

盐津铺子 (002847.SZ)

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧
食品饮料、游戏行业研究员

2025年12月4日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	68.71
总市值	187.38亿
PE-TTM	24.93
PB-MRQ	8.77

估值结果

DDM估值	价值	210.83亿
	上行空间	13%
	状态	合理估值
动态估值	价值	186.13亿
	上行空间	-0.7%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

盐津铺子在A股自产型零食公司中品类最为多元化，产品涵盖辣卤零食、休闲烘焙和坚果果干等。

公司成长空间星级处于中等水平。一方面，由于电商渠道竞争愈加激烈，公司今年以来主动调整，淘汰较多低毛利率产品，预计收入增速将小幅放缓。但另一方面，公司自2021年转型全渠道拓展后，其渠道、供应链及品类矩阵在行业中较为领先，我们认为其成长空间的确定性较高。公司盈利趋势较好，零食行业内产品的差异化程度虽不算高，但得益于生产环节技改提效+布局上游产业链，盐津的盈利能力较为领先。公司产业格局较好，其所处行业的进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的被替代风险较低。公司护城河较深，主要具备渠道护城河及产品力护城河等。一方面，我国零食行业品类众多，消费者的需求迭代较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。但另一方面，盐津不断补齐全渠道版图，核心路径为“收缩低效直营+发力新兴渠道+深化经销下沉”，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。

假设盐津未来业绩增量来自零食量贩&会员商超业态的门店扩张、公司在经销&新渠道市占率的提升，及其全产业链布局下盈利能力的提升，当前其处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

市场认为盐津凭借精准投流及运营经验，电商渠道仍有望维持较高增速（10~15%）。但我们认为当前电商平台的流量成本呈上升态势；且公司主动淘汰低毛利率&贴牌的sku，故预计电商渠道收入将放缓至0~5%。

此外，市场担忧行业竞争加剧及盐津的性价比战略会对其净利率形成压制。但我们认为公司向上游延伸控制成本，并收缩低效的直营KA商超&电商渠道，其经营性净利率有望从2024年的12%提升至稳态的14%。

风险提示

若电商及量贩渠道竞争加剧，公司未来的市场份额或低于预期；若原材料（如魔芋精粉和油脂等）价格大幅上涨，公司的盈利能力可能会不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

盐津铺子成立于2005年，主要从事休闲食品的研发、生产和销售，为我国休闲零食头部企业。其产品矩阵涵盖辣卤零食、烘焙薯类和果干果冻等。公司自2021年启动渠道转型，凭借对行业趋势的敏锐捕捉，其在零食行业的变革中多次抢占先机。

2. 业务介绍

对于盐津铺子公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

经销及其他新渠道：

该业务的竞争市场界定为国内经销及其他新渠道的零食市场，主要包括经销渠道（地区性连锁超市、便利店和批发市场等）以及其他新渠道（零食量贩、会员商超和社区团购等）。其中零食量贩渠道是以“多快好省”为核心的零售业态；而会员商超渠道是以会员制为核心，通过严格选品+仓储式销售模式，主要面向对商品品质&购物体验有较高要求的消费者。

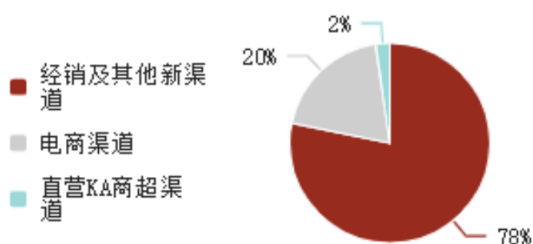
电商渠道：

该业务的竞争市场界定为国内电商渠道的零食市场，主要包括传统货架电商（如天猫&京东）、社交电商（如拼多多）以及内容电商（如抖音&小红书）等。该渠道是以互联网为载体，依托物流体系，实现零食产品从品牌方到消费者的线上交易过程。

