

研究所

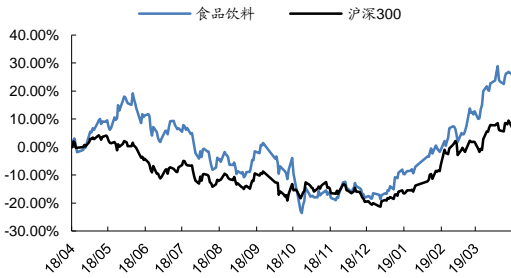
证券分析师:  
021-68591576  
联系人:  
13246620312

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn  
李鑫鑫 S0350117090009  
lix@ghzq.com.cn

## 量价齐升趋势向好，龙头提价溢价增强

### ——休闲零食线上数据跟踪之二

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	11.6	39.2	26.0
沪深300	5.0	28.1	7.0

相关报告

- 《休闲零食线上数据跟踪：行业步入中速时代，三强销售依旧亮眼》——2019-01-11
- 《休闲零食行业深度报告：零食电商，战国之初，修炼迎战》——2018-10-10

## 投资要点：

- 全网分析：量价齐升趋势向好，龙头市占率稳中有升。（1）行业增速：**2019Q1 休闲零食阿里全网销售额 166.22 亿元，同比增长 12.49%（量增+6.65%；价增+5.47%），2018Q1 销售额增长 10.48%（量增-7.75%；价增+19.77%），相较于 2018Q1 增速主要来自价增，2019Q1 销售额量价增长较为均衡。行业目前已进入中速增长时期，我们认为 2019 年行业有保持 15%+ 中速增长；量价拆分来看，受成本影响，2018Q3 行业进行部分提价，销售额增长主要由提价贡献，2018Q4 之后销量贡献占比提升，2019Q1 呈现量价均衡状态，我们认为 2019 年成本压力较小，线上模式步入良性轨道，量价同增模式有望持续。（2）行业格局：2019Q1 休闲零食 CR3 为 26.17%（同比+0.07pct），CR5 为 28.28%（同比+0.10pct），CR10 为 32.24%（同比+0.22pct）。三强格局稳定，龙头市占率稳中有升。展望 2019 年，我们认为龙头市占率有望稳中有升，主要原因为：1）成本压力下，休闲零食品牌数量不断下降；2）龙头规模优势不断增长，品牌力不断凸显。
- 龙头分析：龙头增速提价贡献，线下布局加速推进。（1）线上分析：**2019Q1 休闲零食前三销售额 43.24 亿元，同比增长 12.77%，与行业增速持平。与行业量价齐升的态势相反，休闲零食三强销售额增长主要由提价驱动，趋势相反我们认为：1）龙头现金流状况良好，可延缓提价周期；2）保价险推出，龙头价格战模式有所缓解；3）龙头新零售（线上+线下）模式逐步成型。展望 2019 年，我们认为 1）增速：龙头增速仍旧会略高于行业增速，我们预计前三增速在 18%+。2）量价拆分：龙头提价滞后于行业三个季度，我们预计全年来看，提价贡献可能大于销量贡献。（2）线上对比：松鼠品牌溢价力强。天猫店铺折扣来看，三只松鼠力度一般，百草味全店折扣力度最大，良品铺子单品折扣较大；售价来看三只松鼠售价最高，重量最少，百草味较松鼠便宜 8%-25%，良品铺子坚果类较松鼠贵 10%-15%，其他品类均低于松鼠 10%-40%。三只松鼠呈现出较强的品牌溢价力。（3）线下对比：三家龙头推进新零售布局各具特色。三只松鼠线下三箭齐发，布局线下，即三只松鼠投食店（直营）、阿里零售通（2B 分销）和松鼠小店（类加盟模式）。百草味第三方渠道布局新零售，即阿里零售通、京东新通路。良品铺子线上线下“双线开花”，技术赋能新零售。

- **品类分析：坚果送礼新时尚，烘焙新品类兴起。**2019Q1 休闲零食全网销售前五的品类为山核桃/坚果/炒货、糕点/点心、饼干/膨化、牛肉干/猪肉脯/卤味零食、蜜饯/枣类/梅/果干，销售额分别为 41.11 亿元/25.92 亿元/25.91 亿元/19.07 亿元/19.05 亿元，坚果品类在春节销售火爆，成为春节过节送礼新时尚，2019 年 Q1 糕点+饼干合计销售额为 51.83 亿元，超过山核桃/坚果/炒货，成为品类新宠。
- **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。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：好想你（002582.SZ）。**好想你为红枣领导品牌，联手百草味进军休闲零食。2018 年百草味经营亮眼，2019 年线上稳步增长，线下积极开拓成长性强，本部布局冻干产品，2019 年有望放量，同时好百融合不断推进。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.36 元、0.44 元、0.53 元，对应 PE 分别为 30X、24X、20X，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行风险；食品安全问题；推荐公司业绩不及预期；

#### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-22 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002582.SZ	好想你	10.51	0.25	0.36	0.44	41.83	29.56	23.70	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 内容目录

