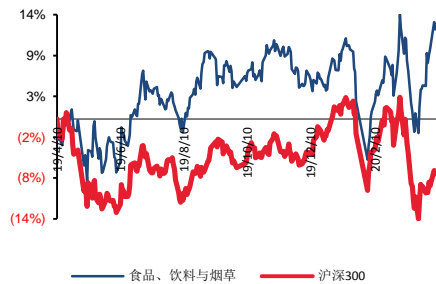


日常消费 食品、饮料与烟草

休闲零食线上数据 20Q1 跟踪：疫情利好线上，龙头优势凸显

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《三只松鼠业绩点评：疫情短期影响已过，关注长期竞争力提升》

--2020/04/09

《洽洽食品年报点评：新营销+渠道深耕，核心品类持续放量》

--2020/04/09

《三全食品：受益疫情利润大幅增长，看好公司中长期逻辑》

--2020/04/07

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

报告摘要

全网分析：疫情利好线上销售，集中度持续提升。（1）**行业增速：**2020Q1 休闲零食阿里全网销售额 193.13 亿元（同比+16.89%），其中销量 6.19 亿份（同比+16.07%），客单价 31.20 元（同比+0.71%），较去年同期提升 4.40pct，主要受疫情影响，消费由线下转线上，同时直播带货等对线上销售也有一定贡献。展望 2020 年，我们认为休闲零食线上有望维持在 15%+ 中速增长，量价齐升趋势有望持续。（2）**行业格局：**2020Q1 休闲零食 CR3 为 28.29%（同比+2.12pct），CR5 为 31.61%（同比+3.33pct），CR10 为 35.55%（同比+3.31%），行业集中度持续提升。一季度年货季占比高，龙头品牌力强，龙头集中度持续提升。展望 2020 年，我们认为线上休闲零食 CR3 有望从 25% 提升至 28%，龙头集中度有望持续提升，线上参与者趋于稳定。

龙头分析：线上龙头优势凸显，线下各家推进加速。（1）**线上分析：**2020Q1 休闲零食前三销售额 54.63 亿元，同比增长 26.34%，高出行业 9.45pct，龙头增速快于行业，主要是年货采购，消费者更注重品牌。2020Q1 前三销量 1.21 亿份（同比+8.01%），客单价为 45.32 元（同比+16.97%）。（2）**集中度：**2020Q1 三只松鼠市占率 14.39%（同比+1.27pct），百草味 8.96%（同比+0.10pct），良品铺子 4.93%（同比+0.75pct）。（3）**线上对比：**门店折扣来看，三家折扣力度趋同，良品铺子上市及武汉解封后，折扣力度加大；同类单品价格来看，百草味各品类均较松鼠便宜，良品非坚果品类售价较高。（4）**线下对比：**三只松鼠：疫情影响优势品牌加速拿店；百草味：左手直营，右手联盟；良品铺子：上市开启新篇章，异地扩张大幕启。

品类分析：坚果年货首选，烘焙肉干发力。2020Q1 休闲零食全网销售前六的品类为坚果、糕点、饼干、肉脯、蜜饯、糖果，销售额分别为 50.29 亿元/32.57 亿元/31.72 亿元/25.23 亿元/17.63 亿元/12.10 亿元，增速分别为 22.33%/27.49%/20.71%/32.34%/-7.48%/-8.64%。其中坚果、糕点、饼干、肉脯为四大核心品类，

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519100001

且保持正增长，蜜饯、糖果出现下滑，该品类结构一方面反应消费趋势，另一方面也与季节有关。

行业评级及投资策略：休闲零食电商步入中速增长时期，三强格局稳定。龙头线上增速亮眼，线下布局积极推进。未来行业中短期来看是线上龙头的份额争夺，中长期来看是龙头竞争优势的比拼。短期来看，休闲零食电商行业空间依旧存潜力，随着品类调整等动作，预期净利率可有提升，我们给予行业推荐评级。

重点推荐个股：三只松鼠（300873.SZ）、良品铺子（603719.SH）。

1) **三只松鼠**：长期来看，公司加注供应链、开拓新领域，大食品零售公司初具雏形，我们预计收入端仍能保持 25%+ 的增速，预期未来毛利率稳定，净利率、周转率带动 ROE 缓慢提升。短期来看，疫情对线上影响较小，疫情对线下其他门店的影响可能有助于公司获取更多优势门店资源。2) **良品铺子**：线下起家，进军线上，跨渠道运作能力强，未来公司具有成为全渠道龙头品牌的潜力。公司首次公开发行后，募集资金将主要用于全渠道营销网络建设，如能顺利完成募投项目，公司有望发展迈入新的阶段。

风险提示：经济下行风险；食品安全问题；推荐公司表现不及预期

目录

核心观点及结论	5
一、 全网分析：疫情利好线上销售，集中度持续提升	7
（一）行业增速：疫情利好线上，全网销售高增	7
（二）行业格局：集中度持续提升，参与者低位波动	8
二、 龙头分析：线上龙头优势凸显，线下各家推进加速	10
（一）线上分析：龙头增速高于行业，品牌力逐步凸显	10
（二）线上对比：松鼠百草紧相随，良品异地扩张大幕起	12
（三）线下对比：线下市场广阔，各家进展不同	13
三、 品类分析：坚果年货首选，烘焙肉干发力	17
四、 投资建议：给予推荐评级	19
五、 相关公司	20
（一）三只松鼠（300783.SZ）	20
（二）良品铺子（603719.SH）	21

