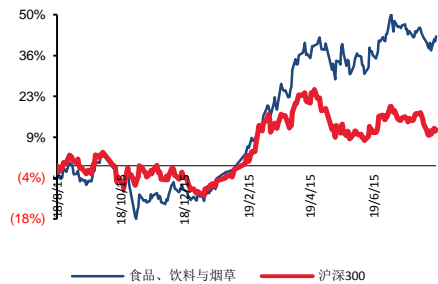


日常消费 食品、饮料与烟草

休闲零食线上数据季度跟踪：稳态增长趋势向好，线下推进各不相同

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《海天味业中报点评：受益增值税下降，净利率继续提升》
--2019/08/14

《双汇发展：屠宰下滑影响盈利，涨价效果等新周期》
--2019/08/13

《贵州茅台：集团销售方案好于预期，旺季放量业绩可期》
--2019/08/12

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：李鑫鑫

电话：13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

报告摘要

全网分析：量价齐升趋势向好，集中度持续提升。（1）**行业增速**：2019H1 休闲零食阿里全网销售额 294.32 亿元，同比增长 13.80%（量增+5.26%，价增+8.12%）。展望 2019 年，我们认为休闲零食线上有望维持在 15%+ 中速增长，成本压力趋缓，量价齐升模式有望持续。（2）**行业格局**：2019H1 休闲零食 CR3 为 25.81%（同比+1.85pct），CR5 为 27.76%（同比+1.79pct），CR10 为 31.41%（同比+1.81pct），行业龙头集中度提升明显。同时线上参与者不断减少，线上休闲零食品牌数量从 2018 年 1 月的 3.73 万下降至 2019 年 6 月的 1.77 万（降幅 52%）。展望 2019 年，我们认为线上休闲零食 CR3 有望从 23% 提升至 25%。

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**：2019H1 休闲零食前三销售额 92.64 亿元，同比增长 22.58%，高出行业 8.78pct，远高于行业增速。量价拆分来看，龙头增速主要由单品价格提升贡献，主要是 2018 年龙头推出面包等新爆款产品后，进行了较多的单品包邮促销，2019 年认可度提升单品价格回升。（2）**线上对比**：门店折扣上，松鼠上市前后折扣力度空前，百草味跟随战略明显。同类单品价格上，良品以高价步入高端零食行列。（3）**线下对比**：线下销售主要有门店模式（大店、小店）和分销模式（零售通、经销商、团购），三家布局各不相同，其中三只松鼠侧重投食大店、松鼠小店，百草味侧重零售通等分销模式，良品铺子侧重购物中心大店。

品类分析：坚果仍为第一品类，烘焙品类崛起。2019H1 休闲零食全网销售前三的品类为山核桃/坚果/炒货、饼干/膨化、糕点/点心，销售额分别为 59.40 亿元/52.99 亿元/51.71 亿元，糕点饼干成为仅次于坚果的品类。线上休闲零食企业大多以坚果起家，为品牌企业的拳头品类，多用来引流；2018 年下半年线上龙头纷纷发力 30-60 天的中保烘焙品类，高景气度的烘焙品类成功晋级线上第二大品类。

行业评级及投资策略：休闲零食电商步入中速增长时期，三强格局稳定。龙头线上增速亮眼，线下布局积极推进。未来行业中短期来看是线上龙头的份额争夺，中长期来看是龙头竞争优势的比拼。短期来看，

休闲零食电商行业空间依旧存潜力，随着品类调整等动作，预期净利率可有提升，我们给予行业推荐评级。

重点推荐个股：三只松鼠（300873.SZ）、好想你（002582.SZ）。1)

三只松鼠：线上渗透仍有空间，线下齐步推进直营和加盟，未来3年公司以市占率为首要目标，我们预计收入端仍能保持20%+的增速，预期未来毛利率稳定净利率缓慢提升。**2) 好想你：**2019年百草味无业绩对赌，线上以市占率为主要目标，未来线上有望实现稳定增长，线下加强开拓，本部冻干产品有望放量，好百融合加速推进，我们预计2019年公司整体收入可期。

风险提示：经济下行风险；食品安全问题；推荐公司表现不及预期；

目录

核心观点及结论	5
一、 全网分析：量价齐升趋势向好，集中度持续提升	7
（一）行业增速：中高速增长持续，量价齐升趋势向好	7
（二）行业格局：线上参与者减少，集中度持续提升	8
二、 龙头分析：龙头增速提价贡献，线下布局加速推进	10
（一）线上分析：龙头增速远超行业，增速多来自单品价格提升	10
（二）线上对比：松鼠百草紧相随，良品高端大幕起	12
（三）线下对比：广阔市场待挖掘，线下重点各不同	13
三、 品类分析：坚果仍为第一品类，烘焙品类崛起迅速	16
四、 投资建议：给予推荐评级	17
五、 相关公司	18
（一）三只松鼠（300783.SZ）	18
（二）好想你（002582.SZ）	19

