

休闲零食专题行业研究

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 联系人：陈宇君

liuchengqian@gjzq.com.cn

chenyujun@gjzq.com.cn

如何看待零食渠道的变革与机遇？

投资逻辑

新一轮渠道变革，催生行业新机遇。复盘我国休闲零食行业发展过程，主要围绕渠道变化而演进。早期行业以供引领需求，外资主导背景下品类高度集中。2000年起，随着大型连锁商超入场，许多本土企业知名度在全国范围内快速打响。2012年互联网掀起新一轮变革，零售线上化成为常态，如百草味、三只松鼠凭借电商流量迅速走红。2020年疫情冲击，居民消费呈现分级和降级趋势，传统商超渠道人流下滑，零食专营凭借“单价低、品类多、环境好、距离近”等特征快速切分流量，为上游生产商打开新的应用场景。

维度 1：站在渠道视角，我们对零食专营业态展开深入思考。1) 空间：截至 22 年底，我们估算零食专营业态门店总数突破 1 万家，23 年各家门店数量规划至少翻倍。我们详细梳理了零食很忙在湖南各县、市平均开店数，并作为天花板参照，结合全国其他地区的市场成熟度和地方经济水平给予不同的拓店假设，经测算最终全国零食专营门店数可超 5 万家。2) 竞争：短期比拼开店速度，远期比拼效率和服务质量。面对行业竞争加剧，挤压上游利润的质疑，我们认为零食专营的单价已足够低，随着大众消费能力提升，便宜属性在低价商品中的吸引力下降，距离、环境和服务等因素更为重要。未来竞争或将围绕“抢占优势点位、提升物流速度、提高服务质量”等方面展开，重在比拼效率和服务。3) 演变方向：参照连锁超市-会员制商超的演变经验，预计后期零食专营业态多以品牌代工、收购或参股等模式向上延申产业链优势，降低采购成本、把控食品安全、强化品牌形象。

维度 2：站在行业视角，我们更看好本土风味零食、生产型企业发展机会。1) 行业机会：据欧睿口径，我国休闲食品行业预计于 2027 年达万亿规模，但由于零食生产和研发壁垒较低，同质化竞争严重，龙头为外资主导，市占率不足 3%。对比发达国家的消费量和人均消费额亦有较大提升空间。2) 细分赛道：通过规模、增速和集中度三维梳理，我们发现具备中国特色的海味、肉类、辣卤零食竞争格局友好，成长性占优，未来有望持续受益于国产品牌崛起。3) 产业链分工：我们按照上下游位置，将行业内公司分为生产型和零售型，并对比规模、效率、盈利能力等特征。我们认为生产型企业规模小但盈利能力较强，各家差异主要体现在终端覆盖程度、单点产出效率方面。零售型企业规模大、但品类分散多为 OEM 代工，盈利能力弱。渠道分散带来风险，且随着零食专营等业态入局，竞争日益激烈。

维度 3：站在公司视角，我们对生产型企业划分三类经营策略，详细拆解各企业的增量空间。1) 多渠道策略：盐津、甘源为代表。品类趋于多样化，全渠道规划清晰，增量主要来自零食专营、会员商超、电商等渠道。2) 大单品策略：劲仔为代表，专注核心品类风味小鱼，增量来自不同规格（如大包装、散称）打开新的消费场景。另外豆制品、魔芋等通过自建供应链改善盈利水平。3) 第二曲线策略：卫龙、洽洽为代表。大单品议价能力较强，规模趋于饱和，增量来自细分市场挖掘及适当的提价策略。第二曲线仍在培育中，可借助先发渠道、品牌优势，挤占竞品份额，增量集中在渠道铺货率的提升。

投资建议与估值

本文从 3 个维度出发，探究行业变革新机遇。经过测算分析，我们认为零食专营业态仍处于“跑马圈地”红利期，上游生产型厂商可持续受益，而同为零售型的企业或受部分冲击。拆解生产型企业的增量来源，我们认为在消费力修复途中，依靠多渠道、多品类的量增逻辑更为明确。结合基本面和估值性价比，我们推荐盐津、甘源，建议关注劲仔、洽洽、卫龙。

风险提示

食品安全风险、成本上涨风险、行业竞争加剧风险、新渠道放量不及预期风险。

内容目录

一、渠道之变：由零食专营引发的思考.....	4
1.1 复盘渠道变迁，展望行业机遇.....	4
1.2 零食专营发展空间几何？.....	6
1.3 零食专营竞争影响几何？.....	7
1.4 零食专营演变方向何寻？.....	8
二、赛道之辩：中式风味大有可为.....	8
2.1 行业视角：万亿赛道空间广阔，集中度具备提升空间.....	8
2.2 品类视角：看好肉类、海味、辣卤发展潜力.....	10
2.3 产业链视角：生产型 VS 零售型.....	11
三、企业之辩：三种策略解析竞争优势.....	13
3.1 多渠道策略：盐津、甘源为代表.....	13
3.2 大单品策略：劲仔为代表.....	15
3.3 第二曲线策略：卫龙、洽洽为代表.....	17
3.4 投资建议和小结.....	18
四、风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 2000 年之前外资进入中国市场并催动本土品牌陆续崛起.....	4
图表 2： 2000-2012 年我国居民人均可支配收入增速较快.....	4
图表 3： 2012 年以前我国规模以上超市销售额增速超 10%.....	4
图表 4： 我国休闲食品电商渠道 2012-2018 CAGR 为 50%.....	5
图表 5： 2022 年中国物流业收入较十年前接近翻倍.....	5
图表 6： 休闲食品中电商渠道占比提升至 15.5%.....	5
图表 7： 2015-2019 年电商零食龙头收入 CAGR 均超 40%.....	5
图表 8： 020 渠道市场规模 18-22 年 CAGR 为 23%.....	6
图表 9： 疫情期间盐津、洽洽、劲仔线上销售额增速提升.....	6
图表 10： 零食很忙 2022 年门店数量翻倍.....	6
图表 11： 2022 年底各零食品牌门店数量合计接近 1 万家.....	6
图表 12： 零食很忙按城市级别划分的平均开店数量.....	7
图表 13： 湖南省零食专营业态的门店数量最多.....	7
图表 14： 基于假设预测最终量贩零食门店数将突破 5 万家.....	7
图表 15： 大型会员连锁商超自有品牌率较高.....	8
图表 16： 盒马自有品牌产品矩阵.....	8
图表 17： 2027 年我国休闲零食行业预计达到万亿规模.....	9
图表 18： 22 年我国人均零食消费量约为美/日的 1/5-1/4.....	9
图表 19： 22 年我国人均零食消费额约为美/日的 1/9-1/6.....	9
图表 20： 2022 年中国休闲零食行业龙头市占率不足 3%.....	9

图表 21: 我国零食行业 CR3/CR5 距美、日仍有提升空间.....	9
图表 22: 我国风味零食和烘焙产品合计占比超 70%.....	10
图表 23: 我国风味零食、烘焙产品行业集中度较低.....	10
图表 23: 风味零食、烘焙产品具备广阔赛道和高成长性.....	10
图表 24: 肉类、其他风味零食合计占比超 50%.....	10
图表 25: 海味、肉类、其他风味零食增速跑赢行业均值.....	10
图表 26: 肉类零食、海味零食、其他风味零食(辣条等)具有“大体量、高增速、低集中度”的特点.....	11
图表 27: 零售型企业在销售规模、周转效率上更具优势,但盈利能力弱于生产型企业.....	11
图表 28: 22 年生产型企业经销商数量较老牌零售商仍有较大提升空间.....	12
图表 29: 零食很忙 22 年单店销售额约为良品铺子、来伊份、三只松鼠均值的 4 倍多.....	12
图表 30: 2022 年良品铺子会员数量超 1.3 亿人.....	13
图表 31: 2019-2022 年良品铺子会员数量(万人).....	13
图表 32: 良品铺子引流路径.....	13
图表 33: 盐津主营品类较多,SKU 丰富.....	14
图表 34: 盐津 2021 年面临困境,开启转型之路.....	14
图表 35: 盐津主动转型,商超渠道占比不断下降.....	14
图表 36: 盐津电商、零食专营、定量流通渠道具备潜力.....	14
图表 37: 甘源综合果仁占比逐年提升(单位:百万元).....	15
图表 38: 甘源传统老三样增速放缓甚至下降.....	15
图表 39: 甘源的经销渠道占比稳定在 80%以上.....	15
图表 40: 甘源的电商、零食专营具备增长潜力.....	15
图表 41: 劲仔三大品类收入增长明显(单位:百万元).....	16
图表 42: 劲仔禽类制品毛利率仍有较大提升空间.....	16
图表 43: 劲仔豆制品、魔芋等代工比例较高,导致毛利率较低.....	16
图表 44: 劲仔以传统经销渠道为主.....	16
图表 45: 劲仔 22 年大包装和散装增速较快.....	16
图表 46: 卫龙蔬菜制品成为第二成长曲线.....	17
图表 47: 卫龙蔬菜制品毛利率最高.....	17
图表 48: 卫龙各品类全渠道铺货率仍有较大提升空间.....	17
图表 49: 卫龙不断优化产品配方,聚焦核心品类推新.....	17
图表 50: 洽洽坚果自 17 年起成为第二成长曲线.....	18
图表 51: 洽洽休闲食品 2011-2022 年吨价逐步提升.....	18
图表 52: 洽洽各品类提价对销量影响较小.....	18
图表 53: 重点零食公司盈利预测.....	19

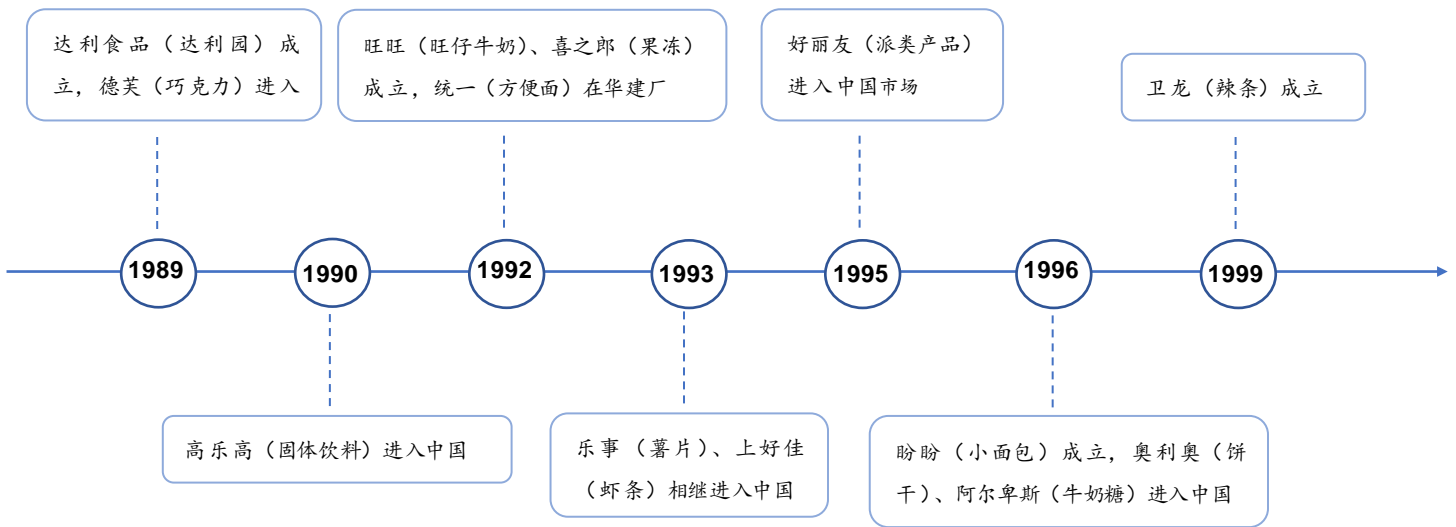
一、渠道之变：由零食专营引发的思考

1.1 复盘渠道变迁，展望行业机遇

■ 2000 年之前：传统大流通为主，外资进入催生活力

21 世纪前我国休闲食品行业处于发展初期，外资入场引领发展。供给端，由于工业化程度低，生产和销售的零食品类较为单一。需求端，居民人均可支配收入较低，对非必需品购买力弱。许多外资品牌瞄准中国零食行业的巨大机会，为尽早抢占市场份额，纷纷来华投资建厂。如德芙（1989）、高乐高（1990）、上好佳（1993）、好丽友（1995）等企业相继进入中国市场，凭借“大单品+大流通”的粗放模式在各自领域建立起品牌影响力。

