

休闲食品行业深度报告

舌尖之争——

休闲食品成长实录，万亿市场谁与争锋 增持（首次）

2019年09月08日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

投资要点

■ **引言：**本篇报告旨在回答市场投资者关心的三大问题：问题1——空间大但市场散，同质化竞争、效益低能否跑出大龙头？问题2——万亿市场如何精选赛道？问题3——三只松鼠上市后引发思考，线上线下渠道之争会如何结尾，OEM模式是否能成功？

■ **问题1：我们通过复盘美日巨头发现，休闲食品龙头均搭乘细分赛道品类红利成为龙头，且不断创新巩固地位。1)看零食巨头卡乐比如何焕发新生，开源：**进军海外市场扩大市场容量，**节流：**提高供应链效率、集中采购以降低成本。**2)观亿滋国际如何基业长青，**公司通过不断收购扩大品类，也根据消费者需求精简核心SKU，提高运营效率，积极推进线上线下融合，高运营效率和成本管理能力筑成壁垒。复盘海外休闲食品龙头历程，成功的公司在不同的行业生命周期均有其优势，导入期以大单品取胜，成长期、成熟期除行业红利外，公司则通过技术和供应链的变革实现用户数增长、用户粘性提升，加强护城河。

■ **问题2：中国万亿休闲食品市场仍有12%增长，我们精拆赛道，认为应该把握烘焙/休闲卤制品/坚果三条细分赛道成长机遇。1)从行业增速看，**休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速最快，13-18年CAGR分别为20.0/11.5/11.0%，行业仍在快速成长。**2)从行业集中度来看，**集中度较低的休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点CR5分别为21.4/16.3/11.0%，未来集中度提升空间大。膨化食品、糖果巧克力、饼干CR5分别为69.4/55.5/31%，集中度较高，外企龙头已提前占领市场及渠道，集中度提升空间较小，行业进入壁垒较高。**3)从消费者角度看，物质基础影响消费能力，**目前中国休闲食品人均消费107.5美元，约为美国1/4，日本1/2.5，伴随物质丰富，增量空间仍大；但性价比始终是消费者的重要考虑因素。**生活方式影响消费习惯，**现代生活节奏加快加强方便需求，工作生活压力加大或提高成瘾性口味的需求（如：辣上瘾），对健康的关注也催生以每日坚果为代表的健康产品。

■ **问题3：对比服装行业，我们认为休闲食品将逐步向线上线下一体化演进；在高质控能力下OEM模式是提高运营效率的重要途径。传统线下渠道占比约9/10，且在新零售带动下，线下仍将是休闲食品主流。**线下渠道中，以永辉、全家等新零售带动传统商超便利渠道扩容，连锁模式下直营和加盟连锁各有千秋。渠道利润往往会影响到渠道推广的难易程度，以达利为代表的龙头公司给到渠道利润远高出中小企业，此外，连锁门店中加盟商利润、投资回收期亦影响加盟意愿和扩张速度。而综合的品牌实力（供应链管理能力和渠道政策，品牌影响力等）也会影响渠道推广效率。**线上渠道流量红利增速趋缓，**但从渗透率角度看，对标服装37%+的渗透率，休闲食品线上渗透率（约10%）仍有提升空间，线上通道不仅是销售渠道更是宣传出口，未来线上线下融合将是趋势。在生产模式上，我们对标服装行业，OEM有快响应、高周转优势，如果厂商质控高、把关强，效率或超出自建模式。

■ **投资建议：**我们认为龙头公司往往在细分赛道高增长的周期崛起，通过大单品或者持续的品牌推广提升市场认知，并通过不断提高供应链效率和技术应用能力，扩充品类，形成其竞争壁垒。建议关注绝味食品、桃李面包、洽洽食品、三只松鼠。

■ **风险提示：**食品安全风险、原材料价格波动风险，市场竞争加剧等。

行业走势



相关研究

内容目录

1. 以美日为鉴，看休闲食品巨头如何塑成	5
1.1. 卡乐比：看日本零食巨头，六十载如何重焕新生	7
1.2. 亿滋：多品类+宽渠道+精准定位=全球前三	11
1.3. 国内休闲食品格局未定，看蛟龙得水	14
2. 万亿市场，自上而下精选烘焙/休闲卤制品/坚果三条细分赛道	18
2.1. 万亿休闲食品市场持续保持 12%+高增	18
2.1.1. 休闲卤制品：川菜带动辣味风靡+传统卤味店品牌化+卤味零食化=行业高增长	20
2.1.2. 烘焙行业：茶饮盛起带动烘焙消费升级，看好短保产品空间	21
2.1.3. 坚果：偶发需求日常化，过去五年市场空间基本翻番	23
2.1.4. 膨化食品：起步早，增速缓，早布局者已抢占先机	26
2.1.5. 糖果巧克力：行业成熟，外资主导，高集中度	28
2.2. 经济水平与生活方式决定休闲食品走向	28
2.2.1. 物质基础决定消费能力：增量空间大，消费习惯易向低线传导，始终注重性价比	28
2.2.2. 生活方式影响消费意愿：快节奏、高压、注重健康引导快消费、上瘾性 or 有健康属性的产品脱颖而出	30
3. 渠道：线上线下一体化，渠道利润与支持决定铺货效率与效益	32
3.1. 渠道变革迭代，线下仍为主力，机遇与挑战并存	32
3.1.1. 商超/便利店：成本低、盈利强，仍是最主要的渠道	33
3.1.2. 门店：品牌体验靠直营，高速扩张依赖加盟	34
3.1.3. 电商：机遇与挑战并存，渗透率增长空间大	36
3.2. 新零售将发力，各渠道优势互补共同发展	37
4. 投资建议：红海行业类比服装，不容小觑的龙头机会	39
4.1. 休闲食品：高同质化行业，渠道和生产模式可与服装类比	39
4.2. 投资标的：携手小龙头，伴行业共成长	41
5. 风险提示	43

图表目录

图 1: 日本菓子行业产值变动与卡乐比收入规模变动	5
图 2: 2018 年度食品龙头公司费用率与营业利润率对比	6
图 3: 卡乐比工厂分布	6
图 4: 亿滋工厂分布	6
图 5: 2018 年国际食品龙头公司存货/收入比 (%)	6
图 6: 2018 年日本卡乐比公司业务概览	8
图 7: 卡乐比股价走势及经营变动一览 (股价单位: 日元, 业绩单位: 亿日元)	8
图 8: 麦片产品销售额及产能	9
图 9: 09-19 财年卡乐比毛利率及变动	9
图 10: 产品包装变革削减成本	9
图 11: 物流成本及收入比	9
图 12: 卡乐比研发费用率 (百万日元)	10
图 13: 14-16 年 3 月期麦片非基础新品收入占比	10
图 14: 卡乐比产品迭代匹配市场需求	10
图 15: 卡乐比产品未来可挖掘消费场景	10
图 16: 麦片业务收入增长与市场定位	11
图 17: 2018 财年卡乐比产品日本市场占有率	11
图 18: 亿滋国际复盘 (12 年 10 月拆分前为卡夫食品)	11
图 19: 亿滋 (原卡夫集团) 营业收入	12
图 20: 亿滋盈利水平	12
图 21: 亿滋工厂生产线优化后	12
图 22: 亿滋经营效益走势	12
图 23: 亿滋可可合作计划	13
图 24: 亿滋存货周转率 (%)	13
图 25: 亿滋存货结构 (单位: 百万美元)	13
图 26: 卡夫大单品数量	14
图 27: 亿滋研发费用投入	14
图 28: 休闲食品行业成长飞轮	15
图 29: 休闲食品公司产品结构一览	16
图 30: 绝味、周黑鸭工厂布局	17
图 31: 盐津铺子生产模式	17
图 32: 良品铺子采购流程	17
图 33: 三只松鼠业务模式	17
图 34: 休闲食品行业零售收入及增速	18
图 35: 休闲食品子行业收入占比	18
图 36: 子行业增速、集中度分布	19
图 37: 休闲零食发展阶段	19
图 38: 休闲卤制品行业市场零售规模及增速	20
图 39: 18 年休闲卤制品行业市占率	20
图 40: 2017 年餐饮口味偏好, 辣味合计占比 27.6%	21
图 41: 休闲卤制品龙头经营模式比较	21
图 42: 烘焙行业产品趋向短保产品	22

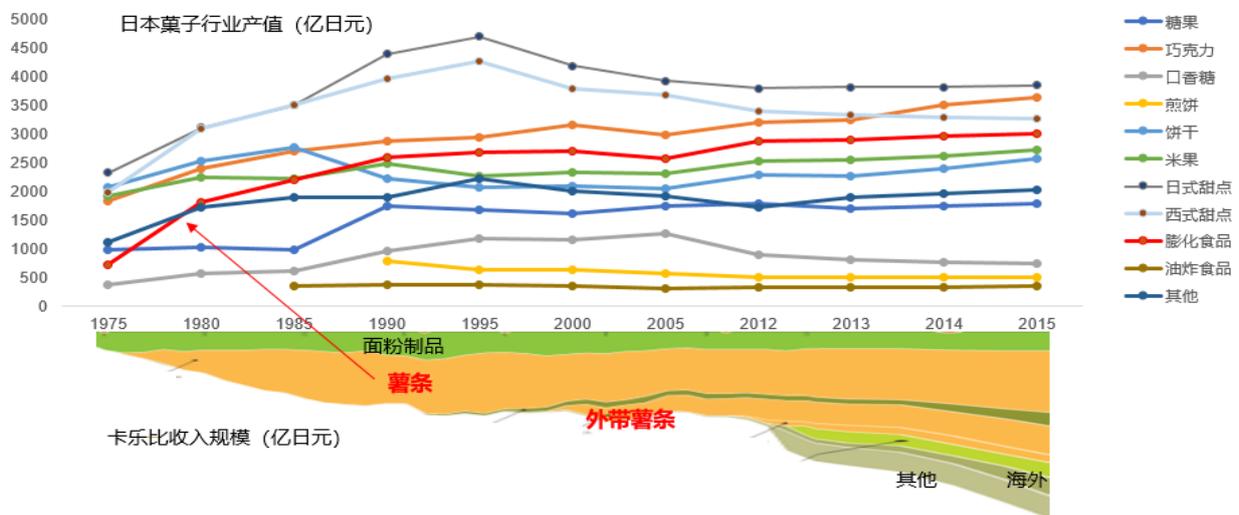
图 43: 烘焙+茶饮模式盛行	22
图 44: 坚果行业市场规模及增速	23
图 45: 18 年坚果行业市占率 (公司坚果炒货业务营收)	23
图 46: 每日坚果各品牌价格、质量、保质期评价	25
图 47: 膨化食品行业市场零售规模及增速	27
图 48: 18 年膨化食品行业市占率	27
图 49: 2019 年中国膨化食品品牌力指数排行榜	27
图 50: 全国居民人均可支配收入及人均消费支出	29
图 51: 中国休闲食品人均消费较世界发达国家仍较低	29
图 52: “性价比”一词在唯品会平台的评论中占比 (%) 显著提升	30
图 53: 中国消费者选择饮食的考量因素	31
图 54: 休闲食品未来的发展方向	31
图 55: 2010 年后进入数据爆炸时代	31
图 56: 泰国小老板海苔销售增速下滑较快	31
图 57: 休闲食品渠道发展历程	32
图 58: 休闲食品渠道概览	33
图 59: 电商渠道增速领先	33
图 60: 商超渠道为主的公司销售费用 (%) 较低	33
图 61: 商超渠道为主的公司净利率 (%) 高	33
图 62: 中国便利店销售规模增长迅速	34
图 63: 自有品牌率对比	34
图 64: 良品铺子自营毛利率远高于加盟	35
图 65: 绝味自营毛利率远高于加盟	35
图 66: 电商平台获客成本逐渐增加	37
图 67: 洽洽电商渠道发展历程	39
图 68: 来伊份 2012-2015 公司电商销售收入及增速	39
图 69: 服装行业电商渗透率	41
表 1: 部分食品饮料公司经营数据对比	15
表 2: 休闲食品公司重资产与轻资产模式对比	17
表 3: 烘焙行业经营模式	23
表 4: 17 年坚果细分各品类国内消费量、国内产量、进出口量拆分	24
表 5: 坚果产品同质化程度高, 促销力度大	25
表 6: 直营 VS 加盟模式	35
表 7: 部分休闲食品加盟政策及测算对比	35
表 8: 休闲食品商家收入/电商渠道收入/运费收入额 (亿元) 及增速	37
表 9: 线下体验店场景	38
表 10: 高同质化行业对比——服装 VS 休闲食品	39
表 11: 服装行业财务、产能数据	40
表 12: 主要食品饮料公司经营绩效对比	42
表 13: 主要食品饮料公司业绩表现对比	42

