

本报告的主要看点:

1. 从市场环境解读消费升级的趋势，以及同质化竞争下企业的突破口。
2. 从产业链结构入手，分析企业的产业链模式，以及未来转型的方向。

消费升级决定需求趋势，产业链改革提升效率

基本结论

- **从市场环境解读行业趋势** 1) 行业规模稳步上升，仍有扩容空间。休闲食品行业已有万亿规模，近几年 CAGR 保持在 10% 以上。且我国休闲食品的人均消费量和消费习惯相似的日韩相比仍有较大差距，具备巨大的提升空间。2) 需求端消费升级趋势不变。购买休闲零食的主力人群是年轻的白领人士。这部分收入稳定的年轻人群重视产品品质，对品牌有认可度和忠诚度，是消费升级的驱动人群。细分品类中，休闲卤制品、烘焙糕点和坚果炒货的规模增速最快，2013-2018 年的 CAGR 分别是 20.0%、12.8% 和 11.0%。3) 同质化严重，创新和差异化发展是突破口。创新包括产品和营销创新，产品创新的目的是满足消费者的好奇心，以及提升消费者的购物体验。营销创新重在传递品牌价值和情感寓意，引起消费者的情感共鸣。从品牌文化层面形成差异化形象也是突破口，比如松鼠的大 IP 战略，良品的高端战略。
- **从内部产业链解读行业趋势** 1) 产业链存在转型趋势。快消行业中，产品质量、性价比、营销手段是三大基石。缺少任一因素都容易在激烈竞争中掉队，存在短板的企业开始在逐步转型，比如三只松鼠开始注重品质提升，盐津铺子开始注重提升品牌形象。2) 涉足中上游，加强供应链管理。其一可以提升自己在上游、中游的话语权，增加对产品品质的把控；其二供应链管理能力的提升也意味着运营效率的提高，可降低成本和费用；其三可以提高产品周转效率，迅速响应下游消费者的需求。3) 产业链下游，线上线下融合成为行业共识。线上渠道和线下渠道各有优劣势，全渠道布局可以形成互补效应。4) 数字化转型，助力高效供应链和智慧营销。高效周转的供应链系统需要有信息化技术支撑。通过全系统的一体化整合，可利用大数据进行分析、预测和计划，实时掌握库存和运输的情况，优化货物的周转效率。还可充分挖掘消费者信息，进行精准营销和定制化服务，实现智慧营销。
- **结合行业趋势把握三条投资主线：** 1) 全品类赛道，看好具备品牌力、运营能力强、新零售转型布局在行业前列的公司，比如良品铺子。在同业中良品是全品全渠道发展最为均衡的公司，且新零售布局已经成型，在同业中也处于领先水平。此外公司的高端形象已经塑造成功，形成差异化优势。2) 看好有良好基础和优势，某些环节落后的公司的转型，具备边际改善效应，比如三只松鼠和来伊份。两者均具备一定的优势，三只松鼠已是线上龙头，来伊份在华东地区具备良好品牌力；两者的全渠道布局均存在短板，目前松鼠开始大力进军线下，来伊份放开加盟业务以期在华东地区以外快速扩张，同时也积极开拓线上渠道；新渠道的布局可成为新的赢利点。3) 单品类赛道，看好行业扩容空间广阔，具备品牌力和领先优势的龙头公司，比如绝味食品。通过加盟业务率先完成全国化扩张，利用规模效应压缩成本，盈利能力明显优于竞争对手，形成了自己的护城河。
- **推荐标的：** 良品铺子、三只松鼠、来伊份、绝味食品。

风险提示

- 宏观经济波动的风险/行业竞争加剧的风险/食品安全风险

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

内容目录

一、从市场环境解读行业趋势.....	4
1.1 行业规模稳步扩张，空间广阔.....	4
1.2 主力购买人群驱动消费升级，消费需求决定市场趋势.....	4
1.3 同质化竞争激烈，结合消费趋势的创新和差异化发展是突破口.....	8
二、从内部产业链解读行业发展趋势.....	10
2.1 休闲食品行业产业链分析.....	10
2.2 参与产业链中上游，加强供应链管理.....	11
2.3 产业链下游，线上线下融合势在必行.....	12
2.4 信息化技术助力高效供应链和智慧营销.....	14
三、重点公司推荐：结合行业趋势把握三条主线.....	16
3.1 主线 1：全品类赛道，看好具备品牌力、运营能力强、新零售转型布局在行业前列的公司，主推良品铺子.....	16
3.2 主线 2：看好有良好基础和优势，某些环节落后的公司的转型，具备边际改善效应，推荐三只松鼠和来伊份.....	17
3.3 主线 3：单品类赛道，看好行业扩容空间广阔，具备品牌力和领先优势的龙头公司，主推绝味食品.....	20
四、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：我国休闲食品行业规模稳步扩张.....	4
图表 2：我国休闲零食人均消费额与国外仍存在差距.....	4
图表 3：我国休闲食品网购消费者集中在中青年人群.....	4
图表 4：我国休闲食品网购消费者半数白领人群.....	4
图表 5：消费者购买休闲零食的主要考虑因素是口味、质量和品牌.....	5
图表 6：休闲零食分品类 2013-2018CAGR.....	5
图表 7：休闲零食各品类市占率.....	5
图表 8：我国休闲卤制品市场有千亿左右规模.....	6
图表 9：我国休闲卤制品行业竞争格局分散.....	6
图表 10：我国休闲卤制品品牌化率逐步提升.....	6
图表 11：18 年我国坚果炒货行业零售规模近 900 亿.....	7
图表 12：我国坚果炒货行业竞争格局分散.....	7
图表 13：我国坚果炒货包装化率远低于发达国家.....	7
图表 14：我国烘焙糕点行业零售规模破 2000 亿.....	8
图表 15：我国烘焙糕点行业竞争格局分散.....	8
图表 16：面包行业的消费趋势从中长保向短保转变.....	8
图表 17：我国休闲食品各品类集中度都较低.....	9
图表 18：淘宝渠道休闲食品均价开始下滑.....	9

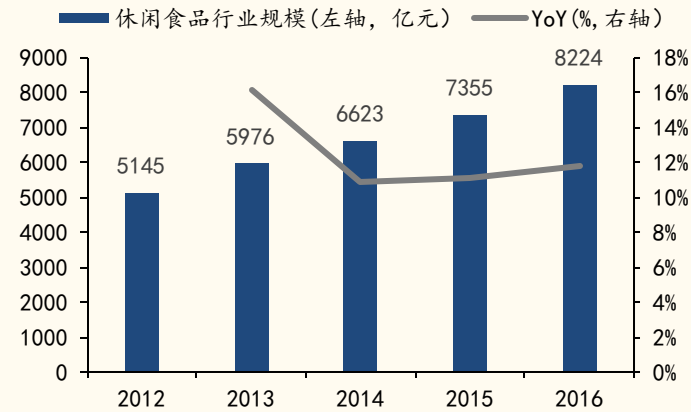
图表 19: 2019 年 6 月三只松鼠草本味核桃销售额超过传统口味.....	9
图表 20: 每日坚果在坚果行业的占比达到四分之一	9
图表 21: 百草味赋予“抱抱果”情感寓意	10
图表 22: 社交媒体成为销售新渠道.....	10
图表 23: 三只松鼠生动活泼的 IP 形象.....	10
图表 24: 良品铺子“敦煌系列”礼盒尽显高端	10
图表 25: 休闲食品厂商上中下游流程图.....	11
图表 26: 休闲零食企业产业链四种类型对比.....	11
图表 27: 国外快消企业的供应链管理措施.....	12
图表 28: 多品类型企业加强供应链管理的举措	12
图表 29: 休闲食品线上渠道占比逐年上升	13
图表 30: 休闲食品线上渠道增速开始下滑	13
图表 31: 互联网获客成本开始上升.....	13
图表 32: 线上渠道和线下渠道各自的痛点	14
图表 33: 线下渠道三种模式的优劣势对比	14
图表 34: 良品铺子仓储物流流程图.....	15
图表 35: 三只松鼠借助柔性供应链缩短产品上新周期.....	15
图表 36: 良品铺子智慧零售运营架构	16
图表 37: 良品铺子各品类占比均衡.....	16
图表 38: 良品铺子线上线下渠道发展均衡	16
图表 39: 多品类型公司里良品的新零售布局走在行业前列.....	17
图表 40: 良品铺子获得“蒙特奖”金奖，彰显高端品质	17
图表 41: 良品铺子毛利率高于竞争对手.....	17
图表 42: 三只松鼠粉丝数位居天猫第一，超竞争对手.....	18
图表 43: 三只松鼠柔性供应链已成型	18
图表 44: 三只松鼠对坚果的依赖逐步降低	18
图表 45: 松鼠投食店重在打造品牌形象.....	18
图表 46: 来伊份放开加盟业务，加快向外扩张速度	19
图表 47: 来伊份在天猫和京东渠道销售额及 yoy.....	19
图表 48: 高存货周转率保证零食新鲜送达	19
图表 49: 签约顶流王一博实现品牌年轻化	19
图表 50: 借助加盟业务领先对手完成全国扩展.....	20
图表 51: 绝味食品的费用率和周转速度优于对手.....	20

