

# 零食的瓶颈与演绎

零食行业专题报告

2023年5月31日

首席证券分析师：丰毅

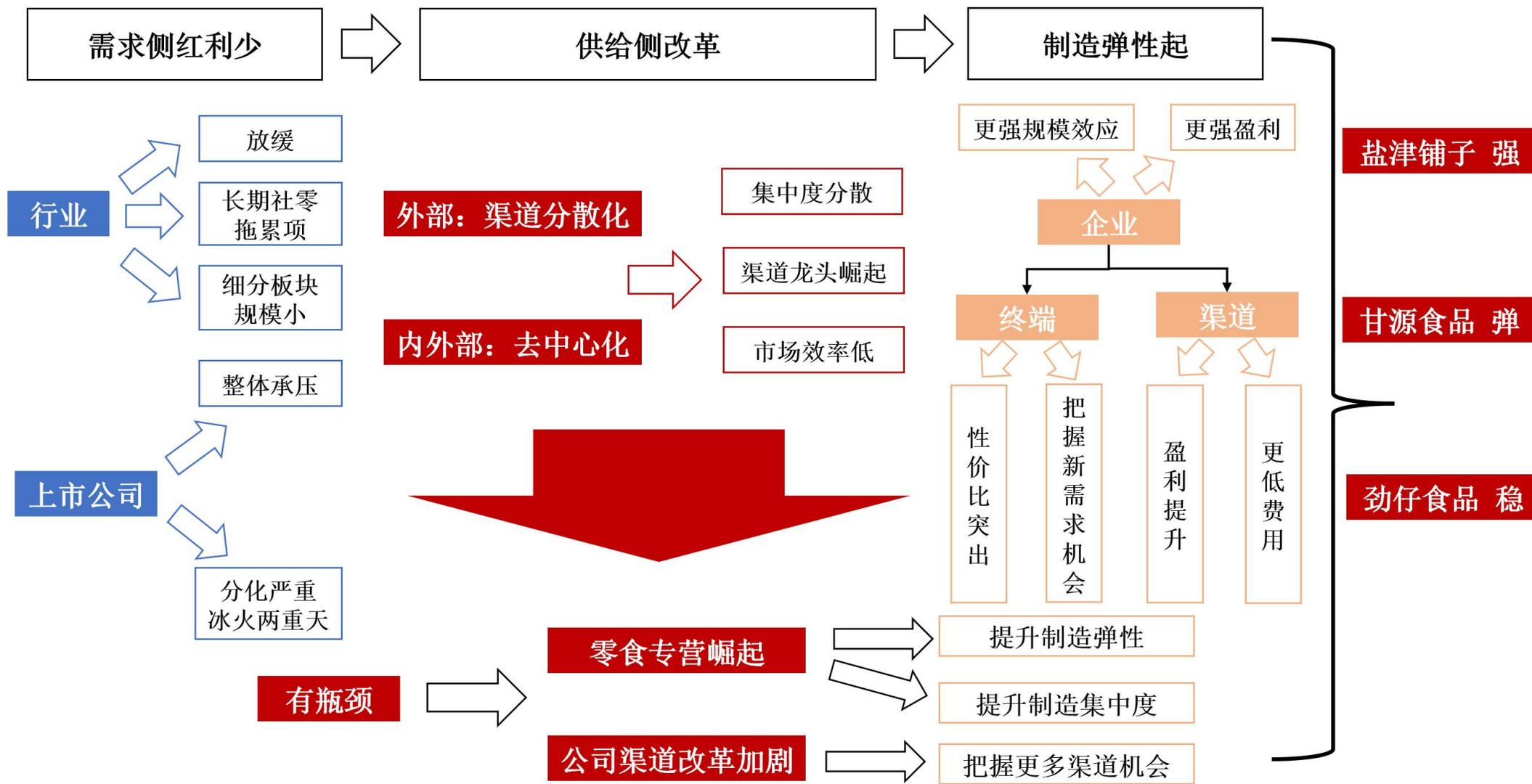
执业证书编号：S0630522030001



## 核心观点

- 行业各细分板块长期低增长，未来预期增长相对有限，同时因渠道持续变革、分散化、去中心化，国内零食行业2010年以来集中度持续下降，这导致渠道型龙头崛起，需求端性价比减弱的同时，产业结构与海外差异也逐步出现，在此影响下，制造型龙头渠道结构也纷纷“偏科”。主流渠道红利减弱、需求承压、疫情打击、成本压力下，行业迎来新一轮洗牌，制造龙头因模式优势更能抓住新渠道机遇，制造、渠道龙头分化加剧。虽然，结合海外发展史，多品类制造型龙头集中度加速提升并在成长中逐步从规模壁垒升华为品牌壁垒，将成为长期趋势，而短期因“多块好省”爆发的零食专营店将加速这一趋势。而零食专营店的相对“脆弱”的店型同样有望进一步加剧制造与渠道型龙头分化。**
- 需求红利少：持续低增长，行业进入以质取胜阶段。**①行业低增，分散持续：2022年零食行业规模接近万亿，根据欧睿数据及预测，历史（2017-2022）、未来（2022-2027）19个欧睿零食二级行业零售额CAGR过7%的均不超过5个，并主要在风味零食领域。零食长期为社零“拖累项”，基于行业商业模式及竞争格局，同前7年一样，未来5年零食行业零售额CAGR仍有望继续低于GDP增速。同时因品类及渠道分层竞争，尤其是渠道“分散化”及“去中心化”，CR5多年持续下降，2010年以来仅少量渠道型龙头市占率提升，直到近两年集中度才有所好转。②进入以“质”取胜阶段，制造龙头对渠道龙头替代进入加速阶段：在经历了生产为王（2000年前）、渠道为王（2000-2010年）、渠道去中心化（2010-2020年），随着零食专营店爆发，行业正式进入到以质取胜阶段，综合供应链实力（产能、研发、渠道触达）将成为制胜法宝；制造龙头因为规模效应和研发优势，整体费用低盈利高，对渠道龙头产生替代并逐步加速。
- 供给迎变革：零食专营短期为催化剂。**①爆发因素：商超现代渠道及高端品牌店价格高、线上龙头OEM为主性价比有限连带率较低、流通渠道缺少散称且品类有限，零食专营店通过缩短供应层级，最终获得更低客单价（预计低于高端零食品牌、线上核心渠道龙头一半，约20-30元），更高单量（300+单/天，往往5-10倍于高端品牌店），2020年以来快速扩张，区域割据，行业约1.3万家左右。②空间大，瓶颈仍在。单店模型店效虽高、单店盈利仍有限、门店品牌方净利率较低，叠加同质化竞争、壁垒有限、部分区域品牌已停止开店，我们预计瓶颈仍在。③制造龙头最为受益。1>零食专营店品牌厮杀，渠道龙头受损，受益方主要为制造龙头。2>零食品类龙头厂商利润往往比白牌更高，发展差异增大。3>制造龙头，主要盈利增长点往往来其他渠道，如高端会员店、现代渠道等，零食专营店产品存差异，仅带来部分增量。
- 制造弹性起：基于渠道持续变化特征，我们认为制造龙头弹性较大。**①工厂：1>制造龙头因较强规模效应、研发能力较强，能够在拥有相对更优产品品质情况下拥有更低产品成本。2>制造龙头比渠道龙头拥有更好现金流、更强盈利能力。②渠道：基于更高规模效应，经销、渠道往往可以拥有更高利润，驱动充足，多渠道铺设后，非KA、商超的渠道费用也往往更低，高势能渠道向低势能渠道布局的企业盈利往往提升。③终端：1>产品性价比渠道龙头更突出，成交率更好。2>能够通过更强研发抓住爆品机会。3>能够进入更多渠道。④行业终局：对比海外，行业巨头，基于优质供应链壁垒，往往为多品类制造型龙头。
- 投资建议：**基于制造龙头集中度加速提升的逻辑，我们持续推荐盐津铺子、甘源食品和劲仔食品。
- 风险提示：**零食专营店竞争加剧的风险；部分细分产品竞争加剧的风险；产品原材料价格波动的风险；食品安全的风险。

# 行业：需求红利少，供给迎变革，制造弹性起



# 目录

第一部分 需求红利少

第二部分 供给迎变革

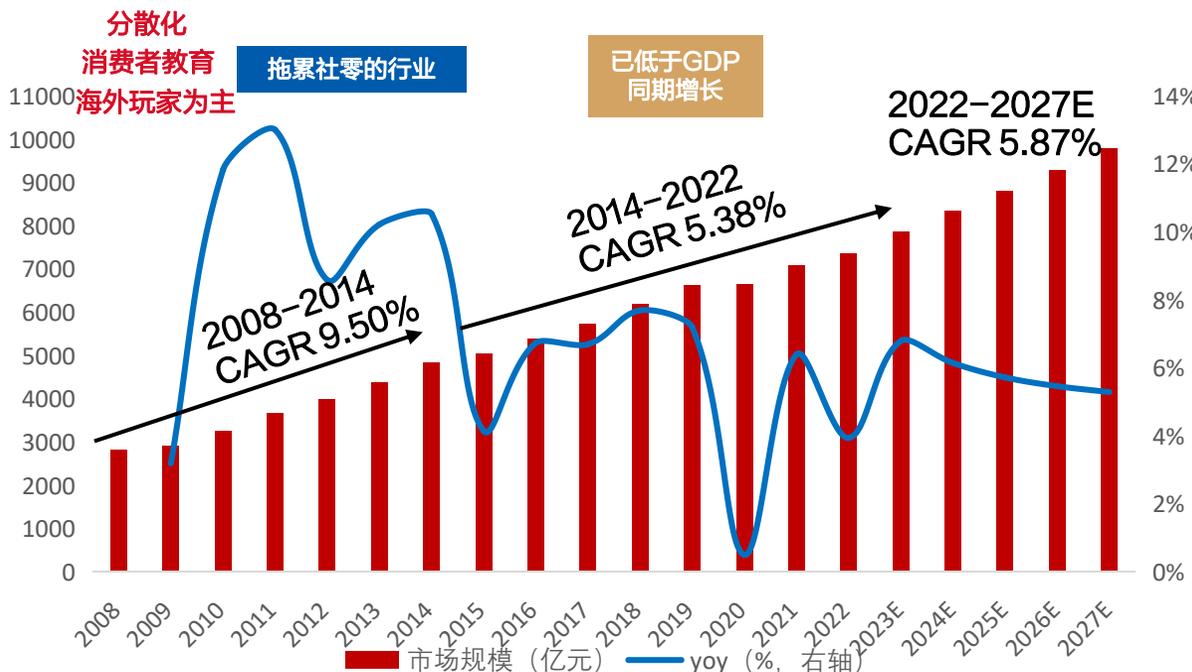
第三部分 制造弹性起



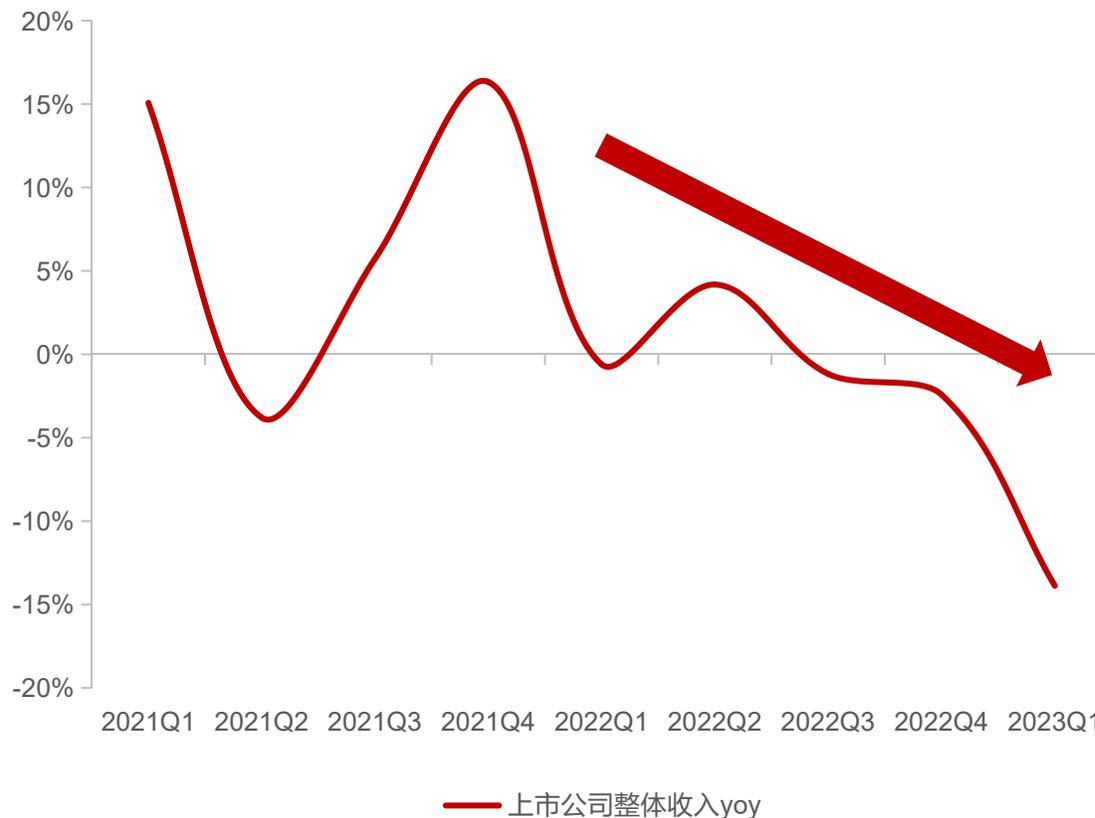
# 需求红利少：成长承压，冰火两重天

## 2012-2027年中国零食行业市场规模及增速（包含烘焙）

	2018-2014	2014-2022
同期社零增速	15.20%	6.82%
同期收入增速	9.73%	5.78%
同期GDP增速	8.60%	5.81%



## 零食行业上市公司单季度收入增速

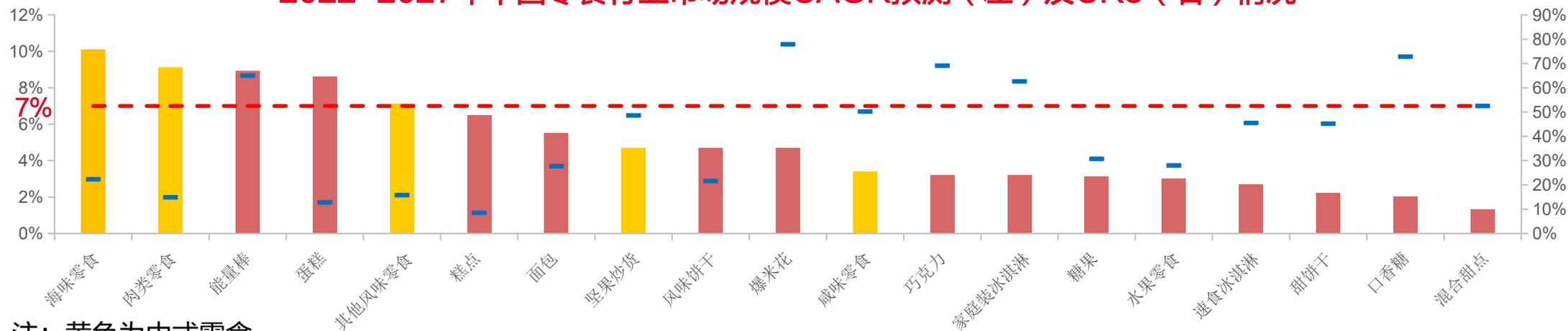


资料来源：wind，东海证券研究所  
 注：上市公司包括盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、洽洽食品、三只松鼠、来伊份、良品铺子