图表目录

图 1: 休闲零食全网销售情况 (按季度)	7
图 2: 休闲零食全网增速量价拆分 (按季度)	7
图 3: 快消品电商行业进入中高速增长期.....	8
图 4: 休闲零食线上渗透率不断提高	8
图 5: 休闲零食电商集中度 (按季度)	9
图 6: 休闲零食电商前三市占率 (按季度)	9
图 7: 休闲零食品牌数量不断下降 (按月)	9
图 8: 休闲零食单品数量不断下降 (按月)	9
图 9: 休闲零食前三销售情况 (按季度)	10
图 10: 休闲零食前三与行业增速对比 (按季度)	10
图 11: 休闲零食前三量价拆分 (按季度)	10
图 12: 前三销售额对比 (按季度)	10
图 13: 前三增速对比 (按季度)	11
图 14: 三只松鼠量价拆分 (按季度)	11
图 15: 百草味量价拆分 (按季度)	12
图 16: 良品铺子量价拆分 (按季度)	12
图 17: 松鼠投食店门店图	14
图 18: 松鼠小店门店图	14
图 19: 百草味门店图	15
图 20: 良品铺子门店图	15
图 21: 2020Q1 各品类成交金额 (亿元)	17
图 22: 核心品类占比 (按季度)	17
图 23: 单季度核心品类成交金额 (按季度/亿元)	18
图 24: 单季度核心品类成交金额增速 (按季度/%)	18
图 25: 单季度核心品类成交量 (按季度/亿件)	18
图 26: 单季度核心品类成交均价 (按季度/元)	18
表 1: 休闲零食电商行业跟踪体系	5
表 2: 线上品牌门店折扣力度对比	12
表 3: 线上品牌单品价格比较	12
表 4: 休闲零食龙头渠道对比	16

核心观点及结论

我们通过对休闲零食产品品类、生意本质、阶段格局和当下逻辑的分析，对行业判断如下：**(1) 发展阶段**：休闲零食电商已从导入期进入成长期，若成长分两阶段，则目前已从春秋步入战国时期；**(2) 行业格局**：三强格局已确立，三强发展各有特色；**(3) 长期逻辑**：中短期是线上份额保卫战，中长期是线下拥抱新零售；**(4) 短期逻辑**：线上零食行业空间依旧存潜力，价格战趋缓、品类调整、规模优势将提升行业公司净利率。

当下我们推出后续季度跟踪及趋势展望专题，通过对季度线上数据以及线下动态的跟踪，逐步修正预期，验证逻辑。

表 1：休闲零食电商行业跟踪体系

序号	项目	中长期趋势	中长期判断	短期判断	季度数据跟踪	来源	Check
(1) 收入层面							
1	行业增速	线上红利期已过，行业由高速步入中速增长阶段	2017 年以来线上增速降至 30% 以下，2018 年为 18.63%，未来增速将逐步下行	2020 年线上增速在 15%+	2020Q1 增速为 16.89%，同比+4.40pct	阿里数据	是
2	行业格局	三强格局稳定，龙头市占率不断提升	2015 年 CR3 为 13%，2018 年为 23%，预判未来 5 年 CR3 提升至 30%+	2020 年 CR3 市占率有望提升至 28%+	2020Q1 CR3 为 28.29%，同比+2.12pct	阿里数据	是
3	龙头线上	份额保卫战：龙头增速快于行业	前三 2015 - 2017 年年化增速为 73.30%，2018 年增速为 19.10%，其中松鼠和百草味增速 20%+，未来 5 年龙头增速快于行业增速	2020 年龙头增速在 20%+	2020Q1 龙头（前三）增长 26.34%，高于行业 9.45pct； 1) 三只松鼠 28.19%，高于行业 11.30pct； 2) 百草味 18.15%，高于行业 1.26pct； 3) 良品铺子 37.86%，高于行业 20.97pct；	阿里数据	是
4	龙头线下	拥抱新零售：龙头线下求变	——	——	1) 三只松鼠：线下将复制线上“高效”模式，重点推进加盟小店； 2) 百草味：左手直营，右手联盟； 3) 良品铺子：定位高端品	新闻动态	是

牌，上线轻店铺。

(2) 利润层面

5	品类调整	品类精简，高毛利 品类占比提升	新品类不断涌现	四大品类已出现，即坚果、烘焙、肉干、果干，布丁有望成为新晋大品类	2020Q1 休闲零食全网销售前三的品类为山核桃/坚果/炒货、糕点/点心、饼干/膨化，销售额分别为 50.29 亿元/32.57 亿元/31.72 亿，增速分别为 22.33%/27.49%/20.71%；	阿里数据	是
6	价格战	逐步趋缓	——	根据战略不断变化	1、2 月份促销一般，3 月份促销力度加大	线上调研	是
7	规模优势	不断凸显	费用中偏固定费用率 缓慢下行	变化不大	——	公告	是

资料来源：阿里数据、太平洋研究院

一、全网分析：疫情利好线上销售，集中度继续提升

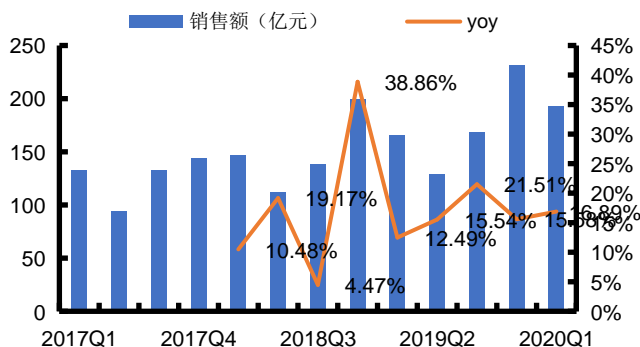
(一) 行业增速：疫情利好线上，全网销售高增

疫情影响，线下转线上，全网高增。2020Q1 休闲零食阿里全网销售额 193.13 亿元（同比+16.89%），过去两年 Q1 增速分别为 10.48%和 12.49%，其中销量 6.19 亿份（同比+16.07%），客单价 31.20 元（同比+0.71%），销售额增速较去年同期提升 4.40pct，主要受疫情影响，消费由线下转线上，同时直播带货等对线上销售也有一定贡献。

销量增长贡献绝大多数增速。2018 年以来线上销售额增速主要由客单价增长贡献，主要跟线上基数较大、引流成本较高、物流成本提升等有关。2019 年下半年开始，销售额增速转由销量增长贡献，主要是松鼠上市、双十一、双十二等影响，促销导致客单价下滑，销量贡献占比提升。2020Q1 受疫情影响，消费者消费由线下转向线上，线上竞争激烈，促销活动增加，导致销售额主要由销量贡献。

