

食品饮料

休闲零食：品类 or 渠道？优质供应链价值凸显

小零食，大生意：万亿市场规模，顺应消费升级。休闲零食行业发展顺应人们对品质、健康生活向往，消费群体以 18-35 岁年轻女性为主，购买行为具有冲动性且消费频次高。休闲零食万亿市场规模仍稳健增长，消费升级驱动下，行业量、价均有提升空间。

从品类角度看，优选赛道，创新扩容。休闲零食品类分散，赛道长、增速高，竞争格局好的品类是可以做大的好生意。当前品类发展的痛点是同质化程度高、品牌黏性不足，行业格局分散。未来品类发展的趋势是产品健康、便捷、品质化，产品、技术、业态创新推动传统品类焕发新生机。

从渠道角度看，多元化同时稳定性趋弱。休闲零食消费人群及场景广泛、注重购买便利性，渠道网络极为重要。零食连锁品牌顺应第三消费社会发展，个人化、感性化消费崛起。品类管理占优，品牌连锁业态坪效高于商超卖场。不同渠道的流量特征存在差异：商超是稳健的流量来源；品牌连锁重点在于高转换率；线上电商需要品牌效应引流，获客成本提升。

不同业态模式之辩：制造型 VS 渠道平台型

对于制造型企业而言，品类扩张是关键词。单一品类易触碰增长瓶颈，构建多品类组合是必经之路。制造类零食企业具有明显的规模效应，新品类放量后毛利率改善明显。

渠道平台型企业是更复杂的生意，效率为王。休闲零食从多品类到多品牌，多流量入口及媒介方式，使得生意更为复杂，技术驱动效率。渠道平台型企业供应链的难点之一是代工供应商品质及稳定性保证，之二是仓储及物流配送效率提升。

发展趋势：互补互利，优质供应链价值凸显。互补互利体现为，优秀的制造型企业可以利用供应链优势进行贴牌加工，同时不会威胁到品类龙头地位。传播媒介发展使新品牌认知门槛降低，优质供应链重要性凸显。

从财务角度看两种业态模式差异：1) 收入端驱动因素不同。开店逻辑驱动下收入增速与门店拓展挂钩，品类扩张驱动下收入业绩弹性大。**2) 毛销差影响因素不同。**渠道平台型企业关注折扣促销力度，制造型企业关注规模效应。**3) 销售模式不同决定费用构成差异：**渠道平台型企业促销、物流费用居多，制造型企业市场费用、员工支出居多。**4) 盈利能力不同。**制造型企业净利润率中枢在 10-15%，渠道平台型企业为个位数。**5) ROE 侧重不同。**横向看渠道平台类需关注周转效率，纵向看盈利能力是驱动 ROE 主导因素

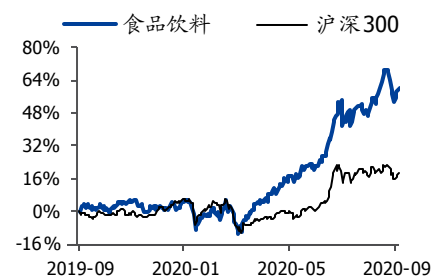
休闲零食行业适合采用相对估值法。制造类休闲零食企业适用 PEG 估值法，业绩驱动股价增长，PEG 中枢约为 1-1.2。渠道平台型企业需根据公司战略进行选择，三只松鼠以规模增长为重，PS 倍数在 3 倍左右；良品铺子具有较为稳定利润增长，PE 中枢在 60 倍左右。

投资建议：关注具有优质供应链的休闲零食企业。制造型休闲零食企业中，推荐绝味食品、洽洽食品，建议关注盐津铺子。渠道平台类企业仍处于商业模式摸索阶段，技术驱动供应链效率提升。建议关注良品铺子、三只松鼠。

风险提示：食品质量安全问题、市场需求及消费习惯变化、新开门店选址风险、市场竞争激烈。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈旸

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：安徽白酒实地调研反馈》2020-09-13
- 2、《食品饮料：啤酒中报总结：Q2 动销回暖，业绩弹性增强》2020-09-06
- 3、《食品饮料：休闲食品中报总结：卤制品逆势扩张，休闲零食毛销差扩大》2020-09-06



内容目录

一、为什么说小零食，大生意？	4
1.1 品类角度：优选赛道，创新扩容	6
1.1.1 赛道长、增速高，竞争格局好的品类是可以做大的好生意	6
1.1.2 我国休闲零食品类发展的痛点：同质化程度高、品牌黏性不足，行业格局分散	7
1.1.3 休闲零食品类发展趋势：产品健康、便捷、新鲜，业态创新	8
1.2 渠道变迁：多元化同时稳定性趋弱	9
1.2.1 零食连锁业态的兴起：从物质到服务，感性化消费	10
1.2.2 不同渠道的流量特征存在差异	11
二、不同业态模式之辩：制造型 VS 渠道平台型	12
2.1 制造型企业：品类扩张是关键词	13
2.2 渠道平台型企业：更复杂的生意，效率为王	14
2.3 发展趋势：互补互利，优质供应链价值凸显	17
三、财务角度对比分析	18
3.1 财务报表的构成及差异	18
3.2 ROE 分析：周转和盈利能力的平衡	20
四、休闲零食行业估值探讨	22
五、投资建议	23
六、风险提示	24

图表目录

图表 1: 休闲零食消费群体以女性为主	4
图表 2: 休闲零食消费主力在 18-35 岁之间	4
图表 3: 休闲零食消费频次高	4
图表 4: 我国休闲零食行业规模(亿元)	5
图表 5: 我国居民人均粮食消费量逐年减少	5
图表 6: 美国休闲零食消费占比更高	5
图表 7: 我国休闲零食单价持续增长	6
图表 8: 各国休闲零食人均消费额(元)	6
图表 9: 我国休闲零食消费结构	6
图表 10: 美国休闲零食消费结构	6
图表 11: 休闲零食细分品类规模、增速和集中度比较	7
图表 12: 我国甜食零售市场规模(亿元)	8
图表 13: 我国糖果行业竞争格局	8
图表 14: 一级市场休闲零食投资品牌	8
图表 15: 盐津铺子仿肉类休闲豆制品	9
图表 16: 磨逗豆制品连锁门店	9
图表 17: 我国休闲零食行业三个发展阶段	10
图表 18: 母婴连锁销售占比持续增长	11
图表 19: 我国休闲零食行业渠道销售占比(2018年)	11
图表 20: 超市及连锁业态坪效比较	11
图表 21: 不同渠道流量特征的比较	12

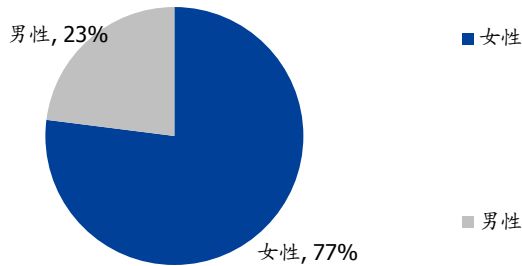
图表 22: 休闲零食销售渠道比较.....	12
图表 23: 洽洽瓜子及坚果收入增长.....	13
图表 24: 盐津铺子以烘焙产品为第二增长曲线.....	13
图表 25: 主要休闲零食企业固定资产规模(亿元).....	14
图表 26: 以洽洽食品为例看休闲零食行业成本构成.....	14
图表 27: 盐津铺子烘焙产品收入(百万元)及增速.....	14
图表 28: 盐津铺子烘焙产品毛利率变化.....	14
图表 29: 三只松鼠对公司定位描述的变化.....	15
图表 30: 三只松鼠 2019 年生产人员数量大幅提升.....	15
图表 31: 三只松鼠固定资产增加.....	15
图表 32: 良品、松鼠运杂及仓储费用变化趋势(百万元).....	16
图表 33: 三只松鼠城市仓分布及货品流转示意图.....	16
图表 34: 公司供应链体系.....	16
图表 35: 旺旺 OEM 食品代工发展事业部.....	17
图表 36: 元气森林自建生产基地.....	17
图表 37: 三只松鼠、良品铺子多品牌战略.....	18
图表 38: 绝味食品开店数量及收入增速.....	18
图表 39: 良品铺子开店数量(个)及线下渠道收入(百万元)增速.....	18
图表 40: 洽洽食品收入及增速.....	19
图表 41: 盐津铺子收入及增速.....	19
图表 42: 良品铺子毛销差.....	19
图表 43: 盐津铺子毛销差.....	19
图表 44: 良品铺子销售费用构成.....	20
图表 45: 盐津铺子销售费用构成.....	20
图表 46: 主要休闲零食企业净利润率变化情况.....	20
图表 47: 良品铺子存货周转率领先行业.....	21
图表 48: 主要休闲零食企业 ROE 拆分.....	21
图表 49: 盐津铺子单季度业绩增速及 PE-TTM 走势.....	22
图表 50: 盐津铺子预测 PE 及预测 PEG 变化.....	22
图表 51: 洽洽食品单季度业绩增速及 PE-TTM 走势.....	22
图表 52: 洽洽食品预测 PE 及预测 PEG 变化.....	22
图表 53: 三只松鼠单季度收入增速及 PS-TTM 走势.....	23
图表 54: 良品铺子预测 PE 及预测 PEG 变化.....	23

一、为什么说小零食，大生意？

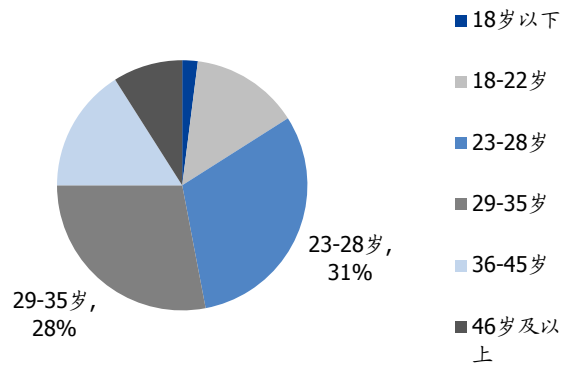
休闲零食行业发展顺应人们对品质、健康生活的向往。休闲零食是指正餐以外，与“主食”相对应的食品集合，是一种冲动型购买的非必需消费品，满足消费者闲暇享受、情感交流、健康等多样化需求。随着人均可支配收入增长，人们对生活品质更加关注，不仅满足于“吃饱”，而且要“吃好”，零食饮料消费支出逐步增加。

休闲零食消费者画像：以18-35岁的年轻女性为主。根据良品铺子消费者大数据，77%的消费者为女性，并且18-35岁消费者占比接近3/4。从职业构成看，白领是休闲零食消费主力（占比约47%），其次是事业机关、自由职业者、家庭主妇及学生群体。这类消费群体通常喜爱新鲜事物并注重改善生活品质，在购买行为上具有冲动性，同时重视产品品质及服务，对品牌认可度高但忠诚度低。此外，随着休闲零食消费方式更加便捷，其消费频次通常高于酒水、粮油调味品以及日常生活用品。