图表1：2000 年之前外资进入中国市场并催动本土品牌陆续崛起

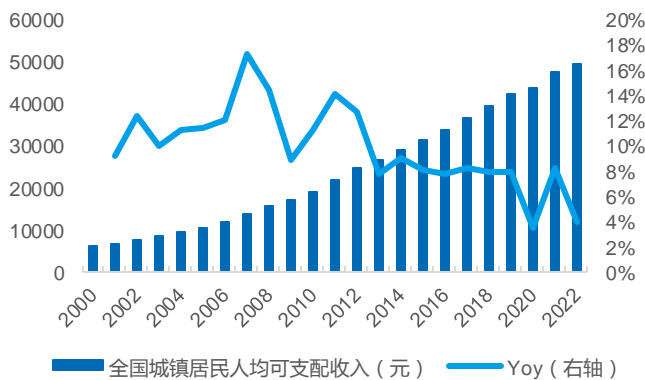


来源：国金证券研究所（注：括号内为企业主要大单品）

■ 2000-2012 年：连锁商超逐步兴起，本土品牌崭露头角

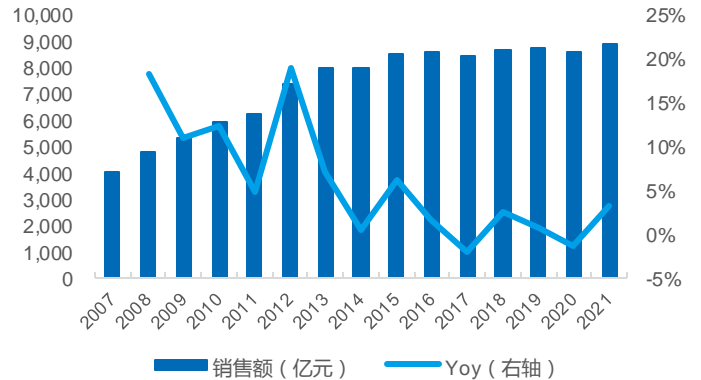
伴随我国经济发展和居民收入的提升，消费者的购买意识和需求显著增强，许多商超连锁巨头趁机入驻中国市场，通过线下广泛布局拓宽了消费者选购场景，推动零食渠道变革。以家乐福和沃尔玛为代表，家乐福 1995 年来华，2012 年亚洲市场营收为 72.2 亿欧元，成为在中国大陆销售额最高的外商投资零售企业，并以每年十几家店的速度迅速扩张；沃尔玛 1996 年来华，早期由于认知和供应链能力不足而处于战略性亏损，经调整破冰后业务持续扩张，2012 年在华销售额达到 580 亿元，门店数 395 家。达利园、徐福记、盼盼、洽洽等本土零食品牌借助渠道红利逐步打开全国知名度。

图表2：2000-2012 年我国居民人均可支配收入增速较快



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表3：2012 年以前我国规模以上超市销售额增速超 10%

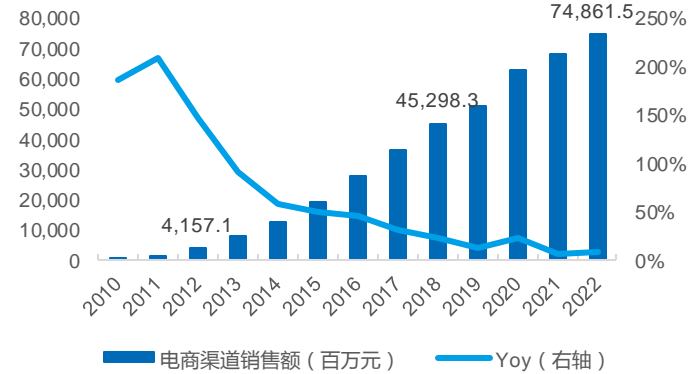


来源：国家统计局，国金证券研究所

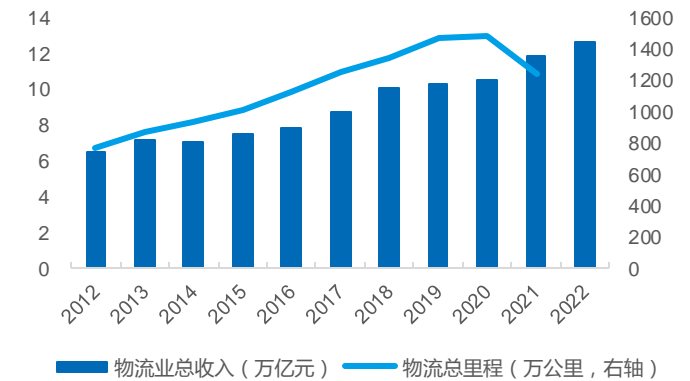
■ 2012-2018年：线上购物日渐成熟，电商品牌享受红利

电子商务持续赋能休闲食品行业，流量红利逐步转移至电商渠道。随着大众消费观念的转变、物流体系和基础设施的日益完善，电商渠道逐步兴起。于供给端而言，电商渠道以“低成本、快周转、广覆盖”的运营模式，吸引大量商家入驻。于需求端而言，电商渠道选择多样、价格透明、省时省力，供需匹配升级促进市场扩容。2012-2018年期间，我国休闲食品电商渠道销售额翻10倍。2022年同比增速仍有10%以上，达到749亿元。

图表4：我国休闲食品电商渠道2012-2018 CAGR为50%



图表5：2022年中国物流业收入较十年前接近翻倍

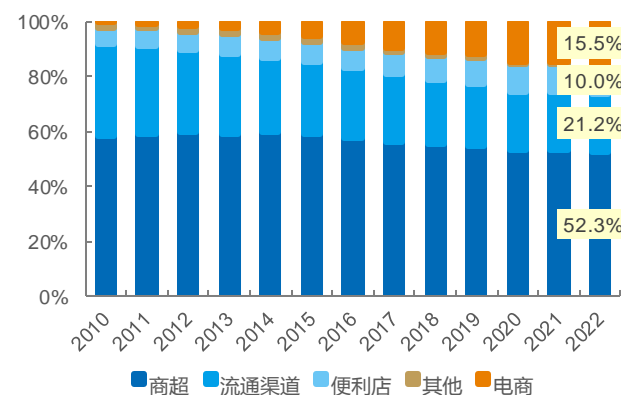


来源：欧睿，国金证券研究所

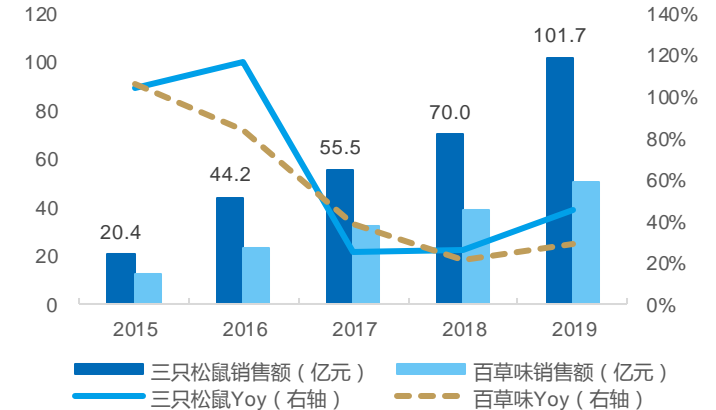
来源：国家统计局，国金证券研究所

部分零食企业借助电商红利，不断引流拓新、快速扩张规模。三只松鼠2012年起布局电商赛道，2014年销售额突破10亿元，2019年突破100亿元，收入几乎呈现指数扩张趋势，2019年7月在深交所挂牌上市，被誉为“国内互联网休闲零食第一股”。百草味于2010年12月正式入驻淘宝商城，开店4个月跻身食品类目排行第一，2013-2019年销售CAGR高达67.3%。

图表6：休闲食品中电商渠道占比提升至15.5%



图表7：2015-2019年电商零食龙头收入CAGR均超40%



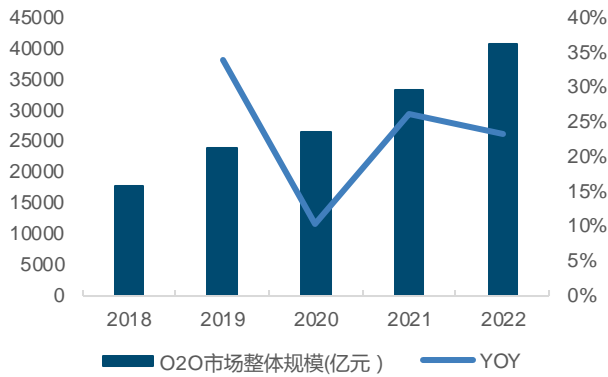
来源：欧睿，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

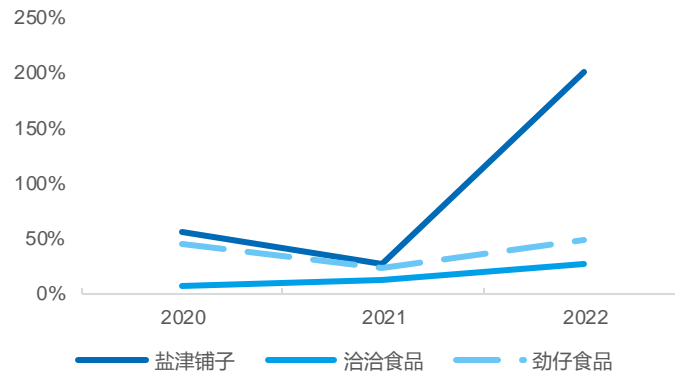
■ 2018年至今：疫情转移消费流量，零食专营等渠道兴起

疫情影响大众的消费习惯，线下零售店客流受到冲击，社区团购、O2O等更加高效便捷的模式陆续兴起，传统电商流量部分转移至兴趣电商。盐津、洽洽、劲仔等企业加大在兴趣电商、私域流量方面布局，2020-2022年线上渠道收入增速显著提升。随着三只松鼠等老牌零食电商公司市占率下降，良品铺子以高端零食的差异化加速布局电商平台，同时在线下亦大举扩张门店数量，迅速提升品牌知名度。