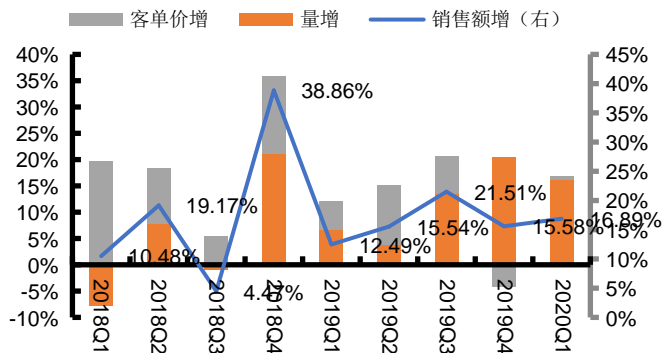
线上中高速增长、量价齐升趋势预期可持续。根据贝恩数据，快消品城镇零售渠道销售额增速已从高速增长步入中速增长阶段，以 2016 年为界，2016 年以前增速在 30%以上，2016 年以后降至 30%以下，目前已进入 20%增速阶段。展望 2020 年，我们认为休闲零食线上有望维持在 15%+中速增长，量价齐升趋势有望持续。

图 1：休闲零食全网销售情况（按季度）



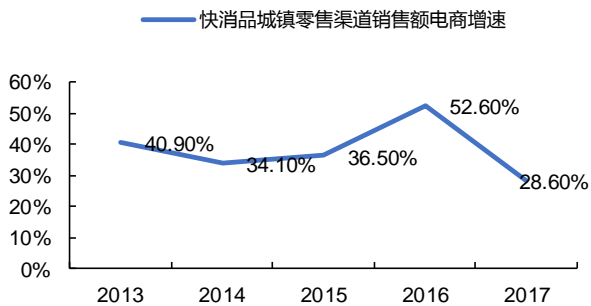
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 2：休闲零食全网增速量价拆分（按季度）



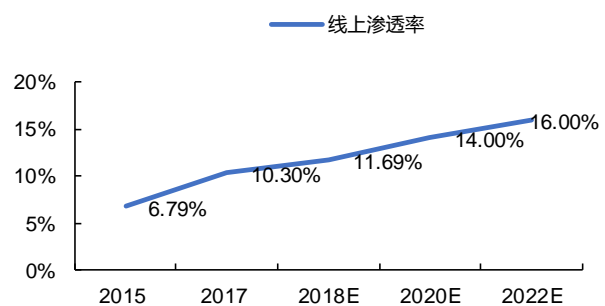
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 3：快消品电商行业进入中高速增长期



资料来源：贝恩&凯度《中国购物者报告》、太平洋研究院

图 4：休闲零食线上渗透率不断提高



资料来源：前瞻产业研究院、太平洋研究院

（二）行业格局：集中度持续提升，参与者低位波动

集中度持续提升。2020Q1 休闲零食 CR3 为 28.29% (同比+2.12pct)，CR5 为 31.61% (同比+3.33pct)，CR10 为 35.55% (同比+3.31%)，行业集中度持续提升。其中 2020Q1 三只松鼠市占率 14.39% (同比+1.27pct)，百草味 8.96% (同比+0.10pct)，良品铺子 4.93% (同比+0.75pct)。一季度年货季占比高，龙头品牌力强，龙头集中度持续提升。

线上参与者低位波动。(1) **品牌数量：**线上休闲零食品牌数量总体下降，从 2018 年 1 月的 3.73 万下降至 2019 年 6 月的 1.77 万，下降了 52%。后受平台政策倾斜影响，7 月开始逐步有回暖迹象，之后维持在 2 万左右。(2) **单品数量：**线上休闲零食单品数量持续下降，从 2018 年 1 月的 92.16 万下降至 2019 年 6 月的 53.28 万，下降了 42%。后受政策倾斜影响，7 月以来也有一定回暖，零食单品数量维持在 60 万左右。

未来龙头集中度有望持续提升，线上参与者趋于稳定。展望 2020 年，我们认为线上休闲零食 CR3 有望从 25% 提升至 28%，主要原因有：1) 线上步入中速增长时代，新进入者投入门槛提高，品牌数量有望维持低位稳定；2) 龙头资金优势明显，品牌宣传规模效应增强，龙头将加剧。

图 5：休闲零食电商集中度（按季度）

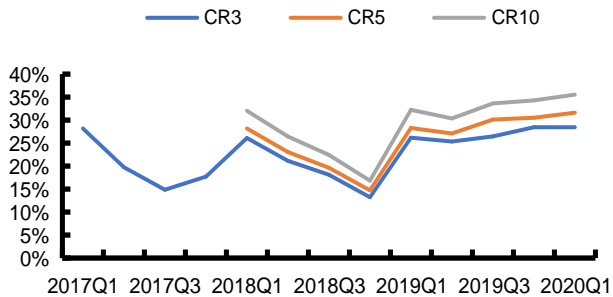
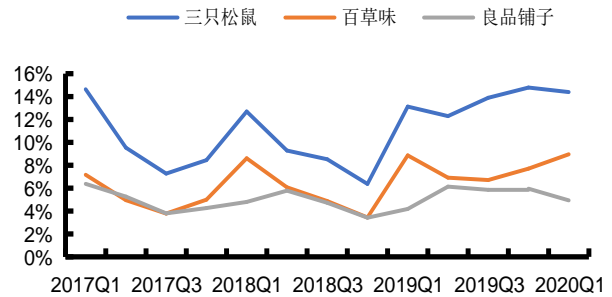


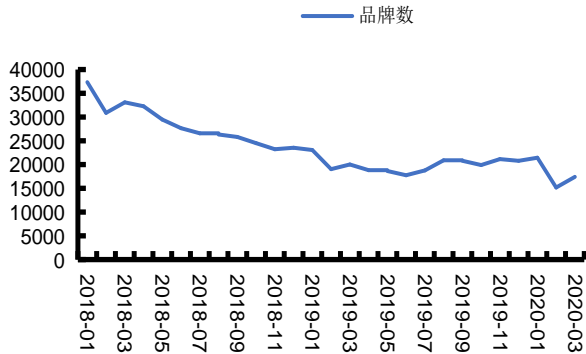
图 6：休闲零食电商前三市占率（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