1. 以美日为鉴，看休闲食品巨头如何塑成

通过复盘日本和美国的两家休闲食品巨头，我们不难发现，在休闲食品这个大而全的行业中，想要脱颖而出必然有以下几点特质：

成长期：依托赛道红利打开高速增长空间。对比国际休闲食品龙头，大多是在创业之初走在高速成长的赛道上，依靠自身产品优势，逐步建立竞争壁垒。日本膨化食品从1975年起15年间增长近3倍，为零食行业增速第一，卡乐比在虾条等初级产品的基础上，推出土豆膨化食品，依靠进取精神，增速领先行业，逐步成为行业龙头。同样也有美国的Frito-Lay（后与乐事合并）选择了薯片、玉米片，纳贝斯克（后被卡夫亨氏收购）选择了饼干赛道做出了奥利奥、曲奇饼干。

图 1：日本菓子行业产值变动与卡乐比收入规模变动

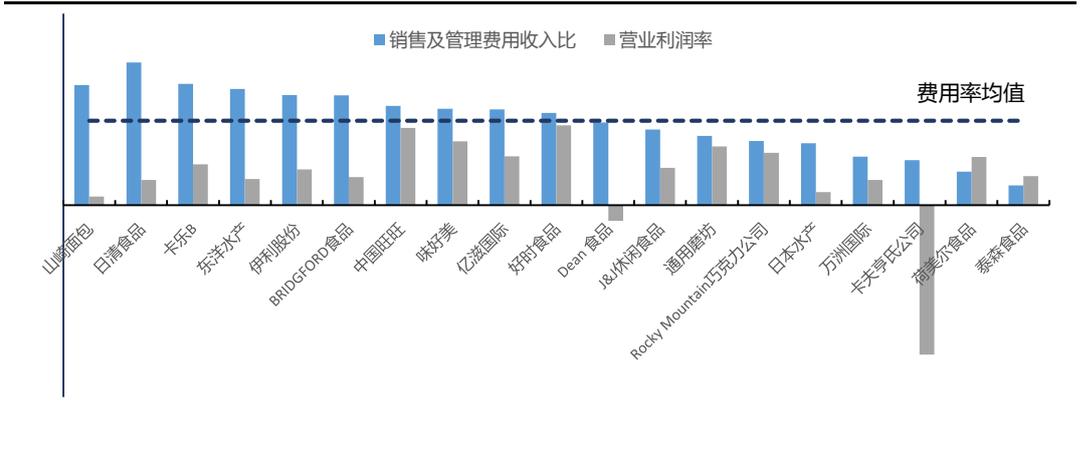


数据来源：日本和菓子协会，东吴证券研究所

成熟期：创业容易守业难。越过行业红利期之后，休闲食品公司普遍会面临增长压力。公司除了依托自身的品牌、渠道优势外，往往还要通过广告宣传或者渠道让利等手段促进收入，故此开始了产品多元化、区域扩大化的道路打开收入空间，通过规模效应和供应链管理降低能力降低成本。

- 1、产品力：精准的市场洞察力，助力老产品升级、新产品打造爆品。**不论是卡乐比麦片业务的重获新生，还是亿滋在各个发展中市场的亮眼表现，其背后体现的都是公司对市场的洞察和及时响应能力，其背后需要高额、持续的研发费用投入，高效的组织运营能力。
- 2、品牌力：休闲食品同质化程度高，即使公司市占率领先，仍需要通过促销或广告等手段持续刺激消费者，持续的销售费用投入仍不可避免，但品牌将成为长期的竞争壁垒。**

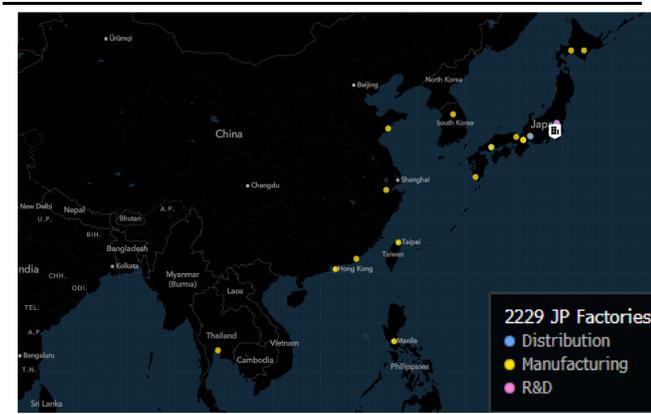
图 2: 2018 年度食品龙头公司费用率与营业利润率对比



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

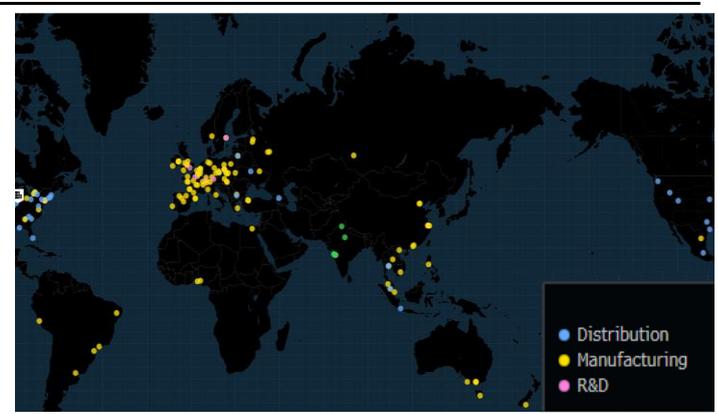
3、内部挖潜: 成本管理和供应链优化, 助力区域扩张和成本削减。休闲食品行业品类众多, 各条线产品农副原材料成本易受自然因素波动, 工厂生产工艺多样, 下游渠道配送面积广。纵观零食行业巨头, 多是通过兼并收购切入细分品类, 其中亿滋也在不断调整经营战略, 削减低效支出, 剔除弱势项目提高资金利用率, 包括亿滋弱化咖啡项目, 收购饼干项目等, 此外亿滋还通过扁平化的管理改革提高客户反应速度和当地化水平, 部分食品巨头企业逐步实现全球化。这都需要公司有强大的供应链管理能力和有效的信息化系统。

图 3: 卡乐比工厂分布



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

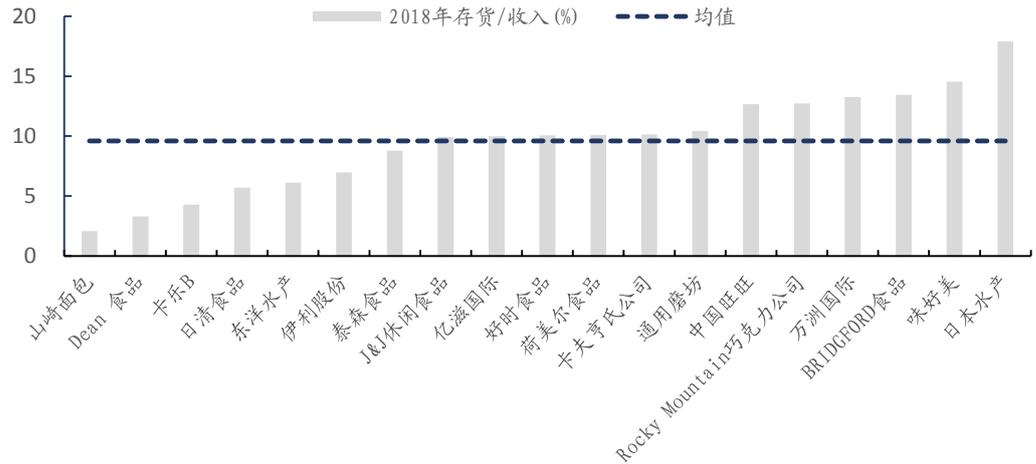
图 4: 亿滋工厂分布



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图 5: 2018 年国际食品龙头公司存货/收入比 (%)





数据来源：彭博，东吴证券研究所

1.1. 卡乐比：看日本零食巨头，六十载如何重焕新生

日本卡乐比公司成立于1949年，复盘历史，公司经历了三轮增长期。

第一期：1964年，日本经济高速发展期，消费能力提升，公司在此契机下，推出虾条等初级休闲零食，并得到迅速推广。

第二期：1975年推出薯片产品，成本重要增长引擎，到1990年前后，已经形成虾条、蔬菜条、土豆片等膨化食品为主的产品矩阵，90年后营养早餐、薯条等明星产品先后推出。

