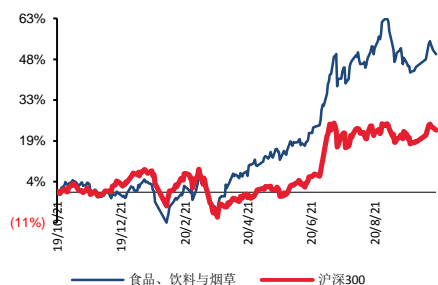




日常消费 食品、饮料与烟草

## 休闲零食线上数据 20Q3 跟踪：行业增速有所放缓，龙头受基数影响大

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

#### 相关研究报告：

《休闲零食 9 月线上数据跟踪：月饼销售行业高增，龙头增速环比改善》—2020/10/19

《休闲零食 8 月线上数据跟踪：行业今年首次下滑，松鼠良品环比改善》—2020/09/06

《新乳业中报点评：环比改善明显，期待鲜奶继续发力》—2020/08/31

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：蔡雪显

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

### 报告摘要

**全网分析：增速有所放缓，集中度持续下行。**（1）行业增速：2020Q3 休闲零食阿里全网销售额 195.2 亿元，同比+15.96%（量增+14.23%，价增+1.51%），较去年同期下滑 5.55pct，主要是去年受松鼠上市影响，线上销售增速明显加快，今年增速逐步恢复正常。2020 前三季度休闲零食阿里全网销售额 562.71 亿元，同比+21.62%（量增+22.56%，价增-0.76%），Q1、Q2 销售额增速分别为 16.89%、35.08%，Q3 增速较 Q2 明显放缓。展望 2020 年，我们认为休闲零食线上有望维持在 20%+中速增长。（2）行业格局：2020Q3 休闲零食 CR3 为 14.62%（同比-11.84pct），CR5 为 18.30%（同比-11.81pct），CR10 为 22.24%（同比-11.39%），行业集中度继续下滑，上次下滑是 2018Q1，当时松鼠和良品对利润均有诉求，带动前三促销力度下降，CR3 下滑，本次集中度下降我们认为主要与疫情有关，疫情后部分人员收入受到影响，消费力下降，在这一趋势带动了直播带货、拼多多等渠道的快速发展，小品牌崛起速度加快。展望 2020 年，我们认为线上休闲零食 CR3 市占率与去年持平，维持在 20%+，主要原因是直播带货影响下，新品进入门槛降低，小品牌迅速崛起。长期来看，我们认为龙头集中度有望持续提升，主要原因是龙头仍然具有资金及资源优势，在竞争中处于相对优势地位。

**龙头分析：线上龙头出现下滑，线下各家推进迥异。**（1）线上分析：2020Q3 休闲零食前三销售额 28.53 亿元，同比减少 35.83%，低于行业增速 51.79pct。龙头增速慢于行业，我们认为与直播带货，新品牌快速崛起有一定关系。（2）集中度：2020Q3 三只松鼠市占率 6.33%（同比-7.57pct），百草味 4.62%（同比-2.09pct），良品铺子 3.67%（同比-2.19pct）。（3）线上对比：门店折扣：Q3 推出专区满减活动，折扣力度相对一般；同类单品价格：百草味均较松鼠便宜，良品售价较高。（4）策略对比：三家公司发家历史不同，对未来核心竞争力的打造逐步出现分化，其中三只松鼠回归初心精简 SKU，注重供应链即联盟工厂建设，打造品牌内外循环；百草味

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

继续线上深耕，线下左手直营右手小店；良品铺子重视数字化建设，赋能全产业链。

**品类分析：四大品类依旧，肉脯品类崛起。**2020Q3 休闲零食全网销售前六的品类为糕点、饼干、肉脯、坚果、蜜饯、糖果，销售额分别为 66 亿元/28 亿元/27 亿元/25 亿元/16 亿元/11 亿元，增速分别为 29%/-2%/30%/-6%/10%/26%。其中糕点、饼干、肉脯、坚果为四大核心品类，肉脯品类高增长，糖果品类保持增速，为第六大品类。

**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，中长期逻辑成立。**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：增速有所放缓，集中度持续下行 .....	7
（一）行业增速：基数+消费透支，增速有所放缓 .....	7
（二）行业格局：集中度继续下滑，参与者大幅增加，短期逻辑或存变数 .....	8
二、 龙头分析：线上龙头出现下滑，线下各家推进迥异 .....	10
（一）线上分析：高基数+新趋势下，龙头出现下滑 .....	10
（二）线上对比：松鼠百草紧相随，良品高端售价高 .....	12
（三）战略对比：三家策略各不相同 .....	13
三、 品类分析：四大品类依旧，肉脯品类崛起 .....	18
四、 投资建议：给予推荐评级 .....	20
五、 相关公司 .....	21
（一）三只松鼠（300783.SZ） .....	21
（二）良品铺子（603719.SH） .....	22

