



食品饮料

2018.09.16

评级: **增持**

上次评级: 增持

行业增速恢复正常，松鼠增速领跑三强

——2018年8月阿里系平台休闲零食销售分析报告

	区少萍 (分析师)	王鹏 (分析师)
	0755-23976861	021-38677799
	oushaoping@gtjas.com	wangpeng016587@gtjas.com
证书编号	S0880517040003	S0880518070004

本报告导读:

8月行业增速恢复正常，高成长品类量价齐升；松鼠高成长品类发力，增速领跑三强，百草味增速回升；上新方面8月百草味迎来高峰。维持好想你增持评级。

摘要:

- **投资建议：维持好想你（002582）增持评级。**维持2018-19 EPS 预测0.36、0.59元，给予2018PE40倍，维持目标价14.4元。
- **8月行业增速恢复正常，高成长品类量价齐升。**8月休闲零食电商阿里全网销售额44亿元、增15%，其中销量1.7亿份、增7%，产品均价26元、增7%。1-8月休闲零食电商阿里全网销售额337亿元、增12%，其中销量13亿份、降0.5%，产品均价26元、增13%。8月高成长品类量价齐升，糕点、饼干、膨化销售额占比分别为28%、17%，同比分别增44%、38%，产品均价同比分别增8%、21%。
- **三只松鼠促销力度领先，增速领跑全行业。1) 三只松鼠8月继续领跑增速，百草味增速有所回升。**8月三只松鼠销售额4亿、百草味2亿、良品铺子2亿元，增35%（量价为40%、-3%）、11%（2%、9%）、11%（12%、-0.7%）。1-8月看，三只松鼠38亿、百草味24亿、良品铺子18亿元，增7%（量价为17%、-8%）、31%（29%、2%）、24%（24%、0.2%）。百草味销量增长低于三只松鼠和良品铺子主因高基数上坚果增速有所下滑（2017年8月坚果增速52%）。8月三只松鼠、百草味、良品铺子产品均价分别为27元、26元、23元，百草味均价接近三只松鼠。1-8月三强市占率11%、7%、5%，较2017年末分别升0.1pct、降0.5pct、升0.1pct，三强垄断格局继续保持。**2) 三强品类各有千秋，松鼠高成长品类发力增速领先。**三只松鼠结构优化调整成效明显，其中，坚果占比至8月已降至31%（2017年末为54%），糕点、饼干分别占比22%、20%，月销售额同比增4倍、5倍；百草味提价+扩容高成长品类，销售额增速达11%，环比7月（9.5%）有所回升。旗舰店单价同比增10%，饼干销售额增速超过200%，豆干、水产、糕点增速均超50%。良品铺子大力发展糕点、肉干等优势品类，8月肉干、糕点销售额分别同比升39%、40%，占比23%、18%，且坚果占比仅16%，三强中最低。**3) 上新方面8月百草味反超良品铺子，迎来上新高峰。**8月三只松鼠、百草味、良品铺子上新数量分别为55/129/63款，百草味上新数遥遥领先。
- **核心风险：**行业竞争加剧，食品安全问题发生的风险。