直营KA商超渠道：

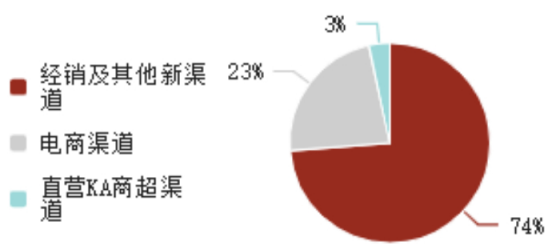
该业务的竞争市场界定为国内大型连锁商超渠道的零食市场，如永辉超市、大润发和华润万家等，具有营业面积大、商品种类丰富、客流量大和知名度高等特点。盐津采用直营模式对上述连锁大型商超进行销售，与商超总部签订年度购销合同。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司为休闲零食头部品牌，其资产强度、营销强度及客户集中度处于中等水平，而供应商集中度较低。盐津作为自产型零食公司，商业模式为多品类+全渠道布局，二十余载发展历程中始终贯穿着对趋势的敏锐捕捉与深度适配。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的资产强度处于中等水平，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重约47%。盐津作为自主生产型零食公司，其固定资产投入高于代工模式的零食公司（如三只松鼠和良品铺子）。但另一方面，和食品饮料其他行业（如速冻行业和乳品行业）相比，休闲零食行业无需大规模的冷库和冷链物流，故盐津的资产强度低于速冻行业&乳品行业平均水平。

3.2 营销强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的营销强度处于中等水平，2024年其销售费用率为12.5%。一方面，公司注重品牌建设，如开展校园营销、快闪活动及二次元营销，并通过联名“六必居”及“三丽鸥”使品牌快速出圈。但另一方面，公司近年来的销售费用率呈收窄态势，主要系其主动调整渠道结构，减少对直营KA商超的销售费用投入。

3.3 客户集中度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的客户集中度处于中等水平，2024年其top5客户营收占比为32%。一方面，公司自2021年起转型全渠道拓展，积极布局零食量贩、电商及会员商超等新渠道，故其下游的集中度较低。但另一方面，近年来其top1客户的营收占比不断上升，该top1客户系量贩龙头品牌（零食很忙）。盐津为零食行业中率先布局量贩渠道的公司，2021年6月便与零食很忙达成战略合作，并通过sku上新，在量贩渠道的份额不断提升。

3.4 供应商集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司的供应商集中度较低，2024年其top5供应商采购额占年度采购总额约20%。公司建立《合格供应商名录》数据库进行供应商管理，其主要供应商包括云南津绝魔芋食品（魔芋精粉采购）、柬埔寨果美农场食品（芒果制品采购）等，均属于农产品初加工公司，因此公司的上游行业集中度低。

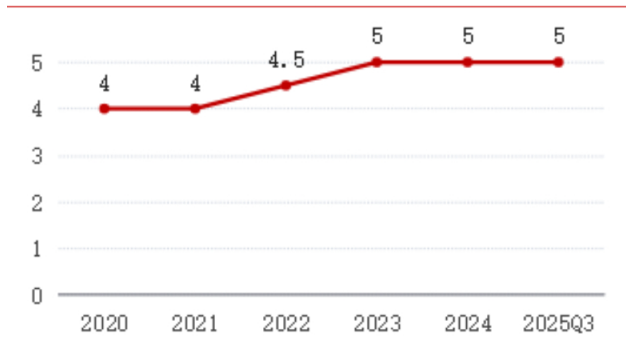
4. 历史经营绩效

公司的历史经营绩效优秀，其成长能力、盈利能力及股东回报能力均很优秀，业务控制力也处于较高水平。盐津作为休闲零食头部品牌，在行业渠道变革中多次转型拥抱渠道变化；且通过供应链提效，打造低成本优势。此外，其盈利质量优于同业，分红的能力及意愿较强。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



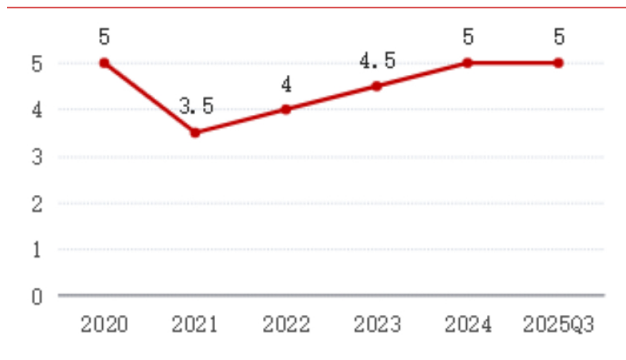
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力处于优秀水平，且领先同业。其2024年归母净利率为12%，ROE达40%，主要得益于成本控制战略（延伸产业链上游+生产端技改）及多渠道布局（高周转率）。此外，公司2022~2023年盈利星级持续上升，系其自2021年开启全渠道转型，并主动收缩低效的KA商超渠道，费效比持续提升。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