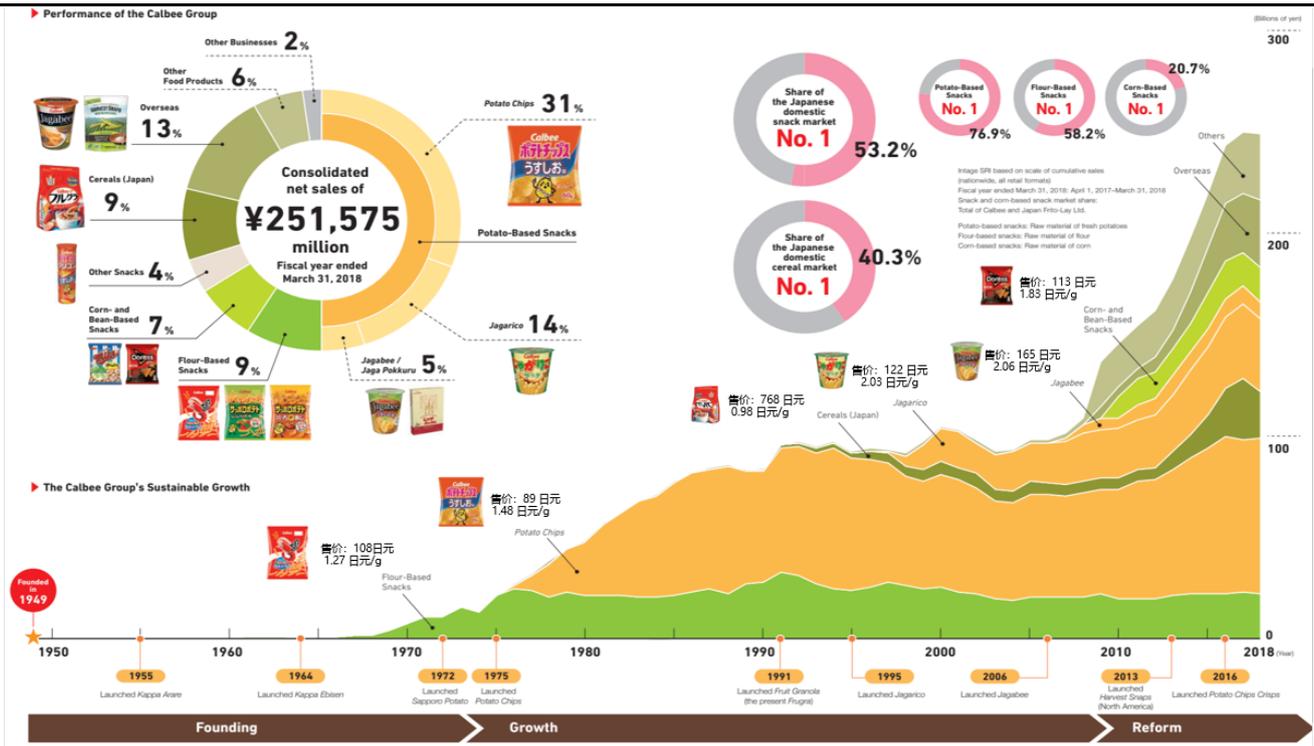
第三期：09年后职业经理人松本晃加入后，公司一边通过海外扩张开源，一边通过提高效率、集中采购等方式节流，重视健康理念，深入挖掘消费者需求，重振麦片产品，再次开启了高成长之路。至18财年，卡乐比实现销售收入2516亿日元，净利润173亿日元，9年复合增速24%。目前公司在日本零食行业市占率53.2%。

戴维斯双击与“增长乏力”。公司上市后股价表现，可从16年中飓风导致土豆减产这一时点分为前后两段：

1) 公司上市时已为国内休闲食品行业龙头，市占率约48%，行业发展增速放缓，但12-15年公司通过营销有效挖掘新品，管理和成本改革压缩成本，四年业绩CAGR=33%。卡乐比自上市至15年初，表现出EPS和PE双升的走势，驱动股价四年增长4倍，上市至15年高点相对大盘收益超额为788%。

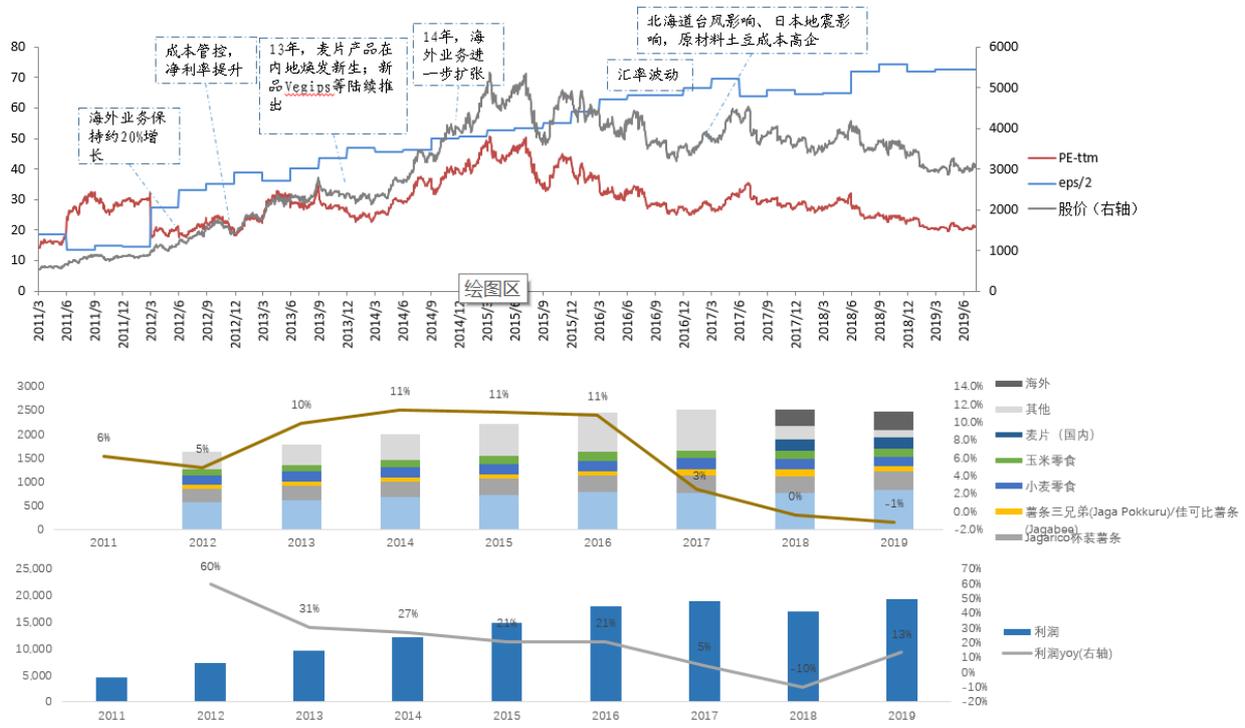
2) 15-16年随大盘波动，16-18年受天气等因素影响日本土豆减产，公司成本端承压，导致利润端波动，但公司已通过建立合作农场等方式减少成本波动。此外，收入端亦通过开发新品和海外扩张驱动新一轮增长。

图 6：2018 年日本卡乐比公司业务概览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：卡乐比股价走势及经营变动一览（股价单位：日元，业绩单位：亿日元）

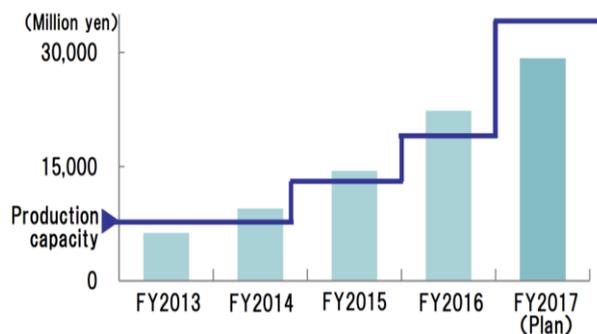


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注明：因披露口径原因 12-17 财年公司麦片业务被划分至“其他”类别

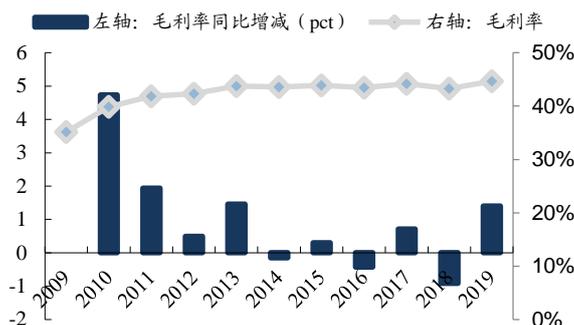
规模化驱动降本增效。1) 上游原材料采购，2010 年成立采购部门扩大原材料和包装材料的集中采购以降低成本；此后和农业、渔业供应商采取“合约种植”种植模式保证产品稳定供应、价格可控。2) 生产端，将原材料预处理环节前置，以提高工厂效率；合理规划销售，提高工厂利用率降低成本；提高商品生产、配送的自动化水平；利用 OEM 来实现柔性供应，如 16 年 9 月因 Jagarico 产能限制，将部分加工委托给 JA 公司，12 财年公司制造成本中代工占 28%，至 19 财年已降至 15%。

图 8: 麦片产品销售额及产能



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

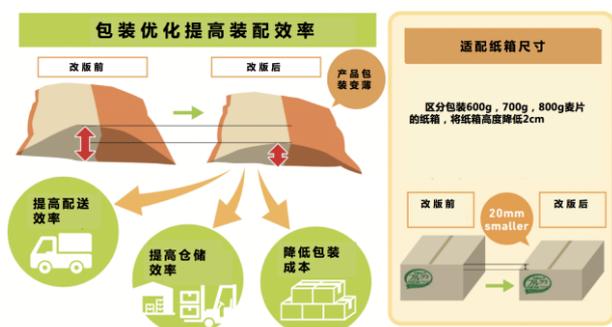
图 9: 09-19 财年卡乐比毛利率及变动



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

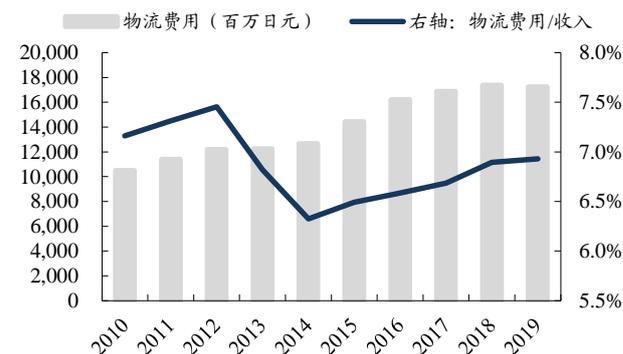
供应链管理：优化组织架构，提高产品信息化率，提高分销效率。2010 年前公司将日本全国 7 个事业部整合为 4 个，优化组织架构降低分销成本。物流上，公司通过优化产品包装，降低包装成本提高配送效率。此外，公司利用信息化系统，及时了解动销情况、客户反馈。

图 10: 产品包装变革削减成本



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 11: 物流成本及收入比

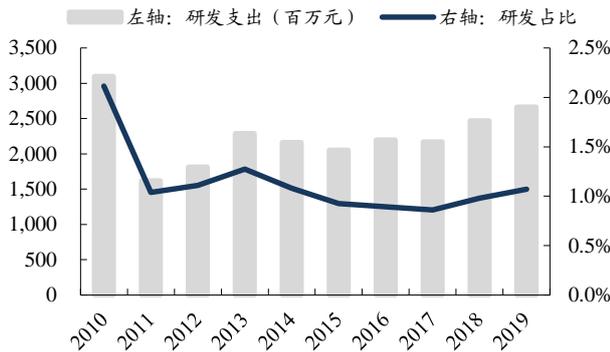


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品力：深度观察市场，注重新品研发，新品驱动业绩增长。公司历年研发费用率均保持在 1% 左右的水平，19 财年研发费用投入 26.6 亿日元。从公司层面看，强研发推

