

休闲食品

休闲食品专题系列报告之一

评级

报告原因：深度报告

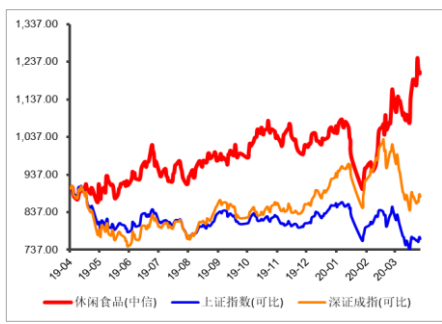
坚果行业：吃出来的千亿市场，新消费引领产业升级

看好

2020年4月7日

行业研究/深度报告

休闲食品行业近一年市场表现



相关报告：

【山证消费】良品铺子（603719）公司
深度研究报告：高端零食第一股，全渠道均衡发展

分析师：

和芳芳

执业证书编号：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

谷茜

执业证书编号：S0760518060001

邮箱：guqian@sxzq.com

徐雪洁

执业证书编号：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **坚果行业现状：市场规模快速发展，行业整体经营向上。**随着人均收入的提高和消费升级的持续，休闲食品的市场规模稳步提升，其中坚果类食品市场位列休闲食品规模第二。近年来，凭借成熟的工艺、标准化的生产能力和先进的管理理念，本土规模化企业迅速占领我国休闲食品各细分市场，尤其是在坚果炒货领域，但坚果炒货类销售额 CR7 尚不足 10%，行业整体集中度较低。行业内公司整体保持经营向上趋势，其中三只松鼠营业收入规模最大，在归母净利润规模方面则是洽洽食品排名第一。同行业休闲食品公司的产品品类占比存在一定差异，渠道方面主要通过直营、加盟或经销、线上电商平台等实现销售，销售渠道不同导致公司毛利率和费用率水平也存在差异。

➢ **坚果行业驱动：消费升级与线上购物拉动需求，供给能力提升。**随着居民收入水平快速提升，食品品类结构升级明显，消费者对食品的品质、健康性的要求不断提升，成为拉动坚果消费需求的重要驱动力。网购的高普及率为休闲食品线上销售快速增长为用户流量奠定基础，电商的高速成长成为坚果市场增长的重要驱动力。与此同时快递物流体系日益完善，也为休闲食品线上销售网络的搭建提供保障。为了满足消费者多元化的需求，休闲零食厂商通过研发创新、技术升级和信息化管理等多种手段，从供给端实现了产能、效率与品质的多重提升。产品销量的提升离不开广告营销投入的支持，随着新媒体传播渠道的快速发展，使得广告营销的手段不断丰富，也使得营销宣传的触及率更广泛。

➢ **坚果行业趋势：市场需求精细化，全渠道扩张发掘增量。**伴随消费升级趋势、人均可支配收入的不断提高和饮食结构的持续升级，坚果炒货的消费规模和整体附加值存在较大发展空间，未来头部品牌的市场集中度将进一步得到提升。同时坚果市场发展趋于精细化，针对不同场景和细分人群，有针对性的开发新产品，健康意识的不断增强也带动坚果产品向复合化、高端化发展。食品安全管控日趋严格，品牌商加大产品品控投入，逐渐增强供应链管控能力，实现对市场需求的快速响应。单一渠道已经无法满足快速扩张需求，随着线上流量红利见顶，坚果行业转向线下布局，未来全渠道融合趋势将不断深化。

投资建议：





➤ 由于坚果行业属于具备可选属性的必需消费品，因此产业链受到疫情的直接冲击相对较小。疫情对我国居民的消费行为和消费习惯产生较大影响，并引发人们对健康生活的进一步思考和追求。经历过疫情洗礼，消费者在食品安全战略提升方面有望更加关注，拥有标准化的预包装类的产品配置，以及溯源能力较强的企业将更加受到消费者信赖。在规模优势下，头部品牌企业的产品拥有较好的定价权，此类企业一般具备良好的经营性现金流，具备较强的抗风险能力，利润水平维持良好态势。我们建议关注三只松鼠、良品铺子、洽洽食品等头部品牌公司。

风险提示：

➤ 休闲食品市场需求变化；原材料价格波动；行业竞争日趋激烈；食品安全质量风险。

目录

1.坚果行业现状分析：市场规模快速发展，行业整体经营向上.....	5
1.1 坚果炒货行业快速增长，位列休闲食品市场规模第二.....	5
1.2 行业品牌发源地较为集中，但市场集中度不高.....	7
1.3 行业内公司整体经营向上，不同销售渠道影响盈利能力.....	10
2. 坚果行业驱动分析：消费升级下需求提升，供给能力不断增长.....	13
2.1 消费升级，多元需求驱动消费量增长.....	13
2.2 网络购物高速发展，线上渠道引领坚果行业增长.....	14
2.3 供给端技术升级，促进产能及品质的双重提升.....	16
2.4 品牌思维崛起，新营销手段提升销量.....	17
3. 坚果行业趋势分析：市场需求精细化，全渠道扩张发掘增量.....	18
3.1 坚果炒货市场空间大，品牌集中度有望提升.....	18
3.2 市场发展精细化，坚果功能向高端换档.....	19
3.3 供应链管控能力不断增强，技术升级驱动信息化发展.....	21
3.4 全渠道融合不断深化，跨界联动发掘增量消费.....	22
4.投资建议.....	23
5.风险提示.....	24

图表目录

图 1：中国休闲食品行业的零售规模(亿元).....	5
图 2：休闲零食品类占比情况.....	5
图 3：坚果炒货类产品分类.....	6
图 4：坚果炒货行业规模情况.....	7
图 5：坚果行业发展历程.....	7
图 6：坚果炒货行业产业链图.....	8
图 7：零食企业主要品牌发源地.....	8
图 8：包装流通瓜子领域市场份额占比.....	9
图 9：2018 年每日坚果细分品类市场竞争格局情况.....	9
图 10：行业内公司营业收入情况.....	10
图 11：行业内公司归母净利润情况.....	10
图 12：2018 年三只松鼠产品结构.....	10
图 13：2018 年良品铺子产品结构.....	10
图 14：2018 年盐津铺子产品结构.....	11
图 15：2018 年洽洽食品产品结构.....	11
图 16：行业内公司销售净利率对比.....	12
图 17：行业内公司期间费用率对比.....	12
图 18：行业内可比公司销售费用率对比.....	13



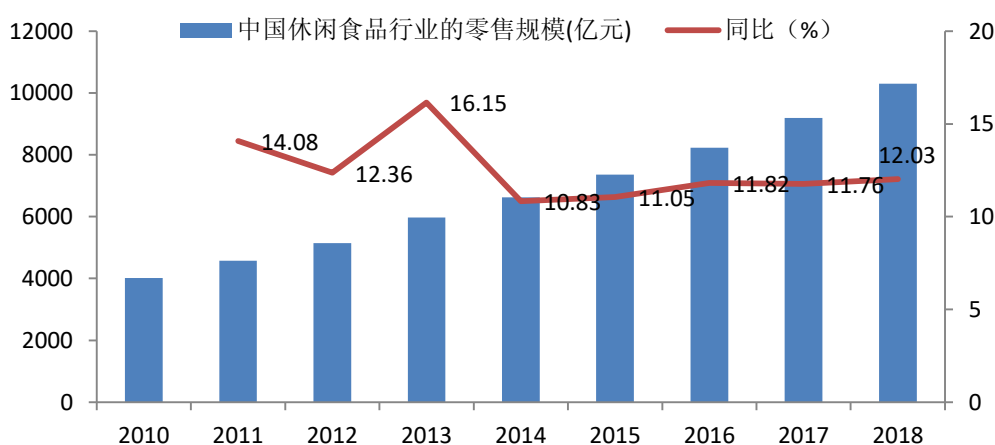
图 19：行业内可比公司管理费用率率对比	13
图 20：2013-2019 我国居民人均可支配收入及消费支出	13
图 21：2019 年我国居民人均消费支出结构	13
图 22：2018 年我国居民人均食品消费量（左）及较 2013 年消费量增长情况.....	14
图 23：各类坚果膳食纤维含量	14
图 24：各类坚果蛋白质含量	14
图 25：2016-2019 我国网络购物用户规模及使用率	15
图 26：2013-2019 我国快递业务发展情况	15
图 27：2019 年我国坚果行业消费人群年龄分布	15
图 28：2019 年 5 月 00 后及 90 后线上购物消费能力.....	15
图 29：2012-2018 淘系坚果炒货行业成交规模	16
图 30：18H2-19H1 天猫坚果城市线级占比及增速	16
图 31：三只松鼠天猫旗舰店中不同与核桃相关的产品类型丰富.....	16
图 32：供给端升级驱动坚果行业生产效率与品质双重升级.....	17
图 33：新媒体营销矩阵带动产品销量	17
图 34：三只松鼠 IP 化品牌营销	18
图 35：全球主要经济体人均坚果消费量对比	19
图 36：我国树坚果人均消费量远低于平均	19
图 37：2019 年我国不同人群坚果消费特征	20
图 38：2019 年中国消费者购买坚果时考虑的因素	20
图 39：2019 年中国消费者偏爱的坚果类型	20
图 40：坚果产品高端化是未来企业发展核心	21
图 41：信息化系统+柔性供应链促进定制生产标准化	21
图 42：腾讯智慧零售线上线下一体化店铺愿景	22
图 43：坚果企业通过跨界联动触达跨行业消费群体	23
表 1：树坚果依赖进口	6
表 2：坚果炒货行业上市公司具体业务情况	8
表 3：行业内公司分渠道收入情况	11
表 4：行业内公司销售毛利率情况	12
表 5：行业内上市公司估值情况	24

1.坚果行业现状分析：市场规模快速发展，行业整体经营向上

1.1 坚果炒货行业快速增长，位列休闲食品市场规模第二

休闲食品市场已初具规模，仍有较大提升空间。随着人均收入的提高和消费升级的持续，人们对休闲食品的消费逐渐增多，休闲食品的市场规模稳步提升。根据中国产业信息经济网数据显示，从2010年到2018年，我国休闲食品类行业增长迅速，年复合增长率达12.49%，2020年预计可达12984亿元。从长期来看，随着消费趋势的升级和人均收入的提高，休闲食品市场规模有望持续增长。

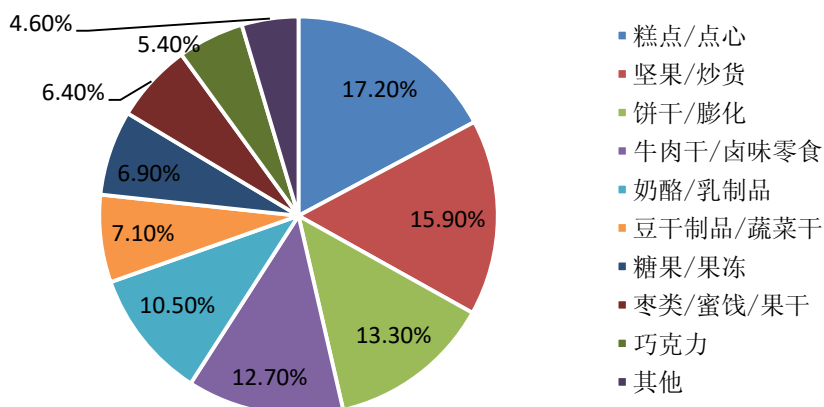
图1：中国休闲食品行业的零售规模(亿元)