图表8: O2O 渠道市场规模 18-22 年 CAGR 为 23%



图表9: 疫情期间盐津、洽洽、劲仔线上销售额增速提升



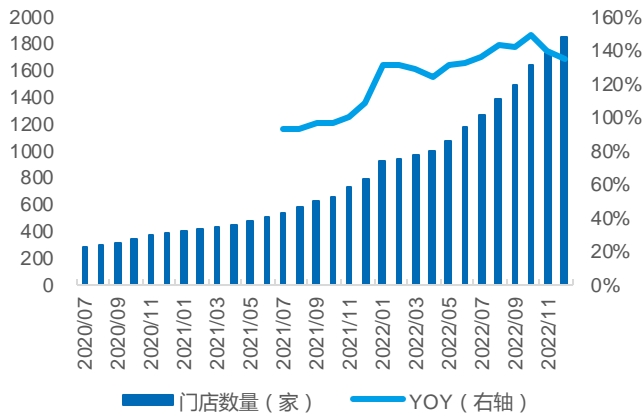
来源: 凯度, 京东到家, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

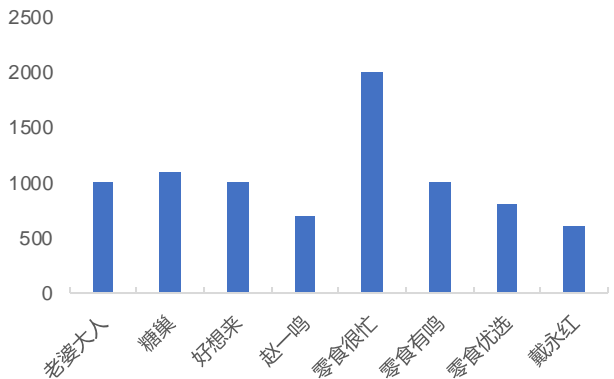
疫情期间居民消费呈现分级和降级趋势, 传统商超渠道人流下滑, 零食专营凭借“单价低、品类多、环境好、距离近”等特征快速切分流量, 为上游供应企业打开新的应用场景。2021 年以来, 零食专营业态在湖南、江西、四川等省份快速扩张。目前头部品牌零食很忙已突破 2000 家门店, 零食有鸣、老婆大人、糖巢等具备 1000+ 门店。

零食专营与其他渠道的不同之处在于, 1) 相比商超和便利店, 该渠道售价降低 20%-30%, 凭借大牌入驻可吸引消费者 (尤其是低线城市消费者) 驻足, 同时摆放较多低价白牌陈列, 靠白牌走量赚取利润。2) 在货款结算方面, 零食专营渠道不收取入场费、条码费、平台入驻费及扣点提成等, 与上游采购一般遵循“仓库直发、现货两清”的方式, 减少资金占款。3) 在此模式下, 加盟商毛利率偏低, 但高周转频次亦能带来可观的利润, 相比良品铺子等中高端连锁, 此类量贩连锁投资回收期缩短至 1.5 年。

图表10: 零食很忙 2022 年门店数量翻倍



图表11: 2022 年底各零食品牌门店数量合计接近 1 万家



来源: 零食很忙官网, 国金证券研究所

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

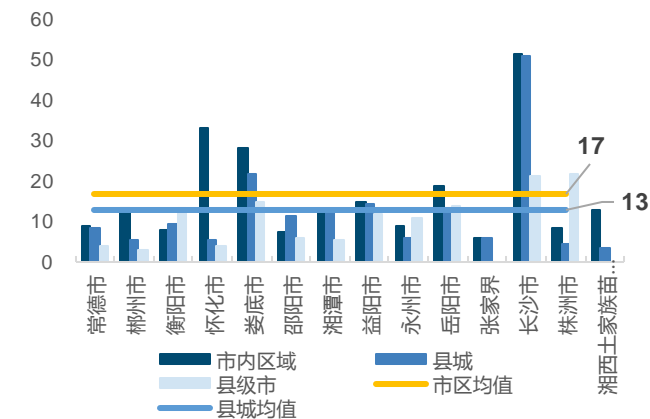
1.2 零食专营发展空间几何?

截至 22 年底, 我们估算零食专营业态门店总数突破 1 万家, 23 年各家门店数量规划至少翻倍。对标其他餐饮、服饰、精品等连锁业态, 目前零食专营门店密度较小, 空白市场有待开发, 当下仍是“跑马圈地”的黄金时段。

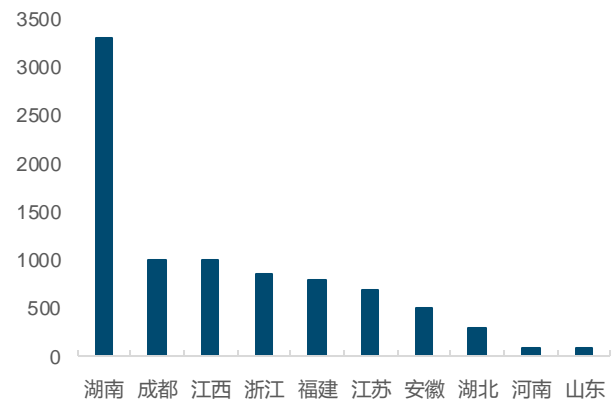
我们选取头部品牌零食很忙在湖南省内各地级市的平均开店情况, 作为界定饱和的标准。拆解每个城市区域/县的平均开店数量, 我们发现经济发达 (购买力较强) 或者靠近省会的城市 (物流便捷) 密度较大, 以长沙、岳阳、湘潭为代表。市属区的平均开店密度略高于县城, 以各地级市的平均值计算得到, 每个市内区域/县城 (县级市) 分别开设 17/13 家门店。

注: 一个地级市往往包含多个区, 下文保守估计以 3 个区/市计算, 则一个地级市平均开设 50 家门店; 一个县城平均开设 13 家门店, 其中 10 家在县, 3 家在乡镇。

图表12：零食很忙按城市级别划分的平均开店数量



图表13：湖南省零食专营业态的门店数量最多



来源：零食很忙官网，国金证券研究所（注：仅以零食很忙-湖南省为样本）

来源：窄门餐眼、各大零食品牌官网、国金证券研究所（注：截至22年底，只统计公开披露值）

我们根据市场成熟度和地方经济发展水平，将全国省份划分为五档，并结合上文零食很忙得到区域开店假定，赋予第一阶梯省份50家店/地级市，10家店/县，3家店/乡镇假设计，往后档次的省份开店密度依次递减。最终结合各省份行政区域划分数量计算得到全国量贩零食门店数预计突破5万家。

图表14：基于假设预测最终量贩零食门店数将突破5万家

省份	划分原因	拓店假设	地级市数	县级市及县数	乡镇数	最终店数
湖南、江西、四川	零食很忙、零食有鸣、赵一鸣大本营省份，物流仓储较为便利	50家店/地级市，10家店/县，3家店/镇	42	276	3888	16524
福建、浙江、江苏、广东	糖巢、老婆大人等品牌聚集地，下沉市场经济发达地区	40家店/地级市，12家店/县，4家店/镇	54	203	3104	17012
安徽、湖北、河南、贵州、重庆	头部品牌省外集中地，一线城市租金较低，GDP水平居中	30家店/地级市，8家店/县，2家店/镇	51	296	4367	12632
广西、海南、天津、山东	经济次发达南方城市，北方沿海城市	20家店/地级市，5家店/县，0家店/镇	34	145	2179	1405
其他	饮食习惯不同，或者地理位置偏远等因素只适合在省会城市开	6家店/地级市，5家店/县，0家店/镇	112	776	7450	4552
合计			293	1696	20988	51349

来源：国家统计局，国金证券研究所（注：统计范围不包括自治县和自治乡）

1.3 零食专营竞争影响几何？

市场担心随着各零食专营品牌本土布局饱和，向外埠市场扩张的过程中可能竞争加剧，容易引发激烈价格战，压缩门店利润空间，甚至向上游传导压力。经上文测算，首先我们认为该业态具备充足的开店空间，3-5年内仍属于增量市场，各家遵循一定的开店半径进行加密，暂时不会对单店收入造成影响。

其次，公司可先向加盟商寻求一定的利润空间。从现行的利润分配体系来看，公司与加盟商利润差异较大，净利率方面，一般加盟商10%，公司2%，具备一定的安全垫。一般加盟商最重视投资回报率指标，由于固定初始投资随单店收入增加被摊薄，适当的毛利率减少仍然可以保证投资回报率不变。

再次，零食专营的单价已足够低，随着大众消费能力提升，便宜属性在低价商品中的吸引力下降。大多数消费者购买零食属于冲动型决策，距离、环境和服务方面的考量更为重要。因此未来的竞争可能围绕“抢占优势点位、提升物流速度、提高消费粘性”等方面展开，重在比拼效率和质量。

最后，关于产业链之间的利润分配，我们认为品牌企业受影响较小，更容易受损的是白牌企业。如零食专门店中白牌产品较多（占比60%~70%），针对其加盟商毛利率约25%-35%。但品牌产品作为引流招牌，如针对农夫山泉、盐津等，加盟商毛利率偏低，凸显出品牌之间议价权的差别。预计随着大单品、多渠道策略不断推进，其向下游的议价能力可得到强化。

1.4 零食专营演变方向何寻？

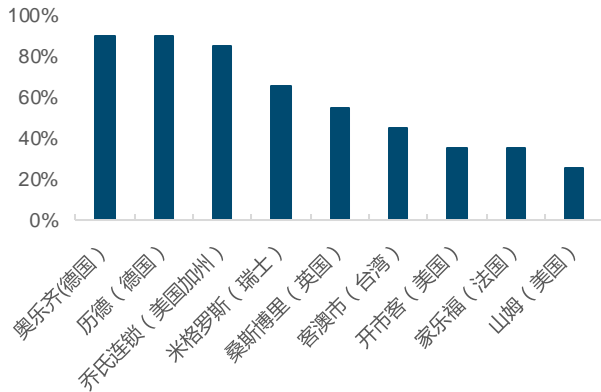
展望未来，我们认为零食专营店数趋于饱和后，增量转存量竞争的背景下，将转而寻求产业链、产品和品牌的竞争。参照线下连锁超市-会员制商超/O2O 的演变经验，后期多以品牌代工、收购或者参股等模式向上延申，降低采购成本同时把控食品安全、塑造品牌力。

近几年我们观察到，以盒马为代表的新零售、以叮咚为代表的生鲜电商、以永辉为代表的传统零售纷纷发力自有品牌商品。盒马 2022 年 11 月公布的数据显示，其自有品牌的销售占比已经达到 35%，开市客 (Costco) 和山姆 (Sam's) 在中国的自有品牌占比均超过 30%，奥乐齐 (ALDI) 自有品牌占比超过 60%。

盒马根据消费者特征分类，开发有针对性或细分市场的自有品牌产品，在小包装和鲜度上建立自身优势，并凭借流量和渠道优势降低对外部供应商依赖性。叮咚买菜则聚焦生鲜品类，加大对自有品牌和商品的研发投入，目前正在生鲜农产品、预制菜、精酿啤酒等品类具备优势。大润发则主打“钻典”品牌，未来在食材、家居、服饰三个方面重点发力。

我们认为后续零食专营店建设自有品牌还具备几大优势：1) 分割品牌，防止价格过低对生产商价盘造成冲击；2) 加深消费者对门店品牌的印象，提升复购率；3) 加强与上游生产企业的合作，及时反馈下游需求变化，便于新品研发。