动公司新品收入走高，16 年新品收入占比提高 2.6pct 至 4.3%。麦片业务中，公司针对健身人士推出低糖版、儿童提供巧克力香蕉味等多种口味，14-16 财年非基础款麦片占比由 3.2% 提升至 11.3%。1995 年，针对消费者外出食用需求，公司推出盒装薯条 Jagarico，18 财年 Jagarico 收入占比约为 14%；此后推出便携&小包装薯条满足个人零食需求；Jaga Pokkuru（薯条三兄弟）等产品切入礼品市场，18 财年 Jagabee / Jaga Pokkuru 收入占比 5%。未来公司也将通过挖掘细分场景，驱动收入增长。

图 12: 卡乐比研发费用率（百万日元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: 14-16 年 3 月期麦片非基础新品收入占比



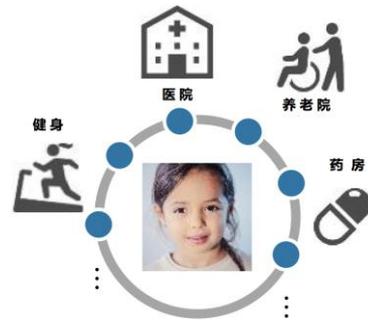
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 14: 卡乐比产品迭代匹配市场需求



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15: 卡乐比产品未来可挖掘消费场景



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

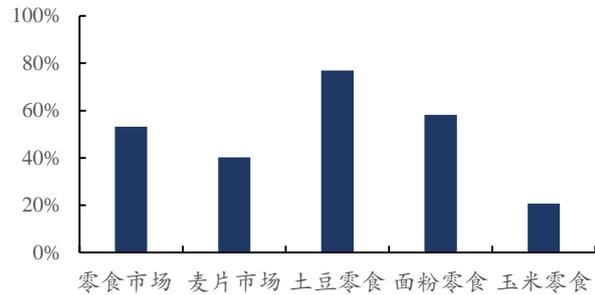
品牌力：提高客户需求的反应速度和满意度，构筑品牌护城河。公司于 1991 年推出了麦片业务，在 09 年松本晃加入卡乐比重视健康业务后，抓住客户痛点精准营销，麦片业务开启高增长之路：11 年麦片改名，12 年抓住职业女性的家庭需求和健康理念，15 年针对中老年用户打出减盐标签。公司注重客户反馈，年接待客户电话 2.8 万次，通过社区活动、公司开放日等活动让消费者深入了解公司文化，18 年日经 BP 市场调查中心卡乐比在消费者心中排名第 9 位，客户满意度 88.7%，意向复购率 95.3%。卡乐比在麦片、土豆类零食中市占率分别为 40.3、76.9%，有绝对领先优势。

图 16: 麦片业务收入增长与市场定位



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 17: 2018 财年卡乐比产品日本市场占有率

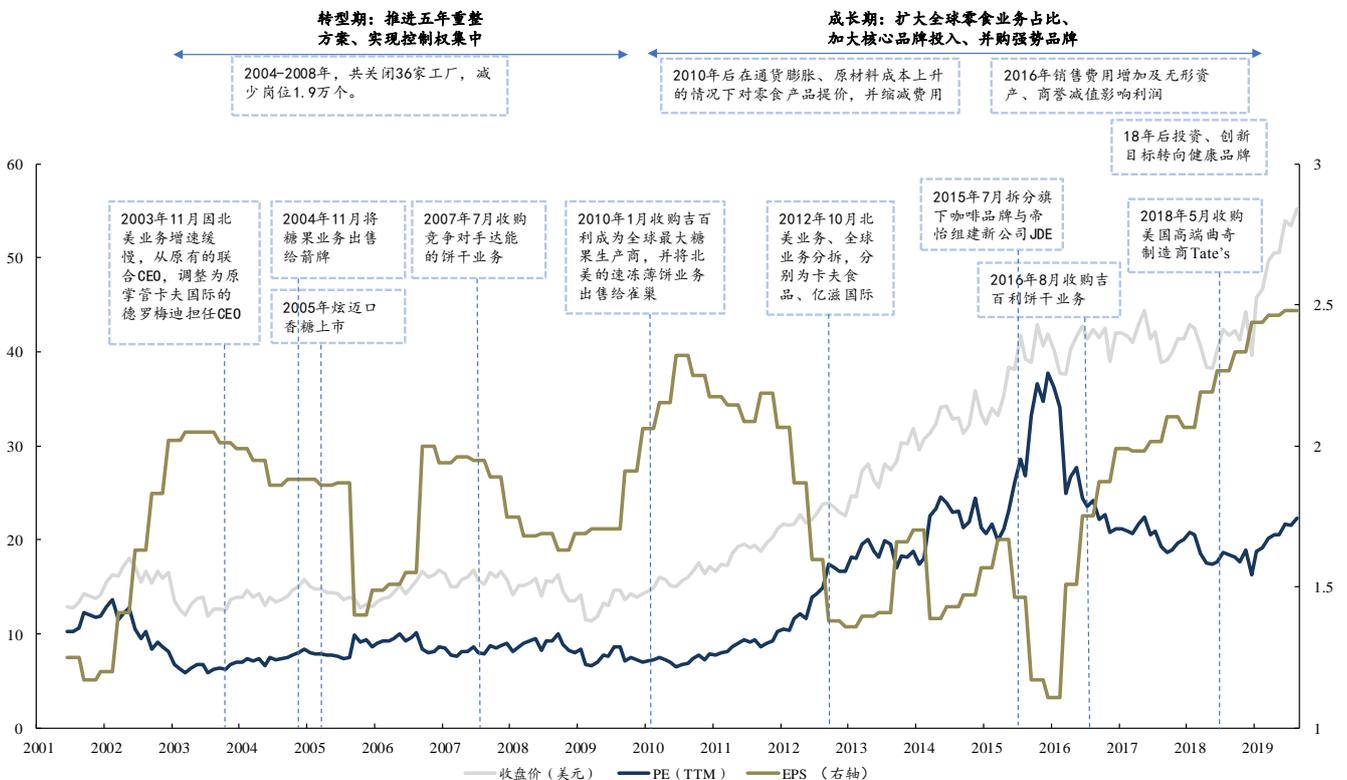


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

1.2. 亿滋: 多品类+宽渠道+精准定位=全球前三

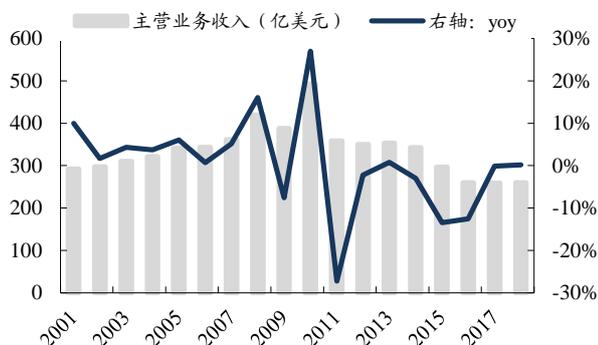
卡夫食品成立于 1903 年, 2011 年开始筹备拆分事宜, 12 年 10 月拆分为两家独立上市公司亿滋(NASDAQ:MDLZ)、卡夫, 亿滋承接原欧洲和新兴市场业务, 主要产品包括饼干、巧克力、糖果等; 卡夫则拆分为利润水平较高的美国本土食品业务, 此后卡夫与亨氏合并为卡夫亨氏(NASDAQ:KHZ)。

图 18: 亿滋国际复盘 (12 年 10 月拆分前为卡夫食品)



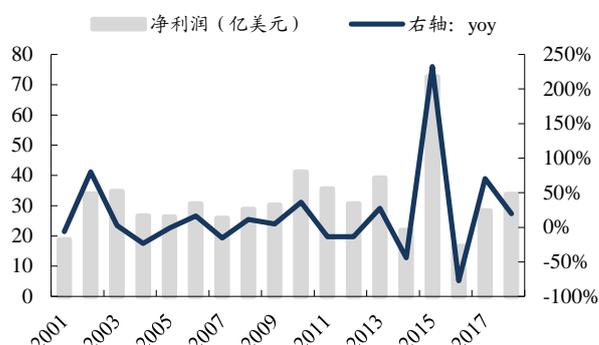
数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

图 19: 亿滋（原卡夫集团）营业收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

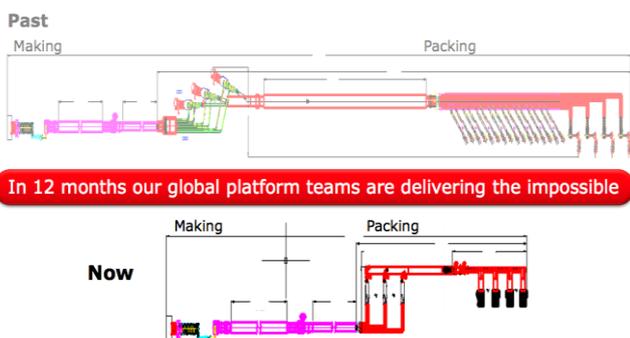
图 20: 亿滋盈利水平



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

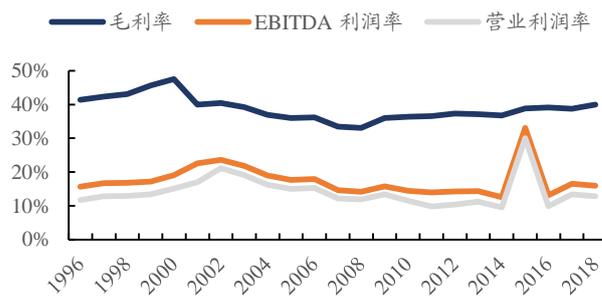
供应链整合凸显规模优势, 成本管控能力日益显现。规模经济一直是卡夫的经营目标, 2004 年公司推出“五年方案”, 计划通过关厂降低成本, 至 2008 年计划结束, 卡夫共关 36 家工厂和设施, 减少岗位 1.9 万个, 节约成本约 10.6 亿美元。2013 年, 公司在北美 60% 的生产线使用超过 40 年, 公司成本优化空间大。Oreo 新工厂的生产线建设中较往期减少资本开支 30%, 每条生产线费用减少 1000 万美元, 奥利奥新生产线占地面积少一半, 投产后效率翻番且所需运营人员减少。

图 21: 亿滋工厂生产线优化后



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 22: 亿滋经营效益走势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

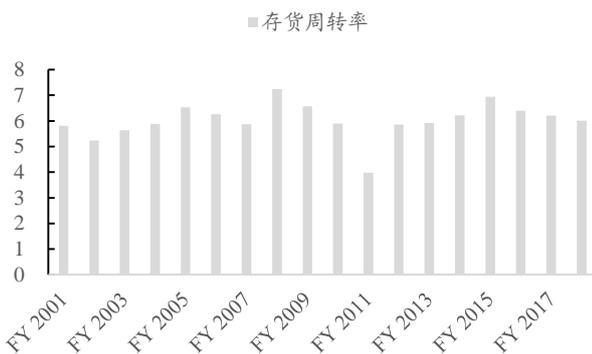
通过与上游合作提高原材料价格和品质的稳定性。公司产业链向上游延伸, 通过与可可种植农户合作建立稳定供应关系, 专业技能培训上, 与可可种植农户合作建立稳定供应关系, 包括种植指导, 免费提供肥料培养以新的种植理念。此外公司在工厂提效中, 也通过将优势原料区和产能区域布局结合, 降低原料成本, 提高经营效益, 公司存货结构中, 原材料占比持续下降, 自 12 年分拆后, 公司存货周转率水平有一定程度提升。