核心观点及结论 .....	5
1、 全网分析: 量价齐升趋势向好, 龙头市占率稳中有升 .....	7
1.1、 行业增速: 中高速增长持续, 量价齐增趋势向好 .....	7
1.2、 行业格局: 企业数量不断下降, 龙头市占率缓慢提升 .....	8
2、 龙头分析: 龙头增速提价贡献, 线下布局加速推进 .....	9
2.1、 线上分析: 与行业量价齐升不同, 龙头增速提价驱动 .....	9
2.2、 线上对比: 三只松鼠品牌溢价力强 .....	11
2.3、 线下对比: 新零售布局加速推进 .....	12
3、 品类分析: 坚果送礼新食尚, 烘焙新品类兴起 .....	15
4、 投资建议: 维持推荐评级 .....	16
5、 个股推荐: 好想你 (002582) .....	17
6、 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 快消品电商行业进入中高速增长期.....	7
图 2: 休闲零食线上渗透率不断提高.....	7
图 3: 休闲零食全网销售额（按季度）.....	8
图 4: 休闲零食全网销售量价拆分（按季度）.....	8
图 5: 休闲零食包材成本上行.....	8
图 6: 休闲零食品牌数量不断下降.....	8
图 7: 休闲零食电商 CR3 略有提升.....	9
图 8: 休闲零食前三市占率变化.....	9
图 9: 休闲零食量价拆分（按季度）.....	10
图 10: 休闲零食前三量价拆分（按季度）.....	10
图 11: 前三销售额对比（按季度）.....	11
图 12: 三只松鼠量价拆分（按季度）.....	11
图 13: 百草味量价拆分（按季度）.....	11
图 14: 良品铺子量价拆分（按季度）.....	11
图 15: 松鼠小店门头.....	14
图 16: 2019Q1 各品类成交金额占比.....	15
图 17: 核心品类成交金额（按月）.....	15
图 18: 核心品类成交金额（按季度）.....	15
图 19: 核心品类成交均价（按季度）.....	15
表 1: 休闲零食电商行业跟踪体系.....	5
表 2: 休闲零食线上品牌价格比较.....	12

## 核心观点及结论

2018年10月19日我们发布休闲零食行业深度报告《零食电商，战国之初，修炼迎战》，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，判断（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：中短期是线上存量的份额保卫战，中长期是线下增量的拥抱新零售；（4）短期逻辑：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。

2019年1月11日我们推出休闲零食数据跟踪系列报告《行业步入中速时代，三强销售依旧亮眼》，通过淘数据、新闻动态、公司数据分析等方式对行业数据进行跟踪，不断对行业逻辑进行修正，2018年全年数据印证我们先前对行业和龙头公司的判断。

当下我们继续推出休闲零食季度数据跟踪系列，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。

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，2018年为18.63%，未来增速将逐步下行	2019年线上增速在15%+	2019Q1增速为12.49%，同增2pct	淘数据	是
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%，2018年为23%，预计未来5年CR3提升至30%+	2019年CR3市占率有望提升至25%+	2019Q1前三市占率为26.17%，同增0.07pct	淘数据	是
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年增速为19.10%，其中松鼠和百草味增速20%+，未来5年龙头增速快于行业增速	2019年龙头增速在18%+	2019Q1前三12.77%，高于行业0.29pct： 1) 三只松鼠16.27%，高于行业3.78pct； 2) 百草味15.79%，高于行业3.31pct； 3) 良品铺子-1.90%，Q1线下战略占优；	淘数据	是
4	龙头线下	拥抱新零售：龙头线下求变	---	---	1) 三只松鼠：投食店、松鼠小店、新零售三箭合一 2) 百草味：新零售不断推进； 3) 良品铺子：供应链系统不断强化	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	大单品不断涌现	坚果占比下降，其他品类兴起	饼干/膨化、糕点/点心合计 销售额高于坚果	淘数据	是
6	价格战	逐步趋缓	逐步趋缓	根据战略不断变化	2018Q4 以来三大龙头均 提价，保价险推出，减缓价 格变动	线上调研	是
7	规模优势	不断凸显	---	---	---	公告	—