图表15: 大型会员连锁商超自有品牌率较高



来源：科尔尼，国金证券研究所

图表16: 盒马自有品牌产品矩阵



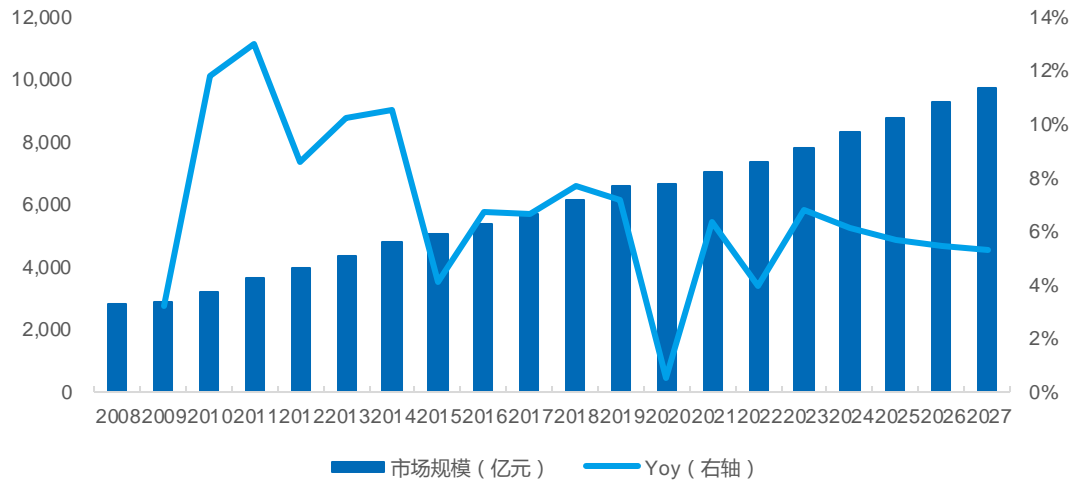
来源：盒马官网，国金证券研究所

二、赛道之辨：中式风味大有可为

2.1 行业视角：万亿赛道空间广阔，集中度具备提升空间

我国休闲食品行业空间广阔，突破万亿规模可期。据欧睿统计，2022 年中国休闲食品行业规模为 7342.2 亿元，2012-2022 年销售额 CAGR 达 6.4%。虽然 2020 年休闲食品行业受到疫情的短暂冲击，但随着防疫政策放开、消费力恢复，行业将继续保持稳步增长。据欧睿预测，2022-2027 年我国休闲食品行业 CAGR 为 5.9%，2027 年后行业规模有望突破万亿元，成长前景广阔。

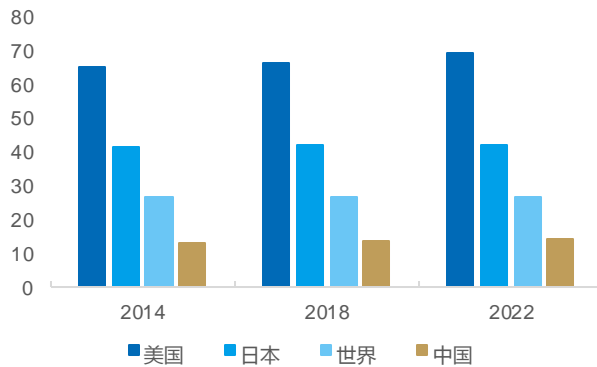
图表17: 2027年我国休闲零食行业预计达到万亿规模



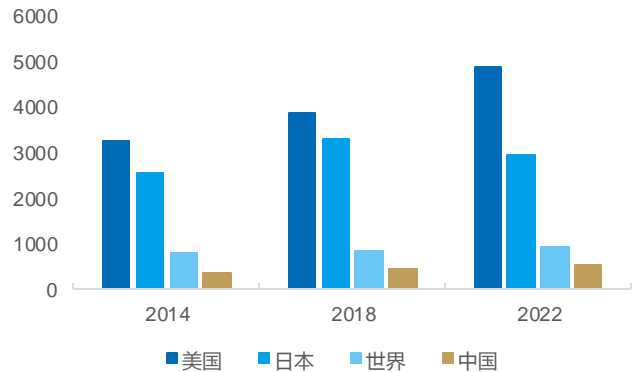
来源: 欧睿, 国金证券研究所

我国休闲食品人均消费水平居全球低位, 具备较大提升空间。欧睿显示, 我国 2022 年休闲零食人均消费量为 14kg, 仅分别约为美国 (69kg) 和日本 (42kg) 的 1/5 和 1/4; 人均消费额为 520 元, 约为美国 (4883 元) 和日本 (2954 元) 的 1/9 和 1/6。当前我国人口基数大而休闲食品人均消费不高, 消费升级扩容仍有较大提升空间。

图表18: 22年我国人均零食消费量约为美/日的 1/5-1/4



图表19: 22年我国人均零食消费额约为美/日的 1/9-1/6

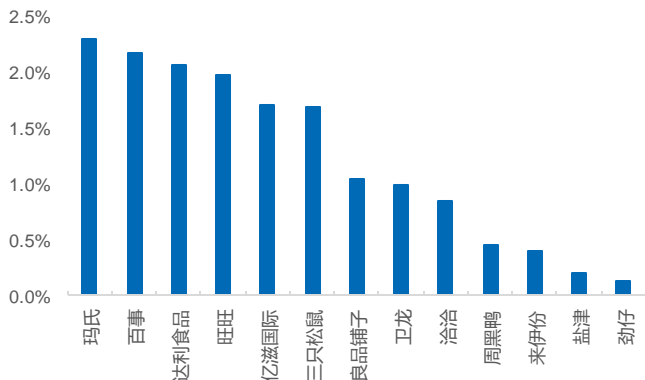


来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: 人均消费量单位为 kg)

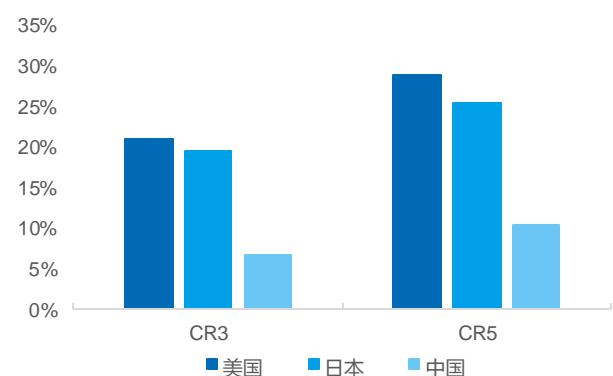
来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: 人均消费量单位为元, 折算汇率采用该年末即期汇率)

从竞争格局来看, 我国休闲食品行业集中度偏低, 龙头市占率均不足 3%。以玛氏 (2.30%)、百事 (2.17%) 为代表的外资巨头在行业中占主导, 本土品牌中达利食品 (2.06%)、旺旺 (1.97%) 领先, 但更多企业居于长尾之中。对比发达国家行业集中度来看, 我国 CR3 和 CR5 分别为 6.53% 和 10.21%, 较美、日有 10 pct 以上的差距, 可见我国零食行业, 尤其本土品牌集中度仍有较大提升空间。

图表20: 2022年中国休闲零食行业龙头市占率不足 3%



图表21: 我国零食行业 CR3/CR5 距美、日仍有提升空间



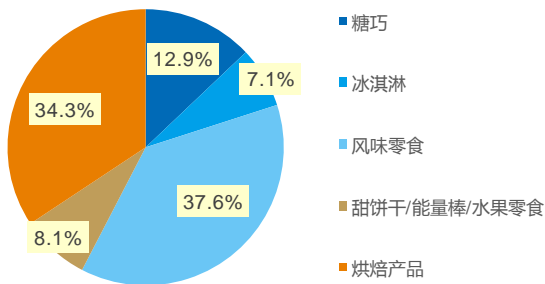
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

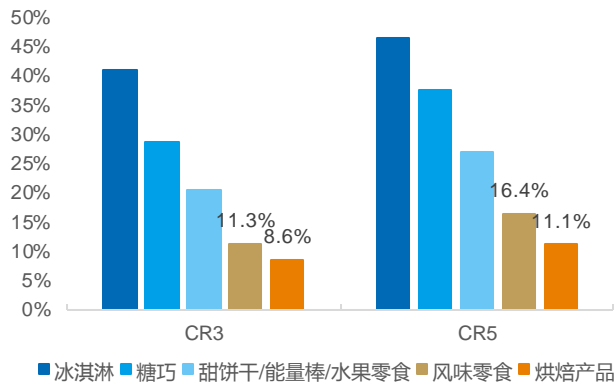
2.2 品类视角：看好肉类、海味、辣卤发展潜力

休闲食品赛道横跨多个品类，其中风味零食、烘焙产品规模较大，且行业集中度低。从行业规模来看，中国人偏爱风味零食和烘焙产品，22 年行业占比分别为 37.6%/34.3%，合计占比超 70%，占据绝对主导地位。而糖巧、冰淇淋、甜饼干等西式零食占比仅 28%。从竞争格局来看，冰淇淋、糖巧等西式甜点由于外资进入较早，行业集中度高。而风味零食、烘焙产品 CR3 仅 11.3%/8.6%，竞争格局较好。

图表22：我国风味零食和烘焙产品合计占比超 70%



图表23：我国风味零食、烘焙产品行业集中度较低



来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据选取 2022 年）

来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据选取 2022 年）

从行业增速看，2017-2022 风味零食和烘焙产品 CAGR 分别为 7.3%/6.1%，在众品类中亦居前两名，且预计未来 5 年仍将保持较高增长态势。综合行业规模、增速、集中度三维指标来看，我们认为风味零食和烘焙产品属于“大赛道，小龙头”，本土企业可利用其先发优势不断提升市场地位和品牌实力。

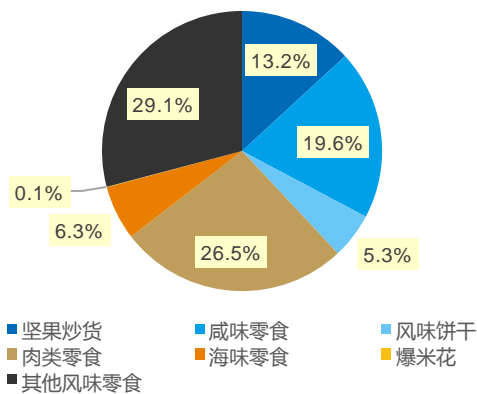
进一步细分风味零食，我们发现肉类、海味、其他风味零食（含卫龙、三只松鼠、良品铺子等）具备较强成长潜力。从规模来看，其他风味零食、肉类零食在我国风味零食中占比超 50%；其次是坚果炒货、咸味零食。从行业增速看，以劲仔为代表的海味零食表现最为突出，2017-2022 年销售额 CAGR 为 12.9%。

图表 23：风味零食、烘焙产品具备广阔赛道和高成长性

品类	2017	2022	2027E	2017-2022CAGR	2022-2027ECAGR
风味零食	1942.0	2759.0	3821.0	7.3%	6.7%
烘焙产品	1876.8	2519.2	3569.3	6.1%	7.2%
冰淇淋	415.8	522.8	598.7	4.7%	2.8%
甜饼干/能量棒/水果零食	532.1	592.9	677.2	2.2%	2.7%
糖巧	958.9	948.2	1098.8	-0.2%	3.0%
合计	5725.6	7342.2	9765.0	5.1%	5.9%