图 23: 亿滋可可合作计划



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 24: 亿滋存货周转率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 25: 亿滋存货结构 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

产品力: 优化产品组合, 准确的市场判断力, 聚焦消费者需求。

- **挖掘食品新需求:** Green & Blacks 品牌在美国市场表现亮眼; 先后推出 Good Thins、belVita, Vea 等健康品牌, 不含人工色素和防腐剂, GOOD THINS 于 16

年上市，并在第一年斩获 7000 万美元的销售业绩。

- **聚焦优势单品：**2008 年卡夫完成“5 年重整计划”时，将优化产品品类和塑造品牌列为第二大战略重点。2012 年分拆完成后，亿滋国际更是将扩大零食业务覆盖范围与加大核心品牌的持续投入作为首要战略选择。卡夫在不断的购买和出售业务的过程中，依然实现了核心品牌数量的稳定增长，年销售收入 1 亿美元以上的品牌数量也基本稳定，2001 年（早期）/2011 年（分拆前）/2015 年（分拆后）销售收入超过 10 亿美元的品牌分别为 6/12/7 个，年销售收入超过 1 亿美元品牌数分别为 61/79/51 个。16 年公司 LU 饼干在欧洲的 SKU 数量从 4000 减少到 2500 左右，聚焦优势产品，简化产品形式真正满足消费者需求。

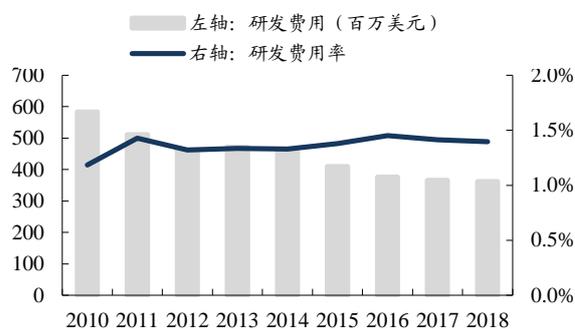
图 26: 卡夫大单品数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2012 年 10 月卡夫食品将国际业务分拆至亿滋国际

图 27: 亿滋研发费用投入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

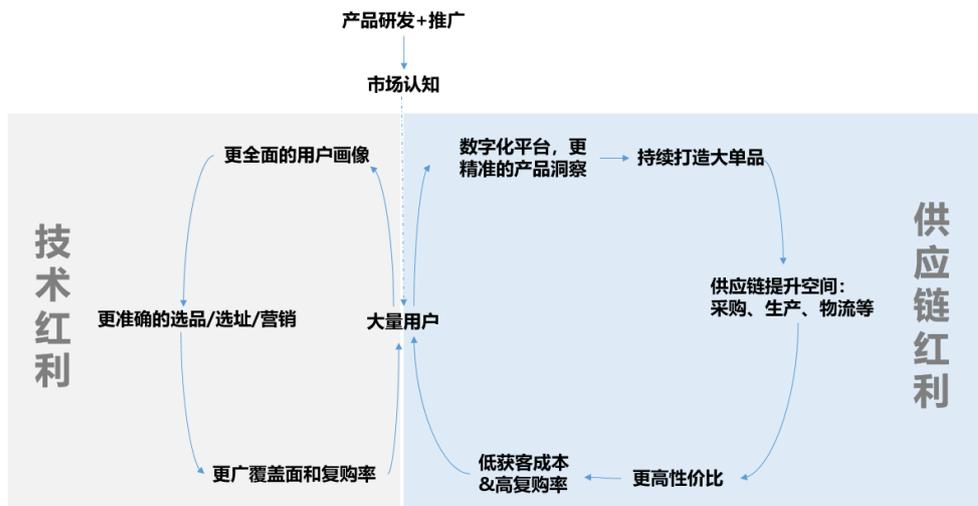
强大的渠道分销能力。公司建立领先的电商零食团队，与亚马逊、阿里巴巴和沃尔玛建立合作关系，16 年在线收入同增 35%。此外，在部分发展中地区率先布局农村渠道，亿滋与阿里零售通、京东新通路等合作，目前在中国覆盖门店超过 150 万家。

品牌力：Alphabet 一项美国市场调研中，公司的 Oreo 品牌与 Netflix、Xbox、Playstation、谷歌和耐克等并列为最受千禧一代欢迎品牌之一。公司通过在 Twitter、Netflix 等渠道的精准营销与线下活动相结合，提高品牌粘性，驱动市场占有率提升。

1.3. 国内休闲食品格局未定，看蛟龙得水

休闲食品行业如何跑出龙头？导入期，公司往往需要通过打造大单品或者持续的品牌推广提升市场认知，有一定规模积累后，开启成长期，反观国外休闲食品公司的成功经验，我们认为**成长期、成熟期**能享受高增速的公司，除了行业增长红利外，是技术、供应链变革驱动其产品力、渠道力、品牌力的壮大。通过技术和供应链的变革实现用户数增长、用户粘性提升，进一步提高供应链效率和技术应用能力，在高同质化、低门槛的行业中形成其竞争壁垒。

图 28: 休闲食品行业成长飞轮



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 1: 部分食品饮料公司经营数据对比

		存货周转率			销售毛利率			销售费用率		
		2018	2017	2016	2018	2017	2016	2018	2017	2016
休闲食品	绝味食品	5.6	5.9	5.9	34%	36%	32%	8%	11%	8%
	周黑鸭	4.6	5.6	6.2	58%	61%	62%	34%	29%	25%
	洽洽食品	2.5	2.3	2.1	31%	30%	31%	14%	14%	13%
	好想你	3.0	2.5	1.9	28%	29%	34%	21%	21%	26%
	三只松鼠	4.3	3.5	3.4	28%	29%	30%	21%	19%	21%
	盐津铺子	3.4	2.4	2.9	39%	47%	49%	26%	31%	27%
	桃李面包	28.1	28.0	28.5	40%	38%	36%	21%	19%	17%
	达利食品	10.4	10.1	10.8	39%	38%	38%	16%	16%	16%
	来伊份	5.4	5.7	6.3	44%	44%	46%	33%	30%	30%
乳制品	伊利股份	9.7	9.4	8.3	38%	37%	38%	25%	23%	23%
	蒙牛乳业	11.1	11.4	9.4	37%	35%	33%	27%	25%	25%
啤酒	重庆啤酒	4.3	2.6	2.0	40%	39%	39%	13%	15%	14%
	青岛啤酒	6.6	6.5	6.6	38%	41%	42%	18%	22%	23%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

经营模式: 单品类聚焦 VS 平台型公司: 1) 从品类上看, 纵观食品饮料巨头发家史, 大多以某一单品起家, 此后不断扩充品类, 成为休闲食品综合巨头。国内休闲食品公司分化成两类, 包括绝味、周黑鸭聚焦卤制品, 桃李聚焦面包、洽洽聚焦瓜子+坚果, 这一类单品类公司, 和盐津铺子、三只松鼠等多品类平台型公司。2) 从产品更迭能力看, 以

三只松鼠、百草味等为代表的具有互联网基因的综合食品公司能更迅速的推出新品，进入高增长细分赛道。究其原因，主要有两点，一是线上数据完备，用户画像清晰，更容易根据消费者需求做出产品研发；二是综合食品公司往往为代工起家，研发出合适的品类只需要找到合适的厂家，便可以迅速的开启生产，免去产能布局的长周期，但快速上新的新品推广规模和单品盈利效益仍需跟踪。

图 29: 休闲食品公司产品结构一览

公司	收入结构 (亿元)	渠道特点	代表产品	线上旗舰店经营数据		
				粉丝数 (万人)	上新数 (个)	产品链接数 (个)
绝味食品		线下加盟模式为主, 定位社区便利店和交通枢纽; 自建O2O提高线上粘性	卤味 (鸭脖、鸡翅、卤菜)	64	8	71
周黑鸭		线下直营模式为主; 18年线上渠道占比10%, 线上下滑12%	卤味 (鸭脖、鸡翅、卤菜)	355	13	167
桃李面包		线下传统经销为主, 商超、便利店	短保面包、长保面包、月饼	15	24	51
盐津铺子		线下传统经销为主, 商超	散装食品 (鱼豆腐、饼干等)	40	1	81
洽洽食品		线下传统经销为主, 线上每日坚果和新品实现高增长	瓜子、每日坚果、山药片	100	13	234
达利食品		线下经销为主, 商超、便利店	糕点、薯片、饼干、茶饮	65	6	104
来伊份		线下直营为主, 开启加盟和线上	散装休闲食品 (鱼豆腐、坚果、饼干等)	361	23	449
良品铺子		收缩直营, 大力拓展加盟店, 发力线上	坚果、果脯、肉干等	2,366	46	587
三只松鼠		线上为主, 线下直营投食店打品牌+加盟店扩规模	休闲食品 (坚果、果脯、肉干等)	2,896	119	649
好想你(百草味)		线上为主, 和好想你协同开展线下	红枣、坚果、果脯、肉干等	2,052	68	727

数据来源: 公司公告, 天猫, 东吴证券研究所

注: 1、除达利食品外, 公司收入结构横坐标为 0-70 亿元; 2、线上经营数据中标红数据为超过均值数据; 3、部分公司因披露口径原因无法拆分具体品类

生产模式: 重资产与轻资产各有千秋。

➢ 重资产公司如洽洽、达利、绝味、周黑鸭等, 可通过自有生产线效率提升来提高经营利润, 如洽洽每日坚果生产线优化后 19H1 坚果毛利率提高 5.54pct; 绝味通过基地布局, 实现生产基地 300 公里以内的门店覆盖, 具备“冷链生鲜, 日配到店”的能力, 预计绝味上市募投项目完工后总产能将有 15+万吨, 绝味亦通过信息化系统建立柔性供应链提高配送、运营能力。桃李面包“中央工厂+

批发”模式抢占市场，“粮草”先行。短保类产品受其保质期的限制覆盖半径仅有 200-300 公里左右，因此产能全国性布局直接决定公司产品覆盖广度，从而影响市场份额。重资产公司的弱势在于，新品类扩展速度受制于产能扩张速度，优势在于产品质量控制能力强。

- **轻资产公司如松鼠、百草味等，通过和工厂合作，可在挖掘新品类后及时调整。**如我们调研发现，三只松鼠最快上新周期已压缩到 40 天以内，其中包括新品试验、包装、筛选生产厂家、网页宝贝描述、推广促销玩法、第一波用户数据回流等全过程。轻资产公司的弱势在于，生产委外后需要投入大量精力寻找合适厂家，并做好全线质控检测。

表 2: 休闲食品公司重资产与轻资产模式对比

	重资产模式	轻资产模式
代表公司	洽洽、达利、绝味、周黑鸭	来伊份、三只松鼠、良品铺子等
特点	自建工厂	OEM 代工
优势	质量可控、可形成规模生产优势、对上游控制能力强	易于调节产品结构，上新和退出速度快
劣势	产能提升周期长，退出成本大	质量监管能力弱

