

一颗坚果的流转：透视电商、商超及品牌连锁渠道异同

——坚果零食行业深度报告

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **坚果行业高速增长，空间仍大：**（1）国内坚果市场空间大，后续成长主要看树坚果：树坚果人均消费量仅 0.23 千克，远低于世界平均水平，后续消费能力提升有望带动树坚果规模增长；（2）商超渠道仍为助力，电商渠道迅速崛起，成为拓规模，抢占市场的关键，但目前红利亦有削弱态势；
- **对比主要渠道，我们拆分营收盈利结构，从引流、转化率及复购率、客单价及利润率三个主要因素切入，结合定性及定量两个角度对比分析了各因素中核心影响变量差异，综合分析后我们认为目前阶段电商渠道量大利薄，商超渠道利高河深，但各渠道的领导品牌亦在不断优化和拓宽各渠道的意义和盈利能力：**
 - 1、**电商引流：**（1）品牌曝光度：电商>商超>品牌连锁；（2）**扩张速度：**电商>商超>品牌连锁；
 - 2、**转化率&复购率：**（1）进店客流目的性：品牌连锁>商超>电商；（2）**SKU：**品牌连锁店>电商>商超；（3）**体验度：**品牌连锁店>电商>商超；
 - 3、**盈利能力：**（1）**毛利率：**品牌直营>商超>品牌加盟=电商；（2）**销售费用率：**品牌直营>电商>商超；（3）**净利率：**商超>品牌直营=电商；
- **商超渠道：**商超渠道整体呈现中毛利，低费用，高净利的态势，主要优势在于较高的盈利能力以及较强的进入壁垒，但 SKU 数量少及针对性服务不佳导致引流及转化率/复购率表现一般；
- **品牌连锁渠道：**品牌连锁渠道整体呈现高毛利，高费用，低净利的态势，其主要优势在于削减中间环节带来毛利率提升，SKU 丰富转化率及复购率高，但直营门店的扩张成本高，一方面带来较高费用端支出，另一方面亦限制了渠道下沉速度，导致规模增长及盈利能力提升均受到影响；
- **电商渠道：**电商渠道整体呈现低毛利，中费用，低净利的态势，主要优势在于依托于电商平台高用户基数下的客流指数增长红利，但由于平台比价成本较低，毛利率水平较低，叠加渠道强议价力下费用率水平不低，因此整体渠道盈利能力一般；
- **未来趋势研判：发挥各渠道所长，线上线下多渠道并进的时代：（1）商超渠道：**现有品牌优化产品陈列/导入大品类提升收益，潜在品牌铺设强势单品提高盈利；（2）**品牌连锁渠道：**现有品牌以加盟拓规模、以新 SKU 提客单，后续旗舰店形式带来渠道新业态和内涵；（3）**电商渠道：**红利削弱竞争格局趋稳，后续电商将通过产品区分及线下布局逐步重视盈利、并有望作为更多大单品孵化器；

投资建议与投资标的

- **我们看好中国坚果零食行业发展，且认为未来商超、品牌连锁及线上等多渠道并进的格局仍将继续，各渠道龙头仍有依托渠道特性，进一步做大做强的能力和空间。我们推荐线下渠道先发优势突出、大单品快速增长的洽洽食品(002557, 买入)，建议关注品牌优势突出的电商龙头三只松鼠(300783, 未评级)、线上线下并进的龙头品牌好想你(002582, 买入)，区域优势显著的细分品类龙头盐津铺子(002847, 未评级)。**

风险提示

中美贸易战下进口坚果成本提升，食品安全问题，可选消费增速放缓。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			18	19E	20E	18	19E	20E	
002557	洽洽食品	25.65	0.85	1.00	1.14	30.05	25.78	22.41	买入
002582	好想你	9.70	0.25	0.43	0.57	38.61	22.75	17.05	买入
300783	三只松鼠								未评级
002847	盐津铺子								未评级

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

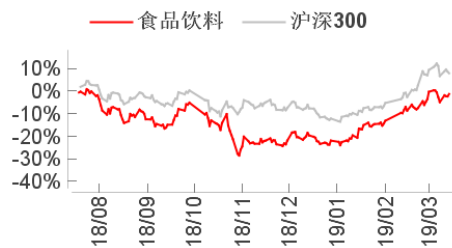
行业

食品饮料行业

报告发布日期

2019年07月18日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

王克宇

021-63325888-5010

wangkeyu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518010001

联系人

董博

021-63325888-3045

dongbo1@orientsec.com.cn

联系人

徐椰香

021-63325888-6129

xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

家务社会化与餐饮供应链，千亿速冻的历史 2019-07-14
弥新：

食品饮料 5 月数据点评：五粮液挺价成功， 2019-07-04
国内乳价上行，餐饮社零增速提升：

瓶装水行业深度报告：源头活水，山泉细流： 2019-06-26

目 录

一、	坚果行业高速增长，空间仍大.....	5
1.1	国内坚果市场空间大，成长动力主要源于树坚果.....	5
1.2	商超渠道仍为主力，电商渠道迅速崛起.....	8
二、	电商渠道量大利薄，商超渠道利高河深.....	9
2.1	引流.....	10
2.1.1	品牌曝光度.....	11
2.1.2	拓张速度.....	14
2.2	转化率、复购率.....	16
2.2.1	进店客流购物目的性.....	16
2.2.2	SKU.....	17
2.2.3	体验度.....	17
2.3	盈利能力.....	18
2.3.1	毛利率.....	18
2.3.2	销售费用率.....	20
2.3.2	净利率.....	21
三、	未来趋势研判：发挥各渠道所长，线上线下多渠道并进的时.....	22
3.1	商超渠道：现有品牌优化产品陈列提升收益，潜在品牌铺设强势单品提高盈利.....	23
3.2	品牌连锁渠道：现有品牌以加盟拓规模、以新 SKU 提客单，后续旗舰店形式带来渠道新业态.....	24
3.3	电商渠道：红利削弱竞争格局趋稳，后续电商将逐步重视盈利并有望作为更多大单品孵化器.....	26
	投资建议.....	28
	风险提示.....	28

图表目录

图 1: 中国坚果炒货行业产值及增速.....	5
图 2: 中国坚果类产品终端销售额及增速.....	5
图 3: 国内种子坚果自给自足, 树坚果依靠进口.....	6
图 4: 中国人均树坚果消费量低于其他经济体 (kg/人/年)	6
图 5: 中国人均坚果类消费量城乡差异较大 (kg)	6
图 6: 美国坚果消费史	7
图 7: 包装坚果渗透率逐步上升.....	7
图 8: 发达城市消费者、年轻消费者购买食品更注重品牌	7
图 9: 坚果炒货行业进入全渠道模式时代.....	8
图 10: 国内休闲食品线上线下零售额占比.....	9
图 11: 休闲食品电商销售额增长率.....	9
图 12: 2010-2018 年主要休闲零食企业市占率 (%)	9
图 13: 三只松鼠坚果收入高速增长.....	9
图 14: 洽洽占据商超坚果炒货货架绝大部分区域	12
图 15: 洽洽销售网络	12
图 16: 上海 CBD 中分众电梯屏滚动播放良品铺子广告	14
图 17: 三只松鼠 IP 化和人格化品牌, 百草味植入当红影视剧	14
图 18: 百草味 B2C 模式下成交客户数量及购买次数	15
图 19: 坚果炒货行业竞争格局变化巨大 (单位: %)	15
图 20: 良品铺子营收区域分布.....	15
图 21: 来伊份营收区域分布	15
图 22: 良品铺子中下游业务流程图	18
图 23: 重点公司毛利率对比	19
图 24: 各品牌商电商模式毛利率对比.....	20
图 25: 洽洽电商及经销商模式毛利率对比.....	20
图 26: 来伊份直营与加盟模式毛利率对比.....	20
图 27: 良品铺子直营、加盟与电商模式毛利率对比	20
图 28: 重点公司销售费用率对比.....	21
图 29: 不同渠道销售费用各项占比	21
图 30: 重点公司净利率对比	22
图 31: 商超刮起小黄袋风.....	23
图 32: 商超渠道仍为主要市场	24
图 33: 盒马鲜生门店快速扩张.....	24

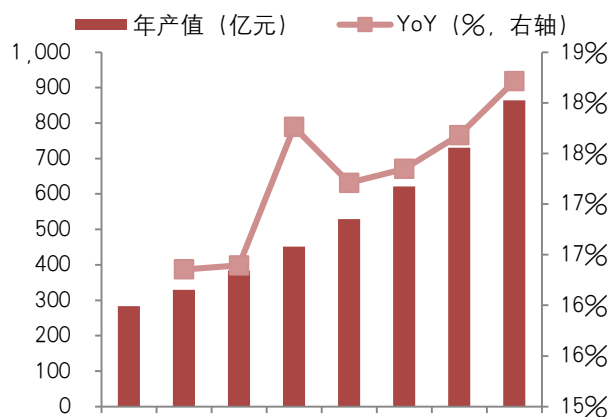
图 34：绝味食品门店扩张速度快于周黑鸭.....	25
图 35：周黑鸭采取直营模式营收增速慢于绝味.....	25
图 36：三只松鼠线下投放新品.....	25
图 37：三只松鼠线下店品牌周边.....	25
图 38：主要线上平台 GMV 增速红利正在削弱.....	26
图 39：电商渠道毛利率出现改善.....	26
图 40：三只松鼠零食品类结构变化.....	27
图 41：洽洽零食品类结构变化.....	27
图 42：休闲零食商线上向线下趋势显著.....	27
表 1：渠道优劣势对比总结.....	10
表 2：不同电商模式对比.....	12
表 3：良品铺子新店开设单店投资费用.....	16
表 4：主要坚果品牌 SKU 对比.....	17
表 5：各个渠道优劣势对比及后续发展展望.....	22