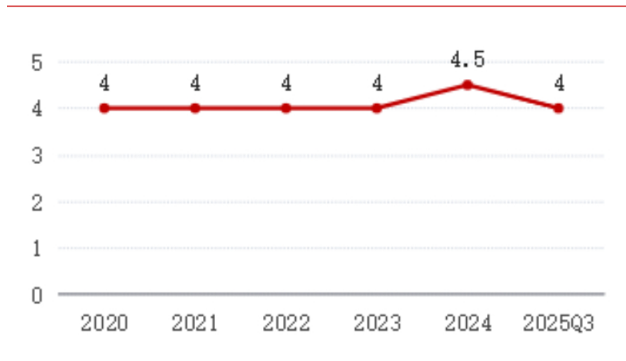
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力当前处于优秀水平。其中2021年成长星级有所下降，系公司主动调整直营KA商超渠道（KA商超受到新渠道的分流，盐津主动缩减合作的卖场数）。随着2021年完成渠道转型，公司2022年~2024年的成长星级持续回升。当前公司的多品类+全渠道布局优势凸显，2024年营收增速达29%，领先同行平均水平。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



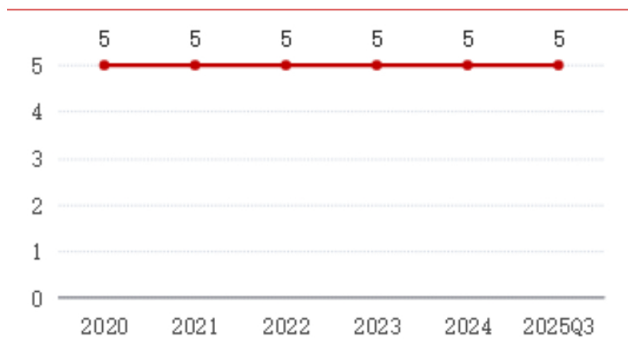
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力较好，且较为稳健。公司2024年的经营性现金流净额/营业收入比例为21%，高于食品加工行业中位数。公司不断完善全渠道布局，对经销商的销售为买断模式，信用政策为款到发货，故盈利质量较好。此外，公司2024年的业务控制力有所提升，系盐津近年来进行全产业链布局（如自建了魔芋种植和鹌鹑养殖基地），上下游控制能力得以增强。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力优秀且稳健。一方面，得益于成本控制战略（延伸产业链上游+生产端技改）及多渠道布局（高周转率），盐津的盈利能力本身便处于优秀水平。另一方面，公司2019年~2024年的分红率均高于50%，2024年分红率提升至68%，主要系其盈利质量优秀，且注重股东回报，分红的能力及意愿均较强。

5. 四维评级

公司成长空间星级处于中等水平。一方面，由于电商渠道竞争愈加激烈，公司今年以来主动调整，淘汰较多低毛利率产品，预计收入增速将小幅放缓。但另一方面，公司自2021年转型全渠道拓展后，其渠道、供应链及品类矩阵在行业中较为领先，我们认为其成长空间的确定性较高。公司盈利趋势较好，零食行业内产品的差异化程度虽不算高，但得益于生产环节技改提效+布局上游产业链，盐津的盈利能力较为领先。公司产业格局较好，其所处行业的进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的被替代风险较低。公司护城河较深，主要具备渠道护城河及产品力护城河等。一方面，我国零食行业品类众多，消费者的需求迭代较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。但另一方面，盐津不断补齐全渠道版图，核心路径为“收缩低效直营+发力新兴渠道+深化经销下沉”，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级处于中等水平。一方面，考虑到平台流量成本、电商盈利影响，公司今年以来主动缩减低效sku，预计收入增速将小幅放缓。但另一方面，公司自2021年开启渠道调整后，其渠道与品类的迭代以消费趋势为导向；并且在保持灵活调整的同时，完成了供应链效率的优化，我们认为其成长空间的确定性较高。