## 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 .....	7
图 4：休闲零食线上渗透率不断提高 .....	7
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） .....	12
图 14：三只松鼠量价拆分（按季度） .....	12
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 21：2020Q3 各品类成交金额（亿元） .....	18
图 22：核心品类销售额占比 .....	18
图 23：单季度核心品类成交金额（按季度/亿元） .....	19
图 24：单季度核心品类成交金额增速（按季度/%） .....	19
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 .....	13
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) 中期逻辑**：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。基于 2020 年疫情冲击下的大环境及直播带货、拼多多等兴起，我们对短期逻辑及预判做一定调整。

**短期逻辑上**，我们认为疫情后部分人群收入受到影响，消费力下降，在这一趋势带动了直播带货、拼多多等渠道的快速发展，小品牌崛起速度加快，对龙头集中度产生一定影响，同时也有望促进龙头多品类拓展。**中期龙头集中度提升及长期线上线下协同逻辑不变。**

**全年数据预判上**，我们上调休闲零食线上销售额增速（从年初 15%+ 提升至 20%+），下调龙头销售额增速（从年初的 20%+ 下调至 10%+），下调龙头集中度预判（从年初的 28%+ 下调为 20%+）。

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
<b>(1) 收入层面</b>							
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，2019 年为 16.19%，未来增速将逐步下行	2020 年线上增速在 20%+（年初判断 15%+）	2020M9 增速为 21.62%，同比+5.13pct	阿里数据	上修 原因：疫情利好线上
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%，2019 年为 26.85%，预判未来 5 年 CR3 提升至 30%+	2020 年 CR3 市占率有望维持在 20%+（年初判断 25%+）	2020M9 CR3 为 20.75%，同比-5.30pct	阿里数据	下修 原因：疫情带动直播等发展

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、2019 年增速分 别为 19.10%、33.71%， 未来 5 年龙头增速快 于行业增速	2020 年龙头 增速在 10%+ (维持原判)	2020M9 龙头（前三）下滑 3.11%，低于行业 19.06pct；  1) 三只松鼠-8.02%，低于 行业 23.98pct；  2) 百草味 4.61%，低于行 业 11.35pct；  3) 良品铺子-1.88%，低于 行业 17.83pct；	阿里数据	下修 去年基数 较高，今 年增速承 压	
4	龙头线下	拥抱新零售：龙头 线下求变	——	——	1) 三只松鼠：SKU 缩减， 品牌定位更加清晰；线下+ 联盟工厂，打造品牌的内 外循环；  2) 百草味：左手直营，右 手小店；  3) 良品铺子：重视数字化 建设，赋能全产业链	新闻动态	是	
<b>(2) 利润层面</b>								
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	2020M9 休闲零食销售前 四的品类是糕点、坚果、 肉干、饼干，销售额分别 为 131 亿/104 亿/93 亿/86 亿，同比增长 27%、21%、 61%、5%，果脯高增长，糖 果、蜜饯焕发活力。	阿里数据	是	
6	价格战	逐步趋缓	——	根据战略不断 变化	3 月和 6 月配合 38 和 618 大幅促销	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：增速有所放缓，集中度持续下行

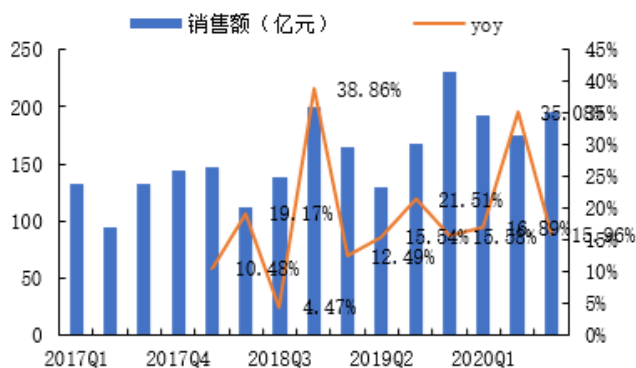
### （一）行业增速：基数+消费透支，增速有所放缓

三季度增速有所放缓。2020 前三季度休闲零食阿里全网销售额 562.71 亿元，同比 +21.62%（量增+22.56%，价增-0.76%），其中 Q1/Q2/Q3 增速分别为 16.89%、35.08%、15.96%，Q3 增速较 Q2 明显放缓。2020Q3 休闲零食阿里全网销售额 195.2 亿元，同比 +15.96%（量增+14.23%，价增+1.51%），较去年同期下滑 5.55pct，我们认为主要是：1) 去年高增受松鼠上市影响；2) 今年上半年线上消费部分透支。

销量增长贡献绝大多数增量。2018-2019H1 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。2019H2 开始销售额增速转由销量增长贡献，先是松鼠上市、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；2020 年以来受疫情影响，线上消费大增，线上竞争激烈，促销活动加强，销售额主要由销量贡献；2020Q3 疫情影响逐渐减弱，增速放缓，销售额仍主要由销量贡献。