资料来源：中国产业信息经济网，山西证券研究所

坚果类食品市场位列休闲食品规模第二。休闲食品行业分散种类繁多，据第一财经商业数据中心数据显示，休闲零食的热销品类在不断变化，从蜜饯果干到坚果炒货，再到饼干糕点，分别占据过销量榜首，但整体来看高糖分食品正在被替代，消费者的饮食习惯正向健康化转移。根据速途研究院《2019年上半年休闲食品市场研究报告》分析，目前糕点点心是人们生活消费最高的品类，占17.2%；其次坚果炒货等品类由于具有周期长，易存放等特点，亦是人们闲暇时间喜爱的零食，约占全品类的15.9%。

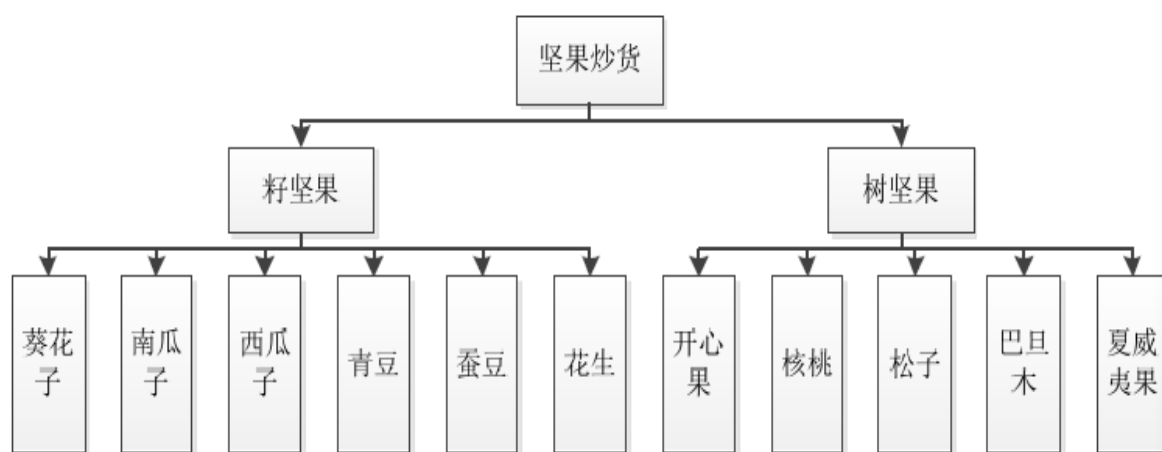
图2：休闲零食品类占比情况



资料来源：速途研究院，山西证券研究所

坚果炒货品类众多，树坚果（除核桃）基本依赖进口。坚果炒货是指植物果实经过晾晒、烘干、油炸等加工方法制成的一类休闲零食。根据原材料的不同，坚果可大致分为籽坚果和树坚果两大类，其中籽坚果即籽类炒货，主要包括葵花籽、西瓜子、南瓜子、花生、蚕豆等；树坚果即坚果果仁，包括核桃、山核桃、碧根果、开心果、松子、巴旦木、夏威夷果等。2007年，美国FDA向全球发布坚果食品具有5大健康功能，我国政府发布的《中国居民膳食指南》也将坚果籽类食品列入其中，2016年5月国家卫生计生委发布最新的《中国居民膳食指南2016》再一次将坚果与籽类食品列入日常膳食结构表中。目前中国种子类坚果市场发展成熟自给率高，而树坚果仅有核桃国产供给充足，其余树坚果基本依赖进口。

图3：坚果炒货类产品分类



资料来源：甘源食品招股书，山西证券研究所

表1：树坚果依赖进口

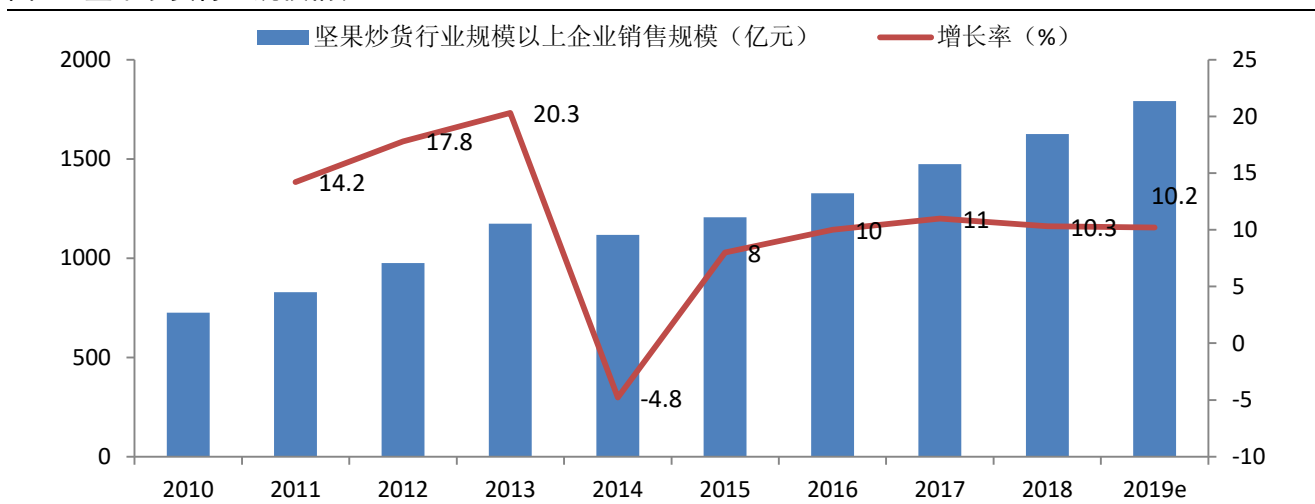
项目	核桃	腰果	巴旦木	碧根果	夏威夷果	开心果
中国产量（万吨）	113	0.2	4.3	云南等地少量种植		新疆少量种植
中国进口量（万吨）	7	11	10	4	6	12

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

坚果炒货市场空间广阔，行业实现快速增长。我国的休闲食品行业规模潜力巨大，但各品类发展程度不一，以烘焙食品、糖果巧克力、膨化食品、饼干等休闲食品为主的主流市场竞争激烈，市场份额被国际休闲食品巨头占据。与之相比，坚果炒货在销售规模、工业化生产等方面处于发展初期，行业集中度不高，是国际巨头尚未形成优势地位的蓝海区域，具有较大的发展空间。坚果炒货含有丰富的脂肪、糖类、蛋白质、多种维生素和矿物质，是健康类休闲食品的典型代表。近年来坚果行业发展迅速，中国食品工业协会数据显示，2018年我国坚果炒货行业规模以上企业销售规模达1625亿元，2011年到2018年的年均复合增长率达10.1%；随着人们对健康食品需求度的不断提升，坚果行业将持续保

持强劲的发展势头，艾瑞预计 2019 年坚果炒货行业规模以上企业销售规模将达到 1791 亿元。

图 4：坚果炒货行业规模情况

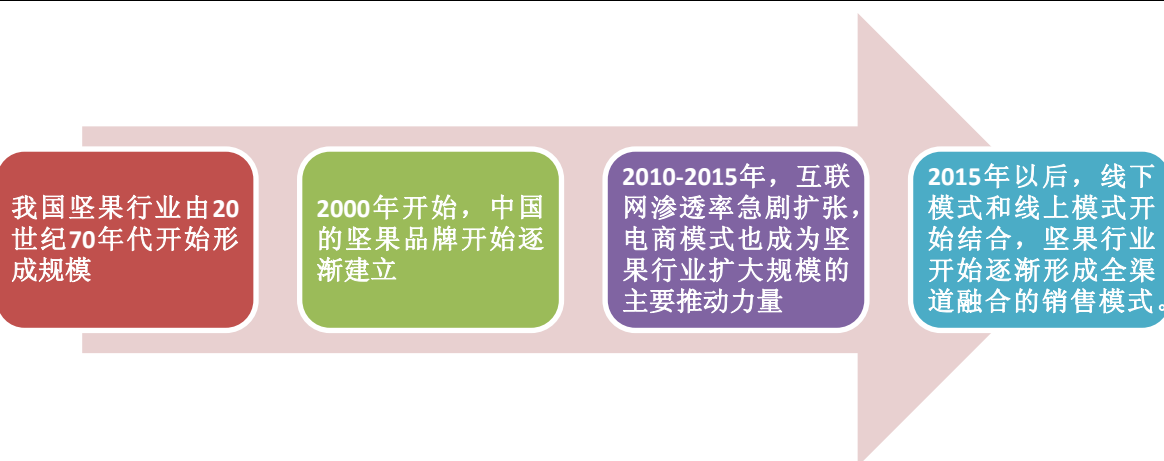


资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

1.2 行业品牌发源地较为集中，但市场集中度不高

我国坚果行业发展历程：从个体到全渠道零售。我国坚果行业由 20 世纪 70 年代开始形成规模，但是由于地域差异和市场流通性，初期的坚果行业具有鲜明的地域特点，销售方式也以个体零售为主；2000 年开始，中国的坚果品牌开始逐渐建立，洽洽食品、良品铺子等企业开始成为主导；2010-2015 年，互联网渗透率急剧扩张，电商模式也成为坚果行业扩大规模的主要推动力量，百草味、三只松鼠等电商品牌强势崛起；2015 年以后，线下模式和线上模式开始结合，坚果行业开始逐渐形成全渠道融合的销售模式。

图 5：坚果行业发展历程



资料来源：公司资料整理，山西证券研究所

坚果炒货品牌商是产业链的核心，多发于华中、华东等地。坚果炒货行业产业链的上游主要是农副产品原材料供应商，主要原材料包括坚果、青豆、蚕豆、花生、葵花籽等，供给端总体上保持着较

为良好的发展势头。产业链中游参与者以品牌商为核心，还包括支撑链、平台电商以及线下渠道等，其中支撑链主要包括提供物流运输线上支付等服务的供应商；平台电商主要包括淘宝、天猫、苏宁易购、京东等。由于品类众多，品牌商大多采取代工模式，与供应商合作生产，品牌商在产品研发和品控质检等领域进行介入，借此达成对供应链的管控。产业链下游是消费市场，终端消费者消费需求的稳定增长是产业可持续发展的保障。近年来，凭借成熟的工艺、标准化的生产能力和先进的管理理念，本土规模化企业迅速占领我国休闲食品各细分市场，尤其是在坚果炒货领域，培育了多个较为优秀的民族品牌，例如三只松鼠、良品铺子、洽洽食品等，这些坚果炒货品牌多发于华中、华东等地。

