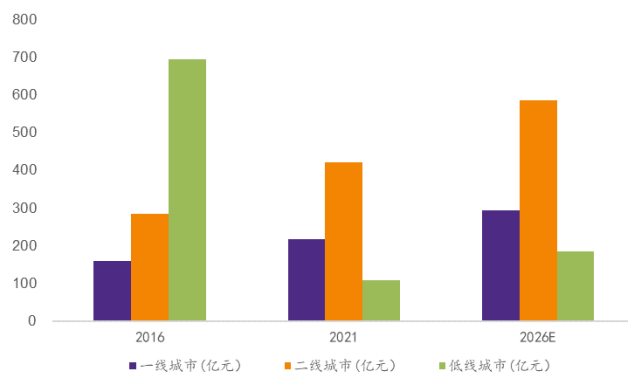
照城市划分，低线城市是辣味休闲食品销售的主要市场，2021 年占比达到 64%，2016-2021 年 CAGR 达到 9%，预计未来 5 年将继续提速达到 10%，下沉趋势明显。盐津铺子针对下沉市场开发定量装、散称装，放量可期。

图表 31：2021 年中国辣味休闲食品 CR5 为 11.5%，竞争格局较为分散



资料来源：卫龙招股书，华鑫证券研究

图表 32：低线城市是辣味休闲食品销售的主要市场，2021 年占比 64%



资料来源：卫龙招股书，华鑫证券研究

2.5、零食量贩快速跑马圈地，先行者尽享红利

传统商超受冲击，零食量贩渠道趁势而起高速扩店。传统商超由于受疫情影响，客流量受到冲击下滑，关店商超较多，同时消费者更倾向于选择高性价比的零食消费，零食专营渠道以压价提量的销售模式备受欢迎，疫情收窄了居民活动半径，居民更倾向于一站式消费进行疫情屯货，让主打零食专营且 SKU 种类丰富的量贩店获得了更多客流，零食量专营渠道快速跑马圈地，全国零食量贩店已过万家，区域内群雄并起。

图表 33：主要零食渠道品牌门店数量



资料来源：36 氪，华鑫证券研究

图表 34：零食很忙门店



资料来源：凤网，华鑫证券研究

零食专营渠道多品牌、多区域发展。目前，零食量贩店主要分布在南方地区，以湖南市场为主向外辐射湖北、江西等地。成立于 2010 年的“老婆大人”、2011 年的“糖巢”以加盟模式向华东、华南进行区域扩张，门店数量均在 1000 家以上；以社区门店为主的“零食很忙”成立时间靠后，但发展迅速。2017 年零食很忙在小吃之都长沙创立，此后以直营+加盟模式，深耕湖南、江西两地，5 年时间里 SKU 数量达到 1600 个以上，门店数量超过 2000 家。据零食很忙官网披露的最终发展目标数据“省会饱和 300 家店、下面每个地市 15—30 家店、每个地市下面县城 3—5 家店、每个县城下面 40% 乡镇开 1 家店”来看，其所规划的未来门店规模超过 3 万家。盐津铺子与零食有鸣、赵一鸣、戴永红等系统构建战略合作伙伴，多个系统年销售额有望达到 3000—5000 万量级。

3、持续聚焦六大品类，产品+渠道双轮驱动增长

3.1、品牌端：多品牌布局咸甜零食，品牌优势显著

多品牌布局咸味+甜味零食，好吃不贵的国民零食品牌。公司产品品牌定位“好吃不贵，国民零食”，致力于“以尽可能低的价格向消费者提供安全、美味、健康的品牌零食”。“盐津铺子”品牌在市场具有较高的知名度和美誉度，目前公司销售的产品聚焦“盐津铺子”和“憨豆爸爸”系列休闲零食，树立起“高端、时尚、休闲、健康”的产品内涵，重点打造四大品牌，包括“盐津铺子”辣卤零食品类主品牌、“31°鲜”中高端深海零食品类子品牌、“憨豆爸爸”品牌中短保休闲烘焙和“薯惑”薯片子品牌。2011 年“盐津铺子”被评为“中国驰名商标”，公司先后获得“湖南省名牌产品”、“湖南省十大最具影响力农产品品牌”等称誉。

图表 35：多品牌布局六大产品品类



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 36：公司屡获殊荣

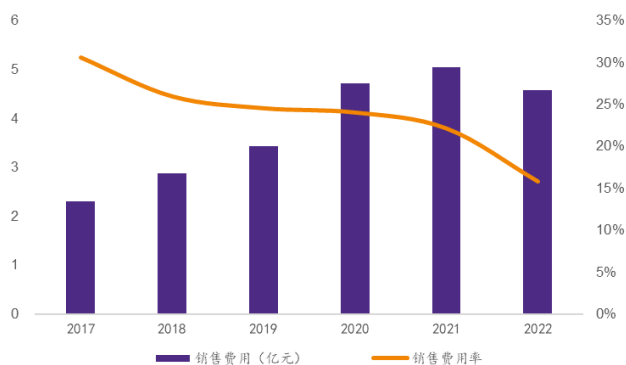


资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司的销售费用率呈下降趋势，费用管控良好。2017-2022 销售费用率稳中有降，