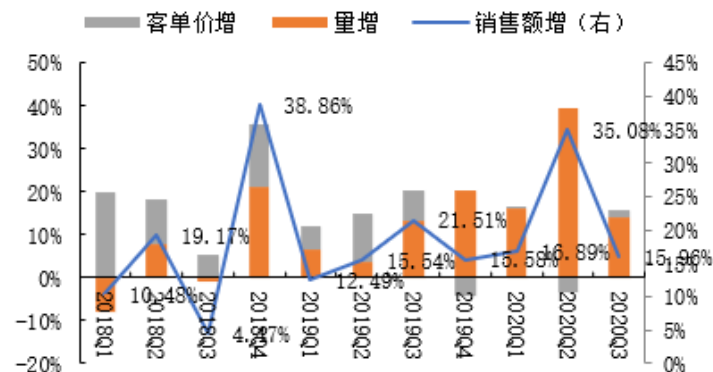
未来线上中高速增长、量价齐升趋势预期可持续。根据贝恩数据，快消品城镇零售渠道销售额增速已从高速增长步入中速增长阶段，以 2016 年为界，2016 年以前增速在 30%以上，2016 年以后降至 30%以下，目前已进入 20%增速阶段。展望 2020 年，我们认为休闲零食线上有望维持在 20%+中速增长，量价齐升趋势有望持续。

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

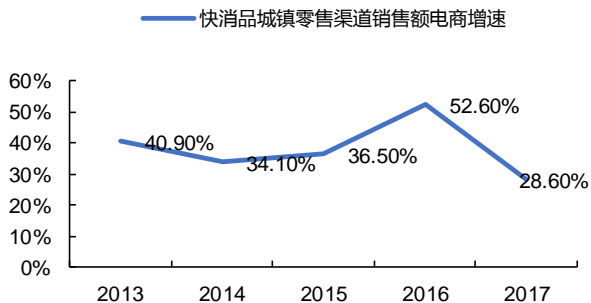
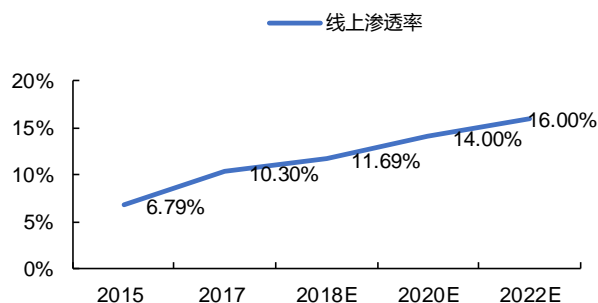


图 4：休闲零食线上渗透率不断提高



资料来源：贝恩&凯度《中国购物者报告》、太平洋研究院

资料来源：前瞻产业研究院、太平洋研究院

## （二）行业格局：集中度继续下滑，参与者大幅增加，短期逻辑或存变数

**龙头集中度持续下滑。**2020 年前三季度休闲零食 CR3 为 20.75%（同比-5.30pct），CR5 为 23.81%（同比-4.81pct），CR10 为 27.57%（同比-4.65pct），行业集中度大幅下降，我们认为主要与直播带货、拼多多等兴起有关，小品牌崛起速度加快。其中三只松鼠市占率 9.96%（同比-3.21pct），百草味 6.48%（同比-1.05pct），良品铺子 4.30%（同比-1.03pct）。

**Q3 龙头集中度大幅下滑。**2020Q3 休闲零食 CR3 为 14.62%（同比-11.84pct），CR5 为 18.30%（同比-11.81pct），CR10 为 22.24%（同比-11.39%），行业集中度延续 Q2 下滑态势，上次下滑是 2018Q1，当时松鼠和良品对利润均有诉求，带动前三促销力度下降，CR3 下滑，本次集中度下降我们认为主要与疫情有关，疫情后部分人群收入受到影响，消费力下降，在这一趋势带动了直播带货、拼多多等渠道的快速发展，小品牌崛起速度加快。前三企业来看，2020Q3 三只松鼠市占率 6.33%（同比-7.57pct），百草味 4.62%（同比-2.09pct），良品铺子 3.67%（同比-2.19pct）。

**线上参与者大幅增加。**（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。今年 2 月受疫情及直播带货影响，线上品牌大幅增长，较 2020 年 2 月地点增长 62%。（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。今年 2 月受疫情及直播带货影响，线上单品大幅增长，较 2020 年



2月地点增长 161%。

短期逻辑或存变数，龙头集中度提升受新趋势影响，长期逻辑不变。展望 2020 年，我们认为线上休闲零食 CR3 市占率与去年持平，维持在 26%+，主要原因是直播带货影响下，新品进入门槛降低，小品牌迅速崛起。长期来看，我们认为龙头集中度有望持续提升，主要原因是龙头仍然具有资金及资源优势，在竞争中处于相对优势地位。