图表目录

图 1: 休闲零食全网销售情况 (按半年)	7
图 2: 休闲零食全网增速量价拆分 (按半年)	7
图 3: 消费品电商行业进入中高速增长期	7
图 4: 休闲零食线上渗透率不断提高	7
图 5: 休闲零食电商集中度 CR3 (按半年)	8
图 6: 休闲零食电商前三市占率 (按半年)	8
图 7: 休闲零食品牌数量不断下降 (按月)	9
图 8: 休闲零食单品数量不断下降 (按月)	9
图 9: 休闲零食前三销售情况 (按半年)	10
图 10: 休闲零食前三增速拆分 (按半年)	10
图 11: 休闲零食前三量价拆分 (按半年)	10
图 12: 前三销售额对比 (按半年)	10
图 13: 前三增速对比 (按半年)	11
图 14: 三只松鼠量价拆分 (按半年)	11
图 15: 百草味量价拆分 (按半年)	12
图 16: 良品铺子量价拆分 (按半年)	12
图 17: 2019H1 各品类成交金额 (亿元)	16
图 18: 核心品类成交金额 (按半年/亿元)	16
图 19: 核心品类成交数量 (按半年/亿件)	16
图 20: 核心品类成交均价 (按半年/元)	16
表 1: 休闲零食电商行业跟踪体系	5
表 2: 线上品牌门店折扣力度对比	12
表 3: 线上品牌单品价格比较	13
表 4: 休闲零食龙头渠道对比	15

核心观点及结论

我们通过对休闲零食产品品类、生意本质、阶段格局和当下逻辑的分析，对行业判断如下：**(1) 发展阶段**：休闲零食电商已从导入期进入成长期，若成长分两阶段，则目前已从春秋步入战国时期；**(2) 行业格局**：三强格局已确立，三强发展各有特色；**(3) 长期逻辑**：中短期是线上存量的份额保卫战，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。

当下我们推出后续季度跟踪及趋势展望专题，通过对季度线上数据以及线下动态的跟踪，逐步修正预期，验证逻辑。

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
(1) 收入层面							
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%+	2019H1 增速为 13.80%，同比-0.27pct	阿里数据	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%，预判未来 5 年 CR3 提升至 30%+	2019 年 CR3 市占率有望提升至 25%+	2019H1 前三市占率为 25.81%，同比+1.85pct	阿里数据	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%+	2019H1 前三增速 22.58%，高于行业 8.78pct； 1) 三只松鼠 29.39%，高于行业 15.59pct； 2) 百草味 21.29%，高于行业 7.49pct； 3) 良品铺子 9.81%，低于行业 4pct；	阿里数据	是
4	龙头线下	拥抱新零售：龙头线下求变	——	——	1) 三只松鼠：注重大店和小店模式； 2) 百草味：多触角布局； 3) 良品铺子：注重购物中心大店模式；	新闻动态	是

(2) 利润层面

5	品类调整	品类精简，高毛利 品类占比提升	新品类不断涌现	坚果占比下降，烘焙品类兴起	饼干/膨化、糕点/点心合计 销售额高于坚果	阿里数据	是
6	价格战	逐步趋缓	——	根据战略不断变化	——	线上调研	是
7	规模优势	不断凸显	——	——	——	公告	—

资料来源：阿里数据、太平洋研究院

一、全网分析：量价齐升趋势向好，集中度持续提升

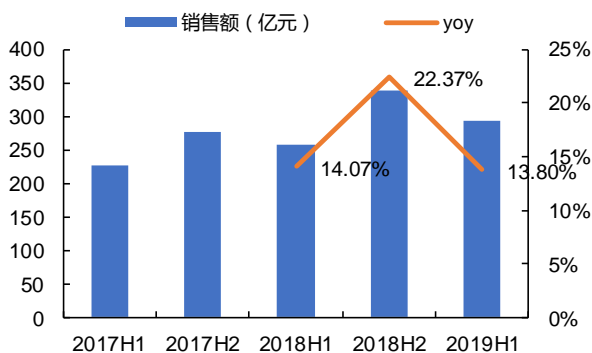
（一）行业增速：中高速增长持续，量价齐升趋势向好

线上延续中高速增长。2019H1 休闲零食阿里全网销售额 294.32 亿元，同比增长 13.80%（量增+5.26%，价增+8.12%），较去年同期-0.27pct，基数逐渐增大，行业增速处于正常下行态势。其中 2019Q1 和 Q2 的销售额增速分别为 12.49%、15.54%，分别较去年同期+2pct、-3.63pct。

量价齐升趋势向好。2018H1 线上销售额增长大多由提价贡献，2018H2 开始销售额量价贡献趋于均衡，休闲零食线上发展趋势向好。究其原因，我们认为受成本上行影响，2017 年底 2018 年初，线上品牌大多进行了提价，2018 年下半年以来线上品牌表现平稳，呈现量价齐升的趋势。