资料来源：国家统计局，Euromonitor，wind，东海证券研究所

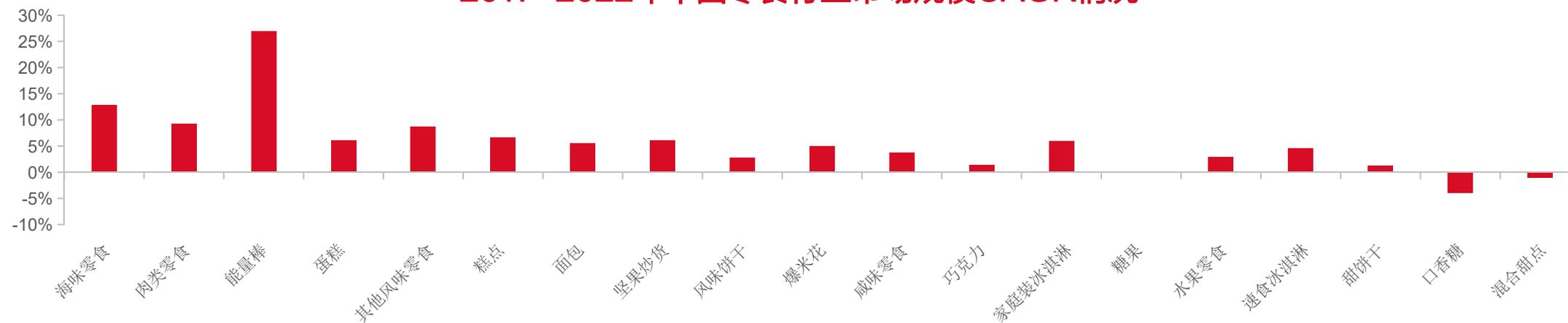
## 需求红利少：细分行业增速不高

2022-2027年中国零食行业市场规模CAGR预测（左）及CR5（右）情况



注：黄色为中式零食

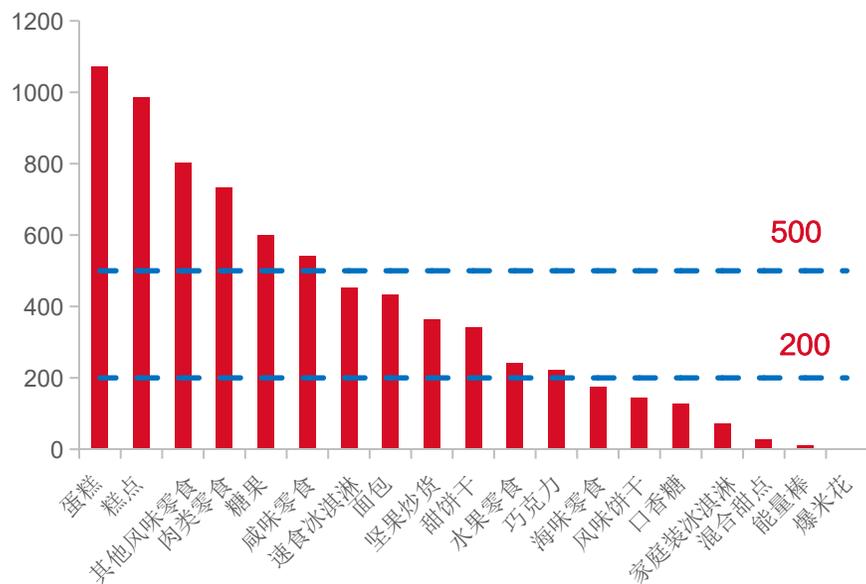
2017-2022年中国零食行业市场规模CAGR情况



资料来源：Euromonitor，东海证券研究所

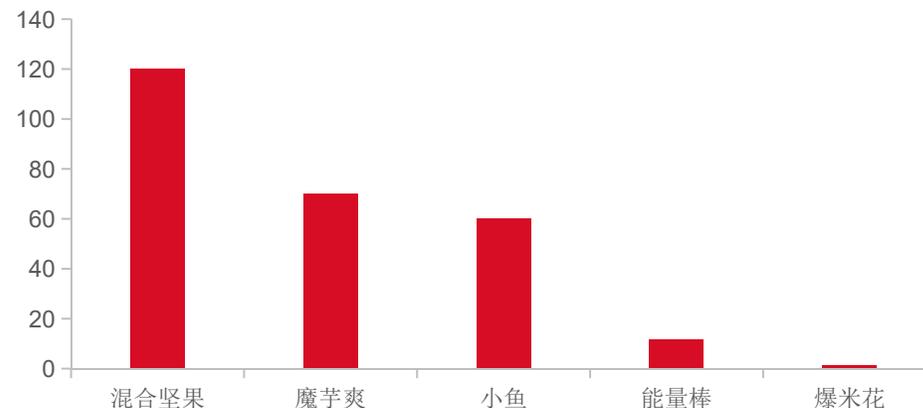
## 需求红利少：细分板块规模往往较小

2022年中国零食各细分行业市场规模（亿元）



结合细分板块进一步细分需求，相似产品市场往往更小

部分品类市场规模情况（亿元）



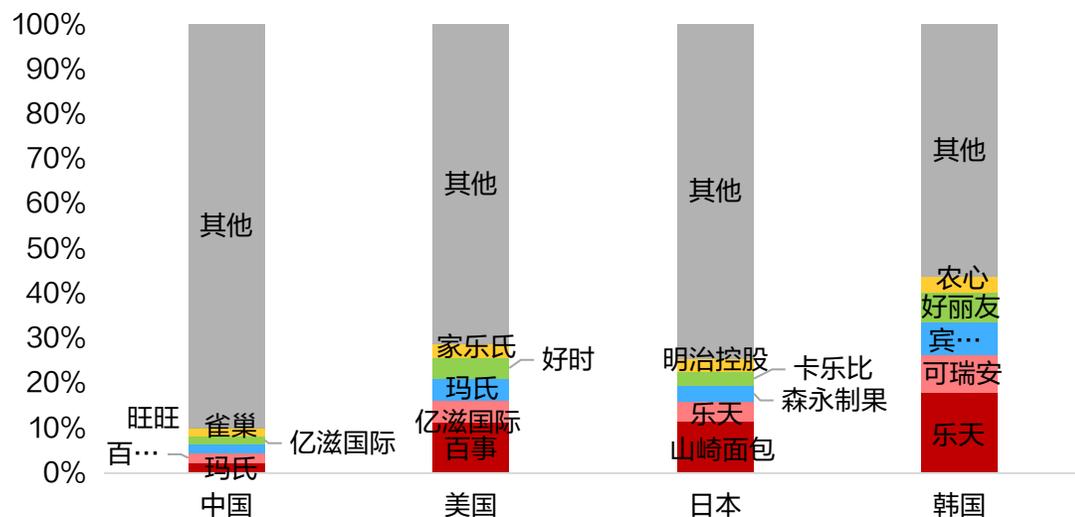
部分品类龙头公司市占率情况



资料来源：Euromonitor，草根调研，东海证券研究所

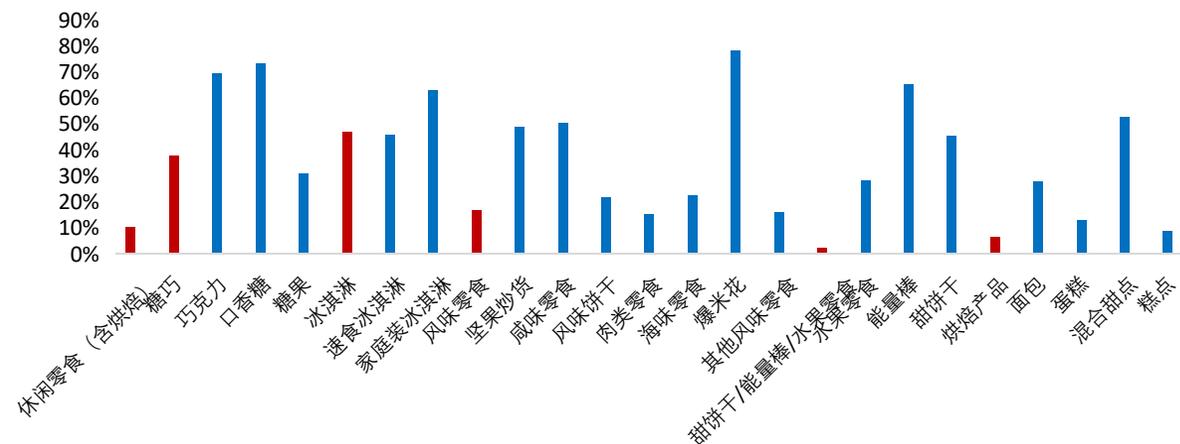
## 需求红利少：龙头对行业影响较大

中国零食龙头主要为海外品牌



资料来源：Euromonitor (2022年)，东海证券研究所

中国休闲零食CR5市占率

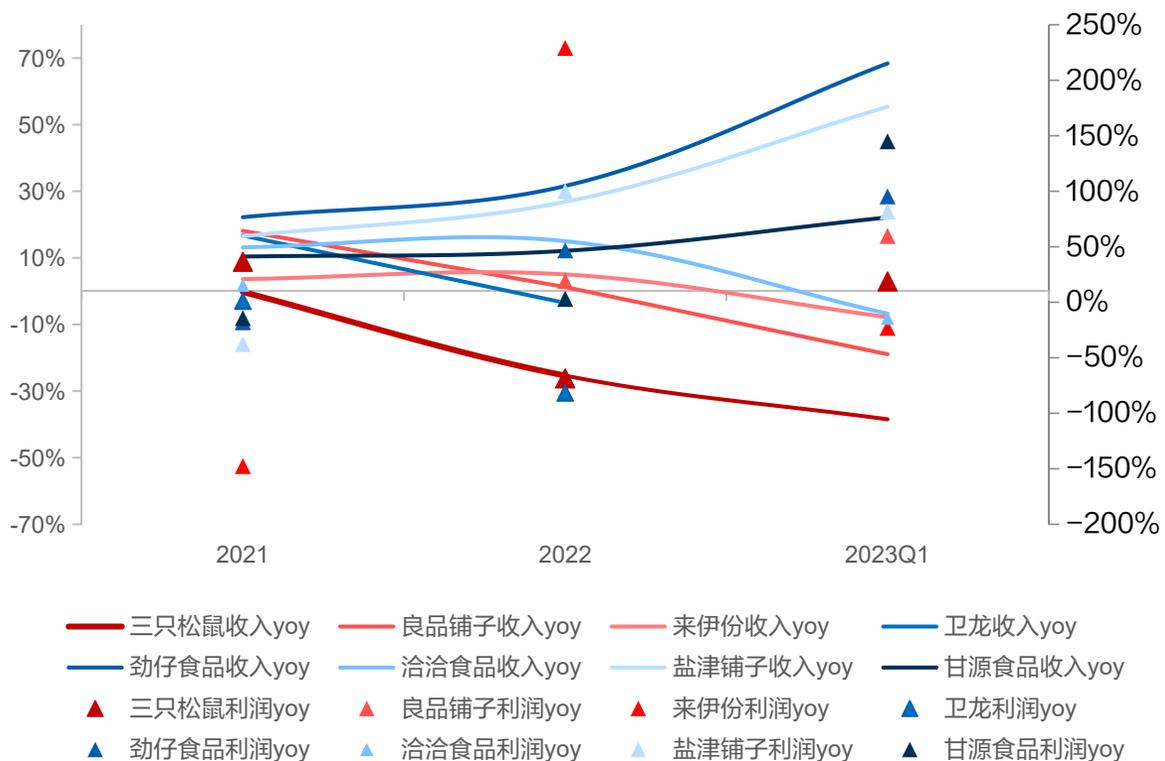


资料来源：Euromonitor，东海证券研究所  
注：红色为一级品类，蓝色为细分二级品类

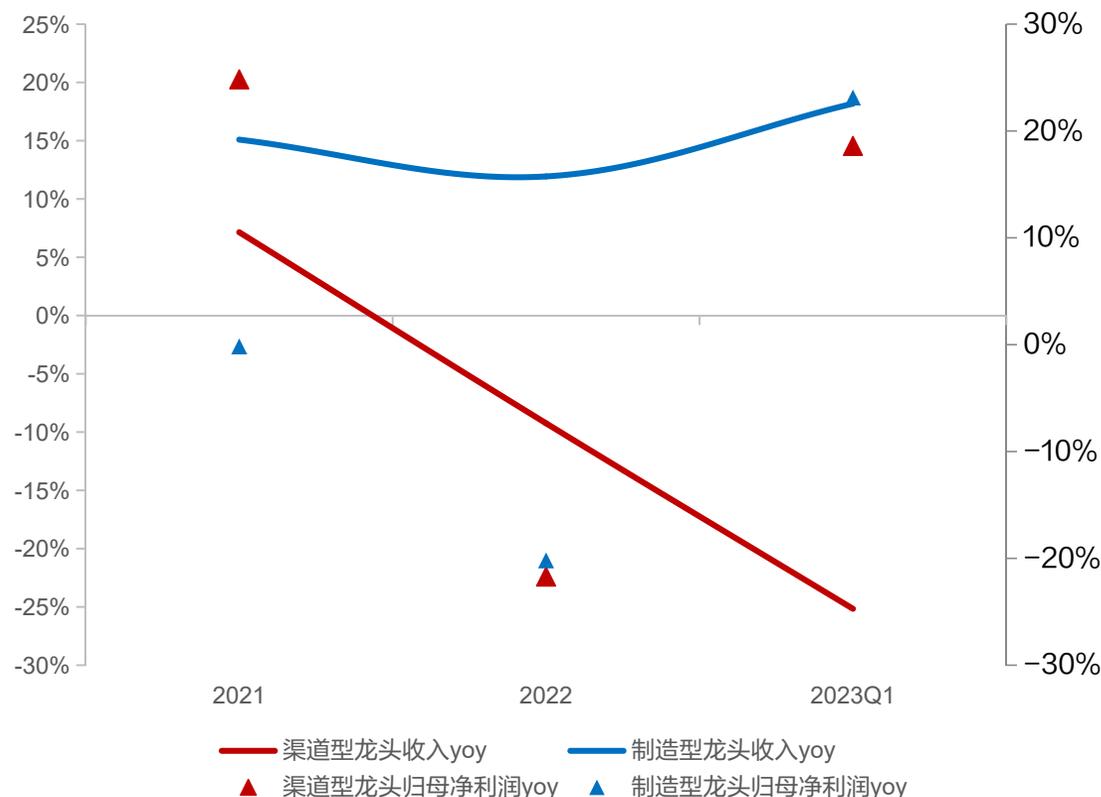


# 需求红利少：成长承压，冰火两重天

## 零食龙头2021-2023Q1收入与归母净利润增速



## 渠道型/制造型龙头2021-2023Q1收入与归母净利润增速



资料来源：wind，东海证券研究所 注：归母净利润增速为右轴

资料来源：wind，东海证券研究所 注：归母净利润增速为右轴

# 目录

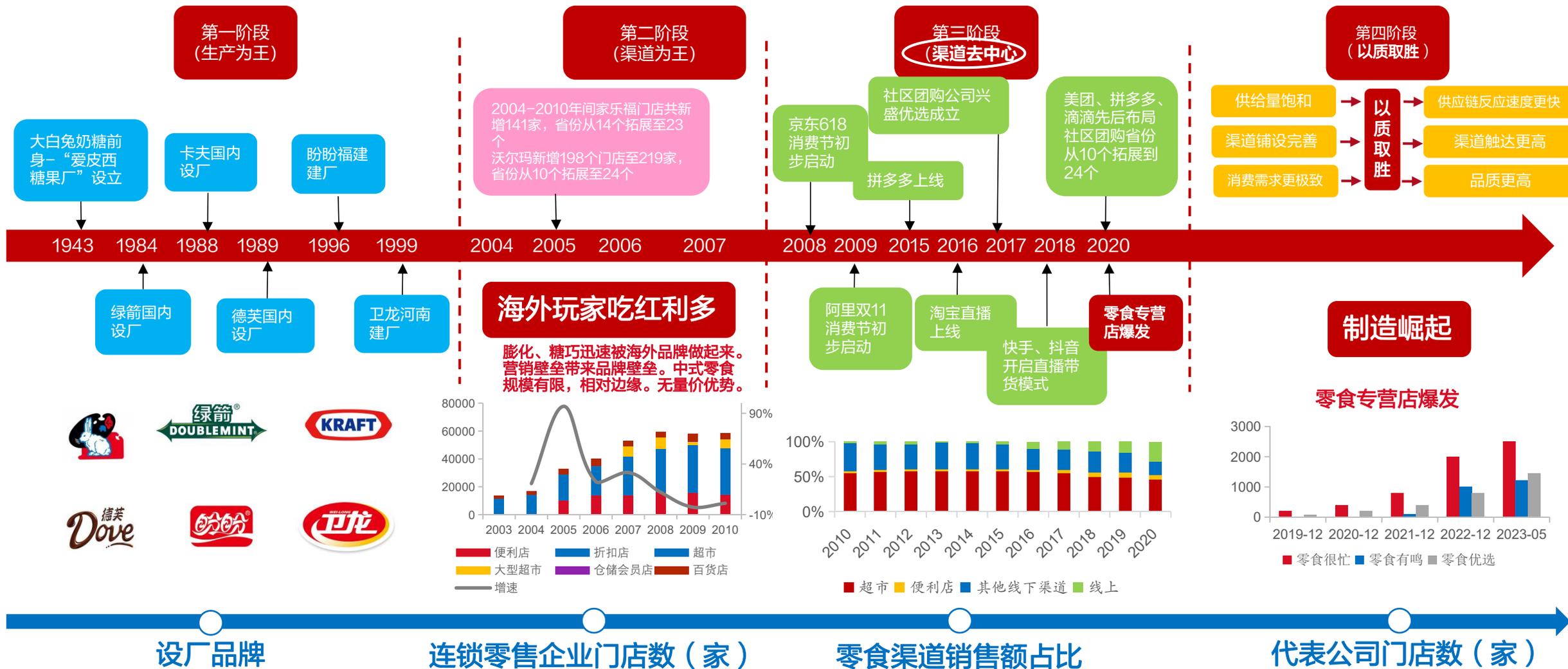
第一部分 需求红利少

第二部分 供给迎变革

第三部分 制造弹性起



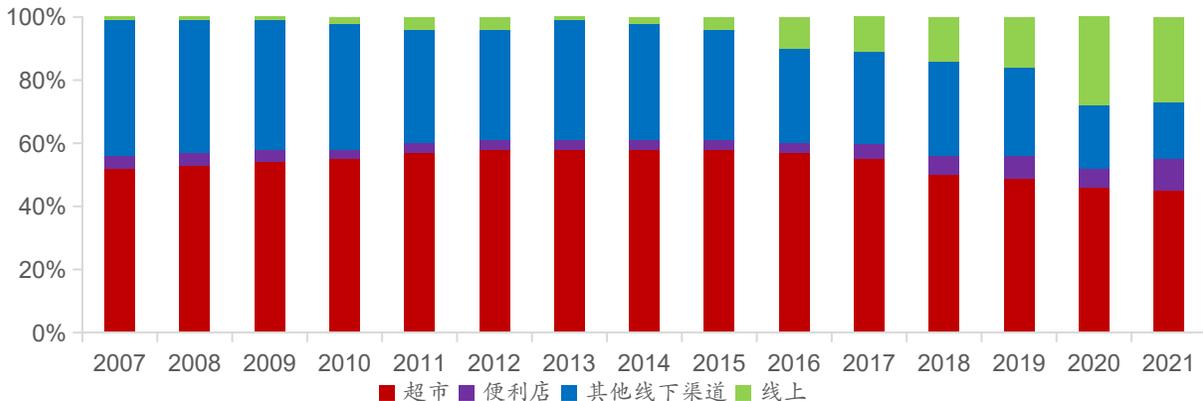
# 供给迎变革：历史-渠道迭代，收敛于“质”