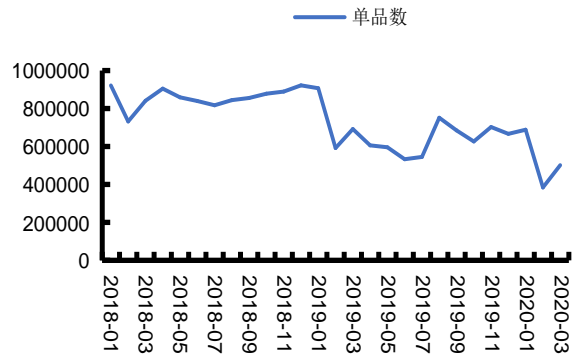
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 7：休闲零食品牌数量不断下降（按月）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 8：休闲零食单品数量不断下降（按月）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

二、龙头分析：线上龙头优势凸显，线下各家推进加速

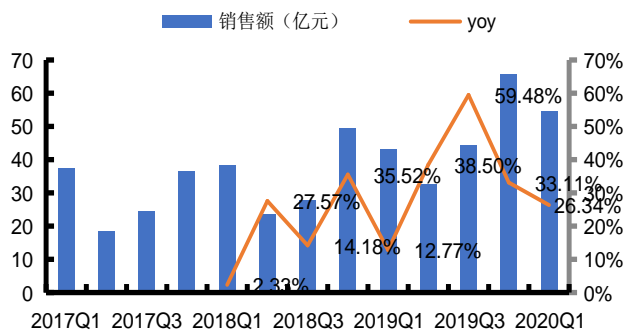
（一）线上分析：龙头增速高于行业，品牌力逐步凸显

龙头增速远快于行业。2020Q1 休闲零食前三销售额 54.63 亿元，同比增长 26.34%，高出行业 9.45pct。龙头增速快于行业，主要是年货采购，消费者更注重品牌。

与行业不同，龙头增速主要由客单价贡献。2020Q1 休闲零食 CR3 销量为 1.21 亿份（同比+8.01%），客单价为 45.32 元（同比+16.97%）。与行业增速主要由销量贡献不同，CR3 销售额主要由客单价贡献，出现背离原因我们认为零食送礼成新时尚，零食龙头品牌力增强，消费者年货更倾向于批量购买龙头品牌。

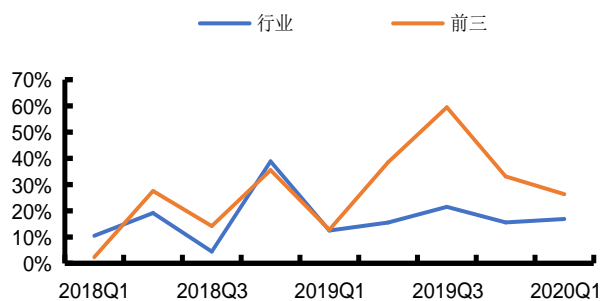
展望 2020 年，龙头增速来看，我们认为龙头增速仍旧会高于行业增速，我们预计前三增速在 20%+。价拆分来看，我们认为依旧会呈现量价齐升的态势。

图 9：休闲零食前三销售情况（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

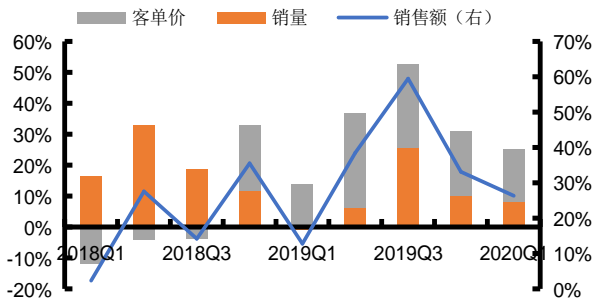
图 10：休闲零食前三与行业增速对比（按季度）



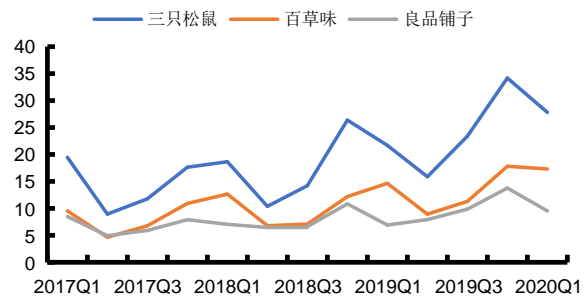
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 11：休闲零食前三量价拆分（按季度）

图 12：前三销售额对比（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

龙头公司来看，三只松鼠/百草味/良品铺子增速均高于行业，促销带动下，销售额实现量价齐升。良品铺子由于基数低，今年线上重新发力，增速最快。

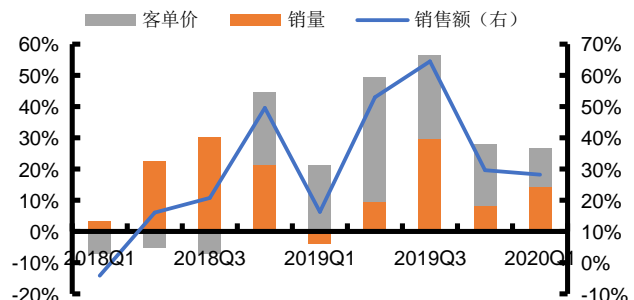
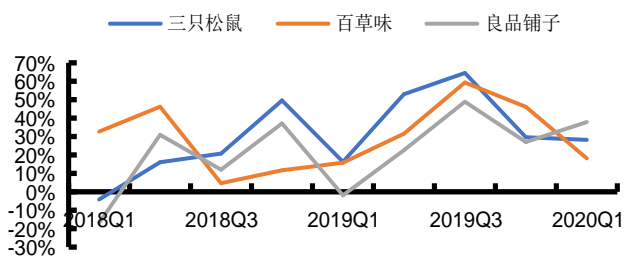
1) 三只松鼠：2020Q1 销售额 27.80 亿元，同比增长 28.19%，高于行业 11.30pct，其中量增 14.24%，客单价增 12.21%，量价拆分较为均衡，量增略高于价增。三只松鼠市占率 14.39%（同比+1.27pct）。

2) 百草味：2020Q1 销售额 17.30 亿元，同比增长 18.15%，高于行业 1.26pct，其中量增 1.13%，客单价增 16.83%，销售额增速由客单价贡献，表现明显弱于其他两个品牌。百草味市占率 8.96%（同比+0.10pct）。