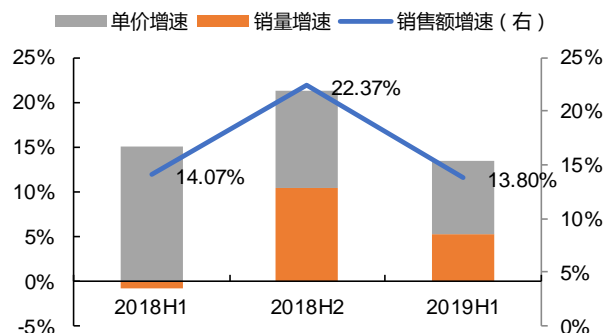
线上中高速增长、量价齐升模式预期未来可持续。根据贝恩数据，快消品城镇零售渠道销售额增速已从高速增长步入中速增长阶段，以 2016 年为界，2016 年以前增速在 30%以上，2016 年以后降至 30%以下，目前已进入 20%增速阶段。展望 2019 年，我们认为休闲零食线上有望维持在 15%+中速增长，成本压力趋缓，量价齐升模式有望持续。

图 1：休闲零食全网销售情况（按半年）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 2：休闲零食全网增速量价拆分（按半年）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 3：快消品电商行业进入中高速增长期

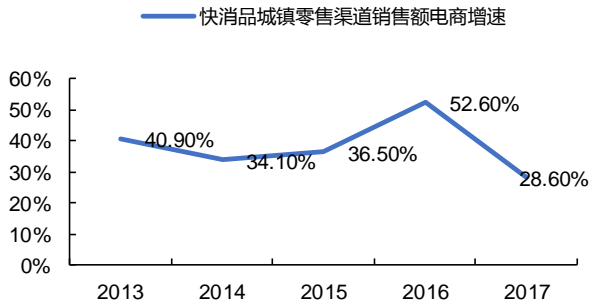
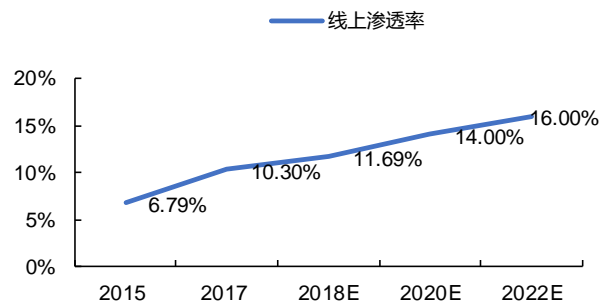


图 4：休闲零食线上渗透率不断提高



资料来源：贝恩&凯度《中国购物者报告》、太平洋研究院

资料来源：前瞻产业研究院、太平洋研究院

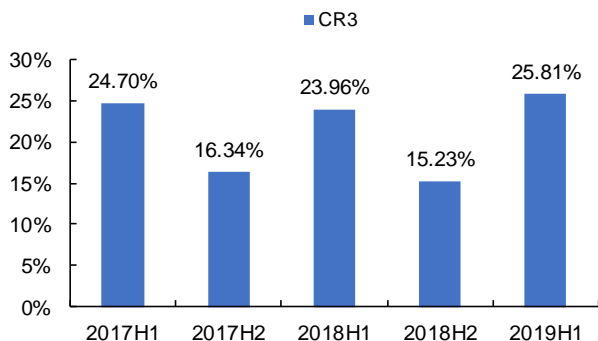
（二）行业格局：线上参与者减少，集中度持续提升

集中度持续提升。2019H1 休闲零食 CR3 为 25.81%（同比+1.85pct），CR5 为 27.76%（同比+1.79pct），CR10 为 31.41%（同比+1.81pct），行业龙头集中度提升明显。其中 2019H1 三只松鼠市占率 12.76%（同比+1.54pct），百草味 8.01%（同比+0.49pct），良品铺子 5.04%（同比-0.18pct）。

线上参与者减少。2018 年以来，线上休闲零食品牌数量不断下降，从 2018 年 1 月的 3.73 万下降至 2019 年 6 月的 1.77 万，下降了 52%；线上休闲零食单品数量持续下降，从 2018 年 1 月的 92.16 万下降至 2019 年 6 月的 53.28 万，下降了 42%。线上步入中高速增长时代后，线上参与者逐步减少，这不仅体现在品牌数量上，也体现在单品数量上。