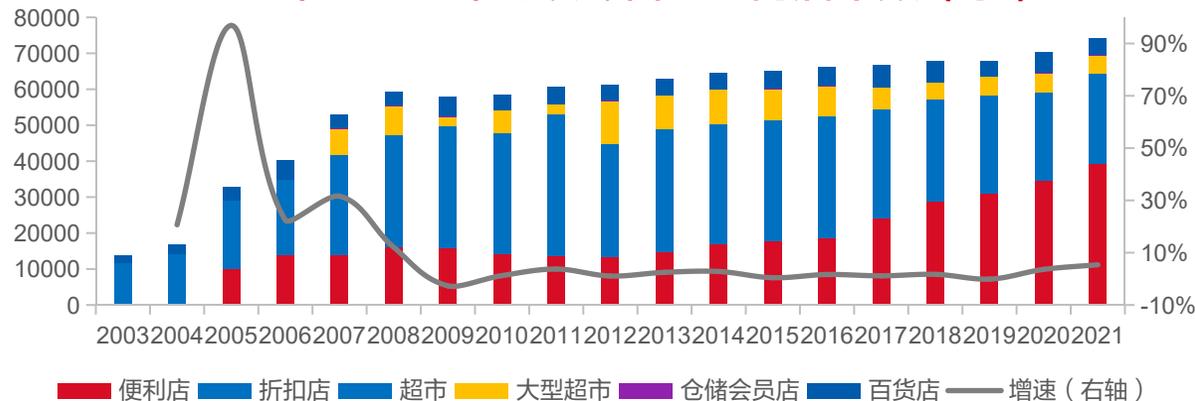
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

# 供给迎变革：历史的结果—渠道多元，高度分散

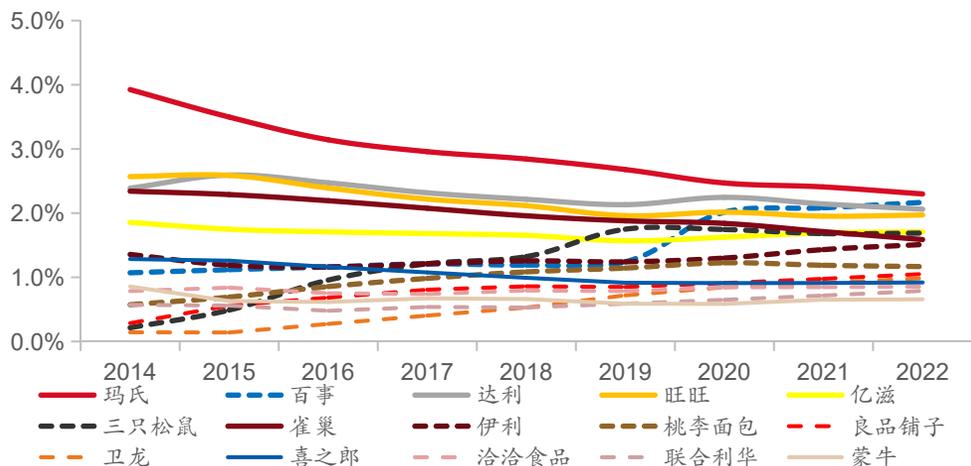
2007-2021年零食销售渠道零售额占比



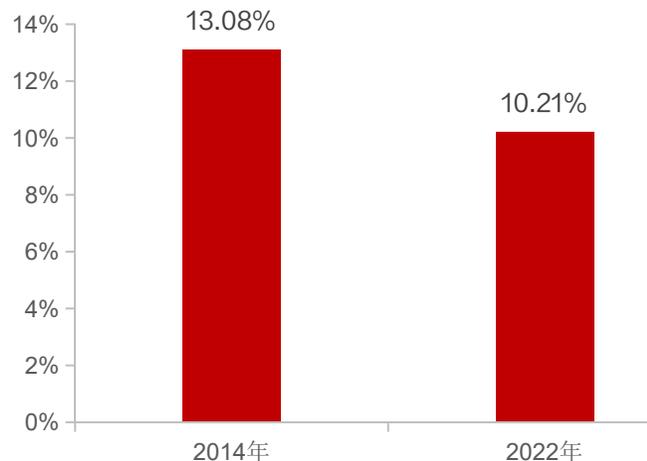
2002年-2021年连锁零售企业门店个数(家)