3) 良品铺子：2020Q1 销售额 9.54 亿元，同比增长 37.86%，高于行业 20.97pct，其中量增 5.76%，客单价增 30.35%，主要由客单价贡献，各项增速远超其他两个品牌，一方面跟基数较低有关，另一方面与公司上市，品牌促销有关。良品铺子市占率 4.93%（同比+0.75pct）。

图 13：前三增速对比（按季度）

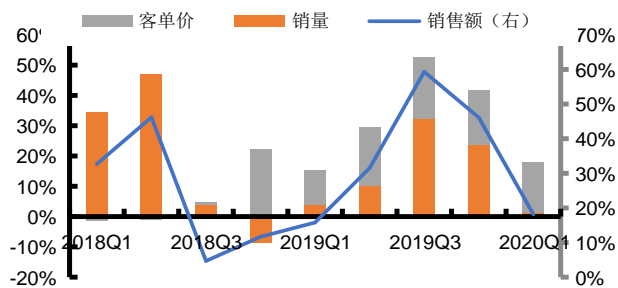
图 14：三只松鼠量价拆分（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

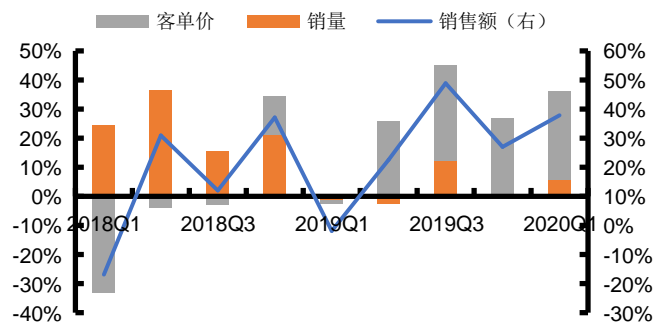
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 15：百草味量价拆分（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 16：良品铺子量价拆分（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

（二）线上对比：松鼠百草紧相随，良品异地扩张大幕起

通过对三只松鼠、百草味、良品铺子门店及同类单品价格进行比较，我们发现：

1) 门店折扣：良品铺子上市及武汉解封后，折扣力度加大。三只松鼠以上市为分界点，上市之前折扣力度较小，6 月份上市后折扣力度空前，满 300 减 200 的大额满减活动持续至今，2020 年 M1 和 M2 力度较小，M3 力度再次加大。竞争对手百草味一直采取跟随战略。良品铺子前期折扣力度较两家较小，上市以后受疫情影响，线上销售受到一定影响，武汉解封后，折扣力度空前加大。

表 2：线上品牌门店折扣力度对比

品牌	7 月折扣			12 月折扣			1 月折扣			3 月折扣		
	满 158 减 10	满 199 减 100	满 300 减 200	满 188 减 10	满 300 减 210	满 400 减 280	满 98 减 5	满 168 减 10	满 300 减 200	99 元 15 件，爆款第二件 0 元	满 169 减 10	满 300 减 200
三只松鼠	满 139 减 10	满 199 减 120	满 299 减 200	满 158 减 10	满 300 减 210			满 168 减 10	满 300 减 200	爆款第二件 1 元	满 158 减 10/满 199 减 120	满 300 减 200
百草味	——	满 199 减 100	——		满 300 减 180	满 400 减 250	满 98 减 10	满 200 减 20	满 300 减 180	爆款第二件 0 元	满 199 减 100	满 300 减 180

资料来源：数据采集时间为 2019/8/6；2020/01/06；2020/02/05；2020/04/07 太平洋研究院；

2) 同类单品价格：百草味多数品类均较松鼠便宜，良品售价较高。2020Q1 三只松鼠和百草味线上售价相差不大，不同品牌优势品类不同。但良品铺子除个别品类外各个品类均比三只松鼠高 20%-70%，我们猜测这跟之前提出的高端零食战略有关。

表 3：线上品牌单品价格比较

品类	产品	品牌	重量	价格	较松鼠	1000g 价格	较松鼠
坚果	每日坚果	三只松鼠	750g	74		98.67	
		百草味	750g	79	107%	105.33	107%
		良品铺子	750g	99	134%	132.00	134%
	夏威夷果	三只松鼠	265g*2	47.9		90.38	
		百草味	268g*2	44.9	94%	83.77	93%
		良品铺子	120g*2	34.9	73%	145.42	161%
	碧根果	三只松鼠	210g*2	24.9		59.29	
		百草味	218g*2	42.9	172%	98.39	166%
		良品铺子	120g	35.9	144%	299.17	505%
	纸皮核桃	三只松鼠	1250g	68		54.40	
		百草味	1260g	59	87%	46.83	86%
		良品铺子	1000g	78.8	116%	78.80	145%
肉干	猪肉脯	三只松鼠	210g	23.9		113.81	
		百草味	155g*2	34.42	144%	111.03	98%
		良品铺子	200g	24.8	104%	124.00	109%
果干	芒果干	三只松鼠	116g*3	24.9		71.55	
		百草味	120g*3	24.9	100%	69.17	97%
		良品铺子	108g*2	26.9	108%	124.54	174%
面包	手撕面包	三只松鼠	1000g*2	44.85		22.43	
		百草味	1000g*2	42.8	95%	21.40	95%
		良品铺子	1050g	25.9	58%	24.67	110%
	乳酸菌小口袋面包	三只松鼠	520g	65.5		125.96	
		百草味	650g*2	59.8	91%	46.00	37%
		良品铺子	480g	32.9	50%	68.54	54%
	氧气吐司	三只松鼠	800g	25.9		32.38	
		百草味	850g	29.9	115%	35.18	109%
		良品铺子	660g	39.9	154%	60.45	187%

资料来源：天猫旗舰店、太平洋研究院；数据采集时间 2020/4/3；

(三) 线下对比：线下市场广阔，各家进展不同

2016 年以来三只松鼠、百草味、良品铺子纷纷重视线下渠道的布局。三家基础不同，方向亦不相同，其中三只松鼠布局较早，良品铺子线下起家线下一直是经营重点，百草味起步较晚。