细分行业评级

食品 增持

相关报告

食品饮料:《茅台放量稳价预期再强化，板块短期机会仍看大众品》

2018.09.09

食品饮料:《白酒延续高景气，优选必需消费食品龙头》

2018.09.04

食品饮料:《H1白酒、调味品高速，短期继续关注必需品》

2018.09.02

食品饮料:《旺季前夕茅台开启放量稳价，板块短期仍需谨慎》

2018.08.26

食品饮料:《谨慎看待白酒板块预期下移，啤酒行业缓慢爬升》

2018.08.19

目录

1. 8月行业增速恢复正常，高成长品类量价齐升	3
1.1. 临旺季销量回升，销售额增速环比显著提升	3
1.2. 坚果淡季烘焙接力，糕点等品类高增长驱动行业成长	3
2. 8月三只松鼠促销力度领先，增速领跑全行业	4
2.1. 三只松鼠8月继续领跑增速，百草味增速有所回升	4
2.2. 三强品类各有千秋，松鼠高成长品类发力增速领先	5
2.3. 上新方面8月百草味反超良品铺子，迎来上新高峰	7
3. 投资建议：继续增持好想你（002582）	7
4. 核心风险	8
图 1: 2018年8月全网销售额增速有所回升	3
图 2: 行业整体提价趋势不变	3
图 3: 糕点、饼干和坚果占据8月销售前三	4
图 4: 8月糕点占比明显提升	4
图 5: 8月高成长品类均价增长较快	4
图 6: 1-8月饼干均价增速位于前列	4
图 7: 8月三只松鼠销售额增速领先	5
图 8: 1-8月百草味销售额保持平稳增长	5
图 9: 百草味均价接近三只松鼠	5
图 10: 三强垄断格局继续保持	5
图 11: 三只松鼠产品结构持续优化	6
图 12: 三只松鼠烘焙类产品快速增长	6
图 13: 百草味产品结构调整优化	6
图 14: 百草味饼干销售额同比增幅最大	6
图 15: 良品铺子着力发展优势产品	7
图 16: 良品铺子糕点销售额增速最高	7
图 17: 8月百草味高密度补偿式上新	7

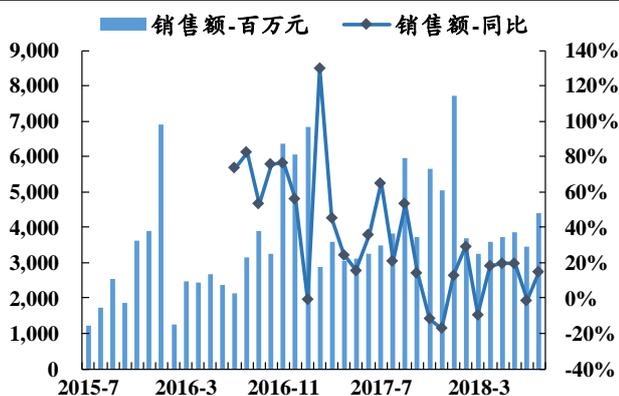
1. 8月行业增速恢复正常，高成长品类量价齐升

1.1. 临旺季销量回升，销售额增速环比显著提升

8月休闲零食电商阿里全网销售额44亿元、增15%，其中销量1.7亿份、增7%，产品均价26元、增7%。同比2017年，8月销售额增速下降6pct、销量增速提升2.5pct，其中销售额增速虽仍有下滑，但是环比7月已有显著改善。我们认为销量环比回升主因：1）5、6月的高密度促销导致的消费者库存7月已基本消化殆尽，8月动销恢复至自然状态；2）9月中秋旺季即将到来，部分品牌8月提前造势，消费者提前备货，销量回升。

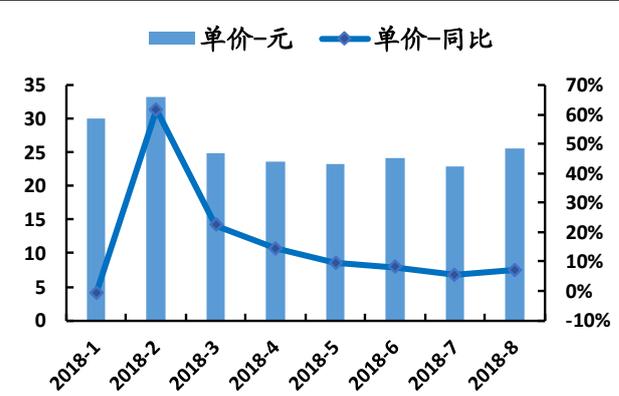
1-8月休闲零食电商阿里全网销售额337亿元、增12%，其中销量13亿份、降0.5%，产品均价26元、增13%；1-8月销售额季度性波动明显，一季度因年货销售而猛增，二季度虽然进入淡季，但寡头垄断下格局良好，单价呈现稳中有升的态势，行业整体提价趋势不变。