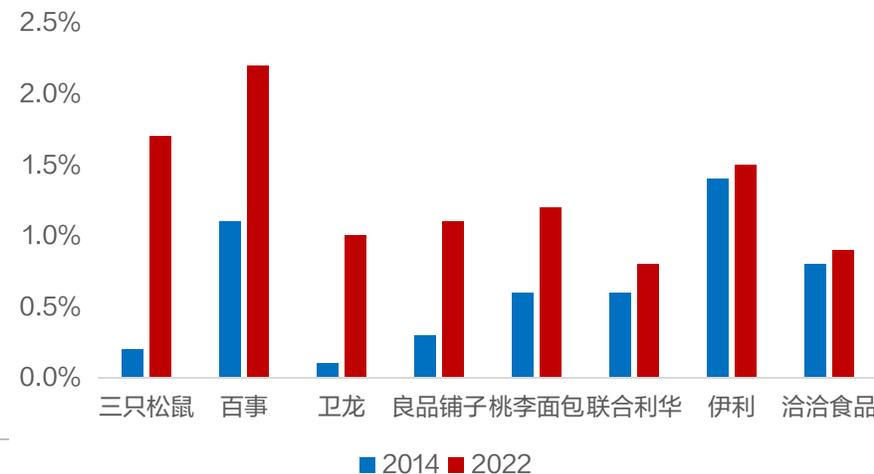
前15品牌2014-2022年市占率



2014年和2022年零食CR5变化情况



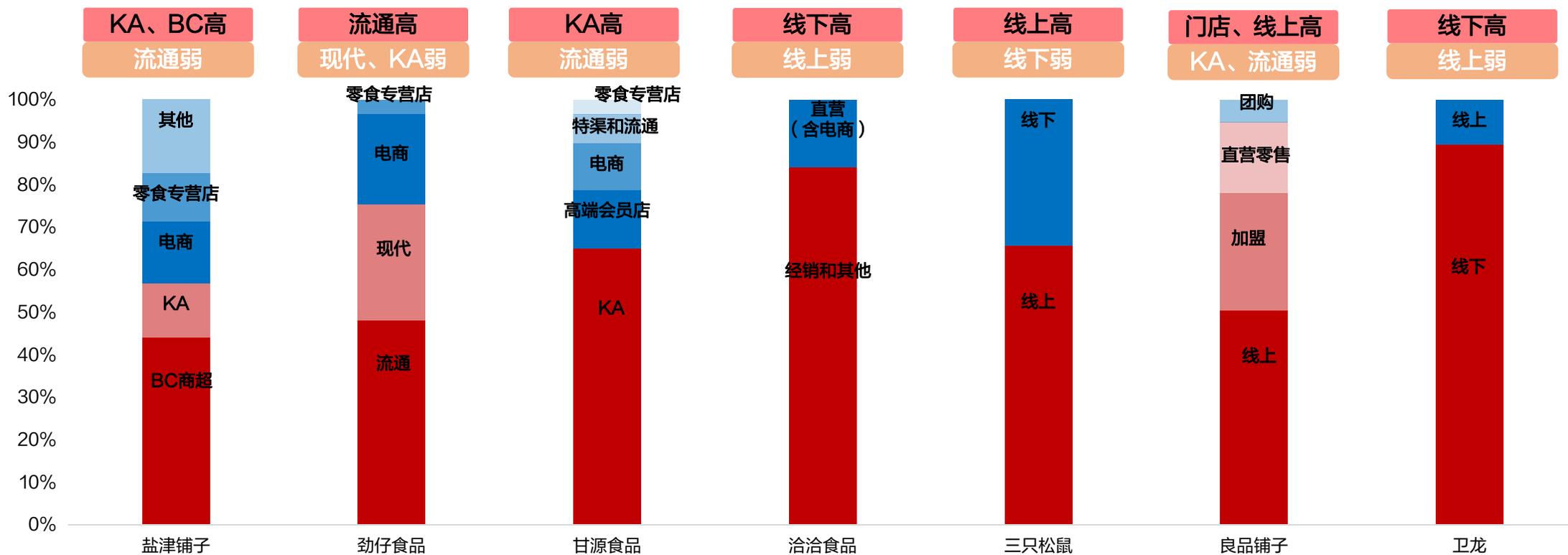
2014-2022年市占率呈上升趋势的公司



资料来源: Euromonitor, 国家统计局, 东海证券

# 供给迎变革：历史的结果—企业渠道“偏科”

2022年渠道收入占比图



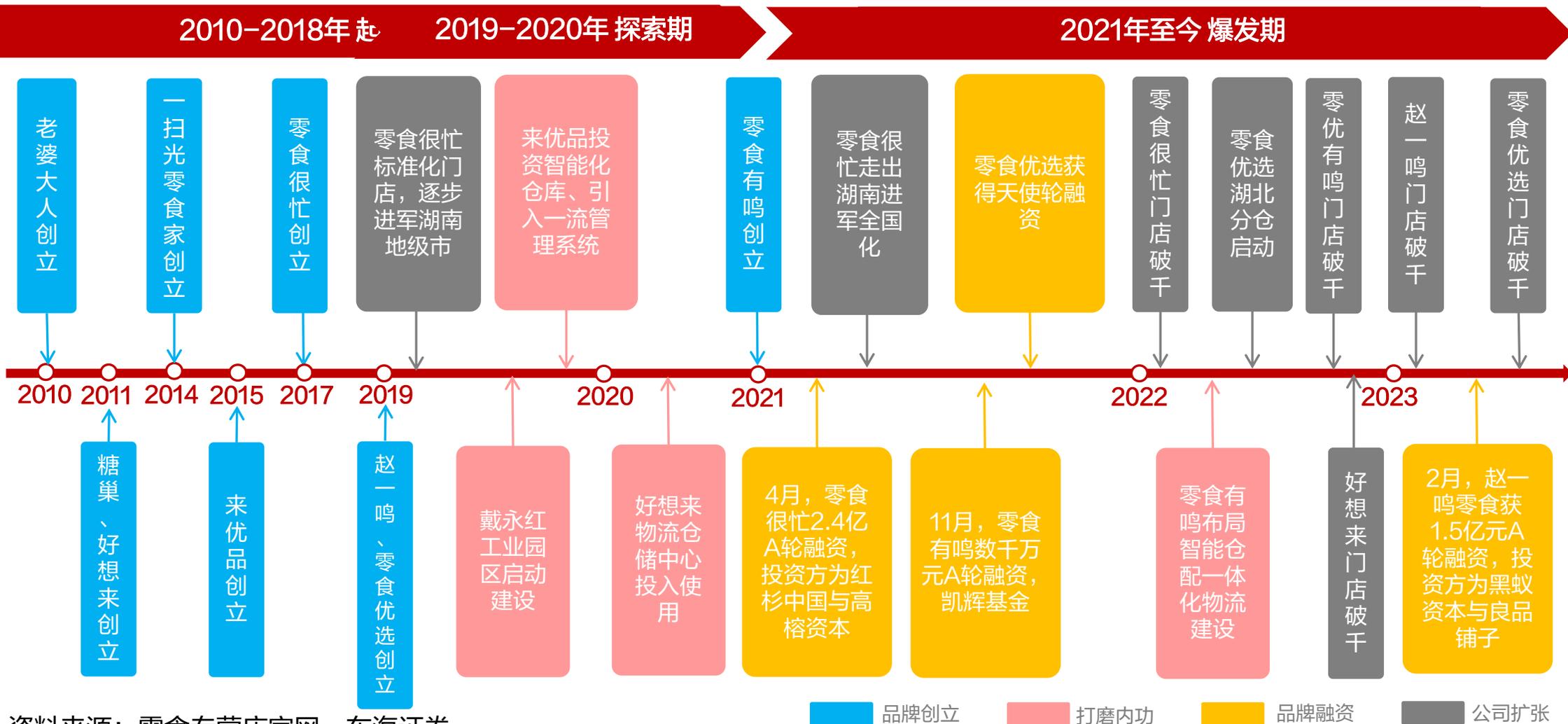
资料来源：渠道调研，公司公告，东海证券研究所



# 供给迎变革：历史的结果—2023年渠道布局

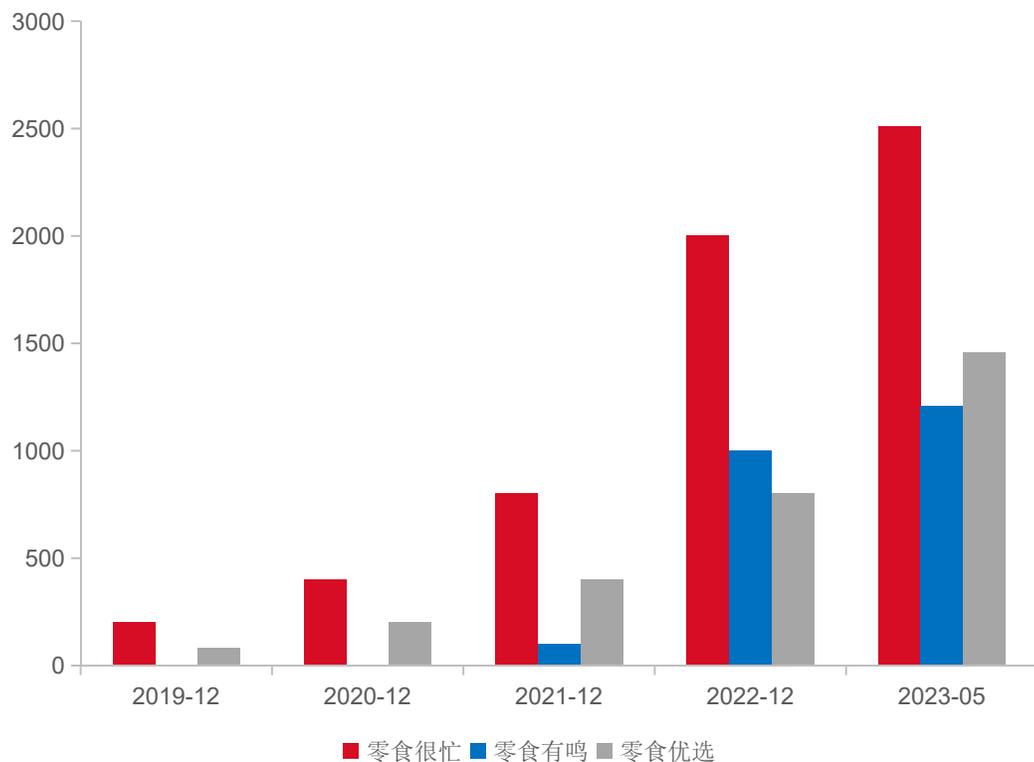


# 供给迎变革：零食专营一渠道求变



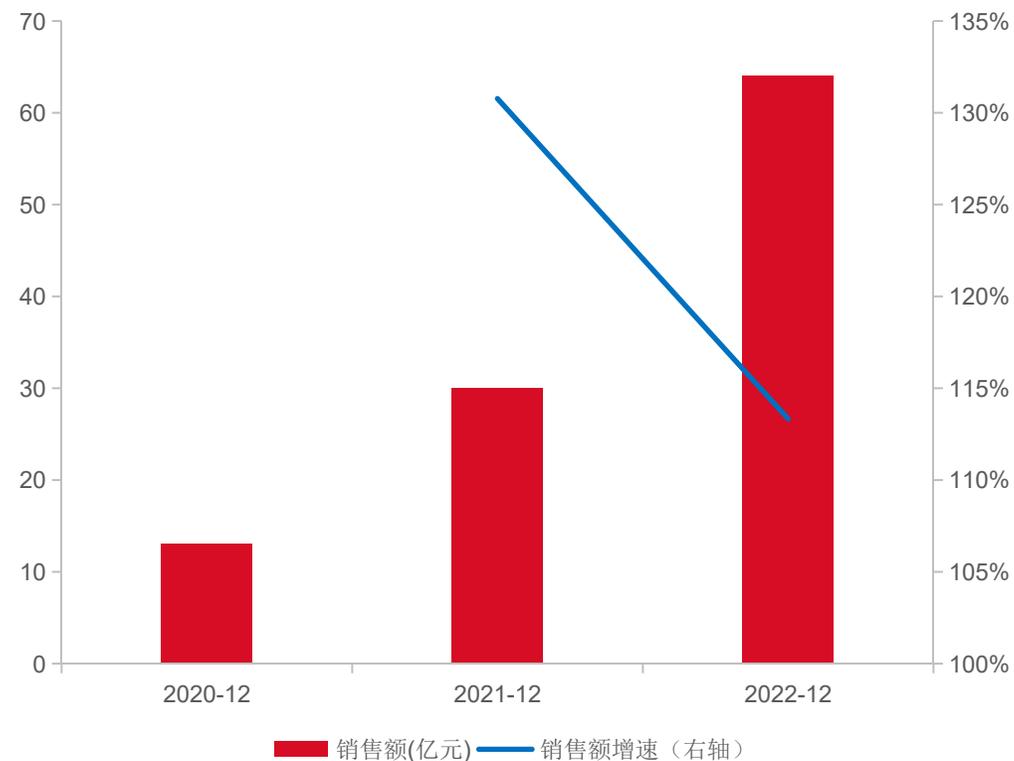
# 供给迎变革：零食专营一渠道求变

代表公司门店数量（家）



资料来源：零食专营店官网，东海证券研究所

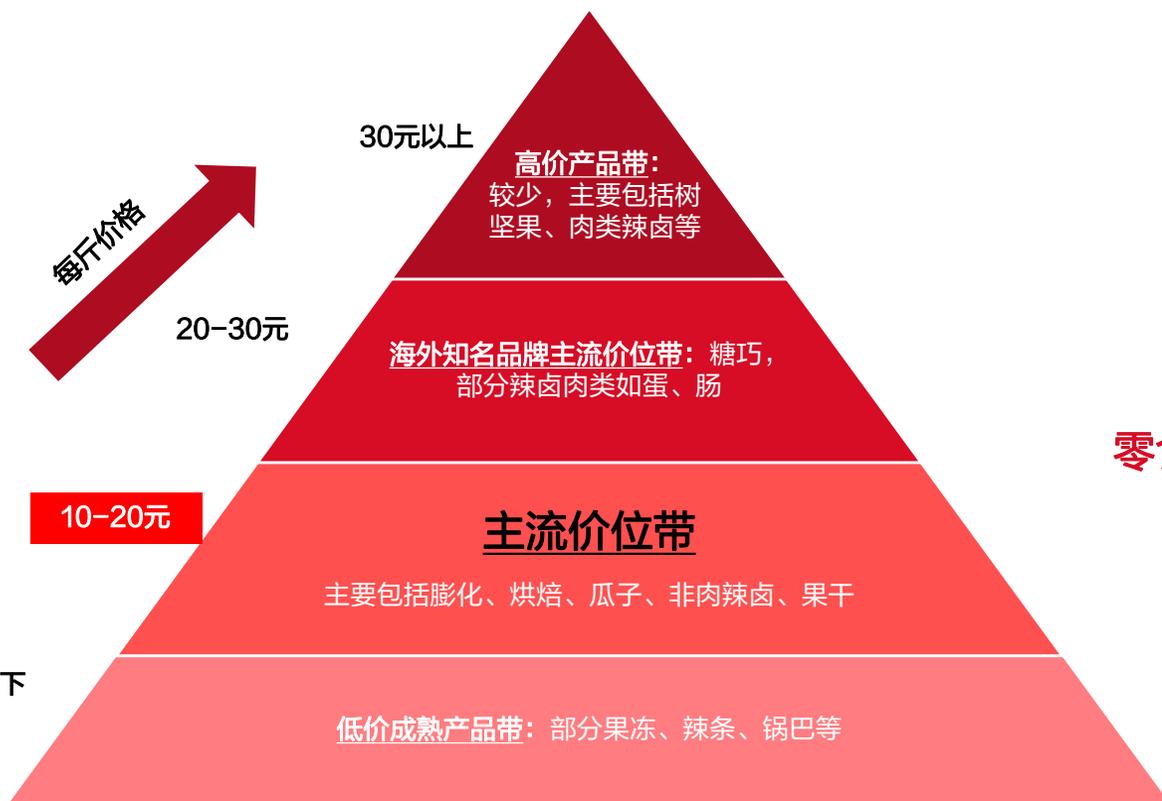
零食很忙近三年销售额及增速



资料来源：零食很忙官网及官方公众号，东海证券研究所

# 供给迎变革：零食专营一价格优势

零食专营店价格金字塔



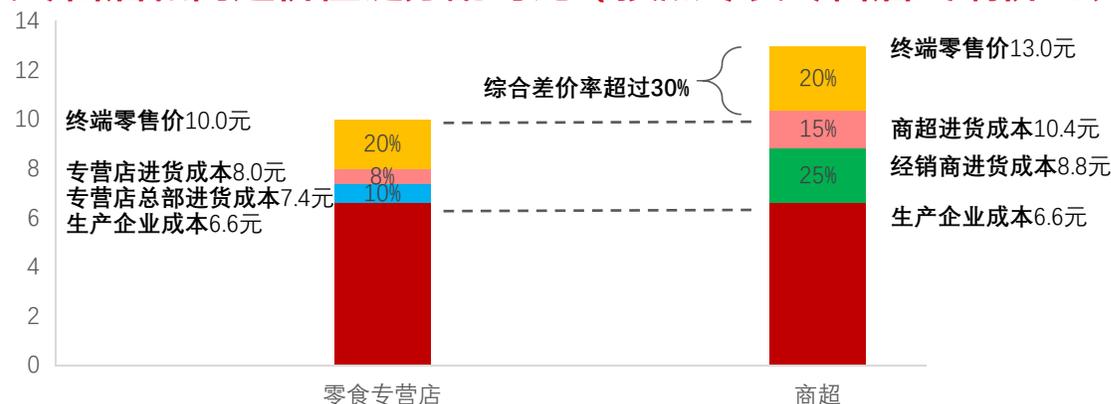
资料来源：渠道调研，东海证券研究所

零食专营店与超市价格对比（元）

	零食很忙	商超	价格差异
500ml可乐	2.4	3.5	31%
43g德芙丝滑牛奶巧克力	6.5	8.5	24%
550ml怡宝矿泉水	1.2	1.6	25%
65g卫龙辣条大面筋	3.9	4.5	13%
83g汤达人豚骨拉面	4.9	6.5	25%
285g甘源老三样混称	15.8	21.8	28%
20g盐津铺子素毛肚	0.7	1.0	30%
108g劲仔豆干	3.9	6.7	42%
116g奥利奥夹心饼干草莓味	5	6.5	23%

资料来源：零食很忙，大润发，永辉超市，东海证券研究所

零食专营店和商超价值链分配对比（按照零食专营店终端价10元倒推）



资料来源：零食专营店官网，草根调研，东海证券研究所

# 供给迎变革：零食专营一单店差异

单价及客单价降低50%



单量提升5~10倍

## 单店模型(以零食很忙常规社区店为例)

门店情况	
单店面积 (m <sup>2</sup> )	100
员工数量	4
初始投入 (万元)	
加盟费	5
保证金	3
装修成本	10
设备 (货架、监控、空调、收银设备、门头广告等)	12
首次备货	20
房租 (押一付六)	14
门店营收 (万元/年)	
门店流水	432
客单价 (元)	40
客单数 (单/日)	300
毛利润	78
毛利率	18.0%
费用	56
费率	13.0%
房租	26
员工工资	24
其他费用 (水电等杂费)	6
门店净利润	22
净利率	5.0%
门店经营指标	
坪效 (万元/m <sup>2</sup> )	4.3
人效 (万元/人)	108
投资回收期 (年, 初始投入不含房租)	2.3

## 单店模型敏感性分析(门店净利率)

		毛利率				
		17%	18%	19%	20%	21%
客单数	280	3.1%	4.1%	5.1%	6.1%	7.1%
(单/日)	290	3.6%	4.6%	5.6%	6.6%	7.6%
	300	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
	310	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
	320	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%

## 单店模型敏感性分析 (投资回收期, 年)

		毛利率				
		17%	18%	19%	20%	21%
客单数	280	4.0	3.0	2.4	2.0	1.7
(单/日)	290	3.3	2.6	2.1	1.8	1.6
	300	2.9	2.3	1.9	1.6	1.4
	310	2.5	2.1	1.7	1.5	1.3
	320	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2

## 零食专营店售卖品牌情况

	知名品牌	品类优势品牌	白牌
渠道毛利率	5%左右	10%-20%	20%-30%
厂商毛利率	正常	略低于其他渠道	明显低于其他渠道
占比	20%左右	占比较高	20%-30%

资料来源：渠道调研，东海证券研究所

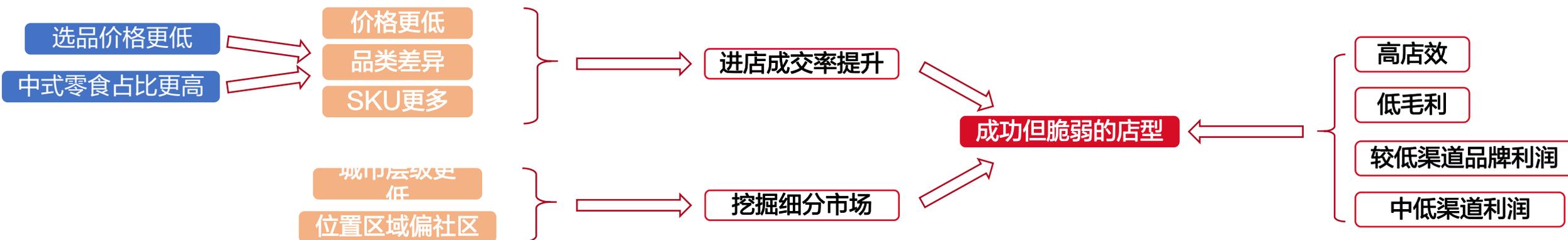
## 零食专营店与高端零食店对比

	零食专营店 (如零食很忙、赵一鸣等)	高端品牌店 (如良品铺子、来伊份等)
客单价 (元)	20-30	60-80
日单量	300	70-100
日销 (元)	12,000	4000-5000
面积 (平方米)	100	60左右
单店毛利率	18%	50%左右
单店净利率	8% (5-10%)	10%左右 (5-15%)
品牌毛利率	8%	加盟20%+, 直营50%左右
品牌净利率	2%	3%
坪效 (元/平方米/年)	43,200	27,000
月利润 (元)	28,800	13,500
平米利润 (元/年)	3,456	2,700
投资回收期	2年以内	2年以上
渠道位置	中低线城市社区型渠道	中高线城市高势能渠道

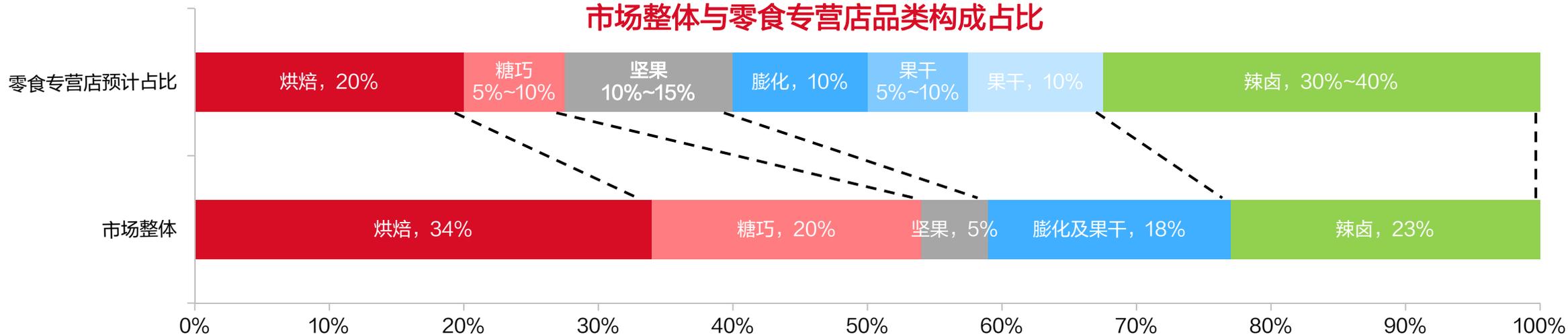
资料来源：渠道调研，公司公告，东海证券研究所

资料来源：零食很忙官网，窄门餐眼，草根调研，东海证券研究所

## 供给迎变革：零食专营—挖掘细分市场



市场整体与零食专营店品类构成占比



资料来源：欧睿数据，渠道调研，东海证券研究所，注：零食专营店为调研数据；市场整体数据为欧睿2022年数据，其中糖巧包含冰淇淋；膨化及果干包含甜饼干、能量棒、水果零食、风味饼干、薯片、米饼等；辣卤包含其他风味零食、肉类零食、海味零食等

## 供给迎变革：零食专营一空间测算

- 方法：**因不同城市、县人口密度不一，直接用人口计算空间尚有误。目前便利店数量对零食专营店开店空间具有一定参考意义，我们通过较为饱和的长沙及全国便利店情况计算整体行业天花板。
- 长沙：**目前长沙门店处在饱和状态，部分零食龙头停止长沙继续开店，基于大众点评，头部品牌零食很忙、戴永红、魔呀零食、零食优选、零食满屋2023年5月已开店共计570余家，考虑到零食很忙尚有部分门店未开业（官网长沙区域450家左右）以及其他品牌开店情况，我们认为零食专营店天花板为800家左右，即极限状态零食专营店为便利店数量15%左右。考虑到零食很忙在长沙开店情况超过了公司对省会城市饱和目标的要求，按此调整后，即较饱和状态零食专营店空间为便利店12%左右。
- 全国：**2022年全国便利店30.01万家，去掉北上广深等区域后（租金、人工过高，本身专营店低盈利模式将受到明显打压，且存在和来伊份、良品铺子等高端零食店的竞争），极限状态和较饱和状态零食专营店空间分别为4.2万家和3.5万家，考虑开店先核心城市再乡镇，那么2.5万家左右开店以及单店都有望放缓，结合目前市场主流品牌成功融资开店加速来看，这一目标在两年内或更快有望达成。

		零食店数量 (家)	零食专营店空间测算					
零食很忙	大众点评	350	<b>据公司最终发展目标：</b> ① <u>省会饱和300家店、下面每个地市15-30家店、每个地市下面县城3-5家店、每个县城下面40%乡镇开1家店；</u> ②做到从上到下、从下到上湖南省全覆盖；立足湖南，发展江西、湖北、贵州、广东、广西，放眼全国					
	公司口径	450						
	省会城市饱和开店目标	300						
	零食优选	150						
	戴永红	22						
	零食满屋	30						
	魔呀零食	22						
新开店及其他品牌假设		100	便利店数量	比例	全国便利店数量	零食店开店空间	去掉一线城市后	零食开店空间
长沙极限开店空间		774	5020	15%	30万	4.6万	28万	4.2万
按照零食很忙省会饱和目标开店空间		624		12%	30万	3.7万	28万	3.5万

**目前零售规模**  
约200亿~300亿

**2022年：**根据目前1.3万家数量，全年加权平均预可能低于7千家，多数非龙头零食专营店日销预计低于1万元/天。

**2025年：**考虑到店效稀释，未来平均全市场日销有望明显低于1万，且考虑到部分非盈利门店，门店型行业全市场平均店效往往低于盈亏平衡点，我们测算省会城市盈亏平衡点预计6000-7000日销，部分地级市及乡镇较低，保守起见，按照5000元日销预计未来零食专营店规模较难达到千亿规模，但有望超过500亿。

