

休闲食品产业：百舸争流

2020年5月19日

看好/维持

食品饮料 | 行业报告

分析师	张凯琳 电话：010-66554087 邮箱 zhangkailinmwz@163.com	执业证书编号：S1480518070001
分析师	娄倩 电话：010-66554008 邮箱 louqian@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519020001

投资摘要：

从历史发展进程与对标国外两个角度看，我国休闲食品行业目前处于高速增长期，居民人均消费水平的提升和产品、渠道、消费、技术的升级对行业发展提供有力支撑，需求端引导的行业爆发初露端倪。

- 从历史发展看，我国休闲食品产业是从食品工业分流而来，为满足消费者口腹之欲而诞生的新业态，经历5个发展阶段至今，形成成熟品类西化定局，增速趋缓，新兴本土品类成长红利犹在，市场分散，竞争激烈的局面。
- 从对标国外消费水平看，我国休闲食品人均消费量为日韩国家的60%左右，仅为欧美国家的20%左右，包装消费食品消费额更是只有欧美等国的1/10到1/8，休闲食品消费的差距较人均GDP等经济指标的差距更为落后，显示出巨大的行业增长空间。

目前我国休闲食品行业规模已超万亿，近5年复合增速达12%，在需求端的引导下，行业势必保持高速增长。

休闲食品行业生产模式分自建工厂与OEM代工两种，企业生产模式选择主要考量因素为产品制造工艺流程的复杂度和最大单品销量。

- 企业自建工厂进行生产，其生产基地选址需配合产品特点、商业模式，平衡工厂产能和配送条件等因素，生产基地布局与企业发展阶段相关，但总体来说全国性布局是趋势。
- OEM代工模式考验公司供应链管理能力和有效的信息系统构建保证产品品质和经营效率。

休闲食品行业销售模式基本覆盖全部零售业态，线下渠道规模大，占全部销售的87%左右，近五年CAGR约为10%，而线上渠道增速高，近5年CAGR高达22%，使得线上与线下融合发展成为新零售趋势。

- 线下渠道门店模式下细分行业特点以及采取直营或加盟的连锁模式是盈利能力的重要影响因素。
- 线下渠道传统商超模式下，公司渠道布局影响盈利能力。
- 线上电商模式下，企业主打产品本身影响企业盈利。
- 新零售模式下，渠道同时具有流量高和体验好的优势，终端触点广泛深入。

从子行业增速看，烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品增速快，2013-2018年CAGR分别为20%/12.8%/11%，而从行业集中度看，糖巧蜜饯、饼干和膨化食品较为集中，CR5分别为47.5%/30%/69.4%。子行业增速受供给和需求相互作用的影响。近年来，具有健康化、便利化，或符合本土消费者口味需求的子行业发展时点晚，市场培养时间长，标准化程度低，消费者需求变动迅速，因此高增速低集中度，而标准化程度高的子行业配合外国巨头推广策略与渠道布局表现出低增速高集中度的特点。

休闲食品行业未来发展方向将是“第四餐化”，产品品类出现大单品和全品类共同发展的融合，渠道趋向线上线下的融合。健康化、便利化的发展趋势使得休闲食品作为“第四餐”深入更多消费场景。需求端的多样化衍生出相关产品与渠道趋势：

- “单品王”策略力争核心单品龙头宝座，再凭借品牌优势拓展关联品类，而“百宝箱”策略全品类延伸同时寻找并培育优势品类，优势单品反作用带动其他品类增长。
- 消费升级背景下线上线下协同发展是大势所趋，为消费者提供一套多触点、便捷化的多场景购物解决方案，增强消费者购物体验。

风险提示：宏观经济走弱、原材料价格上涨、食品安全问题。

目 录

1. 渠道和技术升级推动我国休闲食品产业变革	4
2. 消费升级推动休闲食品行业快速发展	5
2.1 产业消费由供给主导转为需求主导	5
2.2 产业每年保持两位数以上快速增长	5
2.3 我国休闲食品人均消费量与国外仍有一定差距	6
2.4 我国居民人均可支配收入不断提高为产业增长提供必要支撑	7
3. 休闲食品企业生产模式与销售模式各不相同	8
3.1 生产模式自建工厂与 OEM 代工并存	8
3.2 产业链下游零售业态基本全覆盖	9
4. 不同子行业增速与竞争格局各不相同	10
4.1 行业红利下烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品增速快	10
4.2 成熟西化品类市场集中，新兴本土品类市场分散	12
5. 产业向“第四餐化”演变	16
5.1 产业未来向健康化、便利化和深入更多消费场景演变	16
5.2 产品全品类和大单品融合发展，渠道线上线下协同作用	16
6. 风险提示	18

插图目录

图 1： 我国休闲食品产业发展动力	5
图 2： 我国休闲食品规模超万亿	6
图 3： 我国休闲食品人均消费量(kg)上升空间大	6
图 4： 我国烘焙糕点人均消费量(kg)上升空间大	6
图 5： 我国坚果人均消费量(g)上升空间大	7
图 6： 我国包装休闲食品上升空间大	7
图 7： 我国城镇居民收入稳步递增	7
图 8： 我国居民人均可支配收入 2013-2018 年复合增速快	8
图 9： 休闲食品产业链	8
图 10： 休闲食品产业链下游渠道的特点	10
图 11： 烘焙糕点为休闲食品行业第一大品类	11
图 12： 我国休闲食品分品类规模及增速	11
图 13： 各子品类 CR5 集中度不一	12
图 14： 我国糖巧蜜饯市场集中于外企糖果巨头	13
图 15： 我国饼干市场 CR5 为 30%	13
图 16： 我国膨化食品市场集中	14
图 17： 我国烘焙糕点市场高度分散	14
图 18： 我国坚果炒货市场分散	15
图 19： 我国休闲卤制品市场分散	15

图 20: 线上线下协同作用的多场景、多触点渠道17

表格目录

表 1: 我国休闲食品行业发展简史4

表 2: 休闲食品产业自建工厂模式代表企业基本情况9

表 3: 代表性休闲食品企业的消费终端触点10

表 4: 我国休闲食品企业主要模式16

表 5: 本土基因企业大单品量级和市场份额17

1. 渠道和技术升级推动我国休闲食品产业变革

我国休闲食品产业是从食品工业分流而来，在告别物资匮乏年代，工业化水平不断提高，消费由供给驱动转向需求驱动背景下，居民对食物的需求也从基本的温饱需求过渡到口腹之欲，休闲食品作为正餐之外的补充，呈现“第四餐化”的特点。休闲食品的发展历经五个发展阶段：