来源：欧睿，国金证券研究所（注：单位是百万元）

图表24：肉类、其他风味零食合计占比超 50%



来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据选取 2022 年）

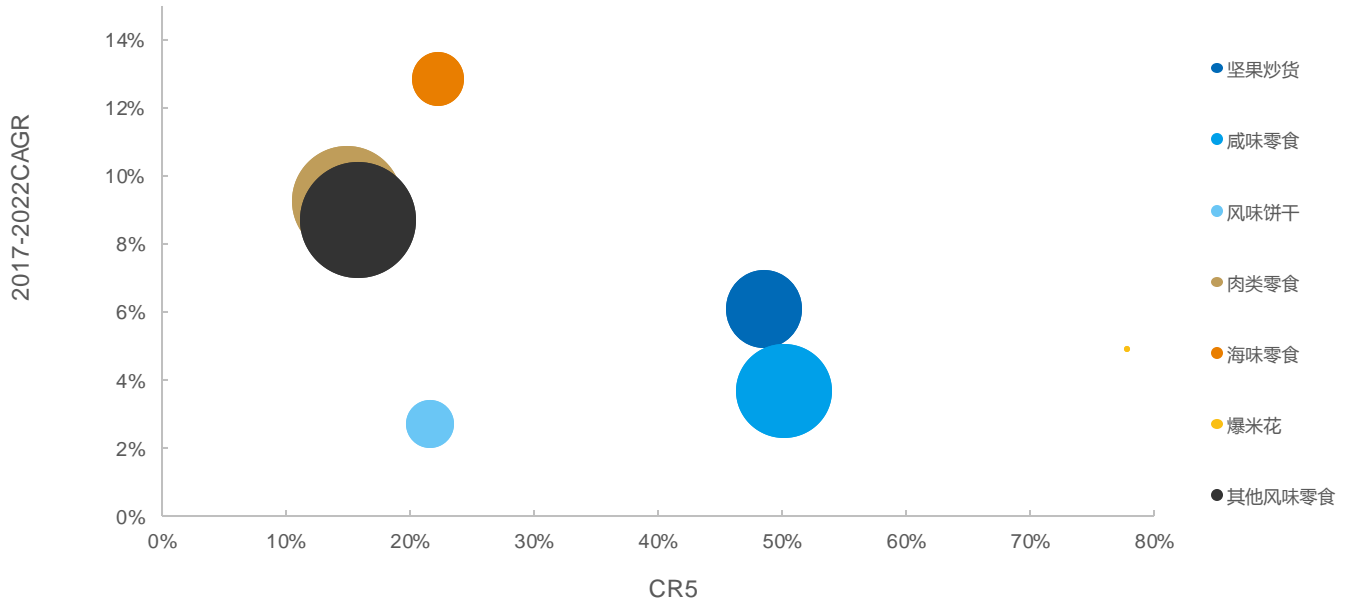
图表25：海味、肉类、其他风味零食增速跑赢行业均值

风味零食品类	2017	2022	2027E	17-22CAGR	22-27CAGR
坚果炒货	269.9	362.9	455.5	6.1%	4.7%
咸味零食	451.3	541.0	638.3	3.7%	3.4%
风味饼干	127.0	145.2	182.7	2.7%	4.7%
肉类零食	469.4	731.8	1132.2	9.3%	9.1%
海味零食	94.6	173.4	281.0	12.9%	10.1%
爆米花	1.2	1.5	1.9	4.9%	4.7%
其他风味零食	528.6	803.3	1129.4	8.7%	7.1%
风味零食合计	1942.0	2759.0	3821.0	7.3%	6.7%

来源：欧睿，国金证券研究所（注：销售规模单位为百万元）

对比风味零食各细分品类的行业规模、增速、集中度，我们更看好肉类、海味、辣卤赛道。从龙头市占率来看，肉类零食中周黑鸭市占率 4.6%（以零售额计算），其他风味零食卫龙市占率 9.3%，在广阔的赛道空间和较快的行业增速加持下，仍有较大潜力可挖。海味零食赛道增速快、集中度低，未来龙头可持续享受市场扩容+市占率提升双重红利。

图表26：肉类零食、海味零食、其他风味零食（辣条等）具有“大体量、高增速、低集中度”的特点



来源：欧睿，国金证券研究所（注：气泡大小代表行业规模）

2.3 产业链视角：生产型 VS 零售型

我们基于产业链地位和商业模式差异，将中国休闲零食企业分为两大类，第一类是生产型企业，专注研发、生产方面，通过自建产线及全渠道运营扩大品类优势，代表企业有盐津、甘源、洽洽、卫龙、劲仔等；第二类是零售型企业，专注于营销、渠道方面，通常以 OEM 代工合作进行生产，通过自建门店售卖丰富的 SKU 构筑渠道、品牌优势，代表企业为三只松鼠、良品铺子、来伊份等，部分企业兼顾线上线下。

对比生产型与零售型企业的财务指标，1) 销售规模：零售型企业采用代工模式，全品类售卖、SKU 齐全，销售规模更大。2) 周转效率：零售型企业多采用轻资产的运营策略，存货周转更快。但生产型企业具备生产和供应链优势，具备向上游的议价权，应付账款周转率较低。部分渠道依赖度较高的企业允许“先货后款”的结算模式，因此应收账款周转率表现分化，盐津、洽洽最快。3) 盈利能力：生产型企业聚焦大单品，毛利率端彰显规模优势，且不存在门店运营、促销折扣等费用，销售和管理费率更低，最终平均净利率水平在 10% 以上。

图表27：零售型企业在销售规模、周转效率上更具优势，但盈利能力弱于生产型企业

企业类型	企业名称	2022年末数据				2020-2022年平均数据			
		销售额(亿元)	存货周转率	应收账款周转率	应付账款周转率	平均毛利率	平均销售费用率	毛销差	净利率
生产型企业	盐津铺子	28.94	5.30	16.10	7.70	37.54%	20.10%	17.44%	9.73%
	甘源食品	14.51	7.24	82.00	8.11	36.28%	15.74%	20.54%	12.54%
	洽洽食品	68.83	3.83	18.82	7.42	31.94%	10.03%	21.91%	14.92%
	卫龙	46.32	4.44	75.60	13.88	39.24%	11.25%	27.99%	13.26%
	劲仔食品	14.62	6.21	182.53	13.82	26.41%	10.90%	15.52%	8.99%
	平均值	34.64	5.40	75.01	10.18	34.28%	13.60%	20.68%	11.89%
零售型企业	良品铺子	94.40	9.22	13.54	7.27	28.15%	18.75%	9.40%	3.60%
	来伊份	43.82	12.18	71.49	3.74	43.02%	30.75%	12.27%	0.54%
	三只松鼠	72.93	5.32	24.85	4.50	26.66%	19.80%	6.87%	3.13%
	平均值	70.38	8.91	36.63	5.17	32.61%	23.10%	9.51%	2.43%

来源：各公司公告，国金证券研究所

生产型企业位于上游，渠道为核心竞争力，卫龙单点产出最高。生产型企业大多以经销为主，如盐津、甘源、卫龙、劲仔的经销收入占比均过半；从经销商数量来看，2022年盐津、甘源、卫龙、劲仔分别为 2483/2923/1847/2267 家，相较于老牌零食巨头旺旺（10000+）、达利食品（6620+）来看仍有较大提升空间。

单点产出来看，卫龙受益于渠道精细化管理和铺市率提升，单个经销商平均贡献收入高达 237.28 万元，随后是盐津（84.72 万）、劲仔（54.04 万）。相比之下，甘源经销商数量较多，但单个经销商产出较低，较盐津、卫龙有 2-3 倍的提升空间。

图表28：22 年生产型企业经销商数量较老牌零售商仍有较大提升空间

企业类型	企业名称	销售额 (亿元)	经销收入 (亿元)	占比	经销商数量	单个经销商平均收入 (万元)
生产型企业	盐津铺子	28.94	21.04	72.70%	2483	84.72
	甘源食品	14.51	12.32	84.90%	2923	42.14
	卫龙	46.32	43.83	94.61%	1847	237.28
	劲仔食品	14.62	12.25	83.79%	2267	54.04
老牌零售商	旺旺	239.85	-	-	10000+	-
	达利食品	199.57	-	-	6620+	-
	康师傅	787.17	-	-	76528	-

来源：各公司公告，国金证券研究所（注：旺旺为 21 年的数据）

零售型企业位于下游，单店模型为核心竞争力，零食专营坪效最高。对比各企业而言，来伊份以直营为主，由于单店面积最小，陈列品类 SKU 数量有限，故单店销售额较低，但坪效较高。良品铺子、三只松鼠以电商、加盟模式为主，线上销售额占总收入比重分别为 50.4%/65.7%。线下加盟模式下，二者单店面积均在 60 平方米左右，但良品单店销售额更优。作为量贩零食代表，零食很忙主要通过加盟模式迅速拓店，22 年末销售额约 64 亿元，单店销售额 350 万元，以 3.5 万元/平方米的坪效显著优于传统零售型企业。

图表29：零食很忙 22 年单店销售额约为良品铺子、来伊份、三只松鼠均值的 4 倍多

零售型企业	直营门店				加盟门店				线上销售额 (亿元)	其他收入
	销售额 (亿元)	开店数	单店销售额 (万元)	单店建面 (平方米)	销售额 (亿元)	开店数	单店销售额 (万元)	单店建面 (平方米)		
良品铺子	15.56	998	155.92	70.53	24.38	2228	109.44	63.09	46.98	团购业务 4.93 亿
来伊份	27.46	2128	129.06	52.11	6.40	1494	42.82	57.81	5.02	特渠收入 3.50 亿
三只松鼠	4.57	23	1986.96	203.49	4.87	538	90.52	62.79	47.88	分销收入 14.74 亿
零食很忙	-	-	-	-	64.45	1842	349.89	100	-	-

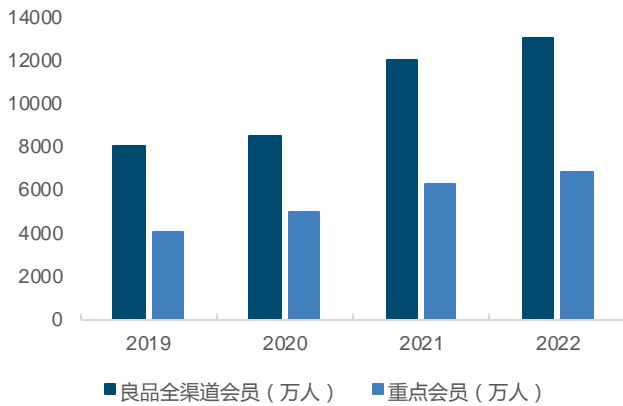
来源：各公司公告，国金证券研究所

展望未来，我们认为生产型企业可以通过 1) 精细化渠道管理，通过政策激励、辅助销售等模式提升单点产出，加强经销商忠诚度。2) 打造全渠道运营能力，拓宽销售途径，提高核心品类市场占有率。3) 扩充品类数量，打造“1+N”产品矩阵，以定量装、组合装等形式，提升单点产出。下一章我们还将对生产型企业进行深入剖析。

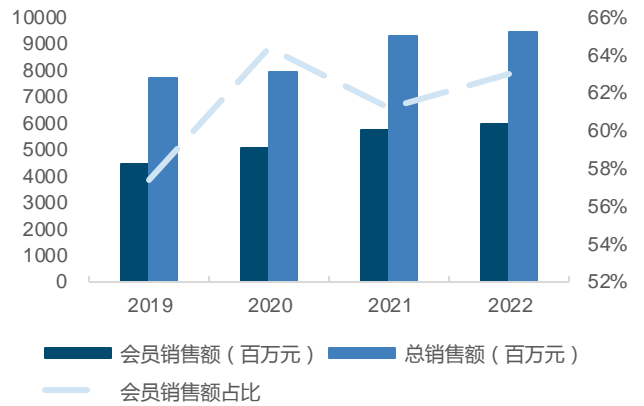
零售型企业需要持续打磨单店模型，最大化坪效。1) 提高入店人流和购买频次，通过选址、选品和营销共同发力，吸引新客、留住老客。2) 增加 SKU 陈列数量及高附加值品类数目，为消费者提供多样化和高端化的产品，提升单次消费金额。