一、坚果行业高速增长，空间仍大

1.1 国内坚果市场空间大，成长动力主要源于树坚果

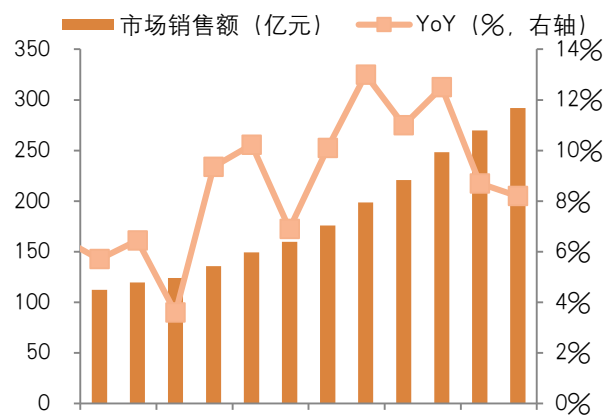
坚果行业持续增长，过去 10 年 CAGR 10% 以上。坚果食品属于休闲类食品，包含于可选消费范畴，近年来受益于：（1）需求端：人均可支配收入增长带来消费能力提升，叠加健康消费宣传推广坚果消费教育发展，需求端处于蓬勃增长阶段；（2）供给端：电商平台哺育休闲零食行业巨头，推动国内坚果供给端快速增长。供需双重提升带动坚果产品的终端销售额近年来高速增长。中国食品工业协会的数据显示，我国坚果炒货行业产值在 2014 年已经突破 850 亿元，08-14 年 CAGR 17% 左右，欧睿口径下统计的坚果产品终端销售额在过去 10 年的 CAGR 也达到 10% 左右。2010 年后，随着三只松鼠、百草味等坚果电商的出现，行业增速明显抬升。

图 1：中国坚果炒货行业产值及增速



数据来源：中国食品工业协会，东方证券研究所

图 2：中国坚果类产品终端销售额及增速



数据来源：公开信息，东方证券研究所

国内种子坚果市场发展较为成熟，自给程度高，树坚果则高度依赖进口。坚果是植物的精华，富含蛋白质、维生素等营养元素，对人体生长发育、增强体质、预防疾病有极好的功效。坚果可分为种子类坚果及树坚果两类，前者主要包括花生、瓜子，而后者包括核桃、碧根果、夏威夷果等。目前我国种子类坚果市场发展成熟自给率高，而树坚果仅有核桃国产供给充足，其余树坚果基本依赖进口。从市场规模看，树坚果单价高，但消费量极低，后续随着总量端的提升市场规模仍有较大增长空间。

图 3：国内种子坚果自给自足，树坚果依靠进口

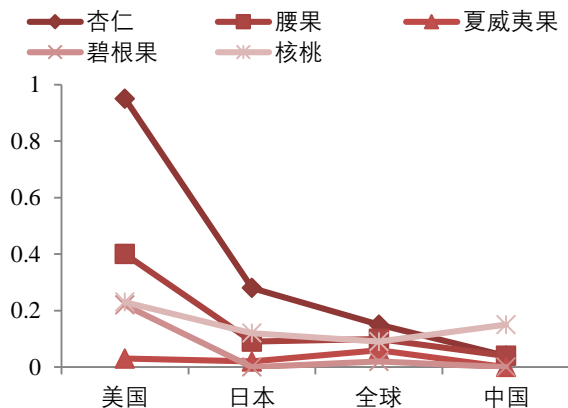
种子自给自足			树坚果依赖进口						
	葵花籽	花生		核桃	腰果	巴旦木	碧根果	夏威夷果	开心果
中国产量/万吨	90	710	中国产量/万吨	113	0.2	4.3	云南等地少量种植	新疆少量种植	
吨价/元/吨	6000	8000	中国进口量/万吨	7	11	10	4	1.6	12
预计市场规模/百万元	5400	56800	吨价/元/吨	20000	70000	50000	60000	70000	60000
主要产区	内蒙、新疆	山东	预计市场规模/百万元	24000	7840	7150	2400	1120	7200

数据来源：海关总署，东方证券研究所

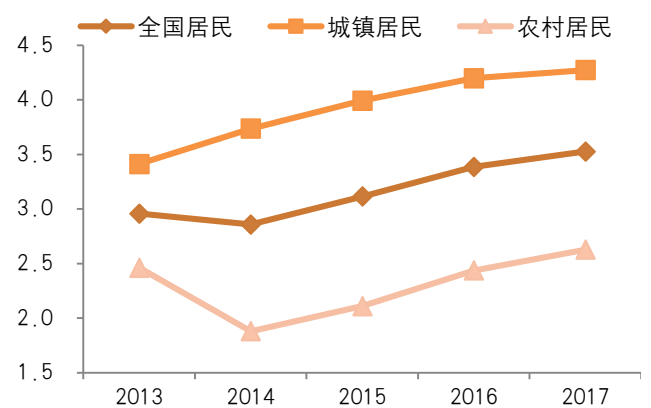
种子坚果市场已发展成熟，但树坚果市场仍有较大发展空间，我们认为后续坚果市场的成长动力主要来源于两方面：

- (1) **树坚果人均年消费量仍较低，且坚果消费城乡差异较大，行业成长空间广阔，随着国内消费者消费能力的提升，树坚果有望持续贡献消费增量。**

根据 INC 数据显示，对于杏仁、腰果、夏威夷果、碧根果和核桃五类坚果，我国人均年消费量仅为 0.23kg，同期美国、日本和全球平均水平分别是中国的 8 倍、2 倍和 2 倍。尤其是腰果、夏威夷果和碧根果，我国人均消费量约为零。国家统计局数据显示，目前城镇居民人均年消费量仍为农村的 1.6 倍左右，城乡间坚果消费差异较大。对标美国坚果消费史可以看出，树坚果人均消费量随收入增长而不断提升，至 2016 年年人均消费量大约为 2.5kg（果仁）。因此后续，随着国内消费能力的进一步提升，高端树坚果消费渗透率进一步下沉，国内坚果市场仍有较大增长空间。

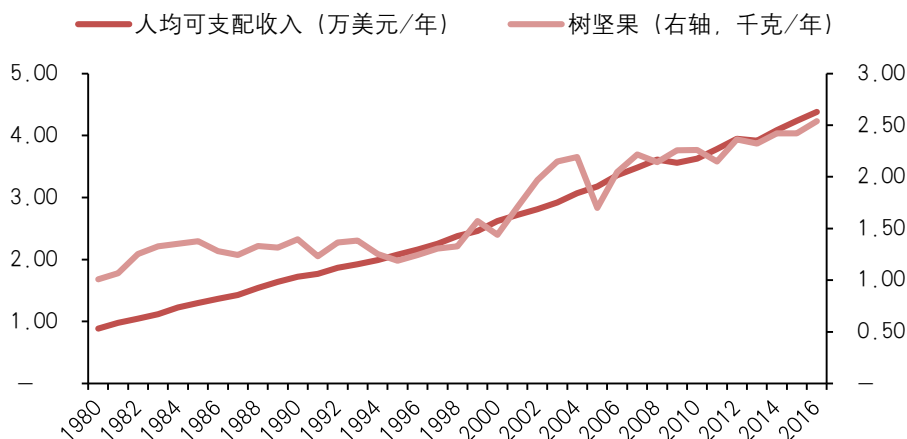
图 4：中国人均树坚果消费量低于其他经济体 (kg/人/年)


数据来源：INC，三只松鼠招股说明书，东方证券研究所

图 5：中国人均坚果类消费量城乡差异较大 (kg)


数据来源：国家统计局东方证券研究所

图 6：美国坚果消费史

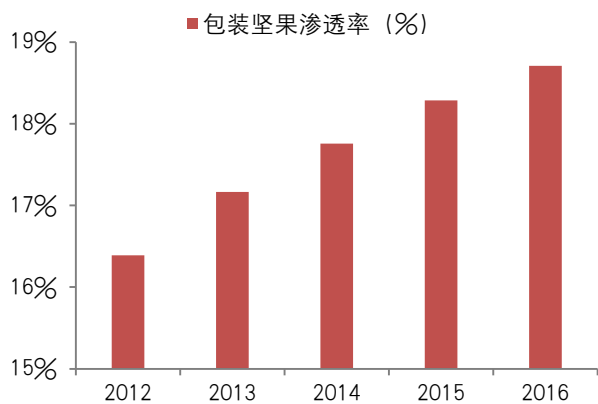


数据来源：USDA，东方证券研究所

(2) 消费能力的增强提升了消费者对品质的追求，包装坚果品质更好，且能通过创新扩大与散装坚果的差异性，对消费者更具吸引力。

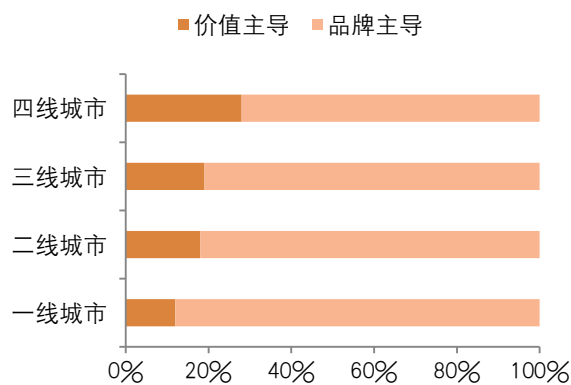
截止 2016 年，包装坚果渗透率达到 18.7%，相对 2012 年上升了近 2 个百分点。对比散装坚果，包装坚果坏籽率较低、食品安全更有保障，且携带食用更为便捷，随着消费能力提升，消费者对消费品，尤其是食品消费的品质及品牌要求更高，根据埃森哲的调查，82% 的城市消费者购买食品时注重品牌，且发达城市消费者品牌意识更加显著。同时，包装产品通过创新扩大了与散装坚果的差异性，如礼盒开辟社交场景，每日坚果将坚果与果干搭配，并控制每日摄入分量，营养更为均衡、食用更加方便。后续我们认为包装坚果替代散装坚果仍有市场。