由 30.6% 降至 15.8%。2017 年采取直营商超树标杆的营销战略，同时推出店中岛模式突出品牌形象，市场拓展和投入力度加大，销售费用率较高。2022 年销售费用为 4.57 亿元，相比 2021 年同减 9.5%，主要系公司调整营销战略，减少商超渠道投入。公司将线上电商作为品牌推广的重要渠道，从 2014 年起，公司开始借助天猫、京东等电商平台进行销售，并精准定位为“制造企业的品牌电商”，自 2020 年开始，线上电商聚焦“大单品战略”，线上线下协同，共同复利大单品，在各个细分品类形成领导品牌心智。通过社交渠道传播及种草，全面带动其他电商平台业务的高速增长。近期，公司亮相 SIAL 西雅展展示辣味赛道的盐津铺子的品牌力和购买力。

图表 37：销售费用率逐年下降，费用控制良好



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 38：盐津铺子亮相 SIAL 西雅展：向世界展示中国辣卤



资料来源：盐津铺子公众号，华鑫证券研究

3.2、产品端：聚焦六大核心品类，定量装、散称装打开新市场

持续聚焦六大核心品类，精简部分品类。公司近年来持续打造产品力，实施大单品战略，目前公司拥有三大增长引擎，早期产品以咸味零食为主（鱼糜制品、豆干产品、肉鱼产品、蜜饯炒货产品、素食产品等）的第一增长曲线，2018 年推出中保休闲烘焙点心第二曲线，增加了面包、蛋糕、薯片、沙琪玛、果冻布丁等新品，2019 年跃升成为第一大品类，作为第二增长曲线快速大幅增长，贡献收入。2022 年，公司持续做大做强“盐津铺子”辣卤零食、“31° 鲜”深海零食、“憨豆爸爸”烘焙食品、“薯之惑”焙烤薯片、“蒟蒻满分”蒟蒻果冻、蜜饯果干六大核心品类。同时，公司对部分低效品类做减法，缩减了蜜饯、炒货、肉鱼大类里面等多数产品，集中将资源投入在反馈良好的大单品上，效益得到强化。2021-2022 年转型升级成为“低成本之上的高品质+高性价比”，各核心品类通过全渠道拓展整体实现稳健增长，规模效应凸显，整体略超预期。

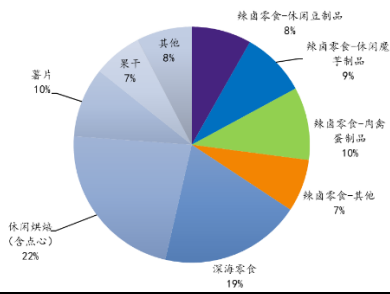
图表 39：公司持续聚焦六大核心品类

品类	品牌	产品	产品分类
辣卤零食	盐津铺子	素牛排、素毛肚、手撕豆皮、手撕豆筋、手磨嫩豆干、大刀肉、魔芋爽、鹤鹑蛋、鸭脖、鸭翅、竹笋等	
休闲烘焙	悠豆爸	轻欧包、吐司、小口袋面包	
深海零食	31°鲜	鱼豆腐、鳕蟹柳、手撕蟹柳、鳕鱼肠、海洋小鱼	
薯片	薯惑	焙烤薯片	
蒟蒻	盐津铺子	0卡蒟蒻果冻	
果干	盐津铺子	芒果干、菠萝干	

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

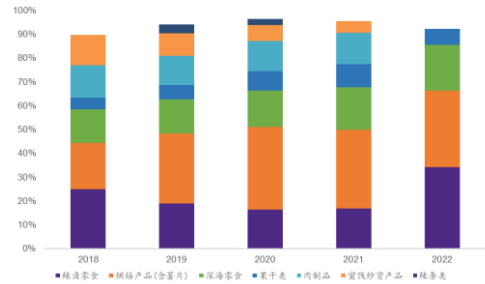
辣卤、休闲烘焙、深海零食收入贡献最高，咸味零食稳中有升，甜味烘焙大幅快速增长。公司在 2017 年以豆干、蜜饯、深海零食为主，2018 年推出烘焙产品，叠加商超店中岛模式快速放量。2022 年，辣卤零食/休闲烘焙（含点心、薯片）/深海零食/果干/其他产品营收占比分别为 34%/32%/19%/7%/8%，其中辣卤零食、休闲烘焙（含点心、薯片）、深海零食营收占比最高达到 87%，2018-2022 年辣卤零食营收从 2.76 亿元增至 9.92 亿元，4 年 CAGR 为 38%；烘焙产品（含薯片）从 2.15 亿元增至 9.29 亿元，4 年 CAGR 为 44%；深海零食从 1.57 亿元增至 5.59 亿元，4 年 CAGR 为 37%，三大核心品类增速亮眼。具体单品方面，休闲魔芋产品 2023Q1 同比增幅超 200%，绝对占比从 2022 年全年 9%左右上升到 2023Q1 的 12%，薯片、面包、蛋糕、鹤鹑蛋、果干等都保持较高的增速，今年新上市的蒟蒻、辣条 2 个新品销售呈迅猛增长态势，产品处于供不应求，将大幅扩充产能，同时储备了多个核心单品计划上市。

图表 40：2022 年烘焙、辣卤零食营收占比最高



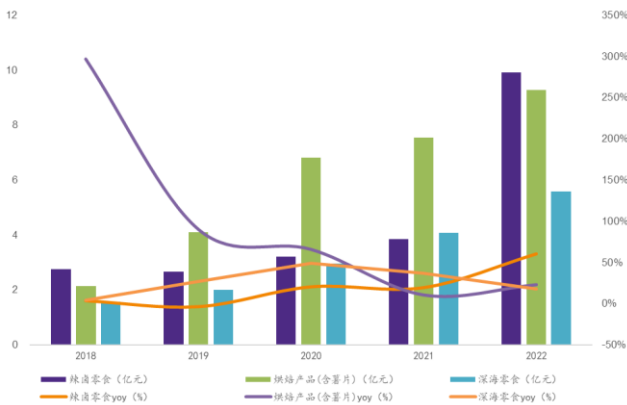
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 41：2018-2022 年烘焙、辣卤、深海零食营收占比提升