图 1: 2018年8月全网销售额增速有所回升



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

图 2: 行业整体提价趋势不变



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

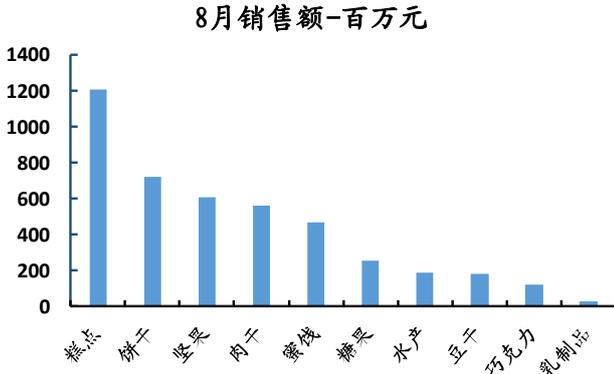
1.2. 坚果淡季烘焙接力，糕点等品类高增长驱动行业成长

8月坚果淡季烘焙接力，糕点、饼干等品类领跑增长，占比大幅提升。8月份各品类销售额占比前五的品类为糕点点心（28%）、饼干膨化（17%）、坚果类（14%）、肉类卤味（13%）、蜜饯类（11%），销售额增速前五的是糕点点心（44%）、饼干膨化（38%）、豆干（29%）、糖果零食（16%）、肉类卤味（11%）。高成长子品类占比高，增速快，驱动零食电商高速增长：

- 8月为坚果消费淡季，受此影响坚果销售额同比下降11%，但其他子品类如糕点点心、饼干膨化、肉类卤味、糖果零食销售额同比分别增44%、38%、11%、16%，接力坚果驱动行业高速增长。受此影响8月糕点点心销售额占比同比提升5.5pct，而坚果类销售额占比降4pct。高成长品类如糕点占比高，增速快，对零食电商持续增长起到强有力的推动作用。
- 1-8月，糕点点心、饼干膨化、肉类卤味、糖果零食销售额分别占全网销售额的17%、16%、13%、7%，同比分别增29%、32%、12%、24%，高成长品类规模继续扩增。产品均价分别同比增15%、26%、

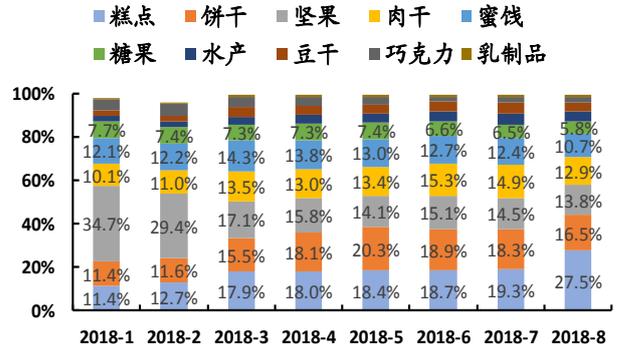
13%、23%，涨幅居前，带动行业整体提升。

图 3: 糕点、饼干和坚果占据 8 月销售前三



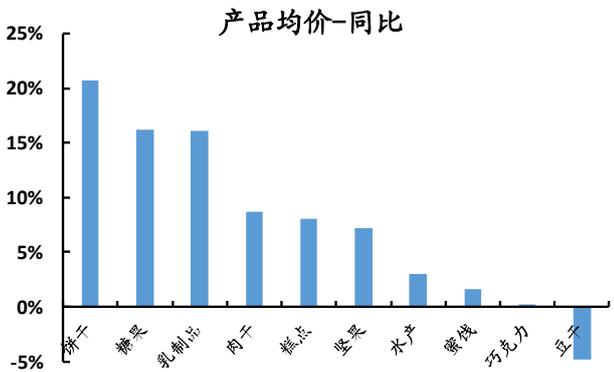
数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

图 4: 8 月糕点占比明显提升



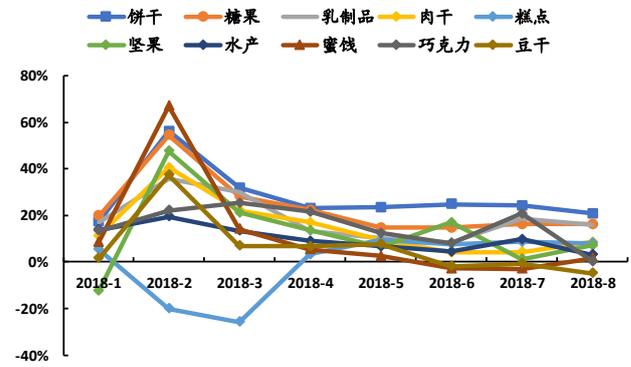
数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