图 6：坚果炒货行业产业链图



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

图 7：零食企业主要品牌发源地



资料来源：2019 年中国品牌力指数，山西证券研究所

坚果炒货行业市场集中度较低。在整个坚果炒货行业中，大致可分为以洽洽食品为代表的传统坚果炒货企业，以三只松鼠、百草味为代表的依靠互联网崛起的行业巨头，以来伊份、良品铺子为代表的依靠线下自有门店崛起的连锁巨头，以沃隆为代表的行业黑马以及一些地方性小微企业共同构成了当前国内坚果炒货市场的初步格局。坚果炒货行业上市及 IPO 成功的共计 7 家企业，以 2018 年规模以上坚果炒货营业收入规模 1625 亿元为基数进行测算，坚果炒货类销售额 CR7 不到 10%，行业集中度低，其中以三只松鼠、洽洽、百草味、良品铺子、来伊份市场份额最高。

表 2：坚果炒货行业上市公司具体业务情况

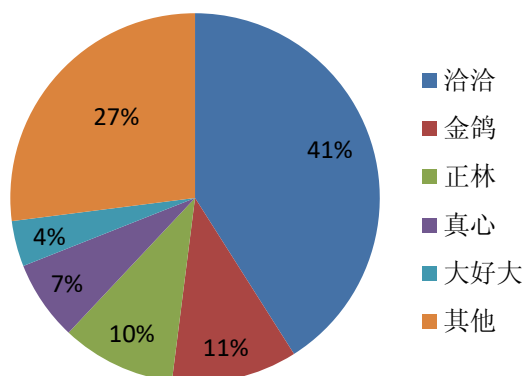
公司	业务介绍	业务模式
洽洽食品	成立于 2001 年，总部位于安徽合肥，从事坚果炒货类产品的生产销售，2011 年 3 月上海证券交易所上市，主要产品有葵花子类、西瓜子类、南瓜子类、豆类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等为代表的坚果产品。2018 年营业收入 41.97 亿元。	以经销、KA 卖场等线下渠道为主的业务模式
三只松鼠	成立于 2012 年 2 月，总部位于安徽芜湖，从事休闲食品的研发、检测、包装及销售，旗下拥有“三只松鼠”核心品牌及“松鼠小酷”、“松鼠小美”、“松鼠小贱”三个松鼠形象，2019 年 7 月深圳创业板上市，产品包括坚果系列、干果系列、果干系列、花茶系列、零食系列。2018 年营业收入 70.01	线上模式为主，线下渠道(加盟、直营)多元发展

	亿元	
百草味	百草味是杭州郝姆斯食品有限公司（“郝姆斯”）旗下互联网休闲零食品牌，主要产品包括坚果、糕点糖果、果干、肉脯海鲜、礼盒等五大系列，郝姆斯于2016年被上市公司好想你收购。2020年2月23日，百事饮料以7.05亿美元（约合50亿人民币）的价格全资收购百草味。	主要为线上互联网平台
盐津铺子	成立于2005年，总部位于湖南省浏阳市，从事中国传统特色小品类休闲食品的研发、生产与销售，2017年2月深圳中小板上市，主要产品包括休闲豆制品、凉果蜜饯、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品、糕点制品等，其中坚果炒货类产品和企业形成竞争关系。2018年主营业务收入11.08亿元。	线下直营商超为主，辅以加盟模式
来伊份	成立于1999年，主营业务为休闲食品经营，产品覆盖炒货、蜜饯、肉制品等九大系列。来伊份于2016年10月12日在上交所主板挂牌上市。2018年营业总收入38.91亿元。	以加盟店的线下销售模式为主
良品铺子	公司于2006年创立于武汉，2020年2月公司正式在上交所上市。公司已形成覆盖肉类零食、坚果炒货、果干果脯、饼干糕点、素食山珍、糖果布丁、养生冲调、礼品礼盒等多个品类。2018年营业总收入63.78亿元。	线上、线下（加盟、直营店）均有布局
甘源食品	公司成立于2006年，是一家集研发、生产、销售为一体的现代化休闲食品企业，总部位于江西，目前IPO已过会。主要产品包括青豆、蚕豆、瓜子仁、黑豆等炒货以及腰果、夏威夷果等高档坚果。2018年营业总收入9.11亿元。	线下经销为主

资料来源：甘源食品、良品铺子、三只松鼠招股说明书，山西证券研究所

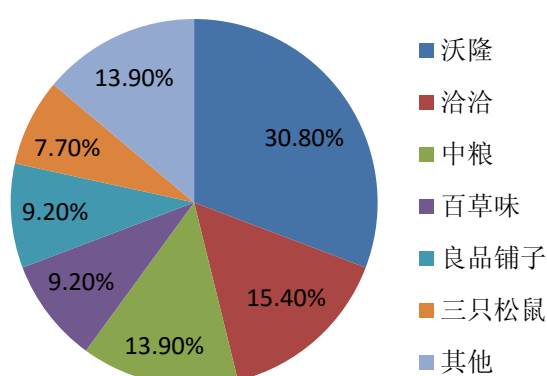
在坚果细分行业中，葵花籽行业整体品牌化程度较低，大部分市场份额被散装占据，洽洽作为品牌葵花籽的绝对龙头，虽然在包装葵花籽行业的市占率高达41%，远超竞争对手金鸽、正林等其他品牌之和，但在整体葵花籽行业的市占率一直维持在19%左右。每日坚果品类市场竞争激烈，沃隆从2016年开始进行大力推后占有先发优势，在该品类市场份额最高，2018年占比约为30.77%，洽洽紧随其后市场份额约为15.38%；但由于品类成长周期刚起，未形成固化的竞争格局，也未有品牌能在消费者心中牢牢占据品类形象，预计未来竞争将会更加激烈。

图8：包装流通瓜子领域市场份额占比



资料来源：华经情报网，山西证券研究所

图9：2018年每日坚果细分品类市场竞争格局情况

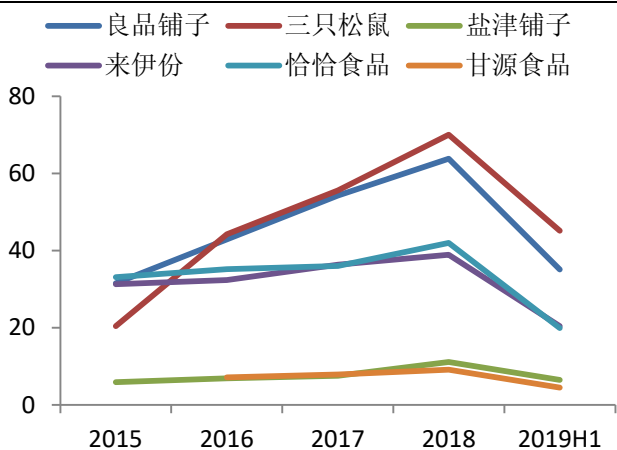


资料来源：前瞻经济学人，山西证券研究所

1.3 行业内公司整体经营向上，不同销售渠道影响盈利能力

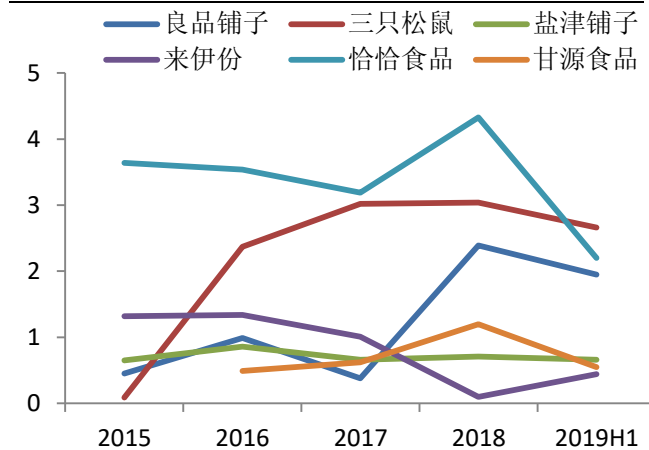
总体经营状况：行业内公司整体保持经营向上趋势，其中三只松鼠营业收入规模最高，在归母净利润规模方面则是洽洽食品排名第一。

图 10：行业内公司营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

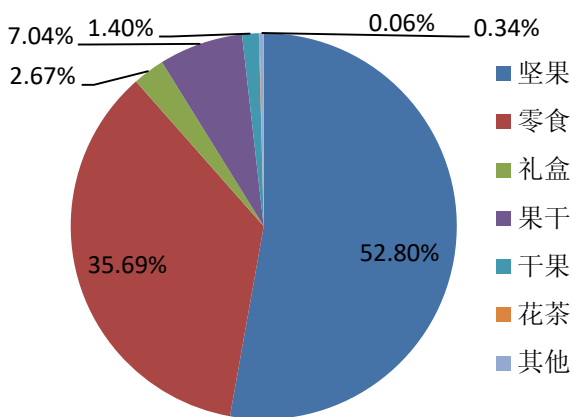
图 11：行业内公司归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

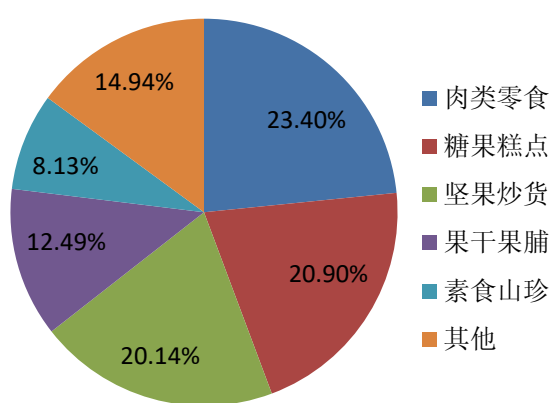
产品结构：同行业休闲食品公司的产品品类占比存在一定差异。三只松鼠、百草味的坚果炒货收入占比相对较高；良品铺子肉类零食、坚果炒货以及糖果糕点占比比较接近；盐津铺子占比最高的产品是豆制品和烘焙食品；洽洽食品以传统炒货瓜子为主，坚果成为第二大品类；甘源食品主打产品为瓜子仁系列、蚕豆系列和青豌豆系列；来伊份肉制品、水产品占比较大。

图 12：2018 年三只松鼠产品结构



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：2018 年良品铺子产品结构



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：2018 年盐津铺子产品结构

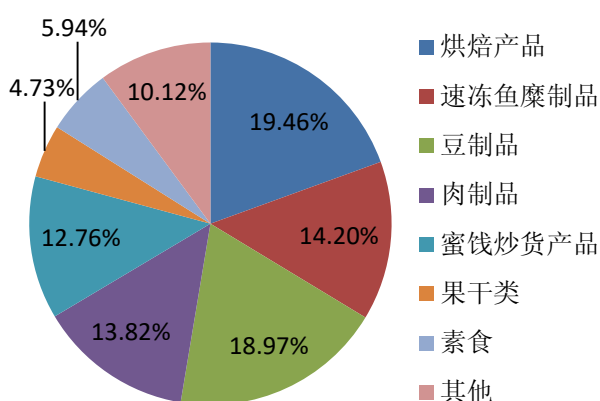
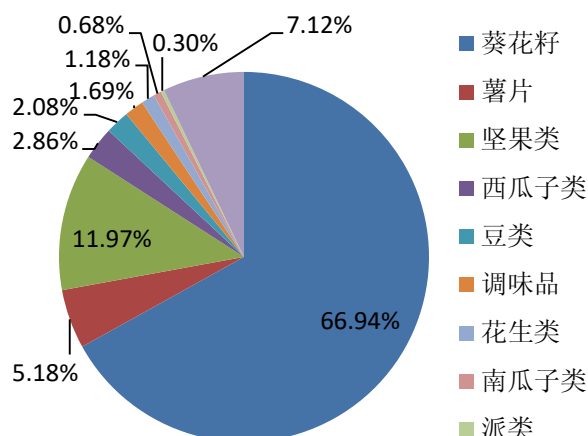