一、从市场环境解读行业趋势

1.1 行业规模稳步扩张，空间广阔

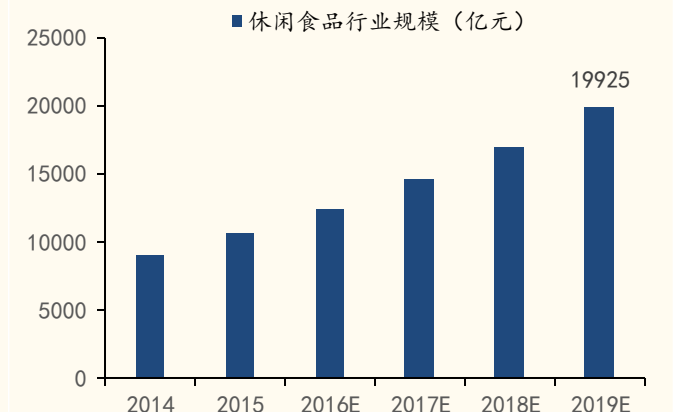
- 根据中国产业信息网的数据，2015-2018 年我国休闲食品行业市场规模年均复合增长率达 12.3%，2018 年休闲食品市场规模已经破万亿，而食品工业协会预计我国零食行业规模在 2019 年时已经近 2 万亿。无论何种统计口径，均反映我国休闲食品行业的规模已经在万亿以上。

图表 1：我国休闲食品行业规模稳步扩张



来源：中国产业信息网，国金证券研究所绘制

图表 2：我国休闲零食人均消费额与国外仍存在差距

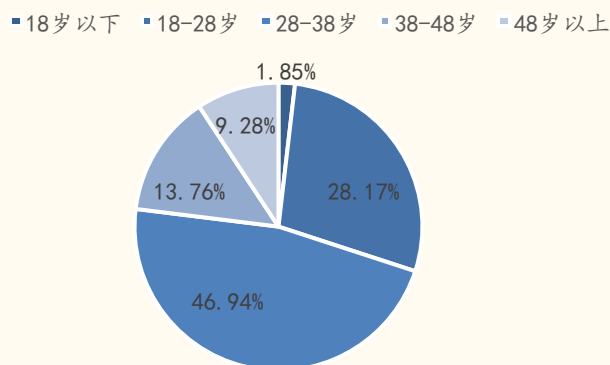


来源：食品工业协会，国金证券研究所

1.2 主力购买人群驱动消费升级，消费需求决定市场趋势

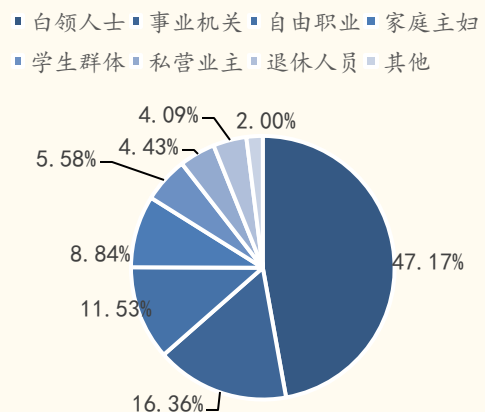
- 由于网购渠道的消费者数据易得，可从网购渠道的消费者年龄分布和职业分布来分析用户画像，具备一定的参考价值。可以看到，购买休闲零食的主力人群是 18-38 岁的中青年消费者，占比达到了 75% 左右；其中白领人士的占比接近半数，其次是事业机关人员和自由职业者。这部分收入稳定的年轻人群会更加重视产品的品质和口味，同时对品牌也有一定的认可度和忠诚度。

图表 3：我国休闲食品网购消费者集中在中青年人群



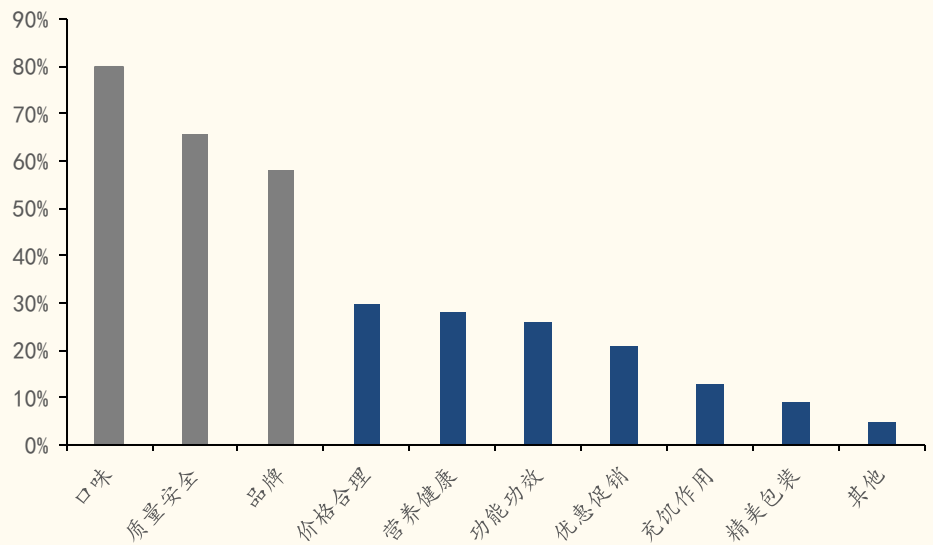
来源：易观智库，国金证券研究所

图表 4：我国休闲食品网购消费者半数以上为白领人群



来源：易观智库，国金证券研究所

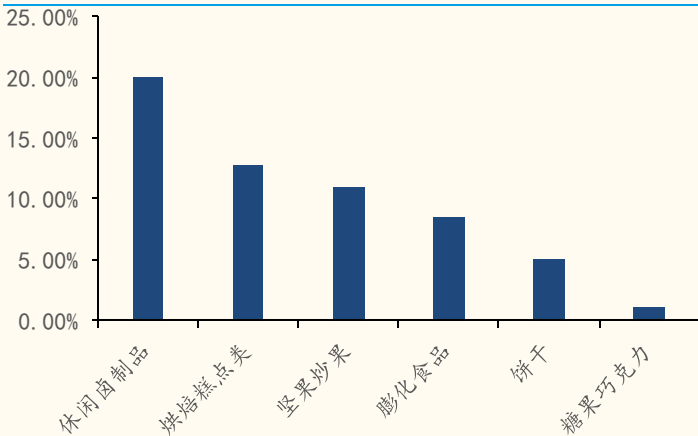
图表 5：消费者购买休闲零食的主要考虑因素是口味、质量和品牌



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

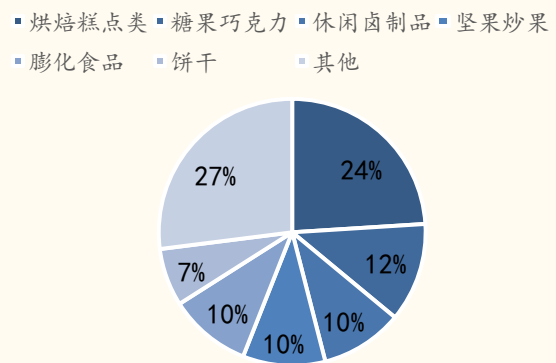
- 从细分品类的规模增速来看，休闲卤制品、烘焙糕点和坚果炒货的规模增速最快，分别是 20.0%、12.8%和 11.0%。其次是膨化食品、饼干和糖果巧克力，其增速分别为 8.5%、5.1%和 1.1%。从细分品类的零售额占比来看，烘焙糕点品类的占比最高，达到 24%，其次是休闲卤制品类、坚果炒果类、糖果类和膨化类，占比都在 10%左右，饼干类占比最低，仅有 7%。

图表 6：休闲零食分品类 2013-2018CAGR



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

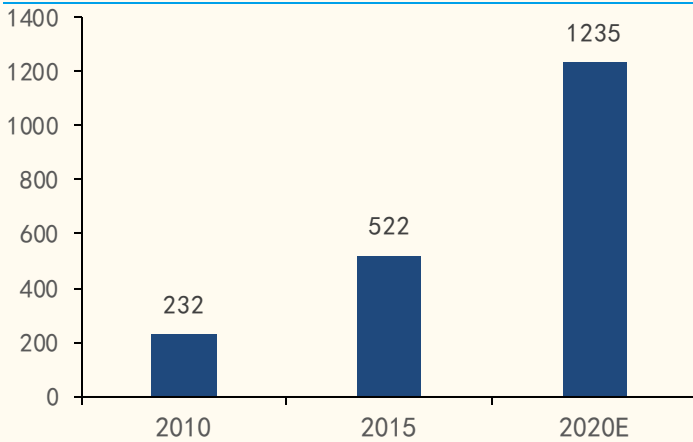
图表 7：休闲零食各品类市占率



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

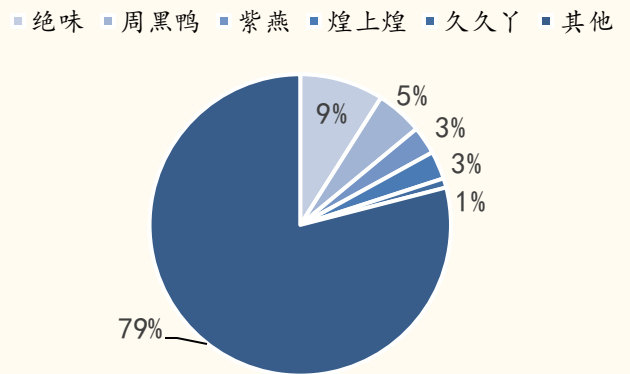
- 具体来看，卤制品作为增长最快的细分品类，背后反映了消费寻求刺激、释放压力的饮食需求。卤制品属于重口味产品，而且很大部分消费卤制品的消费者会喜欢购买带辣味的卤制品。因为辣椒中含有的辣椒素能够刺激大脑皮层释放多巴胺，多巴胺是一种可以让人产生快乐感的神经递质。目前来看，预计 2020 年卤制品会有过千亿的规模，目前市场集中度还非常低，龙头绝味的市占率不到 10%，CR5 的市占率仅 21%。休闲卤制品行业的发展趋势是连锁品牌逐步取代作坊式经营，预计到 2020 年，连锁品牌的渗透率会提升到 70%，折射了消费者品牌意识的提升，以及对产品质量的要求逐步提高。