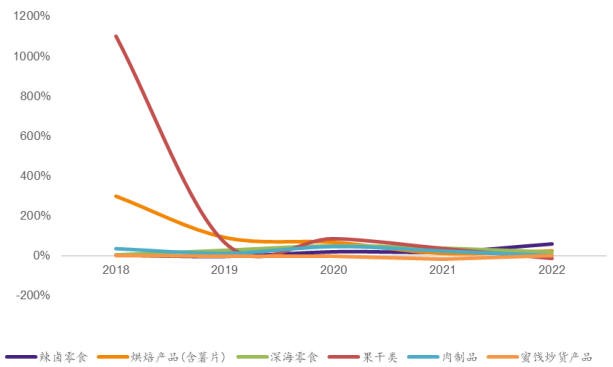
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 42：2018-2022 年烘焙产品、辣卤零食、深海零食增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 43：2018-2022 年分产品增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

产品全规格发展，通过定量装、散称装打开新市场。公司大力发展除优势散装外，全力发展定量装、小商品以及量贩装产品配合渠道下沉，满足消费者各种场景的零食需求。2020 年设立定量装事业部，大力发展定量装，优选代表性大单品辣卤、深海零食、薯片在 2022 年推出 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）、9.9 元量贩装薯片、2 元流通装薯片，匹配商超、电商、CVS、零食专卖店、校园店等等市场，销售火爆反馈积极。2022 年全面调整了定量装、流通装的品类结构和核心策略，由于 2022 年基数较低，2023 年将有较大突破。

图表 44：9.9 元辣卤大礼包



资料来源：盐津铺子京东旗舰店，华鑫证券研究

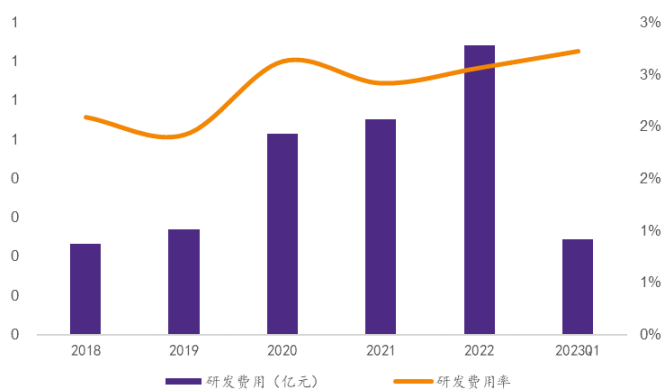
图表 45：深海零食、辣卤零食等推出定量装



资料来源：公司公众号，华鑫证券研究

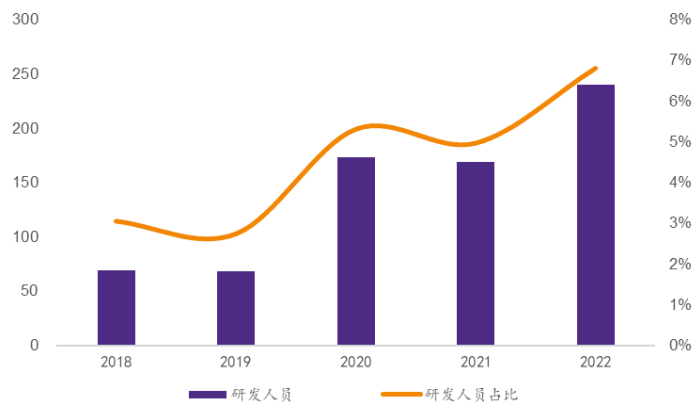
研发水平领先，投入较高，“实验工厂”模式快速推陈出新。公司目前在湖南浏阳、江西修水、广西凭祥、河南漯河共有 4 个生产基地，公司销售的所有休闲零食 95% 以上均为公司自己生产。目前共有专业的技术研发人员 240 名，公司及其子公司共拥有专利 49 项。2018-2023Q1 公司研发费用率从 2.1% 提升至 2.7%，高于 1% 的行业平均水平；研发人员从 69 人提升至 240 人，大幅提升。同时，公司“实验工厂”模式以市场需求为研发驱动力，面对市场的新需求，快速启动新品开发，短期内完成小批量生产后投放市场，市场反应良好的产品即开始大规模生产。近年来，公司在“实验工厂”模式下，开发了鸭翅、鸭锁骨、辣子鸡、鱼排鱼尾、鹌鹑蛋、小肉枣、海带、藕丁、布丁、果冻、深海鱼肠、兰花豆、小黄鱼等新品，快速抢占市场。

图表 46：2018-2023Q1 公司研发费用率从 2.1% 提升至 2.7%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 47：2018-2022 年公司研发人员从 69 人提升至 240 人



资料来源：wind，华鑫证券研究

原材料成本方面，公司核心原材料包括魔芋粉、马铃薯全粉、面粉、鸡蛋、鹌鹑蛋、鱼糜、黄豆、大豆蛋白、大豆油、棕榈油、起酥油等。2023Q1 鱼豆腐、魔芋、薯片等核心单品成本同比 2022 年全年均呈现下降态势。今年整体采购端成本相比去年呈现下