经销及其他新渠道(3.5星)：

该业务预计未来5年收入CAGR为10~15%，成长空间星级较高。考虑到下游量贩渠道已过高速增长期，拓店速度趋缓，故该业务未来增速预计也将小幅放缓。但另一方面，零食量贩渠道特征为“多快好省”，会员商超渠道主打“精准选品”，均契合零食行业高效&高性价比的长期趋势，我们认为该行业成长空间的确定性较高。

电商渠道(1.5星)：

该业务预计未来5年收入CAGR为0~5%，成长空间较低。盐津于2022年~2023年及时把握社交电商渠道红利，该业务收入实现高增。但由于电商入局者激增，当前电商平台的流量成本呈上升态势，公司年初以来主动淘汰低毛利率sku及部分贴牌产品，故预计该业务收入将有所放缓。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好，零食行业内产品的差异化程度虽不算高，但得益于生产环节技改提效+布局上游产业链，盐津的盈利能力较为领先。此外，盐津在经销&新渠道拓展和下沉的步伐稳健，预计未来市占率有望提升。

经销及其他新渠道(3.5星):

该业务的盈利趋势较好。虽然所处行业的格局较为分散（该行业涵盖了地区性连锁超市、零食量贩和会员商超等），但盐津凭借成本控制战略（延伸产业链上游+生产端技改）及多渠道布局（高周转率），盈利能力较为领先。当前公司位列二线龙头（零食行业成熟品类龙头主要为国际巨头，如玛氏&亿滋），考虑到其渠道优化持续进行，核心路径为“收缩低效直营+发力新兴渠道+深化经销下沉”，预计市占率将从2024年的0.45%小幅提升至稳态的0.77%。

电商渠道(2.5星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。电商平台的入驻门槛较低，搜索和推荐算法也使得新品牌有机会通过精准营销获得曝光，故行业整体的格局分散。盐津在该渠道位列二线龙头，2025年其针对抖音&拼多多渠道，主动缩减低效SKU；但另一方面，其将资源集中于“大魔王”&“蛋皇”战略单品，有望打造重点爆品。综上，预计盐津在该渠道的市占率基本稳定在0.4%左右。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，零食中游制造的进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的被替代风险较低。一方面，零食产业链上游主要是农副产品供应商，上游行业格局分散。而公司作为中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节，在与下游渠道合作时更具话语权。另一方面，零食具有高频低价的特征，常与休闲&社交场景紧密关联，故该品类被替代的风险较小。

经销及其他新渠道(3.5星):

该业务产业格局较好，长期来看该行业产品的差异化程度虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。盐津不断完善全渠道布局，对经销商的销售为买断模式；且近年来进行全产业链布局（自建魔芋种植和鹌鹑养殖基地），产业链议价权得以增强。此外，该行业渠道种类丰富，如零食量贩店适合走量、传统商超维护品牌形象，而即时零售满足应急需求，能满足不同消费者需求，故被替代的风险较小。

电商渠道(3星):

该业务产业格局处于中等水平。一方面，该行业的进入壁垒不算高，且行业内产品的差异化程度一般。但另一方面，电商渠道在零食行业中占据重要地位，被替代的风险较小，系其打破了时间和空间的限制，可带来便捷的购物体验；且通过大数据分析和用户行为追踪，可提供个性化推荐与精准营销。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要具备渠道护城河及产品力护城河等。一方面，我国零食行业品类众多，消费者的需求迭代较快，预计产品力未来有一定被侵蚀的风险。但另一方面，盐津不断补齐全渠道版图，核心路径为“收缩低效直营+发力新兴渠道+深化经销下沉”，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
经销及其他新渠道	(4星) 该业务的护城河较宽。零食行业格局分散，公司在该渠道位列二线龙头，市占率约0.5%，并不算高。但另一方面，该业务经壹评级调整的ROE为44%，经壹评级调整的ROIC为30%，公司凭借成本控制战略（延伸产业链上游+生产端技改）及多渠道布局（高周转率），具备较显著的超额收益。此外，公司业务控制力较好，系其不断完善全渠道布局，对经销商的销售为买断模式，回款能力领先同业。	(4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线下渠道、规模经济和产品力护城河。首先，盐津的单商产出领先同业，在零食行业的变革中屡次抢占先机，渠道的迭代以消费趋势为导向，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。其次，考虑到其渠道优化持续进行，核心路径为“收缩低效直营+发力新兴渠道+深化经销下沉”，未来市占率有望提升，预计规模经济优势在长期被侵蚀的可能性较小。最后，零食本身具备冲动消费属性，品类粘性较低，且迭代速度快，预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。
电商渠道	(3星) 该业务的护城河宽度一般。一方面，该行业进入门槛较低，盐津位列二线龙头，市占率仅约0.4%。另一方面，该业务经壹评级调整的ROE为23%，经壹评级调整的ROIC为18%，系公司在抖音运营方面积累深厚经验；并调整选品适配平台流量算法特性，周转率在行业中较领先，故具备一定的超额收益。此外，公司业务控制力较好，系其作为零食产业链中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节，产业链议价权较强。	(3星) 该业务的护城河持续性一般，主要具备线上渠道及产品力护城河。首先，线上零食市场竞争白热化，流量成本持续上升，盐津主动缩减电商渠道资源投入，预计线上渠道力未来有一定被侵蚀的可能性。其次，电商平台的透明化特性使价格竞争成为常态，可能会让消费者形成“低价即好”的认知，使得产品力在价格导向的市场中被弱化，故预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