图表 8：我国休闲卤制品市场有千亿左右规模



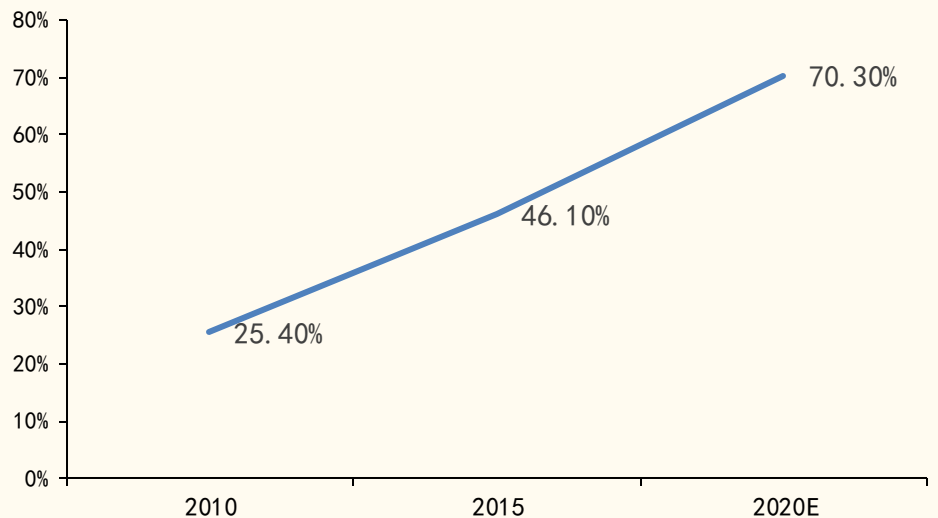
来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 9：我国休闲卤制品行业竞争格局分散



来源：智研咨询，国金证券研究所

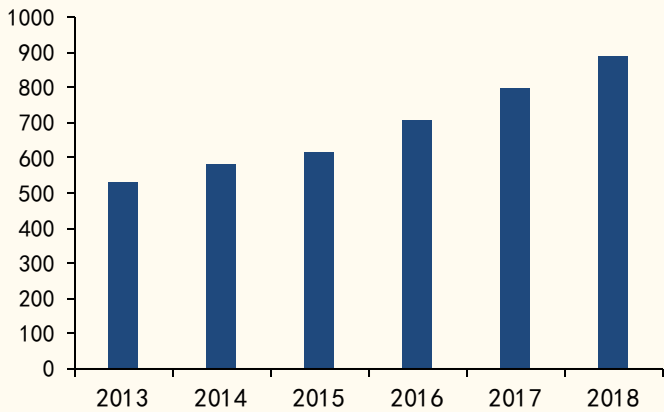
图表 10：我国休闲卤制品品牌化率逐步提升



来源：智研咨询，国金证券研究所

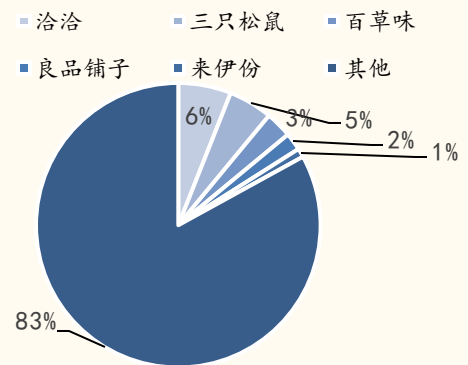
- 坚果的消费需求主要反映了消费者对健康化生活的需求，因为坚果类尤其是树坚果富含维生素和矿物质，目前坚果有益身体健康这个理念在国内已初步成型。18年坚果炒货行业零售规模已经近900亿，13-18年的CAGR为11%。行业竞争格局分散，龙头企业包括洽洽、三只松鼠等，目前CR5的市占率仅为17%，集中度较低。目前坚果行业的一个发展趋势是向包装化发展，我国的包装性坚果占比仅为28.3%，而美国和日本的占比分别为89.4%和79.4%。

图表 11: 18 年我国坚果炒货行业零售规模近 900 亿



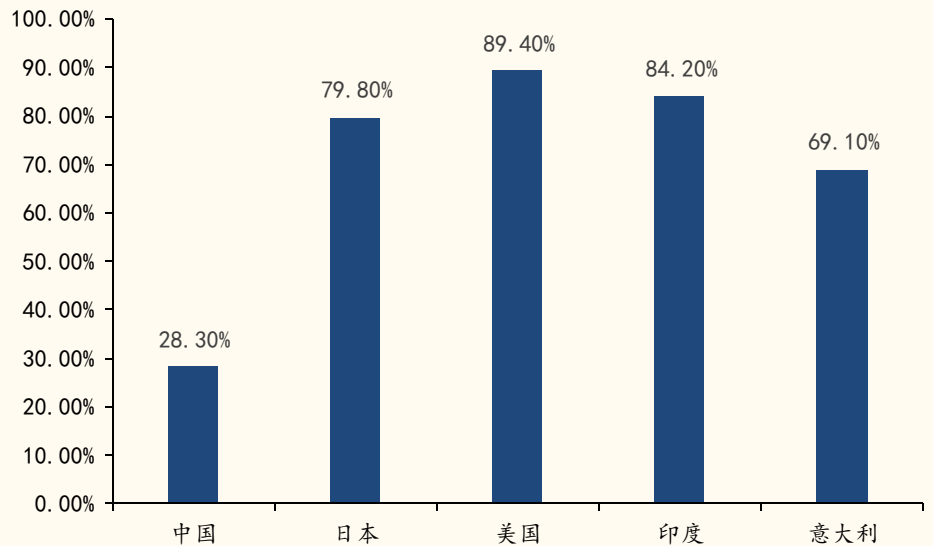
来源: 智研咨询, 国金证券研究所

图表 12: 我国坚果炒货行业竞争格局分散



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

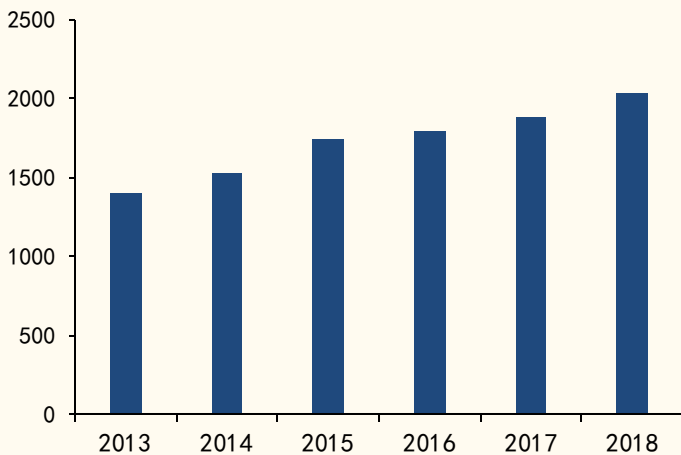
图表 13: 我国坚果炒货包装化率远低于发达国家



来源: 欧睿咨询, 国金证券研究所

- 烘焙糕点类产品则反映了消费者对于便捷化充饥食品的需求, 其消费场景大多是当作早点、下午茶, 或者当作繁忙时无暇吃正餐的充饥食品。目前我国烘焙类产品的市场规模已经破 2000 亿, 竞争格局非常分散, CR5 的市占率仅 11%。烘焙食品包括面包、蛋糕、糕点和其他混合甜点。面包行业存在结构性变化, 由中长保向短保发展。长保龙头达利食品市占率逐年下降至 4% (15 年为 5.6%), 短保面包龙头桃李面包的整体市场份额提升至 3.3% (15 年为 2.3%)