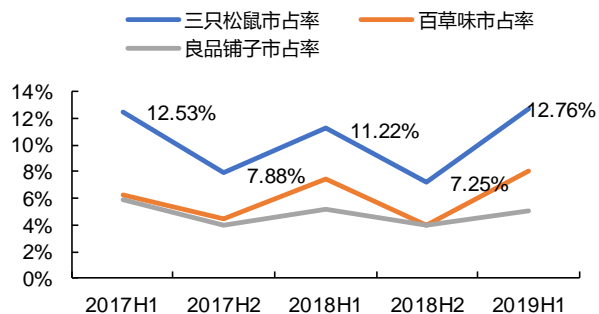
龙头集中度有望持续提升。展望 2019 年，我们认为线上休闲零食 CR3 有望从 23% 提升至 25%，主要原因有：1) 线上步入中速增长时代，平台优惠不再，新进入者投入产出比降低，品牌数量有望持续下行；2) 龙头资金优势明显，品牌宣传规模效应增强，龙头将加剧。

图 5：休闲零食电商集中度 CR3（按半年）



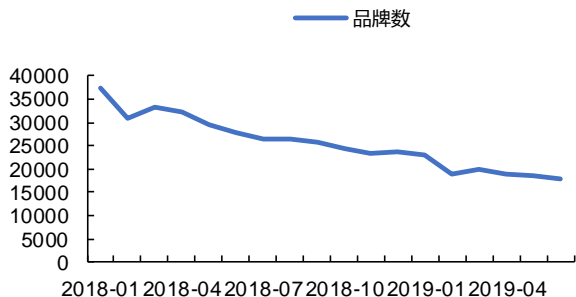
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 6：休闲零食电商前三市占率（按半年）



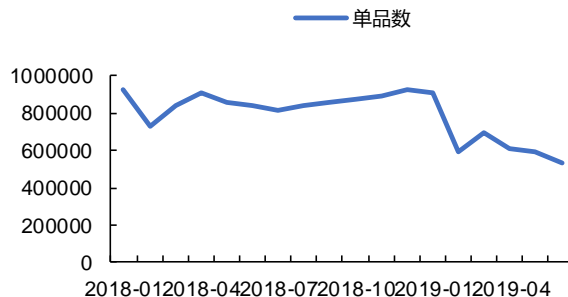
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 7：休闲零食品牌数量不断下降（按月）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 8：休闲零食单品数量不断下降（按月）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

二、龙头分析：龙头增速提价贡献，线下布局加速推进

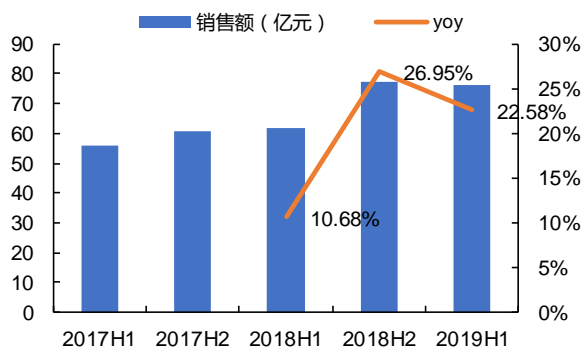
（一）线上分析：龙头增速远超行业，增速多来自单品价格提升

龙头增速远快于行业。2019H1 休闲零食前三销售额 92.64 亿元，同比增长 22.58%，高出行业 8.78pct，远高于行业增速，前三增速较快主要系 2018H1 三家均对净利润有诉求（三只松鼠、良品铺子处于 IPO 阶段，百草味处于业绩对赌的最后一年），费用投放较谨慎，导致 2018H1 基数相对较低。

龙头增速主要由单品价格提升贡献。从半年度数据来看，休闲零食线上龙头增速拆分与行业增速拆分不尽相同。行业来看，2018H1 受成本影响，行业进行了 15%左右的提价，2018H2 之后逐步步入量价齐升的态势。龙头公司来看，2018 年龙头推面包等新爆款产品，进行了较多的单品包邮促销，使得每订单金额有所下降，此外零食产品的平均每包价格较低，拉低了平均单品价格。2019 年以来新款产品逐步被消费者接受，烘焙等新款产品单品价格上升带来了龙头平均单品价格的上行。

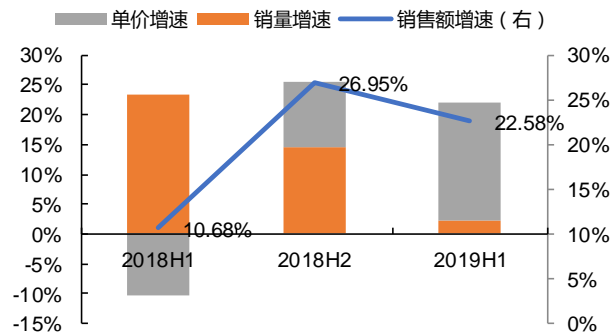
展望 2019 年，龙头增速来看，我们认为龙头增速仍旧会略高于行业增速，我们预计前三增速在 18%+。价拆分来看，我们预计全年来看，单品价格提升贡献仍可能大于销量贡献。

图 9：休闲零食前三销售情况（按半年）



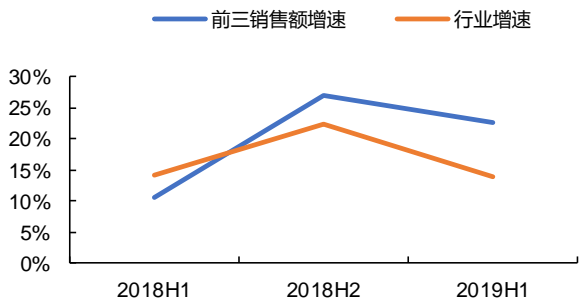
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 10：休闲零食前三增速拆分（按半年）



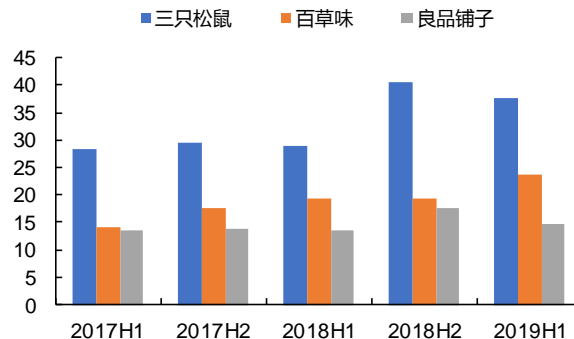
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 11：休闲零食前三量价拆分（按半年）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 12：前三销售额对比（按半年）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

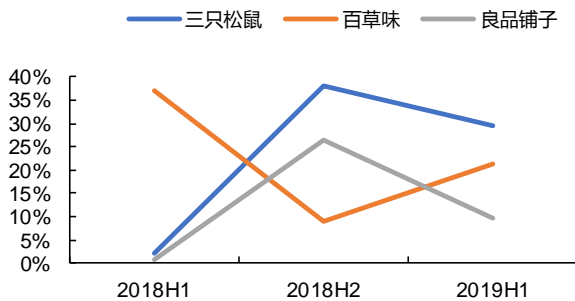
龙头公司来看，三只松鼠/百草味增速高于行业，量价齐升且提价贡献较大，良品铺子增速 2019 年开始走高端零食路线，对线上重视程度一般，线上增速低于行业增速。

1) **三只松鼠**：2019H1 全网销售额 37.56 亿元，同比增长 29.39%，高于行业 15.59pct，其中量增 1.84%，价增 27.05%，提价效应明显。三只松鼠自 2018Q4 开启提价周期，提价贡献较大。

2) **百草味**：2019H1 全网销售额 23.57 亿元，同比增长 21.29%，高于行业 7.49pct，其中量增 6.74%，价增 13.64%，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。2019H1 提价效应持续，销量增长有所恢复，销售额增长较高。

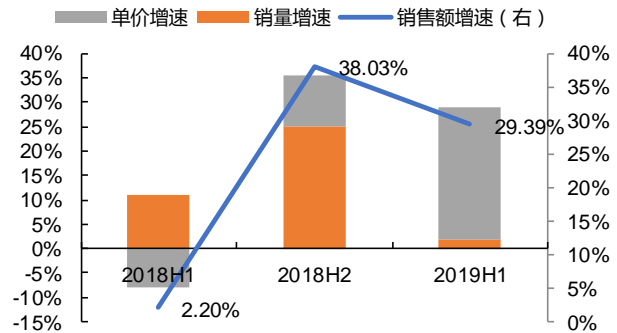
3) **良品铺子**：2019H1 全网销售额 14.83 亿元，同比增长 9.81%，低于行业 4pct，其中量增-2.00%，价增 12.05%。良品铺子表现与三只松鼠、百草味不同，我们认为这与公司战略相关，2019 年初公司开启高端零食战略，渠道布局重点可能有所改变。

图 13：前三增速对比（按半年）



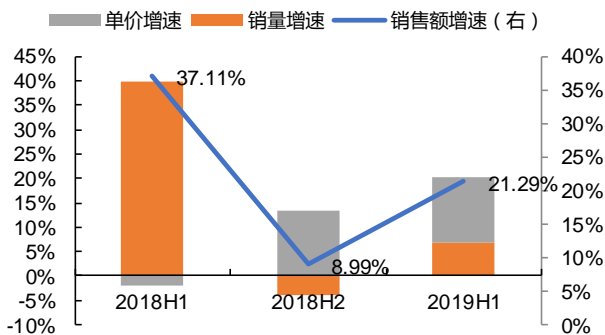
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 14：三只松鼠量价拆分（按半年）



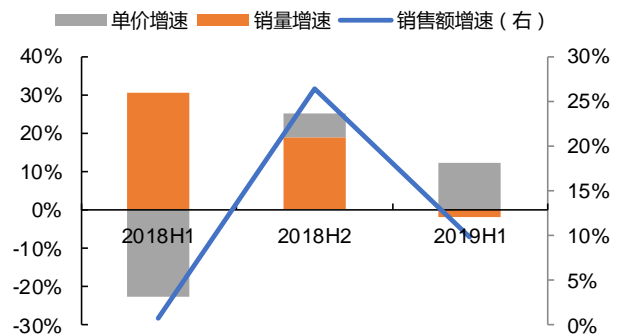
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 15：百草味量价拆分（按半年）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 16：良品铺子量价拆分（按半年）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

（二）线上对比：松鼠百草紧相随，良品高端大幕起

松鼠、百草价差不明显，良品以高价开启高端零食战略。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：松鼠上市前后折扣力度空前，百草味跟随战略明显。受松鼠上市影响，松鼠线上折扣力度超前，相较于先前满减 10、20、30，松鼠推出了满减 200、100 等活动，竞争对手百草味在各个优惠上均采取了跟随战略，相较来说，无论是日常还是非常时期，良品铺子门店折扣力度均较小。

表 2：线上品牌门店折扣力度对比

品牌	日常店铺折扣			松鼠上市前后店铺折扣		
三只松鼠	满 99 减 10	满 138 减 20	满 158 减 30	满 158 减 10	满 199 减 100	满 300 减 200
百草味	5 元零门槛	满 99 减 20	满 149 减 30	满 139 减 10	满 199 减 120	满 299 减 200
良品铺子	——	满 168 减 10	满 300 减 40	——	满 199 减 100	——

资料来源：数据采集时间为 2019/4/11 和 2019/8/1；太平洋研究院；

2) 同类单品价格：良品步入高端零食行列。相较于之前，三只松鼠售价高于百草味和良品铺子，现阶段三只松鼠和百草味线上售价相差不大，不同品牌优势品类不同，三只松鼠坚果系列价格略过于百草味，百草味烘焙面包系列越高于三只松鼠。但良品铺子整体价格比三只松鼠高 20%-40%，我们猜测这跟年初提出的高端零食战略有关。

表 3：线上品牌单品价格比较

品类	产品	品牌	重量	价格	较松鼠	1000g 价格	较松鼠
坚果	每日坚果	三只松鼠	750g	99		132.00	
		百草味	175g	29.9	30%	170.86	129%
		良品铺子	750g	126	127%	168.00	127%
	夏威夷果	三只松鼠	265g*2	39.9		75.28	
		百草味	278g*2	34.9	87%	62.77	83%
		良品铺子	280g*2	52.9	133%	94.46	125%
	碧根果	三只松鼠	210g*2	36.9		87.86	
		百草味	218g*2	34.9	95%	80.05	91%
		良品铺子	190g*2	49.9	135%	131.32	149%
肉干	猪肉脯	三只松鼠	210g	14.9		70.95	
		百草味	155g	18.9	127%	121.94	172%
		良品铺子	200g	18.8	126%	94.00	132%
果干	芒果干	三只松鼠	116g*3	21.9		62.93	
		百草味	120g*3	21.9	100%	60.83	97%
		良品铺子	108g*3	29.9	137%	92.28	147%
面包	手撕面包	三只松鼠	1000g	19.9		19.90	
		百草味	1000g	22.9	115%	22.90	115%
		良品铺子	1050g	28.9	145%	27.52	138%
	乳酸菌小口袋面包	三只松鼠	800g	29.9		37.38	
		百草味	650g	29.9	100%	46.00	123%
		良品铺子	800g	35.9	120%	44.88	120%
	氧气吐司	三只松鼠	800g	24.9		31.13	
		百草味	850g	29.9	120%	35.18	113%
		良品铺子	812g	37.9	152%	46.67	150%

资料来源：天猫旗舰店、太平洋研究院；数据采集时间 2019/8/1；

(三) 线下对比：广阔市场待挖掘，线下重点各不同

一般来说，线下销售主要有门店模式（大店、小店）和分销模式（零售通、经销商、团购）。门店模式公司相对容易把控，其中大店注重品牌体验，小店注重商圈和用户的

便利触达；分销模式相对传统，存在一定的委托代理问题，但是客户覆盖面较广。

2016 年以来三只松鼠、百草味、良品铺子纷纷重视线下渠道的布局。三家基础不同，方向亦不相同，其中三只松鼠布局较早，良品铺子线下起家线下一直是经营重点，百草味起步较晚。

1) 三只松鼠：重点直营和加盟，战略利用新渠道

三只松鼠线下布局主要有四个方向：直营连锁为主的三只松鼠投食店、类似加盟店模式的松鼠小店、以阿里零售通为主的 2B 分销渠道和团购渠道。零售通物流成本和配送网络要求较高，并存在一定委托代理问题，公司暂不做线下重点，而是以**投食店和松鼠小店为线下主要渠道**。

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。2019 年投食店将进入线下扩张期，目前公司有松鼠旗舰店 77 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。截至 2019 年 7 月，公司松鼠小店已从最初的 0 家已经开到了 90 多家。

2) 百草味：首家线下门店开业，重视新零售合作

2017 年 4 月，百草味宣布进行品牌转型并重返线下渠道，2018 年公司组建新零售团队，目前整体人数在 50 人左右，2019 年拟将队伍扩大至 100 人。目前百草味线下渠道分为两个业务板块，一是先期开拓的**分销体系**，跟平台合作完成业务拓展，即通过**新零售、大客户团购、经销商**等渠道，二是**线下门店模块**，包括**小店型门店（刚开始布局）和大店型旗舰店（规划尚未布局）**。

零售通：2017 年 7 月百草味正式与阿里零售通合作。截止 2018 年底，百草味在阿里零售通全年累计动销店数达 70 万家，除阿里零售通外，还与京东新通路、百世店加等渠道达成战略合作，并且计划接入其他连锁系统。

直营门店：2019 年 6 月 20 日，百草味全国首家门店“百草味·零食优选”在杭州开业，开启休闲零食生意线下扩张的步伐。门店面积 60 多平，陈列 400 多个 SKU，主打 5-10

元价格带，并以 10 元零食为主，其中 400 多个 SKU 是百草味通过用户数据分析，从线上店 1000 多个 SKU 中挑选出来最受欢迎的商品。门店规划上，公司计划 2019 年开出 10 家线下门店。

3) 良品铺子：注重购物中心店建设

良品铺子线下起家，现在销售收入中仍以线下销售收入为主。公司线下销售模式包括直营门店、加盟门店、大客户团购等。

线下注重购物中心店建设。根据天下网商数据，截至 2019 年 7 月 1 日，良品铺子共有门店 2300 家，其中商场店 800 多家，其中 600 多家为购物中心店。其中，良品铺子今年新增 200 多家店中 70% 为购物中心店，公司加大了对购物中心店的推进和建设。

表 4：休闲零食龙头渠道对比

品牌	主要模式	线上			线下				
		入仓模式	旗舰店	app	门店模式		分销模式		
					零售通	团购	经销商 (KA)		
三只松鼠	线上	√	√	√	√	√	非重点	√	—
百草味	线上	√	√	√	规划中	√	√	√	√
良品铺子	线下	√	√	√	√	√	—	√	—

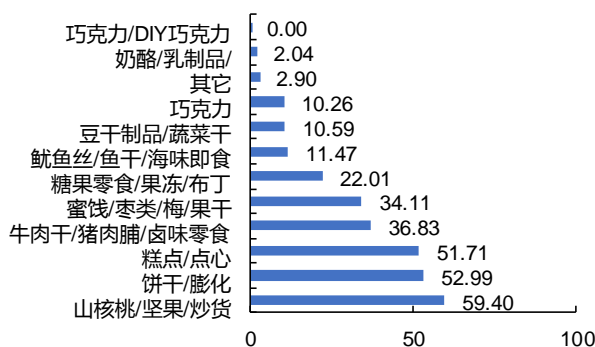
资料来源：太平洋研究院整理；

三、品类分析：坚果仍为第一品类，烘焙品类崛起迅速

2019H1 休闲零食全网销售前三的品类为山核桃/坚果/炒货、饼干/膨化、糕点/点心，销售额分别为 59.40 亿元/52.99 亿元/51.71 亿元，糕点饼干成为仅次于坚果的品类。位列第四、第五的分别为牛肉干/猪肉脯/卤味零食、蜜饯/枣类/梅/果干，销售额分别为 36.83 亿元、34.11 亿元，肉干和蜜饯发展势头良好。

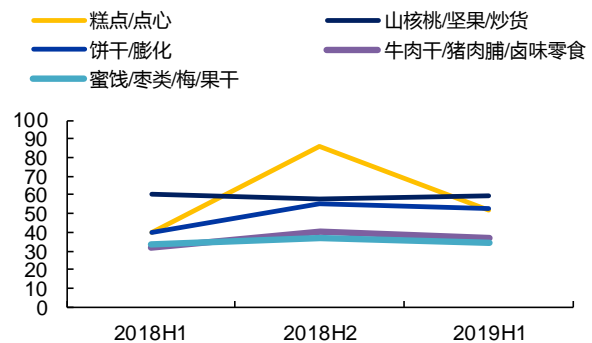
坚果仍为线上第一大品类，烘焙饼干崛起迅速。线上休闲零食企业大多以坚果起家，为品牌企业的拳头品类，多用来引流；2018 年下半年线上龙头纷纷发力 30-60 天的中保烘焙品类，高景气度的烘焙品类成功晋级线上第二大品类。

图 17：2019H1 各品类成交金额（亿元）



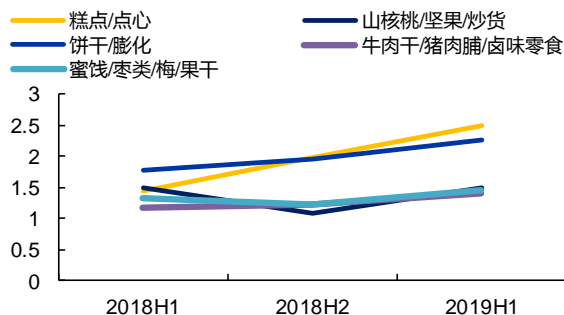
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 18：核心品类成交金额（按半年/亿元）



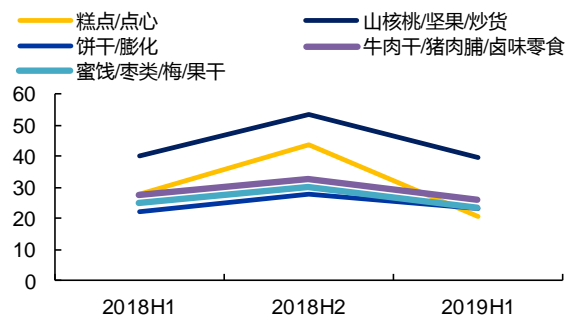
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 19：核心品类成交数量（按半年/亿件）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 20：核心品类成交均价（按半年/元）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

四、投资建议：给予推荐评级

基于对休闲零食产品品类、生意本质、阶段格局和当下逻辑的分析，我们认为：

(1) 发展阶段：发展阶段上，休闲零食电商已建立起可复制的商业模式，行业已从导入步入成长。行业增速已由高速迈入中高速，优势企业差距不大但差距正逐渐拉开，如果将成长期分为春秋和战国两个时期，则现阶段正从春秋步入战国，大概处于春秋之末战国之初。

(2) 竞争格局：三只松鼠、百草味、良品铺子三强格局已形成，三家差距不大，发展各具特色。其中三只松鼠 IP 运作能力强，品牌力突出；良品铺子渠道“双线开花”，渠道力突出；百草味实行超级大单品战略，产品创新能力突出。

(3) 中长期逻辑：行业公司中短期是线上存量的份额保卫战，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：品类调整、规模优势将提升行业公司净利率，考虑到休闲零食电商零售特性，我们预期未来净利率仍可提升。

通过对 2019H1 行业运行情况进行分析，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。

五、相关公司

（一）三只松鼠（300783.SZ）

紧抓风口+特色突出+资本助力，成就线上零食第一品牌。三只松鼠成立于2012年，最初以高毛利坚果零食起家，经过6年时间的发展，公司已成长为线上休闲零食第一品牌，年销售额超过70亿元。三只松鼠的成功离不开2012年以来电商渠道的快速崛起，其凭借差异化的品牌形象和贴心的用户体验，迅速占领消费者心智，加之资本助力，快速提高公司市占率，迅速成长为线上休闲零食第一品牌。

（1）线上：线上渗透仍有空间，未来深度挖掘流量红利

流量红利趋减，但线上仍有很大空间。根据中商产业研究院数据，休闲零食市场规模2018年突破1万亿，增速保持在3-5%左右。由于高冲动、非目的性消费的特征，休闲零食目前线上人群渗透率约为19%，远低于护肤品（35%）、化妆品（27%）、婴儿奶粉（22%）等快消品。三只松鼠在天猫和京东的渗透率为11.87%和5.57%，仍有很大提升空间。未来公司将继续深度挖掘线上流量红利，不断提升渗透率。

（2）线下：齐步推进直营和加盟，战略利用新渠道

齐步推进直营和加盟。三只松鼠线下包括三只松鼠投食店、松鼠小店、零售通等分销渠道和团购渠道。由于零售通物流成本和配送网络要求较高，并存在一定委托代理问题，公司暂不做线下重点，战略上注重投食店和松鼠小店。其中投食店定位于品牌宣传，小店定位于更多触达消费者。

（3）未来展望：重市占率轻利润，静待利润花开

收入端来说，未来三年三只松鼠仍以市占率为首要目标，不断提高渗透率，基于对休闲零食行业未来趋势的分析和判断，我们认为其销售额仍能保持20%+的增速。同时线下注重投食店和松鼠小店，线下将对收入有一定贡献，但占比不大，对增速贡献有限。

利润端来说，休闲零食同质化较严重，品类较多，我们预计未来毛利率提升较慢，公司主要通过打造爆品的方式，制造成本端规模优势，后低价促销用来引流。同时，我们预计未来公司净利率有望缓慢提升，主要系营销费用等规模效应逐步显现。

（二）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。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

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：2018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。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 19/08/14
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
300783	三只松鼠	增持	0.76	0.91	1.13	1.41	55.06	45.73	36.84	29.54	41.72
002582	好想你	增持	0.25	0.33	0.40	0.48	34.23	25.70	21.56	17.96	8.6

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理，其中三只松鼠按 wind 一致预测；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。