图表 1: 休闲零食消费群体以女性为主



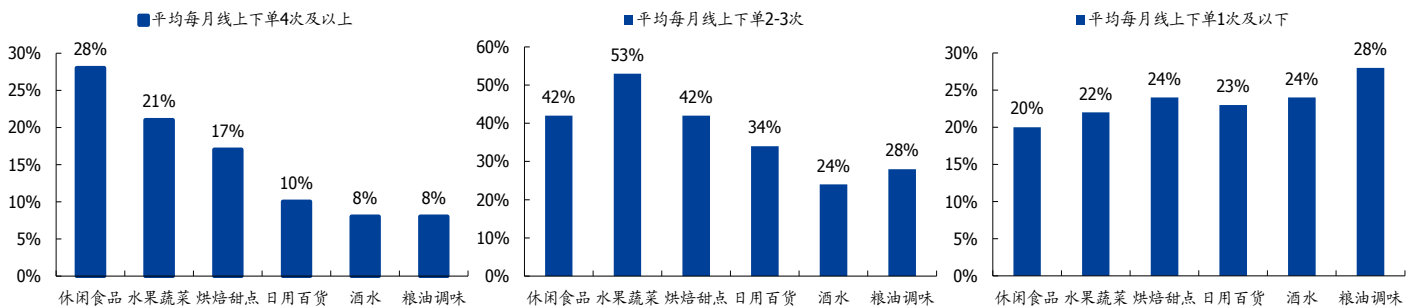
图表 2: 休闲零食消费主力在18-35岁之间



资料来源：良品铺子消费者大数据，国盛证券研究所

资料来源：良品铺子消费者大数据，国盛证券研究所

图表 3: 休闲零食消费频次高

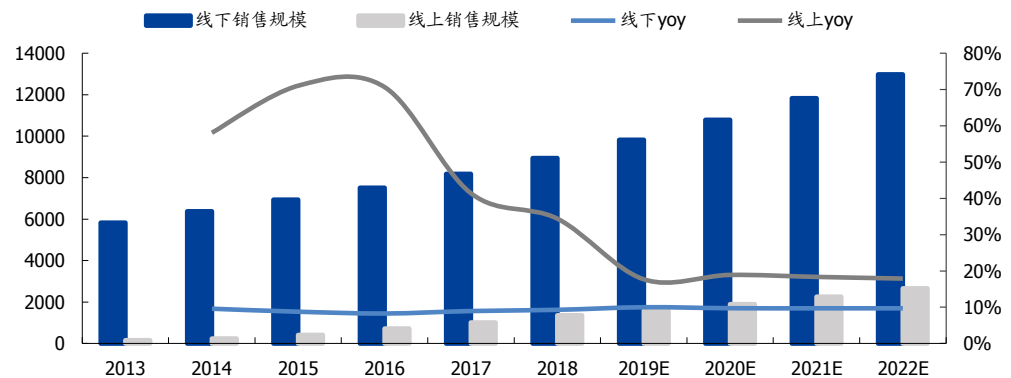


资料来源：尼尔森，国盛证券研究所

休闲零食万亿市场规模仍稳健增长，线上渗透率提升。基于庞大消费人群及高购买频次，我国休闲零食行业整体市场空间大并且仍处于成长阶段。2018年休闲零食行业零售额规模达到10297亿元，2013-18年行业规模增长CAGR为11.5%，其中线上CAGR约为54.5%，线下CAGR为9.0%。2013年后随着电商和快递物流的快速发展，以及“双十

一”、“618”等购物节活动的出现，消费者逐步培养成线上消费习惯。休闲零食线上渗透率自2013年2.6%提升至2018年的13.2%，但考虑到休闲零食消费的冲动性、即时性和便利性，线下消费依然是主流。预计2019-2022年我国休闲零食行业规模仍保持11%左右复合增速，至2022年达到1.3万亿，其中线下渠道复合增速约为10%，线上渠道复合增速约为18%。

图表4：我国休闲零食行业规模(亿元)

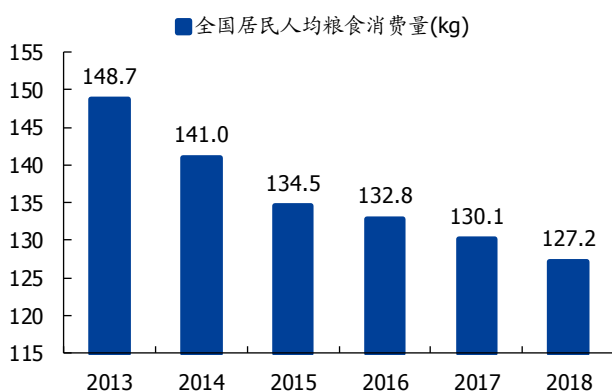


资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

消费升级驱动，休闲零食行业量、价均有提升空间。2019年我国居民人均可支配收入达到3万元，2013-2019年增长CAGR达到9%；2017年全国居民恩格尔系数首次低于30%，已达到联合国富足标准。收入水平和消费能力持续增加对我国居民食品消费结构产生影响，为休闲零食行业提供了成长的沃土。

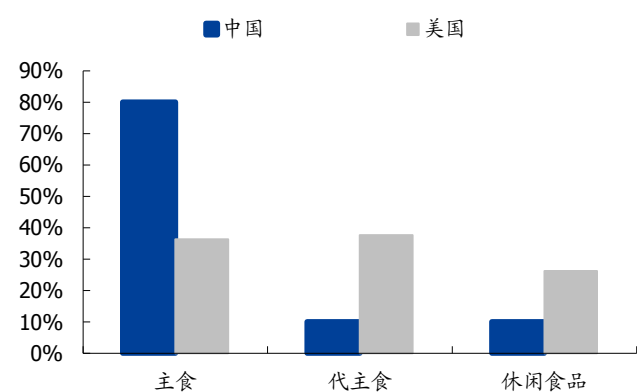
✓ **量：代餐需求推动人均休闲零食消费量增长。**由于城市生活节奏加快、家庭规模变小，准备三餐的时间减少，零食的代餐需求日益增加。伴随收入水平和消费能力提升，我国居民人均粮食消费量(包括谷物、薯类、豆类)逐年下降，代主食(方便食品、速冻米面、小吃)及休闲零食保持稳定增长。这一趋势在发达国家更为明显，全球年轻消费者下厨时间逐步缩短，更倾向于便利的方便食品和休闲零食。我国主食消费占比约80%，代主食、休闲零食分别占比约10%；美国主食、代主食、休闲零食消费占比分别为36.3%、37.6%、26.2%。

图表5：我国居民人均粮食消费量逐年减少



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表6：美国休闲零食消费占比更高

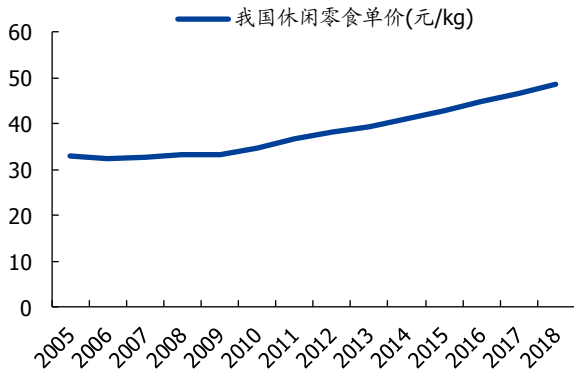


资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

✓ **价：消费升级趋势下对品质和健康的诉求。**2010年后休闲零食单价快速上行，2018年达到48.6元/kg，2010-2018年增长CAGR为4.2%。电商和海淘兴起后，品类丰富、口味新奇、品质上乘的进口零食受到消费者欢迎，2017年我国食品进口占进口

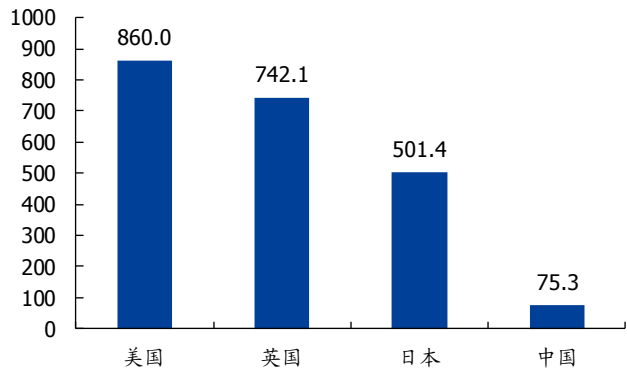
商品总额从4.6%提升至6.8%，跨境电商进口消费者人数在2015-2017年之间增长10倍，进口食品品牌及种类不断丰富，其中休闲零食最受欢迎。2018年进口食品零售额占中国整体休闲零食市场约3%-5%。当前我国休闲零食人均消费额仅为75.4元，与发达国家相比差距较大。

图表 7: 我国休闲零食单价持续增长



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 8: 各国休闲零食人均消费额(元)

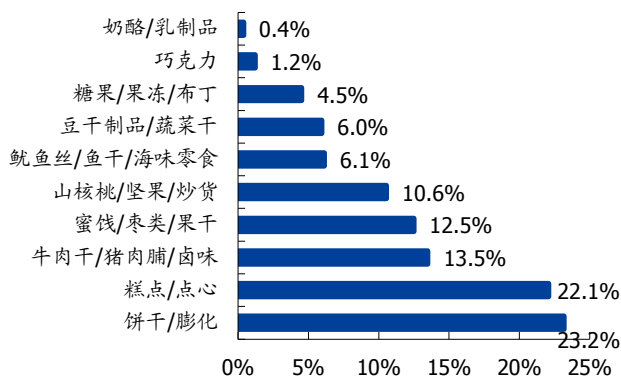


资料来源: 艾媒数据, 国盛证券研究所

1.1 品类角度: 优选赛道, 创新扩容

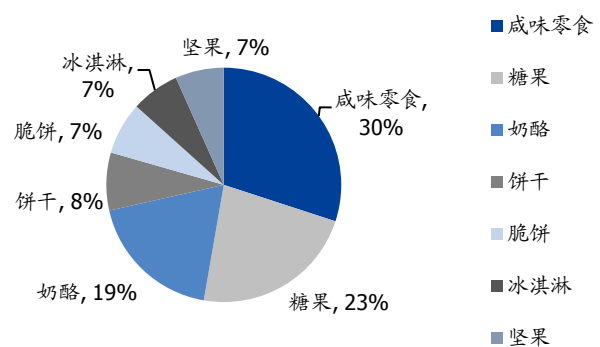
休闲零食品类分散, 优选细分赛道。我国万亿休闲零食行业细分品类众多, 由于我国地大物博且饮食文化丰富, 相比于美国而言, 我国休闲零食消费结构更加分散。根据阿里平台数据, 饼干/膨化、糕点/点心市场规模领先, 其次是肉类卤味、蜜饯果干、坚果炒货。由于饮食习惯差异, 我国奶酪、糖果类零食占比较美国偏低, 而具有中国特色的卤味、素食及炒货类零食也逐步通过工业化生产、包装化率提升向休闲消费场景渗透。