图 7：包装坚果渗透率逐步上升



数据来源：公开信息，东方证券研究所

图 8：发达城市消费者、年轻消费者购买食品更注重品牌



数据来源：公开信息，东方证券研究所

1.2 商超渠道仍为助力，电商渠道迅速崛起

回溯我国坚果炒货行业的渠道模式演进历程，大致可以分为四个阶段。

- 1) 其中 2000 年以前，坚果炒货销售主要通过个体零售商，街边店的自产自销模式是这段时期的主导模式。
- 2) 2000 年后，以洽洽食品为代表的坚果炒货规模化生产商出现，伴随着城镇化进程中商超的渗透率提升，经销商主导下的商超销售模式逐渐兴起。与此同时，以良品铺子和来伊份为代表的零食品牌连锁企业成立并迅速发展，也在一定程度上丰富了坚果炒货的线下渠道。
- 3) 2010 年，前期以线下为主要销售渠道的百草味关停所有线下店铺，全面转型线上；2012 年三只松鼠成立，主打线上坚果销售平台。这段时期，坚果电商模式乘着中国互联网电商之风蓬勃发展。
- 4) 2015 年后，以三只松鼠为代表的线上坚果企业进驻线下，而以良品铺子为代表的线下企业开始发力线上渠道，线上线下全渠道融合模式来临。

图 9：坚果炒货行业进入全渠道模式时代

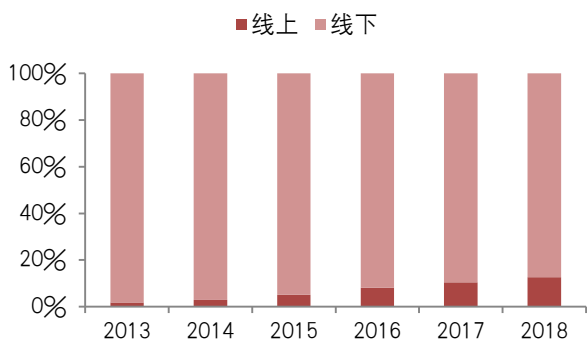


数据来源：东方证券研究所

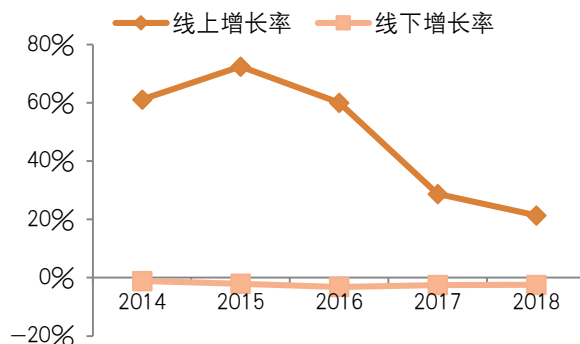
线下渠道仍为休闲零食消费主要场景但增速平缓，线上渠道受益于行业红利渗透率显著提升维持高增。2013 年至 2018 年，休闲食品线上销售额 CAGR 为 38.9%，电商休闲零食销售迅速崛起，线下市场消费占比下滑，但目前仍为休闲零食消费主要场景，占整体零售额 85% 以上。线上渠道之所以快速增长主要来源于两点：

1. 坚果属性适宜电商渠道销售：由于坚果具备标准化、非即食性、低频消费的特性，同时单价适中，耐储存易运输，考虑运输费后销售仍具备经济性，非常适合在电商渠道发展；
2. 电商缩减销售环节，低价销售打开树坚果消费市场：树坚果本身单价较高，且线下渠道层层加价抑制品类发展，导致线下并未产生突出的品牌。而电商品牌以直销的方式节约了流通成本，并以更低的价格提供相同甚至品质更好的产品，促进消费群体尝鲜，迅速引爆树坚果在线上的销售。

因此，从历史增速亦能看出，电商渠道休闲零食销售增速近年来所有下滑，但依旧维持 20% 以上的增长，线下零食渠道在高基数上无显著增长。

图 10：国内休闲食品线上线下零售额占比


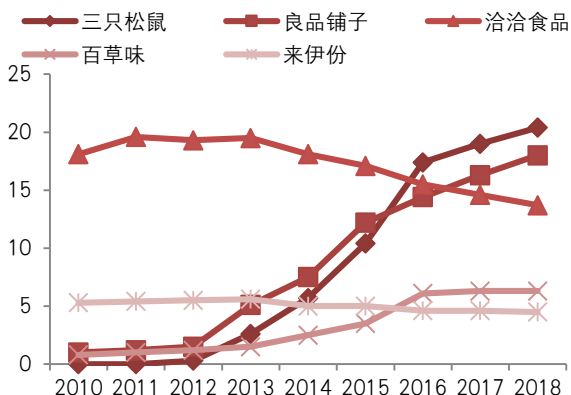
数据来源：公开信息，东方证券研究所

图 11：休闲食品电商销售额增长率


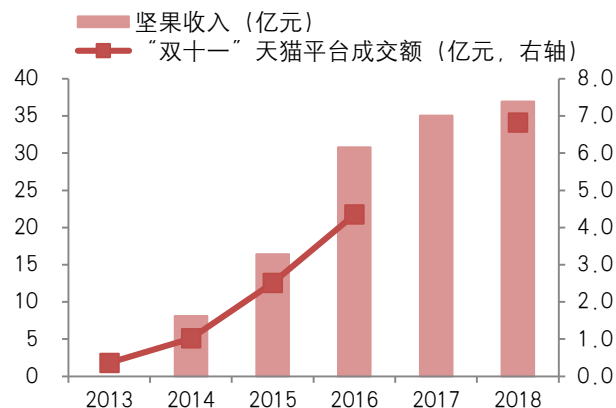
数据来源：公开信息，东方证券研究所

二、电商渠道量大利薄，商超渠道利高河深

目前，市场上现存休闲零食销售渠道主要包括经销模式，电商，品牌连锁，个体销售及全渠道销售，其中商超仍然是主要销售渠道，电商近年来迅速崛起，并培育了三只松鼠、百草味等大型休闲零食销售商，相反，以线下渠道为主的传统休闲零食品牌市占率持续下滑。

图 12：2010-2018 年主要休闲零食企业市占率 (%)


数据来源：公开信息，东方证券研究所

图 13：三只松鼠坚果收入高速增长


数据来源：公司财报，东方证券研究所

市场上关于休闲零食不同销售渠道优劣势存在较大分歧，本章节我们将销售利润拆分为购物客流，客单价与利润率的乘积，从这三个维度对各销售渠道优劣势进行定性及定量比较，其中购物客流可进一步拆分为新客及复购客户，新客主要和引流量及转化率有关，复购客户则与客户基数（与引流量及转化率正相关）和复购率有关，因此我们将各渠道利润拆解为以下公式：

$$\text{销售利润} = \text{销售收入} * \text{利润率}$$

$$\text{销售利润} = \text{购物客流} * \text{客单价} * \text{利润率}$$

$$\text{销售利润} = (\text{新客} + \text{老客}) * \text{客单价} * \text{利润率}$$

$$\text{销售利润} = \text{引流} * \text{转化率} (1 + \text{复购率}) * \text{客单价} * \text{利润率}$$

总体而言，我们从引流、转化率、复购率、客单价和利润率五个角度对五类坚果销售渠道的盈利能力进行拆分，通过定性和定量分析，我们认为：

1. **线下商超渠道**：线下商超渠道整体呈现中毛利，低费用，高净利的态势，其主要优势在于较高的盈利能力以及较强的进入壁垒，但在引流及转化率/复购率方面表现一般，主要由于商超属于综合性购物渠道，单品类陈列面积有限，SKU 数量较少且不具备针对性服务，影响了产品转化率及复购率水平。
2. **品牌连锁渠道**：线下品牌连锁渠道整体呈现高毛利，高费用，低净利的态势，其主要优势在于直营门店削减了渠道加价，提升品牌毛利率水平，同时在独立性门店配置下，产品 SKU 数量丰富，辅之以完善的会员体系及针对性的导购服务，其转化率和复购率均显著较高。但同时直营门店的扩张对资本开支产生较大压力，一方面带来较高费用端支出，另一方面亦限制了渠道下沉速度，导致规模增长及盈利能力提升均受到影响。
3. **电商渠道**：电商渠道整体呈现低毛利，中费用，低净利的态势，主要优势在于依托于电商平台高用户基数下的客流指数增长红利，但由于平台比价成本较低，导致电商渠道毛利率水平较低。同时，电商渠道存在较高的运费投入和广告 IP 打造，费用端亦处于较高水平，因此整体渠道盈利能力一般。

表 1：渠道优劣势对比总结

	出现时间	引流		转化率、复购率			客单价、利润率
		曝光度	拓张速度	SKU	购物目的性	体验度	财务特征
个体零售	早	低	低	低	高	中	-
商超渠道	早	中	中	低	中	中	中毛利，低费用，高净利
品牌连锁	中	低	中	高	高	高	高毛利，高费用，低净利
电商模式	晚	高	高	高	低	低	低毛利，中费用，低净利
全渠道	晚	高	高	高	体验+购物	高	中毛利，中费用

数据来源：东方证券研究所

2.1 引流

我们将引流拆分为流量曝光度和渠道拓张速度，对比不同商业模式的流量曝光度和渠道拓张速度，本部分的核心结论为：

1) 品牌曝光度: 电商渠道受益于平台用户基数较大, 大额度广告投入对品牌曝光度提升效果极强, 商超渠道曝光度主要依靠覆盖终端的广度及深度, 品牌连锁模式下, 门店开店数量对曝光度影响较大。

2) 拓张速度: 电商平台高流量入口提供品牌商规模指数增长的机会, 商超渠道需要时间积累, 但易守难攻, 门店模式新开店受制于资本限制拓张速度最慢。

2.1.1 品牌曝光度

核心结论:

流量曝光度排序: 电商>商超>品牌连锁;