图 15：2018 年洽洽食品产品结构



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

市场渠道结构：从事休闲食品业务的公司主要通过直营、加盟或经销、线上电商平台等渠道实现销售。洽洽食品、盐津铺子、来伊份等经营模式主要以休闲食品的线下销售为主，三只松鼠由淘系电商起家，线上占比最高，占比 90% 左右；好想你 2016 年收购百草味后线上收入占比逐年提高；良品铺子线上线下渠道占比最为均衡，线上收入占比超过 40%。

表 3：行业内公司分渠道收入情况

分渠道收入	2016				2017				2018			
	线上	占比	线下	占比	线上	占比	线下	占比	线上	占比	占比	线下
好想你	12.24	59.06%	8.48	40.94%	33.02	81.14%	7.68	18.86%	43.72	83.25%	8.80	16.75%
来伊份	2.40	7.42%	29.96	92.58%	3.72	10.24%	32.64	89.76%	3.69	9.27%	36.16	90.73%
良品铺子	14.25	33.23%	28.64	66.77%	22.68	41.82%	31.56	58.18%	27.01	44.49%	33.69	55.51%
三只松鼠	42.70	96.86%	1.38	3.14%	52.87	95.59%	2.44	4.41%	62.33	89.32%	7.45	10.68%
洽洽食品	1.95	5.55%	33.18	94.45%	1.96	5.45%	34.07	94.55%	2.62	6.99%	34.87	93.01%

资料来源：wind，山西证券研究所

销售毛利率情况：由于销售渠道不同，公司毛利率水平存在差异。一般而言：1) 为维持加盟模式下加盟门店运营开支，公司对加盟销售的定价通常低于终端零售价格，因此加盟模式下毛利率低于直营模式；2) 为抢占线上巨大的零食市场，业内企业通常采用价格策略扩大自身的市场份额，因而也是线上业务销售毛利率相对较低的原因。来伊份主要通过直营渠道销售，毛利率水平较高；盐津铺子主要通过“直营商超主导，经销跟随”的方式进行销售，且盐津铺子自行生产，毛利率也相对较高；三只松鼠主要通过线上平台销售，毛利率低于行业平均水平；好想你 2016 年因收购电商品牌“百草味”线上销售占比提升，2017 年毛利率明显下降。但是，休闲食品线上线下融合是大趋势，追求更多渠道协同带来的收入和品牌价值增量不同大致各企业毛利率差异比较大，预计未来各公司毛利仍具有进一

步优化的空间。

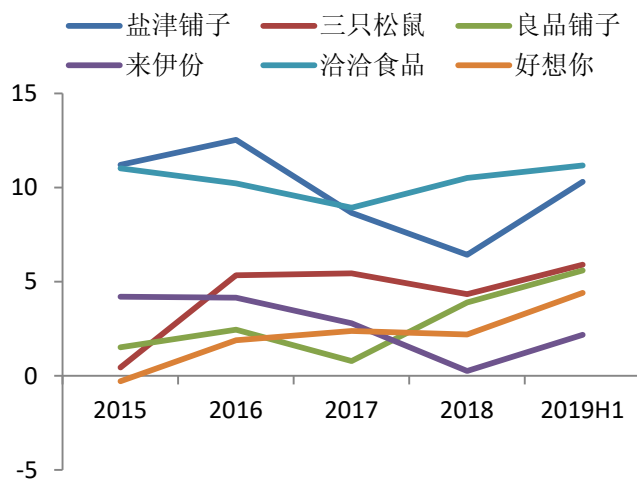
表 4：行业内公司销售毛利率情况

公司名称	2016	2017	2018	2019H1
好想你	33.73%	29.04%	28.48%	29.99%
来伊份	45.71%	44.31%	43.91%	44.69%
三只松鼠	30.20%	28.92%	28.25%	30.86%
盐津铺子	49.19%	46.83%	39.13%	41.45%
洽洽食品	31.07%	29.89%	31.16%	31.82%
良品铺子	32.73%	29.42%	31.21%	32.49%
甘源食品	36.40%	37.86%	40.57%	41.30%

资料来源：wind，山西证券研究所

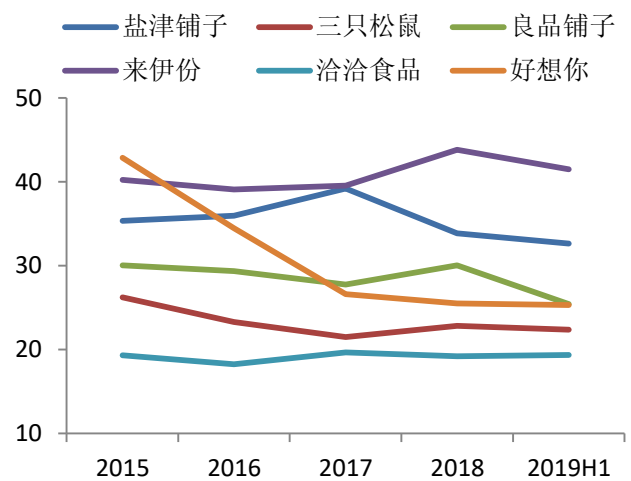
销售净利率及费用率情况：公司净利率直接受毛利率水平的影响，盐津铺子和洽洽食品销售净利率相对较高。另外，从各公司销售期间费用率来看，洽洽食品和三只松鼠的期间费用率处于行业较低水平。1) 从销售费用率对比来看，各公司销售费用率相差较大，三只松鼠、良品铺子、好想你等线上占比比较高，运输、平台服务、推广费用等支出较多，销售费用率在 20%左右；其中，洽洽食品主要通过品牌宣传和推广，因此销售费用率最低；来伊份和盐津铺子因需线下租金、人工薪酬等支出，销售费用率最高。2) 在管理费用率方面，三只松鼠公司管理效率行业领先。

图 16：行业内公司销售净利率对比



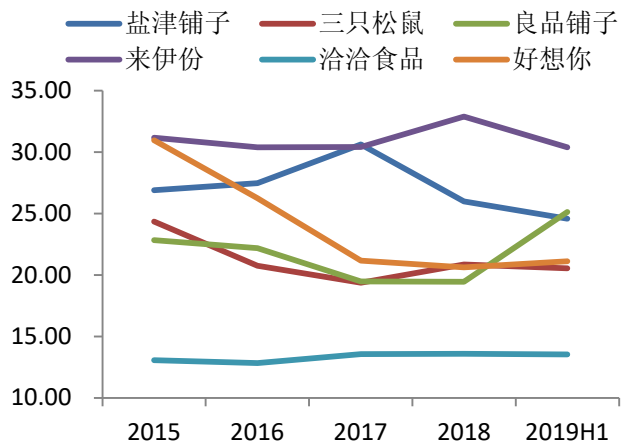
资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：行业内公司期间费用率对比



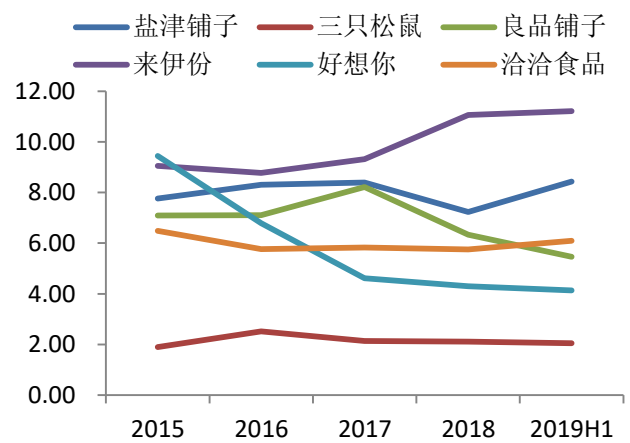
资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：行业内可比公司销售费用率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：行业内可比公司管理费用率对比



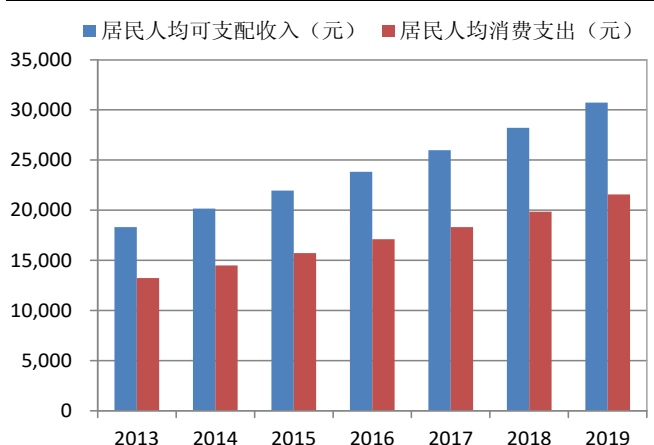
资料来源：wind，山西证券研究所

2. 坚果行业驱动分析：消费升级下需求提升，供给能力不断增长

2.1 消费升级，多元需求驱动消费量增长

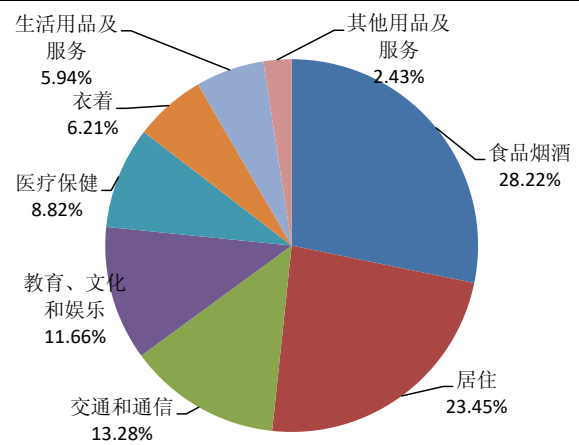
居民收入水平快速提升，对居民消费能力及消费结构产生显著影响。根据国家统计局数据，2013-2019年，我国居民人均可支配收入从18,311元增长至30,733元，年均复合增长率(名义)达9.01%。在可支配收入持续增长下居民的消费能力显著提升，2013年我国居民人均消费支出为13,220元，增长至2019年的21,559元，年均复合增长8.49%，其中食品消费依旧占据居民生活花费中的最主要部分，据国家统计局数据显示，2019年我国居民人均食品烟酒支出6084元，占居民人均消费支出的比重为28.22%。