图表 9: 我国休闲零食消费结构



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 10: 美国休闲零食消费结构



资料来源: statista, 国盛证券研究所

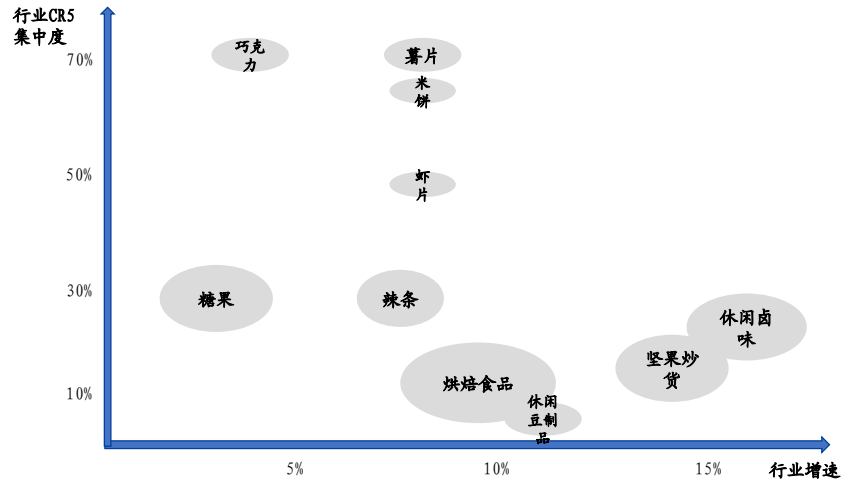
1.1.1 赛道长、增速高, 竞争格局好的品类是可以做大的好生意

我们从市场规模、行业平均增速以及行业集中度的角度, 选取具有代表性的几个休闲零食细分品类进行比较。从企业选择进入一个新品类的角度, 则品类市场规模大、景气度上行, 以及没有寡头垄断的强势品牌是较好的选择。

休闲卤味、坚果炒货、烘焙食品是优选赛道。我国烘焙食品、休闲卤制品、坚果炒货的行业空间在千亿以上，且行业平均增速在 10-15%，仍处于景气上行阶段。当前行业 CR5 集中度分别是 11%、20%和 17%，仍处于较低水平。该领域头部品牌资本化率较高，营收规模在 20-50 亿区间，未来有望通过继续提升市场份额成长为百亿收入公司。

膨化食品、糖果及巧克力已较为成熟，新进入者难有突破。当前我国膨化食品、糖果及巧克力行业平均增速在 5-8%，由于外资品牌长期培育占据先发优势，消费者对头部品牌认知度高。如巧克力、薯片 2018 年市场规模分别为 224 亿元、231 亿元，CR 5 市场份额均在 70%左右，外资品牌玛氏、费列罗、乐事处于寡头垄断地位。

图表 11: 休闲零食细分品类规模、增速和集中度比较



资料来源:《中国食品工业年鉴》, 国盛证券研究所整理

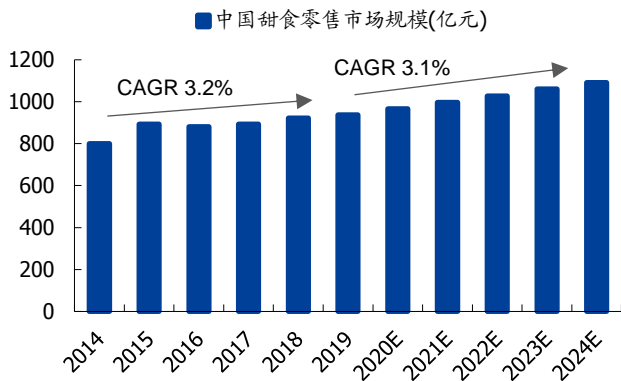
1.1.2 我国休闲零食品类发展的痛点: 同质化程度高、品牌黏性不足, 行业格局分散

我们以甜食品类作为代表, 发现成熟品类在多年发展后仍然呈现创新不足、高分散度的状态。这些品类的新进入者即使在产品口味、包装上有所创新, 但因为容易模仿, 1-2年后便失去了竞争优势。只有在品牌营销上占据消费者心智, 才能够获得超额利润率。

甜食市场规模近 900 亿, 消费量缓慢下滑, 市场仍分散。甜食市场已经是较为成熟的行业, 经过高速发展后整体进入调整阶段, 消费升级趋势下均价增长为主要驱动力。2018 年我国甜食市场规模近 900 亿元, 人均年甜食消费量 2013-17 年增长 CAGR 为 -0.6%, 但市场规模 CAGR 约为 4%, 市场平均单价上涨。当前头部企业 CR 5 市占率约为 30%。甜食产品同质化现象明显, 低线市场对品牌认可度仍不高, 因而大量中小企业仍有存活空间。由于甜食行业门槛相对较低, 企业固定资产投资较小、技术难度不高, 2017 年国内烘焙食品级糖制品行业规模以上企业共 3102 家, 同比增加 89 家, 行业中小型企业占比 90%左右。

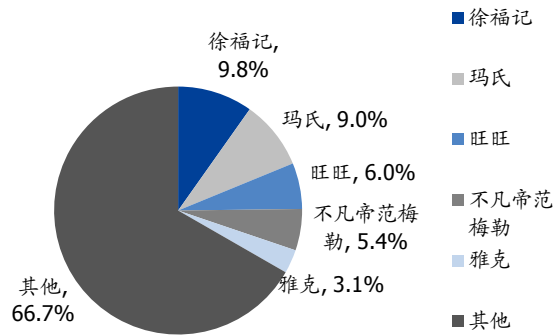
占据消费者心智的高品质品牌才能获得超额利润率。从巴菲特投资的“喜诗糖果”看, 虽然盒装巧克力在美国也是增速缓慢的成熟市场, 但喜诗糖果门店高度集中在加州, 并且在当地拥有极强的品牌忠诚度, 带有礼品属性和情感归属也使得喜诗具备抗通胀能力。从 1972-2006 年, 喜诗糖果收入的 CAGR 为 7.8%, 其中销量复合增速仅有 2%, 其余 5.7%均由价格贡献。

图表 12: 我国甜食零售市场规模(亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表 13: 我国糖果行业竞争格局



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

1.1.3 休闲零食品类发展趋势: 产品健康、便捷、新鲜, 业态创新

随着年轻消费者对健康、便捷和品质的追求, 未来休闲零食品类发展趋势呈现健康化、新鲜、方便速食、人群场景细分等特点。从近期一级市场对新兴零食品牌的投资方向来看, 无论是 2019 年底烘焙品类“满满元气枣糕”、“小白心里软”, 还是近期代餐品牌“王饱饱”、方便速食“自嗨锅”都瞄准年轻消费者对健康、便捷化零食的需求。

图表 14: 一级市场休闲零食投资品牌

品牌	主要产品	融资时间	融资轮次	融资金额	投资机构
妙飞	高钙乳酪棒、芝士奶酪乳酪棒等儿童营养食品	2020年7月	战略投资	--	经纬中国
自嗨锅	自热方便火锅	2020年5月	B轮	亿元以上人民币	经纬中国
磨逗	豆制品连锁品牌	2020年5月	天使轮	1000万人民币	青松基金; 世欣荣和
王饱饱	水果果干麦片、水果坚果麦片等休闲代餐产品	2020年4月	B轮	1亿人民币	黑蚁资本(领投) 祥峰投资等
a1 零食研究所	代理雅客 V9、含羞草口袋面包等知名品牌产品。原创自有品牌 A1, 软奶牛轧饼、坚果海苔系列产品。	2020年4月	B+轮	2亿人民币	中金资本; 今日资本等
小白心里软	预包装短保烘焙品牌, 主打产品是酸奶夹心面包	2019年12月	A轮	--	光大控股(领投)
满满元气枣糕	中式烘焙品牌, 主打产品元气枣糕	2019年9月	A轮	300万美元	经纬中国
每日黑巧	自有品牌黑巧克力	2019年8月	天使轮	1000万人民币	青山资本; 逐鹿资本

资料来源: IT 桔子, 国盛证券研究所整理

迎合健康化趋势, 新产品、新技术、新业态推动休闲豆制品焕发新生机。

传统食品休闲化爆发新生机, 保持 10%左右增速。我国休闲豆制品的品类及消费概念自 2008 年“馋嘴猴豆干”推出逐渐成形, 经过近 10 年发展已经成为主流休闲零食。2015-19 年 50 强规模企业用于休闲豆制品的投豆量从 24.8 万吨增加至 37.0 万吨, CAGR 达到 10.6%。2019 年休闲豆制品投豆量占到整体豆制品行业的 15.8%, 市场规模达到 193 亿元。

目前休闲豆制品年销售额过亿的品牌超过 10 家，但尚未有全国化品牌，行业集中度低。龙头上海金丝猴（馋嘴猴豆腐干）在北方市场市占率较高；川渝地区是国内领先的休闲豆干加工集散地，比如本地知名的四川徽记食品“好巴食”豆制品、重庆奇爽（奇爽豆干）。其他企业还包括即将上市的休闲零食及豆制品公司湖南华文食品（劲仔豆干）、祖名豆制品（祖名香逗卷）。

随着消费者健康消费理念提升，新技术、新产品、新业态进一步打开行业空间。近年来以大豆蛋白为原料的仿肉类休闲豆制品上市，受到消费者欢迎，但在口感和产品品质上还有待进一步突破和创新。随着餐饮零售化成为趋势，“磨逗”针对佐餐、早餐、休闲即食场景，将传统家庭作坊式豆腐摊改造为连锁品牌门店，除了现磨产品，还有 20 余种加工食品、豆制菜品。“磨逗”外带式门店坪效高、回本周期短，产品标准化并由中央厨房当日制作、配送，有利于标准化扩张。

图表 15: 盐津铺子仿肉类休闲豆制品



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 16: 磨逗豆制品连锁门店



资料来源：公开资料，国盛证券研究所

1.2 渠道变迁：多元化同时稳定性趋弱

休闲零食具备广泛的消费人群及场景，注重购买便利性，渠道网络建设极为重要。大流通时代以杂货店、商超线下分销网络为主，随着零食连锁店从商超独立诞生一批代工为主的零食连锁品牌，电商渠道兴起带来巨大流量成就了“三只松鼠”互联网零食品牌。

✓ 零食 1.0 时代：20 世纪 90 年代

外资品牌主导，大单品为王，渠道单一。改革开放后，投资和技术进步极大促进了经济增长，食品工业开始迅速发展，人们匮乏的物质需求释放。这一阶段旺旺、统一来大陆建厂，凭借旺旺仙贝、旺旺雪饼、小当家方便面等爆品零食成为家喻户晓的品牌。同时徐福记也进入大陆市场，1992-1998 年占据商超散装糖果市场。喜之郎 1993 年进入果冻行业，5 年后实现了领域垄断。这一阶段销售渠道单一，人们基本通过杂货店、商超购买零食，“大单品+大生产+大渠道+大零售”是主要特点。