- **1978-1992年，休闲食品觉醒。**随着改革开放，生活越来越富裕，食品工业供给端品类增多，成为满足温饱之外的饮食需求。该时期行业发展较粗放，质量参差不齐，常无产品包装，渠道以国营百货和个体零售为主。
- **1992-1999年，外资休闲食品龙头布局中国市场。**从1992年开始，在招商引资的浪潮下，以雀巢、卡夫、百事等为代表的海外休闲食品巨头纷纷来华。产品以谷类膨化食品、糖果巧克力为主，成为当时时尚的休闲食品，渠道以连锁超市为主。
- **2000-2010年，本土品类兴起。**随着中国加入WTO，经济水平得到大幅提升，消费者多元化需求亟待满足，大量本土企业开始兴起。该阶段坚果炒货和烘焙糕点开始充斥市场，“辣味”卤制品兴起。渠道仍以线下商超为主。
- **2011-2016年，互联网品牌化开始。**电商崛起打破经营时间和空间的限制，物流、冷链技术发展成熟，为渠道流通提供支持，品类更加丰富。
- **2016年至今，健康化特征凸显，新零售推动渠道变革。**随着生活水平的提高，消费者越来越重视健康，越来越重视产品的品质，口碑良好休闲食品的品牌得到大众的认可，像三只松鼠、百草味、盐津铺子、桃李面包等一些休闲食品的品牌开始兴起。“新零售”趋势下企业不再局限于单一零售渠道，而是普遍重视线上线下协同发展。

表1：我国休闲食品行业发展简史

	第一阶段 (1978-1989)	第二阶段 (1990-1999)	第三阶段 (2000-2010)	第四阶段 (2010-2016)	第五阶段 (2016至今)
主要特征	本土企业为主 无包装为主	内外资同台争艳，外 企大单品渗透	本土企业发力与外 企差异竞争	本土企业变道追赶， 挤压舶来品	成熟品类西化定局，新 兴本土品类市场分散， 线上线下渠道逐渐打通
主要品类	饼干、糖巧	饼干、糖巧、膨化食 品	饼干、糖巧蜜饯、 膨化食品、坚果炒 货、烘焙糕点（长 保）	饼干、糖巧蜜饯、膨 化食品、坚果炒货、 烘焙糕点、休闲卤制 品	饼干、糖巧蜜饯、膨化 食品、坚果炒货、烘焙 糕点、休闲卤制品
渠道特征	个体零售为主	个体零售为主	传统商超主导	线下商超主导 食品电商崛起	线下商超主导 新零售概念风起
主驱动力	居民消费水平	居民消费水平 招商引资浪潮	工业发展 居民消费水平	技术：移动互联网、 物流、冷链技术 消费升级萌芽	消费升级 居民消费水平

代表
企业

冠生园(大白兔)

雀巢、卡夫、百事、
旺旺、上好佳等

洽洽、盐津铺子、
绝味、桃李面包、
好想你等

周黑鸭、达利食品、
好想你、百草味等

良品铺子、来伊份、三
只松鼠

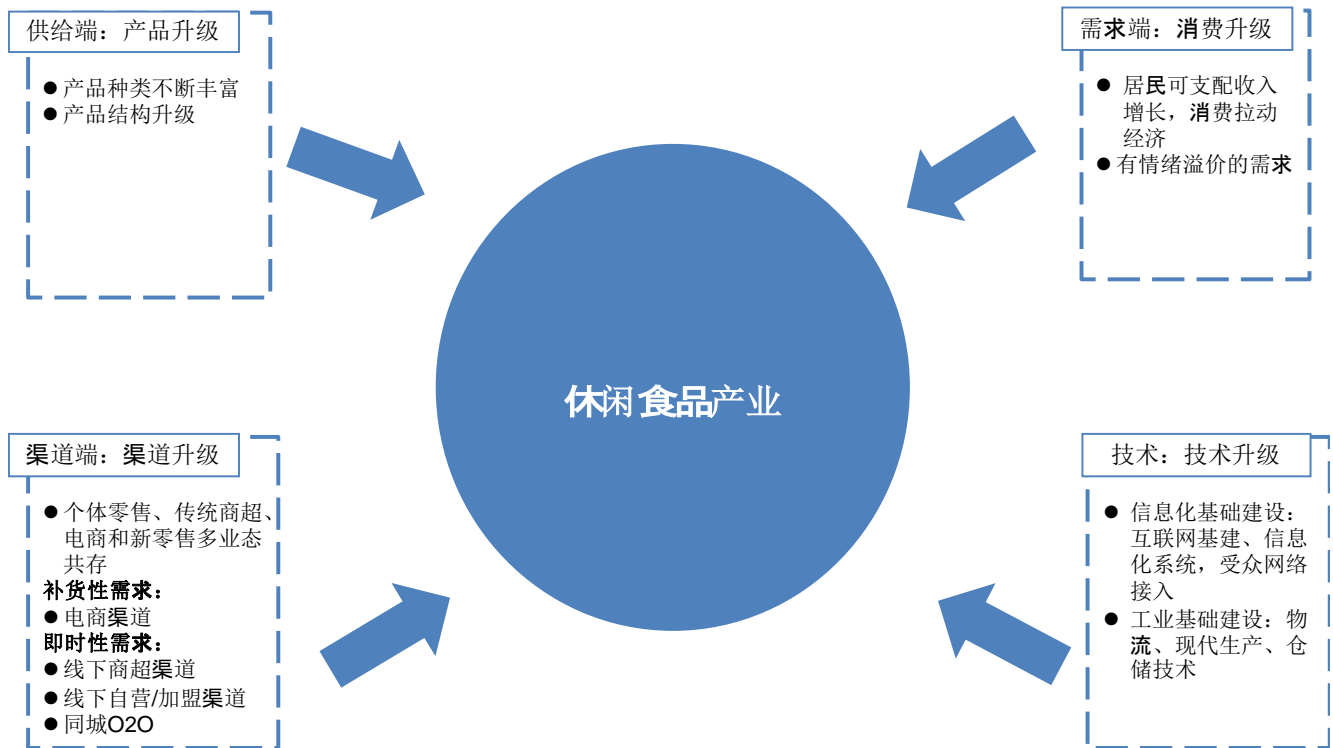
资料来源：东兴证券研究所

2. 消费升级推动休闲食品行业快速发展

2.1 产业消费由供给主导转为需求主导

从行业整体来看，供给、需求、渠道和技术升级合力推动产业发展。在建国之初，改革开放前期，物资相对匮乏，居民消费由供给主导，且受政策限制，食品主要流通渠道为国营菜场和供销社。随着改革开放，需求端居民生活水平向好，技术升级为产品升级和渠道升级提供现实基础，食品消费逐渐从由供给主导转变为需求主导，我国电商零售的崛起更是促进休闲食品产业需求的爆发。