图 20：2013-2019 我国居民人均可支配收入及消费支出



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 21：2019 年我国居民人均消费支出结构

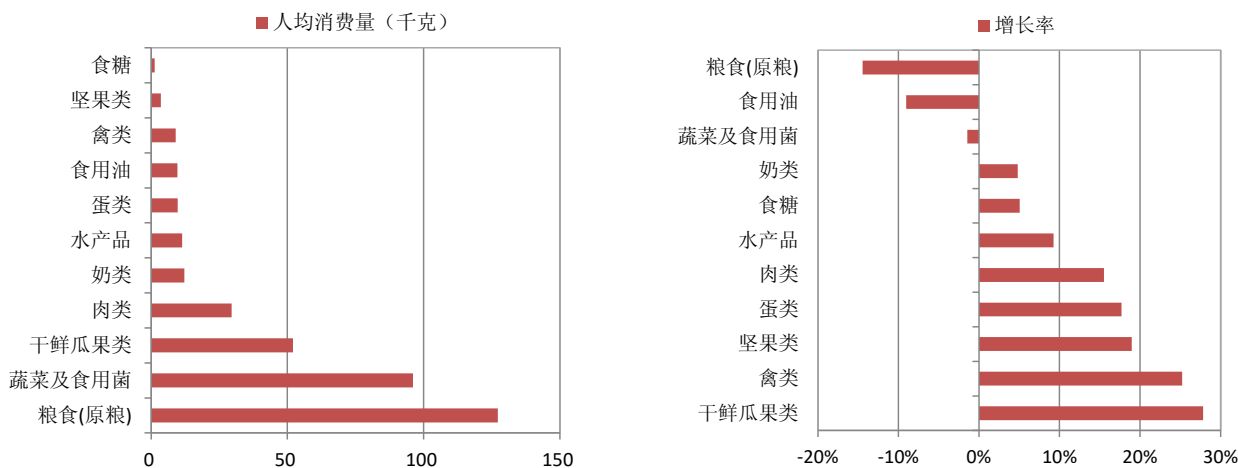


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

收入与消费能力的提升、消费观念的转变使得居民食品消费结构发生改变。从2013-2018年居民对各类食品年人均消费量数据来看，各食品类别中粮油食品、食用油类消费量增长相对较低，而符合

人们高品质和健康需求的干鲜果品类、肉禽类、蛋类、水产品类等消费量增速较快，其中坚果的人均消费量增量明显，由 2013 年的 2.96 千克增长至 2018 年的 3.52 千克，增长 18.96%，食品品类结构升级明显，消费者对食品的品质、健康性的要求不断提升，成为拉动坚果消费需求的重要驱动力。

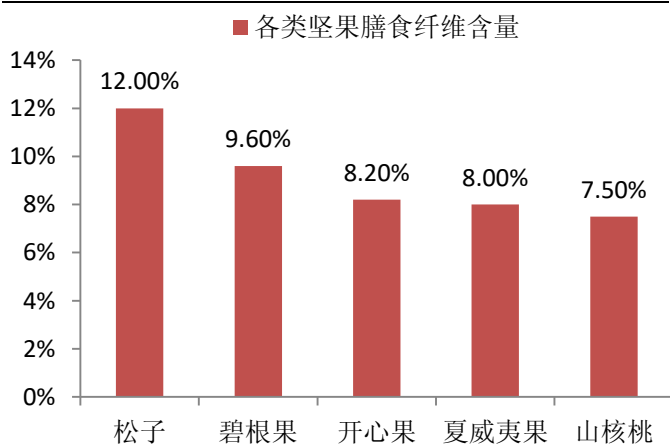
图 22：2018 年我国居民人均食品消费量（左）及较 2013 年消费量增长情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

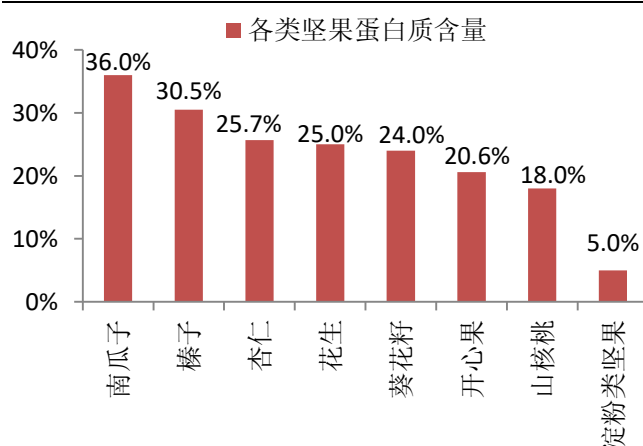
不同坚果“各有所长”，消费场景日趋多元化。坚果类产品虽然年人均数量消费量相对较小，但坚果的品类繁多，且经研究证实，不同的坚果所含营养元素的种类和含量有所差异，不仅能够满足不同消费者的营养需求，搭配食用还有利于混搭销售。此外坚果消费场景也逐渐增加与细化，除节假日、娱乐休闲时间外，下午茶、旅行、办公、代餐等多种场景同样拉动了坚果消费的需求增加。

图 23：各类坚果膳食纤维含量



资料来源：第一财经商业数据中心，山西证券研究所

图 24：各类坚果蛋白质含量



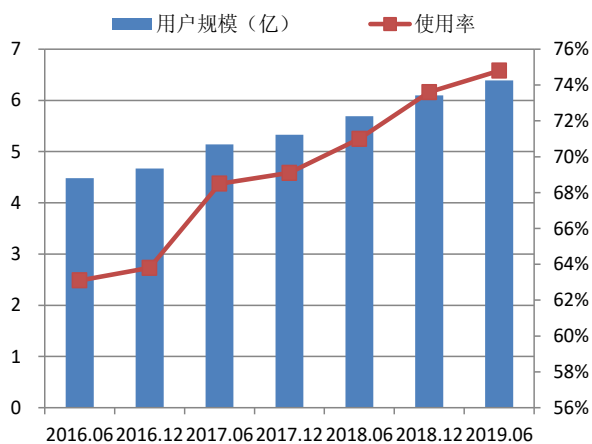
资料来源：第一财经商业数据中心，山西证券研究所

2.2 网络购物高速发展，线上渠道引领坚果行业增长

互联网化不断深化，网络购物流量红利强大。CNNIC 数据显示，截至 2019 年上半年中国网络购物用户规模达 6.39 亿，较 2018 年底增长 4.7%，其中手机网络购物用户规模为 6.22 亿人，增长 5.1%，

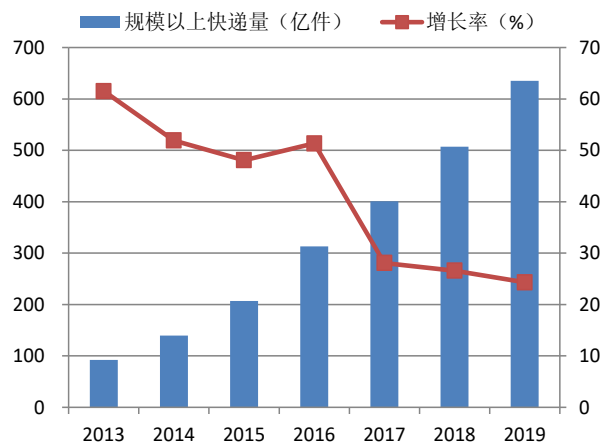
网络购物及移动网络购物已经深入到居民日常消费的中，网民使用率已达 70% 以上。网购的高普及率为休闲食品线上销售快速增长奠定用户流量基础，与此同时快递物流体系日益完善，快递业务水平进一步提升，同样为休闲食品线上销售网络的搭建提供保障。

图 25：2016-2019 我国网络购物用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，山西证券研究所

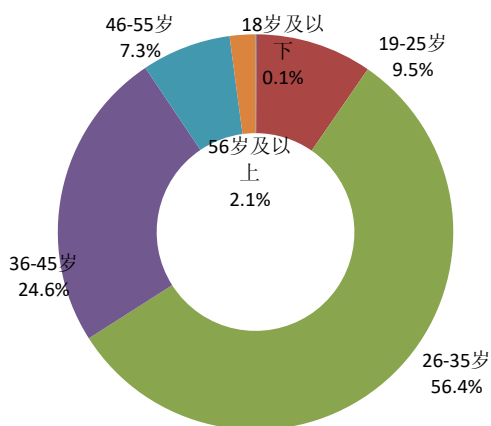
图 26：2013-2019 我国快递业务发展情况



资料来源：国家邮政总局，山西证券研究所

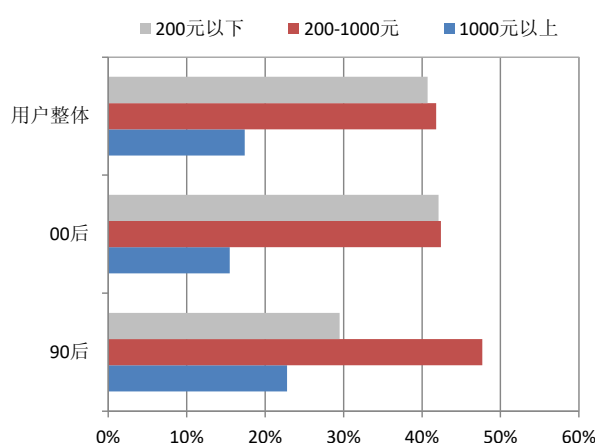
在互联网对消费行业改造不断深入的过程中，以坚果食品、消费展现出与网络购物形式更好的适配性。一方面源于坚果产品本身单价低、非即时、消费频次高、运输成本低且保质期长的特点更易于线上销售，另一方面休闲食品年轻化消费人群与线上购物 90、00 后年轻消费主体具有很高的契合度；艾瑞数据显示，在坚果行业消费人群中 26-35 岁消费者占比达 56.3%，线上移动购物的年轻用户不仅数量占比较高、消费频次高，消费能力也高于网络购物用户整体水平，更倾向于多元化混合消费。

图 27：2019 年我国坚果行业消费人群年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

图 28：2019 年 5 月 00 后及 90 后线上购物消费能力

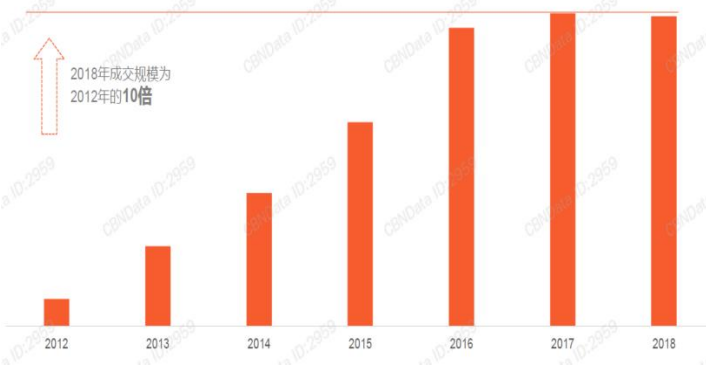


资料来源：Questmobile，山西证券研究所

受益于我国网络购物高速发展及休闲食品品牌对线上渠道的重点布局，电商销售成为坚果市场增长的重要驱动力。从整个休闲食品市场来看，线上渠道销售份额从 2011 年的 0.3% 提升至 2018 年的 8%，而 2018 年坚果炒货类产品仅在淘系平台的成交量就为 2012 年成交量的 10 倍，预计 2019-2020 年休闲食品电商市场销售继续维持 25% 以上的增速。另一方面，近年来电商销售逐渐下沉至低线市场，