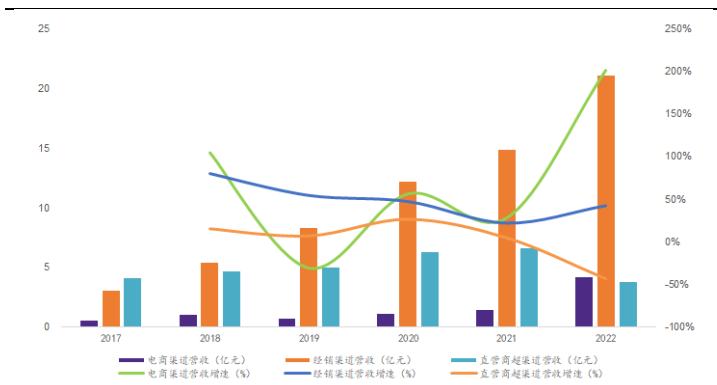
降态势。最有代表性的是油脂，目前执行价比预算价低 1000-2000 元/吨不等，2023 年公司大豆油、棕榈油、起酥油等各类油脂预计采购将达一万吨。部分原料呈现涨价态势。

3.3、渠道端：全渠道扩张，零食量贩持续放量

3.3.1、传统渠道：直营商超树标杆，积极下沉渠道

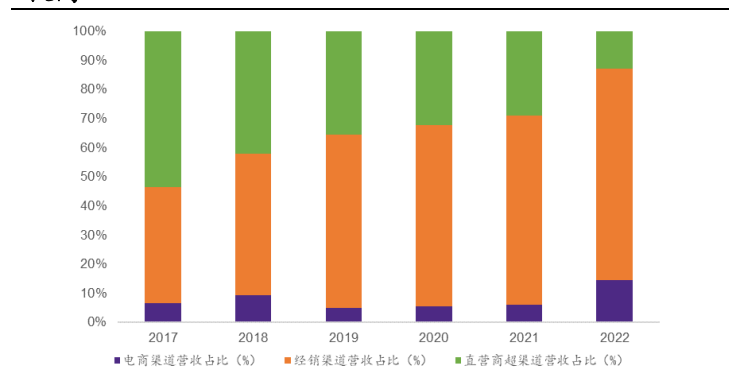
直营商超树标杆，优化店中岛模式，提升门店效率。公司采取“直营商超树标杆，经销商全面拓展、渠道下沉，电商、零食渠道等新兴渠道积极突破”的渠道模式，坚持直营全国性 KA 商超，经销商跟随覆盖地方性大中型商超/社区超市/乡镇超市。公司的直营商超客户主要是知名国际大型连锁商超如沃尔玛、家乐福、大润发等及国内大型连锁商超华润万家、步步高、永辉、天虹百货、人人乐等。自 2018 年下半年起大力推进商超中岛/专柜战略”，在商超中投放盐津铺子“金铺子”零食屋和憨豆先生“蓝宝石”面包屋，一咸一甜、一中一西两种店中岛，吸引人流助力销量增长，2018 年门店销售同比增长超 50%。由于疫情冲击商超客流量，公司缩减商超占比，由 2020 年的 3088 家下降到 2022 年的 1975 家，2018-2022 年公司直营渠道占比从 54% 缩减至 13%，渠道费用随之降低；同时优化店中岛模式，关闭低效中岛，在优质 KA 使用高配中岛树标杆，对腰部、腿部门店投放专柜而非中岛，进入更多 BC 商超，加速渠道下沉成本降低，效率提升。

图表 48：电商、经销渠道增速亮眼



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 49：直营商超占比降低，经销、电商渠道占比不断提高



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 50：店中岛模式树标杆



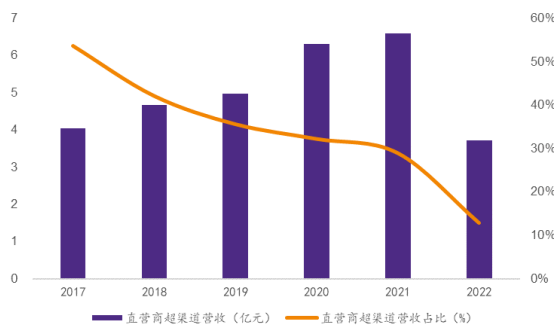
资料来源：新浪财经，华鑫证券研究

图表 51：憨豆先生面包屋、盐津铺子零食屋



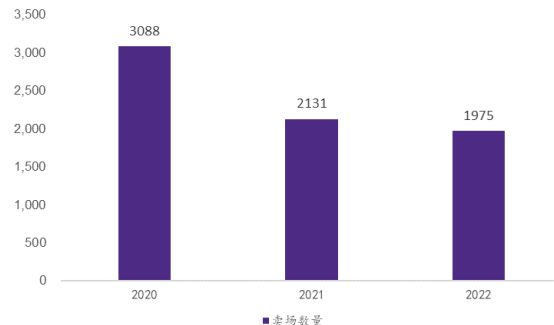
资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 52：2018-2022 年公司直营渠道占比从 54% 缩减至 13%



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 53：卖场由 2020 年的 3088 家下降到 2022 年 1975 家

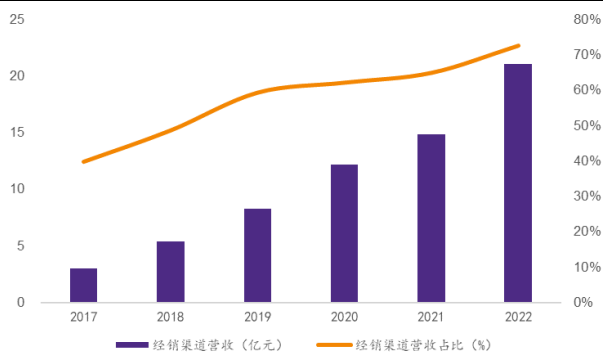


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.3.2、经销渠道：零食专营渠道释放红利，积极布局定量流通渠道