- (1) **商超经销商模式流量曝光度看终端覆盖广度及深度, 易守难攻,** 商超及夫妻小店等线下终端均有显著销售半径限制, 因此渠道覆盖密度是决定覆盖消费者的核心关键;
- (2) **品牌连锁店流量曝光度核心变量为门店质量及门店数量,** 单个门店存在销售半径限制, 同时门店选址又关乎消费群体数量大小及消费群体消费能力定位, 因此门店数量及质量均扮演重要角色;
- (3) **电商模式流量曝光度要素在于品牌营销为主的主动引流能力,** 以三只松鼠, 百草味为代表的电商零售商在直接广告投放, 大 IP 广告植入等营销方面大量投入以塑造品牌形象, 叠加电商渠道覆盖面广, 品牌曝光度强于线下所有渠道;

关键逻辑:

商超经销商模式看覆盖广度及深度, 易守难攻, 行业内龙头品牌短期优势难破。 商超端消费者对于快消品的选择是被动性的, 即供给决定需求, 因此依靠商超对接终端消费者方式的企业, 其产品在终端的铺货广度和品类丰富度就决定了是否能抢占市场, 获取客流, 即得渠道者得天下。洽洽食品从 2001 年成立以来一直深耕线下商超渠道, 目前全国经销商数量在 1000 家左右, 大型城市 1-2 家, 中小城市 1 家, 覆盖终端网店约三十至四十万个。且商超渠道网络的建立并非一日之功, 与经销商的合作紧密度、终端控制力都需要长时间的积累才能达成, 洽洽食品深耕经销商-商超渠道模式的壁垒较深。

图 14：洽洽占据商超坚果炒货货架绝大部分区域


数据来源：草根调研，东方证券研究所

图 15：洽洽销售网络


数据来源：公司官网，东方证券研究所

品牌连锁曝光度核心看门店数量及质量，数量决定覆盖广度，质量决定面向客流人次和客流消费能力。品牌连锁店整体营收由门店数量与单店营收有关，由于单个连锁店覆盖半径有限，因此提升连锁店数量边际收益目前仍为正。单店营收则由门店选址决定，首先品牌连锁店在城市选址上，需要考虑不同城市的消费能力，目前一二线城市仍为品牌连锁店的主攻地区，其次在地段选址上，坚果产品受众的年轻化 and 白领化使得开设于大型商超、CBD 的门店不管是在途经流量，还是受众率上都明显更高。但门店流量与地段开设成本间存在一定权衡。

电商平台覆盖用户广，客户浏览成本低，主动营销可带来客流指数型增长。电商平台与原有线下渠道的显著差异在无销售半径的限制，单个平台覆盖用户广而深，品牌商面对的客户基数大。同时，电商平台客户浏览成本低，广告营销及品牌建设有机会带来进店客户数量指数增长。目前，休闲零食电商销售主要分为三类：B2C、B2B/入仓模式、自营 APP，此前，优势品牌，如三只松鼠等主要以 B2C 模式，即旗舰店为主要营收来源，占电商板块收入的 50% 以上，近年来，B2B 模式运营贡献度亦有显著提升。

表 2：不同电商模式对比

项目	B2C	B2B/入仓模式	自营 APP
典型平台	天猫商城旗舰店 京东旗舰店 苏宁	天猫超市 京东自营 唯品会入仓店	良品铺子、三只松鼠、 百草味、来伊份

运营方式	公司在天猫等第三方销售平台注册后，开设自营品牌旗舰店，直接销售商品给终端消费者，并根据销售流水支付平台服务费。	公司将产品运送至第三方客户的指定地点，消费者直接向合作平台发出购买需求，平台向消费者发货。	公司自建 APP，消费者通过移动客户端购买。
结算方式	消费者确认收货后转入公司。	(1) 根据平台定期发送的结算清单结算。 (2) 先款后货。	消费者确认收货后转入公司。
收入确认	消费者确认收货后，或发货后。	各公司差异较大。	消费者确认收货后，或发货后。

数据来源：招股说明书，公司公告，苹果 APP Store，东方证券研究所

品牌营销是提升线上品牌曝光度的重要方式，因此广告为线上渠道获客的关键要素：线上渠道同类型商家数量较多，产品质量参差，甄别需要时间，同时线上渠道受众呈现年轻化、白领化特征，客户群体有较强的品牌意识，因此对于以线上渠道为重点的品牌商而言，大额广告投放从而直接接触到更多平台用户以及大量 IP 广告植入对品牌塑造亦有较强正向影响，目前，线上优势休闲零食零售商均在品牌建设上投入较大：

- 1) **良品铺子**以“高端零食”作为自身发展目标，试图从高品质的产品、优质的原料、严格的品控标准等方面树立消费者口碑，建立强大的品牌力，以此树立鲜明的高端品牌形象。同时公司借助分众传媒的楼宇电梯广告展开品牌营销，聘请迪丽热巴和吴亦凡作为品牌代言人，均表明意在迎合休闲零食购买群体年轻化和白领化的趋势。
- 2) **三只松鼠**以 IP 化、人格化的品牌策略，通过富含人格魅力的鲜明动漫形象塑造品牌形象，并通过设计不同的故事、开发不同的场景来让消费者认识品牌，极具辨识度，实现了较强的品牌号召力。
- 3) **百草味**则是通过在当红影视剧中进行植入，以达到品牌宣传的目的。如其在《三生三世十里桃花》、《我的前半生》等人气影视剧中大量出现，占领心智，而这类影视剧的受众群体又多为年轻的白领阶层和学生，符合坚果产品目标人群。

图 16：上海 CBD 中分众电梯屏滚动播放良品铺子广告


数据来源：东方证券研究所

图 17：三只松鼠 IP 化和人格化品牌，百草味植入当红影视剧


数据来源：三只松鼠招股说明书，linkshop，东方证券研究所

2.1.2 拓张速度

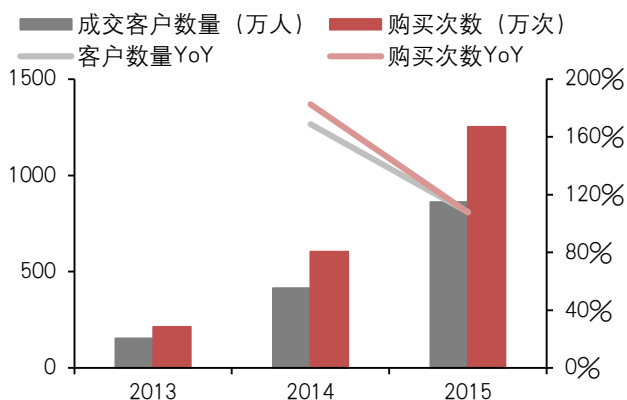
核心结论：

拓张速度： 电商>商超>品牌连锁；

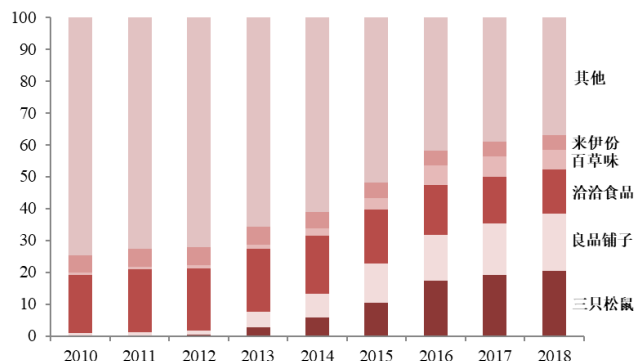
- 1) 商超模式依靠长期建设的经销商开拓，下游新终端拓张存在显著规模效应；
- 2) 品牌连锁店复制有加盟和直营两种形式，其中直营模式拓张受到资金限制等多方面因素影响，可复制性较差；
- 3) 线上渠道受益于电商平台的规模化优势，可在短时间内实现客流及收入的指数型增长，是三类渠道中增长最为迅速的一种；

关键逻辑：

电商平台普惠性和扁平化使得强势品牌客流人次可以以指数形式增长，渗透率快速提升。以线上为主要渠道的三只松鼠在坚果炒货行业的市场占有率从 2012 年的 0.3% 迅速提升至 2018 年的 20.4%，百草味市场占有率从 2012 年的 1.0% 提升至 2018 年的 6.3%，良品铺子借助电商和线下连锁双驱动，市占率也由从 2012 年的 1.5% 提升至 2018 年的 18.0%，同期以商超和单一连锁模式为主的洽洽食品和其他公司的市占率受到挤压。

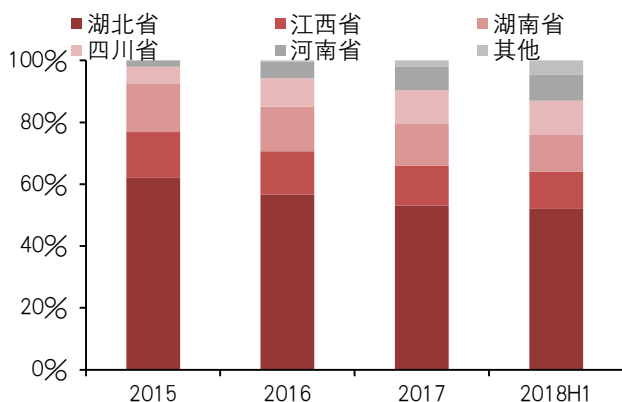
图 18：百草味 B2C 模式下成交客户数量及购买次数


数据来源：公司公告，东方证券研究所

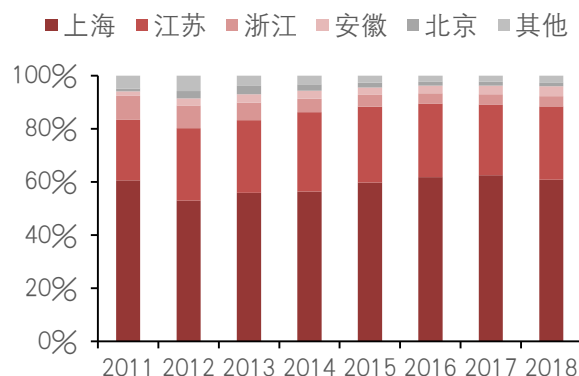
图 19：坚果炒货行业竞争格局变化巨大（单位：%）


数据来源：公开信息，东方证券研究所

线下品牌连锁区域集中性较强，反映其拓张覆盖速度受限的现实状况。连锁品牌企业为了解区域消费的口味偏好、缩小物流配送范围、增强消费者品牌认同感，同时亦受限于异地门店拓张所需资金及管理，一般以地域优势型企业为主。以良品铺子为例，公司起源于湖北，目前线下门店主要分布在湖北、江西、湖南等地，其中湖北地区占比在 50% 以上；而来伊份品牌发源地为上海，江浙沪为公司目前发展较为成熟的区域，在当地具有较高的知名度和市场影响力，近几年来伊份在江浙沪地区主营业务收入占公司主营业务收入比重都在 90% 以上，其中上海地区占到 60% 左右，并且从 2014 年起公司在上海地区营收占比还处于小幅上升的态势。