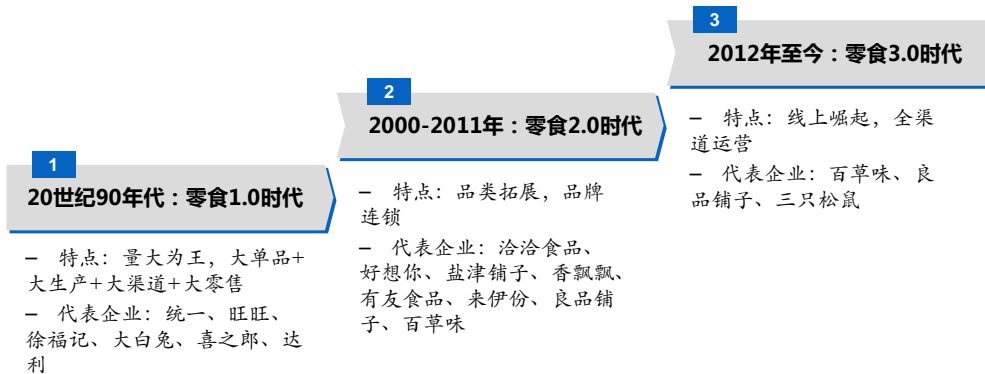
✓ 零食 2.0 时代：2000-2011 年

品类拓展，品牌零食连锁店初露头角。2001 年我国加入 WTO 促进了工业发展，同时国内千禧一代成长为消费主力，需求更加多元化。这一时期洽洽瓜子成为瓜子品类的龙头，香飘飘速溶奶茶打出“杯子连起来可绕地球 2 圈”的广告，盐津铺子也从蜜饯炒货起家发力其他品类。同时零食专业门店这一新兴渠道出现，零食连锁品牌来伊份、良品铺子、百草味先后在线下拓展。

✓ 零食 3.0 时代：2012 年后

线上消费崛起，全渠道运营。随着电商渠道兴起，休闲零食线上渗透率快速提升，代表品牌三只松鼠 2012 年在线上起步，百草味、良品铺子也发力线上渠道。2018 年三只松鼠从线上转投线下获取流量，全渠道运营时代开启。

图表 17: 我国休闲零食行业三个发展阶段



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

1.2.1 零食连锁业态的兴起：从物质到服务，感性化消费

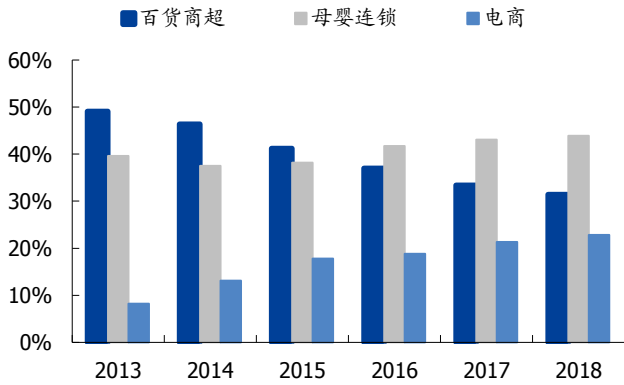
零食连锁品牌顺应第三消费社会发展，个人化、感性化消费崛起：根据《第四消费时代》，第二消费社会家庭是消费的主要单位，超市的营业额达到顶峰。第三消费社会中消费的个人化使得消费结构从物质转变为服务，便利店业态、餐饮及外卖加快发展。第三消费社会的另一变化是“由量到质”，消费者开始崇尚健康，方便面等速食食品都要高端化，提高单价。此外消费从大众到小众，个人的感性化反应到消费活动和商品的选择上，走向适合自我的时代。以零食连锁品牌三只松鼠为例，通过 IP 形象打造统称消费者为“主人”，在坚果包装中增加果壳袋、开口器等贴心举措，增强服务体验获得年轻客户认可。**零食连锁业态相对于商超、线上渠道强化了消费者的服务体验。**零食连锁店通过构建大数据会员系统，能够清晰认知消费者需求和喜好，做到精准推荐，增加购买连带率；另一方面也可以根据销售数据对门店货品进行调整迭代，进而提升坪效。

零食连锁 VS 母婴连锁：母婴连锁业态黏性更强，逐步取代百货商超

为什么母婴行业更适合专业连锁业态？我国母婴行业 3 万亿市场规模，商品、服务规模各半。由于消费者消费目的性强，重体验和服务，购买决策受到口碑、熟人推荐影响大，需要渠道推力促进动销。母婴连锁店通过集中提供母婴用品、母婴服务，增加连带购买率提高坪效。消费者基于对品牌/店主的信任具备较高黏性，产生高频消费的同时也带来新的客流。因而母婴连锁业态逐步替代传统百货商超的销售份额，2018 年母婴连锁销售占比 43.9%，高于百货商超(31.4%)和电商(22.8%)。

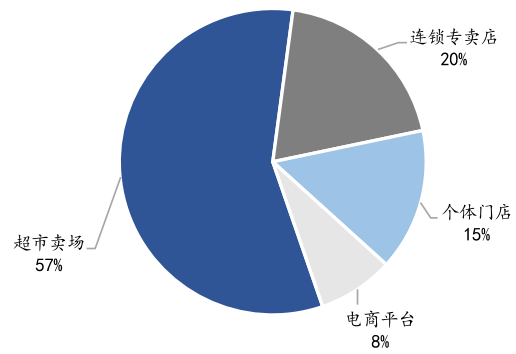
零食和母婴的相同点有哪些？ 1) 主要客户群体有重叠，均是以年轻女性为主；2) 零食消费具有冲动性，易受到推荐、广告和促销活动的影响，因而增加渠道推力能够促进产品动销。3) 行业细分品类众多，标品集中度更高，长尾品类需要渠道推力。我国当前休闲零食消费渠道仍以超市卖场为主，2018 年占比 57%；连锁专卖店销售占比 20%，此外还有 15%为个体门店，8%为电商平台。

图表 18: 母婴连锁销售占比持续增长



资料来源: 艾媒数据, 国盛证券研究所

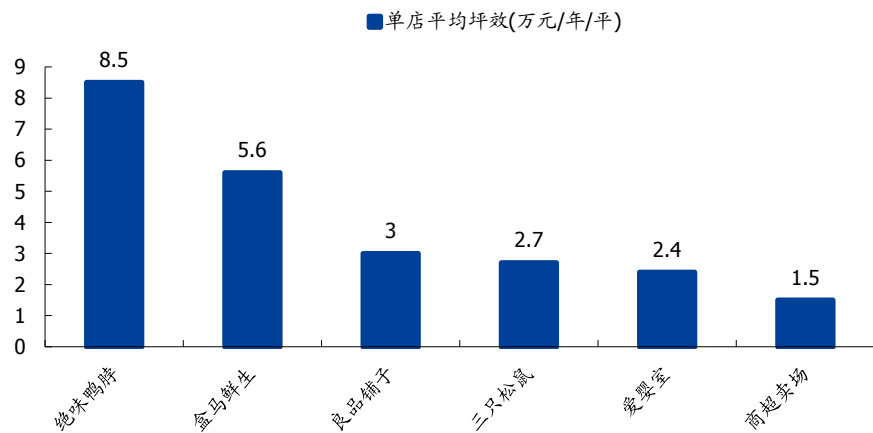
图表 19: 我国休闲零食行业渠道销售占比(2018年)



资料来源: 艾媒数据, 国盛证券研究所

品类管理占优, 品牌连锁业态坪效高于商超卖场。由于国内休闲零食品类多达几万种, 而陈列是有限的, 因而我们认为提升坪效的主要矛盾来自于品类管理, 本质上是可以过信息化、数字化来解决的事情。品牌连锁业态能够不断在门店进行滞销品淘汰和上新的动作, 频繁时门店每两周就有约 30% 的产品更新, 为消费者创造新鲜感。此外以良品铺子、三只松鼠为代表的新零售品牌通过搭建会员系统, 利用数字化及信息化能够实现消费者喜好的甄别, 与门店产品陈列进行匹配。增加新客连带率、回头客上门频率, 从而带动门店整体销售良性增长。良品铺子、三只松鼠的坪效均在 3 万元/平左右, 高于传统商超卖场的 1.5 万元/平。

图表 20: 超市及连锁业态坪效比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

1.2.2 不同渠道的流量特征存在差异

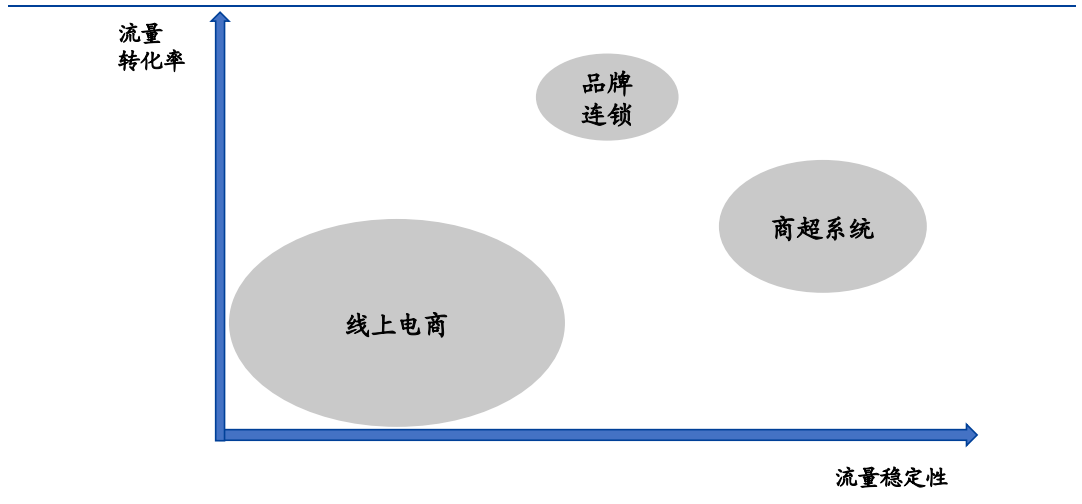
销售收入=流量*流量转化率*客单价, 我们主要从流量大小、稳定性、转化率三个角度来进行比较。

- ✓ **商超是稳健的流量来源: 流量中、稳定性强、转化率中。**商超卖场覆盖周围 3 公里的消费人群, 客流量稳定, 点状的商超卖场编织成渠道网络。由于生鲜、日用品复购频率较高引流, 带动其他品类销售, 流量转化率属中等水平。
- ✓ **品牌连锁重点在于高转换率: 流量小、稳定性中、转化率高。**品牌连锁门店数量、

选址布局决定其流量大小，且由于功能专业化，流量稳定性弱于商超系统。以美妆、母婴及零食为代表的细分品类从商超卖场独立，更强调用户的体验感与交互性，从而提升流量转化率、客单价。

- ✓ **线上电商需要品牌效应引流，获客成本提升：流量大、稳定性弱、转化率低。** 电商打破了时空限制，流量覆盖面极大。但由于线上竞争激烈，消费者比价方便对价格敏感度更高、品牌忠诚度低，叠加平台对流量分配机制具有不确定性，线上流量稳定性较差，转化率也相对低。

图表 21: 不同渠道流量特征的比较



资料来源：国盛证券研究所整理

二、不同业态模式之辩：制造型 VS 渠道平台型

休闲零食行业目前存在三种主流的渠道模式，制造型企业以“商超+经销”为主，渠道平台型“线上+线下”融合。2012年以后线上渠道销售快速增长，但2017年消费者开始回归实体店，尤其是购物中心和品牌连锁店。良品铺子通过“线下+线上”，2018年线下、线上销售占比分别为54.5%、45.5%。三只松鼠“线上+线下”，于2016年在线下开设第一家投食店，2018年线上、线下销售占比分别为89.2%、10.8%，并提出到2020年开出1000家线下门店的目标。