图 5：休闲零食电商集中度（按季度）

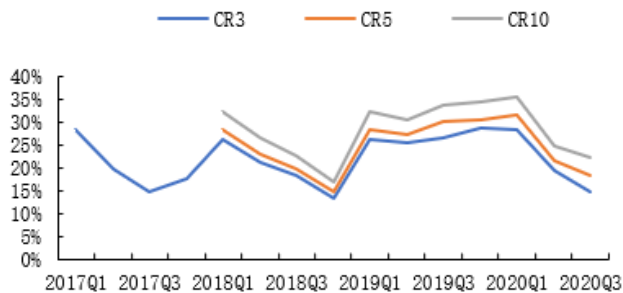
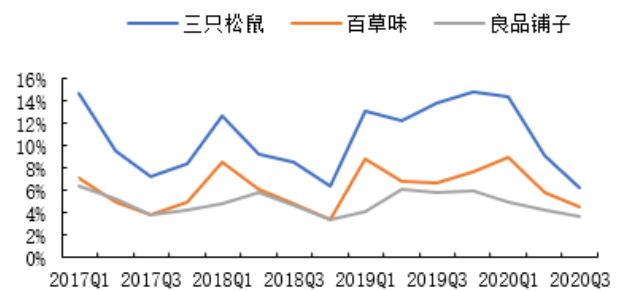


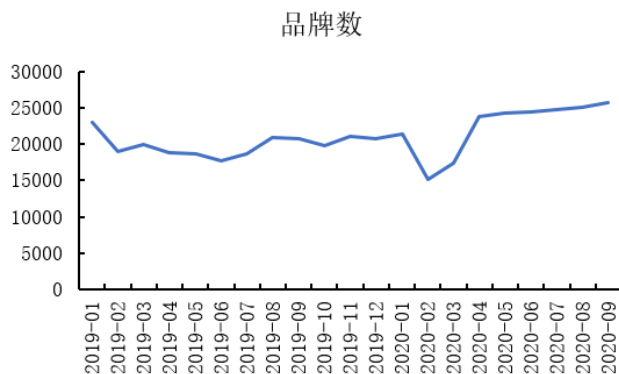
图 6：休闲零食电商前三市占率（按季度）



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：线上龙头出现下滑，线下各家推进迥异

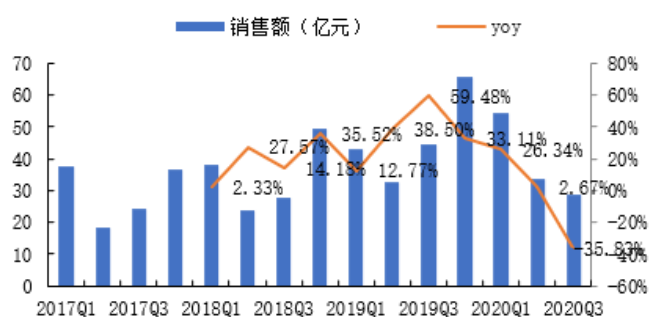
### （一）线上分析：高基数+新趋势下，龙头出现下滑

龙头增速显著低于行业。2020 年前三季度，三只松鼠、百草味、良品铺子合计销售 116.75 亿元，同比-3.11%，远低于行业增速的 21.62%，我们认为这与基数有一定关系。单 Q3 三家销售额 28.53 亿元，同比减少 35.83%，低于行业增速 51.79pct。龙头增速慢于行业，我们认为与直播带货，新品牌快速崛起有一定关系。

与行业不同，龙头增速主要由客单价贡献。2020 年前三季度销量 2.98 亿份（同比-14.18%），客单价 39.15 元（同比+12.90%），其中 Q3 休闲零食三家销量 0.79 亿份（同比-40.41%），平均客单价 36.29 元（同比+7.50%）。与行业增速主要由销量贡献不同，前三销售额主要由客单价贡献，出现背离原因我们认为是零食龙头品牌力较强、以及在大额满减促销下，消费者更倾向于批量购买。

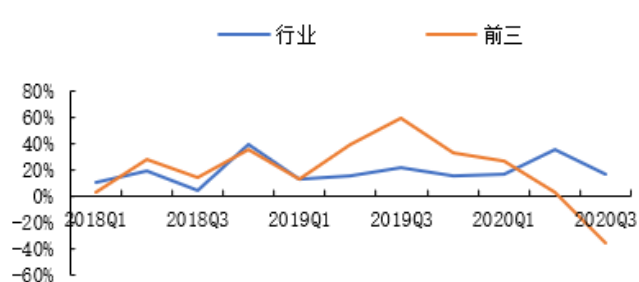
展望 2020 年，龙头增速来看，我们认为龙头增速会与行业增速持平，我们预计前三增速低于行业增速。量价拆分来看，我们认为依旧会呈现量价齐升的态势。