图 5: 8 月高成长品类均价增长较快



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

图 6: 1-8 月饼干均价增速位于前列



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

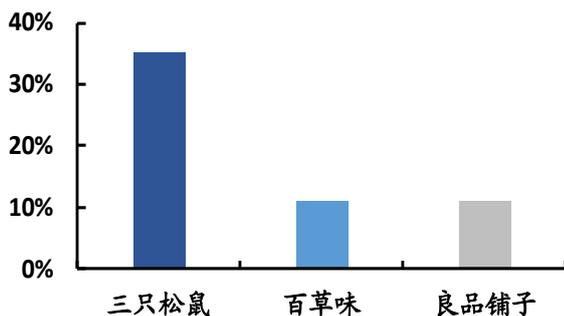
2. 8 月三只松鼠促销力度领先，增速领跑全行业

2.1. 三只松鼠 8 月继续领跑增速，百草味增速有所回升

8 月三只松鼠增速继续领跑三强，百草味增速回升，良品铺子增速放缓。1-8 月整体来看，百草味保持较高增速，具体表现在：

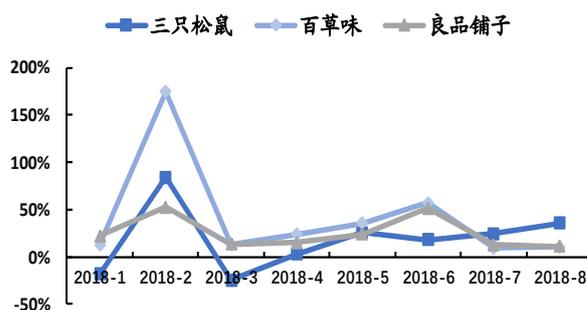
- **全网销售额:** 8 月三只松鼠 4 亿元、增 35%，百草味 2 亿元、增 11%，良品铺子 2 亿元、增 11%。三只松鼠增速主因重点品类快速增长，8 月份三只松鼠旗舰店饼干/膨化、糕点/点心品类同比增 503%、443%，增速显著高于其他两者（百草味同比增速分别为 200%、56%，良品铺子同比增速分别为 11%、40%）。1-8 月看，三只松鼠 38 亿元、增 7%，百草味 24 亿元、增 31%，良品铺子 18 亿元、增 24%，三强中百草味增速最快。
- **全网销售量:** 8 月三只松鼠销售 1618 万份、增 40%，百草味 920 万份、增 2%，良品铺子 1011 万份、增 12%。百草味销量增长低于三只松鼠和良品铺子主因高基数上坚果增速有所下滑（2017 年 8 月坚果增速 52%）。1-8 月看，三只松鼠销售 12405 万份、增 17%，百草味 7987 万份、增 29%，良品铺子 7037 万份、增 24%。