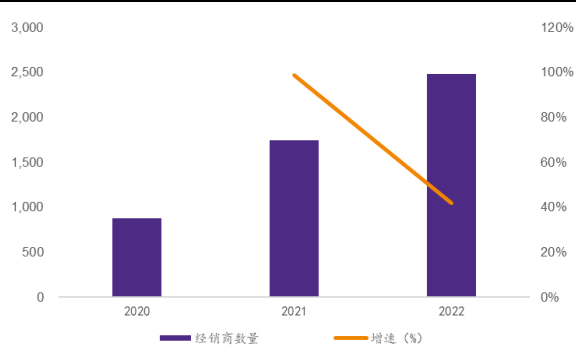
经销渠道占比快速提高推动盈利能力提升。经销渠道包括地区性的连锁超市、小型超市、便利店、批发流通市场等渠道的销售，能够有效填补高端渠道外的市场份额，提高产品覆盖面和市场占有率。2020-2022 年公司经销商由 880 家提升至 2483 家，覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，经销商数量快速大幅提升带动经销渠道收入提升，2017-2022 年经销渠道（含新零售及其他渠道）营收占比由 40% 提升至 73%，增速亮眼。

图表 54: 2017-2022 年经销渠道 (含新零售及其他渠道) 营收占比由 40% 提升至 73%



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 55: 2020-2022 年公司经销商由 880 家提升至 2483 家



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

积极拥抱零食专营渠道快速放量, 零食很忙升级为第一大客户。公司率先拥抱零食专营渠道拓展新市场, 2022 年与零食很忙、零食有鸣、老婆大人、戴永红、糖巢、好想来、零食优选等零食量贩渠道进行合作并实现快速铺货放量, 占领市场, 多个系统年销售额望达到千万量级。零食专营渠道占公司业务的 10%, 2023 年向 15% 发展。目前公司是零食很忙的第一供应商, 占其 5%, 达成全品类及全方位合作, 品类方面辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片等产品销售火爆, 合作 SKU 由 2 个逐步增加至 30+, 2022 年销售额达到 2.11 亿元, 占年度销售总额比例 7.31%, 位居第一大客户。根据最新数据, 零食专营渠道 2023Q1 同比增幅较大, 绝对占比增长约 4%; 预计全年销售占比 13%-15%, 同时零食量贩拓店速度较快, 公司将同步持续上新带来增量, 全年将继续保持高速增长态势。

图表 56: 公司与零食很忙合作 SKU 由 2 个增加至 30+



资料来源: 红网, 华鑫证券研究

图表 57: 零食很忙团队到盐津铺子企业参观访问



资料来源: 食品商, 华鑫证券研究

发力定量装布局流通渠道。公司升级战略实行全规格发展, 全力发展定量装, 公司推出 1-2 元的流通装 (素毛肚、鱼豆腐、小粒肠等)、9.9 元量贩装 (魔芋丝、辣卤礼包、手撕素牛肉、手撕蟹柳等) 布局流通渠道, 上市后反馈积极。定量流通渠道 2022 年占比 10%, 2023 年向 15% 发展。

图表 58：盐津铺子推出量贩装



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 59：美宜佳董事长张国衡一行与零食很忙董事长晏周参观访问盐津铺子

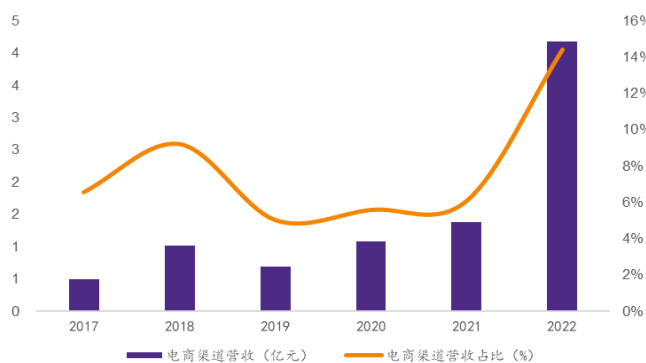


资料来源：红网，华鑫证券研究

3.3.4、电商及渠道：品牌曝光窗口，聚焦大单品战略

电商聚焦大单品战略提升品牌力。2020 年开始，线上电商聚焦“大单品战略”，线上线下协同，共同复利大单品。通过线上网购平台数据分析、预判，结合消费者购买大数据、潮流趋势，进行每季度高频次的产品更新升级。不断加大传统电商和社交渠道的投入，抖音开设直播和达播，位列抖音电商零食店铺热销榜第一，鱼豆腐零食位列天猫销售第一。通过社交渠道传播及种草，全面带动其他电商平台业务的高速增长。2017-2022 年电商渠道营收占比从 6.56% 提升至 14.45%，5 年 CAGR 达到 53%。2021H2 电商步入高质量增长通道，2022 年同增超 200%，绝对占比 14%。2023Q1 电商绝对占比约 20%，同增 180%+，预计全年电商绝对占比 17%-20%，全年销售业绩将实现较大幅度增长。