图1：我国休闲食品产业发展动力

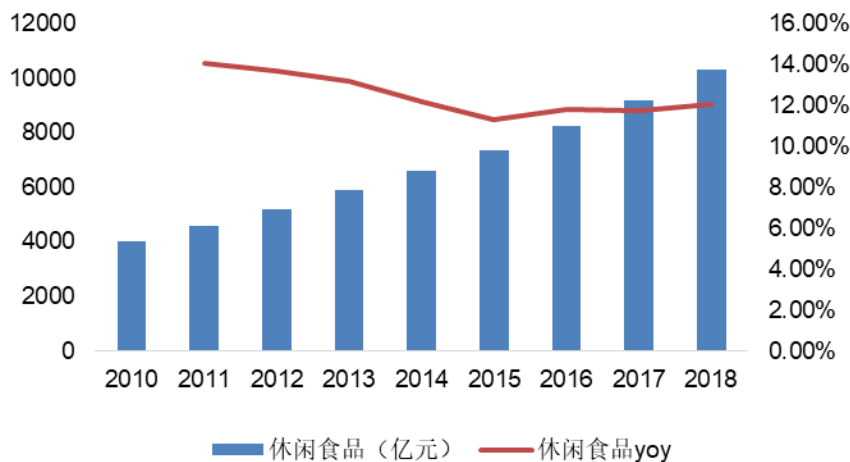


资料来源：东兴证券研究所

2.2 产业每年保持两位数以上快速增长

我国休闲食品产业本土化 21 世纪初起步，目前尚处行业红利期。随着居民收入水平稳步增长，互联网和物流、冷链技术日趋完善及工业水平日渐升高，产业在食品工业增长背景下亦借力发展，根据 Frost&Sullivan 测算，2018 年我国休闲食品行业规模已超万亿，2013-2018 年复合增长率近 12%，增长较快。

图2：我国休闲食品规模超万亿

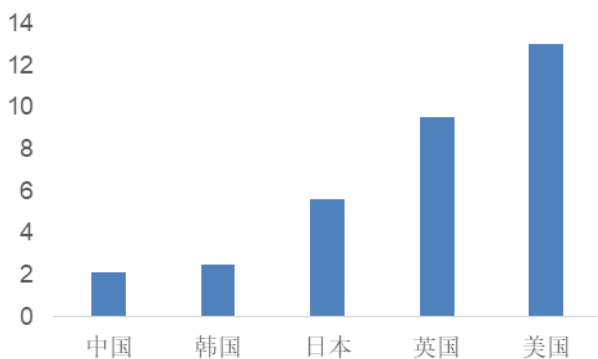


资料来源：Frost&Sullivan，东兴证券研究所

2.3 我国休闲食品人均消费量与国外仍有一定差距

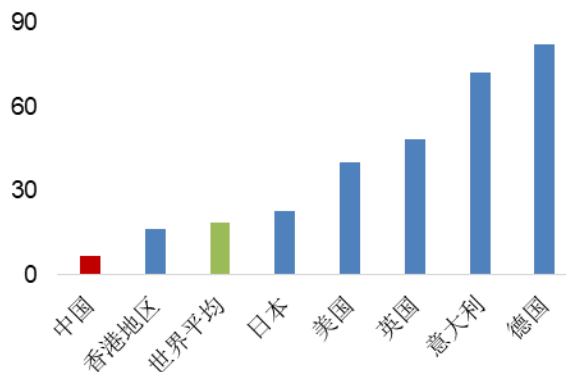
我国休闲食品人均消费量与发达国家仍存在较大差距，且在烘焙糕点、坚果炒货细分品类中差距尤甚。根据弗利沙文统计数据，我国休闲食品人均消费量为 2.15kg/年，远不及英美等发达国家水平，市场规模存有较大空间。我国烘焙糕点人均消费量 6.9kg/年，低于世界平均水平，坚果各子品种人均消费了亦低于全球均值，对比美国更是难以望其项背，我国休闲食品潜在市场巨大。