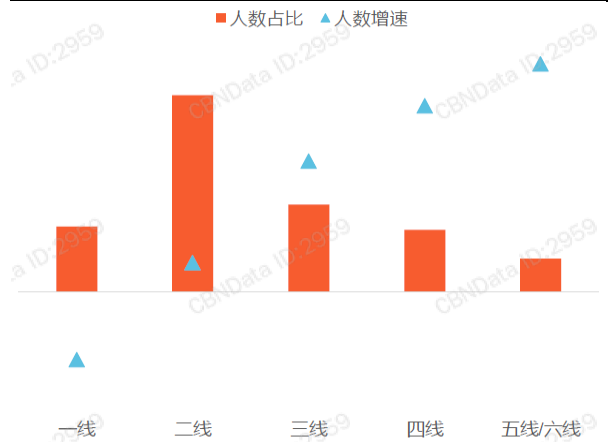
Questmobile 数据显示，2019 年 9 月下沉市场综合电商用户同比增量达 8428 万，增长率达 20.8%，下沉年轻人线上消费 200 元以上的占比达 68.1%，明显高于全体网民（59.7%）和下沉用户（59.4%）整体占比。下沉市场的用户增量及年轻人的消费潜力显著提升，为坚果行业线上及市场整体带来新的增长动力，CBNData 消费大数据显示，2018H2-2019H1 天猫坚果类消费人群增长呈现城市线级越低增速越高的明显趋势。

图 29：2012-2018 淘系坚果炒货行业成交规模



资料来源：2019 坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书

图 30：18H2-19H1 天猫坚果城市线级占比及增速



资料来源：坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书

2.3 供给端技术升级，促进产能及品质的双重提升

为了满足消费者食品品质及多元化的消费需求，休闲零食厂商通过研发创新、技术升级和信息化管理等多种手段，从供给端实现了产能与品质的双重提升。在产品研发方面进行创新和改进，一方面更多元化的口味能够丰富同一坚果类型的不同产品，以多种类型的供给驱动消费需求，例如同样的核桃可以分为奶香味、奶油味、蟹黄味、咸味等不同口味的产品，能够引起消费者的兴趣和多次消费；另一方面则是在营养、保存等工艺方面进行优化，在开发和保留营养成分的同时延长保质期。

图 31：三只松鼠天猫旗舰店中不同与核桃相关的产品类型丰富



资料来源：三只松鼠天猫旗舰店，山西证券研究所

供给端升级驱动坚果行业生产效率与品质双重升级。在生产方面以标准化、自动化生产设备代替传统手工作坊式的生产方式，清洗、调味、包装、质检等各种工序以流水线的生产模式进行自动化生产，不仅能够显著提升生产效率，同时能够在生产全过程中进行安全生产和质量把控，保证每颗坚果的品质达到相应的标准。在信息管理方面，通过信息系统平台能够实现仓储、物流和渠道的实时监控，获得有效的销售反馈，对消费受众的地域、口味、频次等各方面数据进行分析，更精准地把握市场需求动态，从而形成精准化的供给和后续产品研发、生产等各环节的改进。

图 32：供给端升级驱动坚果行业生产效率与品质双重升级

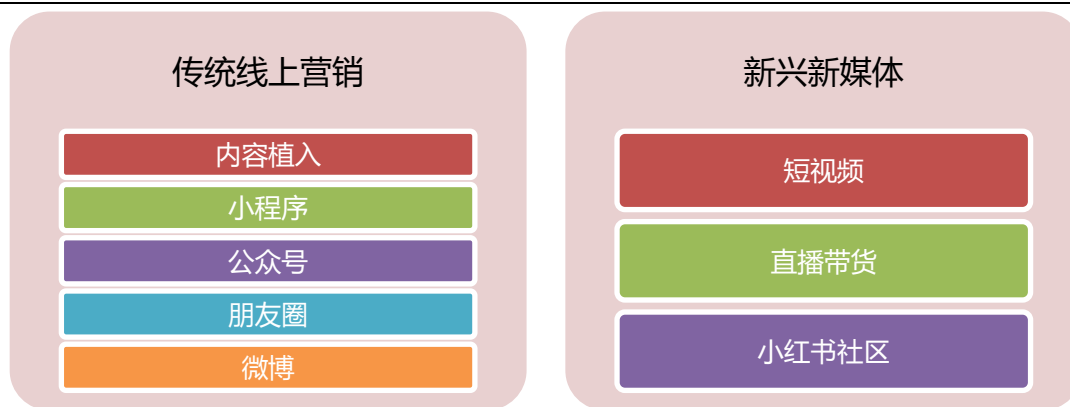


资料来源：山西证券研究所

2.4 品牌思维崛起，新营销手段提升销量

产品销量的提升离不开广告营销投入的支持，随着新媒体传播渠道的快速发展，使得广告营销的手段不断丰富，也使得营销宣传的触及率更广泛。长视频与综艺内容植入、小程序&公众号服务、社交化平台等新媒体营销方式已被行业内头部企业广泛采用。以内容植入为例，主打健康、养生理念的坚果品类也能很好地与影视剧、真人秀等内容青春时尚、休闲健康等概念相契合，产品以更生活化的方式融入剧情，消费者在观看内容的同时主动获取了产品信息。以抖音、快手、淘宝直播、小红书为代表的新兴平台发展也为坚果品牌商开辟了新的新媒体营销阵地。

图 33：新媒体营销矩阵带动产品销量



资料来源：公开信息，山西证券研究所

品牌营销思维崛起，丰富产品内涵并提升产品的附加值。单纯的产品推广难以使消费群体对坚果品牌形成更加清晰的认知，尤其对于坚果这类休闲食品而言更应当与消费者保持亲密的关系。目前头部坚果品牌商皆已推行品牌化的发展战略，打通从产品研发、包装设计到门店装修、代言人选择、品牌形象、广告宣传、客户服务等生产经营各个环节，形成以产品和服务为基础、品牌文化体验为支撑的营销闭环。例如三只松鼠以 IP 化的运营方式进行品牌战略，不仅赋予三只松鼠拟人化的角色和名字“松鼠小酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”，并以“客户为主人”的企业文化贯穿售前售中售后的全过程，最大程度地拉近了公司和消费者的距离；与此同时借助动画、绘本、周边等衍生内容产品丰富了品牌内涵，提升了坚果产品本身的附加价值，也成为行业中品牌营销的标杆。

图 34：三只松鼠 IP 化品牌营销



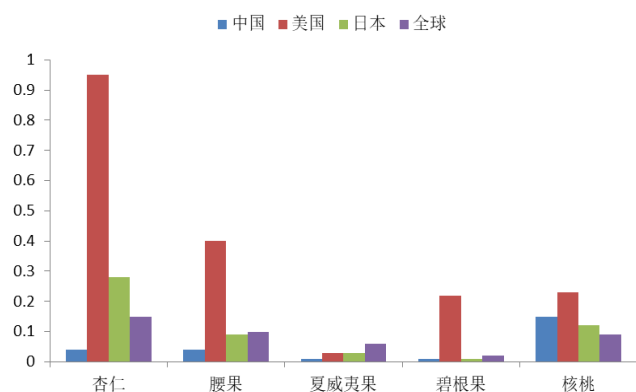
资料来源：公开信息，山西证券研究所

3. 坚果行业趋势分析：市场需求精细化，全渠道扩张发掘增量

3.1 坚果炒货市场空间大，品牌集中度有望提升

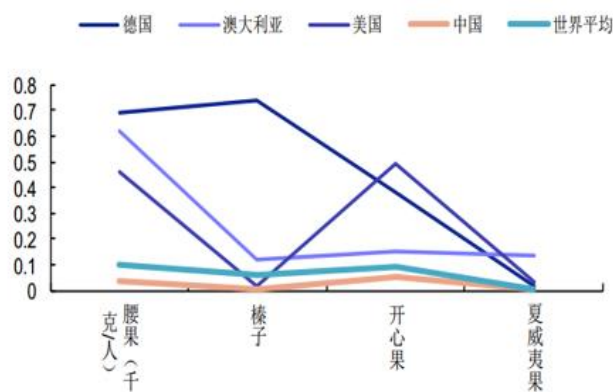
伴随消费升级趋势、人均可支配收入的不断提高和饮食结构的持续升级，坚果炒货的消费规模和整体附加值存在较大发展空间。《中国膳食指南 2016》显示，根据中国人体质测算，平均每人每天坚果摄入量应不少于 10 克。但我国居民中食用坚果人数占比只有约 10%，每日坚果消费量只有 4-5 克，且以瓜子、花生等籽类坚果为主。我国居民坚果摄入量远低于平均水平，对比发达国家人均坚果消费量差距极为明显。2017 我国人均腰果、榛子、开心果、夏威夷果消费量分别为 0.033、0.004、0.05、0.003 千克，树坚果人均消费量也显著低于西方国际及全球平均水平。因此伴随居民健康意识的不断增强，我国人均日均坚果消费量有望提升，未来我国坚果行业市场空间仍有待挖掘。

图 35：全球主要经济体人均坚果消费量对比



资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

图 36：我国坚果人均消费量远低于平均



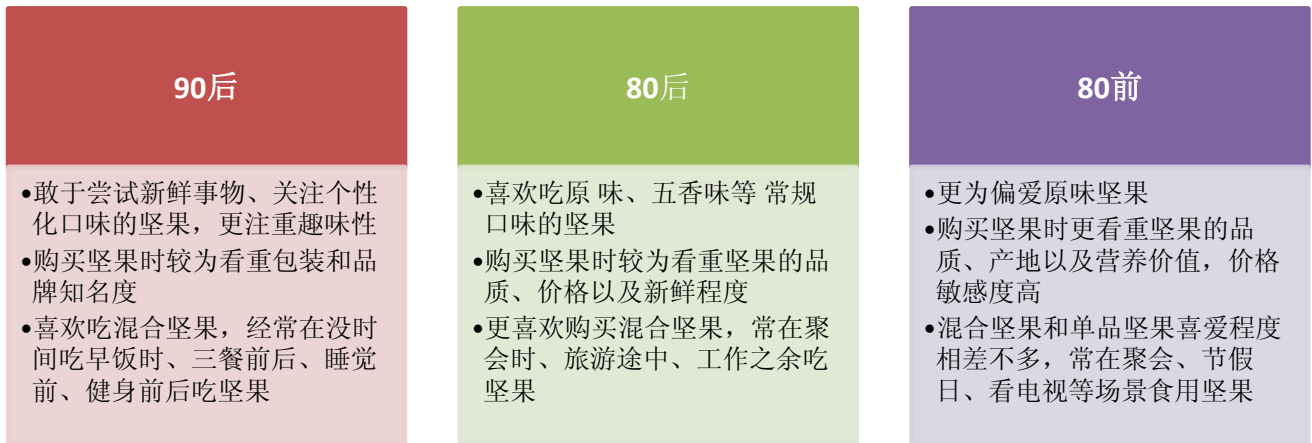
资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