资料来源：淘数据、FBIF 等、国海证券研究所

# 1、全网分析：量价齐升趋势向好，龙头市占率稳中有升

## 1.1、行业增速：中高速增长持续，量价齐增趋势向好

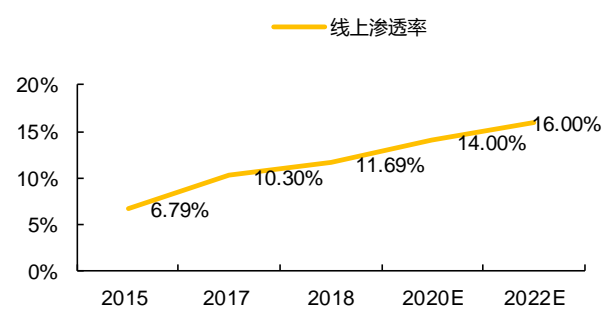
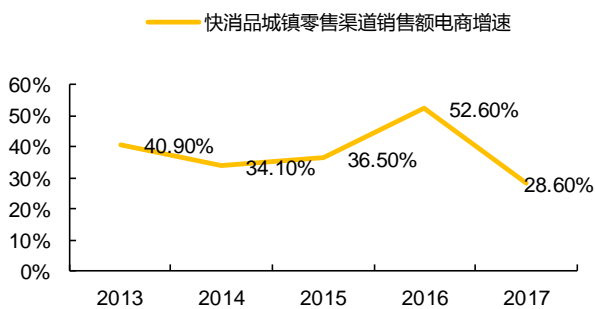
2019Q1 休闲零食阿里全网销售额 166.22 亿元,同比增长 12.49%(量增+6.65%;价增+5.47%),而去年同期销售额增速为 10.48%(量增-7.75%;价增+19.77%)。相较于 2018Q1 销售额主要来自价增,今年 Q1 销售额增长良性,量价增长较为均衡。

**行业中高速增长持续。**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。2018 年行业增长 18.63%(其中量增+5.11%,价增+12.86%),**展望 2019 年,我们认为休闲零食线上有望维持在 15%+中速增长。**

**量价齐升趋势向好。**分季度来看,2018Q3 以前,销售额增长主要由提价贡献,2018Q4 以来销量贡献占比提升,2019Q1 呈现量价均衡状态,休闲零食趋势向好。究其原因,我们认为,一方面,2018Q3 以前提价主要是包材等涨价明显,部分企业提价导致行业单价提高;另一方面,线上休闲零食行业自 2016 年从高速步入中高速增长阶段,经过一年半探索后,“线上+线下”模式逐步成熟,销量增长恢复正常。**展望 2019 年我们认为成本压力较小,线上模式步入良性轨道,量价同增模式有望持续。**

图 1: 快消品电商行业进入中高速增长期

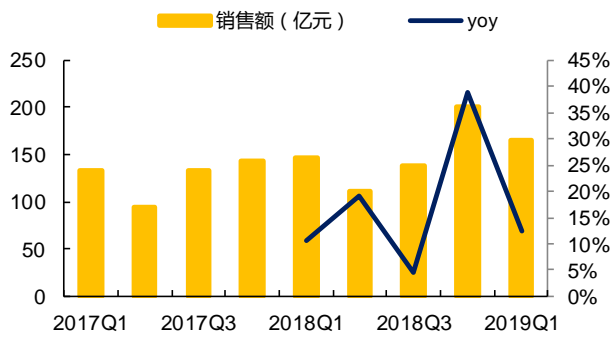
图 2: 休闲零食线上渗透率不断提高



资料来源: 凯度&贝恩咨询《2018 年中国购物者报告》, 国海证券研究所

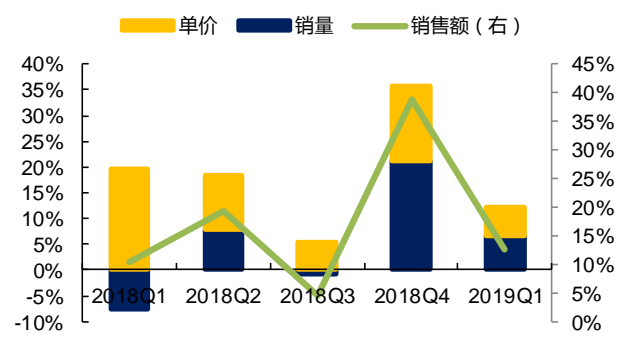
资料来源: 前瞻产业研究院, 淘数据, 国海证券研究所测算

图 3: 休闲零食全网销售额 (按季度)



资料来源: 淘数据、国海证券研究所

图 4: 休闲零食全网销售量价拆分 (按季度)



资料来源: 淘数据、国海证券研究所

## 1.2、行业格局: 企业数量不断下降, 龙头市占率缓慢提升

2019Q1 休闲零食 CR3 为 26.17% (同比+0.07pct), CR5 为 28.28% (同比+0.10pct), CR10 为 32.24% (同比+0.22pct)。其中三只松鼠市占率 13.13% (同比+0.43pct), 百草味 8.86% (同比+0.25pct), 良品铺子 4.18% (同比-0.61pct)。

包材上涨加速中小企业退出, 休闲零食品牌数量不断下降。2017 年以来瓦楞纸、玻璃等包材成本不断上行, 部分中小企业抵抗不住成本上涨压力, 开启第一波涨价潮, 带动行业整体单价上行, 龙头企业具有一定规模优势和成本优势, 抵抗成本上行能力较强, 直至 2018Q4 才开启涨价潮。

龙头市占率略有提升, 但亦存一定波动性。线上休闲零食行业集中度不断提升, CR3 从 2015 年的 13% 提升至 2017 年的 23%, 2018 年在 2017 年基础上略有提升。龙头市占率呈现亦呈现出季节波动的特征, 上半年集中度高, 下半年集中度低, 我们认为可能原因是上半年节庆较多, 送礼消费多于自我满足消费, 对品牌产品需求量大。