图3：我国休闲食品人均消费量(kg)上升空间大



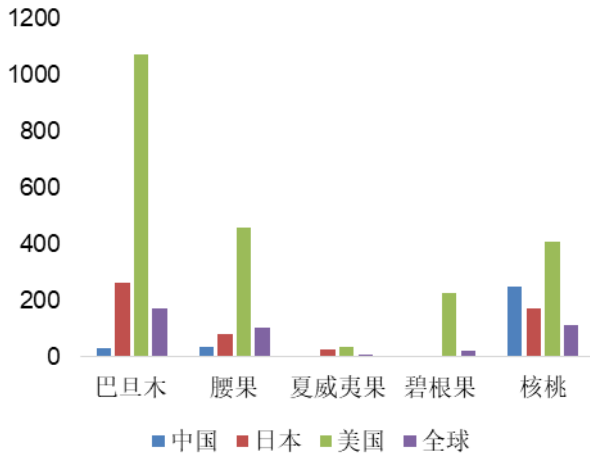
资料来源：Frost&Sullivan，东兴证券研究所整理

图4：我国烘焙糕点人均消费量(kg)上升空间大



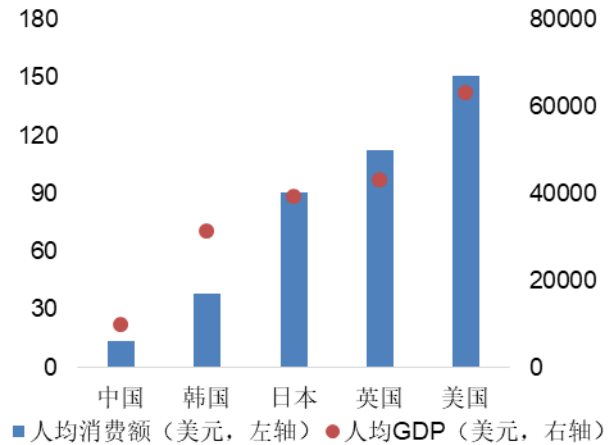
资料来源：中国产业研究院，东兴证券研究所整理

图5：我国坚果人均消费量(g)上升空间大



资料来源：INC，东兴证券研究所整理

图6：我国包装休闲食品上升空间大

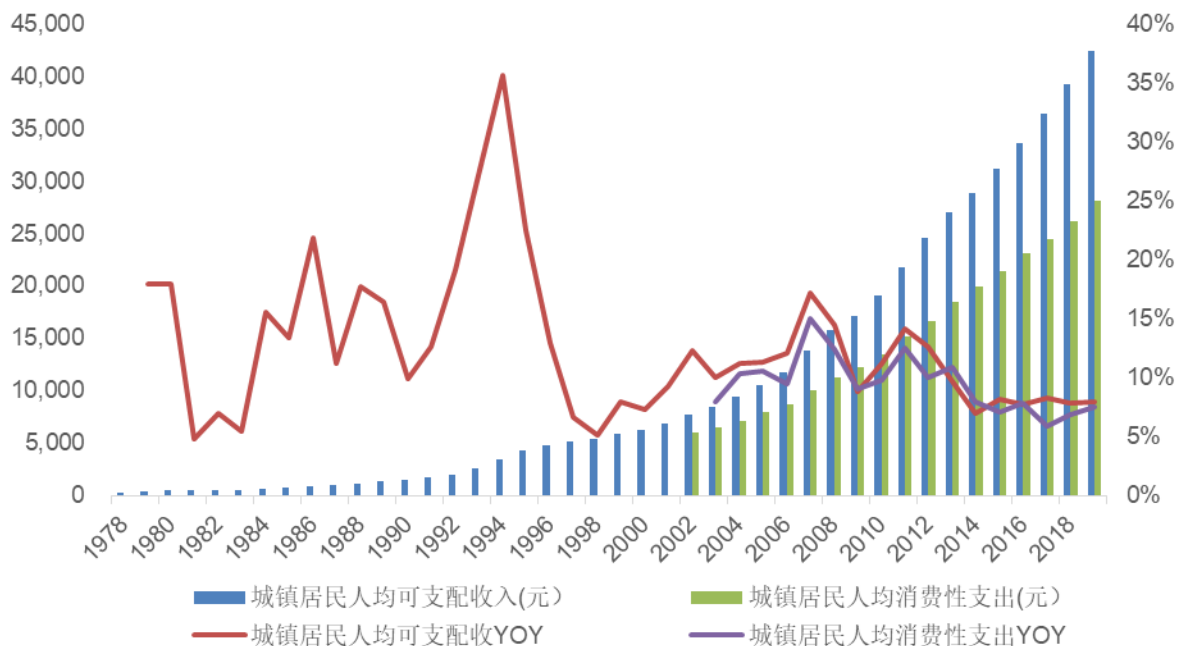


资料来源：Wind，东兴证券研究所整理

2.4 我国居民人均可支配收入不断提高为产业增长提供必要支撑

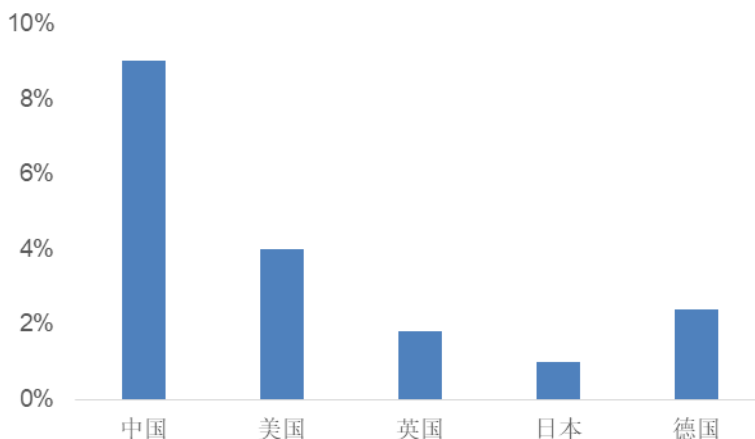
首先我国居民人均可支配收入以高于主要发达国家的增速稳步增长，构成消费的基础。参考美日人均 GDP 达到 1 万美元/年水平时均迎来消费量增长高位，我国人均 GDP 增长至近万美元，或将迎来消费拐点。其次将我国休闲食品消费额与发达国家对比，差距较消费量更大。根据 Euromonitor 统计数据，2018 年我国人均消费额为 13.58 美元，从消费量来说美国人均消费量为我国 6 倍，而消费额则在此基础上还要翻倍，价增潜力较大。

图7：我国城镇居民收入稳步递增



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图8：我国居民人均可支配收入 2013-2018 年复合增速快



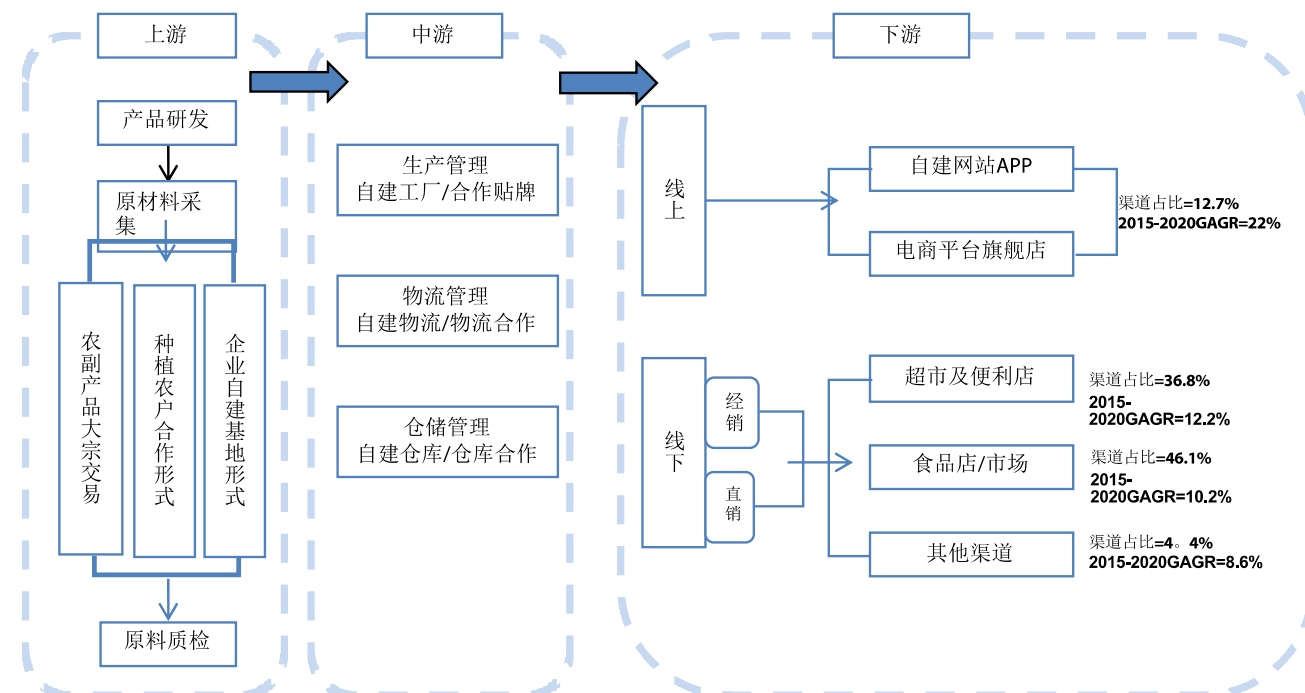
资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. 休闲食品企业生产模式与销售模式各不相同

3.1 生产模式自建工厂与 OEM 代工并存

休闲食品产业链上游多以休闲食品企业研发撬动原材料采购，中游为生产和物流仓储流程，下游对接各种消费终端，不同企业在产业链各环节参与程度不同，经营模式不同，因此存在多样的商业模式。