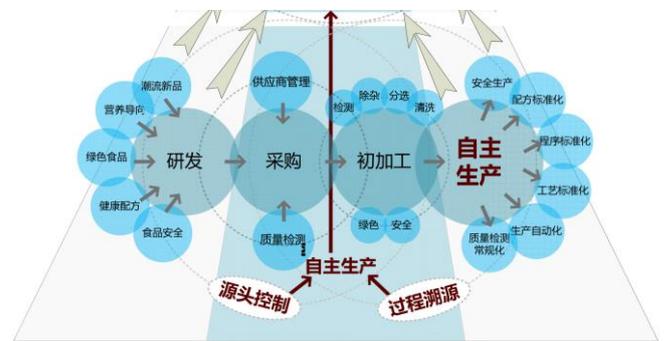
数据来源：草根调研，东吴证券研究所整理

图 30: 绝味、周黑鸭工厂布局



数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

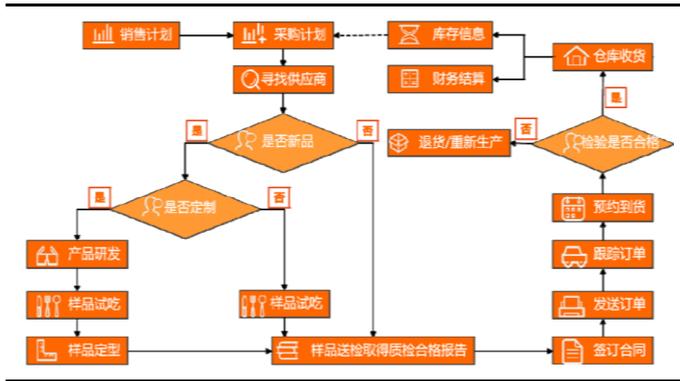
图 31: 盐津铺子生产模式



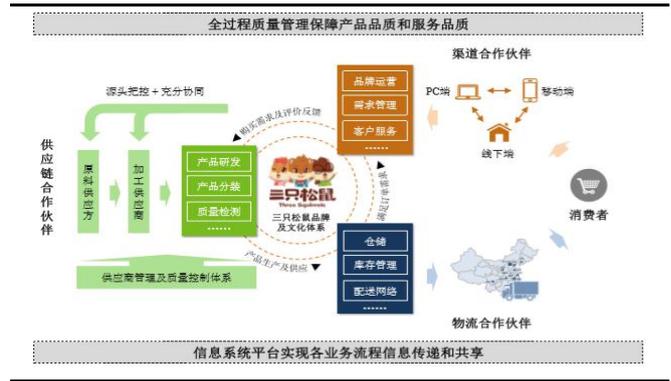
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 32: 良品铺子采购流程

图 33: 三只松鼠业务模式



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

接下来，本文将从行业生命周期角度筛选出仍保持相对高增速的赛道，并从渠道角度深入剖析品牌与产品推广的动能和愿景。

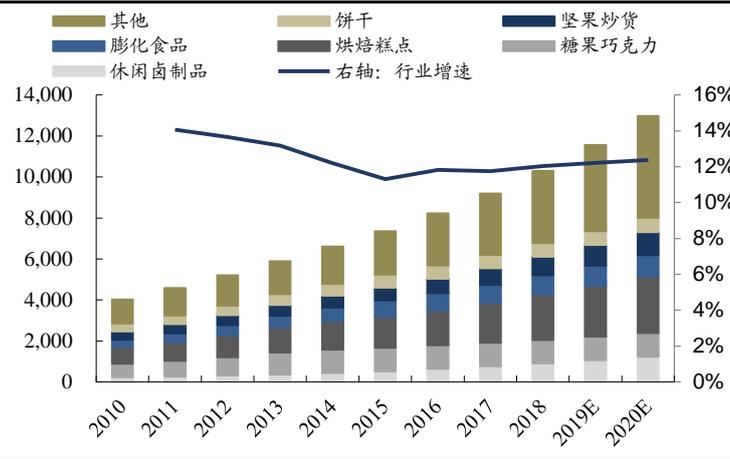
2. 万亿市场，自上而下精选烘焙/休闲卤制品/坚果三条细分赛道

2.1. 万亿休闲食品市场持续保持 12%+高增

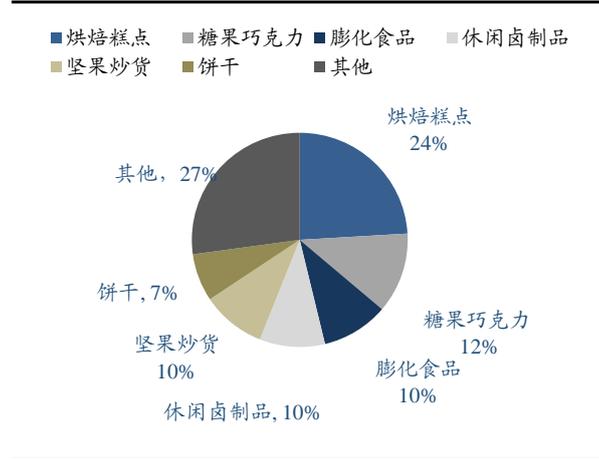
万亿休闲食品市场持续保持 12%+高增。Frost&Sullivan 对于休闲食品的定义是指在休闲时光消费及食用的食品，其中主要分类包括炒货坚果、休闲卤制品、糖果蜜饯、面包糕点、膨化食品及饼干。根据 Frost&Sullivan 测算，2018 年国内休闲食品销售额可达 10297 亿元，2013-2018 年 CAGR=11.8%。从子行业复合增长率来看，休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速最快，13-18 年 CAGR 分别为 20.0/12.8/11.0%，行业仍在快速成长；膨化食品、饼干、糖果巧克力增速最低，13-18 年 CAGR 分别为 8.5/5.1/1.1%，已步入成熟期。从行业集中度来看，集中度较低的休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点子行业 CR5 分别为 21.4/17.2/11.3%，未来集中度提升空间大。膨化食品、糖果巧克力、饼干行业子行业 CR5 分别为 69.4/47.5/30%，集中度较高，外企龙头已提前占领市场及渠道，集中度继续提升空间较小，相对的行业进入壁垒较高。

图 34：休闲食品行业零售收入及增速

图 35：休闲食品子行业收入占比

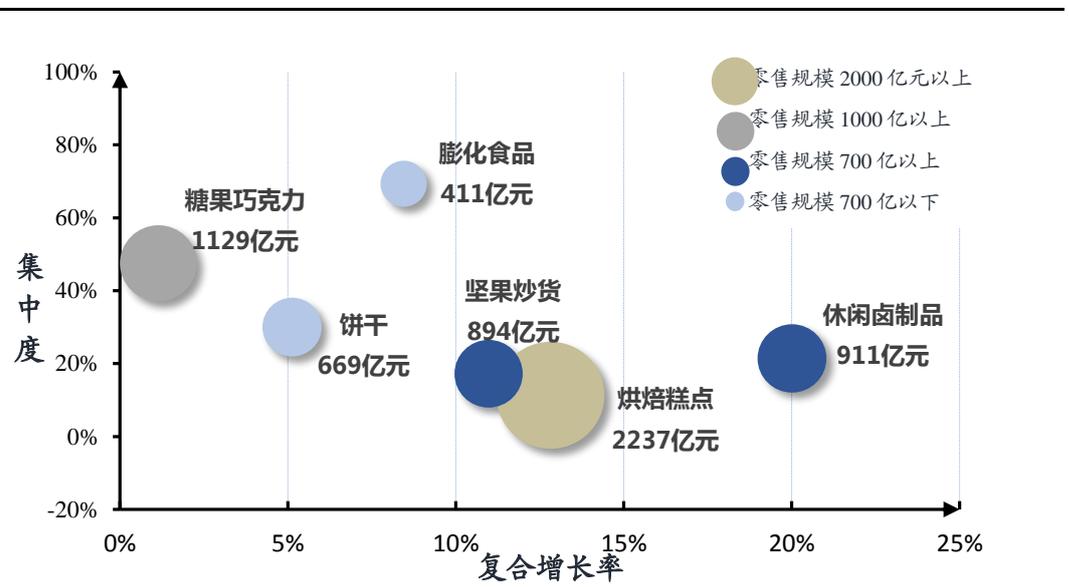


数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所测算



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 36: 子行业增速、集中度分布



注: 横坐标为 13-18 年子行业复合增长率, 纵坐标为我们测算的 18 年的 CR5, 气泡大小为 18 年子行业零售规模

数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所测算

休闲零食在国内的发展可以分为三个阶段: 1) 70-90 年代国内物质生活由匮乏逐渐缓慢回温, 休闲食品主要以饼干糖果为主。2) 90 年代随着改革开放国内生活水平快速上升, 国内外企业进入市场为消费者带来品类众多的休闲食品, 主要以饼干膨化食品为主。3) 进入 21 世纪后, 国民生活水平大幅提高, 充饥需求减弱, 消费者对休闲零食的需求更多的为了满足休闲需要。辣味的休闲卤制品与带有健康属性的坚果品类迅速成长。

图 37: 休闲零食发展阶段

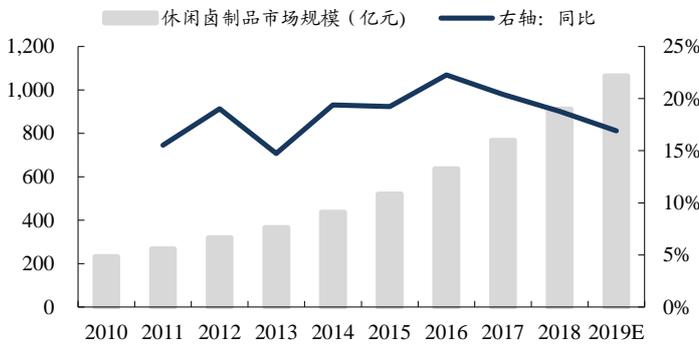
	第一阶段（70年代-90年代） 物质生活缓慢回温，饼干糖果占据主战场	第二阶段（90年代-21世纪） 改革开放，舶来品和国产零食割据半壁江山	第三阶段（21世纪之后） 消费升级，充饥性需求较弱，场景化消费、 多维度需求待满足
代表性公司	大白兔 大大 麦丽素	乐事 丹麦蓝罐 上好佳 旺旺	三只松鼠 周黑鸭 洽洽
代表性产品			

数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

2.1.1. 休闲卤制品：川菜带动辣味风靡+传统卤味店品牌化+卤味零食化=行业高增长

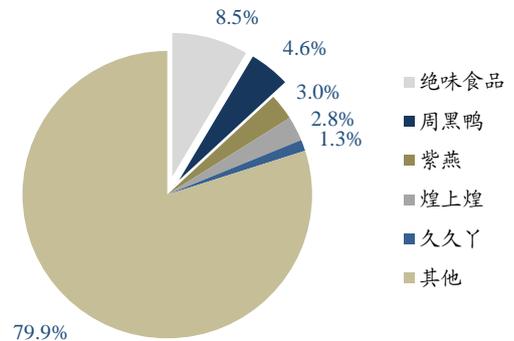
休闲卤制品行业增速最快，龙头集中度尚低。18年休闲卤制品行业市场零售规模达到911亿元，同比增长18.8%。截止到2018年末，绝味、周黑鸭依靠全国连锁的业务模式和可复制的经营策略，处于休闲卤制品行业龙头位置，CR2=13.1%，龙头优势明显，但非连锁化的夫妻老婆店仍占据较大市场。