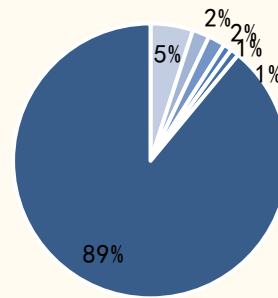
图表 14: 我国烘焙糕点行业零售规模破 2000 亿



来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

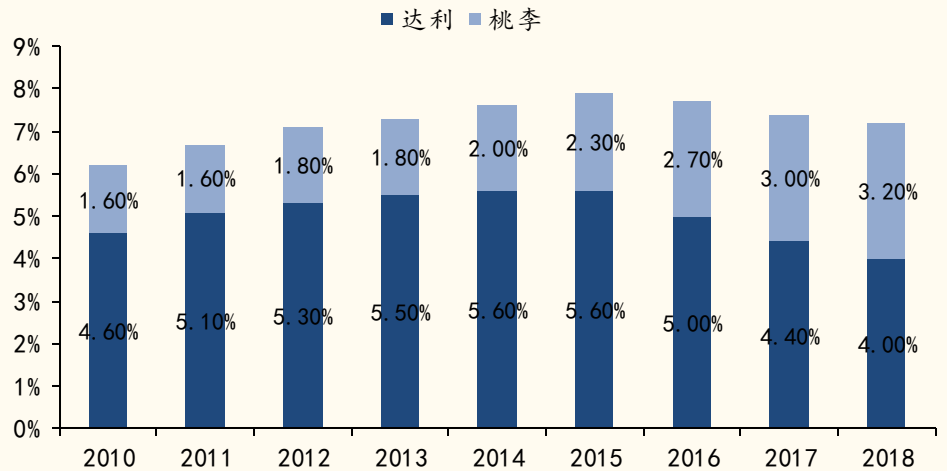
图表 15: 我国烘焙糕点行业竞争格局分散

达利园 好丽友 桃李面包
徐福记 盼盼 其他



来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

图表 16: 面包行业的消费趋势从中长保向短保转变

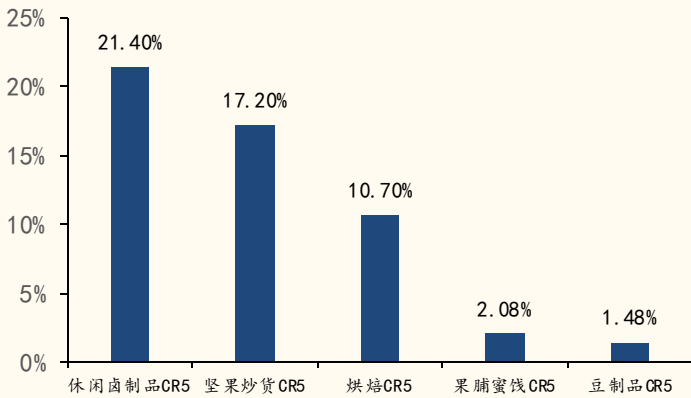


来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

1.3 同质化竞争激烈, 结合消费趋势的创新和差异化发展是突破口

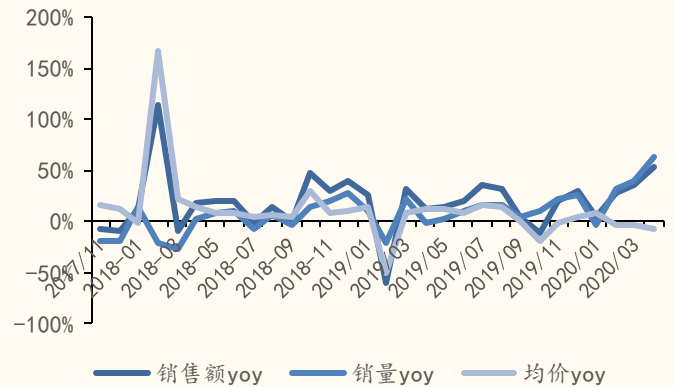
- 休闲零食进入门槛较低, 参与者众多, 同质化较为严重; 加之本土品牌起步较晚, 尚未形成大龙头。目前行业竞争格局分散, 处于集中度提升阶段。从淘宝平台线上数据来看, 休闲零食在非即时消费的线上渠道逐步从量价齐升转向量增价减, 价格出现下降的趋势, 线上头部商家的促销活动愈发频繁, 进一步说明目前同质化竞争严重。在此情形下, 进行创新和差异化发展是未来的突破口。

图表 17: 我国休闲食品各品类集中度都较低



来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

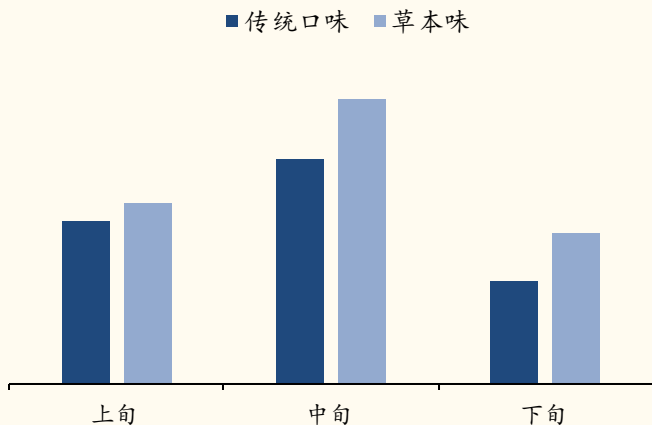
图表 18: 淘宝渠道休闲食品均价开始下滑



来源: 阿里线上数据, 国金证券研究所

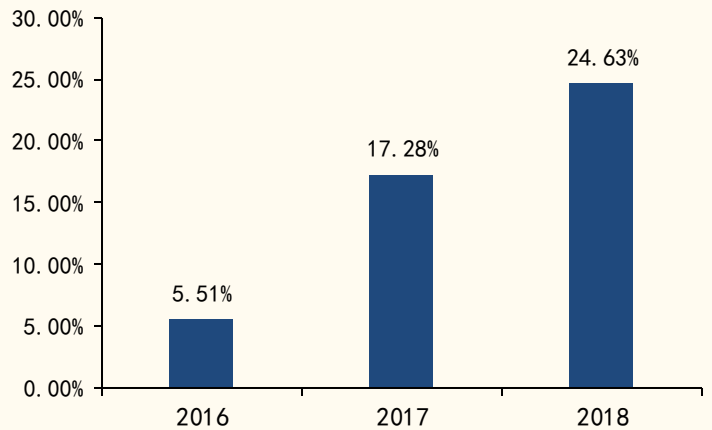
- 创新的途径包括产品创新和营销创新。产品创新一方面是满足消费者对新鲜事物的追求, 另一方面是在提升消费体验, 更好的满足消费者对健康化、便捷化食品的需求。而营销创新的目的是引起消费者的情感共鸣, 为产品注入“情感体验”。
- 产品创新: 途径包括口味创新、包装创新、品类创新等。比如三只松鼠 2019 年 5 月推出草本味核桃, 推出后立即放量, 满足了消费者尝新的体验。2015 年沃隆率先推出的每日坚果, 通过改变包装的形式创造了一个新的品类, 方便的小包装加上健康的复合类坚果, 契合当下的消费升级趋势, 迅速成为爆款, 每日坚果在坚果行业的市占率已经达到四分之一。

图表 19: 2019 年 6 月三只松鼠草本味核桃销售额超过传统口味



来源: CBNDATA 消费大数据, 国金证券研究所

图表 20: 每日坚果在坚果行业的占比达到四分之一



来源: CBNDATA 消费大数据, 国金证券研究所

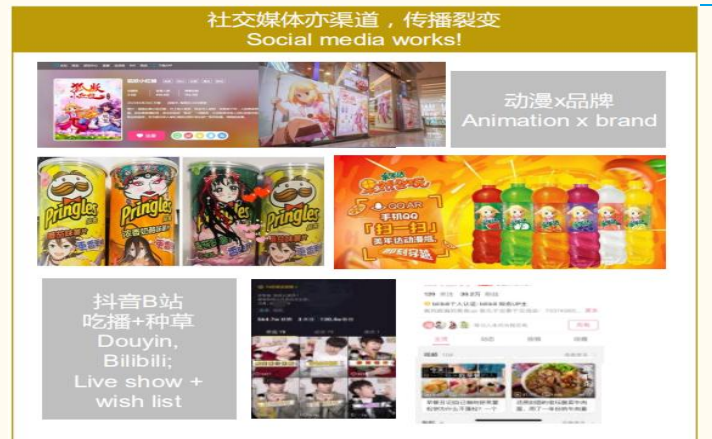
- 营销创新: 用日常内容生产、对话式营销、影视作品广告植入取代过去标准化、批量化、大规模广告的投放。比如百草味把红枣包裹着核桃进行趣味解读, 取名为“抱抱果”, 赋予产品情感寓意, 再从包装、设计和植入推广等多个角度输出这种寓意, 一度成为年轻人追捧的爆款。此外, 社交电商在逐步成为营销的新渠道, 人们对社交软件的依赖使得 KOL (关键意见领袖) 营销发挥着非常关键作用。李佳琦、薇娅等带货直播的走红, 充分反映了 KOL 对人们的购买决策具备非常大的影响力。比如在 2018 年 6 月 18 日大促期间, 京东引入红人

KOL，通过数据+内容的导购方式，在当天创造的成交总额破 5 亿，同比增长 187%

图表 21：百草味赋予“抱抱果”情感寓意



图表 22：社交媒体成为销售新渠道



来源：国金证券研究所整理

来源：凯度咨询，国金证券研究所

- 从公司和品牌层面打造差异化形象也是新的突破口。比如，三只松鼠推行大 IP 战略，借助松鼠的卡通形象开发制造内容和周边产品，与功夫动漫联合制作《三只松鼠》动画，打造一个活生生的、有温度、能够跟消费者进行对话的形象。良品铺子的差异化战略则是“高端零食”战略，要求产品必须满足“高标准”、“高颜值”、“高体验”及精神层面的满足这四个维度。通过邀请人气明星、提高包装设计水平、把控原材料质量等方式塑造其高端形象。

图表 23：三只松鼠生动活泼的 IP 形象



来源：国金证券研究所整理

图表 24：良品铺子“敦煌系列”礼盒尽显高端



来源：国金证券研究所整理

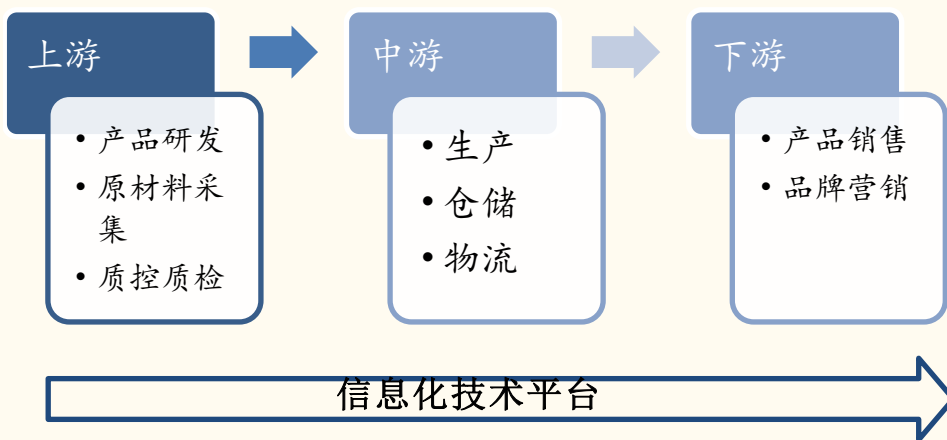
二、从内部产业链解读行业发展趋势

2.1 休闲食品行业产业链分析

- 休闲食品行业上游的流程包括产品研发、原材料采集和质控质检阶段，其中原材料采集过程中，采购大宗农副产品是主要形式。中游包括生产、物流和仓储三个方面。生产方面选择自建工厂还是贴牌代工取决于工艺复杂程度、产品销量、管理成本等因素；物流方面大部分公司选择第三方物流公司合作；仓储方面目前大部分公司采取自建+合作的方式。下游是产品销