图9：休闲食品产业链



资料来源：东兴证券研究所整理

企业对生产模式选择优先考虑产品制造工艺流程的复杂度和大单品销量。一方面，若生产工艺复杂，生产成本高、风险较大，或存在较高制造商进入门槛时，企业被动选择自建工厂生产。另一方面，若某一单品销量高、营收多则建厂进行自主生产将产生规模经济，提升企业效益。以休闲卤制品为例，其生产工艺较复杂，且收入以禽类肉制品为主，因此更倾向于自建工厂生产。

表2：休闲食品产业自建工厂模式代表企业基本情况

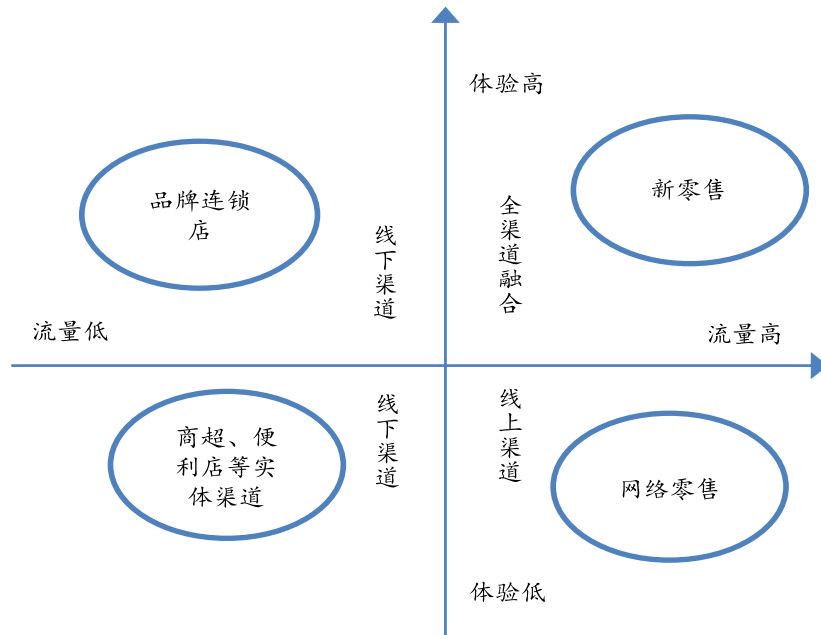
	雀巢	旺旺	达利食品	桃李面包	绝味食品	良品铺子	三只松鼠
产品品类	多	多	多	短保面包为核心	鸭脖为核心	多	多
产品一般质保期	咖啡 36 个月、奶粉 12 个月	9 个月（米果、休闲食品）	6 个月（烘焙糕点）	7 天（短保面包）	3 天（卤制品）	6-12 个月（零食）	9 个月（坚果果干）
自有生产基地+OEM 供应商	全球 440，中国 34	35	17	17	19	1+612 家供应商	0+420 家供应商
工厂覆盖区域	集中分布于大型城市周边	除少数省份外基本覆盖全国	集中于南方省份，加速布局北方	集中分布于北方地区，加紧布局南方	集中分布于华中华南	仅一家收购子公司有生产品线	无

资料来源：东兴证券研究所整理

3.2 产业链下游零售业态基本全覆盖

渠道端产业链下游基本覆盖全部零售业态，分传统线下模式、连锁经营模式、线上电商模式和新零售模式 4 种模式。线下渠道发展带有明显的时代背景特征，销售终端规模化、标准化的趋势带动休闲食品企业渠道结构的变化。线上渠道的发展则得益于互联网红利下电商品台和快递物流业的爆发式增长。而新兴的新零售模式强调将线上线下全渠道进行融合，消费终端触点不断拓展。

图10：休闲食品产业链下游渠道的特点



资料来源：商务部《消费升级背景下零食行业发展报告》，东兴证券研究所

表3：代表性休闲食品企业的消费终端触点

	良品铺子	三只松鼠	绝味食品	桃李面包	旺旺	雀巢	达利
商超				√	√	√	√
便利店				√	√	√	√
规模化门店	√	(正在布局)	√				
电商平台自营店	√	√	√	√	√	√	√
自营线上商城	√						
自营APP	√	√	√(店POS)				

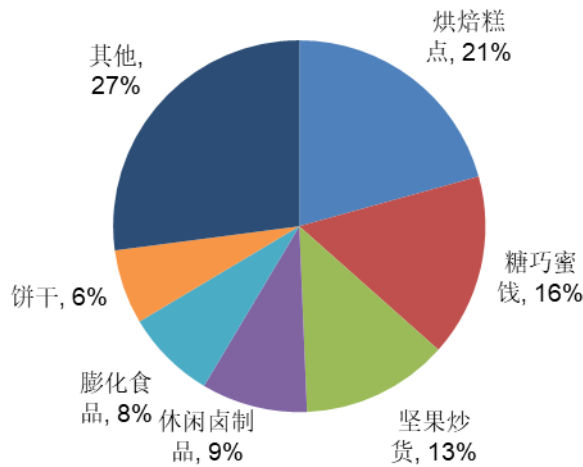
资料来源：亿欧智库，东兴证券研究所

4. 不同子行业增速与竞争格局各不相同

4.1 行业红利下烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品增速快

休闲食品目前主要包括糖巧蜜饯、饼干、膨化食品、烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品六大类别，烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品保持快速增长。其中糖巧蜜饯、饼干、膨化食品占产业规模半壁江山。