图表 60：2017-2022 年电商渠道营收占比从 6.56% 提升至 14.18%，5 年 CAGR 达到 53%



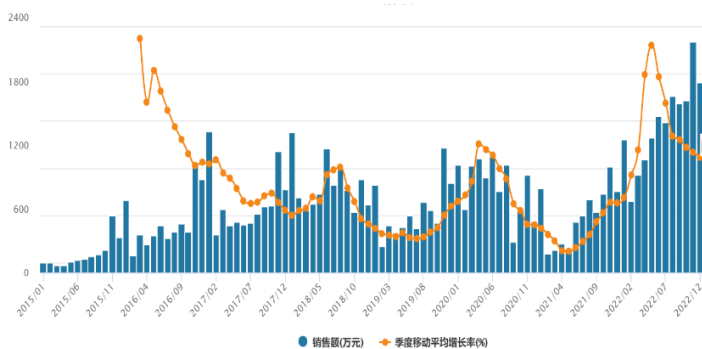
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 61：豆腐零食位列天猫销售第一



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 62：天猫、京东销售额不断提升



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 63：盐津铺子位列抖音电商零食店铺热销榜第一

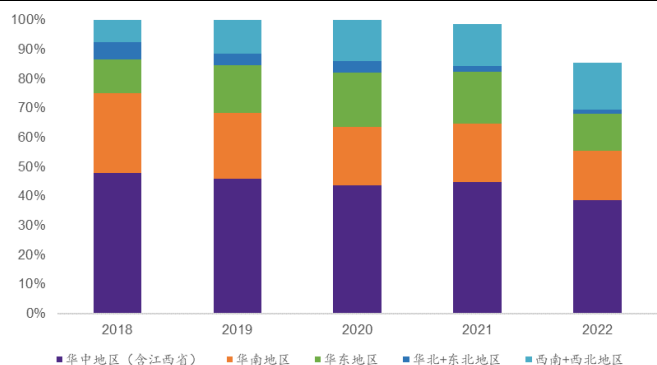


资料来源：抖音，华鑫证券研究

3.4、区域扩张：全国化持续扩张，加速开拓空白市场

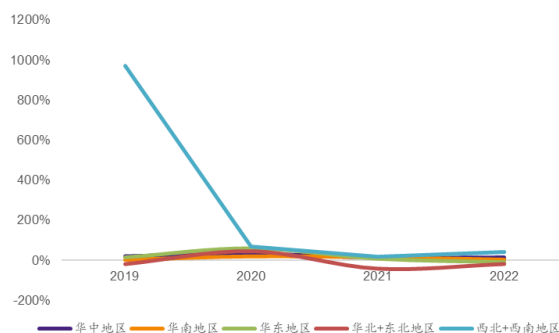
华中、华南地区成熟市场进行渠道下沉，加速布局华东、华北、西区。2005 年公司起家于湖南，以华中地区为大本营，2017 年华中地区营收占比为 60%，同时深耕华南地区成为新的根据地，湖南、江西、广东、广西市场较为成熟。2017 年上市后开启全国化扩张，省外市场扩张加速取得较大增长，近年重点布局华东、华北、西南地区。分地区看，2022 年华中/华南/华东/华北+东北/西南+西北地区营收占比分别为 38.74%/16.57%/12.79%/1.43%/15.98%，营收同比 15.2%/6.42%/6.7%/44.29%/-16.23%，西区增速亮眼。华中、华南、华东地区收入占比下滑，分别为 38.74%/16.57%/12.79%，同比 2021 年降低 6/3/5pct，西区同比 21 年提升了 2pct 达到 16%。2022 年经销商数量净增加 1749 家达到 2483 家，渠道不断下沉。东北、西北、西南为新开发地区，仍有较大空白市场，同时成熟市场尚存下沉空间，叠加公司优化低线城市终端陈列，区域扩张潜力较大。

图表 64：华中、华南、华东地区收入占比下滑，西区占比提升



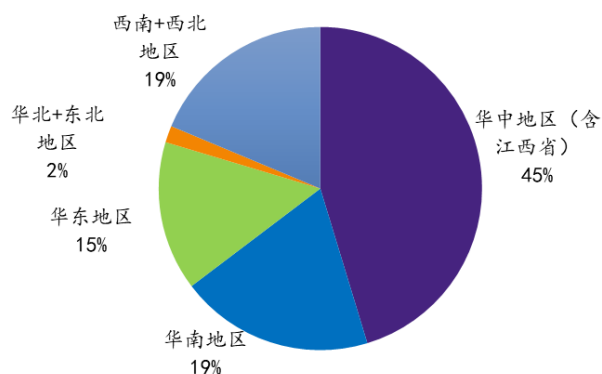
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 65：2019-2022 年分地区营收增速，西区增速亮眼



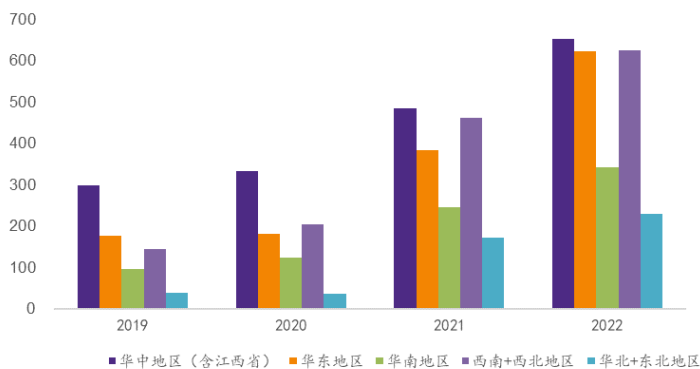
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 66：2022 年各地区营收占比



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 67：2019-2022 年经销商数量持续增长，全国化扩张中