**未来零售规模**  
大概率500亿~800亿

资料来源：2022年中国连锁经营协会，零食很忙官网，毕马威，东海证券研究所。注：零食很忙以外品牌门店数均来自大众点评2023年5月数据

# 供给迎变革：零食专营一上市公司布局情况

## 零食品牌商布局零食专营店情况

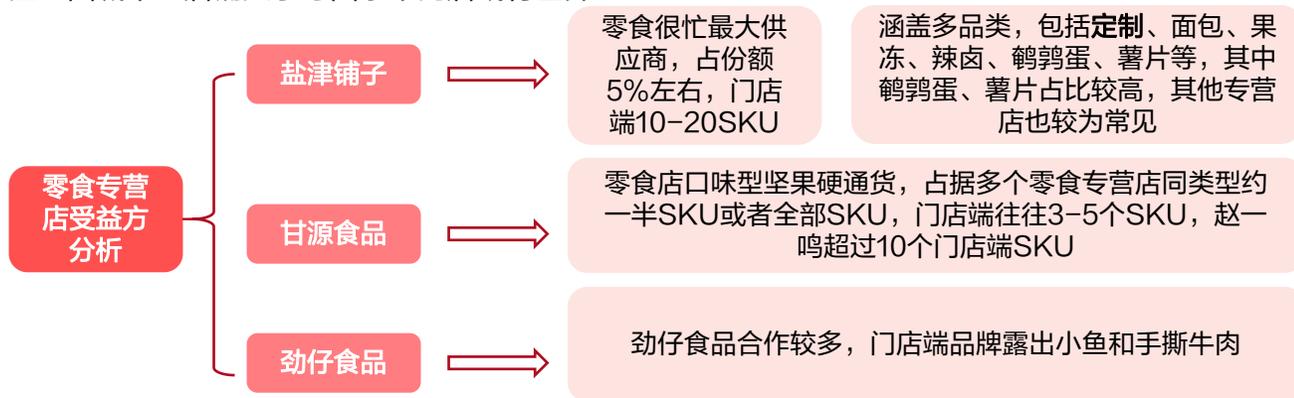
	盐津铺子	甘源食品	劲仔食品
时间	2021年中	2022年Q2	2022年中
规模（2023年初）	月销4000万元左右	月销2000万元左右	月销7-800万元左右
整体SKU	30+	20+	/
合作品牌数	前几位都已合作	十几家	30+家
门店端露出SKU	<b>16个左右SKU：</b> 魔芋丝，豆干，鹌鹑蛋，素毛肚，麻辣棒，定制化蒟蒻&豆干&面包&薯片  <b>赵一鸣</b> <b>3个SKU：</b> 豆干，鹌鹑蛋	<b>20个左右SKU：</b> 坚果，缤纷综合豆果/果仁罐装，坚果袋装，薯片	<b>5个左右SKU：</b> 小鱼，手撕牛肉，豆干

## 零食专营店产品竞争表

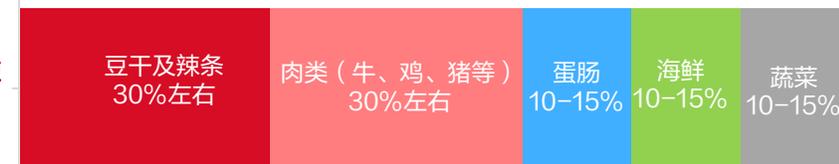
	零食很忙	赵一鸣
辣卤	<b>150个左右SKU：</b> 劲仔食品小鱼干2个、手撕牛肉1个、豆干1个；盐津铺子豆干8个、蔬菜4个、鹌鹑蛋2个；卫龙辣条5个；	<b>180个左右SKU：</b> 盐津铺子豆干1个、鹌鹑蛋2个；卫龙魔芋3个，辣条1个；
散称薯片	<b>4个SKU：</b> 盐津铺子2个，董小姐1个	<b>10个SKU：</b> 甘源食品4个，小王子3个，阿婆家的薯片2个
鹌鹑蛋	<b>5个SKU：</b> 盐津铺子2个	<b>7个SKU：</b> 盐津铺子2个，贤哥2个，绝鼎肉2个
口味坚果	<b>9个SKU：</b> 甘源食品6个	<b>24个SKU：</b> 甘源食品7个，舔嘴4个，多情逗2个，苏太太2个
魔芋丝	<b>4个SKU：</b> 盐津铺子2个	<b>7个SKU：</b> 卫龙3个，金磨坊2个，好味屋2个
蒟蒻	<b>6个SKU：</b> 盐津铺子定制化3个	<b>5个SKU：</b> 顽皮兔5个
其他		洽洽瓜子袋装2个

资料来源：草根调研，东海证券研究所

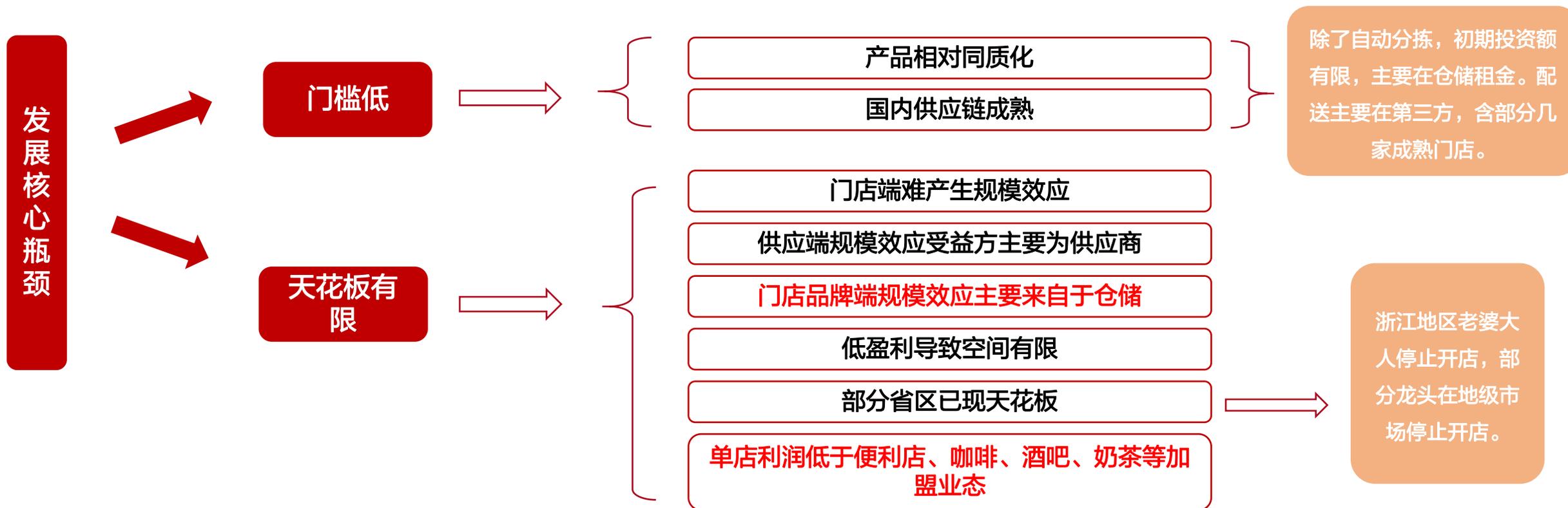
注：因城市、店铺大小等因素不同店或有差异



### 零食专营店辣卤SKU占比



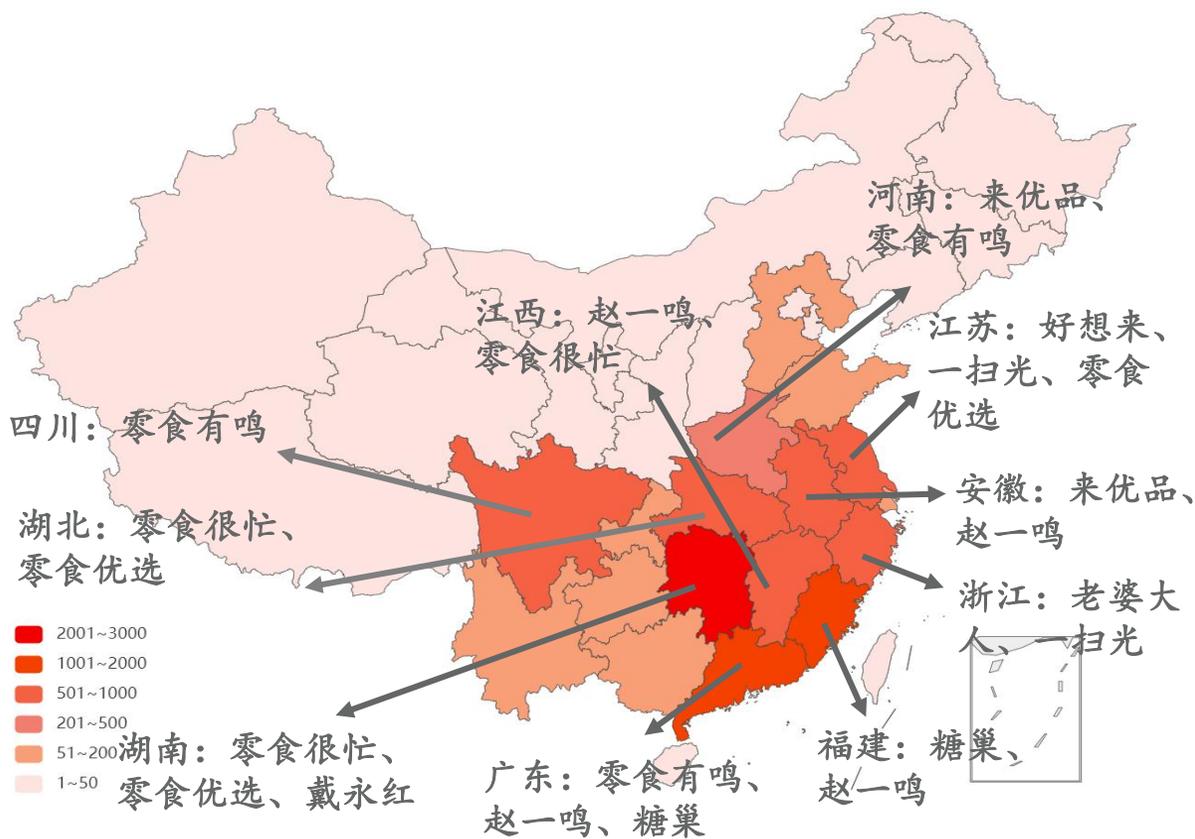
## 供给迎变革：零食专营一瓶颈就在眼前



- 考虑到餐饮业态往往具备较高单店毛利率（50%+）及单店净利率（15%+），小店型（30-50平方米）及知名品牌店往往具有5000元+平米利润或更高平米利润，零食专营店吸引力有限。

# 供给迎变革：零食专营一区域割据

## 零食专营店区域布局



资料来源：零食专营店官网，东海证券研究所

## 前十零食专营品牌基本情况

名称	成立时间	成立地点	门店数量	主要覆盖及拓展区域	SKU数量	客单价(元)
零食很忙	2017年	湖南长沙	2000+	湖南、江西、湖北、重庆、广东、广西、贵州	1600+	38.83
零食有鸣	2021年	四川成都	1200+	四川、重庆、江西、河南、贵州、深圳	1000+	37.88
赵一鸣	2019年	江西宜春	1200+	江西、湖南、广东、福建、安徽、湖北	2000+	-
糖巢	2011年	福建厦门	1000+	福建、广东	-	52.17
老婆大人	2010年	浙江宁波	1000+	浙江	-	68.35
零食优选	2019年	湖南长沙	1000+	湖南、湖北、广东、广西	1800+	27.33
好想来	2011年	江苏泰州	1000+	江苏、安徽、河南、山东、浙江、湖北、河北	1500+	-
来优品	2015年	江苏南京	800+	江苏、安徽、河南、河北、湖北	1600+	41.62
戴永红	1996年	湖南株洲	600+	湖南	-	15.64
一扫光零食家	2014年	上海	500+	上海	-	10.00

资料来源：零食专营店官网，窄门餐眼，东海证券研究所

# 供给迎变革：零食专营—外埠市场是否可发展

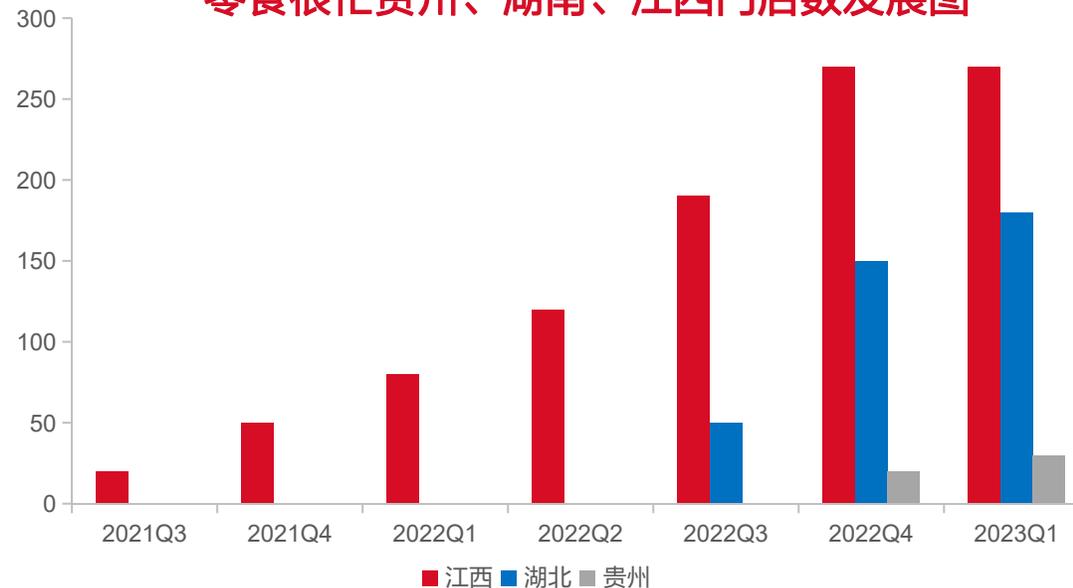


## 零食很忙四大仓储中心构成三角形



资料来源：渠道调研，东海证券研究所

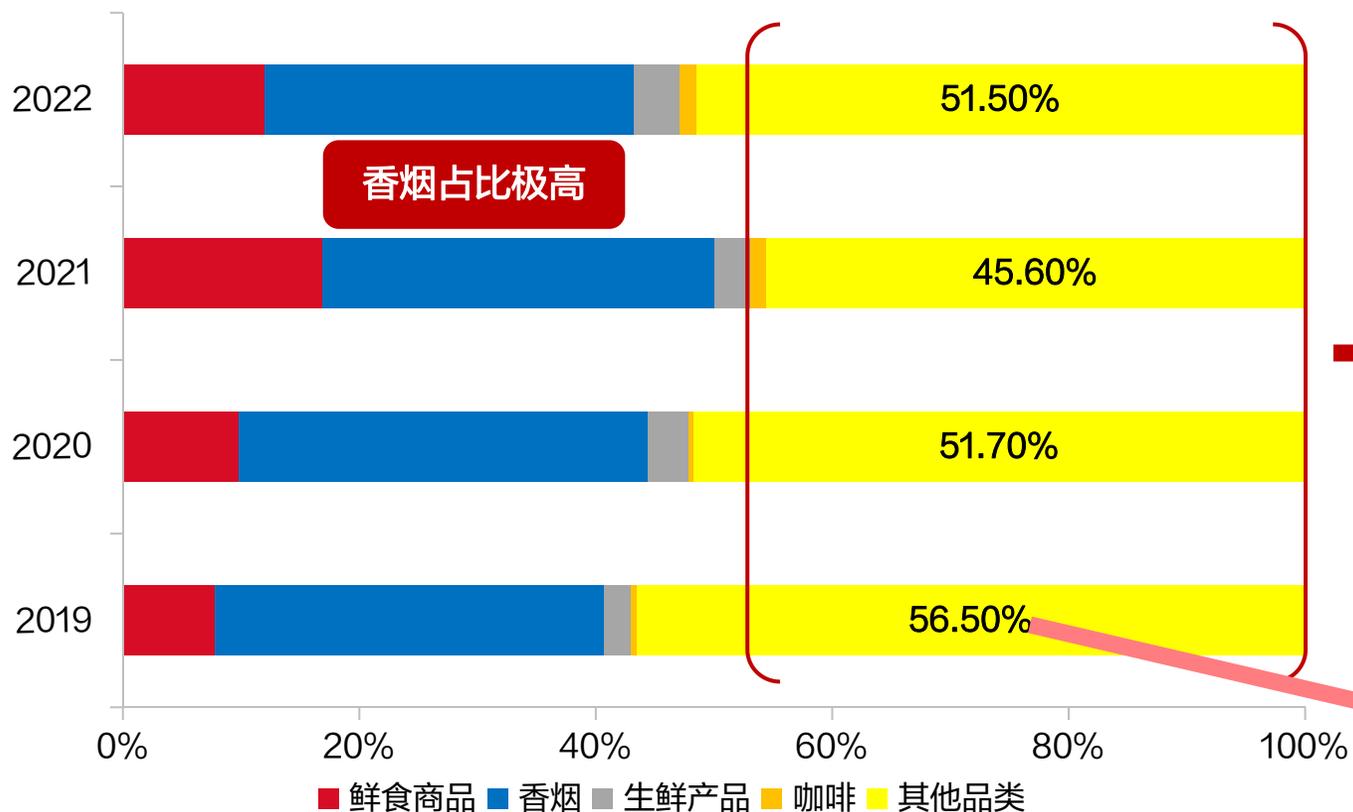
## 零食很忙贵州、湖南、江西门店数发展图



资料来源：渠道调研，东海证券研究所

## 供给迎变革：零食专营一是否能抢便利店空间

便利店主要产品类别



如：《重庆市石柱县烟草制品零售点合理布局规定》要求一般市场单元内的零售点兼具不低于100米；《常州市区烟草制品零售点合理布局规定》第六条规定零售点布局距离之间的要求：在道路一侧两零售点间距离要30米以上。