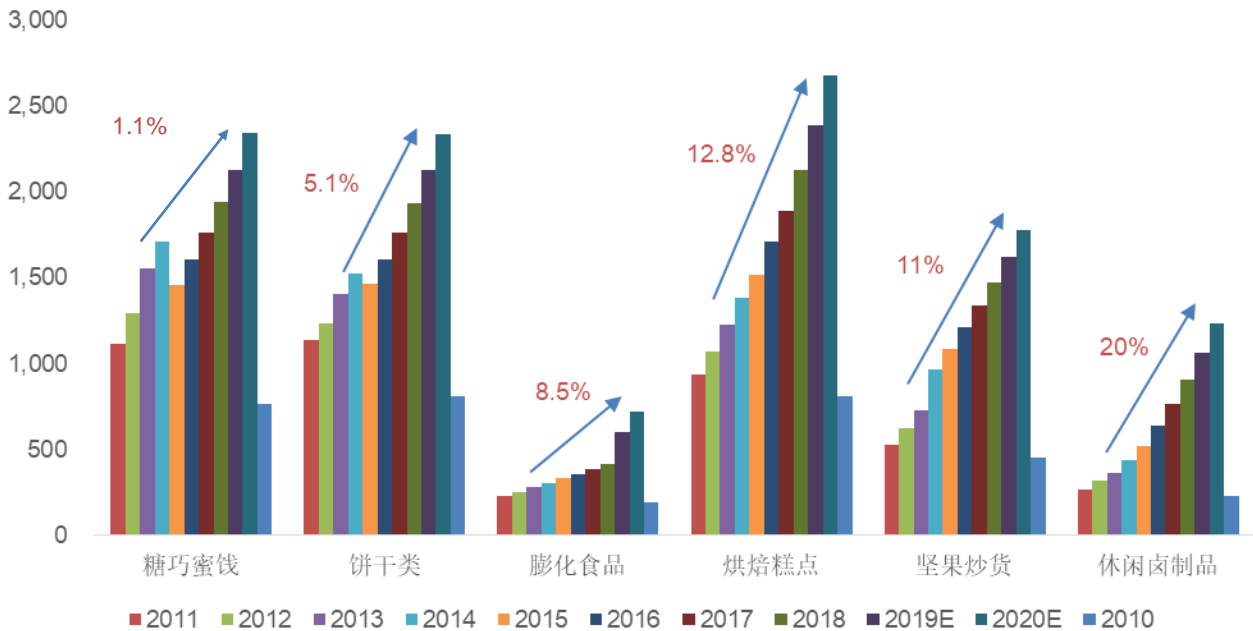
图11：烘焙糕点为休闲食品行业第一大品类



资料来源：Frost&Sullivan，东兴证券研究所整理

从子行业年复合增速来看，烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品增速最快。2013-2018 年前三者年复合增长率分别为 20%/12.8%/11%，膨化食品、饼干、糖巧蜜饯年复合增长率分别为 8.5%/5.1%/1.1%。

图12：我国休闲食品分品类规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，亿欧智库，东兴证券研究所整理

供给和需求相互影响是各品类增速不一的根本原因。

1) 消费升级下，消费由最初的基本物质需求转变为有情绪溢价的需求，健康化、便利化以及看重消费体验是该需求的具体表现。

- 发展较早的糖巧蜜饯、饼干与膨化食品由外企引入中国，该品类已步入成熟期，品类渗透率高，高糖高油类零食受健康化需求约束，需求端上行空间收窄。
- 烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品本土属性较强，该品类内部产品升级契合消费需求。**烘焙糕点**：便利化推动烘焙糕点成为代餐选择，健康化驱动消费由长保向短保升级。**坚果炒货**：炒货适应中国口味，坚果自带健康属性。我国人均坚果消费远低于欧美国家，中商产业研究院估算我国人均坚果消费仅为美国的 3.2%，上升空间广阔。**休闲卤制品**：本土特色休闲零食，“辣”味文化更具消费粘性，饮食文化壁垒与供应链壁垒使外资进入难。

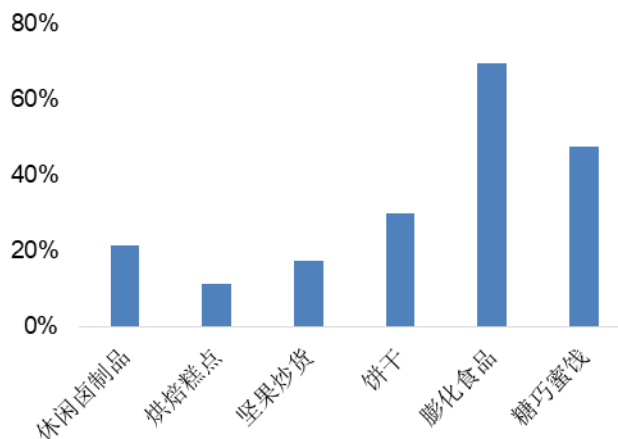
2) 渠道端业态增速不一，影响其上游产业。

- 外资品牌多以传统零售渠道为主，而随着电商崛起和新零售布局，传统渠道增速放缓。
- 本土品类借助本土地域优势，线上线下新零售全渠道布局，终端触点较多，对冲传统线下渠道的衰退。

4.2 成熟西化品类市场集中，新兴本土品类市场分散

从子行业竞争格局来看，糖巧蜜饯、饼干和膨化食品集中度高，CR5 分别为 47.5%/30%/69.4%，烘焙糕点、坚果炒货和休闲卤制品集中度低，CR5 分别为 11.3%/17.2%/21.4%。

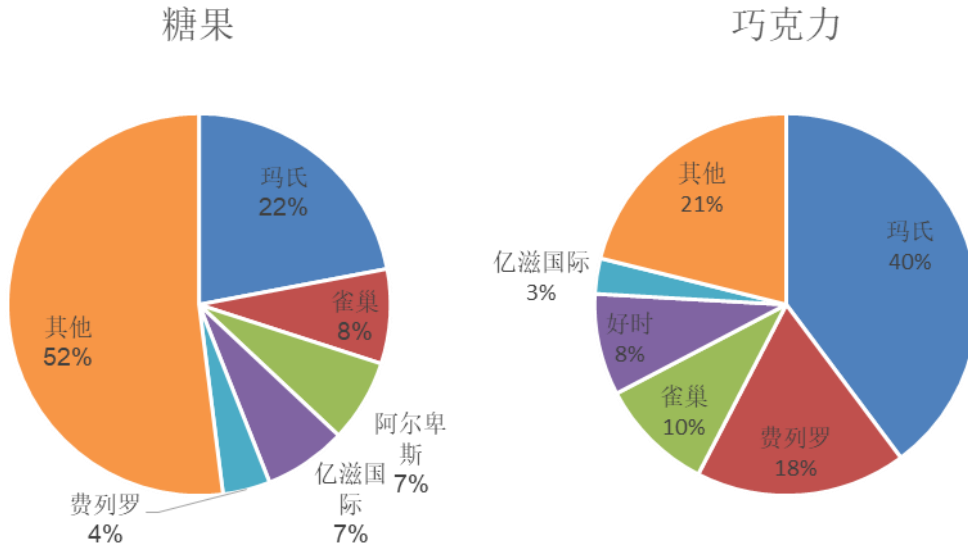
图13：各子品类 CR5 集中度不一



资料来源：Frost&Sullivan，东兴证券研究所整理

糖巧蜜饯市场集中，国际糖果巨头占据大半江山。2018 年糖巧蜜饯行业市场规模达 1636 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 1.1%，增速明显放缓。子行业 CR5 为 47.5%，其中玛氏在糖果和巧克力子品类中均市占第一，远高于行业第二名。

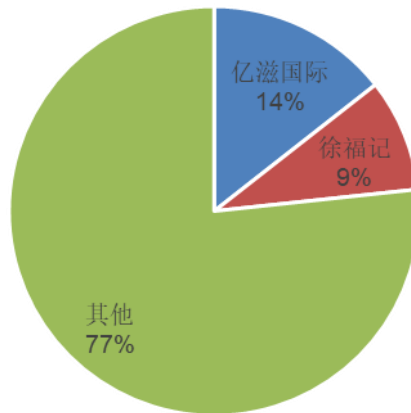
图14：我国糖巧蜜饯市场集中于外企糖果巨头



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所整理

饼干市场亿滋位列第一，CR5 为 30%。饼干作为最原始副食品类，“饱腹性”有余而“休闲性”不足，2013 年-2018 年 CAGR 为 5.1%，增速趋缓。子行业 CR5 为 30%，其中亿滋凭借百年品牌“奥利奥”饼干位列第一。