假设盐津未来业绩增量来自零食量贩&会员商超业态的门店扩张、公司在经销&新渠道市占率的提升，及其全产业链布局下盈利能力的提升，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，当前其处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：经销及其他新渠道、电商渠道及直营KA商超渠道。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：经销及其他新渠道

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年该行业规模CAGR为5~10%，增量主要来自零食量贩&会员商超的门店渗透。一方面，当前量贩行业开店高峰期已过，起源地华中市场已相对饱和，但在华东&西南等仍有扩店空间，预计行业总门店数有望从2024年的3.5万家增加至稳态的5.6万家。另一方面，会员商超依托精准选品策略，以“会员制+大包装”模式，契合中产家庭对“极致质价比”的追求，如2025年山姆会员店在中国会员数500万+，门店数已突破60家。考虑到山姆将重点加密一线城市布局，并向消费活跃的省会城市及经济强县拓展，预计未来平均每年有望新开7~8家门店。

2) 公司市占率：首先，盐津是零食上市公司中率先布局量贩渠道的企业，其产品矩阵丰富，且“实验工厂”模式快速推新迭代，未来份额的提升驱动力来自sku上新+进驻其他量贩品牌。其次，会员制商超选品较严格，盐津为山姆定制“蛋皇”鹌鹑蛋，半年时间销售额便过亿，2025年再添溏心鹌鹑蛋新品，进一步验证其产品力。从各家上市公司推进山姆的历程来看，一旦进驻后，基于对产品力及供应链实力的确认，合作更多新品往往更顺畅。综上，测算得盐津在该行业的市占率将从2024年的0.45%小幅提升至稳态的0.77%。

盈利能力假设：凭借生产环节提效&布局产业链上游（盐津在云南和东南亚已建成魔芋原料加工基地），其供应链优势有望对冲渠道结构的变化（量贩渠道毛利率低于传统渠道），该业务经营性净利率预计由2024年的14%小幅提升至2030年的15%，并在半显性期维持在15%左右。

业务2：电商渠道

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年该行业规模CAGR为5~10%，增量主要来自零食行业自身扩容&电商渠道占比上升。预计零食行业中电商渠道占比有望从2024年的20%小幅提升至稳态的22%左右，驱动力为兴趣电商平台带来新增量（如小红书等平台通过直播带货&短视频种草，精准触达目标用户）+下沉市场的进一步渗透（三四线城市&县域市场）。

2) 公司市占率：盐津于2022年~2023年及时把握社交电商渠道红利，该业务收入实现高增。但由于电商入局者激增，当前电商渠道的流量成本逐年上升，公司年初以来针对抖音、拼多多渠道，主动缩减低效sku；但另一方面，其将资源集中于“大魔王”&“蛋皇”战略单品，有望打造重点爆品。综上，预计盐津在该渠道的市占率基本稳定在0.4%左右。

盈利能力假设：公司主动进行渠道调整，砍掉低毛利sku；并调整选品适配平台流量算法特性，以提高费效比。后续随着产品结构的优化，该业务经营性净利率预计由2024年的6%提升至2030年的10%，并在半显性期维持在10%左右。