头部品牌的市场集中度将进一步得到提升。作为正餐的补充，近年来坚果炒货行业持续稳健发展，但坚果炒货行业目前尚未形成资源垄断，2018年CR7不到10%，行业集中度低。由于消费者习惯和口味偏好不同，品牌商进入后难以快速形成规模效应，且行业对品控和供应链等配套设施的要求较高，因此国内市场目前没有真正意义上的休闲食品寡头出现，品牌竞争格局尚未固化。在进口休闲食品的持续冲击下，品牌集中度的提升推动国产品牌势能进一步释放。未来在新零售的改造升级之下，行业市场空间和发展潜力巨大，头部品牌在产品、服务、供应链等方面有较强的背书效应，规模优势下在市场中存在更高的议价能力，未来头部品牌的市场集中度将进一步得到提升。

3.2 市场发展精细化，坚果功能向高端换档

消费需求逐渐多元化、碎片化，新零售推动市场精细化发展。首先，消费升级的趋势下，居民消费水平不仅持续提升，消费需求还呈现个性化、多元化的特征。消费需求的层级性、差异性以及消费者对消费体验的不同追求促使休闲食品企业采取差异化竞争策略，趋向于朝垂直领域发展，深耕细分人群、细分品类和细分市场。尤其以90后为代表的新中产阶级消费者的逐渐崛起，年轻人对趣味性和新鲜感的喜爱带动了休闲食品个性化、趣味性消费趋势的发展。其次，休闲零食的品类繁多，应用场景丰富，在消费需求碎片化的新零售时代，这些特征也将推动产品持续精细化发展。随着生活节奏的加快和膳食结构的调整，消费者选择少食多餐的饮食方式，正餐和零食的边界逐渐模糊，零食代餐化要求休闲食品品类更加丰富、营养更加均衡。例如在坚果品类方面，不同年龄的消费群体在口味选择、购买时考虑因素以及食用场景方面均有差异，以此为基础，场景切入点可以衍生出早餐代餐、健身代餐、办公室充饥等，细分人群可以派生出孕妇、上班族、减肥群体等。未来坚果炒货品类的发展方向将会是针对不同场景和细分人群切入，有针对性的开发新产品。

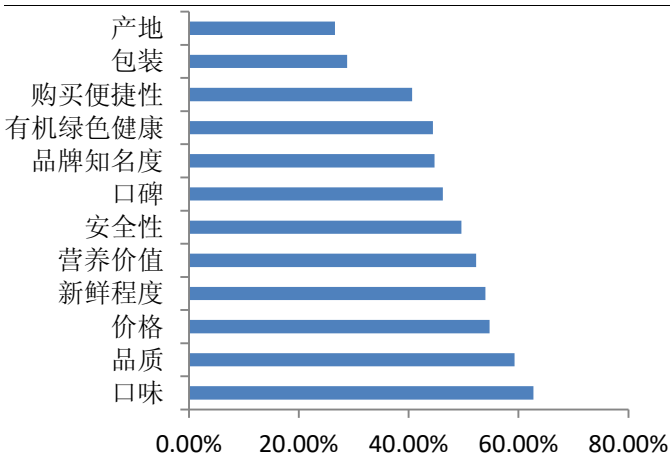
图 37：2019 年我国不同人群坚果消费特征



资料来源：艾瑞 iClick，山西证券研究所

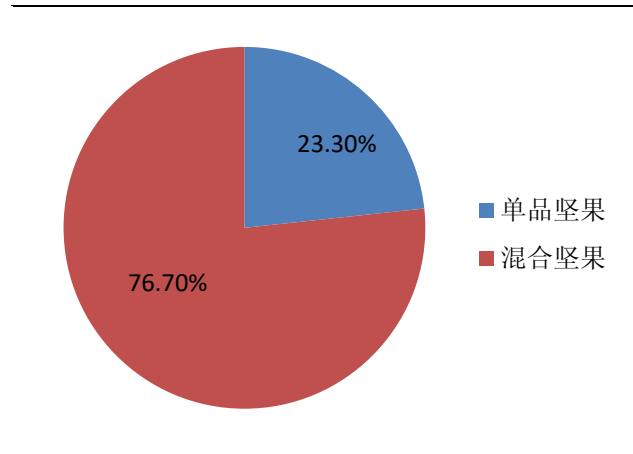
消费者健康需求不断升级，带动坚果产品向复合化、高端化发展。随着消费者健康养生意识的不断增强，健康消费愈发成为主流，坚果类食品因营养价值较高，越来越受到消费者的欢迎。艾瑞调研数据显示，超半数消费者购买坚果时会考虑坚果产品的营养价值，而混合坚果因种类多、营养高更受消费者的追捧。由于坚果单日摄入量低但品类丰富度高，近年来各品牌商相继推出复合型坚果产品，坚果市场向产品复合化发展。此外，消费者对健康饮食的标准逐渐向低糖化、低热量、富含蛋白质及其他人体所需的营养成分靠拢，这种健康化的需求必将带动坚果炒货产品向多元化和高端化发展。目前坚果市场由于进入壁垒较低，产品同质化现象较为严重，未来以健康理念为主的坚果及其衍生产品的进一步精深加工或将成为行业新风口。通过工艺复杂化提升口感，并赋予坚果产品健康、高端和保健等新功效，提升产品附加值，改善坚果行业利润低的现状，帮助品牌商进一步提升市场份额。

图 38：2019 年中国消费者购买坚果时考虑的因素



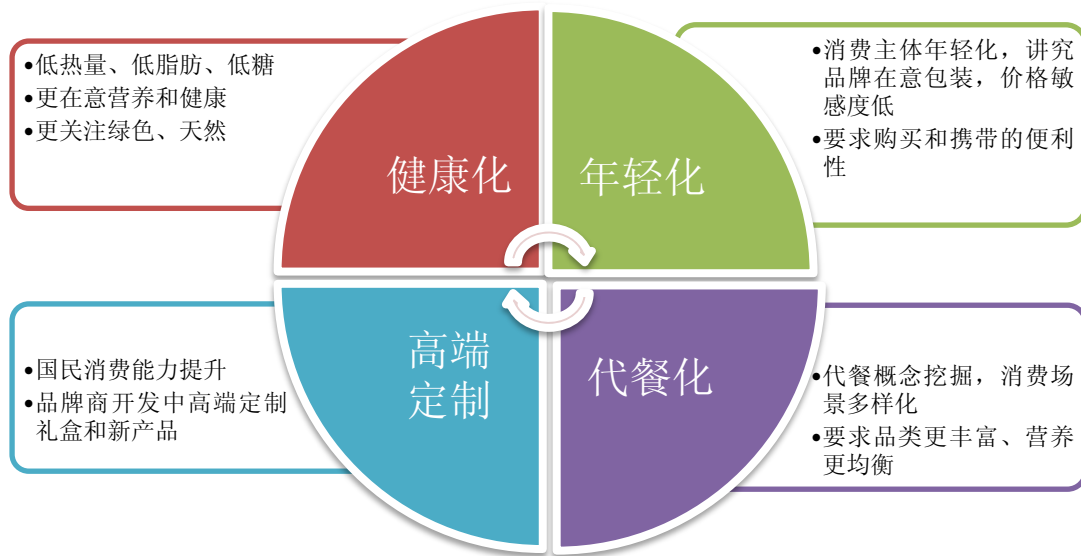
资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

图 39：2019 年中国消费者偏爱的坚果类型



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

图 40：坚果产品高端化是未来企业发展核心

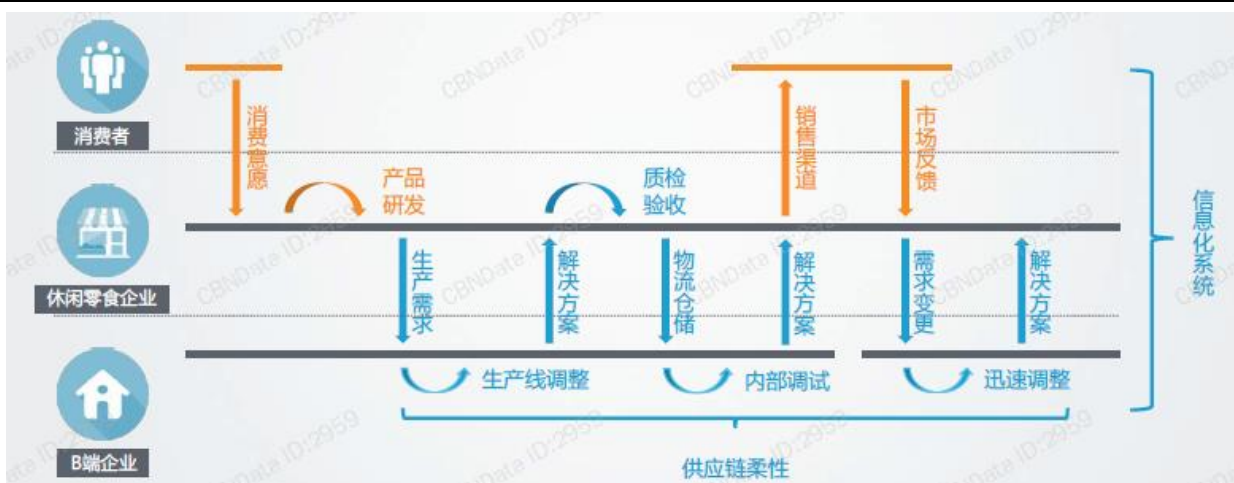


资料来源：Mob 研究院，山西证券研究所

3.3 供应链管控能力不断增强，技术升级驱动信息化发展

品牌商加大产品品控投入，逐渐增强供应链管控能力。在食品安全管控日趋严格下，食品行业标准的不断出台和实施，企业层面更加重视品质监管问题，逐渐加大了对产品品控的投入，提高了产品问市的门槛。目前品牌商多通过代加工模式生产坚果产品，随着市场份额的逐渐提升，产品品控难度也进一步加大，企业会将资源重心向供应链端倾斜，并不断提升坚果生产流水线的自动化程度。在新零售赋能影响下，未来品牌商对供应链的管控能力将不断增强，来平衡代工模式和自主品控之间的关系。