展望 2019 年, 我们认为龙头市占率有望稳中有升。主要原因为: 1) 成本压力下, 休闲零食品牌数量不断下降; 2) 龙头规模优势不断增长, 品牌力不断凸显。

图 5: 休闲零食包材成本上行

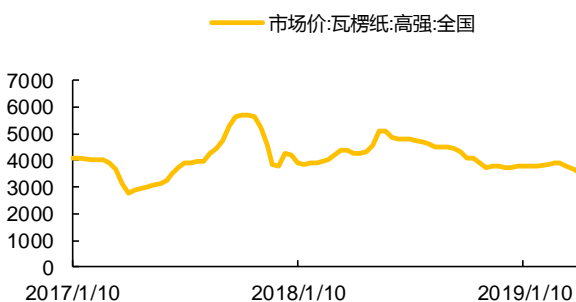
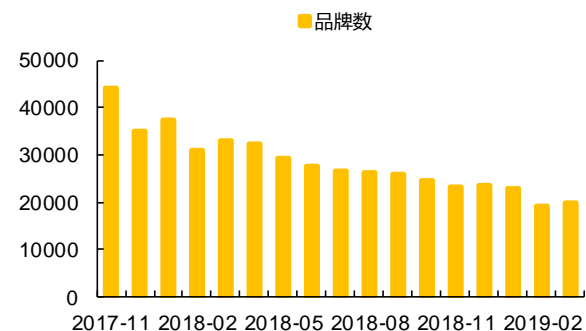


图 6: 休闲零食品牌数量不断下降

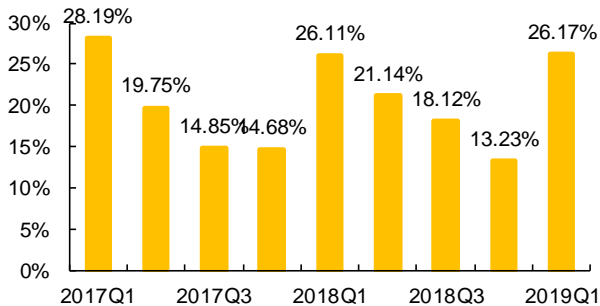




资料来源：wind，国海证券研究所

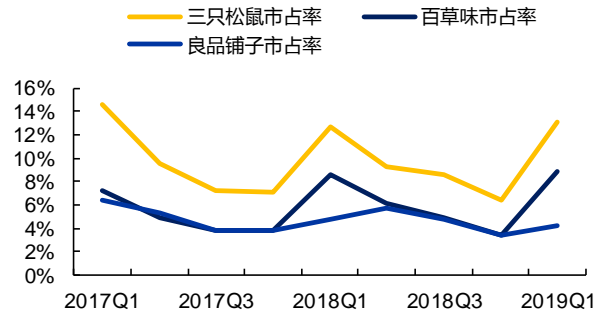
资料来源：淘数据，国海证券研究所测算

图 7：休闲零食电商 CR3 略有提升



资料来源：淘数据、国海证券研究所

图 8：休闲零食前三市占率变化



资料来源：淘数据、国海证券研究所测算

## 2、龙头分析：龙头增速提价贡献，线下布局加速推进

### 2.1、线上分析：与行业量价齐升不同，龙头增速提价驱动

2019Q1 休闲零食前三销售额 43.24 亿元，同比增长 12.77%，与行业增速持平。与行业量价齐升的态势相反，休闲零食三强销售额增长主要由提价驱动。历史数据来看，2018Q3 以前行业销售额增长主要由提价贡献，2018Q4 之后销量贡献提升。前三数据来看，2018Q3 以前前三销售额增长主要由销量贡献，2018Q4 之后价格贡献提升。

龙头量价拆分均呈现出与行业完全不同的态势，或者说滞后于行业三个季度。我们认为可能原因有：

1) 龙头现金流状况良好，可延缓提价周期。三只松鼠、百草味、良品铺子收入规模大，在原材料采购和包材采购上，存在一定的规模优势；同时，龙头公司现金流状况良好，上游涨价时，有足够资金抵御成本上涨，可有效延缓提价周期。

2) 保价险推出，龙头价格战模式有所缓解。2018 年 8 月 15 日，天猫发布规则，即报名聚划算的商家必须要参与保价险服务，其中保险费率与上一有效自然月出险情况计算。2018Q3 以来，龙头公司对产品均赠送保价险服务，保险费率也倒逼公司价格维持相对稳定，倒逼龙头价格战的缓解。

3) 龙头新零售（线上+线下）模式逐步成型。线上休闲零食行业自 2016 年从高速步入中高速增长阶段，经过一年半探索后，“线上+线下”模式日渐成熟，尤其是三只松鼠，在经历了 2018 年上半年线上大量推新品但销售额不见起色、聚

焦重点品类提升服务等转变后，慢慢探索出线上利用庞大客户量进行新品测试、线下门店重点品类推广。

展望 2019 年，龙头增速来看，我们认为龙头增速仍旧会略高于行业增速，我们预计前三增速在 18%+。量价拆分来看，我们认为龙头提价滞后于行业三个季度，我们预计全年来看，提价贡献可能大于销量贡献。