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

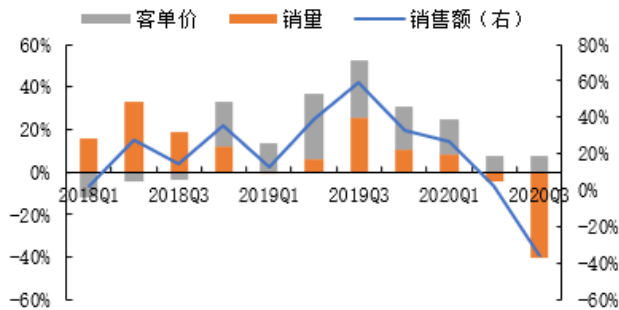
图 10：休闲零食前三与行业增速对比（按季度）



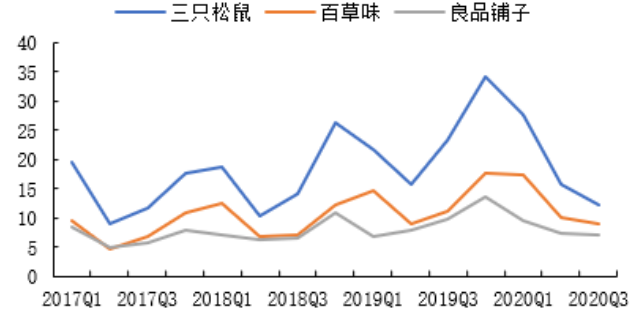
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

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/良品铺子增速均低于行业，我们认为与去年高基数、直播带货下新品牌快速崛起有关。

前三季度：三只松鼠、百草味、良品铺子增速均在-8%-4%，均低于行业增速 17pct-30pct，市占率也均有下滑。

1) 三只松鼠：销售额 56.06 亿元，同比-8.02%，低于行业 29.65pct，其中量增-17.78%，客单价增+11.87%，增长主要由客单价贡献；市占率 9.96%，同比-3.21pct。

2) 百草味：销售额 36.48 亿元，同比+4.61%，低于行业 17.01pct，其中量增-10.64%，客单价增+17.06%，增长主要由客单价贡献；市占率 6.48%，同比-1.05pct。

3) 良品铺子：销售额 24.22 亿元，同比-1.88%，低于行业 23.50pct，其中量增-11.77%，客单价增+11.21%，增长主要由客单价贡献；市占率 4.30%，同比-1.03pct。

单三季度：三只松鼠、百草味、良品铺子增速均为负增长，且分化严重，百草味增速相较于其他两家表现良好，但均大幅低于行业增速。其中百草味增速良好与促销策略有一定关系。

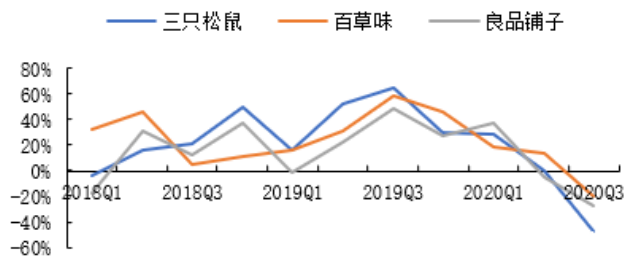
1) 三只松鼠：2020Q3 销售额 12.35 亿元，同比-47.20%，低于行业 63.16pct，其中量增-54.24%，客单价增 15.39%，增长主要由客单价贡献；市占率 6.33%，同比-7.57pct。

2) 百草味：2020Q3 销售额 9.02 亿元，同比-20.10%，低于行业 36.06pct，其中量增-25.94%，客单价增+7.88%，增长主要由客单价贡献；市占率 4.62%，同比-2.09pct。

3) 良品铺子：2020Q3 销售额 7.15 亿元，同比-27.38%，低于行业 43.34pct，其中量

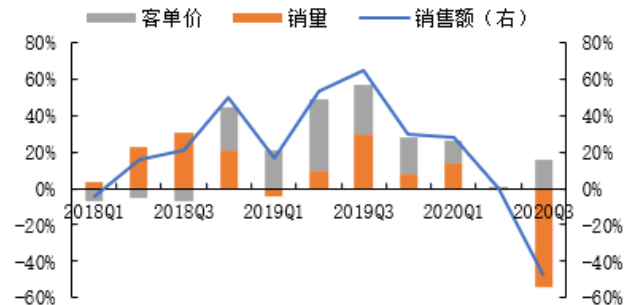
增-28.38%，客单价增+1.39%，增长主要由客单价贡献；市占率 3.67%，同比-2.19pct。