图 41：信息化系统+柔性供应链促进定制生产标准化



资料来源：亿欧智库，山西证券研究所

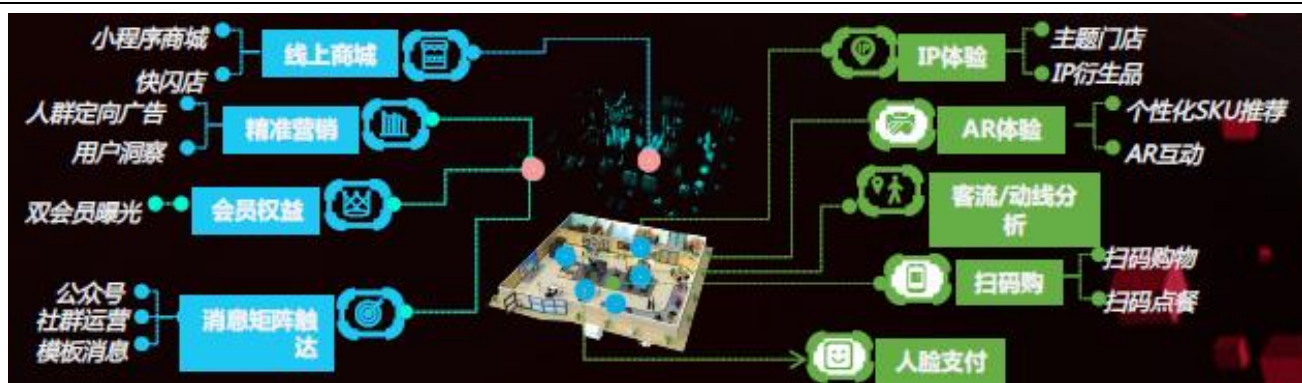
技术升级驱动信息化系统发展，定制化生产快速反应市场需求。在消费需求多元化和新零售技术

升级换代下，信息化系统和柔性供应链将在坚果产业中快速发展和应用，使得坚果产品在生产加工的过程中能够实现对外合作定制生产、多样化品类策略和对市场需求的快速反应。通过完善的全域信息化系统，企业可以对产业链上下游进行追溯管理，深度参与从原材料采购到终端销售的多个环节，将不同区域、不同品类产品的存量及销量等各环节的信息流有效汇聚，集中到一个系统中进行管理，有效提升企业经营管理效率；同时，企业通过大数据精准捕捉消费者信息，逆向指导上游研发生产，满足小规模、多样化的生产需求，实现坚果产品的精细化生产和质量管控。未来，消费者对产品的偏好、问题等前端反馈将通过信息化系统快速传递至企业后端管理平台，有助于企业及时调整生产和营销策略，打造更多网红单品及流量爆款来引领市场热度，同时在大数据支撑下提前布局仓储物流，以实现对市场需求的快速响应。

3.4 全渠道融合不断深化，跨界联动发掘增量消费

单一渠道无法满足扩张需求，全渠道融合趋势不断深化。伴随消费需求及路径的变化，消费者的购物渠道逐渐从割裂走向融合，全渠道融合已经成为行业发展的必经之路。线上渠道成本相对较低，能够突破产品品类和地域限制，扁平化的渠道结构带来更具竞争力的价格优势；线下渠道顾客体验感强，购物具有及时性和便利性，在新零售驱动下门店数字化将成为常态。未来单一的渠道拓展已经无法满足坚果企业快速扩张的需求，企业的销售和营销渠道都将进入线上线下融合的全渠道扩张阶段。全渠道模式通过结合互联网数字化运营重构消费体验，基于直接触达消费者的门店网络，实现消费者到店体验的优化，同时通过数字化平台分析消费者行为和偏好，更加有效地提高与消费者的互动交流能力，从数据到运营打通线上线下全渠道会员体系。

图 42：腾讯智慧零售线上线下一体化店铺愿景

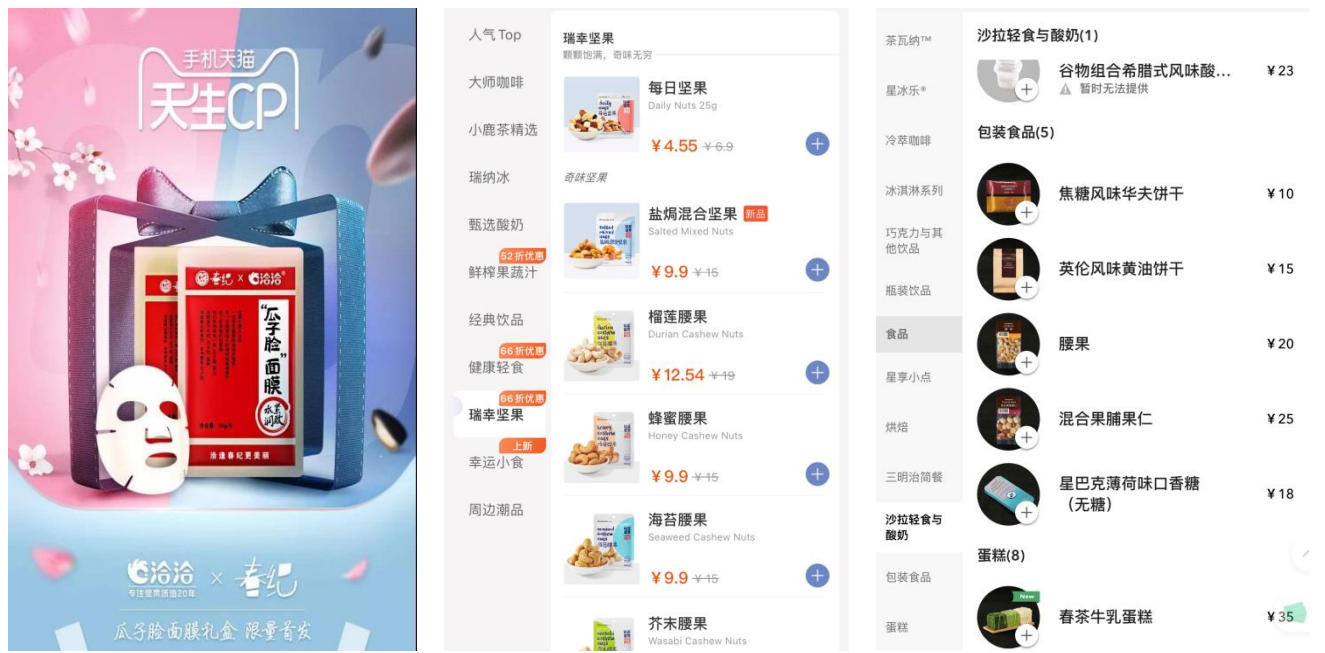


资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

线上流量红利见顶，坚果行业转向线下布局。随着坚果企业对全渠道布局的逐渐深化，线上线下将加速融合，品牌商在渠道打通和终端协同的实践中不断完善成熟。对品牌商而言，具备线下实体渠道将意味着更大的拓展空间。坚果电商企业在扩大线上渠道占比的同时，也逐渐开始布局线下业务，

通过线下实体店进一步地贴近消费者，在重塑品牌的同时全方位了解消费者需求，以此辅助线上销售。线下门店体系的扩张迭代带来的门店定位、功能、体验的多元化和个性化。未来在品牌开店计划中，门店的销售功能和盈利指标将趋于弱化，针对特定商圈和细分人群的主题快闪店，应用新零售技术改造的智慧零售门店与无人零售门店，主打社群社交场景的互动体验店以及复合概念店或将成为主流。

图 43：坚果企业通过跨界联动触达跨行业消费群体



资料来源：互联网公开资料，山西证券研究所

线上线下营销融合，跨界联动发掘增量消费。随着企业自主营销意识的不断增强，新搭建的营销平台将趋于线上线下融合化。在新媒体营销的助推下，坚果炒货企业打破品类次元，通过跨界联名触达跨行业人群，重塑品牌人群定位。例如洽洽春纪瓜子脸面膜入选天猫天生 CP 资源，活动期间全店访客数 83 万人次，引导关注人数超过 1.4 万，单品引导访客 16 万人次；IP 联名零食商品种类也不断丰富，2019 年实现爆发式增长，销售额增长超 7 倍，购买人数是上一年的 11 倍；还有咖啡连锁店星巴克、瑞幸等也均有销售坚果炒货类零食产品。未来坚果品牌商将通过跨界联动的方式发掘新的消费增量，触达更多有潜力的消费客群。

4.投资建议

通过对坚果行业的现状、驱动力及趋势的梳理和分析，我们认为随着食品生产许可证制度的实施，食品安全监管进一步趋紧，以及在面临市场竞争加剧、利润率水平逐渐走低等问题上，会使得一些规模小、生产手段落后、产品质量差的企业逐步被淘汰；相反，具备自主生产能力、技术工艺先进、拥有较高品牌知名度和完善质量管理体系的规模化企业，在食品安全、健康理念以及技术研发上投入更大，其品牌和产品品质更容易获得客户认同。

而针对2020年肺炎疫情的影响方面，我们认为坚果行业属于具备可选属性的必需消费品，在产业链上受到疫情的直接冲击相对较小。线下门店方面，为了响应政府抗击疫情要求，部分线下门店不能正常营业，再加上交通管制和人员成本上涨的压力，销售业务必然受到一定负面影响，但坚果企业店铺多为临街开设，空间密封性相对较小，线下销售整体受影响程度相对可控。同时，坚果企业也陆续开展补救措施，线上借助淘宝直播、小程序下单提升销量，线下通过美团、饿了么等本地生活平台承接外卖配送服务，积极对冲疫情影响。疫情对我国居民的消费行为和消费习惯产生较大影响，并引发人们对健康生活的进一步思考和追求。这种消费趋势的变化也会出现在以新生代为主流消费群体的细分行业和品类上。被视为“第四餐”的坚果类零食产品，主流消费人群是95后和00后，他们的消费需求兼具多元化和个性化，对行业趋势的影响程度较为深远。未来符合健康理念的坚果产品及其衍生品类将会受到年轻消费者的青睐和追捧。

因此，经历过疫情的洗礼后，消费者在食品安全战略提升方面有望更加关注，拥有标准化的预包装类的产品配置，以及溯源能力较强的企业将更加受到消费者信赖。在规模优势下，头部品牌企业的产品拥有较好的定价权，此类企业一般具备良好的经营性现金流，具备较强的抗风险能力，利润水平维持良好态势。我们建议关注：三只松鼠、良品铺子、洽洽食品等头部品牌公司。

表 5：行业内上市公司估值情况

序号	代码	证券简称	最新收盘价 (原始币种)	每股收益			市盈率 PE		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
1	603719.SH	良品铺子	58.88	0.59	0.93	0.98	99.79	63.31	60.08
2	002557.SZ	洽洽食品	44.35	0.85	1.19	1.40	51.95	37.27	31.61
3	300783.SZ	三只松鼠	77.77	0.84	0.66	0.98	102.63	117.83	79.70
4	002847.SZ	盐津铺子	54.00	0.57	1.00	1.37	54.15	54.00	39.55
5	002582.SZ	好想你	9.36	0.25	0.37	0.41	37.25	25.30	23.03
6	603777.SH	来伊份	11.66	0.03	0.28	0.34	391.09	41.35	34.52

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 2020 年 4 月 3 日，除良品铺子，其他来自 wind 一致预测）

5.风险提示

休闲食品市场需求变化；原材料价格波动；行业竞争日趋激烈；食品安全质量风险。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