图 9：休闲零食量价拆分（按季度）

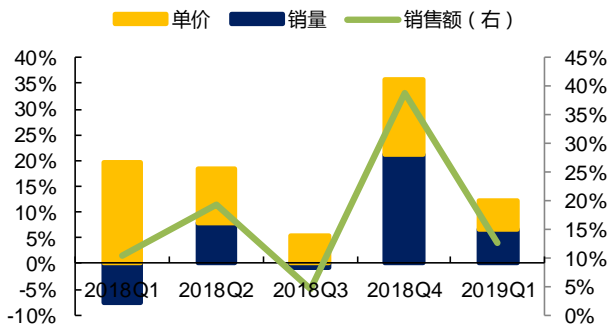
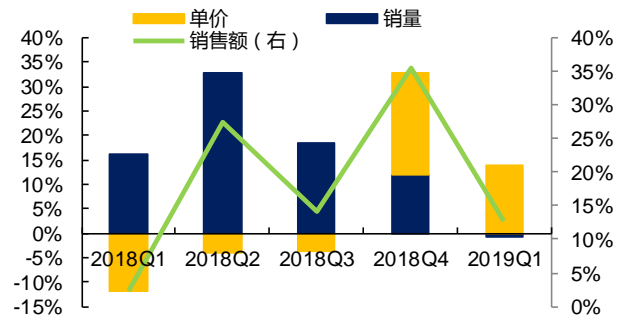


图 10：休闲零食前三量价拆分（按季度）



资料来源：淘数据、国海证券研究所

资料来源：淘数据、国海证券研究所

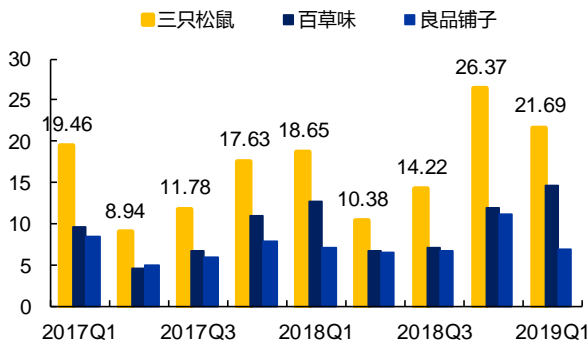
龙头公司来看，松鼠/百草表现类似，良品铺子 Q1 注重线下，线上增速下滑。

**三只松鼠：**2019Q1 全网销售额 21.69 亿元，同比增长 16.27%，高于行业 3.78pct，其中量增-4.05%，价增 21.18%，提价效应明显。三只松鼠自 2018Q4 开启提价周期，对销售额贡献较大。

**百草味：**2019Q1 全网销售额 14.65 亿元，同比增长 15.79%，高于行业 3.31pct，其中量增 4.0%，价增 11.34%，量价贡献较松鼠均衡。历史数据来看，百草味 2018Q4 亦开启提价周期，同时受制于业绩对赌压力，公司费用投放较少，销售量表现不如三只松鼠和良品铺子。2019Q1 提价效应仍在，销量增长有所恢复，销售额增长较高。

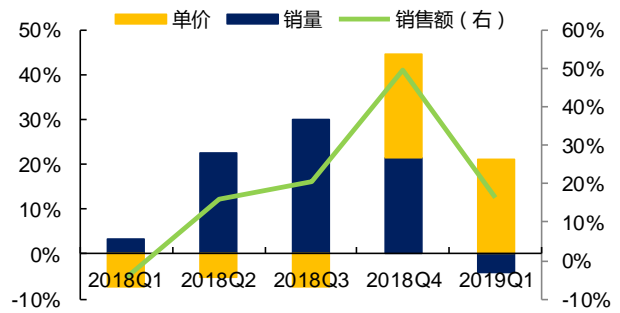
**良品铺子：**2019Q1 全网销售额 6.91 亿元，同比下降 1.90%，低于行业 14.39pct，其中量增-1.32%，价增-0.59%。良品铺子连续两年出现 Q1 销售增速下滑现象，我们认为这跟公司渠道布局有关，良品铺子线下占比高于线上。我们预计春节期间线下销售好于线上，公司精力更多倾注在线下，导致线上增速较低。

图 11: 前三销售额对比 (按季度)



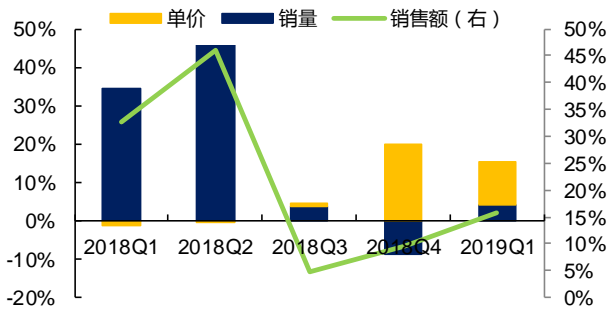
资料来源: 淘数据、国海证券研究所

图 12: 三只松鼠量价拆分 (按季度)