图 7: 8 月三只松鼠销售额增速领先



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

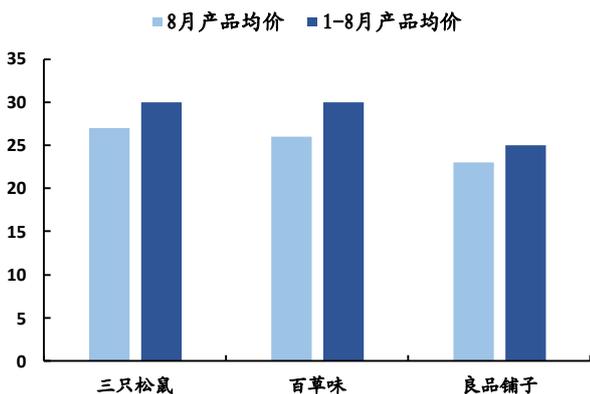
图 8: 1-8 月百草味销售额保持平稳增长



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

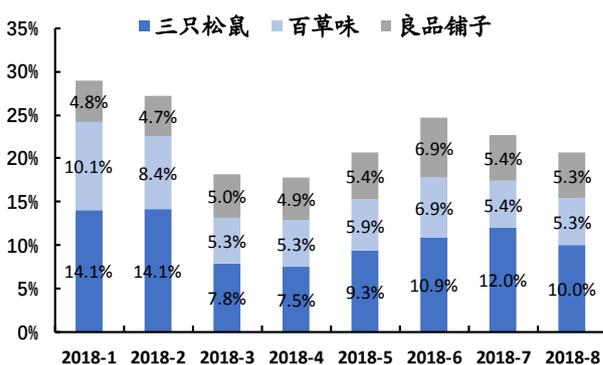
- **均价:** 8月三只松鼠产品均价为 27 元, 均价同比下降 3%, 百草味均价 26 元, 均价同比上升 9%, 良品铺子均价 23 元, 均价同比下降 0.7%, 我们认为, 三只松鼠均价下降主因: 1) 促销力度较大; 2) 开始推行产品小包装化; 3) 产品结构优化成效明显 (高价坚果品类比重下降、较低价烘焙类比重上升)。1-8 月看, 三强均价 30 元、30 元、25 元, 其中三只松鼠下滑 8%, 百草味及良品铺子增 2%、0.2%。百草味均价与三只松鼠基本持平, 主要受益于渠道深耕和产品结构优化。
- **市占率:** 8 月三只松鼠市占率 10%, 同比提升 1.5pct。百草味、良品铺子市占率均为 5%, 同比均下降 0.2pct。三强市占率略有降低, 但垄断格局继续保持。1-8 月看, 三只松鼠 11%、百草味 7%、良品铺子 5%, 其中三只松鼠较 2017 年末升 0.1pct, 百草味降 0.5pct, 良品铺子升 0.1pct。

图 9: 百草味均价接近三只松鼠



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

图 10: 三强垄断格局继续保持



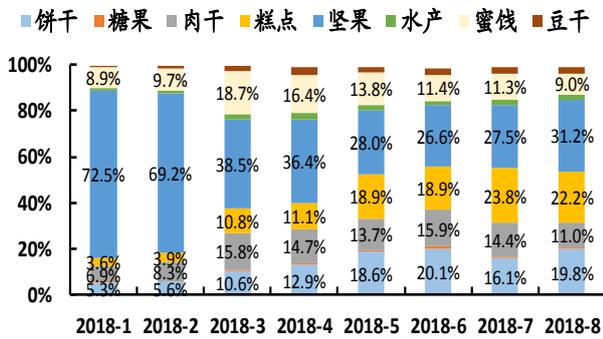
数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

2.2. 三强品类各有千秋, 松鼠高成长品类发力增速领先

三只松鼠结构优化调整调整成效明显, 高成长品类快速增长, 驱动增速领跑三强。年初至今三只松鼠坚果销售额占比呈逐月下滑态势, 至 8 月已降至 31% (2017 年末为 54%)。糕点、饼干分别占比 22%、20%, 在产品结构中占据较大份额, 其中糕点月销售额同比增 4 倍, 饼干月销售额同

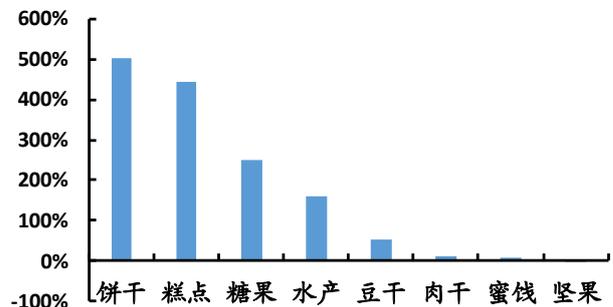
比增 5 倍，为其重点发展产品。8 月，三只松鼠旗舰店的糕点市占率达 6%，饼干市占率达 9%，可见松鼠集中投放于烘焙类产品的措施已取得了一定成效，产品结构得以调整优化。