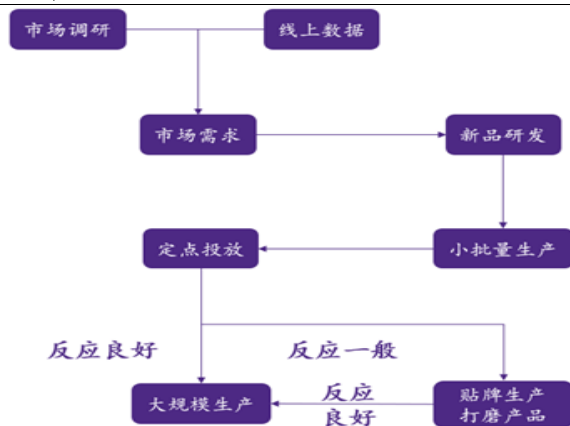


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.5、产能端：产能储备充足，全力打磨供应链打造高性价比

自主生产打造产品壁垒，全力打磨供应链打造高性价比。公司销售的所有休闲零食 95%以上均为公司自己生产，多品类下自主生产能力强。公司拥有先进的生产设备和成熟的生产工艺，同时严格把控上游原材料供应、生产全流程等各个环节，供应链数量做减法体量做加法，整合上下游延伸打造全产业链打造有韧性的供应链体系，全年推进精益生产，加速智能制造，效率大大提升，构建总成本优势的护城河从而达到极致性价比。同时公司“实验工厂”模式面对市场的新需求，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。

图表 68：“实验工厂”面对市场的新需求，快速启动新品开发抢占市场



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司目前在湖南浏阳、江西修水、广西凭祥、河南漯河共有 4 个生产基地，目前产能充足，且四个基地已经储备后续用地，产能按照下一个春节的最大日需求配置产能，并且适当提前补足产能。2022 年，盐津铺子浏阳生产基地建成生态智慧工厂、数字化电商综合仓库、津匠豆制品基地项目、魔芋、薯片生产线等项目，新增生产线 20 条。目前，盐津铺子浏阳生产基地产能突破 15 万吨/年，成为湖南食品智能制造标杆企业。2023 年计划延伸产业链，投资建设鹌鹑养殖基地，扩大魔芋精粉加工产能。

图表 69：目前 4 个生产基地基本情况

	湖南浏阳生产基地	江西修水生产基地	广西凭祥生产基地	河南漯河生产基地
建厂时间	2005 年	2014 年	2017 年	2019 年
地址	湖南浏阳	江西九江	广西凭祥	河南漯河
产品	“憨豆 58 天鲜”烘焙系列、传统蜜饯系列、青豌豆、凤爪等干杂系列	豆制品、深海零食：“31°鲜”豆腐、传统豆干、素肉、鱼肠等系列	菓甄“果干”“果糕”系列	烘焙（含薯片）、沙琪玛等系列产品
占地面积	340 亩左右	230 亩左右，1 期 60.86 亩	1 期 90.83 亩	-
产能	烘焙 6 万吨	2 万吨	3 万吨	3 万吨
生产线	目前共布署 17 条国内先进的智能制造生产线，薯片日产能可达 20 吨	2018 年新建鱼肠生产线，2019 年辣条生产线实现自动化升级	2019 年技改升级，实现了芒果制品自动包装	2020 年拟建 8 余条烘焙生产线，于 2020.9 月正式投产

资料来源：公司官网，公司公告，华鑫证券研究

2023 年，公司将重点建设浏阳基地魔芋数字化工厂、江西修水鱼豆腐数字化工厂，还将引入 MES（生产信息化管理系统）、CDP（消费者数据平台）、PLM（研发信息化管理系统），将生产与产品研发系统打通，根据消费者需求、口味等偏好，确定产品研发方向，引导生产向柔性定制化方向发展。公司将加快开发“工业互联网+绿色制造”应用场景，实现生产效率和用能效率双提升。

4、三轮股权激励显信心，绑定核心员工利益

三次股权激励，绑定高管及核心人员利益，激励公司积极性。公司于 2019、2021、2023 年发布股权激励计划，2019 年 3 月发布首次股权激励计划，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），首次授予激励的对象为设计副总经理兰波、总经理助理邱湘平等多位管理员成员及核心技术人才在内的 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。2019-2021 年收入与净利润的目标全部达成，股权激励的成果显著。

图表 70：公司 2019 年限制性股票激励计划

解锁期	业绩考核目标	解除比例
第一个解除限售期	相比 2018 年，2019 年营业收入增长率不低于 15%，且净利润增长率不低于 95%	30%
第二个解除限售期	相比 2018 年，2020 年营业收入增长率不低于 35%，且净利润增长率不低于 160%	30%
第三个解除限售期	相比 2018 年，2021 年营业收入增长率不低于 60%，且净利润增长率不低于 250%	40%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 71：2019 年股权激励目标与完成情况对比

考核年度	2019	2020	2021
目标营收（亿元）	12.74	14.95	17.72
实际营收（亿元）	13.99	19.59	22.82
目标扣非归母净利润（亿元）	0.75	0.99	1.34
实际扣非归母净利润（亿元）	1.01	1.89	0.91

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

第二轮股权激励扩大授予人员范围，目标更务实：2021 年 3 月公司再次推出股权激励方案，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%，授予人员范围扩大。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%。公司两次推出股权激励计划，充分调动管理层和核心技术人员的积极性，绑定核心员工利益，彰显公司长期稳健发展的信心，有望助力公司未来三年业绩持续再超预期。