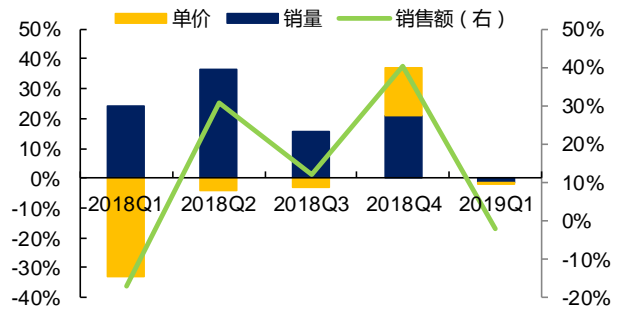
资料来源: 淘数据、国海证券研究所

图 13: 百草味量价拆分 (按季度)



资料来源: 淘数据、国海证券研究所

图 14: 良品铺子量价拆分 (按季度)



资料来源: 淘数据、国海证券研究所

## 2.2、线上对比: 三只松鼠品牌溢价力强

**三家龙头各具特色。**三只松鼠以线上坚果起家, 主打特色化服务体验, 公司 IP 运作能力强, 品牌力突出。百草味线下起家, 砍线下转战线上, 公司 2016 年实行超级大单品战略, 线上爆品打造能力突出。良品铺子线下全品类门店起家, 一开始就选择线上线下的“双线开花”的模式, 公司渠道力突出。

**松鼠品牌溢价力强。**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:** 三只松鼠力度一般, 百草味全店折扣力度最大, 良品铺子虽看起来门店折扣力度不大, 但单品均有较大折扣; **2) 同类单品价格:** 三只松鼠售价最高, 重量最少, 百草味较松鼠便宜 8%-25%, 良品铺子坚果类较松鼠贵 10%-15%, 其他品类均低于松鼠 10%-40%。体现出三只松鼠较强的品牌溢价力。

表 2: 休闲零食线上品牌价格比较

品类	产品	品牌	重量 (g)	价格	较松鼠	1000g 价格	较松鼠
坚果	每日坚果	三只松鼠	750g	129		172	
		百草味	750g	119	92.25%	159	92.25%
		良品铺子	750g	109	84.50%	145	84.50%
	夏威夷果	三只松鼠	265g*2	48.9		92	
		百草味	200g*3	48.9	100.00%	82	88.33%
		良品铺子	180g*3	58.9	120.45%	109	118.22%
	碧根果	三只松鼠	210g*2	44.9		107	
		百草味	218g*2	39.9	88.86%	92	85.60%
		良品铺子	190g*2	44.9	100.00%	118	110.53%
	零食大礼包	三只松鼠		59.9			
		百草味		49.9	83.31%		
		良品铺子		39.9	66.61%		
肉干	猪肉脯	三只松鼠	210g	21.9		104	
		百草味	200g	18.9	86.30%	95	90.62%
		良品铺子	200g	18.9	86.30%	95	90.62%
果干	芒果干	三只松鼠	116g*3	32.9		95	
		百草味	120g*3	27.9	84.80%	78	81.98%
		良品铺子	108g*3	23.9	72.64%	74	78.03%
面包	手撕面包	三只松鼠	1000g	32.9		33	
		百草味	1000g	27.9	84.80%	28	84.80%
		良品铺子	1050g	29.9	90.88%	28	86.55%
	乳酸菌小口袋面包	三只松鼠	800g	49.9		62	
		百草味	650g	29.9	59.92%	46	73.75%
		良品铺子	800g	29.9	59.92%	37	59.92%
	氧气吐司	三只松鼠	800g	41.9		52	
		百草味	850g	39.9	95.23%	47	89.63%
		良品铺子	800g	39.9	95.23%	50	95.23%

资料来源: 天猫、国海证券研究所; 数据采集时间 2019/4/14;

## 2.3、线下对比: 新零售布局加速推进

线下来看, 三只松鼠、百草味、良品铺子纷纷布局新零售, 三只松鼠布局较早发展较快, 模式较多, 百草味和良品铺子均线下起家, 有一定基础, 目前线下推进速度和模式较为中庸。

### (1) 三只松鼠: 三箭齐发, 布局线下

线下门店分为三个方向, 即直营连锁为主的三只松鼠投食店、以阿里零售通为主的 2B 分销渠道、类似加盟店模式的松鼠小店。其中松鼠小店和投食店构成了三只松鼠线下板块的 95%。

**松鼠投食店:** 投食店是三只松鼠直营店, 所有投食店都是由三只松鼠总部直接运

营，店内所有的小松鼠都经过长达几个月的培训方可正式上岗。公司规划 2019 年将进入线下扩张期，预计全国门店增至 150 家。

**松鼠小店：**松鼠联盟小店是主人和三只松鼠一起开的店，介于直营店和加盟店之间的联盟店模式。所有愿意开松鼠小店的主人，都有机会申请运营一家自己的松鼠小店。松鼠小店公司目标 1 万家，截至 2019 年 4 月，公司松鼠小店已从最初的 0 家已经开到了 30 多家。