图 13：前三增速对比（按季度）



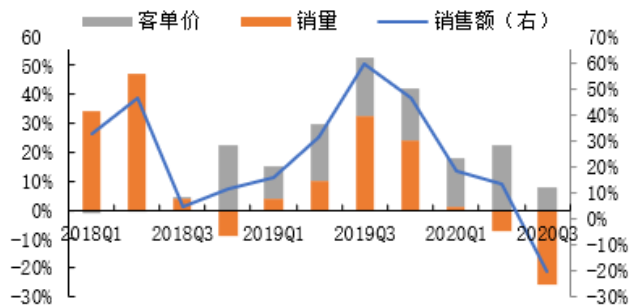
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 14：三只松鼠量价拆分（按季度）



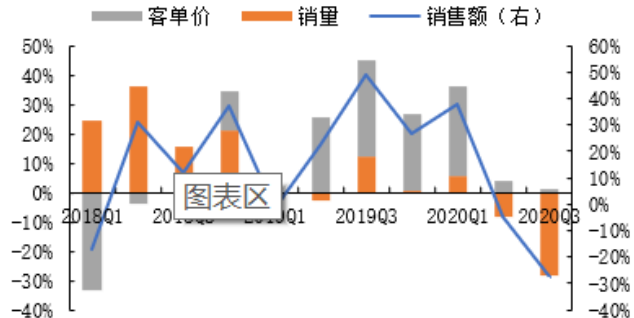
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

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，良品高端售价高

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：Q3 继续推出第二件半价和专区满减活动，折扣力度相对一般。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 年春节后促销力度略有增强，其中三/四月和六月力度较大，三月配合女生节做了一定促销，六月配合 618 做了一定促销，但整体折扣力度一般，7/8/9 月的促销活动力度均较去年同期减弱。竞争对手百草味一直采取跟随战略，良品铺子折扣较两家略小。

表 2：线上品牌门店折扣力度对比

品牌	19年8月折扣			1月折扣			4月折扣			9月折扣		
三只松鼠	满158减10	满199减100	满300减200	满98减5	三只松鼠	满158减10	满199减100	满300减200	满98减5	三只松鼠	满158减10	满199减100
百草味	满139减10	满199减120	满299减200		百草味	满139减10	满199减120	满299减200		百草味	满139减10	满199减120
良品铺子	——	满199减100	——	满98减10	良品铺子	——	满199减100	——	满98减10	良品铺子	——	满199减100

资料来源：数据采集时间为 2019/8/1；2020/01/06；2020/04/07；2020/9/3；太平洋研究院；

2) 同类单品价格：百草味均较松鼠便宜，良品售价较高。2020Q3 三只松鼠和百草味线上售价相差不大，但是百草味较三只松鼠便宜 5%-35%。但良品铺子除个别品类外各个品类均比三只松鼠高 10%-40%，我们猜测这跟公司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	89		118.67	
		百草味	750g	79	88.76%	105.33	88.76%
		良品铺子	750g	79	88.76%	105.33	88.76%
	夏威夷果	三只松鼠	265g*2	44.9		84.72	
		百草味	268g*2	42.9	95.55%	80.04	94.48%
		良品铺子	120g*2	29.9	66.59%	124.58	147.06%
	碧根果	三只松鼠	160g*2	31.9		99.69	
		百草味	218g*2	42.9	134.48%	98.39	98.70%
		良品铺子	150g	35.8	112.23%	238.67	239.41%
	纸皮核桃	三只松鼠	180g*3	29.9		55.37	
		百草味	258g*2	20.9	69.90%	40.50	73.15%
		良品铺子	200*2	24.8	82.94%	62.00	111.97%
肉干	猪肉脯	三只松鼠	160g*2	35.8		111.88	
		百草味	155g*2	33.8	94.41%	109.03	97.46%
		良品铺子	200g*2	42.8	119.55%	107.00	95.64%
果干	芒果干	三只松鼠	116g*3	23.9		71.99	
		百草味	120g*3	21.9	91.63%	60.83	84.50%
		良品铺子	108g*6	63.8	266.95%	98.46	136.77%
面包	手撕面包	三只松鼠	1000g*2	39.8		19.90	
		百草味	1000g*2	39.8	100.00%	19.90	100.00%
		良品铺子	1050g*2	38	95.48%	18.10	90.93%
	乳酸菌小口袋面包	三只松鼠	520g	65.7		126.35	
		百草味	650g*2	49.8	75.80%	38.31	30.32%
		良品铺子	800g*2	81.8	124.51%	51.13	40.46%
	氧气吐司	三只松鼠	800g*2	49.8		31.13	
		百草味	850g	29.9	60.04%	35.18	113.02%
		良品铺子	500g*2	71.8	144.18%	71.80	230.68%