售和品牌营销的过程，渠道包括线上渠道+线下渠道。信息化系统是贯穿上中游下的基础建设，实现产业链的信息化运营。

图表 25: 休闲食品厂商上中下游流程图



来源: Mob 研究院, 国金证券研究所绘制

- 根据在上中下游产业链参与程度的不同，休闲零食行业可以大致分为四种类型。强品牌型在中上游没有涉足，主要依靠品牌营销占领消费者心智，过去的三只松鼠就属于此类型。多品类性在上游的研发、采购、质控环节有一定参与度，同时也注重下游端的营销，其代表企业包括现在的三只松鼠、良品铺子和来伊份。强产品型在中上游的自主性和控制力度较强，但是不重视营销，对终端的掌控力较弱，其代表企业是盐津铺子。大单品型的企业通常精耕细分品类，在上中下游均有较强的自主性和管控能力，其代表企业包括绝味食品和周黑鸭等。
- 在休闲食品行业，强品牌型和强产品型会逐步向多品类型和大单品型转换。因为在快消行业，消费者看重产品质量和性价比，同时也需要通过营销手段占领消费者心智。完全依赖营销或者过于忽视营销都容易在激烈竞争中掉队，比如三只松鼠从强品牌型转向了多品类型，而盐津铺子通过“店中岛”模式提升品牌形象。

图表 26: 休闲零食企业产业链四种类型对比

类型	上游	中游	下游	特征	适用范围
强品牌型	轻	轻	重	强调品牌效应，输出品牌价值，服务好，与消费者建立强连接。	生产难度较小，产品差异化程度不大，且对品质没有较高要求品类。
多品类型	较重	轻	重	同时注重产品质量和服务质量。	适合多品类企业，制作工艺相对简单，但对产品品质有一定要求。
强产品型	重	重	轻	非常重视产品品质，通过自建工厂降低成本，输出高性价比产品。	消费者较为重视产品品质和性价比，而不太在于服务和体验的品类。
大单品型	重	重	重	同时注重产品质量和服务质量。	适合品类相对单一的企业，制造工艺复杂，对品质要求较高的。

来源: 亿欧智库, 国金证券研究中心整理

2.2 参与产业链中上游，加强供应链管理

- 参考国外龙头的发展经验，可以发现供应链管理是必经之路。提升供应链效率是企业发展的关键环节，它会直接影响企业服务终端客户的能力。具体做法则是回归底层，通过构建基础设施，不断强化供应链和向产业链其他环节延伸的能力。

图表 27: 国外快消企业的供应链管理措施

C&S 食品批发公司	通过收购和建设子公司，不断向产业链上下游扩张，此外不断创新实现基础设施体系的构建和完善。为了提高仓储和配送环节的效率，投入大量资金用于仓储的软硬件研究。
南方格雷泽葡萄酒和烈酒公司	由南方葡萄酒和烈酒公司与格雷兹公司合并而成，在合并过程中整合了数据和供应链，可以为客户提供一站式购买。此外，公司投入大量资金用于专有分析工具的研发，帮助供应商和客户更有效地指导他们的工作；通过技术对仓库升级，提供自动化水平。
日本卡乐比公司	2010 年成立采购部门以集中采购降低成本，同时与农户采取“合约种植”的方式，并且提供信息化管理来保证原材料和价格的稳定。物流上，通过优化产品包装，来降低成本和提高包装速度，也通过信息化系统及时了解动销情况和客户反馈。
亿滋国际	通过与上游可可种植农户合作建立稳定的供应关系，包括给农户提供种植指导等。将优势原料区和产能区域布局结合，降低运输成本。

来源：亿欧智库，国金证券研究所

- 以国内多品类型企业为例，这部分企业开始逐步增加在上中游的参与度。通过加强供应链管理，其一可以提升自己的上游、中游的话语权，增加对产品品质的把控；其二供应链管理能力的提升也意味着运营效率的提高，降低成本和费用，在竞争中取得一定比较优势；其三可以提高产品周转效率，迅速响应下游消费者的需求，提供更加及时便捷的服务，从而提升销售规模。
 - 研发环节：三家公司都依托大数据分析消费趋势，重视消费者需求的变化。此外，良品和松鼠还成立自己的专业研发团队，并且积极与优秀第三方研发企业合作，不断提高公司的研发水平。
 - 采购和生产环节：三家公司都对供应商实行强管理政策，通过设定准入原则、评估考核、淘汰机制以及质量检测等方式来确保产品质量。此外，良品和来伊份在原材料端已有部分原料采取自主生产的模式；松鼠开始逐步涉足生产环节，尝试与合作伙伴以联盟的方式建立工厂，加强对生产端的控制。
 - 仓储物流环节：三家公司一方面通过自建或者租赁设有自己的专用仓储，另一方面也与第三方平台合作建立合作仓库。以此满足货物在全国或者重点销售区域的高效周转。

图表 28: 多品类型企业加强供应链管理的举措

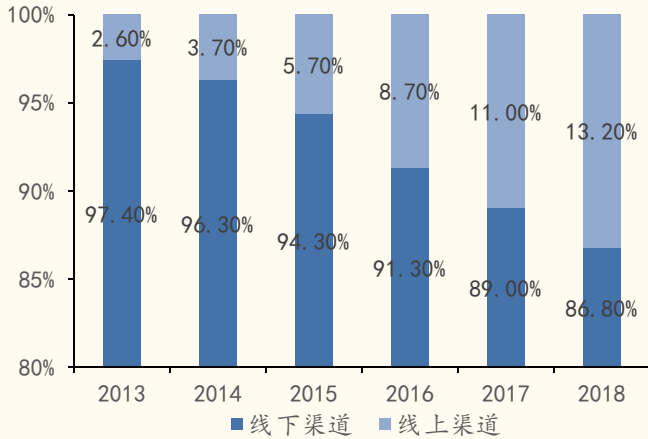
类型	三只松鼠	来伊份	良品铺子
研发环节	成立专门的研究团队，18 年与国际领先的食物配料研发企业杜邦达成合作。建立产品更新迭代机制，根据市场反馈完善产品品类。	依托大数据分析及多年市场经验推出符合消费潮流的新品	成立专业的产品研发团队；积极与第三方外部研发单位合作，2019 年与中国农业大学签署合作协议，开展深度合作。从网站上抓取大量用户评论、研究消费者的偏好。
采购和生产环节	1. 制定供应商目录及完善的更新淘汰体系，实施动态管理。通过签署质量协议书、派驻驻厂人员、监控、质检等方式对生产加工过程进行严格监督；成立专门的子公司，负责质量检测。 2. 成立松鼠联盟，和合作伙伴以联盟方式建立工厂，加强对生产端的控制。	1. 原产地当季直采、核心原料承包生产基地 2. 公司质量中心对供应商进行综合考评，且拥有一票否决权。 3. 采购方面推行产品经理制度，以市场为导向推进采购端变革	1. 与优秀供应商合作，锁定全球优质大宗原料，还通过自建原料基地或与种养殖基地长期合作。 2. 实施供应商准入管理、评估考核和淘汰管理、加强质量安全监测等保证产品品质
仓储物流环节	公司通过自有或租赁方式设有 9 配送中心或城市仓，还与第三方服务商建立了 5 个合作仓，日处理订单量最高可达 220 万单。	在南京、济南、北京、杭州等地设立了多个分仓，与其它第三方服务商进行合作，在上海和北京设有多个分仓。	通过自有或租赁的方式设有 4 个自营仓库，同时还与第三方仓储服务商进行合作，设立 10 个仓储基地，物流运费费用低于同业。

来源：公司公告，国金证券研究中心整理

2.3 产业链下游，线上线下融合势在必行

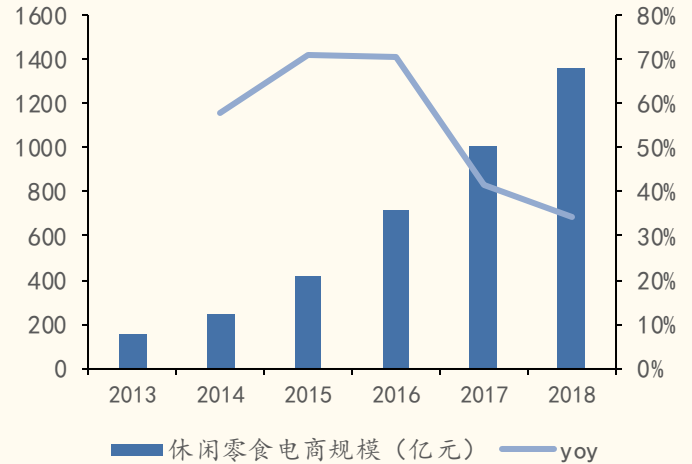
- 2013年之后，休闲零食的线上购买渠道快速扩容，休闲零食的电商规模从2013年的155亿增长至2018年1300多亿，CRGA高达54%，线上渠道的占比也从2.6%增加至13.2%。但是值得注意的是，从2017年开始，休闲零食线上销售规模增速开始放缓，原因主要是线上渠道低获客成本的红利开始逐渐消失，获客成本开始逐步提高。此外，休闲零食具备即时性，不完全是计划性购买，因此线下渠道具备不可替代的地位。在此背景下，线上三巨头也纷纷开始加大线下渠道的布局，以此增加和消费者的连接。