**零售通：**2018 年 5 月 29 日，三只松鼠正式与零售通展开合作，上线仅 9 个月时间里，销售额已突破 3 个亿，覆盖小店数量达 35 万家。三只松鼠正借助零售通，加快线下业务的布局，并根据线下消费场景特点进行了大量创新。2019 年，三只松鼠将做适配线下场景的产品升级，**打造 50 款线下专供包装**，同时，为保证产品的“风味、鲜味和趣味”，三只松鼠还制定了**做深品类、做宽单品、做精新品**的策略。

### **(2) 百草味：第三方渠道布局新零售**

2017 年 7 月，百草味正式与阿里零售通合作，“抱抱果”、“仁仁果”等百草味旗舰店单品通过零售通进入 50 多万家线下社区小店的进货清单。2018 年新零售战略全面启航，公司成立新零售事业部，全渠道、全场景进军新零售市场。

### **(3) 良品铺子：供应链强大**

良品铺子构建了门店终端、电商平台、移动 APP、O2O 外卖平台等全方位的销售渠道，全渠道覆盖了多个消费场景，实现了对消费者的网状包围。公司通过技术和系统，打通数据、商品和会员。

**数据：**良品铺子通过对数据的分析、预测和计划，打通了 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。

**会员：**建立统一的会员中心，通过手机号，打通用户散落在不同平台、不同渠道的数据，使所有会员权益统一起来，包括余额、积分兑换、升级，优惠券、储值。打通会员数据后，良品铺子通过全渠道，实现了对顾客的网状包围。

**系统：**通过前台系统连接线下门店和线上店铺，实现了各支付渠道的接入。通过中台系统实现全渠道订单、库存、会员、促销、商品等方面的统一管理，形成统一的库存、订单、会员等中心。

图 15: 松鼠小店门头



资料来源: 松鼠小店公众号、国海证券研究所

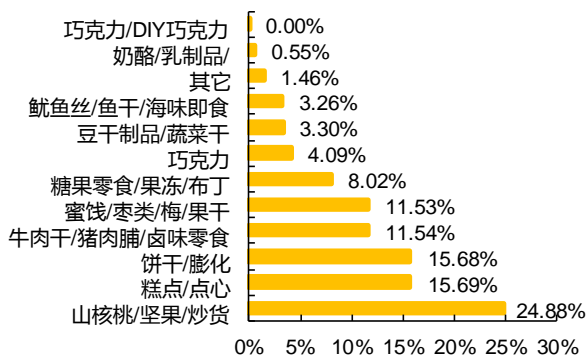
### 3、品类分析：坚果送礼新时尚，烘焙新品类兴起

2019Q1 休闲零食全网销售前五的品类为山核桃/坚果/炒货、糕点/点心、饼干/膨化、牛肉干/猪肉脯/卤味零食、蜜饯/枣类/梅/果干，销售额分别为 41.11 亿元/25.92 亿元/25.91 亿元/19.07 亿元/19.05 亿元，其中糕点/点心、饼干/膨化合计销售额为 51.83 亿元，超过山核桃/坚果/炒货，成为品类新宠。

坚果品类逐步成为过节送礼新时尚。2019 年 1 月坚果销售 31.39 亿元，销售占比 32.06%，2018 年 1、2 月份坚果合计销售 37.70 亿元，销售占比 32.99%，坚果品类在春节销售火爆，成为春节过节送礼新时尚。

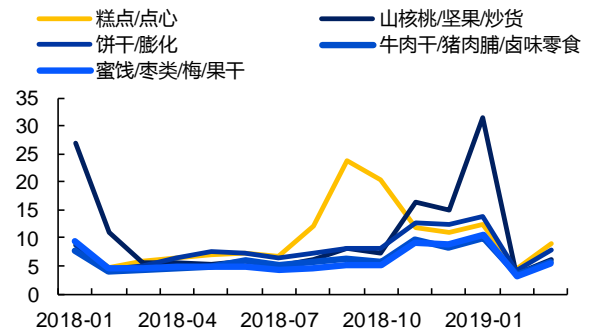
糕点+饼干品类为后起新秀。2019 年 Q1 糕点+饼干品类合计实现销售 51.83 亿元，合计销售占比 31.36%，高于坚果品类 41.11 亿元的销售和 24.88% 的销售占比，糕点+饼干品类销售火爆印证了烘焙品类的高景气。