结合上文，良品单店销售额表现突出，我们以其会员体系运营为例，对零售型企业优化单店模型提供借鉴思路。良品与云徙合作，在业内率先建立会员中台，基于领先的“业务+数据”双中台核心技术，实现全渠道、多系统间的信息互通。截至 2022 年底，公司全渠道可触达会员 1.3 亿，重点维护会员超 6971 万人（占比超过一半），且会员消费额占公司总销售额的比例约 63%。

图表30: 2022年良品铺子会员数量超1.3亿人



图表31: 2019-2022年良品铺子会员数量(万人)

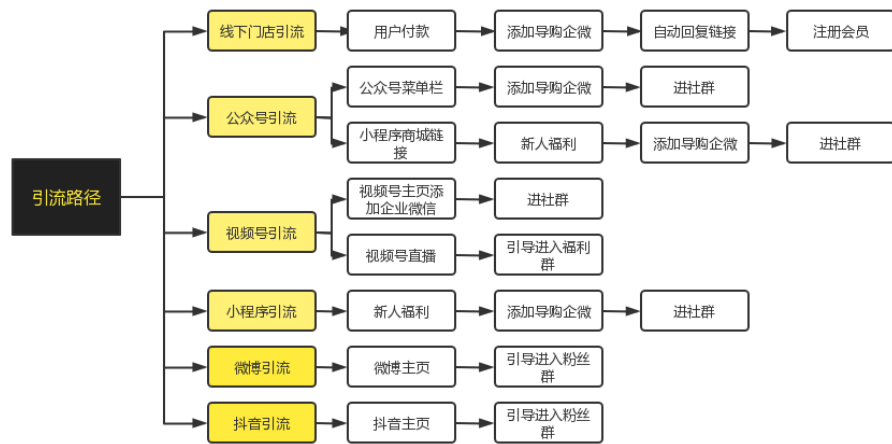


来源: 良品铺子公司公告, 国金证券研究所

来源: 良品铺子公司公告, 国金证券研究所

在营销端, 良品针对不同渠道打通引流路径, 实现新客向会员的转化。外卖、私域、团购等围绕线下实体店业务均保持较快增长。数据中台沉淀会员购物数据, 并且自动分析、提炼关键指标, 梳理出清晰的人群细分及人群画像, 实现客户的全生命周期管理。针对不同店型的人群场景需求, 匹配不同的组货及人群沟通方案。针对客户设计个性化、场景化互动体验, 有效增强了粉丝粘性, 提升复购率。

图表32: 良品铺子引流路径



来源: 国金证券研究所

三、企业之辩：三种策略解析竞争优势

3.1 多渠道策略：盐津、甘源为代表

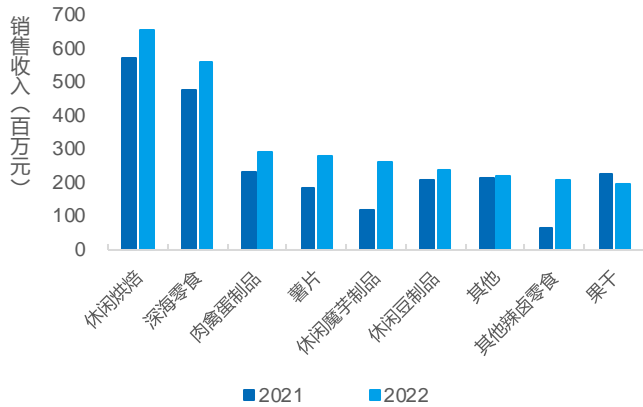
我们认为主打多渠道策略的企业具有以下特征。1) 产品: 主打多产品策略, 具备潜力大单品, 主导产品尚未定型。2) 品牌: 在局部地区具备较高知名度, 正处于全国化扩张过程中, 品牌红利有待释放。3) 渠道: 已在传统渠道占据一定优势, 但渠道变革导致增长瓶颈, 需要拥抱多渠道快速打开全市场, 并在优势区域进一步下沉。

■ 盐津铺子: 逆境转型典范, 全渠道思路清晰

以凉果蜜饯起家, 通过自建工厂和供应链, 逐步建立起全品类产品体系, 现有深海零食、辣卤零食、休闲烘焙点心、薯片、果干等五大品类。公司早期以“直营商超主导、经销跟随”为渠道策略, 2017年商超占比50%以上, 华中区域销售收入占比60%以上, 与沃尔玛、步步高、华润万家等商超建立起紧密的合作关系。

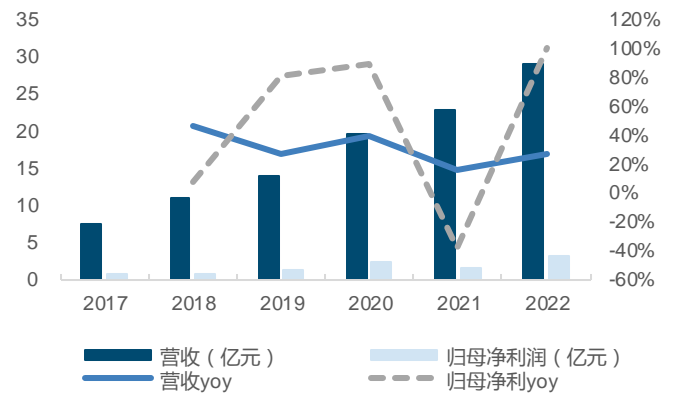
2021年, 公司面临疫情冲击后商超渠道人流量下滑, 同时原材料成本高企等风险因素, 业绩承受较大压力。下半年开始快速调整策略, 聚焦核心品类、挖掘供应链潜力、积极应对渠道变革, 22年收入和利润恢复20%以上增长。各大核心品类规模增长明显, 其中烘焙、深海、鱼肉品类年均销售额突破5亿元, 成为潜在核心大单品。

图表33: 盐津主营产品类别较多, SKU丰富



来源: 盐津公司公告, 国金证券研究所

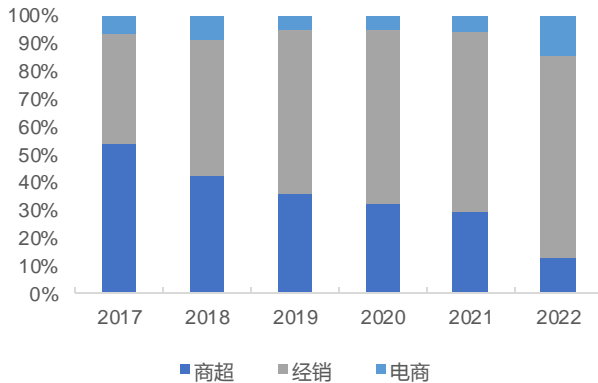
图表34: 盐津2021年面临困境, 开启转型之路



来源: 盐津公司公告, 国金证券研究所

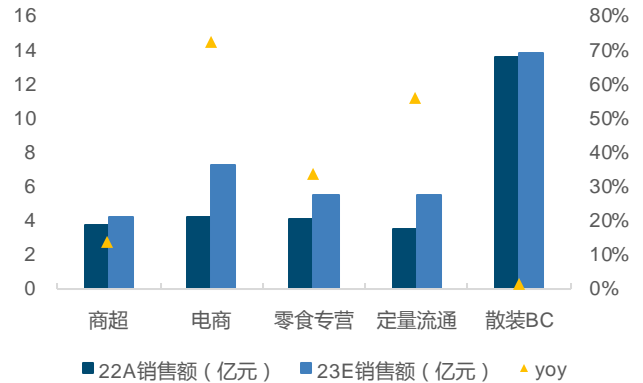
2020年起, 公司的中长期战略升级为“多品牌、多品类, 全渠道、全产业链、(未来)全球化”, 经历21年阵痛催化后, 22年全渠道转型效果显著。1) 公司借助地理优势, 与大量湖南本土零食量贩品牌合作, 产品触达至县、镇级别, 22年零食很忙上升至第一大客户, 销售额突破2亿元。随着下游门店数快速扩张, 进场sku数量增加, 预计23年仍有较快增长。2) 改变传统散装思路, 推出定量装切入CVS、小型便利店, 预计23年终端渗透率持续提升。3) 通过淘宝、抖音直播带货, 推出“19.9元70包”的辣卤大礼包, 迎合消费者对于性价比的需求, 22年单月GMV环比改善明显, 预计23年延续高增。4) 疫情期间客流收缩, 直营商超渠道22年销售占比下滑至13%, 预计后续规模企稳。

图表35: 盐津主动转型, 商超渠道占比不断下降



来源: 盐津公司公告, 国金证券研究所

图表36: 盐津电商、零食专营、定量流通渠道具备潜力



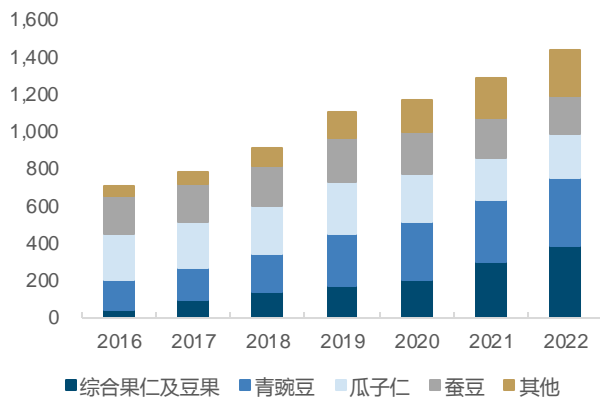
来源: 盐津公司公告, 国金证券研究所 (注: yoy 为右轴)

■ 甘源食品: 产品创新力强, 多渠道逻辑理顺

公司践行产品主义, 早期专注于打造“老三样”(青豌豆、瓜子仁、蚕豆), 定位籽坚果赛道的口味创新和品类研发。为顺应消费口味变化, 20年上市后公司新增坚果仁和谷物产品, 22年河南安阳工厂正式投产, 品类拓展至薯片、米酥等, 产品矩阵日益丰富。公司产品结构中, 传统“老三样”销售额占比近一半, 但近年来面临增长瓶颈。21年开始加大新品研发, 推广咸蛋黄腰果、蜂蜜琥珀核桃、芥末味夏威夷果等多个中高端坚果产品品类, 顺利切入会员商超渠道, 综合果仁及豆果系列销售占比持续提升。

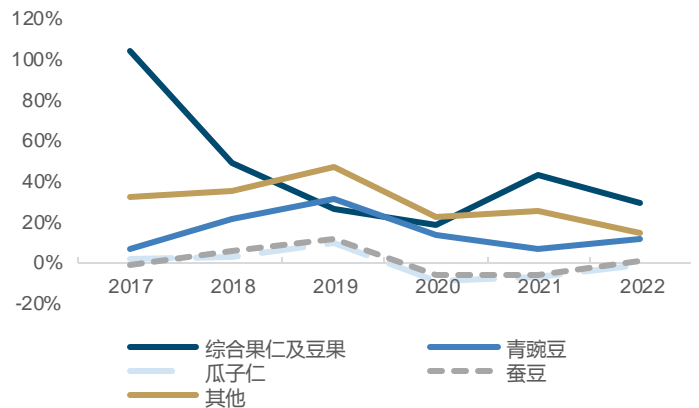
由单一产品为主导, 转型为“产品+渠道”双轮驱动。1) 早期合作传统商超渠道, 随着品牌知名度提升, 20年起与部分商超建立起直营合作关系。2) 21Q3进驻山姆渠道, 随后又顺利导入盒马、麦德龙、Costco等会员门店, 23年仍在陆续增加SKU。3) 22年零食专营合作时间短, 销售占比不明显, 预计23年开始快速放量。4) 同期布局了流通、特通渠道, 为产品快速下沉打下基础。5) 22年引入新的电商总监, 积极布局线上直播、社区团购等业务, 22年占比提升至15%。