多数区域烟有区域限制，先到先得

零食专营店

不是24小时营业

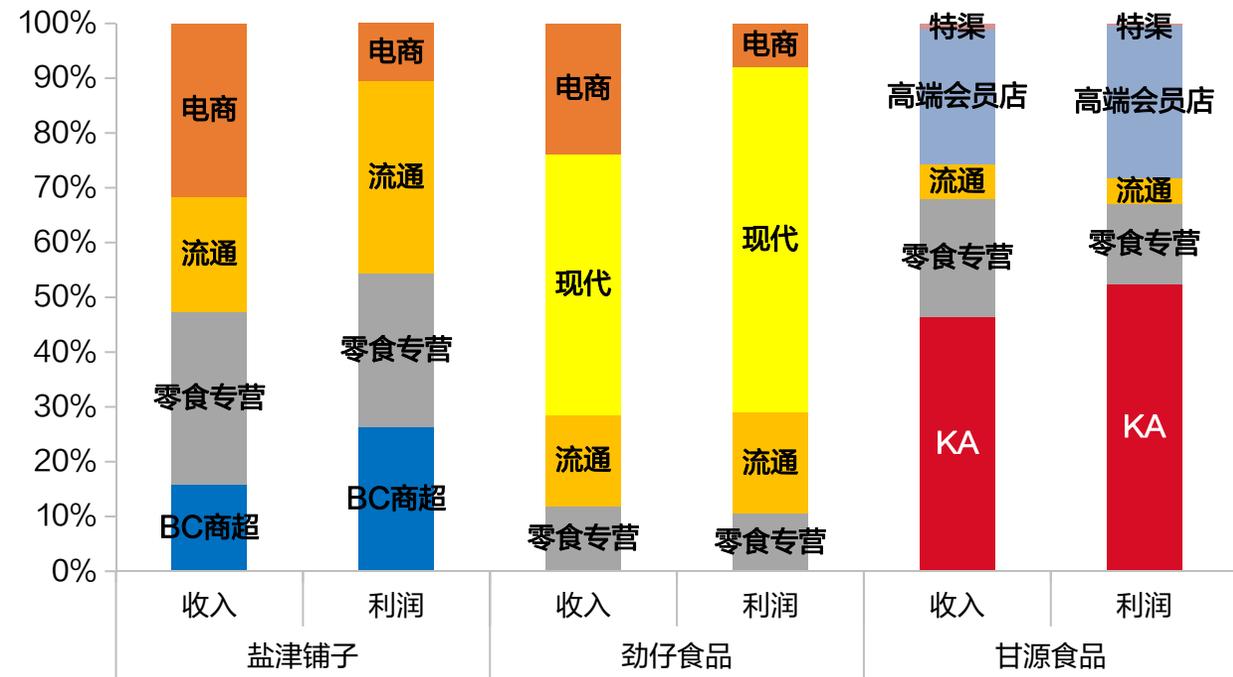
不具备替代便利店的条件

预计40%左右为水饮及零食

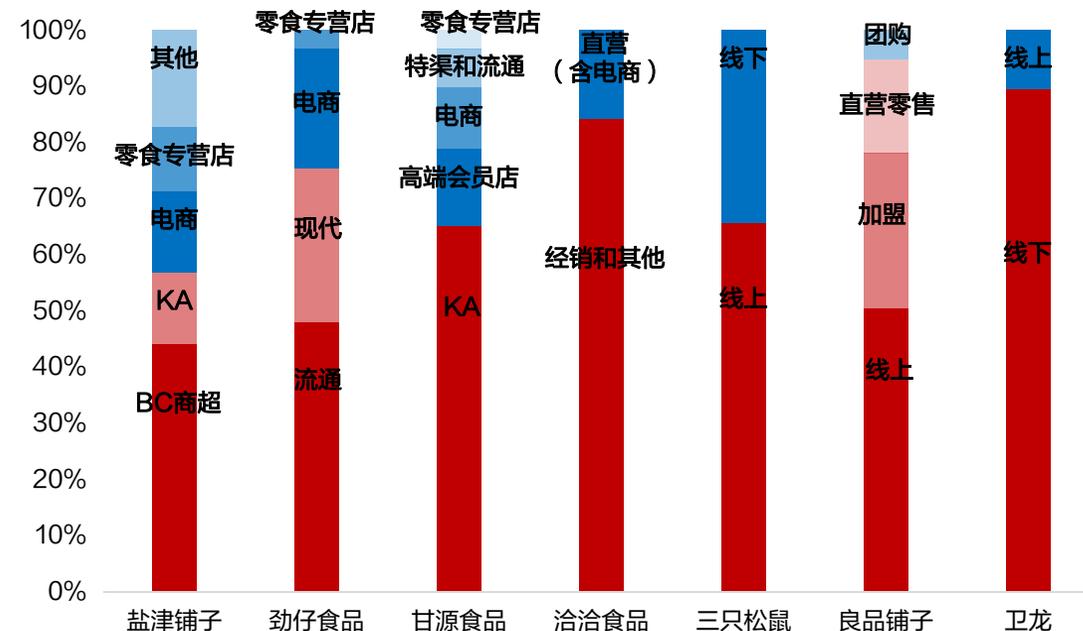
资料来源：2019年-2022年CCFA便利店调研，毕马威，东海证券研究所

# 供给迎变革：零食专营一并非制造龙头贝塔的核心逻辑

2023年收入/利润增量渠道占比图



2022年渠道收入占比图



零食专营店并非核心增长点

资料来源：渠道调研，东海证券研究所

- 2023年利润增量，通过渠道收入增量及对应利润率得出，未考虑渠道结构因素以外带来的毛利率提升及费率变化，实际该影响还应产生30%以上的利润增量影响。
- 盐津铺子：BC、KA和电商为主；劲仔食品：流通为主；甘源食品：KA为主；洽洽食品：线下经销为主；三只松鼠：线上为主；良品铺子：线上、线下直营和加盟店为主；卫龙：线下为主。

毛利低

普遍双多战略：  
多品类+多渠道

会员店（高盈利）

流通（低费用）

# 目录

第一部分 需求红利少

第二部分 供给迎变革

第三部分 制造弹性起



## 制造弹性起：财务一盈利强

类型	代表企业	产品数量	生产	渠道
海外龙头	亿滋国际	多品类		多渠道
	派拉蒙农场	较为专注	自产	多渠道
	川崎面包	较为专注		线下门店为主

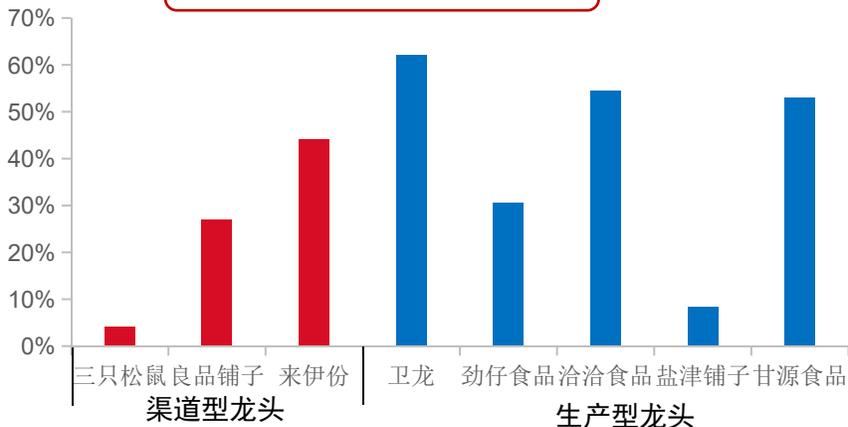
类型	代表企业	产品数量	生产	渠道	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)
渠道型龙头	三只松鼠			线上为主，多渠道	72.93	1.29
	良品铺子	较高	OEM	线下门店为主，多渠道	94.40	3.35
	来伊份			线下门店为主	43.82	1.02
生产型龙头	卫龙	较为专注	自产	商超便利店为主	46.32	1.51
	劲仔食品	较为专注	自产	商超便利店为主	14.62	1.25
	洽洽食品	较为专注	自产	商超便利店为主	68.83	9.76
	盐津铺子	聚焦6类	自产	商超优势较强，持续拓展全渠道	28.94	3.01
	甘源食品	专注口味型坚果，多品布局	自产	商超优势较强，持续拓展全渠道	14.51	1.58

	ROE	净利率	资产周转率 (次)	权益乘数	2022毛利率	2022销售费率对比	2022销售费用人均工资占收入比重	2022研发费用对比 (万元)	2022研发费率对比
三只松鼠	6%	2%	1.52	2.08	27%	21%	3%	3844	0.50%
良品铺子	15%	4%	1.80	2.30	28%	19%	3%	5055	0.50%
来伊份	6%	2%	1.24	2.02	43%	27%	10%	1769	0.40%
卫龙	20%	20% (经调整)	0.77	1.32	42%	14%	5%	/	/
劲仔食品	13%	8%	1.23	1.28	26%	11%	4%	3019	2.10%
洽洽食品	19%	14%	0.83	1.65	32%	10%	3%	5356	0.80%
盐津铺子	30%	10%	1.28	2.26	35%	16%	9%	7428	2.60%
甘源食品	11%	11%	76%	1.30	34%	14%	6%	2254	1.60%

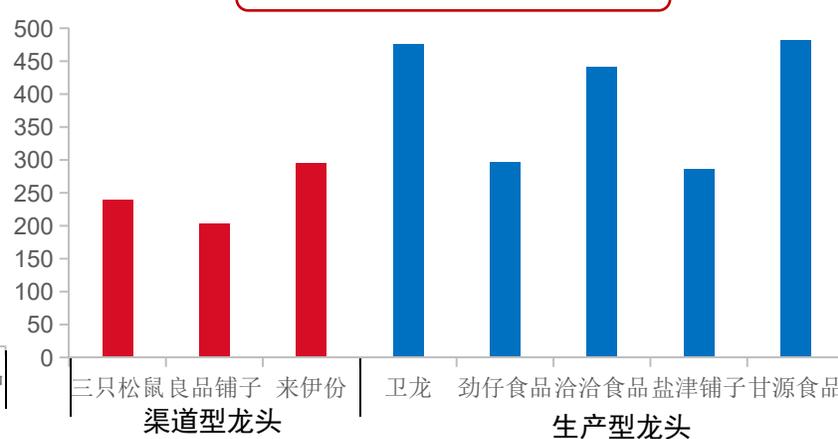
资料来源：wind，东海证券研究所

# 制造弹性起：财务一渠道型龙头周转强

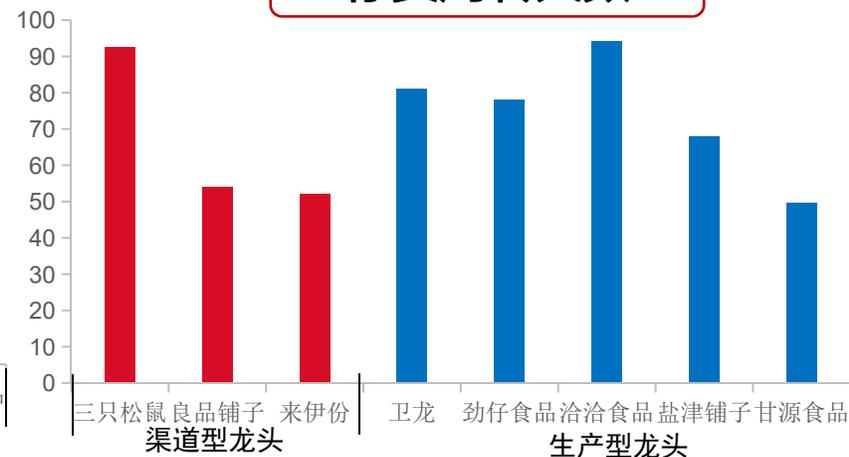
现金总资产比



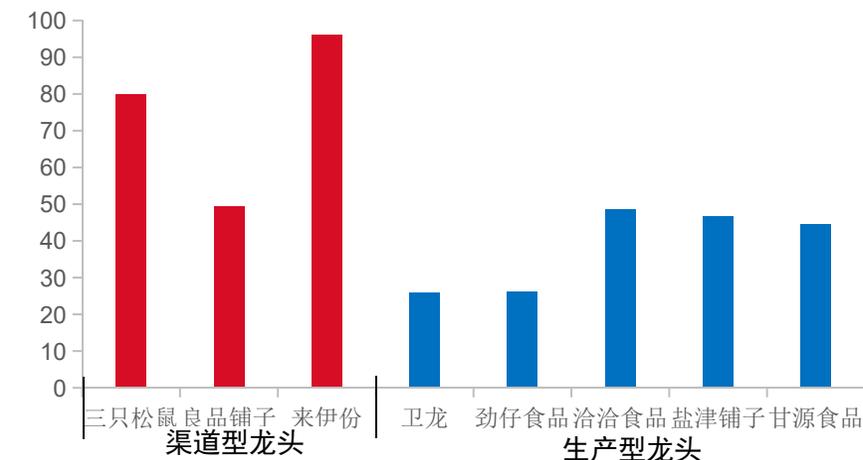
总资产周转天数



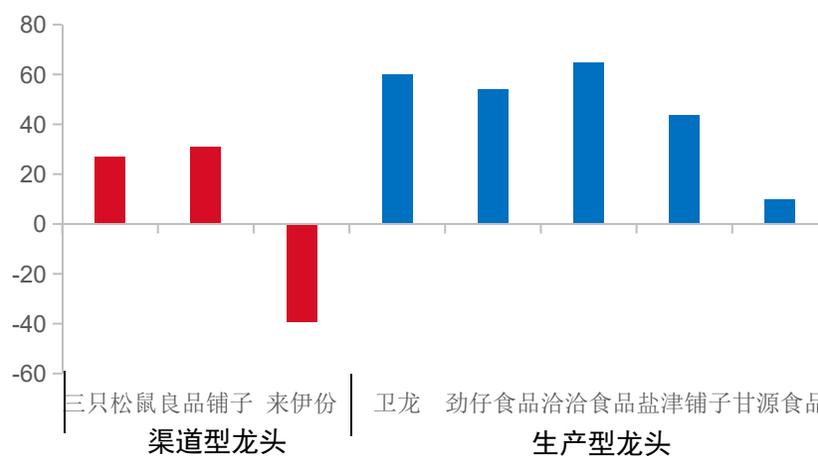
存货周转天数



应付账款周转天数



净营业周期

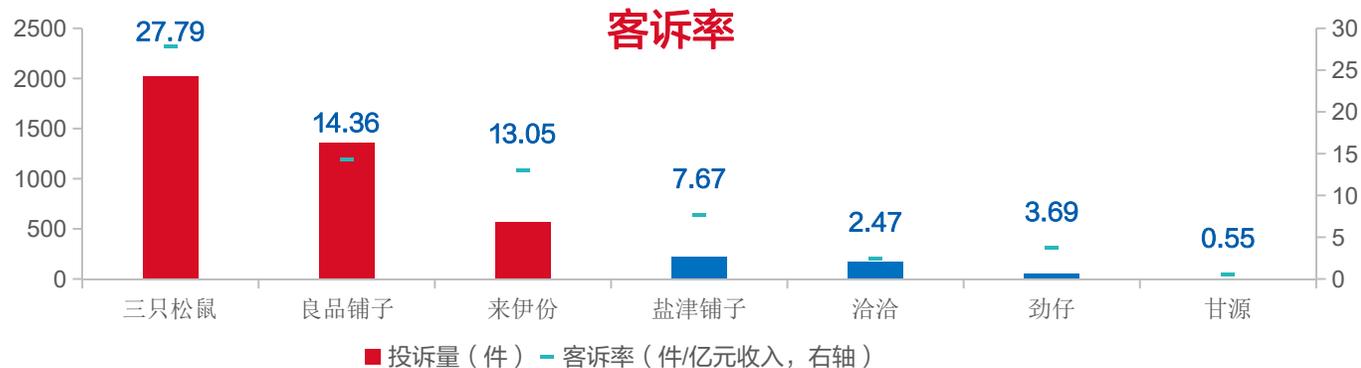


	三只松鼠	良品铺子	来伊份	卫龙	劲仔食品	洽洽食品	盐津铺子	甘源食品
存货周转天数	92	54	52	81	78	94	68	50
应收账款周转天数	14	27	5	5	2	19	22	4
应付账款周转天数	80	50	96	26	26	49	47	44
净营业周期	27	31	-39	60	54	65	44	10