图 16：2019Q1 各品类成交金额占比



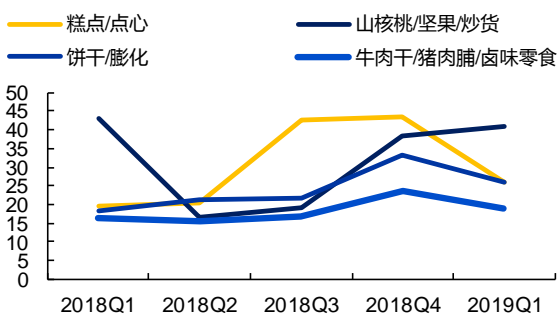
资料来源：淘数据、国海证券研究所

图 17：核心品类成交金额（按月）



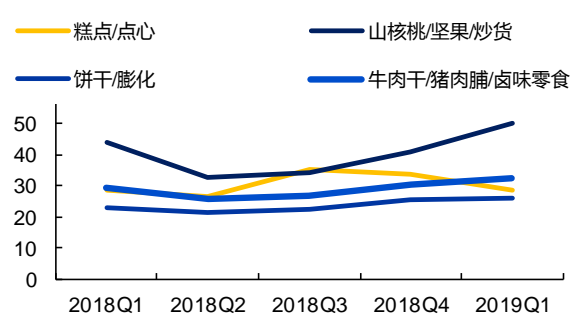
资料来源：淘数据、国海证券研究所

图 18：核心品类成交金额（按季度）



资料来源：淘数据、国海证券研究所

图 19：核心品类成交均价（按季度）



资料来源：淘数据、国海证券研究所

## 4、投资建议：维持推荐评级

2018年10月19日我们发布休闲零食行业深度报告《零食电商，战国之初，修炼迎战》，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。我们延续深度报告对行业的判断：

**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存量的份额保卫战，中长期是线下增量的拥抱新零售。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. 中短期逻辑：

(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：价格战趋缓、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商特性，我们预期未来净利率仍可提升。

2019年1月11日我们推出休闲零食数据跟踪系列报告《行业步入中速时代，三强销售依旧亮眼》，通过淘数据、新闻动态、公司数据分析等方式对行业数据进行跟踪，不断对行业逻辑进行修正，2018年全年数据印证我们先前对行业和龙头公司的判断。

现在我们对2019Q1行业运行情况进行分析，并提出2019全年的预判和展望，我们认为行业长期逻辑和中短期逻辑仍旧成立，基于以上判断，我们给予休闲零食电商行业推荐评级。



## 5、个股推荐：好想你（002582）

好想你为红枣领导品牌，联手百草味进军休闲零食。2016年收购百草味后，上市公司收入和利润主要由百草味贡献。百草味为第二大零食电商，有望享受行业中高速增长红利。公司创新能力强，渠道拥抱新零售，长期加强供应链管理。同时，本部布局冻干产品，有望迎来新增长。

### （1）百草味：线上稳增长+线下忙开拓+规模优势强+利润增速高

百草味超额完成业绩对赌目标。2018年公司实现营收49.49亿元，同比+21.59%，归母净利润1.30亿元，同比+21.21%。分开来看：**1）百草味：**营收38.88亿元，同比增长26.33%，归母净利润1.39亿元，同比增长43.59%，业绩表现亮眼，超额完成1.1亿元的业绩对赌目标。百草味净利率3.58%，同比提升0.42pct，公司核心竞争力不断提升。**2）本部：**营收10.61亿元，同比+6.91%归母净利润-295万，处于略亏损状态。

百草味Q1表现优异，净利率大幅提升。百草味Q1实现营收16.33亿元，同比+13.19%，净利润1.27亿元，同比+29.93%，净利率7.75%，同比提升1pct，主要是百草味年货季表现良好，大单品“年的味道”系列礼盒等销售较好，高毛利礼盒带动净利率提升。

2019年百草味无业绩对赌，线上稳定增长，线下加强开拓。2019年对赌期结束，渠道及营销不断推进。1）渠道上，线上稳增长（线上龙头预期20%+），线下加强开拓，主要是通过第三方平台（阿里零售通、京东新通路）来拓展便利店、KA渠道，通过经销商来拓展小终端。2）营销上，继续加强，但同时强调费效比，我们预计百草味利润增速仍会快于行业增速。

### （2）本部：2019年低基数+产品渠道放量+好百融合加速推进

冻干产品有望放量，好百融合加速推进。1）产品上：2018年冻干产品收入约1亿元（本部收入占比10%），2019年冻干产品预期收入1.5-2亿元；枣类产品稳步推进；2）好百融合：本部电商运营部门搬至杭州，本部与百草味物流、仓储等持续打通，融合工作为上半年重点，预计在双十一之前准备工作就绪，为双十一蓄力；3）渠道改善：电商借力百草味；商超借鉴2018教训，2019年稳步推进；专卖店部分4.0门店进入收获期，持续推进4.0门店建设。

### （3）盈利预测

好想你为红枣领导品牌，联手百草味进军休闲零食。2018年百草味经营亮眼，2019年线上稳步增长，线下积极开拓成长性强，本部布局冻干产品，2019年有望放量，同时好百融合不断推进。我们预计2019-2021年EPS分别为0.36元、0.44元、0.53元，对应PE分别为30X、24X、20X，维持公司“买入”评级。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-22 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002582.SZ	好想你	10.51	0.25	0.36	0.44	41.83	29.56	23.70	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 经济下行风险;
- 2) 食品安全问题;
- 3) 推荐公司业绩不及预期;

## 【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。