资料来源：天猫旗舰店、太平洋研究院；数据采集时间 2020/9/3；

### (三) 战略对比：三家策略各不相同

三家公司发家历史不同，对未来核心竞争力的打造逐步出现分化，其中三只松鼠回归初心精简 SKU，注重供应链即联盟工厂建设，打造品牌内外循环；百草味继续线上深耕，线下左手直营右手小店；良品铺子重视数字化建设，赋能全产业链。

### 1) 三只松鼠：SKU 缩减，品牌定位更加清晰；线下+联盟工厂，打造品牌的内外循环

互联网红利正在消失，公司认识到线上是 0 到 1，而线下是 1 到 10。线上精简品类，线下持续推进，形成线上、线下的闭环，也就是品牌的内循环。同时通过供应链建设建立品牌壁垒，打造品牌的外循环。

**线上精简品类。**2020 年 10 月 19 日公司披露，今年底三只松鼠将砍掉 300 个 SKU，这是公司首次将 SKU 缩减一半，公司从全品类转型“坚果果干+精选零食”品牌。基于对零食品牌和互联网环境的认识，公司进行回归，缩减 SKU 数量，企业的运营成本效率、货品流转效率期望大幅提升。

**线下稳步推进。**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接触达消费者。

**供应链构筑品牌壁垒。**公司建立联盟工厂，尝试使零售和制造一体化，并把供给端的新资源与消费者的需求进行重新匹配，再基于数字化的技术不断提高效率，从而建立供应链的壁垒。

**多品牌宝洁式升级。**公司成立四大新品牌：铁功基、小鹿蓝蓝、养了个毛孩、喜小雀，分别定位方便速食、婴童食品、国货宠粮、喜礼领域，未来还将继续拓展更多细分领域，未来公司希望拥有以坚果为中心的多品牌的食品品牌，完成多品牌的宝洁式升级。

图 17：松鼠投食店门店图



资料来源：百度、太平洋研究院

图 18：松鼠小店门店图



资料来源：百度、太平洋研究院

## 2) 百草味：左手直营，右手小店

百草味不断深化全渠道触达消费者策略，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，通过“直营+加盟”模式持续深化渠道渗透和场景触达。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。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 50 万家小店，覆盖全国 20 个省，近 200 个城市，满足用户“随时随地、即想即得”的消费需求。

**直营门店：**2019 年百草味又相继推出了囊括商圈模式、地铁模式、写字楼模式、社区模式等多种运营模式的直营门店。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：重视数字化建设，赋能全产业链

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。

公司上市后公司加强“全渠道营销网络建设项目”，主要体现在：

——线上：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：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；

携手阿里云、销售易 CRM，打造极致数字化服务。1) 阿里云：数字化转型的重要性不仅仅体现在客户服务上，阿里云提供的数字化布局还基于良品铺子的全产业链模式，为产品研发、物流到门店管理的各个环节赋能。2) 销售易：销售易将基于自身销售云、伙伴云产品及专业的实施服务，帮助良品铺子实现团购数智化，提升市场占有率，促进业绩增长。



**表 4：休闲零食龙头渠道对比**

品牌	主要模式	线上				线下				
		零食			其他	门店模式		分销模式		
		入仓模式	旗舰店	app	多品类	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；

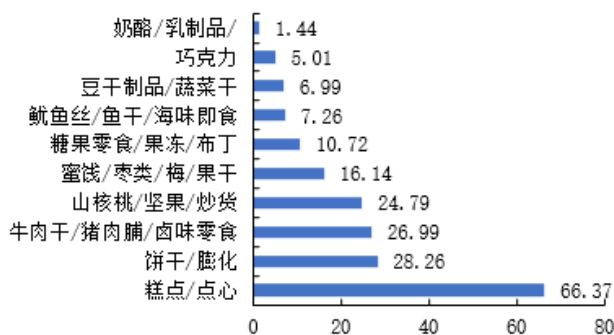
### 三、品类分析：四大品类依旧，肉脯品类崛起

**四大品类依旧，糖果、蜜饯老品焕发活力。**2020 年前三季度休闲零食销售前四的品类是糕点、坚果、肉干、饼干，销售额分别为 131 亿/104 亿/93 亿/86 亿，同比增长 27%、21%、61%、5%。单 Q3 休闲零食全网销售前六的品类为糕点、饼干、肉脯、坚果、蜜饯、糖果，销售额分别为 66 亿元/28 亿元/27 亿元/25 亿元/16 亿元/11 亿元，增速分别为 29%、-2%、30%、-6%、10%、26%。其中糕点、饼干、肉脯、坚果为四大核心品类，肉脯品类高增长，糖果品类保持增速，为第六大品类。