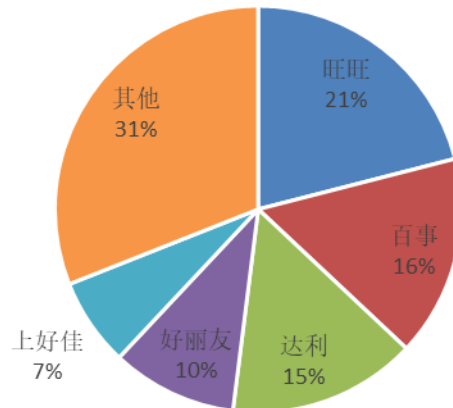
图15：我国饼干市场 CR5 为 30%



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所整理

膨化食品市场集中，早布局者抢占先机。2018 年膨化食品市场规模达 854 亿，2013-2018 年 CAGR 为 8.5%，增速亦有所放缓。子行业 CR5 为 69.4%，行业集中度较高，形成进入壁垒。旺旺以米果产品为主，百事旗下乐事薯片在国内薯片市占第一。

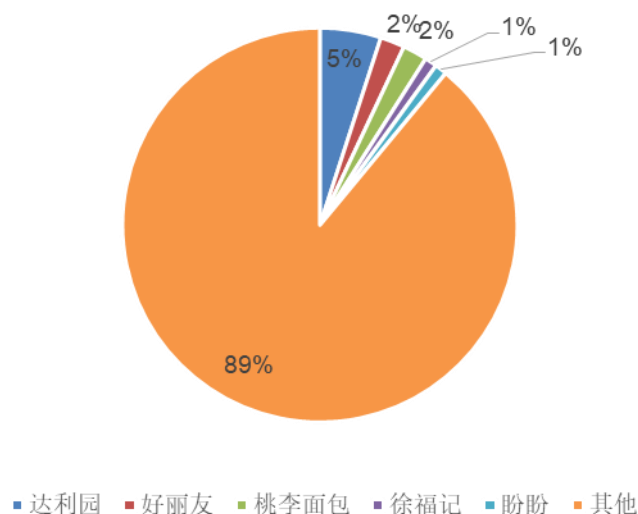
图16：我国膨化食品市场集中



资料来源：前瞻产业研究院，Forcast,东兴证券研究所整理

烘焙糕点市场高度分散,增速较快。烘焙糕点是由外资打开市场，本土企业借助对国人消费需求的敏感嗅觉以及深度的本地化生产、运输、配送和销售网络优势成为主导力量。由于行业进入门槛低，契合健康化和便利化的消费升级趋势，且产品口感普适性较强，目前烘焙糕点成为休闲食品第一大品类，2018年规模达2130亿元，呈现量价齐升的特点。2013-2018年其CAGR为12.8%，未来随着健康化+代餐化趋势预计短保面包有望高增。行业CR5为11%，且高度分散。

图17：我国烘焙糕点市场高度分散

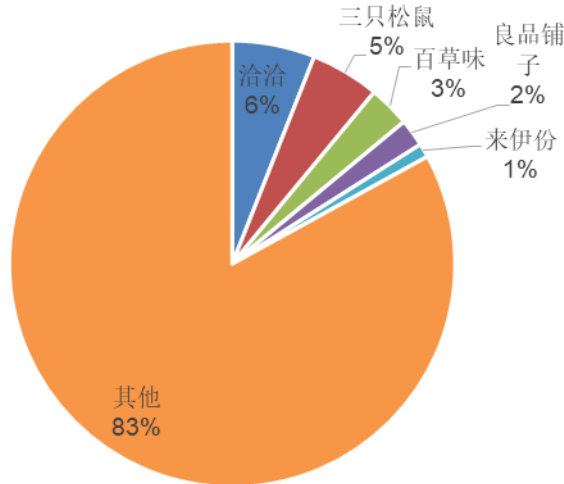


资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所整理

坚果炒货市场分散，外生树坚果正在替代本土传统炒货瓜子。我国传统坚果炒货发展早，规模大但品牌化低，早期以种子类坚果为主，代表企业为洽洽。由于树坚果自带健康属性，随着锁鲜技术等生产工艺日臻完善，

且产品同质化较高进入门槛低，坚果份额上升。2013-2015 年其 CAGR 为 11%，CR5 为 17.2%，市场集中度不高。其中互联网品牌三只松鼠凭借优势坚果品类而为消费者熟知。

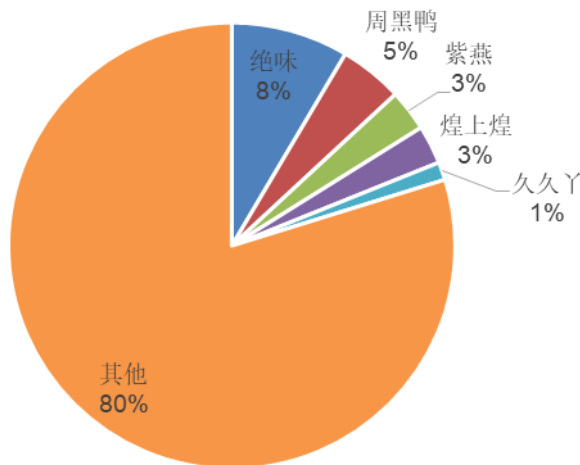
图18：我国坚果炒货市场分散



资料来源：Frost&Sullivan，东兴证券研究所整理

休闲卤制品市场分散，饮食文化壁垒和供应链壁垒下本土企业绝对主导。休闲卤制品是本土化特色极强的品类，中国传统饮食“辣味”文化由来已久，随着川菜全国化带动辣味风靡，传统卤味店品牌化、休闲属性增强，本土供应链壁垒和文化壁垒使外企难以进入。2013-2018 其 CAGR 为 20%，增速最快，CR5 为 20.2%，市场较分散。其中绝味食品凭借全城冷链日配和近万线下直营+加盟店规模优势位列第一。

图19：我国休闲卤制品市场分散



资料来源：Frost&Sullivan，东兴证券研究所整理

推广策略和布局先后是市场集中度的主要影响因素。

- 1) 糖巧蜜饯、饼干与膨化食品发展较早，外资品牌在 90 年代由外资企业依赖大单品策略取得先机，在流量集中的传媒背景下，消费者培育周期短，迅速攻城掠地，取得大部分市场份额，格局易守难攻，未来集中度继续提升的空间较小。
- 2) 烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品作为本土化品类在新纪元才开始起步或本土化，移动互联网的发展使流量逐渐碎片化，且随着产品品类可选范围增大，消费者培育需要更高的费用和时间，目前还处在龙头跑马圈地阶段，市场分散，未来集中空间大。