图表 29：休闲食品线上渠道占比逐年上升



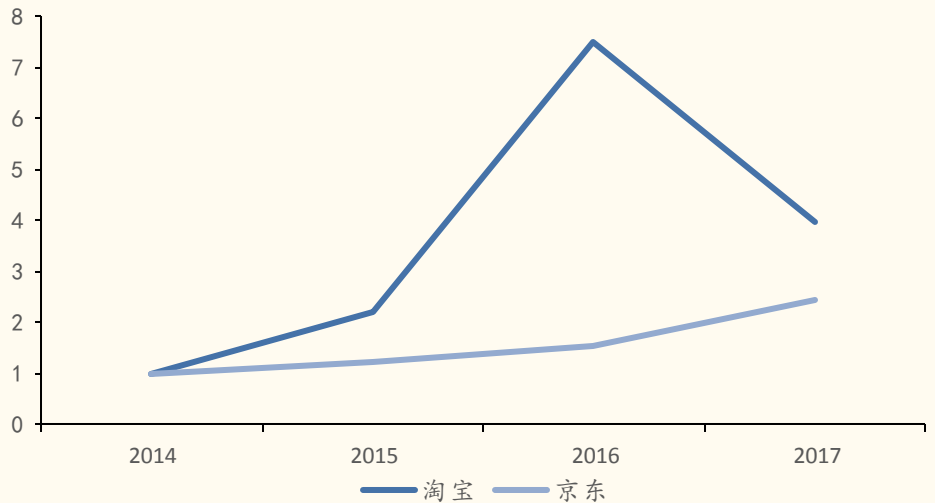
来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 30：休闲食品线上渠道增速开始下滑



来源：艾媒数据，国金证券研究所

图表 31：互联网获客成本开始上升



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 单一的线上模式和线下模式都有各自的痛点，具体来说，线上渠道缺乏体验和互动环节，会导致消费者对线上购买缺乏信赖感，而且无法满足即时需求。而线下渠道相对来说前期投入成本较大；其次受地理位置和空间大小的限制，能够辐射的范围和人群相对有限；而且线下渠道购买难以建立大数据库，无法像线上渠道一样通过消费数据来洞察消费趋势和刻画消费者人像；最后线下品牌的传播效应也弱于互联网品牌。因此，线上线下融合可以形成互补效应，全渠道布局也成为休闲零食行业大部分企业的必然选择。

图表 32: 线上渠道和线下渠道各自的痛点

线上	缺少体验和互动环节，消费者对于食品安全的要求较高，无法直接体验，不能保证所买即所见，缺少信赖感 购买与到货存在时间差，不能满足消费者的即时需求
线下	形成规模化的店铺相比线上开店需要更多的资本投入 受地理位置、店铺空间等限制，覆盖的范围有限，只能覆盖周边几公里内的有限客户 缺少用户数据，也很难获得用户的评价和反馈，无法通过大数据进行用户分析和改进 线下品牌的传播效应弱于互联网品牌

来源：国金证券研究中心整理

- 线下渠道具体可以分为三种模式，分别是直营门店、加盟门店和商超渠道。这三种渠道也是各有长短和短板，简单来说，从是否可以以较低成本实现大规模扩张来看，商超渠道>加盟门店>直营门店；从对终端数据的掌控力度，提升消费者购物体验，以及树立品牌形象的能力来看，直营门店>加盟门店>商超渠道。目前来看，洽洽食品和盐津铺子坚守商超渠道，得益于过去数年在商超渠道积累的优势；而自建渠道的品牌大多采取直营+加盟两条腿走路战略，依靠直营提升品牌形象和提高消费者体验，依靠加盟实现门店扩张，占领市场。

图表 33: 线下渠道三种模式的优劣势对比

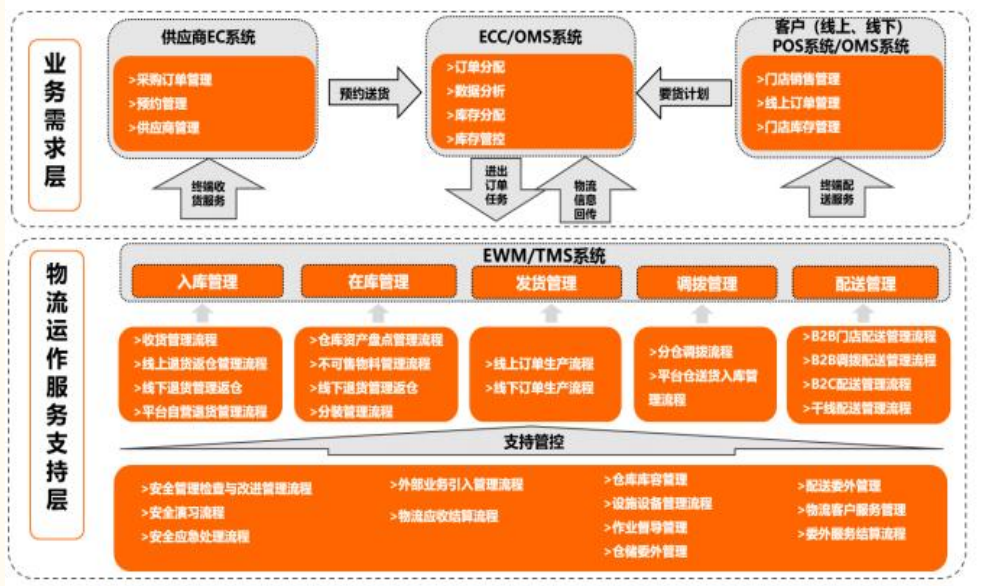
	直营门店	加盟门店	商超渠道
优势	1. 可以加强对门店的管理，服务质量有保证； 2. 方便树立良好的品牌形象； 3. 销售毛利率较高。	1. 投入资本少于直营门店；2. 可以实现门店快速扩张；3. 相比商超渠道能够提高消费者的购物体验	1. 依托大商超的优势，可以快速建立销售渠道，有利于进行渠道下沉；2. 投入成本小，销售费用明显少于自建门店，净利较高。
劣势	1. 投入成本较大； 2. 门店扩张速度较慢。	1. 质量管控难度较大；2. 无法完全控制品牌形象的树立。	1. 销售毛利率较低；2. 难以获得终端销售数据，和消费者的连接感较弱；3. 对下游商超渠道的话语权较小，难以自主树立品牌形象。
代表企业	来伊份、良品铺子、三只松鼠、绝味、周黑鸭	良品铺子、三只松鼠、绝味、来伊份	洽洽食品、盐津铺子

来源：国金证券研究中心整理

2.4 信息化技术助力高效供应链和智慧营销

- 柔性供应链可以实现高效周转、快速响应消费者需求，而高效周转的供应链系统，背后需要信息化技术支撑。
- 良品铺子 2015 年引入一体化订单管理系统 OMS，打通前中后端，整合了收银、物流、财务等 10 多个系统和 30 多个线上线下平台，形成一个信息互通的有机整体。具体来看：
 - 采购环节：各地供应商按照公司的采购计划，并结合 EC 平台上的库存量和销售量进行原料备货和产品生产。
 - 仓储物流环节：公司通过将 EWM 物流系统与各渠道的销售系统进行全面联通，接受订单后在最近仓库以最优方式进行订单物流交付的功能。此外，公司 EWM 系统与各物流承运商系统进行了数据共享，从而使公司能实时监控每个订单当前的状态并对订单进行时效和异常管控。

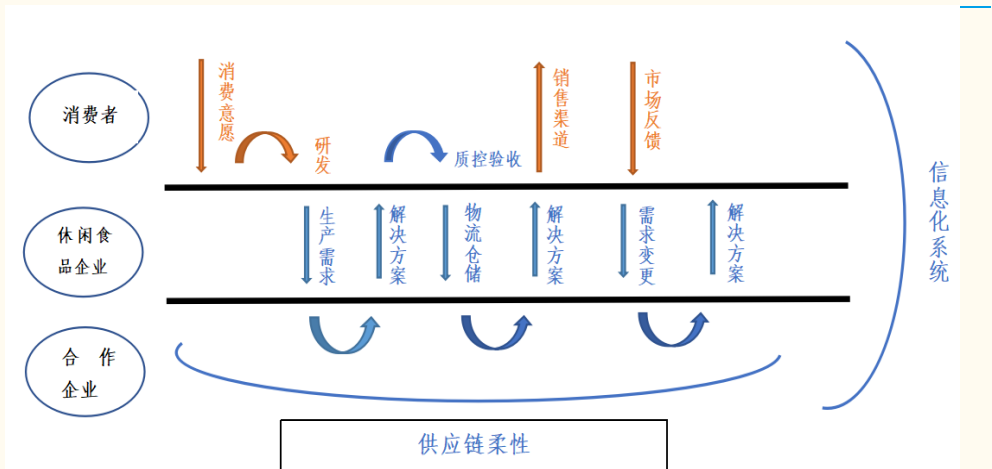
图表 34：良品铺子仓储物流流程图



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 三只松鼠借助柔性供应链，目前产品周期上新只需 40 天；行业平均水平是 180 天左右，大大提高了产品的更新速度，可以更快更精准地相应消费者的需求。