图 20：良品铺子营收区域分布


数据来源：良品铺子招股说明书，东方证券研究所

图 21：来伊份营收区域分布


数据来源：公司公告，东方证券研究所

限制线下连锁品牌发展的主要因素：

- 1. 单店开店成本高：**根据良品铺子招股说明书，新设 376 家新店（126 家旗舰店及 250 家标准店）的平均单店支出在 64 万元左右，其中每年的租赁费 28 万元左右，新开店装修、设备购

置等花费 36 万元。这部分门店主要为陕西河南等地，若为一线城市，开店成本相对更高。因此直营模式的前期大投入使得新店铺设在很大程度上受到公司资本的限制。

2. **选址考量因素较多**：连锁门店选址定店需要综合考虑目标消费群体的构成、消费习惯、消费水平、预期客流量、交通便利条件、商业辐射能力、门店面积、租赁价格以及附近竞争对手的情况等多种因素，而门店选址一旦失当，不仅会使既定的目标市场地位难以实现，直营店开店前期产生的相关筹办费用不能收回等因素也会给公司带来经营损失。

表 3：良品铺子新店开设单店投资费用

序号	工程或费用名称	金额（万元）	占比
1	场地租赁费	28.14	44%
2	场地装修费	18.91	30%
3	设备购置费	13.63	21%
4	人员培训费	1.60	3%
5	预备费用	1.63	3%
	合计	63.90	100%

数据来源：良品铺子招股说明书，东方证券研究所整理

2.2 转化率、复购率

休闲零食销售转化率主要由三个因素决定，进店客流购物目的性强弱、SKU 丰富度是否可满足购物欲望，购物体验完善程度：

- 1) **进店客流购物目的性**：我们认为品牌连锁店进店客户购物目的性最强，商超用户存在较强冲动型消费及送理性需求，转化率/复购率次之，电商平台由于进店成本较低，浏览客流占比较高，转化率相对较低；
- 2) **SKU**：品牌连锁店为休闲零食专营店，由于客户进店成本较高，因此增加 SKU 以满足顾客全部休闲零食需求对获取和维持稳定客流十分重要。电商平台亦存在类似特征，其单次购物运输成本较高，因此增加 SKU 以提升客单价摊薄运费影响对电商平台零食商十分重要。线下商超渠道由于终端货品的综合性较强，休闲零食仅为其中的一小类，单品牌 SKU 相比前两者大幅缩减。
- 3) **体验度**：品牌连锁购物建立了完善的会员制度，客户体验度更好，线上电商渠道次之，商超由于其为综合购物场景，对于单品类购物体验度完善不足。

2.2.1 进店客流购物目的性

核心结论：

进店客流购物目的性排序：品牌连锁>商超>电商

关键逻辑：

进店客户目的性越强，其客流转转化率越高。从进店成本看，品牌连锁高于商超高于电商平台，因此，客户选择进入品牌连锁店一般都抱有真实零食购买需求，但电商平台相对而言进店成本极低，因此高进店客流基数中有极大一部分仅满足浏览需求。在商超用户中，一般消费需求分为冲动型消费及送礼型消费，前者在购物过程中易产生新的购物需求，尤其以零食小额消费为主，后者送礼需求目的性极强，转化率亦较高。

2.2.2 SKU

核心结论：

SKU 排序：品牌连锁>电商>商超。

关键逻辑：

高 SKU 的商业模式能使得不同品类间形成协同效应，连锁品牌模式占优。与商超模式的洽洽食品，和电商模式的三只松鼠等聚焦坚果类产品不同，品牌连锁店模式的来伊份和良品铺子以综合零食为定位，产品线更为丰富，SKU 明显更高，以来伊份为例，其覆盖炒货、肉制品、蜜饯、水产品、糖果/果冻、膨化、果蔬、豆制品、糕点等共九大类。一站式的零食购物能满足更为广泛的需求，不同种类间形成协同效应。

表 4：主要坚果品牌 SKU 对比

	品类数	SKU	统计时点
来伊份	9	1000 以上	2017 年底
良品铺子	7	1000 以上	2018 年中
三只松鼠	6	200 左右	2017 年底
百草味	5	300 以上	2016 年中
洽洽食品	3	较少	2019 年初

数据来源：公司公告，公司官网，淘宝，东方证券研究所

注：来伊份数据来源于年度报告，良品铺子及三只松鼠数据来源于招股说明书，百草味数据来源于好想你公告，洽洽食品数据来源于公司官网。

2.2.3 体验度

核心结论：

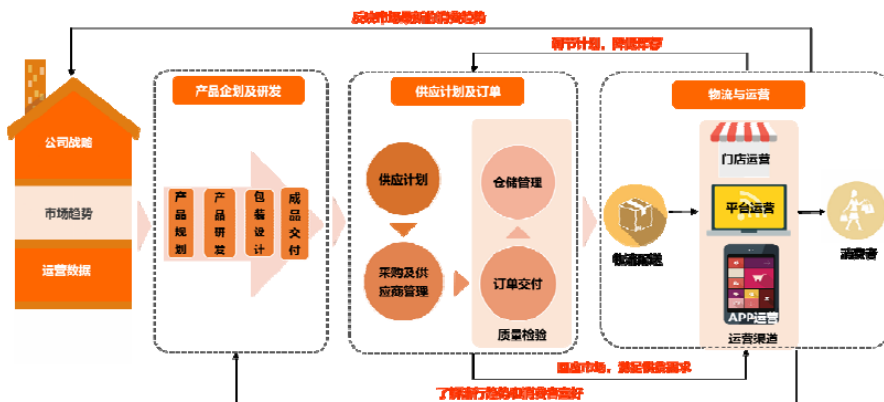
体验度排序：品牌连锁>电商>商超；

关键逻辑：

商超为综合式购物平台，品牌商缺乏与消费者互动机会。商超模式下，产品从制造商或品牌商出厂后，需经过多层经销商、零售商后才能到达消费者，而消费者对于产品的喜好程度，需求强弱又需要经过多层反馈后才能到达产品商，因此商超模式下的服务和体验对于消费者来讲较差。

品牌连锁店商家与顾客互动充分，提升转化率和复购率。在品牌连锁店中，消费者能够与品牌的专业工作人员近距离沟通，享受到商超模式和电商模式所不具备的交流效果，同时线下连锁店亦构建完善会员体系，收集目标客户信息，及时对客户需求做出反馈，客户消费体验度较好。

图 22：良品铺子中下游业务流程图



数据来源：良品铺子招股说明书，东方证券研究所

电商渠道购物缺乏实际体验感，但便利性强，且存在消费者与品牌商之间的直接互动。电商模式的简单便捷，大大简化了商品从制造企业到消费者手中的过程，品牌商直接与消费者互动，达到迅速捕捉消费人群消费习惯，及时作出市场反馈的目的。与此同时，用户浏览记录、购买记录等数据的收集成本低，完整度高，便于商家准确分析市场需求，在产品策略和营销活动中进行调整。

2.3 盈利能力

我们从毛利率和销售费用率水平来考察不同模式的盈利能力情况。本部分的核心结论为：

- 1) **毛利率**：品牌连锁由于品牌直接销售，且存在体验度溢价，产品毛利率最高，商超渠道高于电商渠道；
- 2) **销售费用率**：品牌连锁（直营门店）销售费用率最高，电商次之，线下商超渠道维护成本最低；
- 3) **净利率**：商超渠道最高，品牌连锁与电商渠道相近，均低于商超渠道。

2.3.1 毛利率

核心结论：

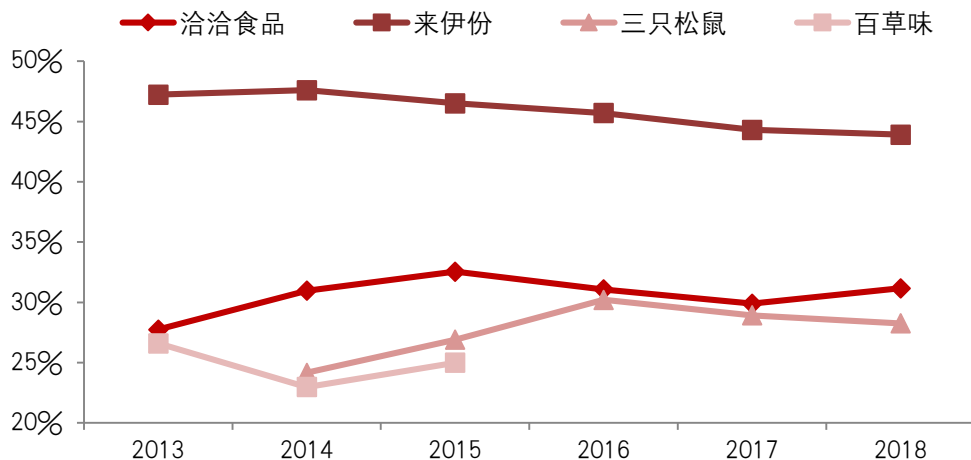
毛利率排序：品牌连锁>商超>电商。

关键逻辑：

以直营连锁为主的来伊份综合毛利率最高，线下商超渠道为主的洽洽次之，电商为主的三只松鼠及百草味毛利率最低。对比目前主要休闲零食零售商毛利率水平，以线下直营品牌连锁店为主的来伊份毛利率最高，以线下商超渠道为主的洽洽居中，深耕电商平台的三只松鼠及百草味毛利率水平最低。毛利率差异一方面来源于品牌商本身 OEM 及 ODM 模式选择的差异，另一方面亦归因于