图表37: 甘源综合果仁占比逐年提升 (单位: 百万元)



来源: 甘源公司公告, 国金证券研究所

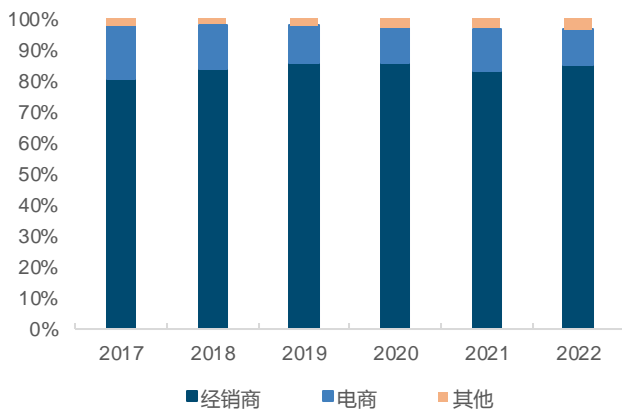
图表38: 甘源传统老三样增速放缓



来源: 甘源公司公告, 国金证券研究所

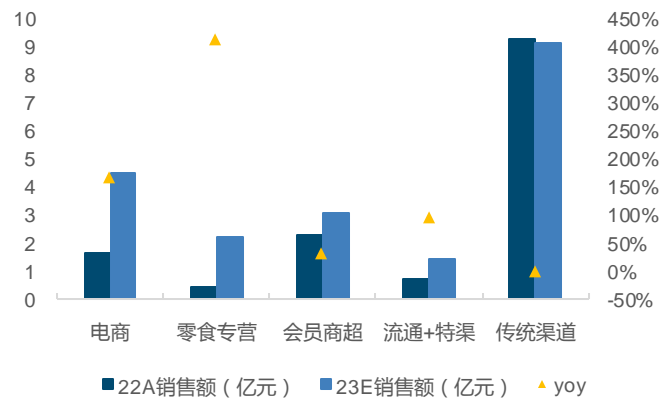
根据公司 22 年客户结构, 22 年第一名客户销售额从 0.6 亿元提升至 1.76 亿元, 占比提升至 12%。且在头部零食量贩平台 (新进入第三大客户) 销售额超 3 千万。我们预计后续与会员商超、零食专营合作逐步加深, 直营占比进一步提升。为了精准匹配渠道需求, 22 年 12 月底, 公司调整销售组织架构, 按照渠道分成 8 个事业部, 分别为零食系统、高端会员店、电商、流通、特渠, 老 KA 分为袋装+散装、出口事业部, 23 年 1 月开始考核生效。预计在组织架构变革下, 各事业部分工明确, 有望助力股权激励目标达成。

图表39: 甘源的经销渠道占比稳定在 80% 以上



来源: 甘源公司公告, 国金证券研究所

图表40: 甘源的电商、零食专营具备增长潜力



来源: 甘源公司公告, 国金证券研究所 (注: yoy 为右轴)

3.2 大单品策略: 劲仔为代表

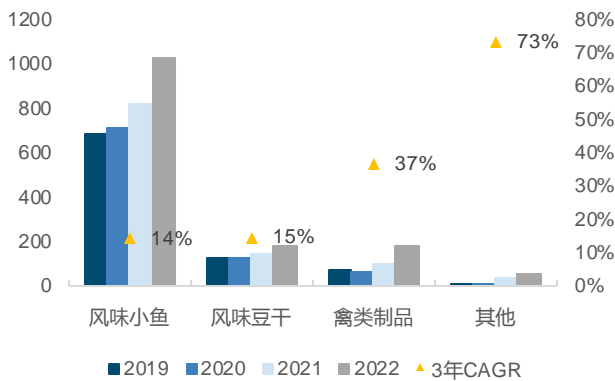
我们认为主打大单品策略的企业具有以下特征。1) 产品: 专注于核心大单品, 具备少数储备大单品。研发选品较为谨慎, 通常围绕核心大单品做延伸。2) 品牌: 在局部地区具备较高知名度, 全国品牌建设逐步推进。3) 渠道: 在单一渠道具备优势, 部分空白渠道有待填补, 终端网点覆盖率有待提升。

■ 劲仔食品: 聚焦鱼类零食, 注重渠道精耕

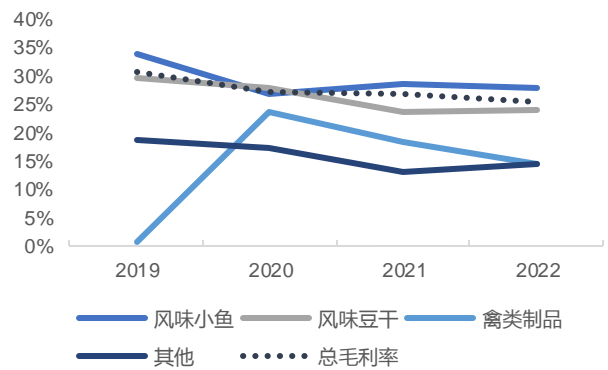
精耕深海大单品, 研发新品较为谨慎。公司研发新品基于三个原则, 1) 鱼类零食为主, 高蛋白、健康食材为辅, 如鹌鹑蛋、鸭胸肉等。卤味和辣味为特色, 成瘾性更强、复购率高。2) 选择上游原料丰富度高、供应链能够支撑产业化的品类。3) 寻求差异化赛道, 力求做到细分领域数一数二。

公司现有鱼制品、豆制品、禽类制品三个系列, 其中风味小鱼 22 年突破 10 亿规模, 风味豆干销售近 2 亿规模, 手撕肉干、鹌鹑蛋等为储备大单品, 分别于 21/22 年晋升为“亿元级单品”。2019-2022 年, 风味小鱼/风味豆干/禽类制品收入年复合增速分别为 14%/15%/37%, 三大品类仍处于成长期。

图表41: 劲仔三大品类收入增长明显 (单位: 百万元)



图表42: 劲仔禽类制品毛利率仍有较大提升空间



来源: 劲仔公司公告, 国金证券研究所 (注: 3年 CAGR 为右轴)

来源: 劲仔公司公告, 国金证券研究所

公司储备单品毛利率具备较大的提升空间。22 年禽类制品的毛利率仅 15%，且近年来呈现下滑趋势，我们认为一方面是新品原材料鹌鹑蛋、肉类价格较高，另一方面是新建产线，产能利用率偏低，后续随着规模效应释放，毛利率有望向鱼制品看齐 (+10 pct)。拆分公司主营业务成本，其中外购产品占比逐年提升，主要系豆制品、魔芋等产品产能不足，二者 22 年外购比例分别为 19%/97%。目前公司已设计 2400 吨魔芋产能，随着自主产能逐步释放，其他产品毛利率有望向豆制品看齐 (+10pct)。

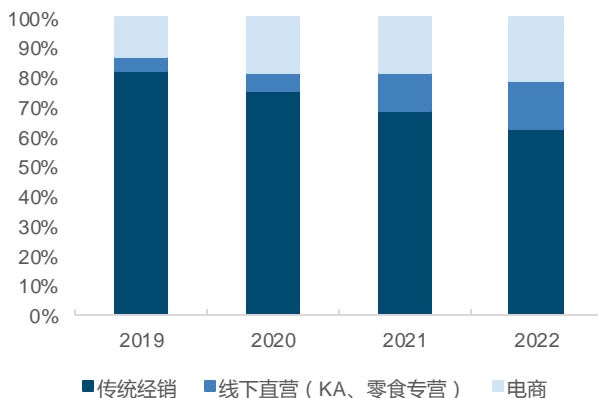
图表43: 劲仔豆制品、魔芋等代工比例较高，导致毛利率较低

品类	项目	2019	2020	2021	2022
豆制品 (风味素肉、手撕豆豆筋等) 自主产能 6000 吨	外购量 (吨)	888	843	937	1295
	销量 (吨)	5324	5460	5673	6645
	代工比例	17%	15%	17%	19%
	毛利率	30%	28%	24%	24%
其他产品 (魔芋等) 在建产能 2400 吨	外购量 (吨)	348	263	948	1649
	销量 (吨)	478	269	975	1706
	代工比例	73%	98%	97%	97%
	毛利率	19%	17%	13%	14%

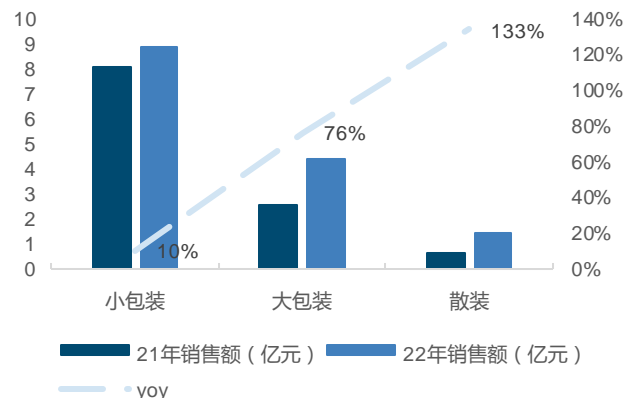
来源: 劲仔公司公告, 国金证券研究所

公司早期以流通渠道起家，主营小包装产品。21 年推出大包装战略切入现代 KA 渠道，22 年大包装收入增速近 80%。散装产品通过零食专营等渠道放量，22 年收入翻倍，随着商超渠道陆续进场、下游零食专营店扩张，预计未来大包装和散装占比进一步提升至 50%以上。公司尤其注重渠道精耕，22 年在优势市场开展“万店陈列”专案，精选超一万家优质门店，优化渠道终端陈列，提高单店产出，树立势能门店标杆作用。

图表44: 劲仔以传统经销渠道为主



图表45: 劲仔 22 年大包装和散装增速较快



来源: 劲仔公司公告, 国金证券研究所

来源: 劲仔公司公告, 国金证券研究所 (注: yoy 为右轴)

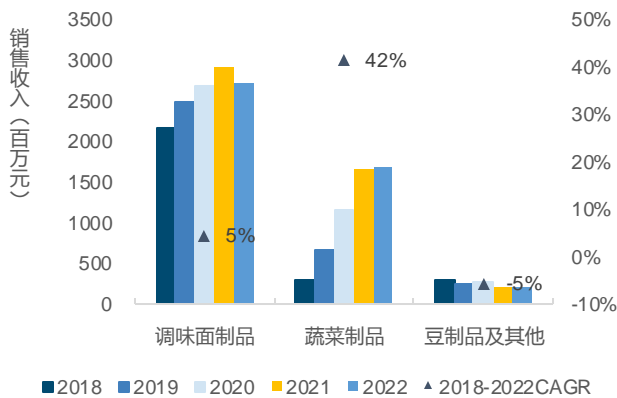
3.3 第二曲线策略：卫龙、洽洽为代表

我们认为主打第二曲线策略的企业具有以下特征。1) 产品：核心大单品增速显著放缓，第二大单品增速较快。2) 品牌：借助核心大单品，已在全国范围内享有品牌红利，具备向下游议价权和成本转嫁能力。3) 渠道：基本实现全渠道覆盖、网点足够下沉，处于精耕细作阶段。