图表 22: 休闲零食销售渠道比较

模式	商超+经销	自建品牌连锁门店	线上渠道
特点	大生产+大品牌，具备大单品，单品类规模效应明显。	通过直营、加盟模式在商超以外建立零食品牌连锁门店，既是品牌商也是渠道，重视消费者购物体验。	通过电商平台进行销售，品牌拉力强、品类丰富。
优势	现成渠道，铺货速度快，依靠经销商实现跨区域全国销售布局。	品类丰富，集中陈列，便于对消费者进行引导，满足一站式购物体验，客单价更高。	借助电商平台能够迅速实现全国化销售，触达人群广、销售规模大。与消费者互动密切，便于进行消费数据分析。
劣势	商超品类众多，缺乏对消费者引导，不利于新兴品牌发展。	自建渠道成本高，区域扩张较慢；门店选址有风险。	电商平台获客成本、话语权日益提升，流量不稳定、盈利能力较低。
代表企业	洽洽食品、盐津铺子	良品铺子、来伊份	三只松鼠、良品铺子、百草味

资料来源：国盛证券研究所整理

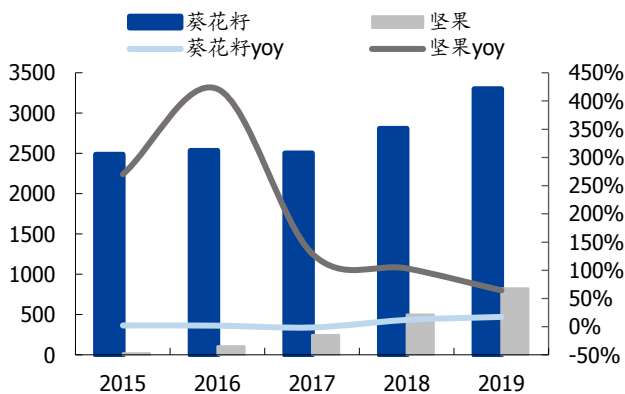
2.1 制造型企业：品类扩张是关键词

单一品类易触碰增长瓶颈，构建多品类组合是必经之路。休闲零食细分品类众多、同质化程度较高，产品线丰富且更新变化快，单品类中集中度提升难度较大。因此休闲零食企业通常从某一品类起家，在消费者心中建立品牌认知度，当品类增速放缓后打造第二、第三增长曲线，借助完善的分销网络扩大营收规模。

例如洽洽食品 2001 年从包装瓜子起家，通过工艺、营销和渠道创新成为包装瓜子龙头，2015 年洽洽在包装瓜子市占率达到 41%。2008 年开始尝试进行多元化涉足薯片、果冻和调味品业务，但是由于这些品类已较为成熟、竞争格局稳固，表现平淡。2018 年重新确立战略重心，进军坚果行业，打造小黄袋大单品为第二增长曲线。

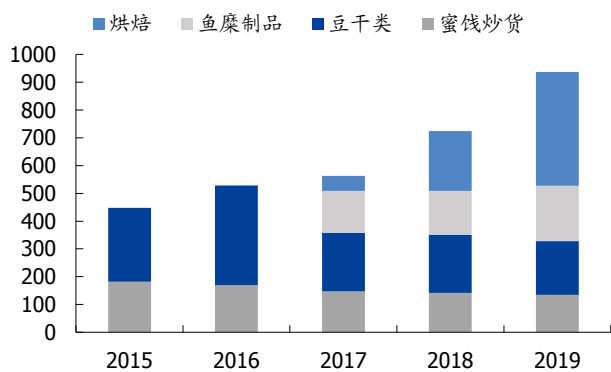
盐津铺子定位为“小品类休闲零食企业”，2016 年确立产品规划为“新型豆干+烘焙糕点+满口香炒货+其他小品类”产品组合；2017 年进一步优化为“新型豆干+烘焙糕点+果干+其他小品类”产品组合，2018 年公司重点推出烘焙系列新品，烘焙品类迅速成为公司第二增长曲线。

图表 23: 洽洽瓜子及坚果收入增长



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 24: 盐津铺子以烘焙产品为第二增长曲线

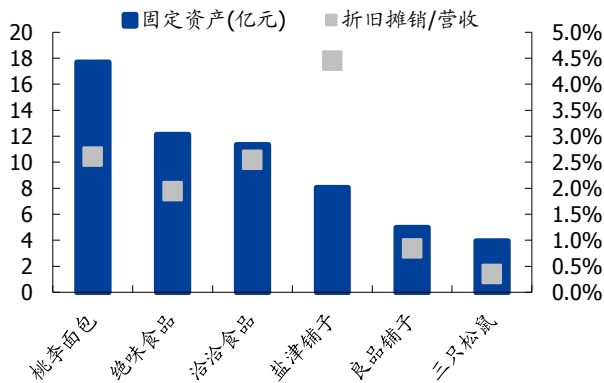


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

制造类零食企业具有明显的规模效应。制造类休闲零食公司固定资产较多，桃李面包、绝味食品及洽洽食品固定资产规模均超过 10 亿元，其中绝味在全国布局近 20 家工厂，桃李面包也布局有 6 个生产基地，并仍有 4 个基地在建。从折旧摊销占营收比重看，制造类企业平均在 2-3%，盐津铺子达到 4.5%，而良品铺子、三只松鼠分别占比 0.8%/0.4%。因而对于制造类企业而言，品类达到一定体量规模后利润弹性增强。

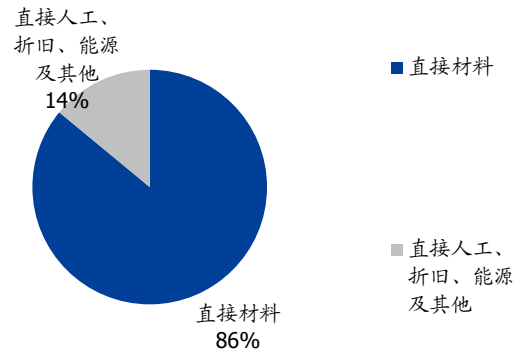
盐津铺子烘焙、鱼糜产品放量后毛利率改善明显。烘焙系列产品规模自 2017 年 0.54 亿元增长至 2019 年的 4.1 亿元，毛利率也从 24% 提升至 39%。而鱼糜产品销售规模自 1.5 亿增长至 2 亿后，毛利率自 57% 提升至 64%。

图表 25: 主要休闲零食企业固定资产规模(亿元)



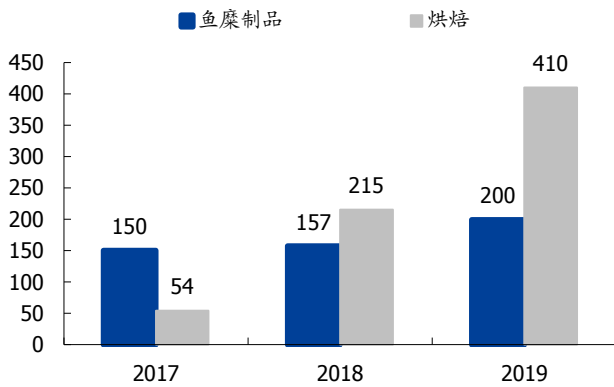
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 以洽洽食品为例看休闲零食行业成本构成



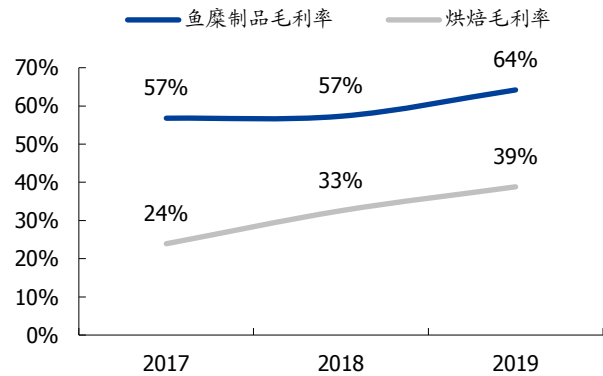
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 盐津铺子烘焙产品收入(百万元)及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 盐津铺子烘焙产品毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 渠道平台型企业: 更复杂的生意, 效率为王

如何对新兴的品牌连锁零食企业进行定位是市场讨论的热点之一: 我们翻阅年报发现, 来伊份将自己定义为“一家经营自主品牌的休闲零食全渠道运营商, 致力于构建国内领先的专业化休闲零食连锁经营平台”; 三只松鼠对企业的描述为“以休闲零食为核心的制造型自有品牌多业态零售商”; 良品铺子的公司介绍为“一家通过数字化技术融合了供应链管理 & 全渠道销售体系, 开展高品质休闲零食业务的高端零食品牌运营企业”。此外可以发现三只松鼠、良品铺子均提到了“数字化”、“供应链”, 体现出行业未来发展的方向和重点。本文为区别于制造类零食企业, 且从渠道和流量来源角度出发, 将三只松鼠、良品铺子为代表的新兴零食企业定位于由数字化驱动的渠道平台型企业。

多品类到多品牌, 多流量入口及媒介方式, 使得生意更为复杂, 技术驱动效率。渠道平台型休闲零食企业不依赖单品类驱动, 产品 SKU 更多、迭代更快, 对管理能力要求高。回顾三只松鼠, 早期通过坚果单品类突破建立品牌知名度, 在阿里线上流量入口集中的红利期, 逐步发展成为多品类综合休闲零食品牌。伴随线上红利逐步减弱, 三只松鼠开始摆脱“电商”的称号拓展线下门店, 全渠道运营。对三只松鼠而言, 既要把控上游 400

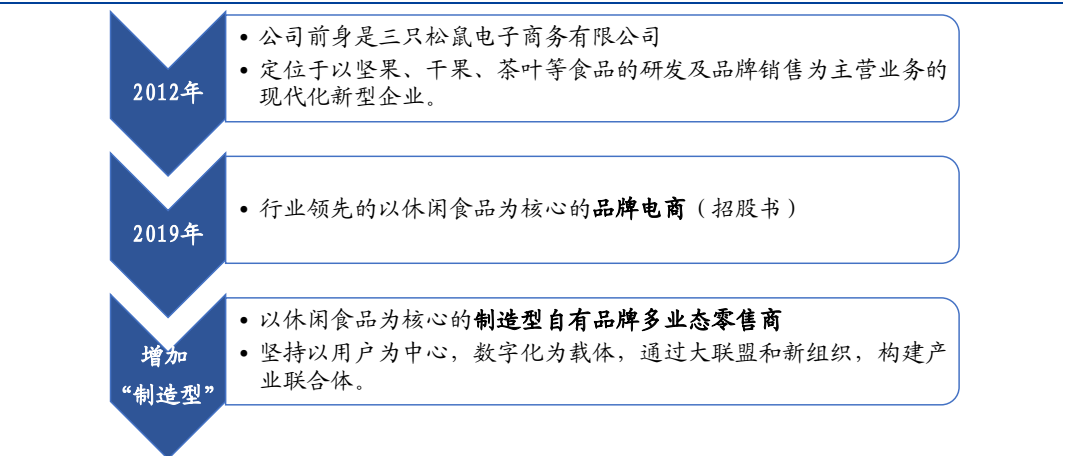
多个供应商稳定高品质供货，保障物流配送高效及时，还要保障向线下渠道门店稳定供货，并不受线上价格体系影响，是难度较高的生意模式。因而对于渠道平台型企业而言，在零碎的需求及场景下，进行多品类流动管理和需求管理，数字化、信息化技术保障高效率至关重要。