图 11: 三只松鼠产品结构持续优化



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

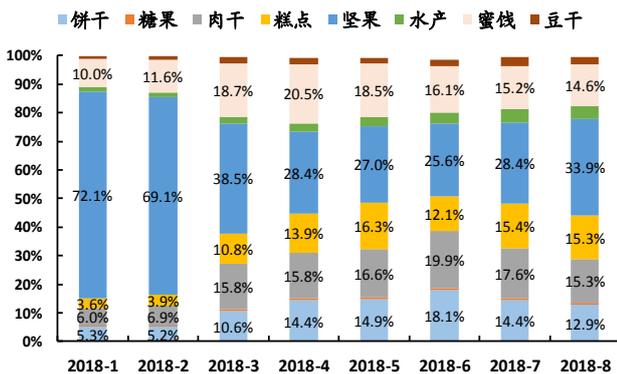
图 12: 三只松鼠烘焙类产品快速增长



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

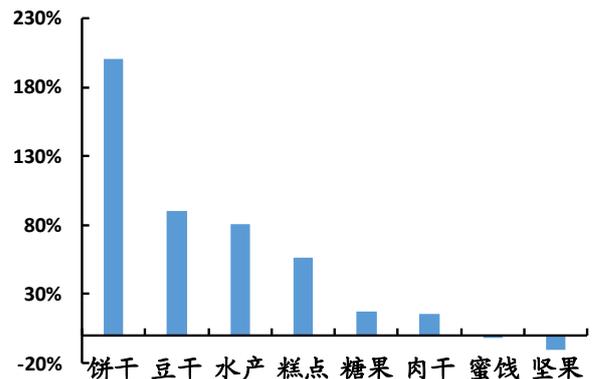
百草味继续优化产品结构，提价+扩容高成长品类，销售额增速有所回升。8 月百草味销售额高基数上保持正增长（2017 年 8 月增速同比达 184%），增速达 11%，环比 7 月（9.5%）有所回升。旗舰店数据来看，8 月百草味坚果销售额同比下降 11%，预计增速下降主因淡季及产品结构调整所致。其他品类中饼干销售额增速超过 200%，豆干、水产、糕点同比增长均超 50%。8 月百草味旗舰店单价同比提升 10%，其中饼干单价同比增 125%，糕点单价同比增 21%，饼干、糕点等高成长品类快速增长，助力销售额回升。与三只松鼠类似，自 4 月以来，百草味也在不断调整产品结构，降低坚果占比，扩容饼干、糕点、肉类等高成长性品类以寻求新的增长点。

图 13: 百草味产品结构调整优化



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

图 14: 百草味饼干销售额同比增幅最大

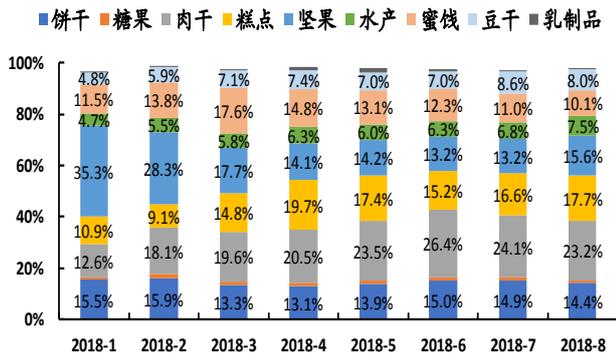


数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

良品铺子大力发展糕点、肉干等优势品类，坚果占比三强中最低。8 月肉干销售额同比增 39%，占比 23%，为各品类中最高。糕点同比增 40%，以 18% 的占比位居第二位。相比于另外两大龙头，良品铺子豆干和水产品的销售份额较大，近六个月来占比一直分别保持在 7% 和 6% 以上，相比其他品类，糕点 8 月增速最高，达 40%，当月市占率为 2.4%。三强中良品铺子对坚果依赖最低，1 月销售额占比 35%，8 月已下降至 16%，相较于 8 月三只松鼠坚果占比（31%）、百草味坚果占比（34%），良品