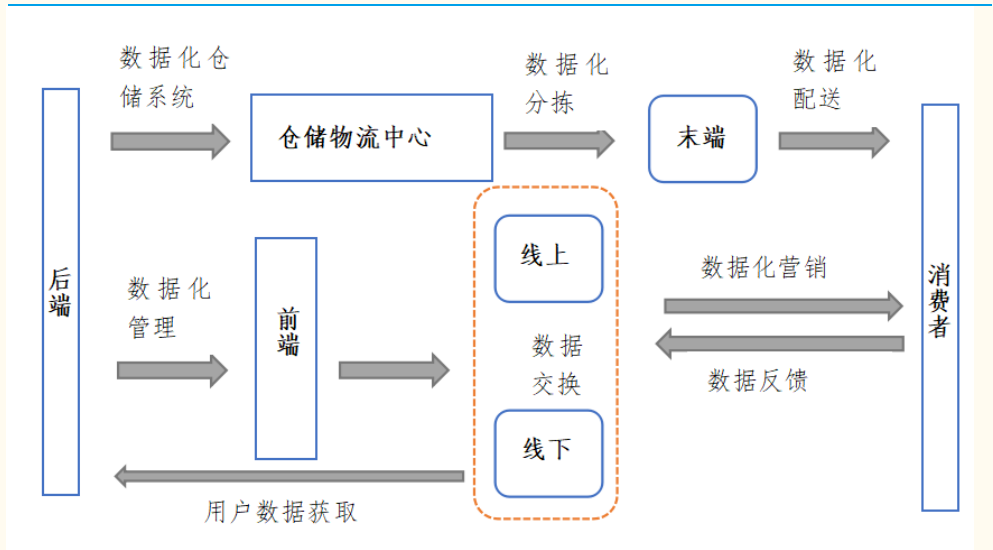
图表 35：三只松鼠借助柔性供应链缩短产品上新周期



来源：公司公告，国金证券研究所绘制

- 企业利用终端销售数据挖掘消费者信息后，可进行精准营销和定制化服务，实现智慧营销。2017 年良品铺子和阿里巴巴、京东、腾讯等联手打造智慧门店，将 3700 万会员信息匹配到了 2000 多家“智慧门店”系统，通过全渠道数字化的会员管理，整合线上与线下购买的记录，运用这些数据刻画更为精准的用户画像。良品铺子前期数据显示，向这些会员精准推送促销信息，效率是无差别短信投放的 30 倍，客单价则是平均值的 2 倍。

图表 36: 良品铺子智慧零售运营架构



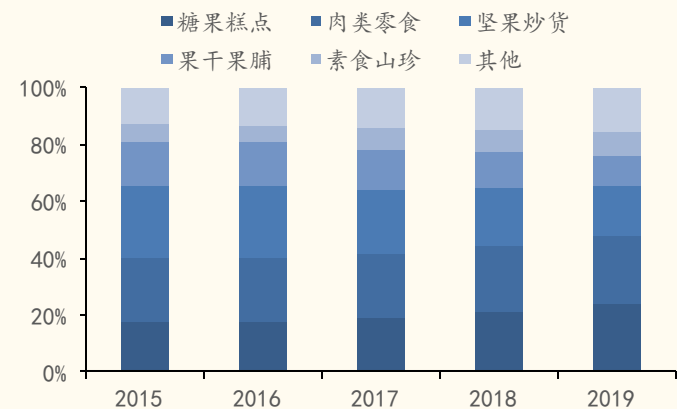
来源: Mob 研究院, 国金证券研究所绘制

三、重点公司推荐: 结合行业趋势把握三条主线

3.1 主线 1: 全品类赛道, 看好具备品牌力、运营能力强、新零售转型布局在行业前列的公司, 主推良品铺子

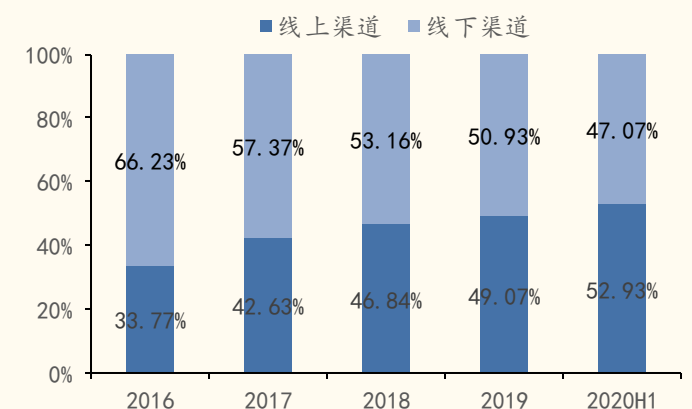
- **全品类全渠道均衡发展, 新零售布局已成型。** 在同业中良品是全品全渠道发展最为均衡的公司, 公司覆盖了糖果糕点、肉类零食、坚果炒货、果干果脯、素食山珍 5 大品类, 拥有 1000 多个 SKU, 2019 年五大品类的营收占比分别为 24%、23%、18%、11%和 8%。公司进军线上后并未放弃线下渠道, 采取线上+线下两条腿走路模式, 截至 2019 年底, 公司拥有 718 家直营门店和 1698 家加盟门店。全面均衡的产品结构和渠道结构形成“多点支撑”, 更具抗风险能力和应变能力。此外公司的新零售布局已经成型, 在同业中也处于领先水平。良品铺子已实现包括供应链、渠道、库存、商品、营销及客户在内的产业链全域数字化。

图表 37: 良品铺子各品类占比均衡



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 良品铺子线上线下渠道发展均衡



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 多品类型公司里良品的新零售布局走在行业前列

公司	线上自营渠道	自营 APP	规模化门店	O2O 业务	灵活供应链	大数据分析系统	终端整合
三只松鼠	有	有	无	有	有	有	无
来伊份	有	有	有	有	有	有	有
良品铺子	有	有	有	有	有	有	有

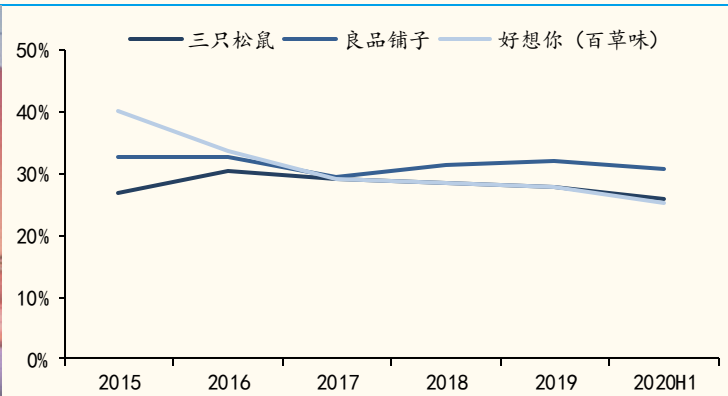
来源: 亿欧智库, 公司官网, 国金证券研究所整理

- 定位高端零食, 打造差异化品牌形象。**从休闲零食行业的发展趋势来看, 消费升级依旧是大趋势, 高品质和良好的消费体验是核心竞争力, 良品铺子的高端化战略契合行业的发展趋势。公司不仅拥有 77 人专业研发团队, 还积极与三方外部研发单位合作, 2019 年与中国农业大学签署合作协议成立教授工作站, 首次打开食品企业与高校深度合作的窗口, 目的在于研发出有科技含量的高端健康零食。对待原材料也有着严格的要求, 通过自建原料基地或与种养殖基地长期合作来培育优质品种。2019 年良品铺子获得“蒙特奖”和“顶级美味大奖”的金奖, 这是对其高端品质的证明。此外其产品均价高于竞争对手三只松鼠、百草味, 公司的毛利率高于两者, 反映出其高端形象已经塑造成功, 消费者愿意为高品质付更高费用。

图表 40: 良品铺子获得“蒙特奖”金奖, 彰显高端品质 图表 41: 良品铺子毛利率高于竞争对手



来源: 国金证券研究所整理



来源: Wind, 国金证券研究所整理

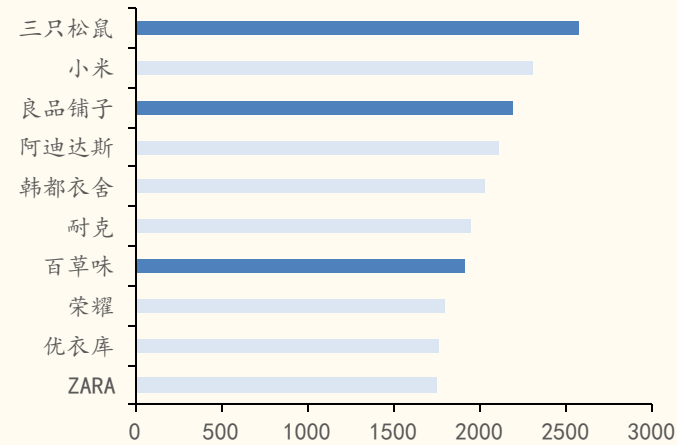
3.2 主线 2: 看好有良好基础和优势, 某些环节落后的公司的转型, 具备边际改善效应, 推荐三只松鼠和来伊份

- 三只松鼠: 线上龙头优势明显, 线下布局大力推进。**

- IP 形象塑造成功, 柔性供应链打造完成:**三只松鼠 2012 年从线上起家, 抓住了互联网低获客成本、快速传播以及轻资产高周传模式的红利, 已经成为线上休闲零食的龙头, 2019 年“双十一”期间, 三只松鼠销售额 10.5 亿, 良品铺子 5.6 亿, 百草味 5 亿。同时, 三只松鼠非常注重品牌形象的塑造, 一直坚持打造 IP 形象, 将 IP 人格化, 以此增强和消费者的情感连接。萌系的 IP 形象能够传递温暖、快乐的品牌文化, 有利于占领年轻人群的心智。截至 2019 年天猫“618 大促”前夕, 三只松鼠的粉丝量位居天猫第一, 达到 2584 万, 充分反映其在线