图表 72：公司 2021 年限制性股票激励计划（以 2022 年为基数）

解锁期	业绩考核目标	解除比例
第一个解除限售期	2021 年营收增长率不低于 28%且净利润增长率不低于 42%	30%
第二个解除限售期	2022 年营收增长率不低于 38%且净利润增长率不低于 31%	30%
第三个解除限售期	2023 年营收增长率不低于 66%且净利润增长率不低于 101%	40%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 73：2021 年股权激励目标与完成情况对比（修订后）

考核年度	2021	2022	2023
目标营收（亿元）	25.07	27.03	32.52
实际营收（亿元）	22.82	28.94	-
目标扣非归母净利润（亿元）	2.69	2.48	3.81
实际扣非归母净利润（亿元）	0.91	2.76	-

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

第三轮股权激励计划锚定未来三年，冲刺百亿征程（含税收入口径）：本次激励计划拟授予限制性股票 220 万股，占本激励计划草案及其公司股本总数的 1.71%，且本次激励计划为一次性授予，不设预留权益，激励力度较大。激励对象包括兰波总、杨林广总等合计 86 人，覆盖人数更加广泛，授予价 61.52 元/股。考核要求：以 2022 年为基准，营收端 2023/2024/2025 年相比于 2022 年增长率不低于 25%/56%/95%；扣非利润端（扣非净利润并剔除本次及其它激励计划支付费用影响数值为准），2023/2024/2025 年相比于 2022 年增长率不低于 50%/95%/154%。本次股权激励总费用 13884.2 万元，2023-2026 年摊销分别为 4724.48/5669.38/2718.99/771.34 万元。此次股权激励力度加大，彰显公司长期高质发展的强信心和乐于同员工共享发展成果，深度绑定核心员工利益，进一步激发经营活力，强劲增长势能望延续。

图表 74：公司 2023 年限制性股票激励计划（以 2022 年为基数）

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

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司 2023 年 4 月提出“百亿征程，产品领先”战略。未来 6 年，分为两个“三年计划”，分步实施、落地执行并努力实现公司战略。第一阶段 23-25 年锚定 25%年复合收入增速。

5、盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.38/3.21/4.21 元，当前股价对应 PE 分别为 35/26/20 倍，维持“买入”投资评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	2,894	3,684	4,644	5,715
增长率 (%)	26.8%	27.3%	26.1%	23.0%
归母净利润 (百万元)	301	459	619	811
增长率 (%)	100.0%	52.4%	34.6%	31.1%
摊薄每股收益 (元)	2.34	2.38	3.21	4.21
ROE (%)	26.3%	33.3%	36.6%	38.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

6、风险提示

- 1、宏观经济下行风险、
- 2、零食专营渠道下沉不及预期、
- 3、商超客流量减少、
- 4、原材料成本上涨风险等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入				
现金及现金等价物	203	550	944	1,450	营业收入	2,894	3,684	4,644	5,715
应收款	180	202	229	251	营业成本	1,889	2,338	2,919	3,557
存货	453	455	487	494	营业税金及附加	28	36	42	50
其他流动资产	216	245	280	300	销售费用	457	578	725	886
流动资产合计	1,053	1,451	1,939	2,495	管理费用	131	162	200	240
非流动资产:					财务费用				
金融类资产	63	68	71	72	研发费用	74	92	111	131
固定资产	941	964	934	886	费用合计	671	845	1,039	1,248
在建工程	143	57	23	9	资产减值损失	1	0	0	0
无形资产	200	190	180	171	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	1	0	0	0
其他非流动资产	117	117	117	117	营业利润	341	505	679	890
非流动资产合计	1,402	1,329	1,255	1,183	加:营业外收入	1	3	2	1
资产总计	2,455	2,780	3,194	3,678	减:营业外支出	9	2	1	0
流动负债:					利润总额				
短期借款	472	522	562	592	所得税费用	31	46	61	79
应付账款、票据	277	293	324	346	净利润	302	460	619	812
其他流动负债	287	287	287	287	少数股东损益	0	0	1	1
流动负债合计	1,142	1,223	1,313	1,381	归母净利润	301	459	619	811
非流动负债:					主要财务指标				
长期借款	137	152	165	175		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	27	27	27	27	成长性				
非流动负债合计	164	179	192	202	营业收入增长率	26.8%	27.3%	26.1%	23.0%
负债合计	1,307	1,402	1,506	1,584	归母净利润增长率	100.0%	52.4%	34.6%	31.1%
所有者权益					盈利能力				
股本	129	193	193	193	毛利率	34.7%	36.5%	37.2%	37.8%
股东权益	1,148	1,378	1,688	2,094	四项费用/营收	23.2%	22.9%	22.4%	21.8%
负债和所有者权益	2,455	2,780	3,194	3,678	净利率	10.4%	12.5%	13.3%	14.2%
现金流量表					ROE				
	2022A	2023E	2024E	2025E		26.3%	33.3%	36.6%	38.7%
净利润	302	460	619	812	偿债能力				
少数股东权益	0	0	1	1	资产负债率	53.2%	50.4%	47.1%	43.1%
折旧摊销	137	73	74	71	营运能力				
公允价值变动	0	0	0	0	总资产周转率	1.2	1.3	1.5	1.6
营运资金变动	-14	-16	-40	-10	应收账款周转率	16.1	18.3	20.3	22.8
经营活动现金净流量	426	517	654	873	存货周转率	4.2	5.2	6.1	7.3
投资活动现金净流量	-251	58	61	61	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	173	-165	-256	-365	EPS	2.34	2.38	3.21	4.21
现金流量净额	347	410	459	569	P/E	35.8	35.1	26.1	19.9
					P/S	3.7	4.4	3.5	2.8
					P/B	9.5	11.8	9.6	7.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。