✓ 供应链的难点之一：代工供应商品质及稳定性保证

上游供应商品质安全、经营稳定性是代工模式下的痛点。三只松鼠 2017、2019 年发生过多次食品安全问题，代工模式下无法保障食品质量的风险暴露。2020 年上半年良品铺子由于 2 家供应商经营不善、处于停业状态将预付货款计提坏账准备。

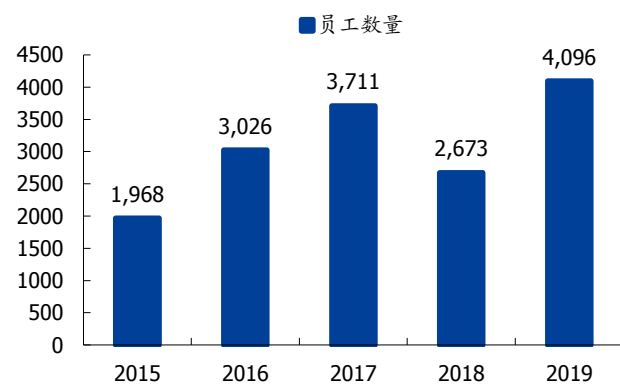
三只松鼠加强制造端，提出转型为“制造型自有品牌多业态零售商”。公司计划在未来五年打造六大新制造园区，与上游供应商以联盟的形式共建“产业联合体”。2019 年公司启动安徽芜湖数字化制造园区的建设，该园区包括制造加工、仓配、物流等功能，并且还会提供包括共享检测、共享仓储设施、人力服务、金融支持等在内的基础设施支持。首批松鼠供应链配套 11 家企业将于 2021 年入园投资，后期 20 余家企业也将于十四五期间陆续入驻园区。2019 年三只松鼠生产人员自 279 人陡增至 1519 人，占总员工人数的 37%。

图表 29: 三只松鼠对公司定位描述的变化



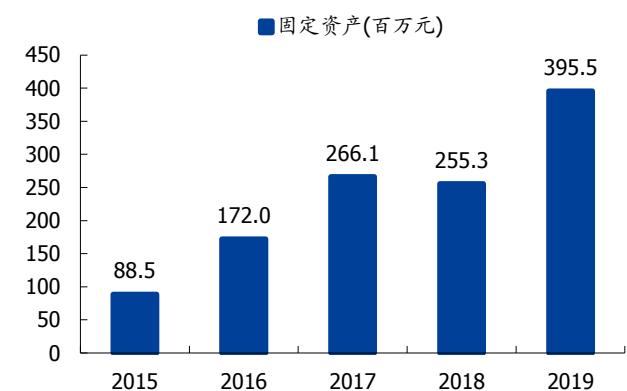
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 30: 三只松鼠 2019 年生产人员数量大幅提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 31: 三只松鼠固定资产增加



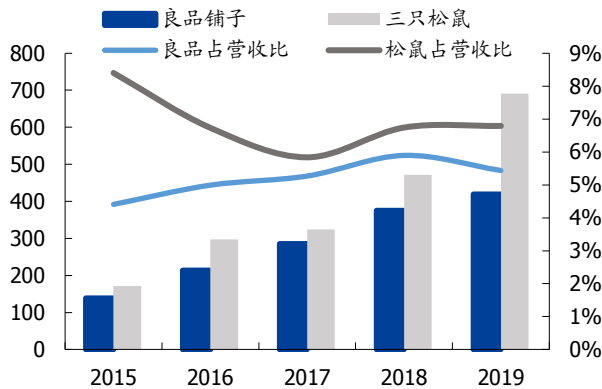
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

供应链的难点之二：仓储及物流配送效率

休闲零食零碎的需求及场景，考验渠道平台型企业仓储及物流效率。休闲零食 SKU 多达

上万种，符合长尾市场特征，但门店货架、货仓位置有限，如何通过品类管理高效利用货架空间是该类企业需要解决的重要问题。三只松鼠截至2018年已拥有9个自有仓储配送中心和16个外包协作仓，2015年以来运输费用占比自8.4%逐年下行，原因是公司加大“入仓模式”销售，借助菜鸟、京东的仓储及物流配送，公司不需承担运输费、平台服务费。良品铺子线上平台业务不断增长，以及线下门店省外扩张，运杂及仓储费用占营收比自2015年以来逐步提升，同时2016-17年公司在四川新设1个自营仓，于辽宁、陕西、江西等地设立6个外包分仓。随着我国物流服务提供商逐渐开始由“价格优势竞争”阶段步入“品牌服务优势竞争”阶段，物流运输及仓储成本预期未来将有所提升，物流成本上涨将倒逼企业进一步提高仓储物流配送效率。

图表 32: 良品、松鼠运杂及仓储费用变化趋势(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

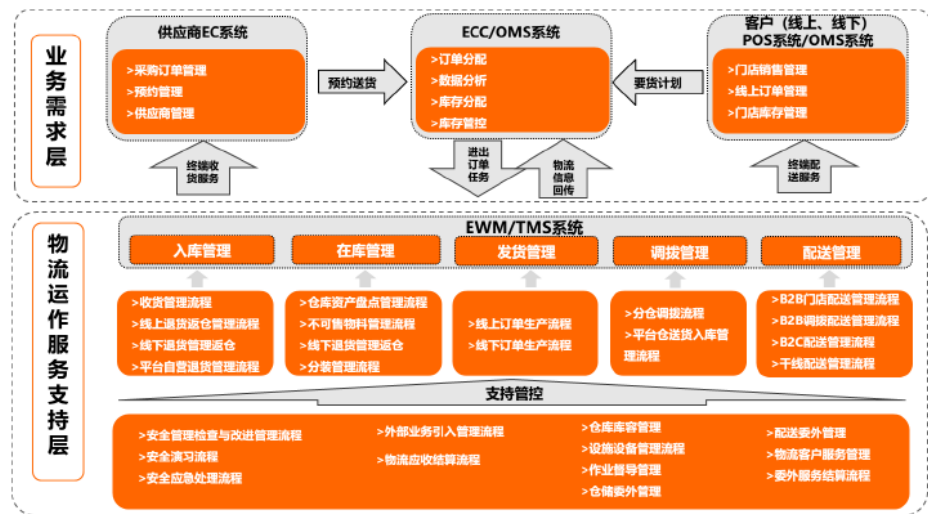
图表 33: 三只松鼠城市仓分布及货品流转示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

数字化驱动，提升物流配送效率。良品铺子构建智慧化的供应链管理平台，从采购端和销售端对大数据进行分析、预测和计划，打通 B2B、B2C、O2O、线下门店等不同渠道的库存，实现数据驱动下的仓货共享，优化货物的周转效率。公司 EWM 系统不仅与各个渠道的销售系统实现联通，而且可以和各物流承运商系统进行数据共享，因此能够对各个订单进行实时监控。良品铺子打造三级响应的仓储体系：中心仓、区域仓、门店。良品铺子利用线下门店网络优势，将门店视为“前置仓”，消费者下单后，信息系统自动匹配门店，而且还能利用门店之间的库存进行调配，给予消费者完美的购物体验。

图表 34: 公司供应链体系



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

2.3 发展趋势：互补互利，优质供应链价值凸显

制造型与渠道平台型企业具有互补互利的关系。制造型企业为提升产能利用率可以帮渠道平台型企业进行代工，例如旺旺作为制造类企业代表，为良品铺子、全家代工米饼、果冻，同时贴牌生产的米饼产品并不会威胁到旺旺雪饼的行业龙头地位。旺旺具备生产端供应链优势，在全国各地设立有34个生产基地，有超过60年的生产管理经验，旺旺集团市面销售产品均可以进行代工，产品种类丰富，满足品牌商一站式采购需求。此外，制造型企业的优质产品也可以借助渠道平台型企业进行销售，例如良品铺子、零食很忙等品牌线下门店中也会销售其他品牌零食。

传播媒介发展使新品牌认知门槛降低，优质供应链重要性凸显。新晋网红品牌元气森林成立于2016年，定位注重健康的年轻女性，主打无糖饮料，在营销方式上采用了日系包装设计、流量明星带货、B站综艺植入、社交内容推广等方式，4年估值达到140亿人民币，2020上半年销售额达到6.6亿元。

元气森林从代工转向自建工厂。元气森林主要产品此前均以代工为主，例如：苏打气泡水是健力宝工厂代工，燃茶、乳茶是统一旗下工厂代工，功能饮料是奥瑞金代工。2020年7月，元气森林第一个自建工厂安徽生产基地建成投产，一期工厂占地100亩，建有3条高速生产线，年产量超4.5亿瓶。自建工厂体现出元气森林在研发和供应链端加强布局，一方面能够保障产品高质高效供应，另一方面能够提高供应链效率。

图表 35: 旺旺 OEM 食品代工发展事业部



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 36: 元气森林自建生产基地



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

“单品牌、多品类”向“多品牌、多品类”发展成为趋势。2020年上半年直播电商发展迅速，同时短视频作为新的媒介形式正逐步占据更长的用户时间，培养了新的消费习惯。短视频形式能以更高效的方式实现产品到用户的链接，新品牌的成长速度更快，门槛也更低。短视频时代营销方式内容化，产品定位更加强调细分人群、细分场景，因此2020年三只松鼠、良品铺子都开启品牌多元化时代。三只松鼠推出四大新品牌：小鹿蓝蓝（定位为互联网婴童食品专业品牌）、养了个毛孩（定位为新一代互联网国货宠粮品牌）、铁功基（定位为新一代互联网快食品牌）、喜小雀（定位为新一代互联网喜礼品牌）。良品铺子推出三个新品牌，分别是针对儿童零食的良品小食仙、针对健身代餐需求的良品飞扬以及针对企事业团购的良品购。

图表 37: 三只松鼠、良品铺子多品牌战略



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

三、财务角度对比分析

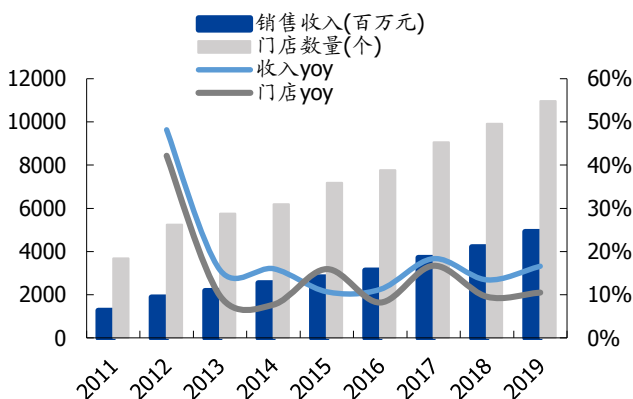
3.1 财务报表的构成及差异

收入端驱动因素不同: 休闲零食企业由于商业模式差异, 收入增长的驱动力可以分为两类, 一类是线下门店拓展驱动, 另一类是新品类增长放量驱动。

开店逻辑驱动, 以绝味食品、良品铺子为代表, 收入增速与门店拓展挂钩。 线下以连锁经营业态为主的休闲零食企业, 当门店运营模型成熟后, 每年保持相对平稳的拓店速度及收入增速, 例如绝味食品在 2017 年后开店策略成熟后, 每年保持 800-1200 家拓店速度, 门店数量和收入均保持 10-15% 增长。良品铺子处于省外横向扩张阶段, 且门店结构处于“开大关小”调整期, 开店数量及收入增速略有波动, 但仍具有相关性。