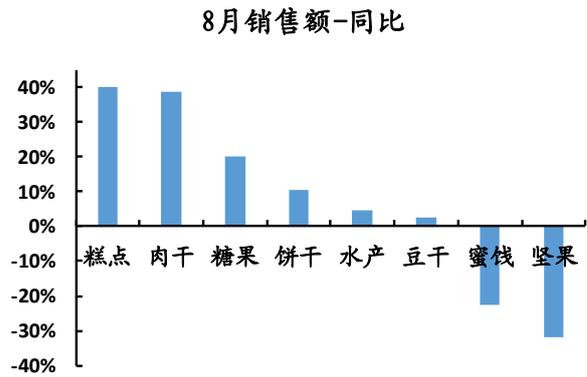
铺子三强中最低。

图 15: 良品铺子着力发展优势产品



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

图 16: 良品铺子糕点销售额增速最高

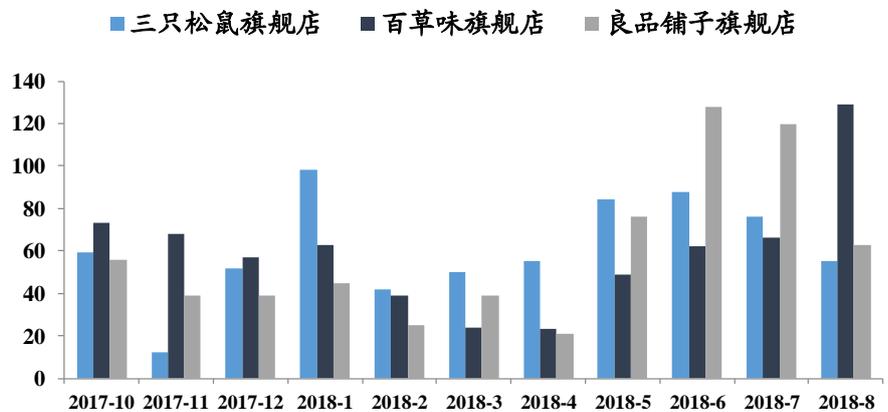


数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

2.3. 上新方面 8 月百草味反超良品铺子, 迎来上新高峰

8 月百草味反超良品铺子, 开启高密度补偿式上新。随着三大龙头新一轮淡季营销策略的展开, 5 月以来产品上新重迎高潮。2018 年 8 月三只松鼠、百草味和良品铺子上新数量分别为 55、129 和 63 款, 百草味显著高于对手, 良品铺子, 三只松鼠上新数有所回落。1-8 月三只松鼠、百草味和良品铺子上新数量分别为 548、455 和 517 款, 总数量上三只松鼠仍占优势, 良品铺子自 5 到 7 月上新数量猛增, 8 月有所回落。

图 17: 8 月百草味高密度补偿式上新



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

3. 投资建议: 继续增持好想你 (002582)

我们认为: 行业即将迎来新一轮增长, 三强寡头垄断统治行业, 未来行业格局仍将保持良性发展。主客观条件兼具下, 龙头提价、控费, 提升净利率确定性极强, 带领行业整体提价, 从 2018 年前 8 个月行业数据来看, 逻辑正逐步验证。而饼干、糕点等子品类增速高、毛利率高, 龙头未来将加速进入, 品类多元化节奏加快, 为龙头业绩增长贡献新动力。

好想你 (002582): 维持 2018-19 EPS 预测 0.36、0.59 元, 参考可比公司给予 2018PE40 倍, 维持目标价 14.4 元, 维持增持评级。

表 1: 相关公司盈利预测表

2018/9/12	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2017-19	PE			PEG	PS			评级
		17A	18E	19E		17A	18E	19E		17A	18E	19E	
好想你	48	0.21	0.36	0.59	69%	45	26	16	1.8	1.2	1.0	0.8	增持
洽洽食品	74	0.63	0.77	0.92	21%	23	19	16	1.0	2.1	1.7	1.5	增持
来伊份	39	0.30	0.28	0.31	3%	39	41	37	10.7	1.1	0.9	0.8	—
桃李面包	246	1.09	1.41	1.76	27%	48	37	30	2.1	6.0	4.9	4.0	—

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。好想你、洽洽食品业绩预测来自国泰君安证券研究, 来伊份、桃李面包业绩预测来自 Wind 一致预测。

4. 核心风险

行业竞争加剧。若行业内中心企业突然开始激进争夺市场份额, 使得竞争持续加剧, 龙头企业可能面临收入和利润不达预期的风险。

食品安全问题发生的风险。若食品安全问题发生, 公司的品牌形象将受到明显影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		