渠道本身特性，线下直营门店满足体验式消费，客户粘性强，购物附加值高同时没有平台及经销商分利，电商平台比价更易，品牌之间价格竞争激烈，低定价下毛利率水平较低。

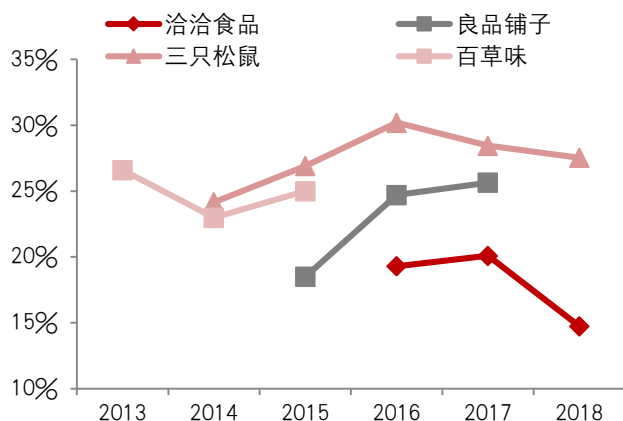
图 23：重点公司毛利率对比



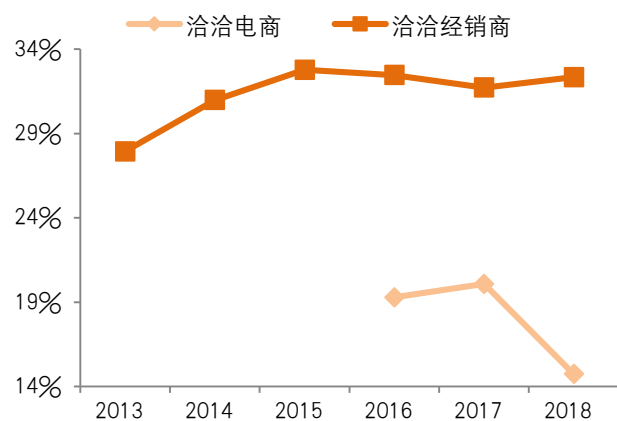
数据来源：公司公告，招股说明书，东方证券研究所

为剔除本身生产销售模式对毛利率水平的影响，我们分离各公司电商，线下经销商，连锁门店（直营与加盟）毛利率水平发现：

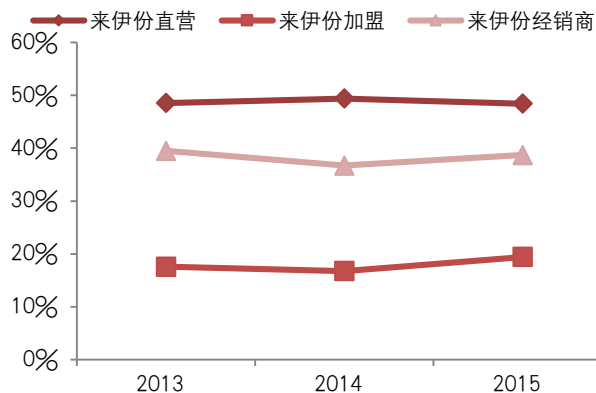
1. **对比三条渠道，毛利率上品牌连锁>商超渠道>电商渠道。**由于对比各个品牌在不同渠道毛利率水平存在品牌间成本差异问题，我们通过对同一品牌不同渠道毛利率水平，可以看出，品牌直营毛利率最高，商超渠道次之，电商平台毛利率最低。电商渠道的盈利能力最差主要由于线上竞争激烈，且比价成本较低；
2. **商超模式中各个品牌已存在一定差异，来伊份经销商毛利率高于洽洽。**我们认为这种差异可能来源于来伊份 SKU 更高，且产品结构与洽洽不同导致；
3. **品牌连锁模式中亦有内部差异，直营模式毛利率高于加盟 25-30pct。**直营店公司赚钱产品和服务的利润，定价是面向消费者的最终定价，加盟模式中公司只是将产品销售给加盟商，加盟商使用公司的品牌进行终端销售，品牌商赚取产品和品牌的利润，因此直营模式享受更高的毛利率。直营模式良品铺子和来伊份两者毛利率接近，加盟模式中良品铺子略高，反映其品牌附加值更高，加盟商认可度更强，良品铺子加盟及电商毛利率水平相近。
4. **电商平台中，强势品牌毛利率水平更高。**三只松鼠及百草味线上毛利率显著高于洽洽与良品铺子，这一方面与线上品牌强势度的差异，另一方面亦来源于产品结构之间的差别。

图 24：各品牌商电商模式毛利率对比


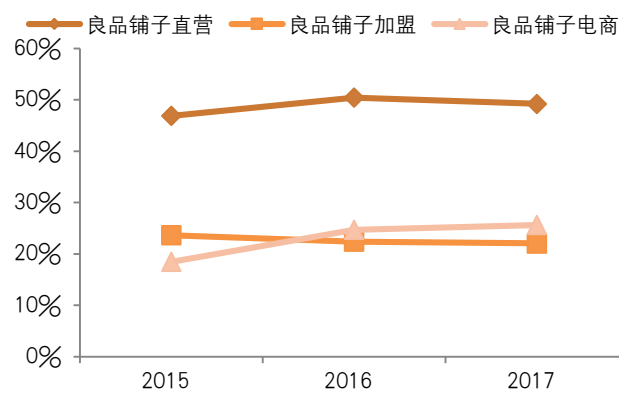
数据来源：公司公告，招股说明书，东方证券研究所

图 25：洽洽电商及经销商模式毛利率对比


数据来源：公司公告，招股说明书，东方证券研究所

图 26：来伊份直营与加盟模式毛利率对比


数据来源：公司公告，招股说明书，东方证券研究所

图 27：良品铺子直营、加盟与电商模式毛利率对比


数据来源：公司公告，招股说明书，东方证券研究所

2.3.2 销售费用率

核心结论：

销售费用率排序：品牌连锁>电商>商超。

关键逻辑：

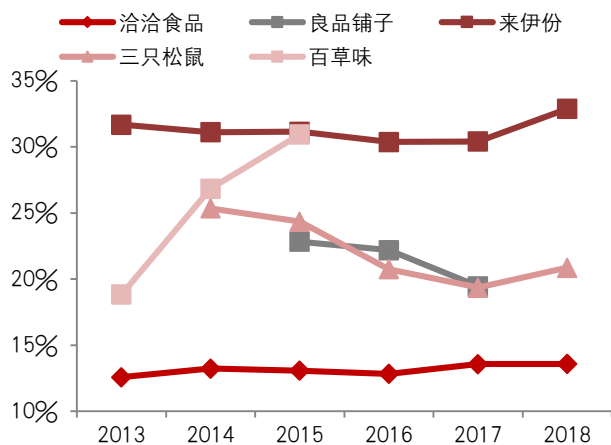
销售费用率水平上品牌连锁高于电商高于商超渠道，结构上品牌连锁以租金为主，电商平台运费成本高。对比销售费用率发现，以线下品牌连锁店为主的来伊份销售费用率最高，电商品牌如三只松鼠、百草味次之，线下商超为主额洽洽销售费用率最低。从结构上来看：

1. 品牌连锁中直营门店由于涉及到门店建设和运营，其租金和人员工资占销售费用比例最高。

2. 电商模式销售费用率水平稍低于品牌连锁，其中占比最高的是运输费用和平台服务费，但考虑到线上品牌商的销售规模，线上品牌商广告投入绝对值水平亦不低，2018年三只松鼠广告投入1.45亿元，同期来伊份/洽洽广告投入1.15/3.0亿元（洽洽包含促销费用）；

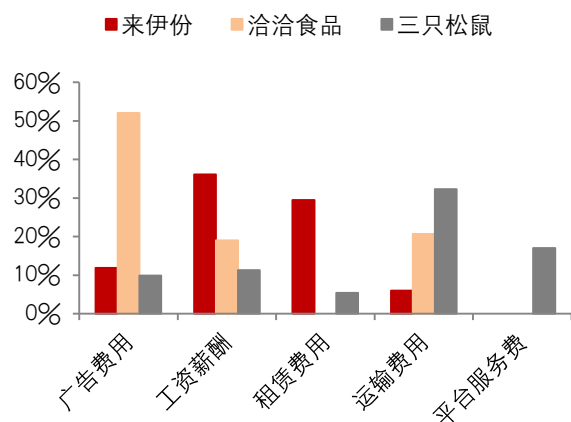
线下商超整体费用率不高，其中广告促销费用占比最大，广告是线下渠道传统增强曝光率的主要辅助手段，促销手段亦对渠道销售有关键作用。