**肉脯品类高增，糖果品类保持增速。**2020 年以来肉脯增速大幅提升，从 15%+提升至 80%+，肉脯品类销售额也从第四提升至第二。同时，糖果增速保持增速，为第六大品类。

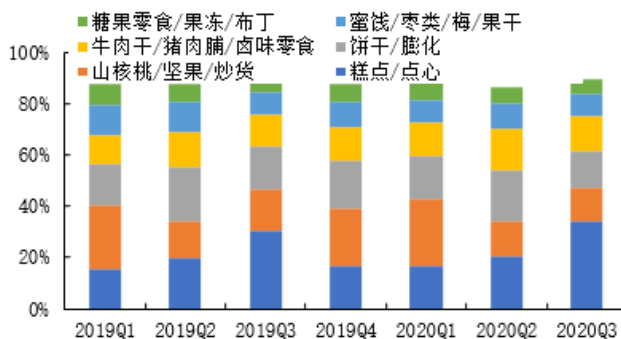
**坚果、糕点、饼干为传统大品类。**2020Q3 糕点、饼干、坚果为三大传统品类，糕点增速保持在 30%左右，坚果、饼干由于天气原因等，增速较其他略有差距分别为-6.15%、-1.65%。

图 21：2020Q3 各品类成交金额（亿元）



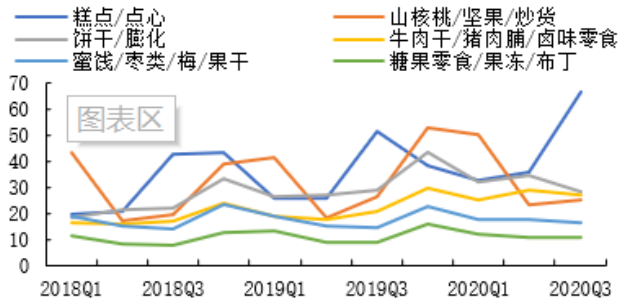
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 22：核心品类销售额占比



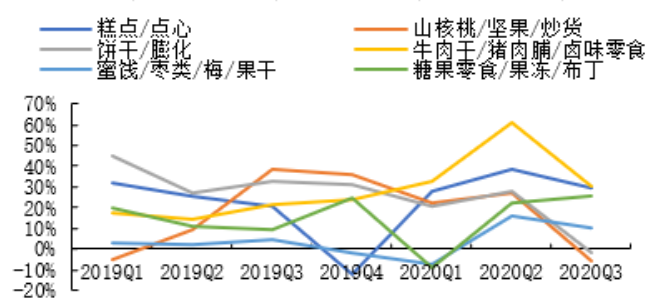
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

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

#### 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。

**供应链构筑品牌壁垒。**公司建立联盟工厂，尝试使零售和制造一体化，并把供给端的新资源与消费者的需求进行重新匹配，再基于数字化的技术不断提高效率，从而建立供应链的壁垒。

**（2）回归初心：线上精简品类，线下持续开拓**

**线上精简品类。**2020 年 10 月 19 日公司披露，今年底三只松鼠将砍掉 300 个 SKU，这是公司首次将 SKU 缩减一半，公司从全品类转型“坚果果干+精选零食”品牌。基于对零食品牌和互联网环境的认识，公司进行回归，缩减 SKU 数量，企业的运营成本效率、货品流转效率期望大幅提升。

**线下稳步推进。**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。

## (2) 未来展望：多品牌战略推进，期待宝洁式升级

**多品牌宝洁式升级。**公司成立四大新品牌：铁功基、小鹿蓝蓝、养了个毛孩、喜小雀，分别定位方便速食、婴童食品、国货宠粮、喜礼领域，未来还将继续拓展更多细分领域，未来公司希望拥有以坚果为中心的多品牌的食品品牌，完成多品牌的宝洁式升级。

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 2020-2022 年收入分别为 133 亿、183 亿、244 亿。我们按照 2021 年 2 倍 PS 估值，给予一年目标价至 91 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能力和良好的品牌力。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) 未来展望：推进高端零食战略，展望全渠道零食龙头

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，目前已拥有门店 2400 家，线下已形成较强的供应链优势，线上表现稳定净利率稳步提升。公司管理层优异，员工积极性高，未来具有成为全渠道龙头品牌的潜力。

公司推行“高端零食”战略，优先占据高端赛道，未来天花板高。公司上市后，线下渠道不断推进，公司门店模式复制性强，线上多平台并举，公司营销费效比高，未来收入利润稳步增长可期。

### (4) 盈利预测

2020 年在疫情重灾区仍有较好表现，体现了公司优秀的抗风险能力强。公司供应链优势明显，管理层优秀，员工积极性高。上市后线下加速开店，线上不断提高费效比，公司收入利润有望持续增长。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 86 亿元、111 亿元、138 亿元，维持公司“买入”评级。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 20/10/19
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
300783	三只松鼠	买入	0.6	0.59	1	1.38	92.61	93.46	55.14	39.96	55.14
603719	良品铺子	买入	0.85	0.9	1.36	1.79	72.49	68.37	45.24	34.37	61.53

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	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
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。