1) 三只松鼠：疫情影响优势品牌加速拿店

三只松鼠紧抓风口、特色突出、外加资本助力，迅速成长为线上零食第一品牌。公司总结线上最大优势为“效率”，可以实现 35-40 天品类上新。线上向线下迁移时，公司将“效率”优势复制到线下，即建立“大联盟”，实现联盟工厂到联盟小店的快速连接，走“桃李+711”模式，通过快速响应提高效率，快速实现从工厂到消费者手中。线下高效来源于完善的供应链管理，从而实现对原料端、生产端、渠道端、消费端的高效把控。

公司定位“制造型自有品牌多业态零售商”，多业态指的是线上、线下渠道全覆盖，其中线下有三种模式：投食店、松鼠小店、阿里零售通京东新通路。由于零售通物流成本和配送网络要求较高，并存在一定委托代理问题，公司暂不做线下重点，**战略上注重投食店和松鼠小店，其中投食店定位于品牌宣传，松鼠小店定位于直接触达消费者。**

疫情不改公司趋势，逆势招聘布局线下。2020 年受疫情影响，疫情有益于有品牌和资金优势的企业进行逆势扩张，主要是受店铺租金影响，优质资源会释放出来。2020 年 3 月公司发布人才计划，拟在 40 天招聘 1000 人，岗位包括线下门店的运营招商、总部各位岗位等。截至 3 月 2 日，松鼠线下店共计 414 家，其中投食/直营店 111 家，松鼠小店/联盟店 303 家。2020 年公司计划新增投食店 150 家，预计在年底增至 250 家，松鼠小店计划拓展新增门店不少于 750 家，累计门店达到 1000 家以上。疫情不改拓店趋势，线下布局持续推进。

大食品零售公司初具雏形。2020 年 3 月 20 日，公司公告拟投资 4.2 亿元设立 6 家子公司，建成后公司供应链能力将逐步增强。2020 年 4 月 2 日，公司公告拟投资 4226 万元设立 4 家全资子公司，经营范围涉及快速食品、婴童食品、宠物食品、纪念品及工艺品销售等。公司一方面加注硬件开发，提高公司供应链能力，为后续收入增长提供硬件支持；另一方面不断开拓新领域，丰富零售品类，收入规模有望上量，大食品零售公司雏形初现。

图 17：松鼠投食店门店图

图 18：松鼠小店门店图



资料来源：百度、太平洋研究院



资料来源：百度、太平洋研究院

2) 百草味：左手直营，右手联盟

2017年4月，百草味宣布进行品牌转型并重返线下渠道，2018年公司组建新零售团队，开始正式布局新零售。2020年2月，百事收购好想你持有的百草味全部股权，我们认为百草味将成为百事的渠道之一，未来百草味线下布局有望加速，线上品类有望拓展。

牵手零售通，赋能天猫小店：2017年7月百草味正式与阿里零售通合作。截止2018年底，百草味在阿里零售通全年累计动销店数达70万家，除阿里零售通外，还与京东新通路、百世店加等渠道达成战略合作，并且计划接入其他连锁系统。2019年百草味开启天猫小店联盟赋能计划，宣布在2020年打造2500家升级样板店，深化渠道渗透和场景触达。目前百草味已成功进驻40万家小店，覆盖全国20个省，近200个城市，累计GMV近6亿，累计订单量近400万，连接了数千万消费者。

直营门店：2019年6月，百草味落地新零售门店首家标准店——杭州湖滨银泰in77“百草味零食优选”。此后，百草味针对商圈人群、写字楼人群、地铁人群、高端社区人群等分别落地了“百草味·零食优选”标准店和网红体验店，在杭州东南西北中“以点带面”拉开了大本营之地的全面探索之路。目前百草味已完成2019年的初步计划，开设10家不同模式的直营店。百草味门店采用“千店千变”模式，针对不同位置不同客户群，对门店进行设置。2020年公司直营店目标为50家。

百事收购百草味，线下布局有望加速。百事收购百草味之后，我们认为百事将借助百草味优秀的线上运作能力，加码布局线上零食市场，有助于百草味线上品类的扩展。同时线下布局有望加快，百草味有望成为百事线下新渠道之一，实现渠道快速下沉，扩大品牌影响力。

图 19：百草味门店图



资料来源：百度、太平洋研究院

图 20：良品铺子门店图



资料来源：百度、太平洋研究院

3) 良品铺子：上市开启新篇章，异地扩张大幕启

公司已构建“以门店终端、线上平台为核心”的全渠道销售网络。线下渠道，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局，截至 2019 年 6 月 30 日，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家。线上渠道，公司按照“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展原则，实现了线上渠道全面覆盖。

公司非公开发行股票，本次募资资金 4.2 亿元分别用于“全渠道营销网络建设项目”、“仓储与物流体系建设项目”、“良品信息系统数字化升级项目”以及“食品研发中心与检测中心改造升级项目”，全渠道网络建设方面规划如下：

——线上方面，继续推进“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展策略，不断巩固市场规模、提高市场占有率。

——线下方面，一方面，坚持“深耕华中，辐射全国”的门店布局战略，在立足华中市场的基础上，在西南、华东、华南、西北等地区开设线下门店，填补公司优势区域（华中地区）控制力度较弱的部分，增强公司在其他地区（华东、华南等地区）的营销网络辐射作用，解决区域发展不平衡问题，进一步提高产品的市占率和品牌知名度及影响力；

另一方面，公司计划在 3 年内在华中、华东、西南等地区对超过 600 家老店集中升级改造，通过对其装修、设计和部分老旧设备的更换，提高现有门店有效使用率，提升品牌形象，进一步挖掘和提升现有门店的盈利能力。

表 4：休闲零食龙头渠道对比

品牌	主要模式	线上			线下				
		入仓模式	旗舰店	app	门店模式		分销模式		
					大店	小店	零售通	团购	经销商(KA)
三只松鼠	线上	√	√	√	√	√	非重点	√	—
百草味	线上	√	√	√	√	规划中	√	√	√
良品铺子	线下	√	√	√	√	√	—	√	—

资料来源：太平洋研究院整理；

三、品类分析：坚果年货首选，烘焙肉干发力

2020Q1 休闲零食全网销售前六的品类为坚果、糕点、饼干、肉脯、蜜饯、糖果，销售额分别为 50.29 亿元/32.57 亿元/31.72 亿元/25.23 亿元/17.63 亿元/12.10 亿元，增速分别为 22.33%/27.49%/20.71%/32.34%/-7.48%/-8.64%。其中坚果、糕点、饼干、肉脯为四大核心品类，且保持正增长，蜜饯、糖果出现下滑，该品类结构一方面反应消费趋势，另一方面也与季节有关。