图 28：重点公司销售费用率对比



数据来源：公司公告，招股说明书，东方证券研究所

图 29：不同渠道销售费用各项占比



数据来源：公司公告，招股说明书，东方证券研究所

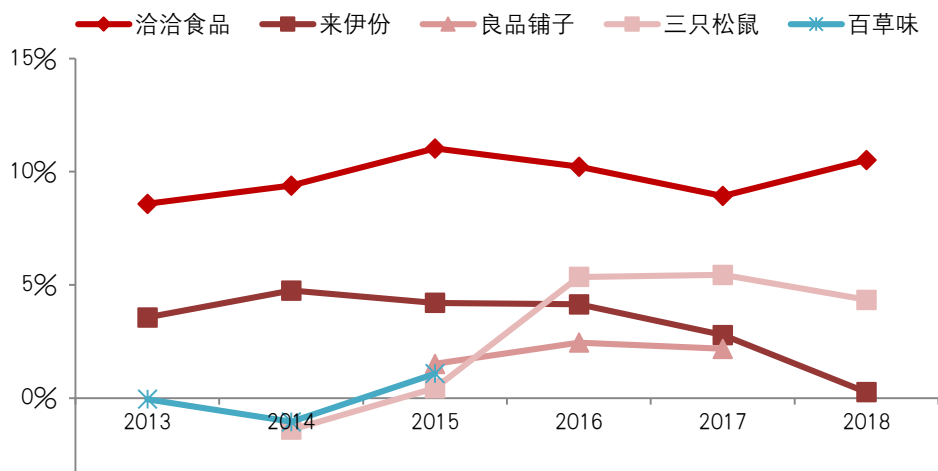
2.3.2 净利率

核心结论：

净利率排序：商超>品牌连锁≈电商。

关键逻辑：

商超模式的洽洽食品拥有中等水平的毛利率，但其销售费用率却远远低于电商模式和品牌连锁模式，使得其净利率能维持在 10%左右的较高水平，且较为稳定。品牌连锁模式的来伊份和良品铺子在尽管拥有较高毛利率，但在高水平的销售费用率的侵蚀下，其净利率依旧较低，在 5%以下水平。三只松鼠和百草味在进入市场的前几年处于亏损状态，但是三只松鼠于 2016 年起净利率大增，主要得益于其品牌建立后定价权提升，毛利率提高，费用投放更为理性。

图 30：重点公司净利率对比


数据来源：公司公告，招股说明书，东方证券研究所

三、未来趋势研判：发挥各渠道所长，线上线多渠道并进的時代

基于前文对休闲零食各主要渠道的对比分析，我们进一步总结了各个渠道的优劣势情况，并基于优势强化及劣势补足两个方向对后续各个渠道发展亦做了简要展望，总结成下表：

表 5：各个渠道优劣势对比及后续发展展望

渠道	优劣势		后续发展	
商超渠道	优势	壁垒高，盈利能力强	优势强化	线上优势品牌将利用商超渠道扩销售，布局经市场验证后的高销单品；
	劣势	单品宣传、SKU 及产品陈列不佳，转化率差	弱势补足	已布局线下商超渠道的品牌商应深耕渠道，利用品牌在商超原有货架数量，布局强势单品，提升渠道经营效率；
品牌连锁	优势	SKU、针对性导购服务优质，转化率高	优势强化	加强产品结构调整，丰富 SKU 水平，进一步提升客单价水平，改善加盟店毛利率水平；
	劣势	直营门店费用高，拓张成本高、速度慢，品牌曝光度不足	弱势补足	1.加盟门店应为后续拓张主力； 2.品牌连锁萌生行业新业态，旗舰店模式成为新客开发和品牌塑造的主要载体；
电商渠道	优势	品牌曝光度强	优势强化	线上渠道强化新品投放及加大品牌曝光率的角色；

	劣势	渠道盈利差	弱势补足	1.电商产品与线下产品实现差异化将为主流，线上亦将开始重视盈利能力； 2.电商优势品牌转战线下，实现渠道多元化，多渠道并进为大趋势；
--	----	-------	------	---

数据来源：东方证券研究所

3.1 商超渠道：现有品牌优化产品陈列提升收益，潜在品牌铺设强势单品提高盈利

结合前文分析，我们已知虽然线下商超渠道盈利能力显著超越其他渠道，但由于综合性购物场地的限制，单个品牌陈列面积有限，限制了品牌的转化率及复购率水平。因此我们认为后续发展中：

1. **已布局线下商超渠道的品牌商大概率深耕渠道，原有排面优化陈列并进一步抢夺份额布局强势单品，提升渠道经营效率。**商超渠道优势在于易守难攻，但后续，随着线上渠道及线下品牌连锁店的迅速发展，商超渠道需要强化其薄弱点，即货品陈列及单品牌营销。因此，目前已占据商超高地的品牌，如洽洽，应加强商超渠道的利用效率，包括现有货架的陈列以及强势商品的促销。例如，洽洽食品强势大单品为每日坚果，其单品价值高销量好，且由于其礼品属性适宜商超渠道销售，因此应加大每日坚果布局占比从而提升货架利用效率。

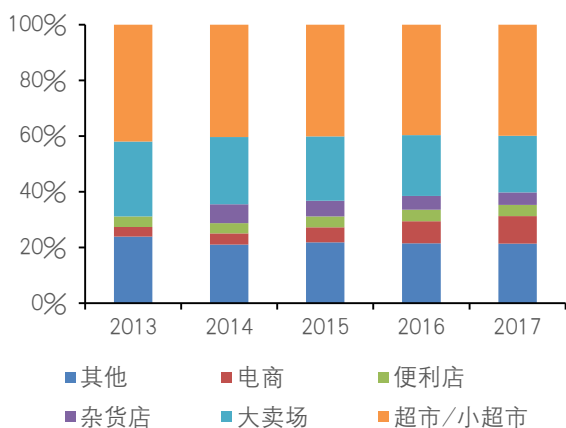
图 31：商超刮起小黄袋风



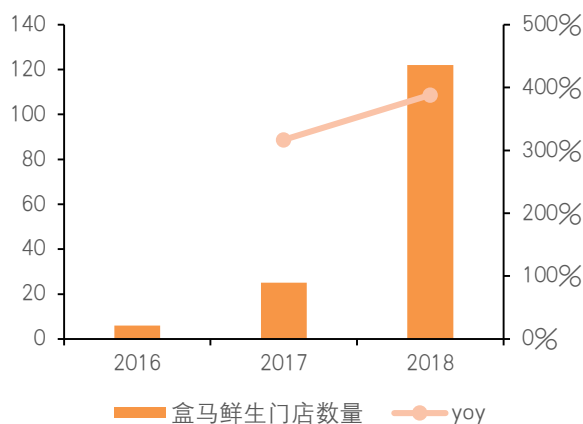
数据来源：公司官网，东方证券研究所

2. **后续，线上优势品牌将利用商超渠道扩销售，布局经市场验证后的高销单品。**前文已述，尽管商超渠道近年来市场占比逐步下滑，但依旧是整体休闲零食消费的主要场景。目前，电商进军线下零售的趋势亦十分显著，如阿里旗下的盒马鲜生、京东超市线下门店，对于整体零售业而言，线下商超仍是不可放弃的战场。目前，类似三只松鼠、百草味尚未在商超渠道大幅开拓，但由于商超渠道优越的盈利能力，后续仍为必争之地。因此，我们预期强势品牌进入商超渠道概率较高。但商超领域进入壁垒高且陈列面积有限，对于电商品牌而言，铺设已经经过市场验

证的王牌产品，其一为经市场验证的拳头产品，其二是商超渠道特供的礼盒包装，一方面可以提销售，一方面可以增盈利。

图 32：商超渠道仍为主要市场


数据来源：贝恩，东方证券研究所

图 33：盒马鲜生门店快速扩张


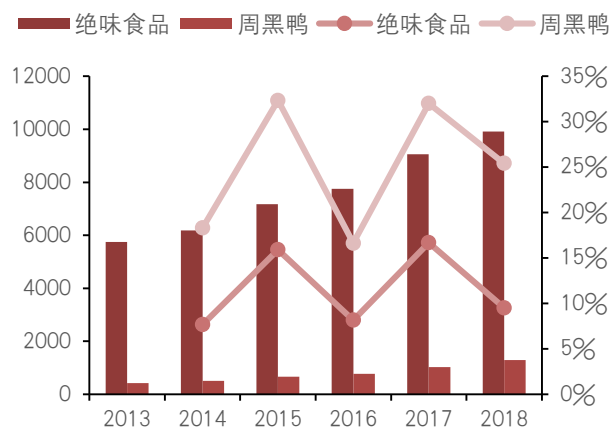
数据来源：公司财报，东方证券研究所

3.2 品牌连锁渠道：现有品牌以加盟拓规模、以新 SKU 提客单，后续旗舰店形式带来渠道新业态

根据前文分析，我们亦明确了品牌连锁渠道的优劣势，其丰富的 SKU 及完善的客户服务带来更高的转化率及复购率，且由于渠道环节精简，毛利率水平较高。但由于直营门店开店成本高，一方面高费用压低了渠道盈利，另一方面门店扩张速度亦受到明显限制。对于后续渠道的发展，我们认为

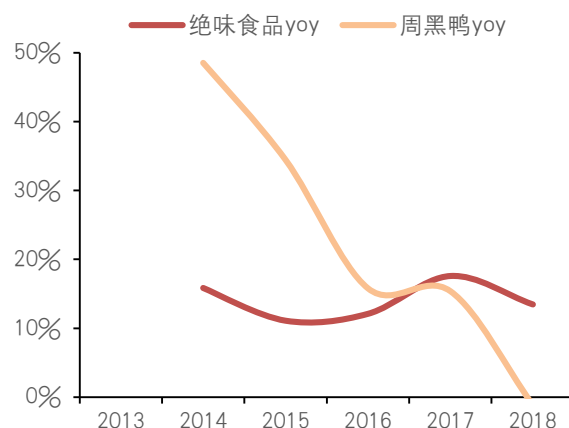
1. **加盟门店应为后续扩张主力：**休闲零食属于包装产品，门店再加工处理环节较少，只要实现良好的渠道供销管理体系即可对销售商品进行较好管控，因此休闲零食适合加盟销售。对于快消品而言，引导下游消费的核心问题在于产品好不好，产品贵不贵以及产品好不好买的问题，加盟门店实现快速扩店实际上是在解决产品好不好买的问题。对标卤制品行业，绝味采取加盟扩张模式，门店扩张速度显著强于周黑鸭，其营收增速的持续增长力亦显著强于周黑鸭。截至三只松鼠上市，公司已经布 80 多家带有加盟性质的松鼠小店，我们认为认为后续门店将主要依靠加盟实现快速扩张从而提升市占率水平。