业务3：直营KA商超渠道

收入假设：

1) 合作卖场数量：公司的直营商超客户主要是知名大型连锁商超，如大润发和华润万家等。2021年盐津启动渠道转型，主动缩减低效的直营网点，合作卖场数从2020年的3088家收窄至2024年的904家，预计稳态将进一步收窄至600家（根据公司规划，将保留沃尔玛&大润发等标杆终端，主要承担品牌展示功能）。

2) 平均单卖场产出：受新零售业态的分流影响，传统KA商超近五年来客流量呈下滑态势。在商超调改的背景下（如大润发推出Super店型），我们预计盐津合作卖场的客流下滑幅度有望收窄，稳态期的平均单卖场产出约为16.5万元/年。

盈利能力假设：考虑到盐津通过战略调整和费用优化，显著减少了传统KA商超的货架费用投放，其经营性净利率预计由2024年的6%小幅提升至2030年的8%，并在半显性期维持在8%左右。

表2：公司整体业绩预测

盐津铺子	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	28.9	41.2	53.0	61.5	70.5	80.1	90.6	101.3
归母净利润(亿)	3.0	5.1	6.4	8.1	9.6	11.1	12.8	14.5
归母净利润增速(%)	99.9	67.8	26.6	27.2	17.4	16.5	14.7	13.4
经营性净利润(亿)	3.0	5.1	6.4	8.2	9.6	11.2	12.8	14.5
经营性净利润增速(%)	95.8	70.7	25.0	27.5	17.6	16.3	14.8	13.4
经营性归母净利润(亿)	3.0	5.0	6.4	8.1	9.5	11.1	12.8	14.5
经营性归母净利润增速(%)	100.3	68.4	26.8	26.9	17.4	16.6	14.7	13.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

经销及其他新渠道	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	21.0	29.5	39.6	48.1	57.0	66.5	76.3	86.6
收入增速(%)	41.8	40.4	34.0	21.6	18.4	16.7	14.7	13.5
经营性净利润(亿)	2.4	3.9	5.6	6.9	8.2	9.7	11.3	13.0
经营性净利率(%)	11.3	13.3	14.1	14.4	14.3	14.6	14.9	15.0
经营性净利润增速(%)	139.9	66.3	41.8	23.8	18.1	19.0	16.7	14.9
电商渠道	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.2	8.3	11.6	12.0	12.2	12.4	13.2	13.7
收入增速(%)	201.4	98.0	40.0	3.3	2.3	1.5	6.4	3.5
经营性净利润(亿)	0.3	0.8	0.7	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
经营性净利率(%)	7.2	9.9	6.0	9.7	10.9	10.8	10.5	10.4
经营性净利润增速(%)	170.2	170.3	-14.7	65.8	15.6	0.7	3.6	2.5
直营KA商超渠道	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.7	3.3	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
收入增速(%)	-43.6	-10.0	-43.7	-25.3	-9.0	-6.5	-6.9	-7.4
经营性净利润(亿)	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	8.9	11.0	6.4	6.8	8.0	8.7	8.1	8.1
经营性净利润增速(%)	-23.9	10.9	-67.2	-21.0	7.6	1.7	-13.1	-7.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
电商渠道	2.2%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	1.4
经销及其他新渠道	4.4%	中等-	较好	较强	7.8%	15.65	12.0
直营KA商超渠道	-0.8%	小幅负增长	一般	一般	7.8%	6.62	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
电商渠道(亿)	4.9	15.0	19.9	-	0.1	-	19.8
经销及其他新渠道 (亿)	26.0	139.8	165.8	-	0.8	-	165.0
直营KA商超渠道 (亿)	0.9	0.4	1.4	-	-	-	1.4
公司整体测算(亿)	31.8	155.2	187.0	-	0.9	-	186.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
电商渠道(亿)	12.1	9.0	21.1	-	0.1	-	21.0
经销及其他新渠道 (亿)	95.7	93.2	188.9	-	0.8	-	188.1
直营KA商超渠道 (亿)	1.4	0.3	1.7	-	-	-	1.7
公司整体测算(亿)	109.2	102.5	211.7	-	0.9	-	210.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性星级较高。当前零食行业的渠道加速迭代，销售通路追求效率为王，故行业未来的品类迭代及渠道变革较难预测。但另一方面，盐津与市场交流的频率较高，盈利预测的关键数据（公司各业务及各渠道的动销情况）披露频次较高，故公司数据的可持续跟踪性较好。整体来看，我们对于公司估值的确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。