图 38：休闲卤制品行业市场零售规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 39：18年休闲卤制品行业市占率



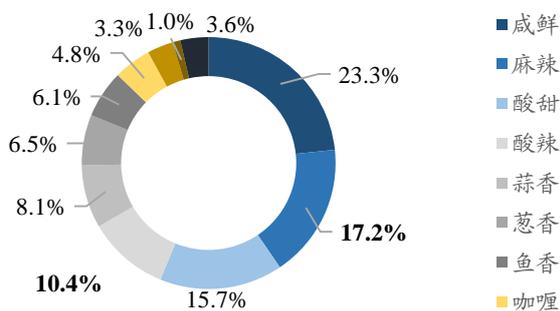
数据来源：Frost&Sullivan，公司公告，东吴证券研究所

从品类上看，休闲卤制品有品类到平台化的优势，卤味保证口味相近，有辨识度，又可以不同的原材料为基底，绝味等连锁品牌已分化出卤蔬菜、豆制品、海鲜制品等品类。从口味上来看，辣上瘾成为休闲卤制品增长动力。吃辣过程中，身体分泌类似吗啡的物质内啡肽产生快感来镇定辣味的痛感，由此产生了辣味上瘾性。2017年度美食消费报告显示，国内线下餐饮中消费者偏好麻辣和酸辣的比例最高，合计达到27.6%。上瘾属性可驱动产品复购率上升，我们认为以火锅为代表的辣味餐饮仍将是卤制品景气度的先行指标，行业仍将保持高景气度。

从渠道上看：直营+加盟兼顾品牌形象及规模扩张。绝味门店以加盟店为主，业绩

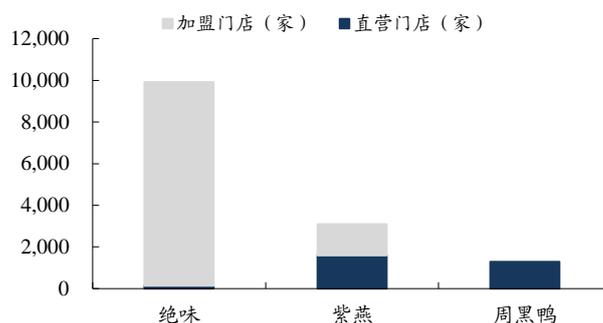
增长主要来自于较快的开店节奏（年 800-1200 家），截止到 18 年年底绝味在全国共开设 9915 家门店，直营店比例不到 2%，虽毛利率较低仅 42%，但门店扩张速度快，且费用率较低；周黑鸭则采用完全直营的模式以确保高质高价策略，18 年毛利率 57.5%。18 年周黑鸭自营门店共 1288 家，净增长 261 家，但由于单店营收增速疲软，18 年营收下降 1.07%，成本上涨导致净利润下降 29.09%；紫燕采取较为折中的经营模式，在早期通过直营模式树立起公司品牌形象后，逐渐放开区域代理，基于加盟模式所带来的高速扩张，快速推动紫燕渗透到各级市场，目前紫燕约有 3000 多家门店，其中约 1400 家为 16 年上半年前所建的自营门店。

图 40: 2017 年餐饮口味偏好，辣味合计占比 27.6%



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 41: 休闲卤制品龙头经营模式比较



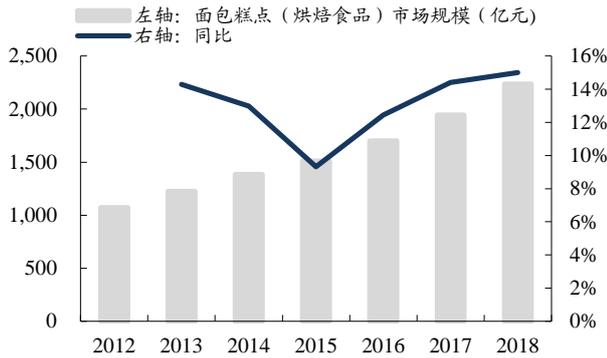
数据来源: Frost&Sullivan, 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

2.1.2. 烘焙行业: 茶饮盛起带动烘焙消费升级, 看好短保产品空间

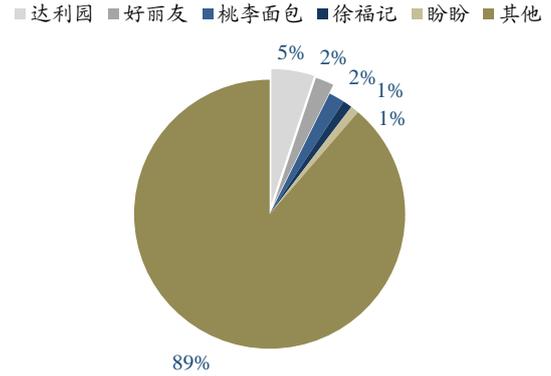
人均烘焙食品消费量远低于世界平均水平, 烘焙行业增长潜力大。2018 年烘焙食品行业市场规模达 2237 亿元, 同比增长 15%。在人均消费量方面, 2017 年中国大陆烘焙食品人均消费量仅为 6.9 公斤/年, 远低于世界平均人均烘焙消费量 (18.7kg/年), 即使与饮食习惯较为相近的香港地区 (12.4kg/年) 相比较仍有近一倍的增长空间。截至 2017 年, CR5 仅为 11%, 相比日本烘焙行业的 CR5=88%, 烘焙业内尚未出现龙头。至 2017 年, 桃李面包在面包市场及短保类面包市场中成为龙头, 而达利园则在长保面包品类的市场份额中占比最多。

图: 2012-2018 年烘焙行业市场零售规模

图: 2017 年中国烘焙行业竞争格局



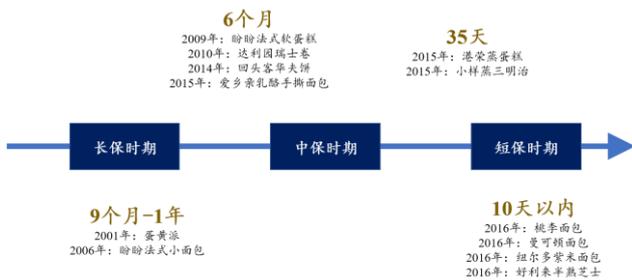
数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

分品类: 产品健康化, 产品结构优化, 预判未来短保产品需求大。消费者注重健康的诉求下, 烘焙行业产品升级方向趋于低糖、低脂、新鲜等健康方向。此外茶饮市场火热也带动烘焙市场, 欧包等新品驱动市场增长, 也反映出市场消费能力和消费升级需求。**在产品结构方面,**根据亿邦动力研究院的数据, 短保面包糕点产品由于其新鲜、健康等优势持续扩大份额, 但因短保产品高度依靠周转率且创新较快致规模效应不强, 因此目前 20 天以上保质期的产品仍然占到 93%。

图 42: 烘焙行业产品趋向短保产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 43: 烘焙+茶饮模式盛行

	代表品牌	传统模式	新模式
传统面包房	味多美、面包新语等	以面包为主, 仅提供少量饮品	提升饮品比重
传统咖啡店	星巴克、costa 等	以咖啡、茶饮为主, 提供少量烘焙类食品	提升烘焙品比重
传统茶饮店	贡茶、一芳茶等	仅提供茶饮类产品	增加烘焙产品
新兴茶饮店	喜茶、奈雪的茶等	茶饮与面包并重	茶饮与面包并重

数据来源: 《消费升级下烘焙行业发展趋势及成功路线》, 东吴证券研究所

分渠道: 门店模式与批发模式各有千秋。1) 中央工厂+批发模式代表为桃李面包, 2018 年末, 桃李面包已在全国 17 个区域建立了生产基地, 深耕渠道, 已在全国市场建立了 22 万多个零售终端。2) 连锁门店模式代表为 85 度 C, 在中国大陆地区门店数 580 家, 公司同时还对其门店进行了升级改造, 开设了咖啡饮品和休息区, 丰富了其产品品

类的组合。批发模式依托渠道能力，周转高、规模大，低毛利、低费用；门店模式品牌知名度高，规模小，高毛利、高费用，各有千秋。

表 3: 烘焙行业经营模式

经营模式	特征	优劣	代表企业	代表企业 18 年毛利率	代表企业 18 年净利率
中央工厂+批发	工厂直接生产成品后再配送至商超、经销商去进行销售	便于区域扩张和渠道下沉；对终端掌控能力有较高要求	宾堡、曼克顿、桃李面包	39.68% (桃李)	13.29% (桃李)
连锁店模式	成品配送：中央工厂生产成品，配送至门店进行销售		克里斯汀	44.56% (克里斯汀)	-34.9% (克里斯汀)
	半成品配送+再制：中央工厂生产的半制成品，配送到门店进行加工后销售	店面精致，产品新鲜，对终端的掌控力高；扩张受人力租金等成本限制	85 度 C、面包新语	58.74% (85 度 c)	6.88% (85 度 c)
	“前店后厂”：加工和门店一体化，后厂制作后再销售		好利来		

数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

2.1.3. 坚果：偶发需求日常化，过去五年市场空间基本翻番

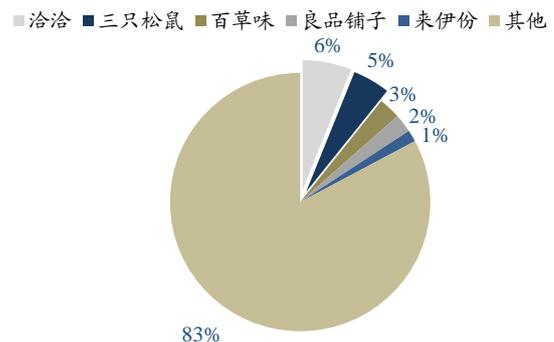
坚果健康属性成长性强，预计持续 11%+ 增长。2018 年坚果炒货行业零售收入合计达 893.5 亿元，同比增长 12%，13-18 年 CAGR=11%，五年市场空间基本翻番，其中主要龙头包括三只松鼠、洽洽、良品铺子、百草味、来伊份，18 年零售端 CR5=17.2%，行业集中度较低。

图 44: 坚果行业市场规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

图 45: 18 年坚果行业市占率 (公司坚果炒货业务营收)



数据来源：Frost&Sullivan，公司公告，公司官网，东吴证券研究所测算

分品类：新兴树坚果需求量大增，品类升级加速行业增长。目前国内坚果炒货行业主要分为传统的种子类坚果（花生、葵花子、南瓜子、西瓜子）及焕发新生的树坚果（开心果、榛子、腰果、核桃、松子、核桃、板栗、杏仁）行业。

1) 种子坚果行业口味创新升级显著提升单价。我国传统种子坚果行业发展早、规模大、品牌化程度低，以传统散装种子类坚果为主，代表企业为洽洽。种子坚果目前主要以口味创新升级为主，山核桃瓜子、焦糖瓜子等创新口味受到消费者喜爱。从公司角度来看，新口味瓜子在吨价和毛利率上更高，符合消费升级趋势。