资料来源: wind, 东海证券研究所

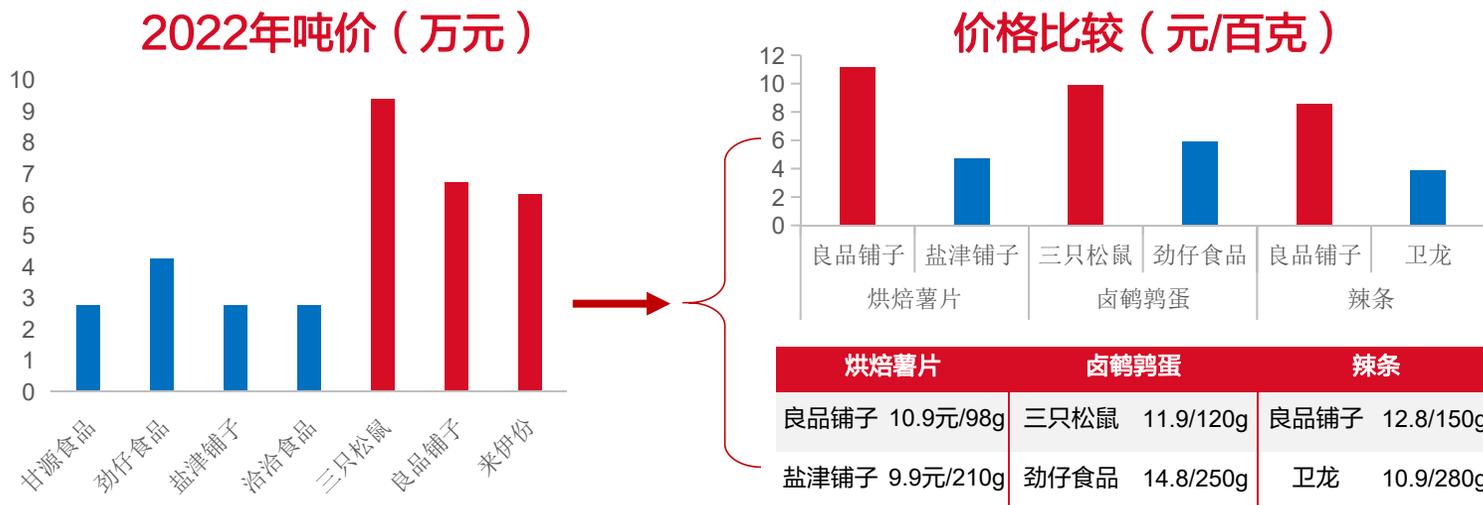
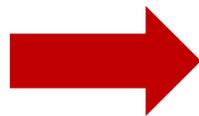
# 制造弹性起：产品一性价比高

性



资料来源：黑猫投诉（累计，2023年5月22日），东海证券研究所

价

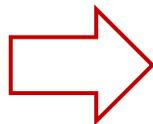


资料来源：公司年报，东海证券研究所

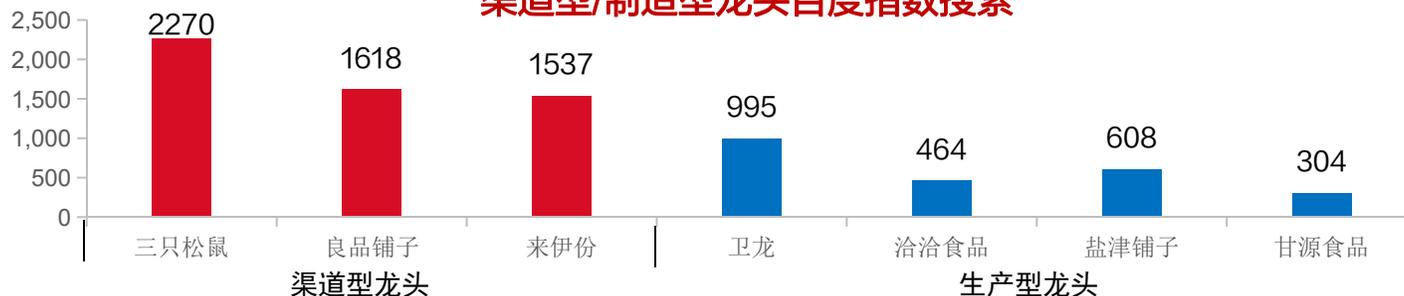
资料来源：淘宝（2023年5月24日），东海证券研究所

# 制造弹性起：产品—渠道型龙头品牌力强

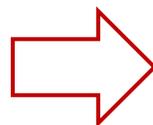
品牌力强



渠道型/制造型龙头百度指数搜索



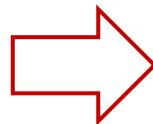
SKU全面、高端



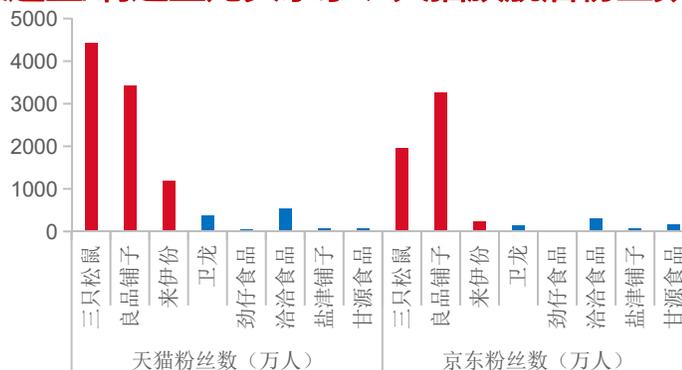
SKU数量（仅为线上天猫旗舰店SKU）



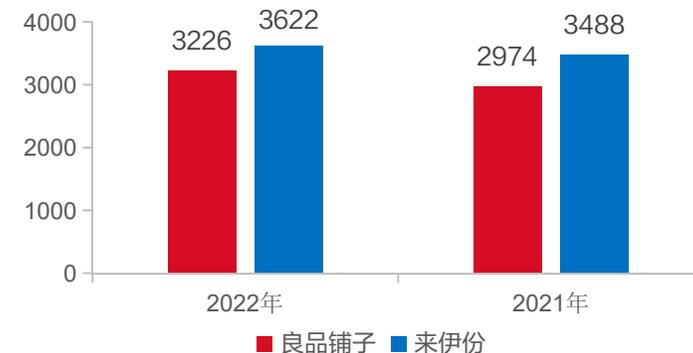
渠道优势强



渠道型/制造型龙头京东、天猫旗舰店粉丝数



良品铺子和来伊份线下门店数



资料来源：百度指数搜索，天猫，公司公告，东海证券研究所注：搜索指数为2021年-至今平均值

# 制造弹性起：产品一爆品机会

老品

新品

价格： 较难调整

价格： 定价权

经销商利润： 往往较低

经销商利润： 较高

供应链成熟： 竞争对手多

供应链不成熟： 竞争优势

结果： 变革相对难

结果

抓住市场尝新需求

类新品： 变包装

渠道意愿强

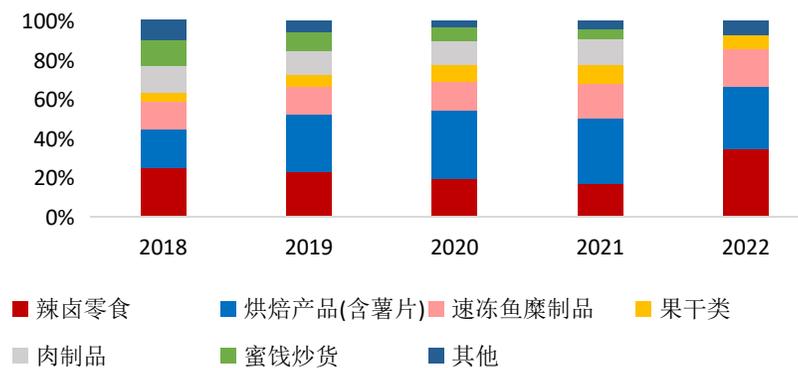
增加渠道增量

市场： 爆品轮动

产品是核心驱动

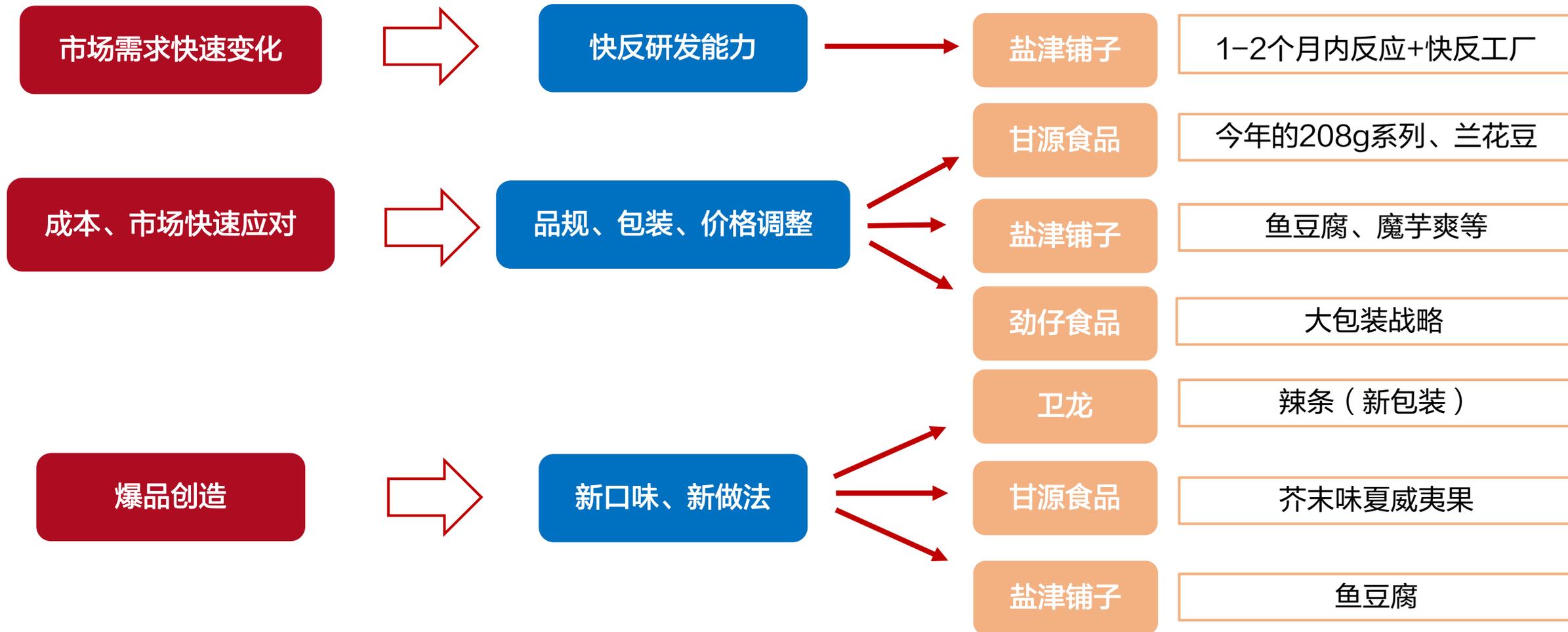
公司： 研发（快反）

盐津铺子产品的收入构成



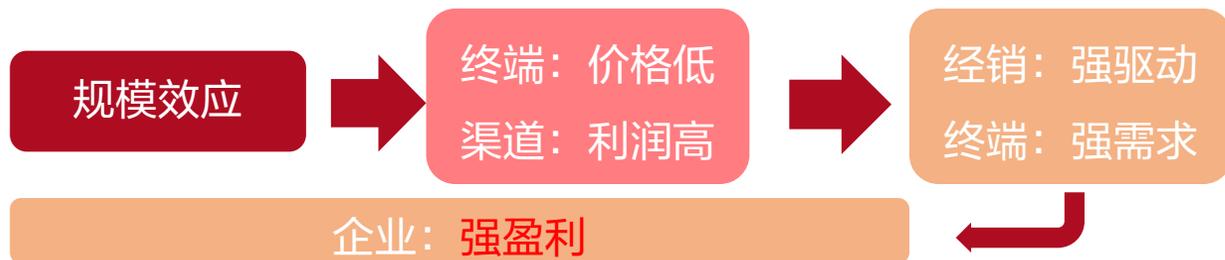
资料来源：wind，东海证券研究所

## 制造弹性起：产品一应对市场反应更快



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 制造弹性起：生产—更多盈利的底层原因



销售方式不同，实际单价差异较大

盐津铺子：核心品类往往有15%以上终端价格优势

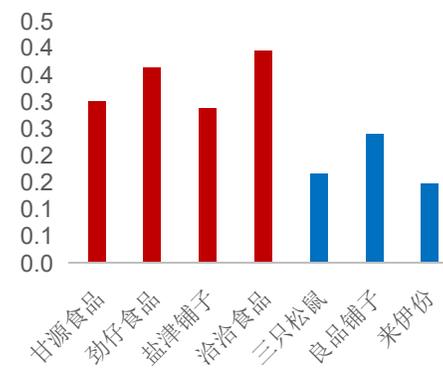
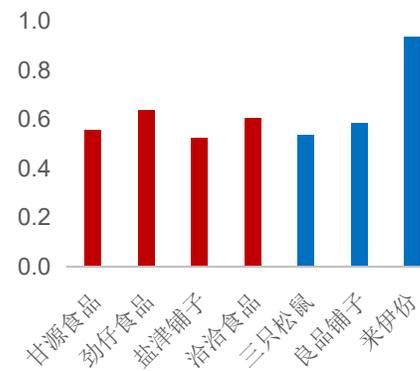
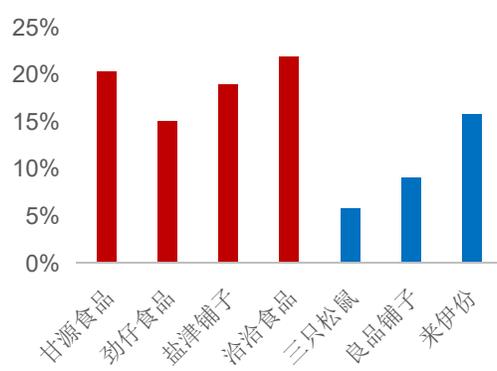
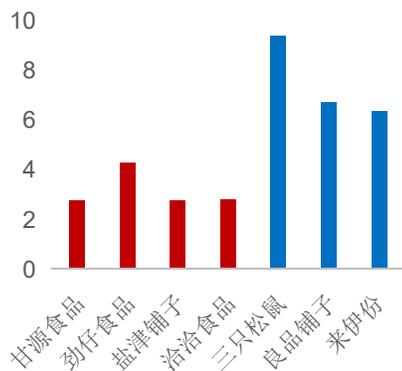
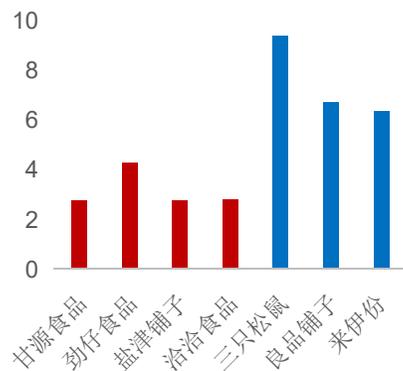
类型	名称	产品	品规 (元/克)	单价 (元/百克)
高端品牌店	良品铺子	鹤鹑蛋	4.99/50	9.98
	来伊份	鹤鹑蛋	20.9/250	8.36
零食专营店	赵一鸣	盐津铺子鹤鹑蛋	23.5/500	4.70

资料来源：良品铺子，来伊份，赵一鸣，东海证券研究所

制造龙头VS比渠道龙头：规模效应

渠道龙头高吨价

制造龙头高吨利



吨价 (万元)

吨成本 (万元)

毛销差

吨毛销差 (万元/吨)

吨净利 (万元/吨)

注：吨毛销差=(毛利-销售费用)/吨量；良品铺子各产品吨价为2019年H1重点5省的平均数；来伊份吨价为各产品吨价加权平均计算所得；其余公司吨价为总体均价。  
资料来源：公司年报，东海证券研究所