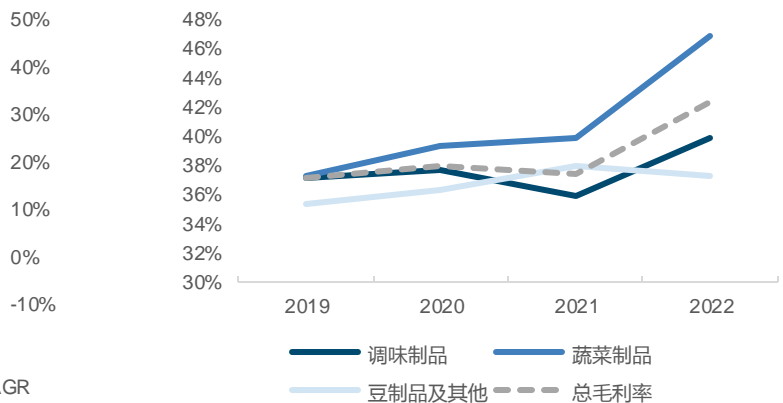
■ 卫龙：面制品为抓手，蔬菜制品高成长

2018-2022 年，公司调味面制品/蔬菜制品/豆制品收入年复合增速分别为 5%/42%/-5%。调味面制品增速明显放缓，而以魔芋、海带为代表的蔬菜制品具备高速增长。22 年 4 月，各品类出厂价提升 20%以上，导致销量均有不同幅度的下滑，其中受影响最小的是蔬菜制品，22 年收入仍实现正增长，彰显出较强的经营韧性。提价后，22 年蔬菜制品毛利率率提升至 47%，显著超过其他产品 5-10pct，系该品类原材料成本较低、供应链自主可控、具备一定的品牌溢价权（公司是业内首创）。

图表46：卫龙蔬菜制品成为第二成长曲线



图表47：卫龙蔬菜制品毛利率最高

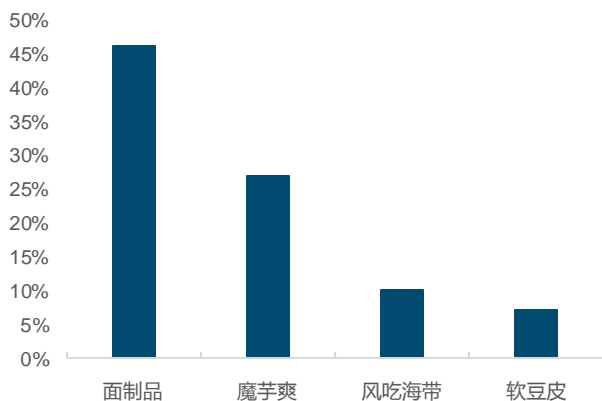


来源：卫龙公司公告，国金证券研究所（注：2018-2022CAGR 为右轴）

来源：卫龙公司公告，国金证券研究所

为快速提升渠道执行能力、终端覆盖数量和质量。公司在部分城市进行“助销辅销”试点，1) 助销：在低线城市，协助经销商雇佣销售专员覆盖零售终端网点，有效管理渠道费用投放，推进终端覆盖，提升单点产出。2) 辅销：在核心城市建立销售办事处，建立内部销售团队，更好地服务重点渠道和零售终端。22 年底公司设立了 32 个销售办事处，招聘了 288 个辅销业代。根据尼尔森数据显示，面制品传统渠道的覆盖率为 46%，魔芋爽 27%，风吃海带 10%，软豆皮 7%，仍有较大提升空间。

图表48：卫龙各品类全渠道铺货率仍有较大提升空间



图表49：卫龙不断优化产品配方，聚焦核心品类推新



来源：尼尔森，卫龙公司公告，国金证券研究所

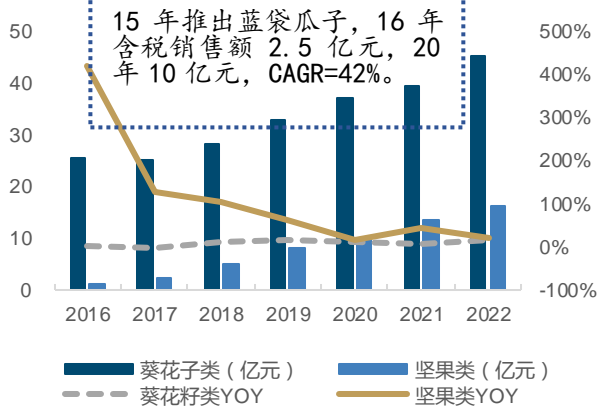
来源：卫龙公司官网，国金证券研究所

■ 洽洽食品：瓜子再创业，坚果具备高弹性

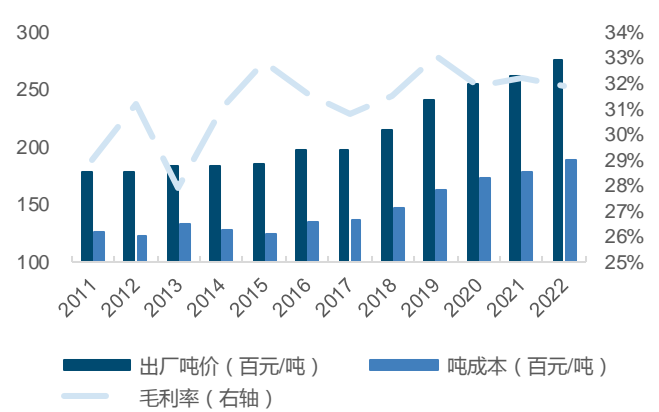
公司以瓜子起家，早期凭借差异化产品设计、央视品牌营销、渠道扩张等策略，迅速实现全国化布局。随着大单品红袋瓜子增速放缓，公司尝试步入“多元化”阶段，如 2008-2014 年间依次推广花生、薯片、果冻等品类，但由于跨品类运营难度大，行业竞争格局差异大，瓜子的成功经验难以复制到其他品类，多元化路径收效甚微。

2015年起，创始人回归后，将产品聚焦于坚果炒货赛道，并剥离了运营烘焙、膨化、调味品赛道的非主业标的。2015年公司推出口味丰富、设计新潮的蓝袋瓜子，16-20年含税销售额翻三倍（从2.5亿元提升至10亿元），助力葵花籽收入重回双位数增长。2017年公司察觉到消费升级、健康化趋势，顺势推出小黄袋每日坚果，接力瓜子品类实现终端快速铺货上量，随后补充小蓝袋益生菌坚果、每日坚果燕麦片等产品，17-22年坚果品类年复合增速为46%，第二成长曲线确立。

图表50：洽洽坚果自17年起成为第二成长曲线



图表51：洽洽休闲食品 2011-2022 年吨价逐步提升



来源：洽洽公司公告，国金证券研究所

来源：洽洽公司公告，国金证券研究所（注：以财报中披露的休闲食品大类计算）

公司瓜子市占率稳居第一，享有充分的品牌议价权。从葵花籽、坚果业务的量价拆分来看，葵花籽类受益于结构性升级（推出高端化国葵等品类）、提价对冲成本压力等因素，吨价表现为逐年提升，同期销量维持稳定增长。坚果因产品结构变化导致吨价下行，但销量显著增长，吨成本也随着自主产能建设逐步下降，总的来看毛利率逐年提升。

图表52：洽洽各品类提价对销量影响较小

品类	项目	2019	2020	2021	2022
葵花籽	销量 YOY	6.7%	7.9%	4.4%	6.8%
	吨价 YOY	10.2%	4.5%	1.4%	6.0%
	吨成本 YOY	10.5%	7.2%	0.2%	8.1%
	Δ 毛利率	-0.2%	-1.7%	0.8%	-1.0%
坚果	销量 YOY	58.3%	18.6%	52.8%	22.0%
	吨价 YOY	3.7%	-2.9%	-5.9%	1.0%
	吨成本 YOY	-5.7%	-5.3%	-7.2%	-1.0%
	Δ 毛利率	7.3%	1.8%	1.0%	1.3%

来源：洽洽公司公告，国金证券研究所

3.4 投资建议和小结

■ 小结：从收入、利润角度看增长空间

从收入角度来看，主要涉及吨价和销量等指标。一般而言，成长中的企业提升吨价较为困难，销量提升往往通过覆盖空白网点来实现。随着终端渗透率提升，品牌知名度扩散，市场份额得到巩固后，公司便具备较强的议价权，可跟随原材料 CPI 进行直接提价。另外，还可以通过推出细分层级的产品（高端化、小众化）、优化包装设计、缩小规格等策略实现间接提价。

从利润的角度来看，主要涉及成本、费用等指标。成本端主要看 1) 供应链掌控程度，可通过源头直采、产线自动化等降本增效。2) 原材料供给稳定性，可对原材料走势进行研判追踪，制定合适的采购策略。费用端主要看渠道建设程度，多元渠道扩张阶段往往需要较高的销售费用投入，包括品牌广告投入培育和经销商返利，具备自然动销后可转向精细化管理，节约渠道费用。

我们认为已具备全国大单品的企业，可通过老品升级换新提升单价，增加收入同时优化利润结构，如卫龙变更白色包装、推出麻辣麻辣等新品；洽洽推出风味蓝袋瓜子、高端珍葵等品类。从第二曲线来看，应重视与大单品的协同作用，通过网点扩张实现量增。对产能产线升级自动化改造，从源头管控供应链、降本增效。如卫龙坚持农产品原产地采购，与农产品购销专业合作社签订采购单。洽洽深入产业链上游，从研发优质高产的葵

花籽种子开始，目前在全球有 100 多万亩坚果原料种植基地，主要采用“公司+基地+合作社+农户”的模式与上游合作，确保原材料新鲜、饱满、供应稳定。

■ 重点公司盈利预测

本文从 3 个维度出发，探究行业变革新机遇。经过测算分析，我们认为零食专营业态仍处于“跑马圈地”红利期，上游生产型厂商可持续受益，而同为零售型的企业或受部分冲击。拆解生产型企业的增量来源，我们认为在消费力受损背景下，依靠多渠道、多品类的量增逻辑更为明确。结合基本面和估值性价比，推荐盐津、甘源，建议关注劲仔、洽洽、卫龙。

图表53：重点零食公司盈利预测

股票代码	公司	收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY			PE	
		22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	23E	24E
002847.SZ	盐津铺子	29	36	44	27%	24%	21%	3	5	6	100%	55%	32%	36	27
002991.SZ	甘源食品	15	20	26	12%	39%	29%	2	2	3	3%	52%	38%	34	24
002557.SZ	洽洽食品	69	79	90	15%	14%	14%	10	11	13	5%	9%	24%	21	17
003000.SZ	劲仔食品	15	19	23	47%	28%	24%	1	2	2	5%	41%	32%	37	28
9985.HK	卫龙	46	57	68	-3%	24%	18%	9	12	14	1%	28%	21%	20	16

来源：Wind，国金证券研究所（注：劲仔食品尚未覆盖，采用 Wind 一致预期；股价截至 2023 年 4 月 28 日）

四、风险提示

- 食品安全风险：行业覆盖多项原材料，加工贯穿多个节点，若在生产过程中出现质量管理疏漏，进而引发食品安全问题，将严重影响行业需求。
- 成本上涨风险：行业上游原材料不仅包括白糖、油脂、面粉等大宗商品，还有坚果、鳀鱼干、果干等供需市场较小的品类，价格不确定性强。若原材料价格持续上涨，且涨幅超预期，将加剧成本压力，压缩企业利润。
- 行业竞争加剧风险：目前行业处于成长期，细分赛道竞争格局不稳定。假设扩产引发供给过剩，恶性竞争扰乱费用投放节奏，将影响企业盈利能力。
- 新渠道放量不及预期风险：疫情期间催生的新零售、零食量贩业态成为各企业销售的新窗口，若后续此类渠道放量不及预期，将拖累企业收入增长，影响业绩稳定性。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402