5. 产业向“第四餐化”演变

5.1 产业未来向健康化、便利化和深入更多消费场景演变

未来休闲食品产品边界不断扩大，“第四餐”概念的实现决定产业规模与发展方向。据亿欧智库估计，未来 10-15 年，休闲食品的消费支出有望占全部食品支出的 20%。随着休闲食品产业的持续增长，加剧的竞争格局要求休闲食品产品占领更多的消费场景：

- **代餐场景：**休闲食品健康化的发展使产品营养更加均衡，方便的食用方法适合现代人忙碌的生活节奏。
- **旅游场景：**休闲食品易于携带的特性使得其成为旅游途中或野外出行的绝佳餐食
- **IP 化场景：**越来越多的休闲食品企业品牌 IP 化，使产业出现高端礼盒产品或延伸至 IP 周边产业。
- **特殊人群场景：**针对老年人、乳糖不耐受人群等特殊群体的产品层出不穷，未来品类有望据此不断细分。

5.2 产品全品类和大单品融合发展，渠道线上线下协同作用

根据休闲零食上中下游产业链介入深度来看，我国本土休闲食品企业主要为两种：百宝箱型、单品王型。目前产业玩家松鼠良品等均采取百宝箱型，即依靠产品和渠道多元化战略来开疆拓土。绝味桃李等则为单品王型，主要依靠大单品战略角逐细分品类龙头之位。行业整体竞争激烈，龙头效应不明显。

表4：我国休闲食品企业主要模式

	上游	中游	下游	特征
百宝箱型	偏重	偏轻	重	主要依靠产品和渠道多元化战略。 重视整体产品与服务质量，通过高程度参与全产业链、强质检倒逼上中下游的方式，向市场输出价格高、品质高的产品。企业代表：良品铺子、三只松鼠、来伊份等
单品王型	重	重	重	主要依靠大单品战略。 通常从事复杂的休闲零食生产，为保障质量，需要对全产业链进行强力把控。重资产模式一定程度限制品类扩展。代表企业：绝味食品、周黑鸭、桃李面包等

资料来源：亿欧智库，东兴证券研究所整理

1) 品类趋势：百宝箱型全品类大单品同步推进，单品王型打造关联产品矩阵

- **百宝箱型**：全品类延伸同时寻找并培育优势品类，优势单品反作用带动其他品类增长。百宝箱企业普遍在电商红利期起家，一开始即采用全品类策略。产品同质化高，进入壁垒低，消费忠诚度低，这是该类企业掣肘所在。而以大单品策略起家的企业一般注重核心单品的培养。新兴品类单品量价空间有余，整合度较高，培育优质单品可以增强消费者粘性，从而带动其他品类增长。
- **单品王型**：先力争核心单品龙头宝座，再凭借品牌优势拓展关联品类。单品王企业多采用大单品策略起家，销售渠道也以传统零售渠道为主。在其前期积累下经销网络优势和品牌力，以及重资产商业模式背景下，持续培育大单品争做行业老大以加强品牌效应，再借助品牌效应向关联品类延伸是主要趋势。

表5：本土基因企业大单品量级和市场份额

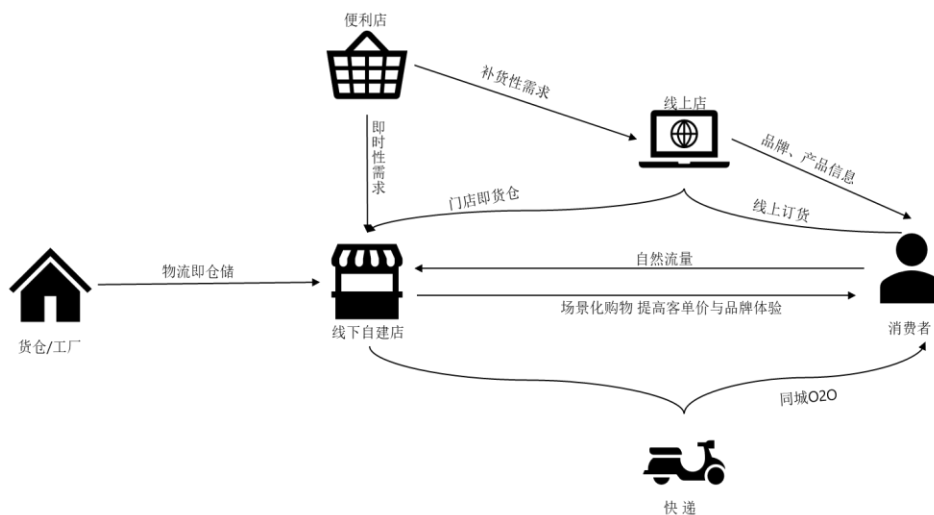
单品名称	市场排名	企业名称	规模	市占率	良品铺子	松鼠	来伊份
糕点	1	达利	62 亿	4.4%	糕点糖果 10 亿	零食 24 亿	糕点膨化 6 亿
休闲卤制	1	绝味	42 亿	4.6%	肉类零食 12 亿	——	肉类零食 12 亿
薯片	3	达利	25 亿	9.1%	——	——	——
	4	上好佳	8 亿	3%	——	——	——
饼干	2	达利	16 亿	4.9%	——	——	——

资料来源：Wind，东兴证券研究所整理

2) 渠道趋势：线上线下协同作用

消费升级恰逢新零售，线上线下协同发展大势所趋。我国零售业前有传统线下零售营业时间空间皆受限之旧疾，而后有电商线上红利的衰减之时弊，“新零售”兴起，为消费者提供一套多触点、便捷化的多场景购物解决方案，为休闲食品企业带来机遇。消费升级驱动下，消费者追求更好的消费体验，线下场景体验是重要组成部分。目前我国休闲食品企业普遍重视线上线下双渠道，并积极探索自营渠道。休闲食品具有即时消费性，能够在高场景化的线下渠道得到满足，提升转化率和客单价；线上购物具有时间和空间双重便捷性，从而满足消费者“补货性”消费需求。

图20：线上线下协同作用的多场景、多触点渠道



资料来源：东兴证券研究所整理

6. 风险提示

宏观经济走弱：若宏观经济走弱或不达预期，将影响消费者消费意愿和消费能力，造成需求疲软，进而企业不得不加大费用政策，影响企业盈利。

原材料价格上涨：原材料价格短期上涨幅度较大，企业难以向消费终端传导，压制利润。

食品安全问题：食品安全问题将显著影响消费者意愿。

分析师简介

分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究，现任大消费组组长。

分析师简介

分析师：姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526