# 制造弹性起：生产—投资壁垒

品类过多



单品难起量

肉、坚果、果冻、辣条等互相转换较难

生产特征



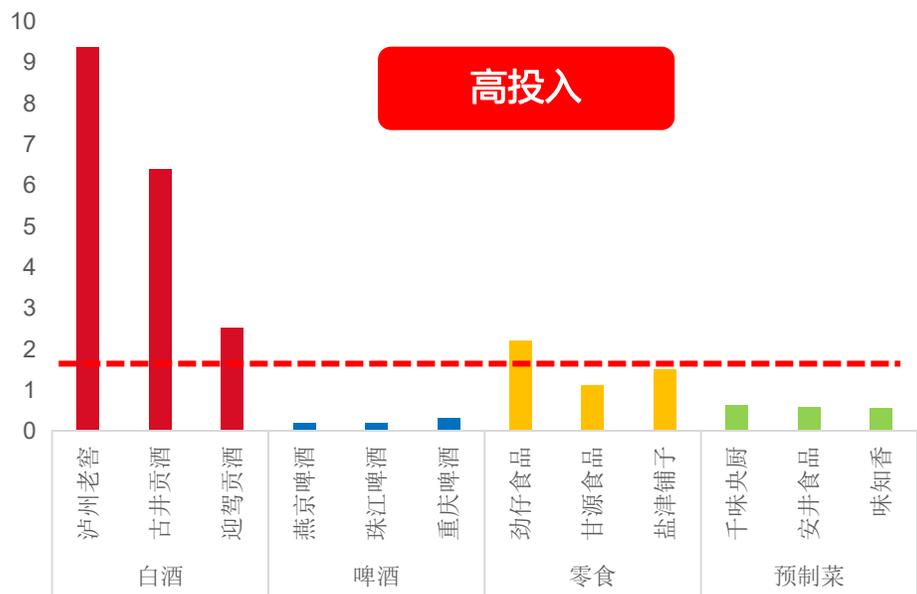
高投入

中产出

买新设备做新品类很谨慎

规模效应  
尤为重要

四个不同行业单吨投入额对比（万元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

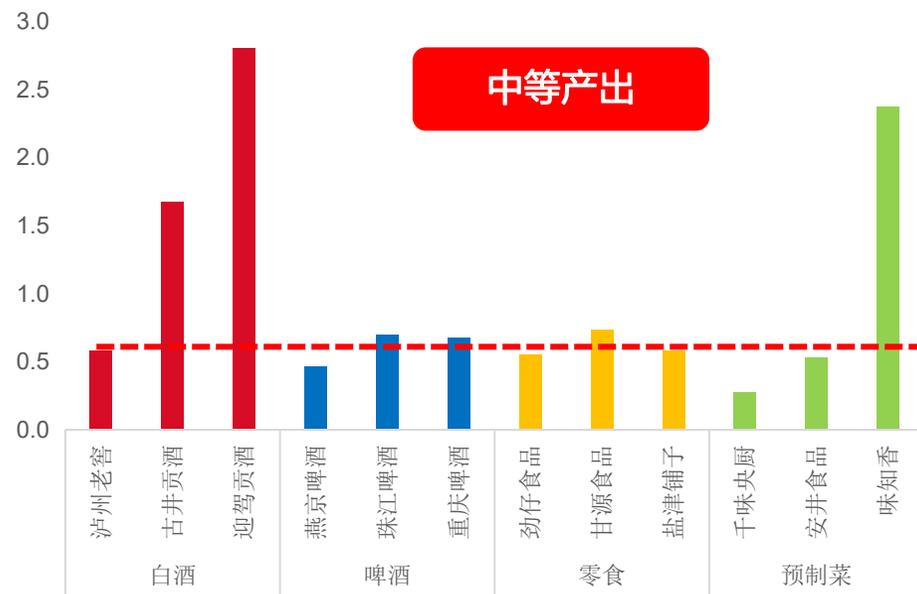
注1：单吨投入额=项目投资额/产能；吨毛利/吨投入=毛利率\*产能利用率\*项目产值/投资额；

注2：泸州老窖、古井贡酒、迎驾贡酒、燕京啤酒、珠江啤酒、甘源食品、盐津铺子、味知香的投资金额剔除了铺底流动资金；

注3：甘源食品产能为2019年数据；

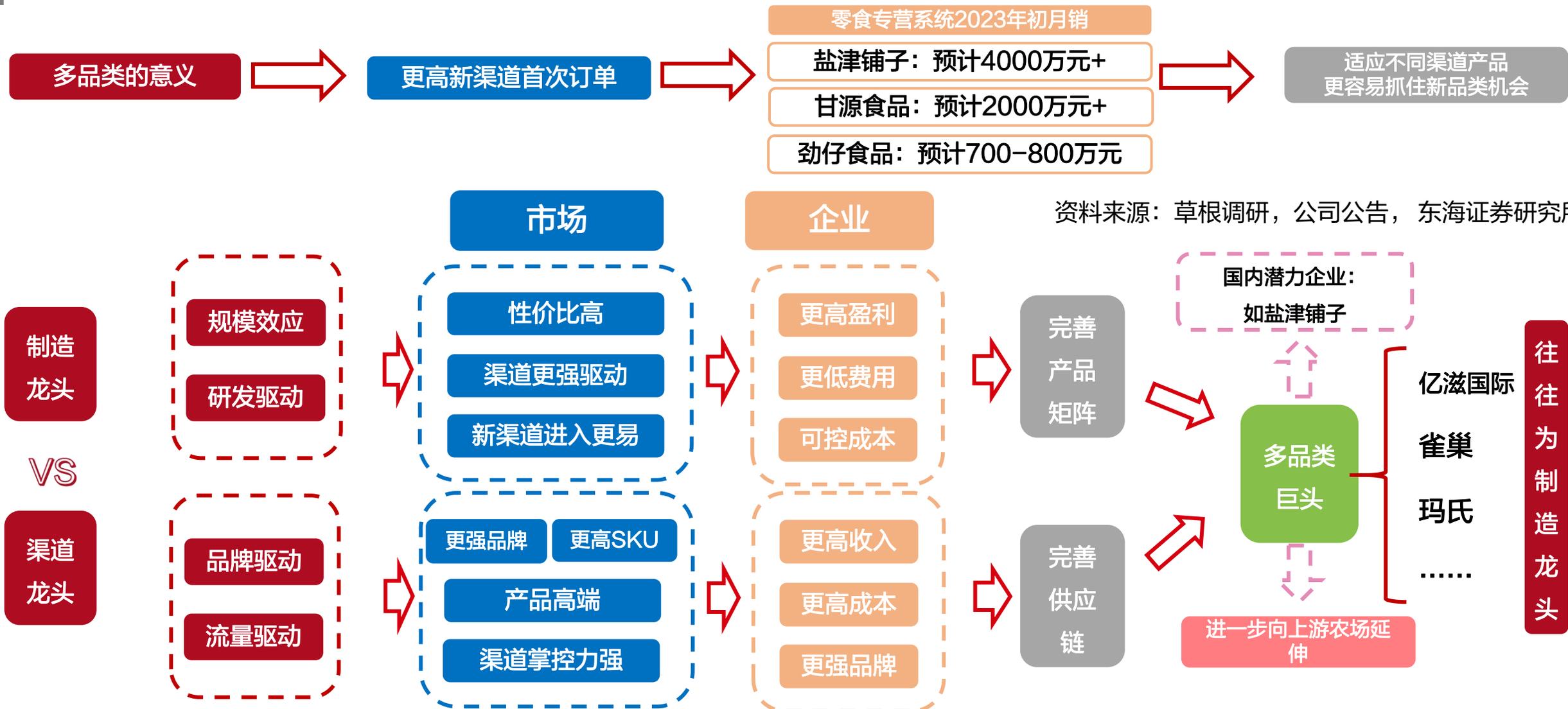
注4：珠江啤酒由于湛江周边市场啤酒增量放缓，扩建产能必要性大大下降，建设内容暂缓，因此假设湛江酿造能力由20万千升/年改为0。

四个不同行业单吨毛利/投入对比

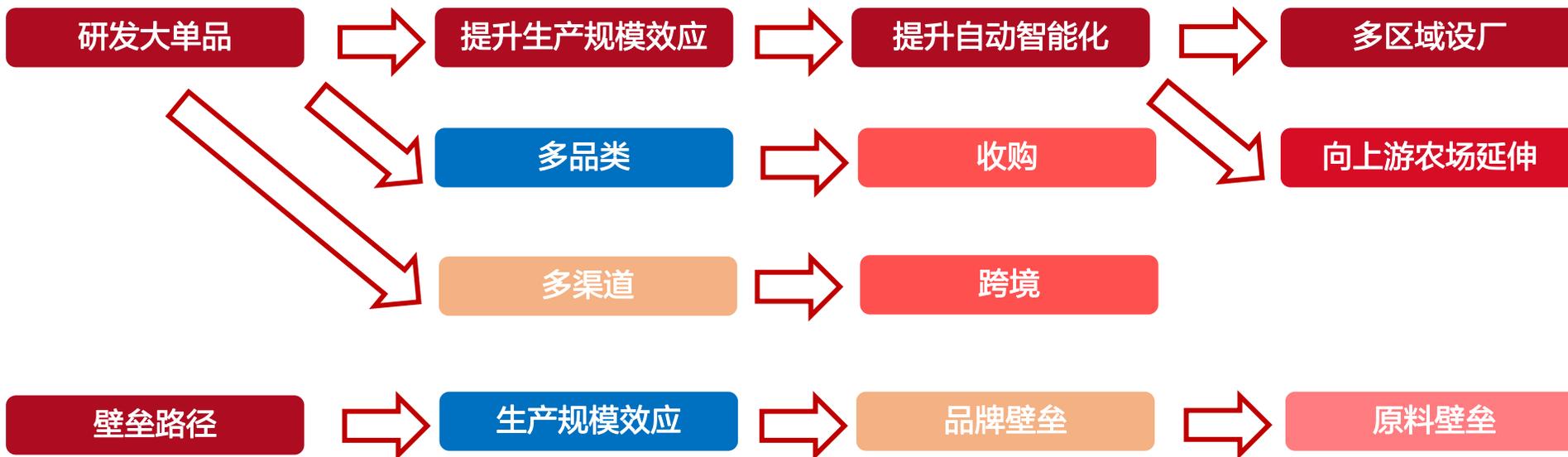


资料来源：公司公告，东海证券研究所

# 制造弹性起：终局推演—供应链完善的多品类龙头



# 制造弹性起：终局推演—制造龙头诞生路径



生产型企业



## 盐津铺子：多品类王者确定性强

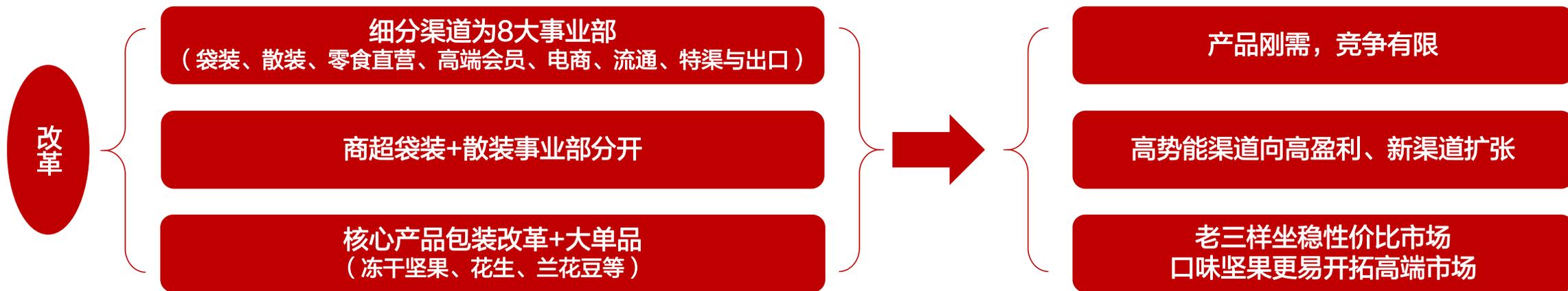


渠道	2022年收入	2023年预计增速	2023年预计增量
KA渠道	约5亿+	0.00%	0
BC商超	约12亿+	10-15%	1-2亿
零食专营	3亿+	100%	3亿
流通(定量)	约3.5亿+	80%	2亿
电商	4.18亿	70%	3亿
整体收入	28.94亿	30%	9-10亿

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2893.52	3769.15	4707.87	5680.95
(+/-)(%)	26.83	30.26	24.91	20.67
归母净利润	301.49	481.09	622.50	787.86
(+/-)(%)	100.01	59.57	29.39	26.56
EPS(元)	2.34	3.74	4.84	6.13
P/E	53.26	33.38	25.80	20.38

资料来源: wind, 东海证券研究所, 2023年5月30日

# 甘源食品：口味型龙头弹性较大

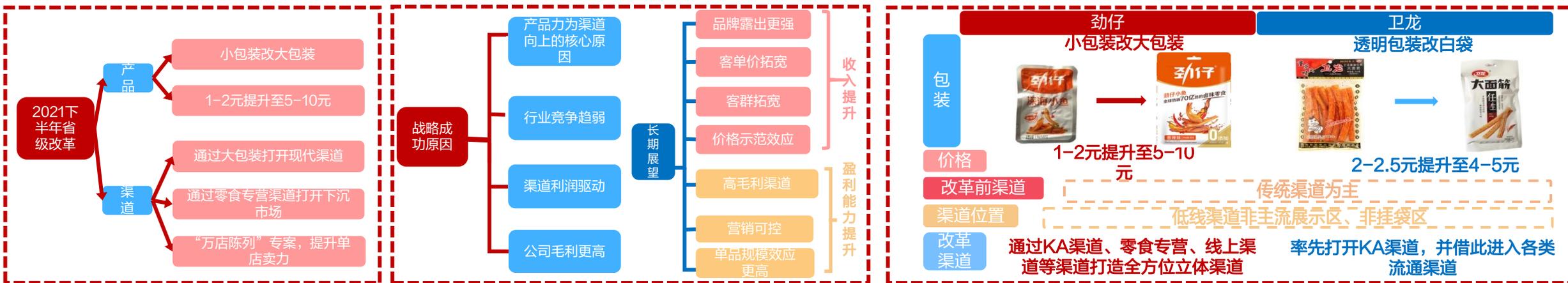


渠道	2022年收入	2023年预计增速	2023年预计增量
高端会员店	约2亿	50%	1亿
零食专营	约0.5亿	400%	2亿
传统KA	约9-10亿	20%	2亿
电商	1.6亿	70%	1亿
特渠和流通	1亿以内	50%	0.5亿
整体收入	14.51亿	45%	6.5亿

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1450.68	2092.72	2658.31	3260.47
(+/-)(%)	12.11	44.26	27.03	22.65
归母净利润	158.30	266.01	342.07	423.84
(+/-)(%)	3.03	68.04	28.59	23.91
EPS(元)	1.70	2.86	3.67	4.55
P/E	50.54	30.07	23.39	18.88

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年5月30日

# 劲仔食品：鱼类龙头，确定性强



渠道	2022年收入	2023年预计增速	2023年预计增量
流通	约7亿	10%	0.7亿
现代	约4亿	50%	2亿
专营	约0.5亿	100%	0.5亿
电商	3.1亿	30%	1亿
整体收入	14.62亿	28%	4.2亿

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1462.03	1865.86	2299.06	2758.95
(+/-)(%)	31.59	27.62	23.22	20.00
归母净利润	124.66	171.17	224.08	284.02
(+/-)(%)	46.77	37.31	30.91	26.75
EPS(元)	0.28	0.38	0.50	0.63
P/E	47.48	34.58	26.41	20.84

说明：未考规模较小的社区团购等渠道

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年5月30日

## 投资建议

- 行业各细分板块长期低增长，未来预期增长相对有限，同时因渠道持续变革、分散化、去中心化，国内零食行业2010年以来集中度持续下降，这导致渠道型龙头崛起，需求端性价比减弱的同时，产业结构与海外差异也逐步出现，在此影响下，制造型龙头渠道结构也纷纷“偏科”。主流渠道红利减弱、需求承压、疫情打击、成本压力下，行业迎来新一轮洗牌，制造龙头因模式优势更能抓住新渠道机遇，制造、渠道龙头分化加剧。虽然，结合海外发展史，多品类制造型龙头集中度加速提升并在成长中逐步从规模壁垒升华为品牌壁垒，将成为长期趋势，而短期因“多块好省”爆发的零食专营店将加速这一趋势。而零食专营店的相对“脆弱”的店型同样有望进一步加剧制造与渠道型龙头分化。
- 投资建议：基于制造龙头集中度加速提升的逻辑，我们持续推荐盐津铺子、甘源食品和劲仔食品。

	总市值 (亿元)	营收增速 (%)			归母净利润增速 (%)			归母净利润 (百万)			PE		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
盐津铺子	161	27	26	25	100	53	29	301	481	623	53	33	26
甘源食品	80	12	44	27	3	68	29	158	266	342	51	30	21
劲仔食品	59	32	28	23	47	37	31	125	171	224	47	35	26
良品铺子	114	1	20	19	19	34	25	335	449	560	44	25	20
三只松鼠	85	-25	5	14	-69	125	21	129	290	351	67	29	24
来伊份	50	5	7	6	229	-14	38	102	88	121	71	57	41
洽洽食品	214	15	15	15	5	12	20	976	1091	1306	26	20	16
卫龙	197	-4	23	16	-82	566	23	151	1008	1235	147	18	14

资料来源：wind一致预期，东海证券研究所，2023年5月30日

## 风险提示

- **零食专营店竞争加剧的风险：**2020年以来，零食专营店逐渐在各区域开始快速增长，2022以来进入加速期，随着零食专营店加密，竞争可能提升，如果零食专营店开店趋势受到影响，可能对部分公司今年的业绩增长尤其是市场预期产生一定影响。
- **部分细分产品竞争加剧的风险：**主要制造型龙头均在部分品类形成一定优势，部分品类对2023年业绩增长贡献较大，如鹌鹑蛋、薯片等，如果相关产品市场竞争对手增加，竞争加剧，可能对公司该产品利润和成长产生一定影响。
- **产品原材料价格波动的风险：**行业主要原材料如棕榈油出现一定下降，如果部分原材料增长，可能对部分公司业绩产生一定影响。
- **食品安全的风险：**在公司日常经营过程中，仍有可能因为质量控制制度和标准未得到严格执行、生产和检测流程操作不当等原因导致食品质量及安全问题发生。如果存在不符合国家食品安全标准，甚至发生重大的食品安全事故，将会面临行政监管部门的处罚及舆论媒体的关注，对公司品牌形象产生不利影响，进而对推荐公司的业绩产生影响。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

## 二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

### 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

#### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

#### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）59707105

传真：（8610）59707100

邮编：100089

T  
务 实

A  
创 新

Y  
规 范 协 同



东海证券



东海研究

东海证券研究所  
丰毅

fengyi@longone.com.cn