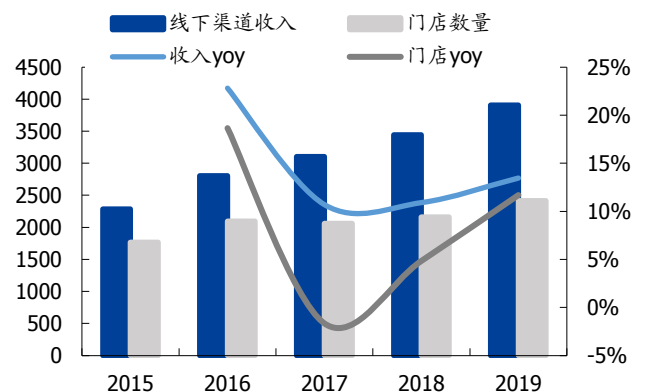
品类扩张驱动, 以洽洽食品、盐津铺子为代表, 收入业绩弹性大。 制造型休闲零食企业依靠经销商网络销售, 杠杆效应明显。当公司涉足新品类, 上市铺货并动销放量后, 收入会有爆发式增长。例如洽洽食品、盐津铺子于 2018-19 年分别推出小黄袋每日坚果、烘焙系列, 品类拓展促进其收入增速大幅改善。

图表 38: 绝味食品开店数量及收入增速



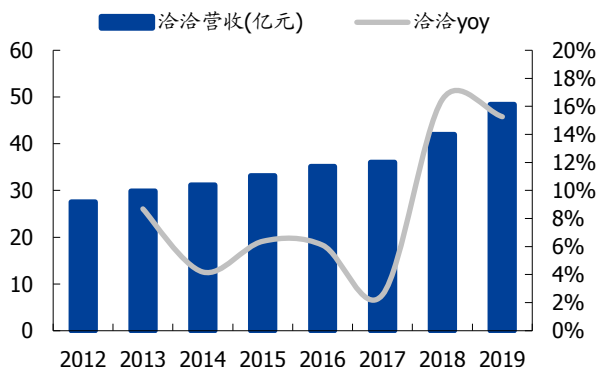
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 良品铺子开店数量(个)及线下渠道收入(百万元)增速



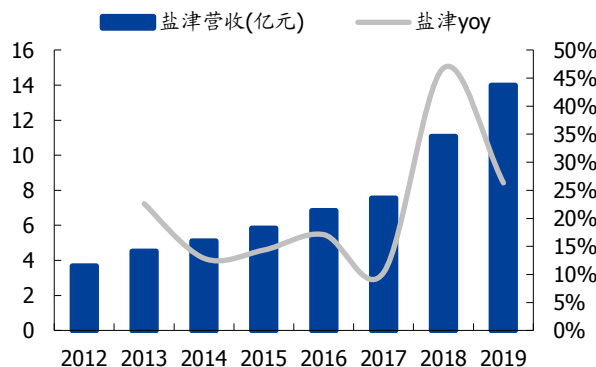
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 洽洽食品收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

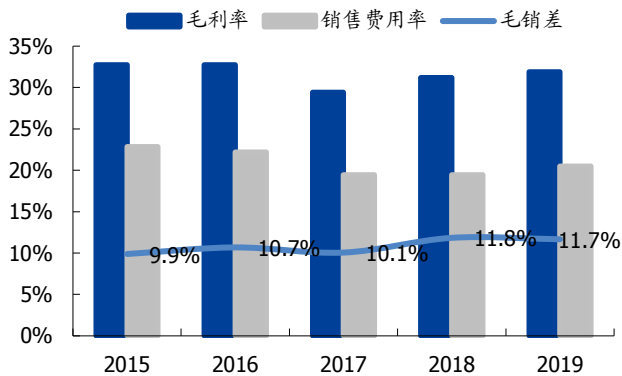
图表 41: 盐津铺子收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

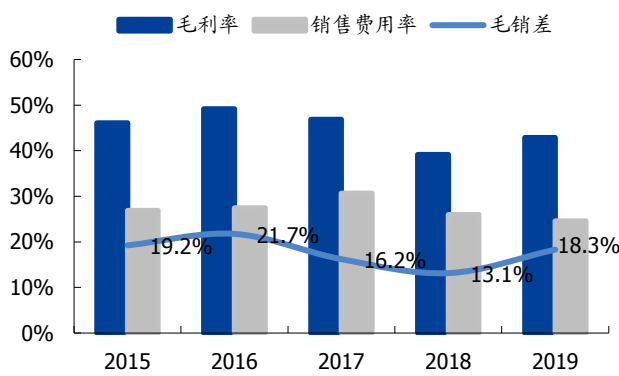
毛销差影响因素不同, 渠道平台型企业关注折扣促销力度, 制造型企业关注规模效应。渠道平台型企业毛销差的变化更多是由公司促销折扣力度决定, 以良品铺子为例, 其向供应商采购需要给予一定毛利率空间, 同时线上渠道毛利率相对较低, 且与公司在线上的促销折扣力度大小有关。制造型企业随着新品类放量毛销差扩大, 新品类刚上市投入费用多, 但生产端尚不具备规模效应, 因而毛销差下降; 当品类培育逐步走向成熟开始放量后, 毛利率提升同时销售费用率下行, 毛销差扩大明显。例如盐津铺子 2017 年推出烘焙系列毛销差下行, 2018-19 年烘焙系列放量后有明显改善。

图表 42: 良品铺子毛销差



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

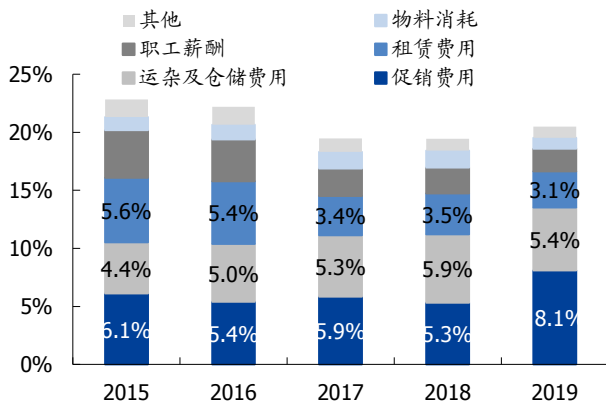
图表 43: 盐津铺子毛销差



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

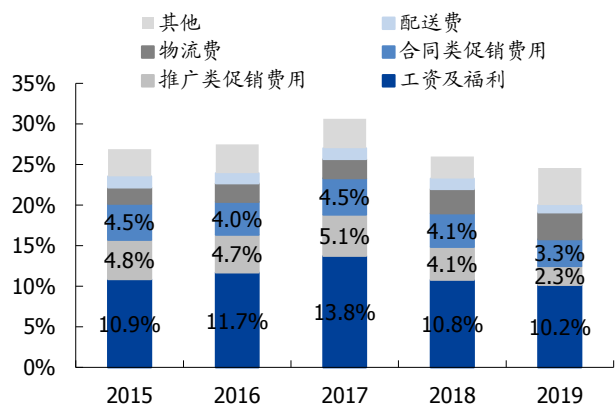
销售模式不同决定费用构成差异: 渠道平台型企业促销、物流费用居多, 制造型企业市场费用、员工支出居多。渠道平台型企业自建渠道网络、仓储配送体系, 因而销售费用中促销费用、运杂及仓储费用占比较高, 良品铺子 2019 年该两项费用加总占收入比重为 13.5%。对于渠道平台型企业而言, 提高营销费用投放和仓储配送效率是节约费用的关键驱动因素。行业竞争激烈、多品牌策略下, 预计费用投放保持高位, 2019 年良品铺子提出“高端零食”战略, 加大广告宣传投入, 促销费用率同比增加 2.8 pct。制造型企业以经销体系为主, 业务员人工支出、市场推广占比较高。

图表 44: 良品铺子销售费用构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

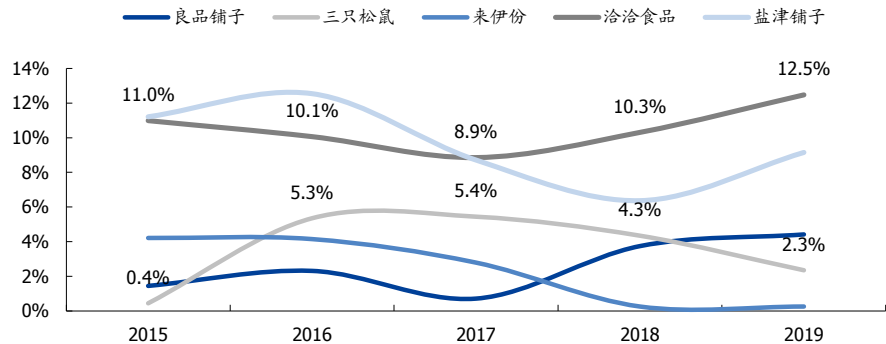
图表 45: 盐津铺子销售费用构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

制造型企业净利润率中枢在 10-15%，渠道平台型企业净利润率中枢为个位数。制造型企业规模效应驱动下净利润率会有持续改善，洽洽食品、盐津铺子新品类放量后净利润率逐年改善，门店网络及供应链体系较为成熟的绝味食品净利润率中枢在 15% 左右。渠道平台型企业由于当前仍处于成长期，费用投放高因而净利润率均在 5% 以内。

图表 46: 主要休闲零食企业净利润率变化情况

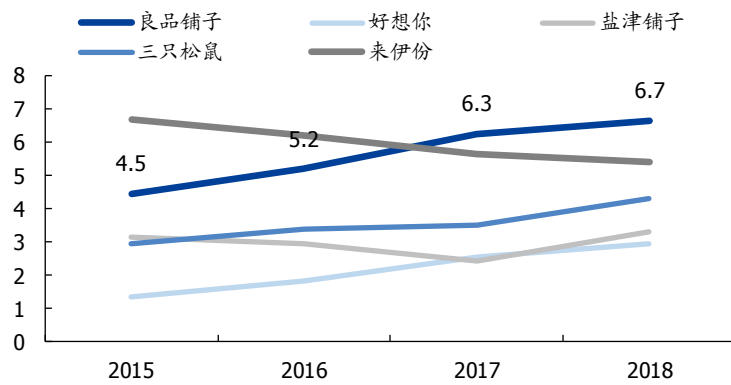


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 ROE 分析: 周转和盈利能力的平衡

横向比较，渠道平台类企业更需关注周转效率。如前文所述渠道平台类休闲零食企业的核心竞争力在于供应链效率，良品铺子和三只松鼠的总资产周转率在 2-3 之间，而制造型的洽洽和盐津铺子均为 1 附近。良品铺子的资产周转率呈现逐年改善趋势，源于公司通过信息化系统对存货保质期及库龄进行精细化管理，确保对货物的管控。目前库存周转从总仓到门店控制在 27 天内，存货周转率高于同行业主要公司。