坚果成为年货送礼风尚。线上休闲零食企业大多以坚果起家，为品牌企业的拳头品类，多用来引流，且在年货季销售较好。2020Q1 坚果为第一个品类，销售额增速 20%+，坚果逐步成为年货送礼的新风尚。

烘焙和肉干类持续接力，果干和糖果类负增长。2020Q1 前四单品增速相当，烘焙和肉干类仍为热门品类，受季节影响，蜜饯糖果类单品出现负增长，属正常现象。

图 21：2020Q1 各品类成交金额（亿元）

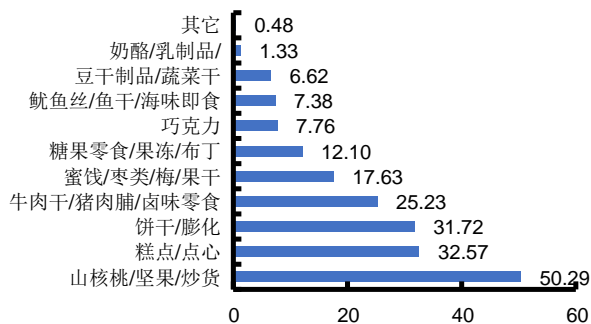
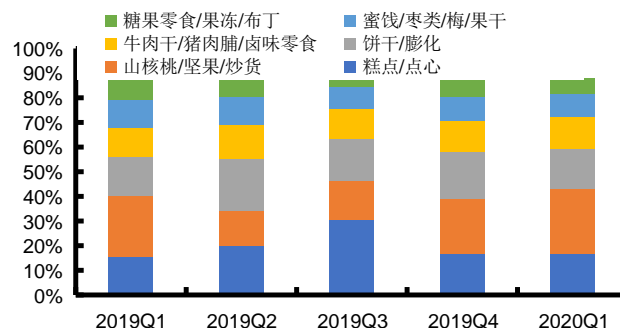


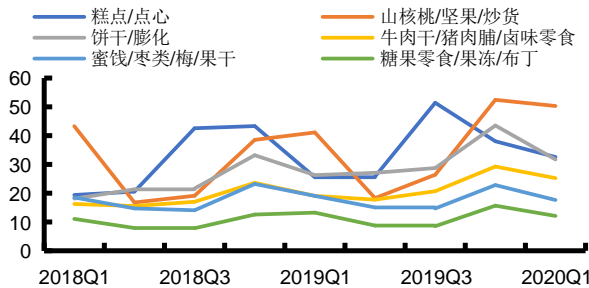
图 22：核心品类占比（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

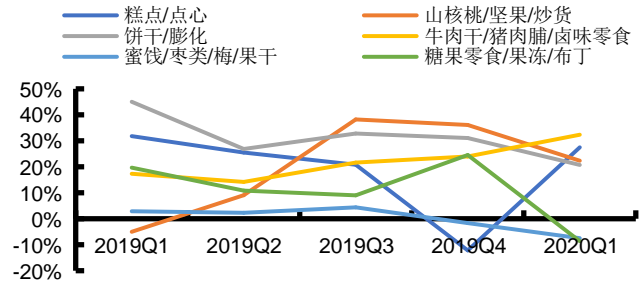
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 23：单季度核心品类成交金额（按季度/亿元）



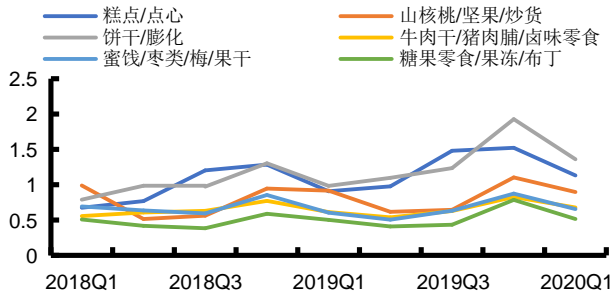
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 24：单季度核心品类成交金额增速（按季度/%）



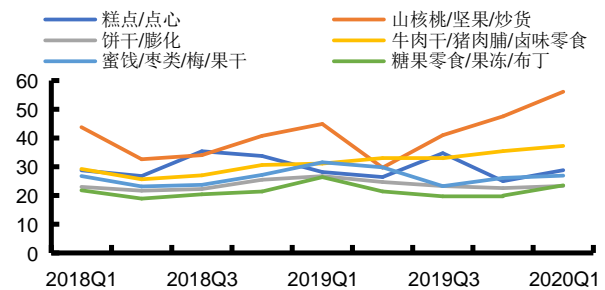
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 25：单季度核心品类成交量（按季度/亿件）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 26：单季度核心品类成交均价（按季度/元）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

四、投资建议：给予推荐评级

基于对休闲零食产品品类、生意本质、阶段格局和当下逻辑的分析，我们认为：

(1) 发展阶段：发展阶段上，休闲零食电商已建立起可复制的商业模式，行业已从导入步入成长。行业增速已由高速迈入中高速，优势企业差距不大但差距正逐渐拉开，如果将成长期分为春秋和战国两个时期，则现阶段正从春秋步入战国，大概处于春秋之末战国之初。

(2) 竞争格局：三只松鼠、百草味、良品铺子三强格局已形成，三家差距不大，发展各具特色。其中三只松鼠 IP 运作能力强，品牌力突出；良品铺子渠道“双线开花”，渠道力突出；百草味实行超级大单品战略，产品创新能力突出。

(3) 中长期逻辑：行业公司中短期是线上份额保卫战，中长期是线下拥抱新零售。着眼于中长期，目前线上龙头均已布局新零售，一方面是多渠道布局，另一方面是打造巩固自己的竞争优势，为后续积蓄内力。