图 34：绝味食品门店扩张速度快于周黑鸭



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 35：周黑鸭采取直营模式营收增速慢于绝味



数据来源：公司财报，东方证券研究所

2. 加强产品结构调整，丰富 SKU 水平，进一步提升客单价水平，改善加盟店毛利率水平：品牌连锁门店的主要优势在产品 SKU 数量更丰富，产品陈列自主性更强。因此，加盟店若成为主导，品牌商更应该进一步丰富 SKU 水平，优化产品结构，从而提升客单价，改善低净利状况；
3. 品牌连锁萌生行业新业态，旗舰店模式成为新客开发和品牌塑造的主要载体。目前，三只松鼠已经推进线下旗舰店建设，一城一店的布局证明三只松鼠线下门店的主要作用并不在于直接销售。后续，类似的品牌旗舰店主要承担的角色在于（1）新客挖掘和新产品推广；（2）品牌的加强塑造，实现线下向线上的导流。目前，三只松鼠已经建成 70 多家线下体验店，后续仍将继续在二三线城市继续推行类似模式。

图 36：三只松鼠线下投放新品



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 37：三只松鼠线下店品牌周边

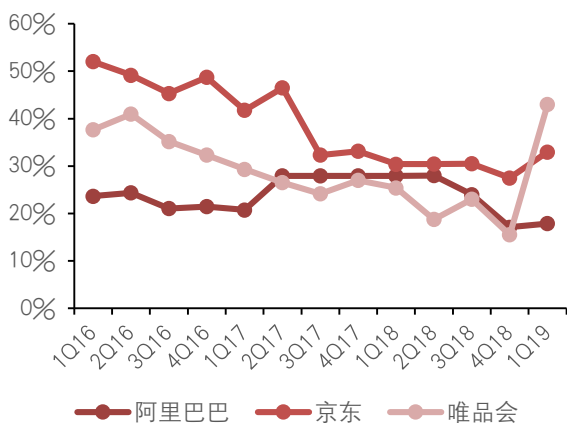


数据来源：公司官网，东方证券研究所

3.3 电商渠道：红利削弱竞争格局趋稳，后续电商将逐步重视盈利并有望作为更多大单品孵化器

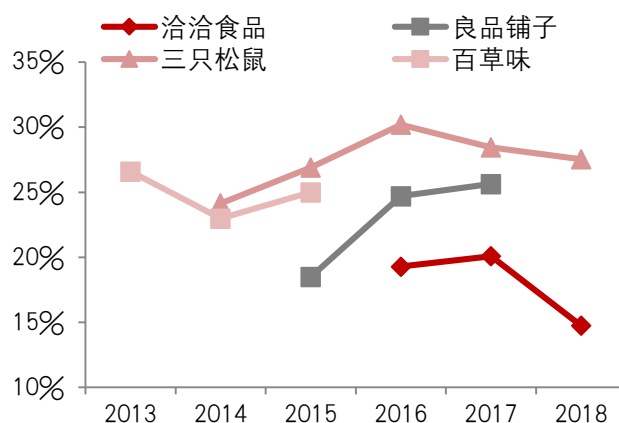
对于电商渠道，在用户基数增长红利边际削弱的大背景下，电商行业经历残酷竞争后未来格局将趋稳，头部品牌将逐步寻求盈利能力端的逐步改善。整体电商行业 GMV 增速整逐步下滑，电商流量红利有所削弱后，经历一轮淘汰，头部电商休闲零食品牌格局趋稳。前期，电商平台由于价格竞争、平台抽成、广告投入以及运费成本多重挤压，渠道盈利状况较差。但 15 年起，线上强势品牌三只松鼠、良品铺子毛利率出现改善趋势。

图 38：主要线上平台 GMV 增速红利正在削弱



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 39：电商渠道毛利率出现改善

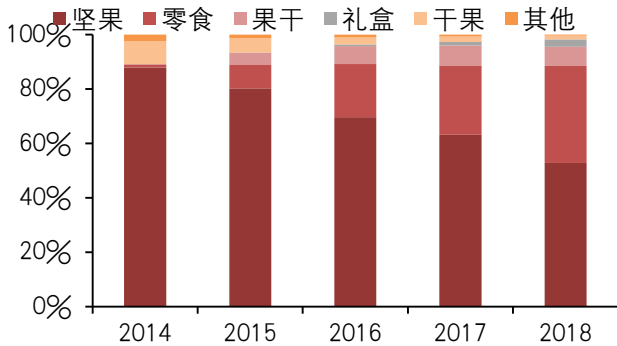


数据来源：招股说明书东方证券研究所

如何看待后续电商渠道的发展？我们认为：

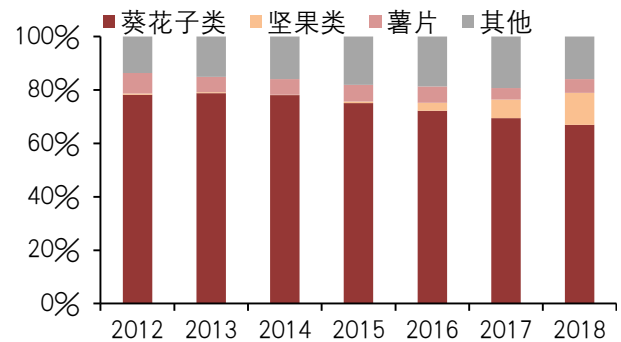
1. 为促进线下渠道的协同性发展而非排他性竞争，后续电商产品与线下产品实现差异化将为主流，线上亦将开始重视盈利能力。我们认为当线上线下渠道发展成熟时，各品牌商将会推动线上线下产品的差异化，包括产品包装，产品品类以及产品容量等，从而实现线上线下渠道供货的独立性，防止窜货现象发生。目前，洽洽已经开始推行线上线下产品差异化，以实现独立定价，从而提升线上竞争能力，对线上盈利情况亦有望有较强边际改善；
2. 线上渠道主要定位于新品投放及加大品牌曝光率的角色。电商渠道新品投放成本低，新品投放仅需在产品列表排版上做一定调整，不存在线下终端实体产品投放的成本，可以实现快速上新和快速撤新品，调整和反应速度极快。对比以电商渠道为主的三只松鼠和以线下渠道为主的洽洽食品，其产品品类充实速度显著快于洽洽，线上渠道在新品投放上有天然优势。

图 40：三只松鼠零食品类结构变化



数据来源：公司财报，东方证券研究所

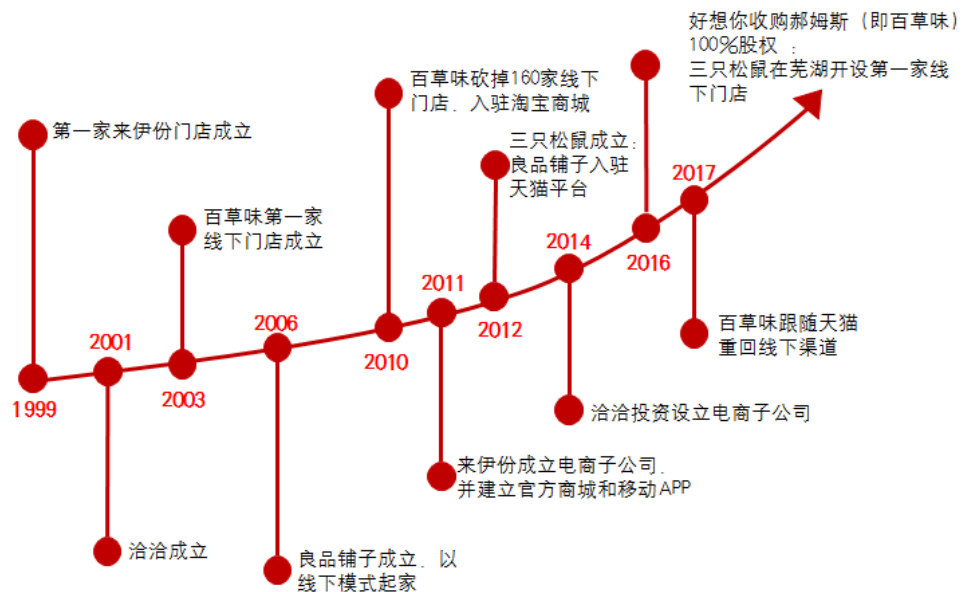
图 41：洽洽零食品类结构变化



数据来源：公司财报，东方证券研究所

3. **电商优势品牌转战线下，实现渠道多元化，多渠道并进为大趋势。**虽然线上毛利率水平改善，但中短期内，线上渠道的薄利多销的现状难有迅速转圜，因此线上渠道转战利润率更高的线下是必然趋势。17 年起，各线上优势品牌纷纷布局线下，三只松鼠推行线下加盟店及旗舰店，百草味与好想你合并，线上转战线下趋势显著。看长期，线上线下双渠道并进为主要大趋势，一方面线上渠道投放新品试错成本较低，且可以更快实现低线市场的抢占，另一方面线下渠道可以巩固市场，同时提升盈利。

图 42：休闲零食商线上向线下趋势显著



数据来源：东方证券研究所

投资建议

我们看好中国坚果零食行业发展,且认为未来商超、品牌连锁及线上等多渠道并进的格局仍将继续。

综合来看, (1) 商超渠道: 仍具备较强壁垒和盈利能力, 强势品牌仍有持续优化陈列、导入大品类打造爆款的机会; (2) 品牌连锁: 强势品牌具备依靠加盟快速扩大规模、依靠新品类/SKU 导入进一步提升盈利的能力, 更多的店铺铺设也将带来品牌效应的正循环; (3) 电商: 红利减弱小品牌经历淘汰后龙头份额趋稳, 并有依靠线上线下产品区格、线下渠道布局等提升盈利能力趋势。各渠道龙头均有依托渠道特性, 进一步做大做强的能力和空间。

投资标的角度, 推荐线下渠道先发优势突出、新大单品快速增长的冷洽食品, 建议关注品牌优势突出的电商龙头三只松鼠、线上线下并进的龙头品牌好想你、线下优势显著的细分品类龙头盐津铺子。

风险提示

中美贸易战下进口坚果成本提升, 食品安全问题, 可选消费增速放缓;

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