图表 47: 良品铺子存货周转率领先行业



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

纵向比较, 盈利能力是驱动 ROE 主导因素。纵向看各个公司 ROE 波动的主要驱动因素来源于净利润率的变化, 三只松鼠、良品铺子权益乘数的下滑主要源于上市后货币资金、未分配利润的增厚。洽洽食品、盐津铺子总资产周转率、权益乘数保持平稳, 盈利能力改善驱动 ROE 向上。

图表 48: 主要休闲零食企业 ROE 拆分

	2015	2016	2017	2018	2019
三只松鼠					
ROE	4.2%	52.0%	42.7%	31.7%	15.9%
净利润率	0.4%	5.3%	5.4%	4.3%	2.3%
总资产周转率	2.4	2.8	2.6	2.7	2.6
权益乘数	4.0	3.5	3.1	2.7	2.6
良品铺子					
ROE	16.2%	29.1%	6.2%	24.9%	27.3%
净利润率	1.5%	2.5%	0.8%	3.9%	4.5%
总资产周转率	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
权益乘数	6.2	6.5	4.5	3.2	2.8
洽洽食品					
ROE	13.0%	12.2%	10.6%	13.5%	17.3%
净利润率	11.0%	10.2%	8.9%	10.5%	12.5%
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
权益乘数	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
盐津铺子					
ROE	30.3%	30.9%	14.6%	11.4%	18.1%
净利润率	11.2%	12.5%	8.7%	6.4%	9.1%
总资产周转率	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0
权益乘数	2.0	1.9	1.7	1.7	2.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、休闲零食行业估值探讨

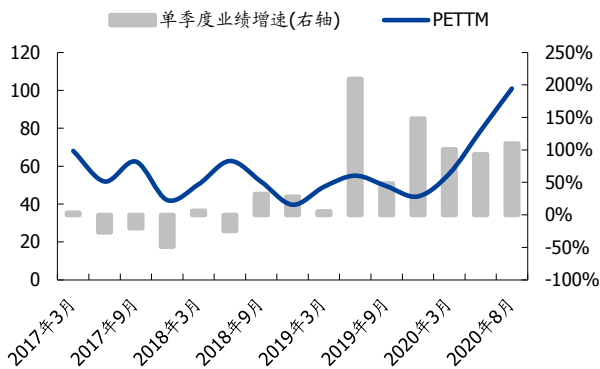
休闲零食行业适合采用相对估值法。由于绝对估值法对稳定性、可预测性要求较高，其要求公司需长期存续、未来现金流可预测度高、保持稳定增长，适合于商业模式已经定型、盈利能力较为稳定的成熟阶段企业。而休闲零食行业公司多处于成长阶段，长周期的业绩增速及现金流难以预测，因而更适用于相对估值法。（注：本章中预测 PE 及预测 PEG 是根据未来 12 个月盈利预测的市场一致预期而计算。）

➤ 制造类休闲零食企业：PEG 估值

PEG 估值法主要依据公司业绩成长性，A 股消费品企业的 PEG 估值中枢约为 1-1.5 之间，市场对于行业赛道长、竞争格局好，业绩增长稳定细分行业龙头公司，会给予较高的确定性溢价。制造类休闲零食企业作为传统消费品企业，适用于 PEG 估值。

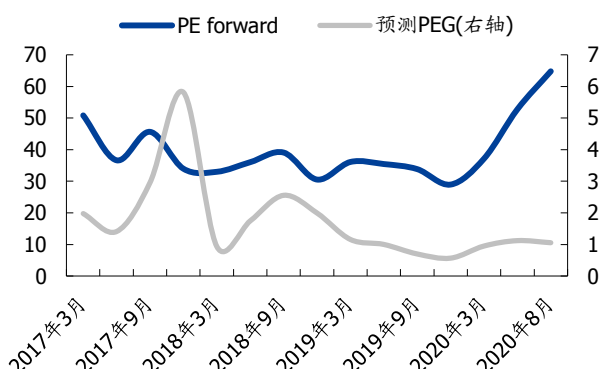
复盘盐津铺子的市盈率与收入业绩增速呈现正相关关系，PEG 维持 1 左右，股价增长由业绩驱动。公司 2017-18 年调整期间，PE forward 基本维持在 30-35 倍，体现出市场对公司通路改革、品类拓展保持乐观，公司估值底为 30 倍。2019 年以来公司 PEG 在 0.7-1.2 之间，股价增长由业绩驱动。

图表 49: 盐津铺子单季度业绩增速及 PE-TTM 走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

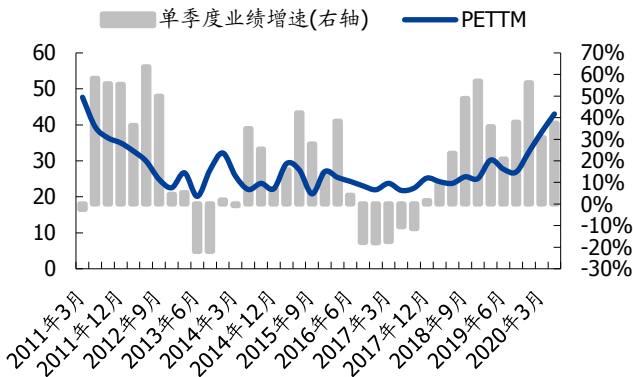
图表 50: 盐津铺子预测 PE 及预测 PEG 变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

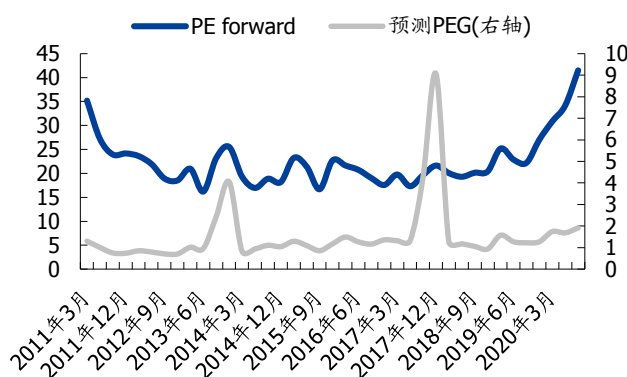
洽洽食品估值中枢在 20-30 倍，PEG 中枢在 1.2 左右，2018 年后估值逐步上移。洽洽食品 2011-2017 年 PEG 平均值在 1.2 倍左右，2018 年后公司在老品提价、新品类小黄袋放量双重驱动下业绩逐季改善，公司估值中枢上移。

图表 51: 洽洽食品单季度业绩增速及 PE-TTM 走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 52: 洽洽食品预测 PE 及预测 PEG 变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

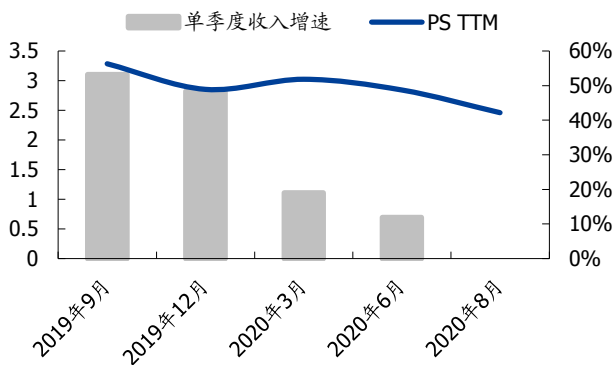
► **渠道平台型休闲零食企业：根据公司战略诉求选择**

渠道平台型企业当前仍处于商业模式的摸索阶段，其对于自身的战略定位亦有所差异，因而适用不同的估值方法。

三只松鼠起源于电商，公司当前战略以规模增长为重，被市场认知为互联网公司，可以参考 PS 估值法。根据上市以来的数据，三只松鼠 PS 在 3 倍左右，2020 年以来公司受到线上流量机制变化影响，收入增速放缓故而 PS 倍数略有下移。

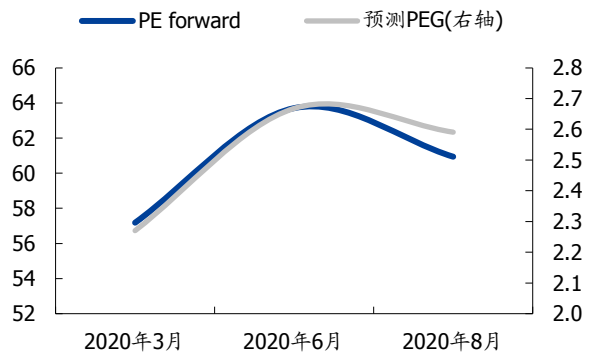
良品铺子具有较为稳定利润增长，且公司战略以利润增长为主，2019 年以来通过确立“高端零食”差异化定位，没有跟随线上渠道三只松鼠的价格竞争，因而以 PE 估值更为合适。由于良品铺子为次新股，PE 中枢在 60 倍左右。

图表 53: 三只松鼠单季度收入增速及 PS-TTM 走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 良品铺子预测 PE 及预测 PEG 变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

五、投资建议

关注具有优质供应链的休闲零食企业。万亿休闲零食市场品类分散、渠道多元，消费者需求和喜好变化多端，什么样的企业能够突破增长瓶颈做大？通过分析制造类、渠道平台型两类休闲零食企业，我们认为在当下传播媒介逐步碎片化、视频化的时代，休闲零食新品牌认知门槛降低，拥有优质供应链的休闲零食企业能够脱颖而出。

制造型休闲零食企业中，推荐绝味食品、洽洽食品，建议关注盐津铺子。绝味食品拥有优秀供应链体系支撑起全国 1 万余家门店网络体系，未来 5 年后休闲卤制品行业头部企业门店布局逐步饱和后，行业将转向效率的竞争，绝味竞争优势凸显。洽洽食品深耕坚果行业，设立供应链总部统筹采购、生产，持续推动供应链升级，落实新鲜战略，凭借“掌握关键保鲜技术”占据消费者心智。盐津铺子定位小品类休闲零食，凭借先进的生产工艺及自动化生产的优势，对传统特色小品类休闲食品进行手工制作到现代工业化生产的改造，坚持“源头控制、自主生产、产品溯源”。

渠道平台类休闲零食企业，技术驱动供应链效率提升。渠道平台类休闲零食当前仍处于商业模式摸索阶段，供应链体系也尚处建设早中期。传播方式、流量机制的发展衍变也为该类企业发展带来不确定性。随着消费者购物习惯多元化，同时在信息技术驱动下，具有高效供应链的渠道平台型企业能够长大，获得更多市场份额。建议关注良品铺子、三只松鼠。

六、风险提示

食品质量安全问题。公司产品质量受到供应链多环节影响，如果发生食品安全风险将会对公司品牌形象和经营业绩产生不利影响。

市场需求及消费习惯变化。休闲零食细分品类众多，消费场景、人群广泛，且销售渠道多元，如果公司无法及时了解消费者需求变化，经营业绩出现波动。

新开门店选址风险。如果线下门店选址失当，前期开店投入无法收回给公司、加盟商带来经营损失。

市场竞争激烈。休闲零食行业产品同质化较为严重，且进入门槛相对不高，如果行业中企业在线上或其他渠道以低价策略抢市场，对公司经营业绩产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com