(4) 中短期逻辑：

1) 线上零食行业空间依旧存潜力：休闲零食行业量价齐升、线上渗透率及 CR3 市占率提高三因素驱动线上零食行业发展。

2) 净利率提升：品类调整、规模优势将提升行业公司净利率，考虑到休闲零食电商零售商特性，我们预期未来净利率仍可提升。

通过对行业运行情况进行分析，我们认为行业长期逻辑和中短期逻辑仍旧成立，基于以上判断，我们给予休闲零食电商行业“**推荐**”评级。

五、相关公司

（一）三只松鼠（300783.SZ）

（1）商业模式：线下复制线上“高效”模式，打造“制造型自有品牌多业态零售商”

打造“制造型自有品牌多业态零售商”。三只松鼠成立于 2012 年，最初以高毛利坚果零食起家，现在已经形成以坚果、果干、烘焙、肉食四大品类阵营。目前公司发展已经跨越第一阶段，电商 B2C 阶段，步入第二阶段，即定位“制造型自有品牌多业态零售商”，多业态指的是线上、线下渠道全覆盖，其中线下有三种模式：投食店、松鼠小店、阿里零售通京东新通路。

线下将复制线上“高效”模式。三只松鼠紧抓风口、特色突出、外加资本助力，迅速成长为线上零食第一品牌。公司总结线上最大优势为“效率”，可以实现 35-40 天品类上新。线上向线下迁移时，公司将“效率”优势复制到线下，即建立“大联盟”，实现联盟工厂到联盟小店的快速连接，走“桃李+711”模式，通过快速响应提高效率，快速实现从工厂到消费者手中。线下高效来源于完善的供应链管理，从而实现对原料端、生产端、渠道端、消费端的高效把控。

（2）加注供应链、开拓新领域，大食品零售公司初具雏形

2020 年 3 月 20 日，公司公告拟投资 4.2 亿元设立 6 家子公司，涵盖采购、供应链、物流、科技等多个领域，子公司建成后公司供应链能力将逐步增强。2020 年 4 月 2 日，公司公告拟投资 4226 万元设立 4 家全资子公司，经营范围涉及快速食品、婴童食品、宠物食品、纪念品及工艺品销售等，子公司建成后公司经营范围将得到有效丰富。

大食品零售公司初具雏形。公司一方面加注硬件开发，提高公司供应链能力，为后续收入增长提供硬件支持；另一方面不断开拓新领域，丰富零售品类，收入规模有望上量，大食品零售公司雏形初现。

（3）未来展望：未来重规模轻利润，静待利润花开

收入端来说，未来三年公司仍以市占率为首要目标，一方面不断提高渗透率，另一方面不断增加品类，我们认为其销售额仍能保持 25%+的增速。同时线下注重投食店和松

鼠小店，线下将对收入有一定贡献，但占比不大，对增速贡献有限。

利润端来说，休闲零食同质化较严重，品类较多，我们预计未来毛利率提升较慢，公司主要通过打造爆品的方式，制造成本端规模优势，后低价促销用来引流，毛利率维持稳定，销售费用率缓慢降低。同时我们预计公司净利率缓慢提升，主要系营销费用等规模效应逐步显现。未来随着其他品类的注入，前期利润可能受到一定影响，后期将逐步贡献利润增量。

(4) 盈利预测与评级：维持公司“买入”评级

长期来看，公司加注供应链、开拓新领域，大食品零售公司初具雏形，我们预计收入端仍能保持 25%+ 的增速，预期未来毛利率稳定，净利率、周转率带动 ROE 缓慢提升。短期来看，疫情对线上影响较小，疫情对线下其他门店的影响可能有助于公司获取更多优势门店资源。

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 102 亿、132 亿、166 亿。我们按照 2020 年 2.5 倍 PS 估值，维持目标价至 80 元，维持公司“买入”评级。

(二) 良品铺子 (603719.SH)

(1) 源自线下紧抓线上，双线开花的零食龙头

良品铺子成立于 2006 年 8 月，总部位于湖北武汉，公司已构建“以门店终端、线上平台为核心”的全渠道销售网络。线下渠道，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局，截至 2019 年 6 月 30 日，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家。线上渠道，公司按照“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展原则，实现了线上渠道全面覆盖。

(2) 公司收入稳步增长，净利率持续提升，供应链管理能力较强

2015-2018 年，公司营业收入从 31 亿元增长至 74 亿元，CAGR 为 26.52%，归母扣非净利润从 0.32 亿元增长至 2.08 亿元，CAGR 为 85.88%。毛利率近年来维持在 32% 左右，处于行业中游，净利率持续上行，从 2016 年的 1.57% 提升至 2019H1 的 4.46%，同模式下仅次于三只松鼠。良品铺子收入和利润稳步增长来自公司较强的供应链管理和良好的品牌力。公司通过研发、采购、物流配送和运营等环节连接起上游供应商、下

游客户以及物流、销售平台等各类合作伙伴，同时经过持续的信息化建设和投入，实现核心业务的全系统化管理，最终形成了消费者体验与产品研发的良性闭环。

(3) 全渠道营销网络开拓，公司步入全国化新时代

公司计划将本次募资资金 4.2 亿元分别用于“全渠道营销网络建设项目”、“仓储与物流体系建设项目”、“良品信息系统数字化升级项目”以及“食品研发中心与检测中心改造升级项目”。公司线下门店布局集中在华中地区，其他地区相对薄弱，同时部分老店存在面积整体偏小、装修老旧等缺点，如能顺利完成本次募投项目，公司发展有望迈入新的阶段。

(4) 盈利预测：

休闲零食市场空间大，尚无全渠道龙头品牌。目前来看，休闲零食全渠道仍处于行业发展成长期，企业以跑马圈地占领市场为主。我们认为良品铺子线下起家，进军线上，跨渠道运作能力强，未来具有成为全渠道龙头品牌的潜力。我们预测公司 2019-2021 年度的营业收入分别为 77 亿、92 亿、113 亿元，实现净利润分别为 3.38 亿、4.13 亿、5.31 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.84 元、1.03 元、1.32 元。鉴于行业发展阶段和公司的核心竞争力，我们建议以 PS 进行估值，2020 年合理 PS 为 2-2.5 倍。结合我们对公司 2020 年业绩预测，合理估值区间为 46-57 元。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 20/04/09
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
300783	三只松鼠	买入	0.76	0.62	0.77	1.01	102.53	115.61	93.10	71.59	77.69
603719	良品铺子	增持	0.59	0.84	1.03	1.32	101.74	72.05	58.76	45.85	60.52

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。