上渠道的影响力。此外三只松鼠已经具备高效供应链系统，在后台公司通过大数据系统完成消费者需求洞察；然后公司通过建设的六大园区实现生产与供应的一体化和扁平化。从产品上新周期来看，三只松鼠为 1 个月左右，良品铺子为 2-3 个月。这种模式可以快速响应消费者需求，符合目前休闲食品行业向新零售转型的趋势。

图表 42: 三只松鼠粉丝数位居天猫第一，超竞争对手



来源：天猫，国金证券研究所

注：截至到 2019 年天猫“618 大促”前夕

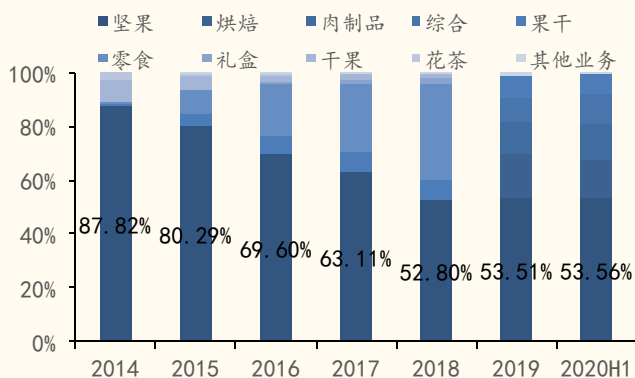
图表 43: 三只松鼠柔性供应链已成型



来源：公司公告，国金证券研究所

- 品类和渠道发展愈发均衡，开拓线下可形成新的盈利点：**依靠卖坚果在线上起家的三只松鼠过去主要依赖坚果品类和线上渠道，但是坚果的加工环节简单，毛利率并不高；且随着同质化竞争加剧，依赖单一品类存在较大的风险。此外，随着互联网红利的消失，加之休闲零食的购买天生具有即时性，以及消费者对购物体验越来越看重，开拓线下渠道是大势所趋。公司积极做出了调整，公司对坚果品类的依赖越来越低，坚果的营收占比从 2014 年的 88% 降至 2020H1 的 54%，品类的均衡性在逐步提高。而且公司从 2017 年宣布进军线下之后，行动力和效果都非常显著。截至 2019 年底，松鼠自营的投食店有 108 家，截至 2020 年 6 月底，加盟的松鼠联盟小店达 439 家，涉足 128 个城市。根据规划，2020 年松鼠将开出 1000 家线下门店，5 年内开设 10000 家线下门店。

图表 44: 三只松鼠对坚果的依赖逐步降低



来源：Wind，国金证券研究所

图表 45: 松鼠投食店重在打造品牌形象

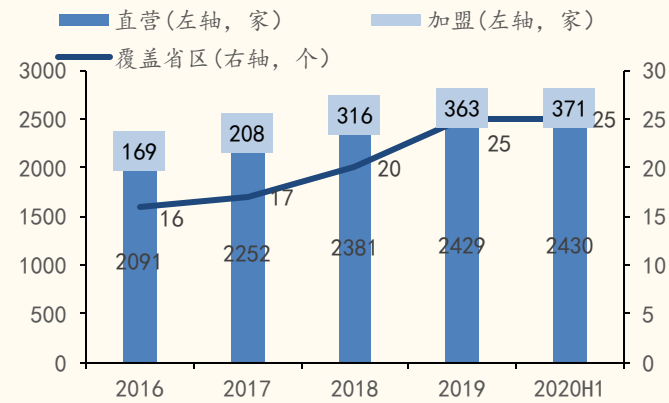


来源：国金证券研究所整理

- 来伊份：深耕华东的高端品牌，加快全渠道布局及品牌全国化**

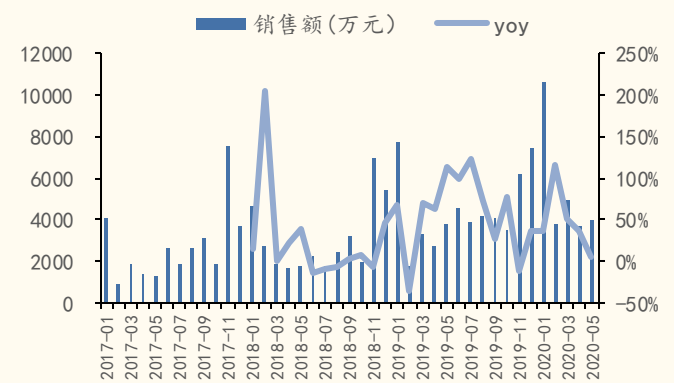
- **加快全渠道布局走出华东。**公司 2001 年成立于上海，经过多年的深耕细作，在华东市场具备良好的品牌影响力，门店覆盖面广，已经有 2800 多家门店。但是由于公司过去主要依赖直营，所在门店扩张速度慢，门店主要集中在华东市场；此外没有抓住互联网浪潮的机遇，品牌影响力限制在华东地区，全国知名度落后于同是线下起家的良品铺子和百草味等。近几年公司开始加快全渠道布局，2017 年提出“万家灯火”计划，计划 2023 年开设 10000 家线下门店；加大加盟业务的发展，目标加盟店占比达到 30%-40%；此外，加大了线上渠道的建设，阿里和京东渠道的销售额从 2016 年 3.3 亿提升至 2019 年 5.3 亿。还通过与李佳琦等知名 KOL 合作，提高产品的曝光度和品牌影响力。

图表 46: 来伊份放开加盟业务, 加快向外扩张速度



来源: 公司公告, 国金证券研究所

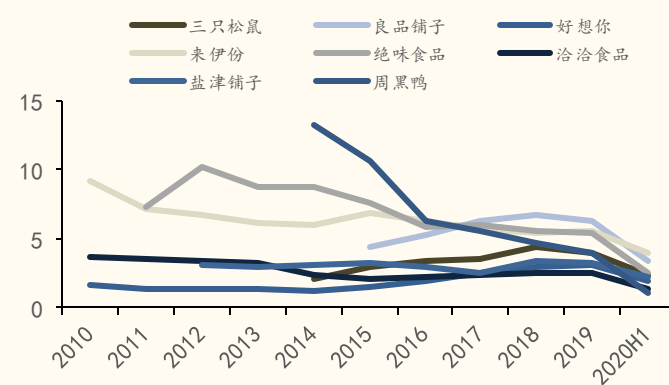
图表 47: 来伊份在天猫和京东渠道销售额及 yoy



来源: Wind, 国金证券研究所

- **“新鲜零食”符合消费升级趋势, 邀请顶流实现品牌年轻化。**来伊份提出打造“新鲜零食”, 通过新鲜健康的零食吸引对品质有着越来越高要求的消费者, 走出同质化竞争的僵局。具体来说, 在产业链上游, 公司通过原产地当季直采、核心原料承包生产基地等方式确保新鲜度; 下游端优化物流配送, 实现每日配送或一日多配, 外卖 30 分钟到家, 公司的存货周转率在行业也处于前列。为了提升品牌知名度, 以及拉近和年轻消费者的距离, 2018 年签约胡一天成为品牌代言人, 2020 年 5 月签约顶流王一博成为品牌代言人, 发布会当日线上销售额突破千万, 新鲜零食礼盒销售达 57000 盒, 客流量破 145 万, 新增粉丝破 17 万, 全渠道新增会员同比增长 558%。

图表 48: 高存货周转率保证零食新鲜送达



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 签约顶流王一博实现品牌年轻化



来源: 国金证券研究所整理

3.3 主线 3: 单品类赛道, 看好行业扩容空间广阔, 具备品牌力和领先优势的龙头公司, 主推绝味食品

- **高增长赛道龙头, 规模优势转换为自身护城河。**绝味食品的主营业务是休闲卤制品, 这是过去几年增长速度最快的品类。整个行业集中度低, 绝味作为龙头市占率不到 10%。而且消费者的品牌意识越来越强, 对产品安全质量的重视越来越高, 品牌连锁店会逐步取代小作坊, 因此作为该行业的全国化连锁品牌商, 绝味有非常大的扩容空间。公司的核心竞争力在于形成了规模化门店, 通过规模优势压缩成本, 形成了自身的护城河。公司主要采取加盟的模式在全国大范围扩张, 截至 2020 年 6 月底, 公司已经拥有 12058 家门店, 在行业竞争初期先于对手实现了跑马圈地和品牌全国化。基于规模效应, 对上游有较好的议价能力, 降低了原材料成本; 26 个生产基地配合完善的供应链系统, 实现高效和低成本配送, 公司的销售管用率、管理费用率低于同行, 存货周转率优于同行。

图表 50: 借助加盟业务领先对手完成全国扩展

	门店数量	分布范围
绝味食品	12058	全国
周黑鸭	1367	华中, 华东, 华南
煌上煌	4152	江西、福建、广东、浙江

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 为 2020 年中报数据

图表 51: 绝味食品的费用率和周转速度优于对手

	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
营业总收入 (亿元)	24.13	9.09	13.65
销售费用率 (%)	9.74	50.78	13.01
管理费用率 (%)	6.04	8.95	8.20
总资产周转率 (次)	0.44	0.17	0.48
存货周转率 (次)	2.56	1.10	1.64

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 为 2020 年中报数据

四、风险提示

- **宏观经济波动风险。**由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性, 若经济增长不及预期, 消费需求存在下降风险。
- **行业竞争加剧的风险。**当前休闲食品行业集中度仍较分散, 各家竞争较为激烈, 如果未来行业竞争进一步加剧, 费用投放超预期, 不利于行业良性发展。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准, 若出现食品安全问题, 将会严重影响口碑与销售。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH