

兼具品类广度和渠道深度，进入增长快车道

盐津铺子(002847)

► 自主制造休闲食品领导品牌

盐津铺子成立至今 15 年时间，以商超散称品牌专柜为核心渠道，实现多品类、立体化渠道网络覆盖，是目前 A 股唯一具备多品类休闲食品自主生产能力的上市公司。公司 2019 年向 12 位核心管理层实行股权激励，激励目标要求 19-21 年收入 CAGR +17%，利润 CAGR+52%。19 年激励目标已顺利完成，此次激励有效激发管理层主观能动性，助力公司三年战略规划稳步实现。

► 品类选择成功率高，烘焙和果干将是未来看点

公司在品类选择上侧重传统特色小品类休闲食品，按照蜜饯起家、豆制品扩规模、休闲食品丰富品类、烘焙顺应发展趋势的节奏逐步实现多元化布局，多年发展验证了品类选择的前瞻性和成功率。烘焙和果干类产品将是公司成长的核心品类，烘焙产品中公司主攻的中保产品与散称渠道契合度高，已经成为公司第一大品类，占比 30%以上，仍在成长快车道；果干借助广西地缘优势，19 年收入增长 66%，成为公司收入的重要增量。

► 渠道壁垒深厚，直营+经销搭建立体销售网络

公司通过“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”形成立体营销网络。公司线下主攻商超散称渠道，覆盖全国 31 个省市，以直营合作的模式成功入驻国际、国内大型商超，通过经销商实现销售网络下沉，提高渠道密集度和市场占有率，建立了覆盖广泛、多层次的的销售网络。公司积极布局电商和 CVS 渠道定量装为主的第二曲线，电商以“爆款”和子品牌运作，紧抓线上红利，以多元化培育渠道成长，CVS 对商超渠道进行有效补充。

► 店中岛打造品牌专柜，“双岛”比翼齐飞

近几年公司探索出“店中岛”品牌专柜模式，核心解决品牌粘性不高、跨区域复制难的问题，有效提升品牌影响力和坪效。中岛与公司渠道销售契合度高，中岛数已过万，19 年 12 月份全面开启双岛模式，多方位、多形式强化市场推广，强化其零食零售终端方案解决者的定位。

盈利预测

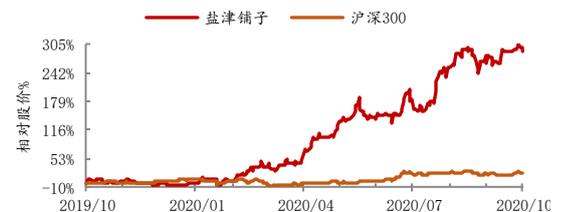
我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 19.85/26.01/32.85 亿元，同比增长+41.9%/+31.0%/+26.3%；归母净利润分别为 2.34/3.19/4.23 亿元，同比增长+82.6%/+36.3%/+32.8%；EPS 分别为 1.81 元/2.46 元/3.27 元，当前股价对应估值分别为 76/56/42 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨、渠道扩张不及预期、食品安全。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	137.3
股票代码:	002847
52 周最高价/最低价:	153.0/35.35
总市值(亿)	177.80
自由流通市值(亿)	152.63
自由流通股数(百万)	111.17



分析师: 寇星
邮箱: kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话:

分析师: 卢周伟
邮箱: luzw@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520100001
联系电话:

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,108	1,399	1,985	2,601	3,285
YoY (%)	46.8%	26.3%	41.9%	31.0%	26.3%
归母净利润(百万元)	71	128	234	319	423
YoY (%)	7.3%	81.6%	82.6%	36.3%	32.8%
毛利率 (%)	39.1%	42.9%	43.0%	43.7%	44.2%
每股收益 (元)	0.54	0.99	1.81	2.46	3.27
ROE	11.0%	16.6%	23.2%	24.0%	24.2%
市盈率	252.16	138.87	76.05	55.81	42.02

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

1. 自主制造的休闲食品领导品牌.....	4
1.1. 特色零食企业，多品类多渠道覆盖.....	4
1.2. 新品放量叠加产能利用率提升，利润加速释放.....	5
1.3. 控制权集中提升决策效率，股权激励高目标确保业绩增长.....	6
2. 自主制造掌握核心技术，烘焙和果干产品值得关注.....	7
2.1. 自主生产确保产品安全.....	7
2.2. 品类选择成功率更高.....	9
2.3. 烘焙符合消费趋势，果干借助产地优势.....	10
3. 渠道独特且壁垒深厚，“店中岛”打造差异化竞争优势.....	11
3.1. 徐福记开创商超“品牌专柜”销售模式.....	11
3.2. 盐津以线下为抓手，建设立体销售网络.....	12
3.3. “店中岛”打造统一品牌形象，有效提高坪效.....	14
3.4. 加速建设渠道“第二曲线”，重视电商和 CVS 渠道.....	15
3.5. 从区域向全国，加速渠道建设.....	16
4. 盈利预测.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

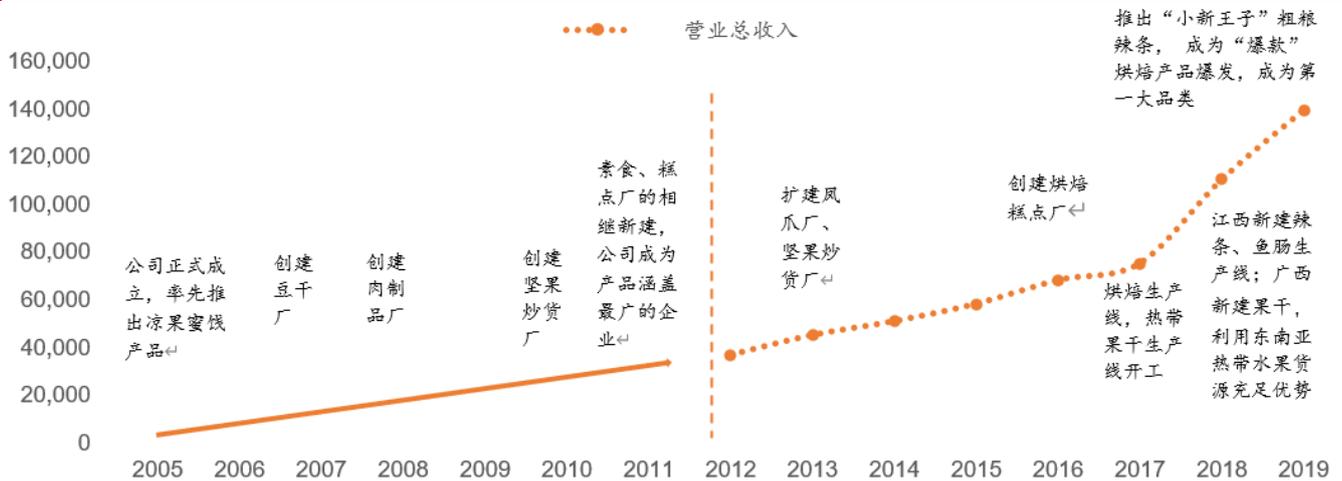
图表 1 公司发展历程（万元）.....	4
图表 2 公司产品矩阵.....	5
图表 3 公司合作平台及销售渠道.....	5
图表 4 公司营业收入情况（万元）.....	6
图表 5 公司净利润变化情况（万元）.....	6
图表 6 公司股权结构.....	6
图表 7 公司股权激励情况.....	7
图表 8 公司江西基地产业园区.....	8
图表 9 自主生产企业毛利率更高.....	8
图表 10 自主生产和 OEM 企业对比.....	9
图表 11 公司研发费用率 2%左右.....	10
图表 12 烘焙市场规模超 2000 亿元.....	11
图表 13 公司烘焙业务快速增长（亿元，%）.....	11
图表 14 徐福记的三板斧.....	12
图表 15 常见的线下渠道对比.....	12
图表 16 公司沃尔玛渠道销售额（万元）.....	13
图表 17 公司步步高渠道销售额（万元）.....	13
图表 18 我国超市行业收入逐年增加（亿元）.....	14
图表 19 我国超市行业集中度稳步提升（%）.....	14
图表 20 盐津铺子“零食屋”.....	14
图表 21 憨豆先生“面包屋”.....	14
图表 22 店中岛数量稳中有升.....	15
图表 23 烘焙子品牌“焙宁”.....	16
图表 24 零食子品牌“满口香”.....	16
图表 25 公司华中区域占比进一步减少（%）.....	16
图表 26 公司分地区收入增速（%）.....	16
图表 27 公司收入预测拆分.....	17
图表 28 可比公司估值对比.....	18

1. 自主制造的休闲食品领导品牌

1.1. 特色零食企业，多品类多渠道覆盖

休闲零食领导品牌，迈向多品类、全国化。盐津铺子由凉果蜜饯起家，2005年成立至今成长为多品类休闲零食自主制造商。上市之前公司以华中地区为根据地，主力推广休闲豆制品、凉果蜜饯、坚果炒货等产品，具有地方特色。2017年上市后公司逐步推出烘焙、果干、薯片、辣条等品类，实现多品类覆盖，并且新增品类对收入贡献显著，2019年烘焙和薯片产品合计收入达4.1亿元，占总收入的29.30%，2020上半年收入占比进一步提升至32.21%；果干2019年实现收入0.87亿，同比增长65.87%，2020H1维持89.06%的高速增长。公司上市后也不断从华中向外部市场扩散布局，逐步发展成为全国领先的休闲零食品牌。

图表1 公司发展历程（万元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

三大产品体系，“实验工厂”模式反应迅速。公司产品体系主要包含咸味小吃休闲食品(鱼糜产品、豆干产品、肉鱼产品、蜜饯炒货产品、素食产品等)、休闲烘焙点心类产品、坚果果干类三大类，可以满足消费者不同的消费习惯和需求。公司采用“实验工厂”模式将研发和生产环节有机结合，针对市场需求第一时间做出反应。近年来在该模式下，公司开发了金针菇、竹笋、山椒花生、瓜子仁、鱿鱼等新品，可迅速完成从产品研发至规模生产，抢占市场先机。

图表 2 公司产品矩阵



资料来源：公司公告、华西证券研究所

渠道覆盖全国，直营树标杆、经销扩规模，线上线下互补。公司主攻商超散称品牌专柜渠道，以“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”的模式通过大型连锁商超的新开门店拓展新市场，打造品牌影响力，而后再发展本地区经销商。近年来，公司深耕线下市场，强化推进店中岛在核心 KA 门店的投放，以华中、华南、西南为根据地，逐步开展全国化布局。同时公司加强电商渠道建设，夯实发展京东、天猫等核心平台，积极探索新兴电商渠道业务，形成线上线下互补的立体营销网络。

图表 3 公司合作平台及销售渠道



资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.2. 新品放量叠加产能利用率提升，利润加速释放

战略新品放量驱动收入增长，利润增长已呈现向上拐点。公司 2017-2018 年投入的新品烘焙、果干、辣条相继放量，驱动 2018 年收入实现 11.08 亿元，增速 46.81%，相较于 2012-2017 年复合增速 15.4%，增速大幅上升，2019 年继续维持 26.3% 的高速增长。2020 年受益于疫情和公司加速市场布局，上半年实现收入 9.45 亿元，同比高增 47.53%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 7 公司股权激励情况

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	占目前总股本的比例	解除限售期	业绩考核目标
王宾	董事	36	6.55%	0.29%	首次授予的限制性股票第一个解除限售期	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%
兰波	副总经理	110	20.00%	0.89%	首次授予的限制性股票第二个解除限售期	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%
杨林广	副总经理	30	5.45%	0.24%	预留的限制性股票第一个解除限售期	
孙林	副总经理	20	3.64%	0.16%	首次授予的限制性股票第三个解除限售期	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%
朱正旺	董事会秘书、财务总监	60	10.91%	0.48%	预留的限制性股票第二个解除限售期	
邱湘平	总经理助理	56	10.18%	0.45%		
高管合计		312	56.73%	2.51%	个人年度综合考评得分	可解除限售比例
核心技术 (业务) 人员 (共 6 人)		128	23.27%	1.03%	90≤X≤100	100%
预留部分		110	20.00%	0.89%	80≤X<90	X/100
合计		550	100.00%	4.44%	0≤X<80	0

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

2. 自主制造掌握核心技术, 烘焙和果干产品值得关注

2.1. 自主生产确保产品安全

四大基地自主生产: 公司采用自产自销的全产业链自主运营模式。公司通过建立自有生产车间, 持续不断的推进企业的工艺、设备、管理升级, 实现了食品智能制造转型, 拥有四大生产基地, 总产能超过 4 万吨, 主要产品均为自主生产。

浏阳基地: 浏阳是公司的总部基地, 始建于 2005 年, 主要生产休闲零食和休闲短保烘焙两大系列产品, 其中烘焙生产中心拥有 10 条智能化的烘焙生产线, 年产能达到 4 万多吨, 产品包括憨豆“58 天鲜”烘焙系列、传统蜜饯系列、青豌豆、凤爪等干杂系列等。

江西基地: 公司江西基地位于修水县, 2014 年建厂生产, 主要生产豆制品系列产品, 包含“小新王子”辣条系列、“31°鲜”豆腐系列、传统豆干系列等, 是公司第二大生产基地。

广西基地: 公司广西基地 2017 年建成投产, 主要生产“菓甄”果干、果糕系列, 产品包装芒果干、芒果糕、速冻榴莲肉、冻干榴莲等产品, 依靠广西的地理优势, 原材料实现当地直采。

河南基地: 19 年启动全面建设, 2020 年有望投入生产。

图表 8 公司江西基地产业园区



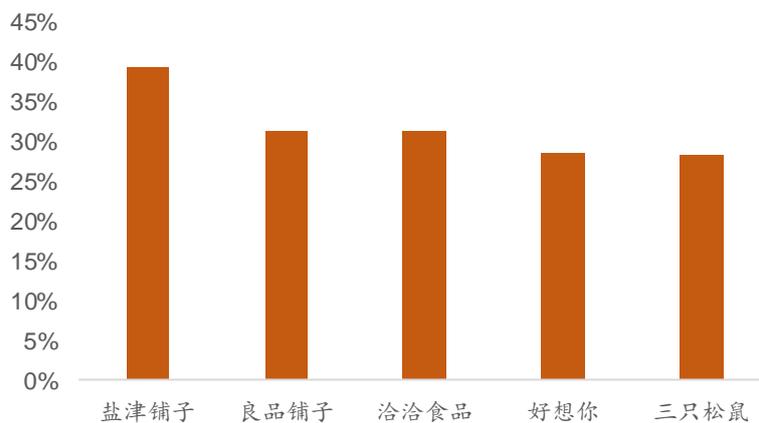
资料来源：公司官网、华西证券研究所

自主生产提高食品安全控制能力：公司建立了覆盖采购、初加工、自主生产、食品安全监测、销售控制全过程的食品质量管理体系，从采购、生产和销售产业链全覆盖，借此打造了“源头控制、自主生产、产品溯源”为核心的食品安全质量控制体系，在食品安全方面掌握主动权，提高产品品控能力。

掌握核心技术，加速创新落地：公司在休闲食品的生产、研发方面经验丰富，并拥有一批专业人才，获得了 18 项实用新型专利，改良了多个产品的传统配方，生产能力在整个休闲食品行业处于领先地位。公司结合自建生产基地的优势，通过“实验工厂”模式开展产品改进和新产品研发。“实验工厂”模式以市场需求为研发驱动力，将研发和生产环节有机结合，能够针对市场变化快速反应，帮助公司产品快速抢先占领市场。

生产制造成本更低，毛利率行业领先：公司通过自主生产制造一方面具备灵活性，可以实现“以销定产”，及时调整生产，提高生产效率；另一方面集中生产也使得各产品生产具备规模效应，降低成本，提高产能利用率。对比几家休闲零食的企业可以明显看出，自主生产企业的毛利率明显高于 OEM 为主的企业，具备成本端优势。

图表 9 自主生产企业毛利率更高



资料来源：公司公告、华西证券研究所 注：数据参考 2019 年年报

图表 10 自主生产和 OEM 企业对比

	自主生产	OEM
代表企业	盐津铺子、洽洽食品	三只松鼠、良品铺子
生产端	采购、生产、销售均自主负责	主要负责销售端，生产外包，负责部分原材料采购
利润端	利润率水平更高	利润率水平较低
资产端	固定资产占总资产比例较高	资产较轻，固定资产比例不高
规模端	规模扩张受产能建设和市场需求影响，规模增长偏稳健	不受产能限制，市场扩张速度决定规模成长速度，可以实现较快的规模扩张

资料来源：华西证券研究所

2.2. 品类选择成功率更高

公司以具有地方特色的凉果蜜饯发韧，推陈出新，目前形成了以鱼豆腐、豆干、蜜饯炒货、素食、薯片为代表的咸味小吃休闲零食类产品；以面包、蛋糕为代表的“休闲短保烘焙”类产品；以东南亚优质水果为原料的果干、冻干系列产品。

品类选择难度高，公司经验丰富、成功率高：公司因自主生产，新增品类需新增生产线和生产人员，因此品类选择更加慎重、难度更高。公司凭借多年对休闲食品行业以及消费者喜好的研究，近几年新增品类顺应发展趋势，不断验证公司在品类选择方面的经验和准确度。公司在品类选择上侧重传统特色小品类休闲食品，采取差异化竞争策略，避开休闲食品行业巨头的优势领域，深度挖掘中国特色的休闲食品，经过十几年的发展最终形成了 3 条主线。我们将公司品类选择节奏做个简单总结：

1) 蜜饯起家，借势零食工业化的大浪潮：公司以蜜饯凉果发韧，05 年采用盐津的工艺率先推出品牌化的蜜饯凉果产品，发展成为区域知名的休闲食品品牌。公司成立之初正值休闲食品行业发展初期，各类零食生产工艺不断从家庭作坊生产向工业化升级，公司创始人在此大浪潮下选择了蜜饯凉果这种在两湖区域广受喜爱的产品，并借机将其做大。公司蜜饯类产品每年贡献 1 亿左右的销售额，是公司代表性品类。

2) 豆制品扩规模，走出华中：豆制品是典型的具有中国特色的小品类休闲食品，与公司差异化产品竞争策略一脉相承。公司 2007 年建设第一间豆制品厂，专注豆制品自主生产 10 余年，豆制品也是公司最具知名度的品类。特别是公司在 2015 年 3 月推出 31° 鲜鱼豆腐新品，迅速成为市场新宠，经过一年爆发式成长与发展，创下全国商超鱼豆腐销售第一的佳绩；2016 年顺势推出以大豆蛋白制成的烤素肉、清纯嫩豆干新品，一跃成为市场新型豆干引领者。豆干消费者受众更广，公司借助豆制品迅速进行规模扩张，走出华中地区，完成从区域品牌向全国品牌的转变。

3) 休闲食品丰富品类：公司沿着中国传统特色小品类休闲食品行业龙头企业战略指引，不断丰富休闲食品品类，使得消费者有更多的选择，提升品牌粘性和认可度。公司逐步创建了坚果炒货、素食、糕点、辣条等多品类的生产线，增加公司的 SKU，不断扩张规模，真正成为多品类休闲食品企业。

4) 烘焙顺应发展趋势：公司 2016 年开始进军烘焙糕点行业，正值烘焙食品消费快速增长期，顺应行业发展大趋势。公司相继开发出憨豆先生 58 天鲜、苏格华夫饼干、21 天鲜等产品，烘焙类产品规模超过 4 亿，成为公司第一大产品品类。公司烘焙食品选择中保面包为切入点，既保证了产品新鲜的口感，又符合盐津铺子的渠道特点，借助公司持续的推广和宣传，正处在发展的快车道上。

实验工厂加快产品研发和迭代：休闲食品行业具备快速消费、品种更新换代快的特征，公司通过“实验工厂”的模式开展已有产品的改进和新产品的研发，提高新产品的市场成功率。“实验工厂”模式主导下，公司已经开发了坚果小口袋面包、夹心吐司面包、沙琪玛、小黄鱼、果糕、竹笋、瓜子仁、裹粉青豌豆、蛋白豆干、鱼豆腐、每日坚果等新品，产品上新效率提高，对于市场反应也更加积极。实验工厂将是公司未来品类扩张的有效抓手，也将确保公司品类扩张的可持续性和成功率。公司每年研发费用支出占比约 2%，不断强化创新研发能力。

图表 11 公司研发费用率 2%左右



资料来源：公司公告、华西证券研究所

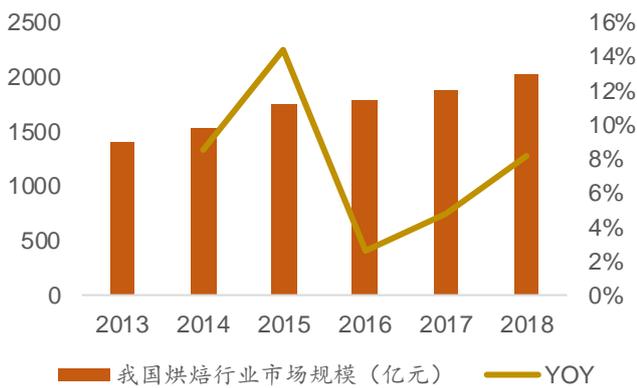
2.3. 烘焙符合消费趋势，果干借助产地优势

新鲜、健康是烘焙大趋势：烘焙产品随着居民消费升级愈发受到消费者喜爱和青睐，产品的种类和生产工艺也在不断改进。参考前瞻研究数据，我国烘焙行业规模已超过 2000 亿元，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，我国烘焙门店已超过 50 万家，消费者越来越愿意为新鲜烘焙产品买单。

中保与商超散称渠道契合度高：公司在烘焙糕点品类中进行了持续的探索和研发，16 年开始布局，19 年将产品聚焦在 30 天保质期以内的中保产品。中保产品一方面因保质期短、添加剂产品更少，注重产品的新鲜度；另一方面又有一定的保质期限降低了供应链和经销商库存压力。中保面包与公司商超渠道的契合度更高，兼具新鲜和囤货双属性。

规模快速扩张，变身第一大品类：公司相继开发出憨豆先生 58 天鲜、苏格华夫饼干、21 天鲜等产品，烘焙类产品规模超过 4 亿，成为公司第一大产品品类，未来仍将是公司收入的核心增量和看点。

图表 12 烘焙市场规模超 2000 亿元



资料来源：前瞻研究院、华西证券研究所

图表 13 公司烘焙业务快速增长 (亿元, %)



资料来源：wind、华西证券研究所

原材料产地建厂，产品品质优：果干是公司重要的成长品类，主要是以芒果等热带水果为原材料的水果干。公司在国内热带水果产量最高的广西新建生产工厂，靠近原材料产地，通过原产地直采确保原材料新鲜。公司果干生产工艺不断成熟，逐步从帮其他品牌代工发展至自有品牌生产，2019 年收入同比增长 65.87%，规模加速成长，预计“菓甄”系列果干将成为公司重要的成长品类。

3. 渠道独特且壁垒深厚，“店中岛”打造差异化竞争优势

3.1. 徐福记开创商超“品牌专柜”销售模式

“糖果大王”徐福记的“三板斧”：徐福记自 1992 年开始在国内销售，主攻商超散称渠道，逐步发展成为年销售规模超过 10 亿的国内第一大糖果品牌。徐福记迅速在国内刮起一股糖果旋风，主要依赖于其在战略层面的三大重要决策：

1) **丰富多样的糖果品种。**徐福记初入中国时国内糖果市场品类单一，消费者可选择品种少，因此徐福记一口气推出 40 多种糖果，特别是推出新年糖，丰富的产品一下子让消费者将徐福记作为糖果类产品的第一选择。

2) **以“品牌专柜”的形式将徐福记品牌深入人心。**徐福记产品深得消费者喜爱后市场出现了众多仿冒产品，为突出品牌独特性，徐福记开创了全新的以“品牌专柜”销售糖果的方式，迅速让徐福记品牌深入人心。

3) **单一价格策略，为了便于消费者选购和导购销售，**徐福记选用了糖果单一价格的策略，既便于消费者多样化需求得到满足又有助于公司进行品类扩张。

有赖于成功的“三板斧”，徐福记顺利打入内地市场，连续 20 年位居国内糖果市场第一把交椅。并且随着国内零售业的成长与变迁，徐福记开创的“散装专柜”始终是市场上主流销售形态，是国内零售渠道变革的重要贡献者。

图表 14 徐福记的三板斧



资料来源：公司官网、华西证券研究所

散称渠道具备独特性：休闲食品随着营销方式和消费者需求不断多元化，渠道也愈发多元化，线上线下渠道创新融合成为主流。公司主攻线下渠道，在众多线下模式选择了商超散称渠道。商超散称渠道的优势在于：1) 以超市为渠道载体，固定资产投入较低；2) 与大型连锁商超长期合作，既能借助超市扩张实现规模扩张，商超经营持续性又确保了渠道稳定性；3) 散称给予消费者更多元化的选择，可以按需选购，并且更容易开展试吃等促销活动吸引消费者；4) 更易于实现线下品类扩张，在品牌柜台叠加更多的品类。

图表 15 常见的线下渠道对比

	商超散称	经销	自营品牌门店
固定资产投入	中	低	高
渠道扩张能力	中	高	低
渠道稳定性	高	中	低
品类扩张能力	高	低	中
营销费用投放	中	低	高
品牌方议价能力	低	中	高

资料来源：华西证券研究所

3.2. 盐津以线下为抓手，建设立体销售网络

公司以线下商超为主导渠道，以“直营商超树标杆、经销商渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”的营销网络发展理念，形成以点带面、分区连片、阶梯拓展的立体网络。同时公司近几年持续运作电商渠道，兼顾规模与效益，逐步形成“线上+线下”良性互补的立体营销网络。

直营商超主导：公司与国际、国内知名的直营大型商超客户建立长期、良好的合作关系，借助大型商超的门店发展，实现产品的全国市场开发。公司销售区域已覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，与沃尔玛、家乐福、大润发、麦德龙、卜蜂莲花、欧尚、乐购、永辉、华润万家、步步高、天虹百货、人人乐等众多国际、国内大型连锁商超合作密切，贡献公司过半收入。

提升品牌形象：大型商超在产业链中居于强势地位，进入门槛较高，在选择品牌的过程中追求单位面积效益最大化，进场品牌选择严格，因此进入者均为受众广泛、质量可靠的高端品牌。盐津进驻了大多数市场主流的大型商超连锁，通过受到大型连锁商超认可的事实也能有效的塑造盐津的品牌影响力和品牌形象。

直营示范作用，加速品牌推广：公司通过直营商超渠道的建设赢得了广泛的客户群体，在消费者心中形成品牌口碑。公司在具备一定市场口碑的情况下，发展本地区经销商，形成以点带面的立体营销网络。

随着大型商超扩张增加覆盖门店数：大型连锁商超一般在全国乃至全球范围内实行统一标准、统一管理，品牌一旦进入，即获得所有销售卖场的准入。公司与直营商超客户建立了长期、良好的合作关系，随着大商超从一线、二线城市不断下沉至三、四线城市乃至县级区域，盐津可随商超新开设卖场而自动实现市场扩张。

图表 16 公司沃尔玛渠道销售额（万元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 17 公司步步高渠道销售额（万元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

经销跟随：公司在直营商超稳定增长的同时通过经销商跟随加速销售网络向下延伸，提高产品覆盖面和市场占有率。公司通过以点带面，以大型商超带动地区经销商发展的营销渠道发展模式，建立起覆盖广泛、多层次的经销商营销网络。

弥补渠道空缺：直营连锁商超在整个商超渠道中偏中高端，市场中仍有大量的区域性连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等多元化渠道。公司通过经销商渠道，有效填补直营系统高端渠道外的市场空间，使公司销售网络向下延伸，提高产品覆盖面和市场占有率。

经销商渠道扁平化，加速下沉速度：公司经销商覆盖中小型商超为主，因此公司经销商选择时尽可能的下沉，在每个市或县级市选取一至二家经销商，签订年度经销合同，划定销售渠道。公司通过经销网络为全国化发展扩张奠定了坚实的基础。

国内超市市场规模逐年增加：近几年我国超市销售额逐年递增，2018 年我国超市销售额约 2.3 万亿元，同比增长 3.16%。随着新型运营模式的出现以及人民消费观念的转变，预计到 2021 年我国超市销售收入将突破 2.5 万亿元，线下商超仍是消费者购物的核心渠道，实现可持续增长。

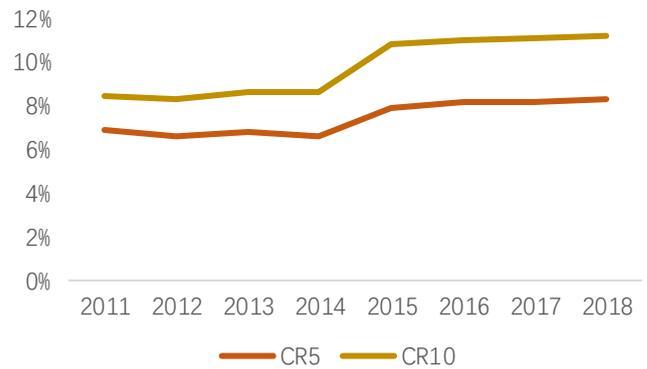
超市集中度稳中有升，连锁趋势明显：我国超市行业集中度稳步提升，2018 年 CR10 为 11.2%，连锁超市逐步提升影响力。但是我国超市连锁率仍然偏低，随着超市业态不断普及和升级，连锁超市将成为常态，行业集中度预计将持续提升，公司业务将伴随超市行业共同成长。

图表 18 我国超市行业收入逐年增加（亿元）



资料来源：欧睿、华西证券研究所

图表 19 我国超市行业集中度稳步提升(%)



资料来源：欧睿、华西证券研究所

3.3. “店中岛”打造统一品牌形象，有效提高坪效

初期品牌展示因地制宜，宣传效果层次不齐：盐津在休闲食品规模扩张和渠道探索的过程中选择了商超散称渠道，在发展第一阶段学习了徐福记的品类多元化的经验，从单一品类延伸至多品类。初期公司品牌展示更多是借助商超原有资源因地制宜，品牌露出效果层次不齐，消费者品牌认知度不够并且难以与其他品牌形成差异化。

“店中岛”成为品牌宣传的有效抓手：在发展第二阶段，公司借鉴了徐福记“品牌专柜”的销售方式，2017年开始布局统一BI的“店中岛”模式，核心解决超市品牌展示和公司线下销售问题。“店中岛”通过统一的BI展出和形象设计，使得消费者在自选式购物的过程中强化品牌形象。“店中岛”对于公司而言核心解决了品牌粘性不高，跨区域复制难度的问题，借助“店中岛”公司在华北等弱势市场也实现了快速成长。目前店中岛的数量已过万家，未来将是公司规模扩张的有力抓手。

从单岛到双岛不断优化：公司推进店中岛策略已超过2年，在发展过程中公司仍在不断结合市场反馈和公司品类特色进行调整，提升与公司渠道销售的契合度。目前公司主推的是“盐津铺子”零食屋和“憨豆先生”面包屋。公司19年12月份全线开启双岛模式，多方位、多形式强化市场推广，强化其零食零售终端方案解决者的定位。

图表 20 盐津铺子“零食屋”



盐津铺子“零食屋”

资料来源：公司官网、华西证券研究所

图表 21 憨豆先生“面包屋”

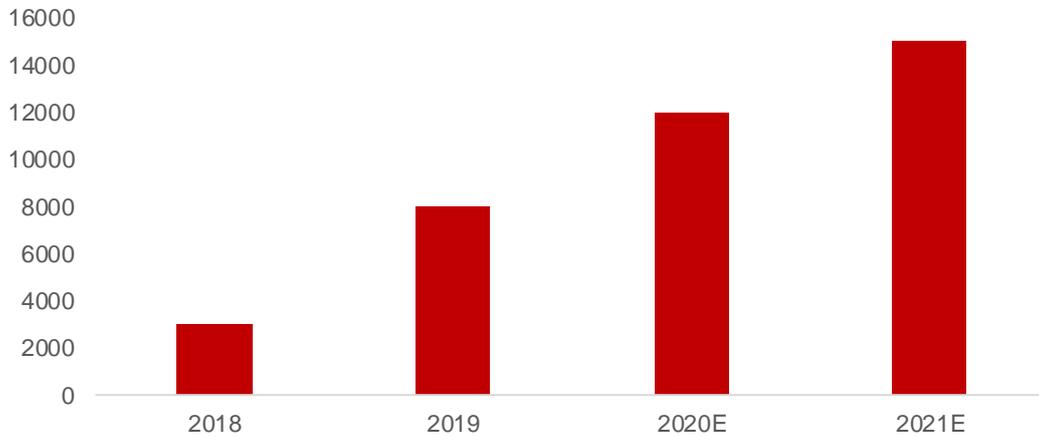


憨豆先生“面包屋”

资料来源：公司官网、华西证券研究所

店中岛有效提升坪效：公司店中岛策略已初见成效，形成了较明显的品牌区隔，消费者购物体验也有所上升，门店坪效同比增长超过 50%，也加速了公司经销规模的扩张。我们预计公司店中岛数量仍将持续增加，保守估计 2020 年达到 1.2 万台，2021 年超过 1.5 万台，同时推动公司渠道下沉和区域扩张。

图表 22 店中岛数量稳中有升



资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.4. 加速建设渠道“第二曲线”，重视电商和 CVS 渠道

加强渠道第二曲线打造：随着盐津铺子在全国线下商超散称渠道布局的推进和销量的增长，公司核心渠道发展不断强化。有赖于公司强大的产品研发能力和供应链整合优势，公司逐步开始加强渠道第二曲线的打造，布局电商业务和 CVS 渠道定量装业务。

电商以“爆款”和子品牌运作：公司 2014 年开始延伸线上电商渠道，前期规模占比较小。2017 年公司开始调整运营思路，大力发展电商渠道，尝试了社交电商、直播带货等多种形式，最终定位为通过分品牌切入市场。公司发挥供应链优势，在线上培育了零食大礼包、鱼豆腐、豆干和短保烘焙等大单品产品。品牌端，公司在线上培育了“焙宁”和“满口香”两大子品牌，分别定位于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。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。

图表 23 烘焙子品牌“焙宁”



资料来源：公司官网、华西证券研究所

图表 24 零食子品牌“满口香”



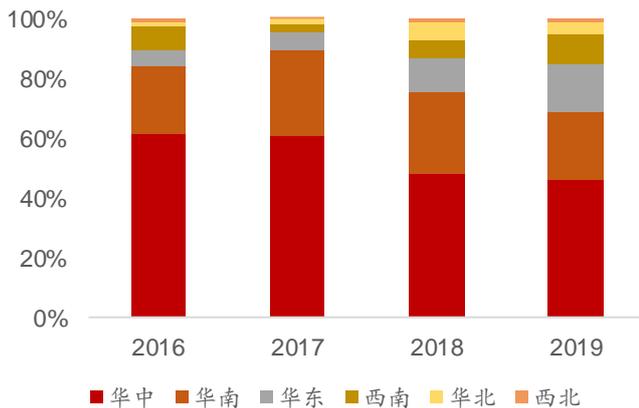
资料来源：公司官网、华西证券研究所

CVS 渠道定量带来业绩增量：便利店是商超的补充业态，给消费者带来距离、时间、商品、服务等诸多方便的便利，消费者对购物时效性和便利性的追求也加快了便利店在国内的成长。公司以定量产品进军便利店将对商超渠道有效补充，增加用户覆盖率和品牌渗透率，也是公司从散称业务尝试定量产品的初步探索。

3.5. 从区域向全国，加速渠道建设

华中占比下降，加速从区域向全国：公司销售区域已经遍布全国 31 个省市自治区，初步形成了全国化的区域布局。公司在巩固华中优势市场的同时不断拓展延伸，湘、赣、粤、滇、桂、黔等根据地市场呈稳健增长态势，渠道进一步下沉，市场份额持续提升；川、渝、鄂等市场增长强劲，华东、华北市场不断拓展延伸。公司华中市场占比从 60% 以上降至 45% 左右，西北、西南和华东等地区增长较快，2 年之间规模翻倍。公司梳理产品和渠道结构后更适宜于全国发展，逐步从区域性品牌向全国性品牌延伸。

图表 25 公司华中区域占比进一步减少 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 26 公司分地区收入增速 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

4. 盈利预测

公司是国内具备影响力、产品品类多元化的中国传统特色小品类休闲食品企业。从产品端来看，随着公司产品研发能力不断提升和消费者需求持续多元化，预计公司各品类产品携手增长，其中烘焙类和果干类是增长最为亮眼的品类，预计烘焙类产品 2022 年占收入的比重将达到 41.4%。从渠道端来看，公司线下不断优化“店中岛”销售模式，直营、经销和新零售多渠道发力，线上也将是公司规模增长和品牌建设的重要渠道，预计到 2022 年整体业务规模将突破 30 亿。

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 19.85/26.01/32.85 亿元，同比增长 +41.9%/+31.0%/+26.3%；归母净利润分别为 2.34/3.19/4.23 亿元，同比增长 +82.6%/+36.3%/+32.8%；EPS 分别为 1.81 元/2.46 元/3.27 元，当前股价对应估值分别为 76/56/42 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27 公司收入预测拆分

	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入合计 (亿元)	11.08	13.99	19.85	26.01	32.85
YOY		26.3%	41.9%	31.0%	26.3%
毛利率	39.1%	42.9%	43.0%	43.7%	44.2%
烘焙产品 (含薯片) (亿元)	2.15	4.10	6.97	10.32	13.62
YOY		90.3%	70.0%	48.0%	32.0%
占比	19.5%	29.3%	35.1%	39.7%	41.4%
毛利率	33.8%	38.9%	39.0%	39.2%	39.8%
休闲豆制品-鱼糜制品 (亿元)	1.57	2.00	3.19	4.15	5.19
YOY		26.9%	60.0%	30.0%	25.0%
占比	14.2%	14.3%	16.1%	16.0%	15.8%
毛利率	57.3%	64.2%	65.0%	64.2%	64.0%
休闲豆制品-豆干类 (亿元)	2.10	1.93	1.74	1.74	1.74
YOY		-8.0%	-10.0%	0.0%	0.0%
占比	19.0%	13.8%	8.8%	6.7%	5.3%
毛利率	51.4%	59.4%	55.0%	55.0%	55.0%
肉 (鱼) 产品 (亿元)	1.53	1.70	2.29	2.63	3.03
YOY		10.8%	35.0%	15.0%	15.0%
占比	13.8%	12.1%	11.5%	10.1%	9.2%
毛利率	38.8%	43.6%	45.0%	45.5%	45.8%
蜜饯炒货产品 (亿元)	1.23	1.35	1.28	1.28	1.28
YOY		9.5%	-5.0%	0.0%	0.0%
占比	11.1%	9.6%	6.4%	4.9%	3.9%
毛利率	45.9%	41.7%	42.0%	42.0%	42.0%
果干类 (亿元)	0.71	0.87	1.56	2.35	3.52
YOY		23.0%	80.0%	50.0%	50.0%
占比	6.4%	6.2%	7.9%	9.0%	10.7%
素食产品 (亿元)	0.66	0.73	1.10	1.32	1.58
YOY		11.3%	50.0%	20.0%	20.0%
占比	5.9%	5.2%	5.5%	5.1%	4.8%
辣条类 (亿元)	0.00	0.49	0.64	0.84	1.09
YOY		13817.1%	30.0%	30.0%	30.0%
占比	0.0%	3.5%	3.2%	3.2%	3.3%
其他类 (礼盒、组合装、月饼礼盒等) (亿元)	1.12	0.83	1.07	1.40	1.81
YOY		-26.2%	30.0%	30.0%	30.0%
占比	10.1%	5.9%	5.4%	5.4%	5.5%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 28 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
		TTM	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
盐津铺子	178	97	76	56	42	1.81	2.46	3.27
洽洽食品	304	44	41	34	29	1.48	1.77	2.08
三只松鼠	221	146	88	63	47	0.63	0.87	1.17
甘源食品	107	64	52	40	31	2.19	2.88	3.75
良品铺子	247	78	64	48	38	0.96	1.27	1.61

资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 风险提示

原材料价格上涨的风险：公司营业成本中核心是原材料支出，公司原材料众多，上游原材料价格受供需影响波动较大，存在一定影响利润的风险。但是一方面公司原材料众多，单一产品对毛利率影响有限；另一方面公司与上游供应商合作多年，预计原材料价格波动对公司业绩影响可控。

渠道扩张低于预期：公司正积极将渠道从直营商超向经销、线上等扩张延伸，已经取得初步成果，形成了多元化立体的销售网络。公司仍在渠道扩张的初期阶段，市场对于渠道快速扩张给予较高预期；但渠道扩张短期受疫情影响，中长期仍将面临较为严峻的行业竞争，因此仍存在渠道扩张低于预期的风险。公司目前在商超散称渠道具备先发优势，此渠道易守难攻，我们仍看好公司凭借多年经验持续深耕渠道，逐步搭建立体化渠道网络。

食品安全的风险：公司作为休闲食品企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，将检测链条延伸至产业链上游，逐步实现产品全环节检验以及全流程的透明化管理，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,399	1,985	2,601	3,285	净利润	128	236	322	427
YoY (%)	26.3%	41.9%	31.0%	26.3%	折旧和摊销	62	24	23	20
营业成本	799	1,131	1,465	1,833	营运资金变动	-21	5	-1	6
营业税金及附加	13	17	23	29	经营活动现金流	184	280	361	473
销售费用	344	466	624	792	资本开支	-350	-215	-234	-226
管理费用	91	99	125	151	投资	0	5	5	5
财务费用	13	13	13	11	投资活动现金流	-342	-210	-229	-221
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	64	1	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	389	100	50	30
营业利润	138	277	378	502	筹资活动现金流	158	84	31	9
营业外收支	1	1	1	1	现金净流量	0	154	164	261
利润总额	139	278	379	503	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	11	42	57	75	成长能力				
净利润	128	236	322	427	营业收入增长率	26.3%	41.9%	31.0%	26.3%
归属于母公司净利润	128	234	319	423	净利润增长率	81.6%	82.6%	36.3%	32.8%
YoY (%)	81.6%	82.6%	36.3%	32.8%	盈利能力				
每股收益	0.99	1.81	2.46	3.27	毛利率	42.9%	43.0%	43.7%	44.2%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	9.1%	11.9%	12.4%	13.0%
货币资金	122	276	439	701	总资产收益率 ROA	7.7%	10.7%	11.8%	12.7%
预付款项	50	79	105	137	净资产收益率 ROE	16.6%	23.2%	24.0%	24.2%
存货	292	372	441	502	偿债能力				
其他流动资产	197	266	323	390	流动比率	0.77	0.87	0.97	1.12
流动资产合计	660	993	1,309	1,730	速动比率	0.37	0.47	0.57	0.71
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.14	0.24	0.33	0.45
固定资产	740	891	1,065	1,228	资产负债率	53.0%	53.4%	50.5%	46.9%
无形资产	138	169	199	235	经营效率				
非流动资产合计	1,000	1,187	1,394	1,595	总资产周转率	0.84	0.91	0.96	0.99
资产合计	1,660	2,180	2,703	3,326	每股指标 (元)				
短期借款	348	448	498	528	每股收益	0.99	1.81	2.46	3.27
应付账款及票据	257	360	433	522	每股净资产	5.97	7.78	10.24	13.50
其他流动负债	256	337	415	491	每股经营现金流	1.42	2.16	2.79	3.65
流动负债合计	862	1,145	1,347	1,542	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	19	19	19	19	PE	138.87	76.05	55.81	42.02
非流动负债合计	19	19	19	19	PB	6.04	17.90	13.60	10.31
负债合计	881	1,164	1,365	1,561					
股本	128	130	130	130					
少数股东权益	6	9	12	16					
股东权益合计	780	1,016	1,338	1,765					
负债和股东权益合计	1,660	2,180	2,703	3,326					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星，华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟，华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。