2) 美味、健康、新鲜、方便多重属性推动树坚果市场份额上升。随着进口巴旦木、碧根果等产品在淘宝上线，树坚果品类在国内迅速打开市场，此外六个核桃的核桃补脑的卖点也打开了原有的核桃市场。2017 年国内分别进口巴旦木、腰果、榛子、夏威夷果、开心果（带壳）共 7.7/5.7/0.5/0.4/11.8 万吨，2013-2017 年 CAGR 分别为 12.8/1.7/54.2/-0.1/8.0%，进口树坚果需求增长明显；2017 年国内生产的松子、核桃消费量分别为 5,213/362,382 吨，13-17 年 CAGR 分别为 26.2/18.2%，树坚果各品类除了腰果、夏威夷果之外需求增速快，远高于种子坚果 13-17CAGR=4%的消费量复合增长率。

表 4: 17 年坚果细分各品类国内消费量、国内产量、进出口量拆分

单位: 吨	消费量	进口量	出口量	国内产量	主产国	主产国进口量占比
核桃	362,382	3,287	10,459	369,000	中国	--
开心果	75,617	117,836	43,420	0	美国	81.32%
腰果	47,549	56,910	0	0	越南	--
巴旦木	40,630	76,916	36,285	0	美国	65.51%
碧根果	33,000	32,316	0	0	美国	95.00%
榛子仁	5,399	5,463	0	0	土耳其	51.38%
松子	5,213	260	16,271	10,000	中国	--
夏威夷果	4,131	3,921	2,591	3,920	南非	42.67%
树坚果合计	573,921	296,909	109,026	382,920	--	--
种子坚果合计	19,173,504	112,133	287,301	18,500,000	中国	--

数据来源: INC, 东吴证券研究所

3) 树坚果品类升级复合消费者需求。目前树坚果的品类升级方向主要可以分为，去壳（方便食用）、复合（不同坚果搭配带来营养和口味的混合）和坚果深加工（与其他品类产品混合加工）。目前快速增长的每日坚果既兼备了方便和美味的属性，每日坚果使用了果仁食用方便，并添加了水果干作为天然的甜味，在口味上也符合消费者需求，在健康需求增长的大背景下，复合坚果仍有较大的增长空间。整体来看，树坚果细分行业同质化程度高，随着获客成本的不断升高，龙头公司近两年靠价格战抢占份额，行业

细分内竞争激烈。

表 5: 坚果产品同质化程度高, 促销力度大

每日坚果品牌	内容物	原价 规格: 30 袋*25g	中秋促销活动	原价 (元/ 袋)	促销价 (元/ 袋)	促销折扣	18.08-19.07 年销售额 (亿元)
三只松鼠	巴旦木仁、核桃仁、开心果仁、榛子仁、夏威夷果仁、腰果仁、蓝莓干、黑加仑葡萄干、蔓越莓干	138	前 5 万份 99 元之后 104 元	4.6	3.3	72%	4.14
百草味	巴旦木仁、腰果仁、核桃仁、榛子仁、开心果仁、蓝莓干、葡萄干、蔓越莓干	138	前 3 万件 78 元之后 89 元	4.6	2.6	57%	1.65
洽洽	巴旦木仁、核桃仁、榛子仁、腰果仁、蔓越莓干、黑加仑葡萄干、蓝莓干	139	139 减 40 元券	4.63	3.3	71%	2.57
沃隆	巴旦木仁、核桃仁、腰果仁、榛子仁、蓝莓干、蔓越莓干	139	9 折	4.63	4.17	90%	1.14
良品铺子	核桃仁、开心果仁、榛子仁、腰果仁、蔓越莓干、蓝莓干、红提干	126	立减 37 元	4.2	2.97	71%	1.18

数据来源: 天猫, 东吴证券研究所

图 46: 每日坚果各品牌价格、质量、保质期评价



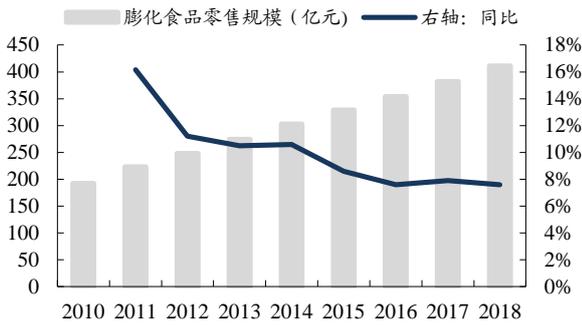
数据来源：天猫，东吴证券研究所

分渠道：1) 流量红利末期，线上竞争格局稳定。2010 年电商平台开始高速发展，百草味、三只松鼠等分别在 2010、2012 年入驻天猫，主营进口树坚果等产品。目前坚果线上集中度高于线下，19 年 6 月淘宝网坚果销售额前三：三只松鼠/百草味/良品铺子，对应线上市占率分别为 33/15/9%。在流量红利末期，新进入者流量成本高，线上坚果已形成较强的进入壁垒。**2) 线上企业向线下发展，全渠道打造品牌力。**坚果线上企业在线上渠道在流量高边际成本的背景下，开始向线下发展，希望多样化的销售模式能增强消费者的购买体验。目前三只松鼠线下投食店超过 80 家，闭店七年的百草味也利用好想你的 124 家线下门店开启线下推广，并于 19 年 6 月在杭州开设第一家百草味线下直营店。**线下传统企业走到线上：**以洽洽为代表的传统企业开设淘宝店，通过每日坚果打开线上市场，来伊份、良品铺子也纷纷涉足线上。

2.1.4. 膨化食品：起步早，增速缓，早布局者已抢占先机

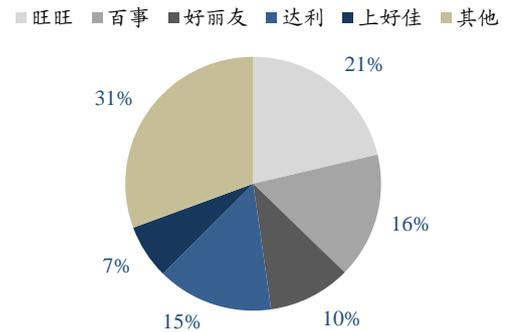
调味丰富酥脆口感的膨化食品增长稳健。18 年膨化食品行业零售端市场规模达到 411 亿元，同比增长 7.6%，增速有所放缓。截止到 2018 年末，膨化食品 CR5=69.4%，行业集中度较高，形成行业进入壁垒。目前国内膨化食品原料包括谷物（玉米、小麦、全麦、燕麦、大米等）、豆类（荷兰豆、红豆、鹰嘴豆等）以及薯类（马铃薯、红薯、紫薯等）为主要原料，龙头企业以不断的推出新品类、新口味，创新的营销方式来获得市场份额。由于新产品的跟随难度低，出现爆款新品后其他企业往往采取跟随策略，行业同质化高。

图 47: 膨化食品行业市场零售规模及增速



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 48: 18 年膨化食品行业市场市占率



数据来源: Frost&Sullivan, 公司公告, 东吴证券研究所测算

从品类上来看: 细分子版块龙头各占高地, 集中度高形成品牌即品类的印象, 用户粘性强。旺旺 1994 年在内地建设第一家工厂, 我们测算旺旺米果市占率超过 60%, 1993 年, 百事公司引进乐事薯片进入中国市场, 现乐事薯片在国内薯片市场占有率约 40%, 上好佳则占据小麦制品市场。一方面因为起步早, 发展成熟; 另一方面消费升级下客户逐步重视健康、品质, 膨化食品行业整体增速下滑, 处于成熟期。近几年, 膨化食品企业通过多种方式驱动收入增长, 1) 原料创新: 采用其他低热量的原料替代土豆, 例如木薯、芋头、山药等, 18 年 8 月洽洽推出的山药脆片高峰达到 1000 万的月销售额, 且市场反响口感比薯片好, 成功打造为爆款; 2) 工艺创新: 推出非油炸焙烤型膨化食品, 例如乐事“轻焙”、好丽友“薯愿”等。

从渠道上来看: 消费者消费习惯固定, 龙头品牌传统渠道稳固。国内膨化食品发展中, 乐事、上好佳、旺旺已进入中国市场 25 年, 可比克、好丽友超过 10 年, 早期均通过商超、便利店、特通渠道, 形成了较强的消费者品牌认知度, 线下基因稳固, 淘宝膨化食品年销售额不到坚果炒货一半。

图 49: 2019 年中国膨化食品品牌力指数排行榜

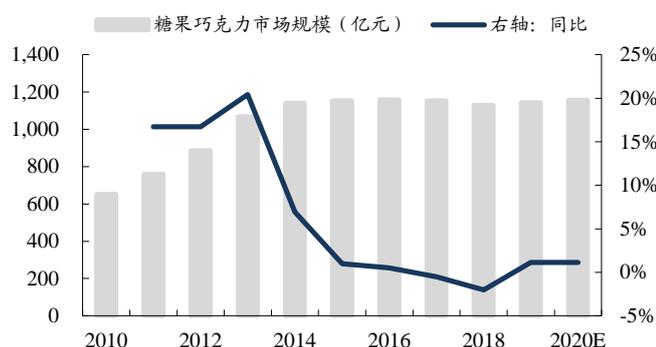
品牌	2019年C-BPI得分	排名	变化
乐事	594.8	1	--
上好佳	462.7	2	--
好丽友	418.0	3	--
旺旺	359.5	4	--
奇多妙脆角	316.3	5	--
亲亲	291.5	6	+1
可比克	283.2	7	-1
奇多	270.9	8	+1
品客	247.6	9	-1
好丽友好多鱼	247.6	10	+1

数据来源: Chnbrand, 东吴证券研究所

2.1.5. 糖果巧克力：行业成熟，外资主导，高集中度

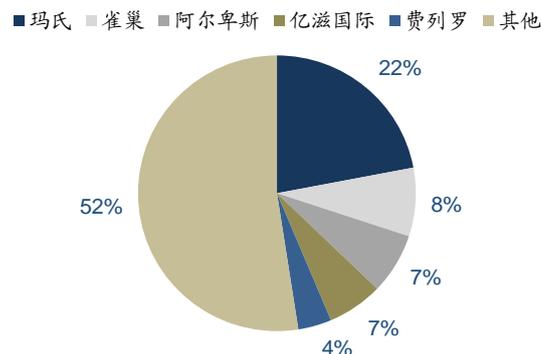
行业增速趋缓，高集中度高壁垒。2018年糖果巧克力行业零售端市场规模1129亿元，同比增长-2%，增速放缓明显。随着消费者健康意识的提升以及对品质型消费不断增长的需求，传统糖果的日常需求量逐渐减小。据中国产业信息网发布的调查显示，糖果产量从2014年的362万吨降至2018年的288万吨。国际糖果巨头企业在中国糖果巧克力市场占据绝对主导地位并完成商超渠道的覆盖，截止到2018年末，行业CR5=48%，行业集中度较高，形成较强的行业进入壁垒。

图 7：糖果巧克力行业市场零售规模及增速



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 8：2018 年糖果行业市占率



数据来源：公司公告，公司官网，中国产业信息网，ESM，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

从产品上来看：巧克力复合型产品受消费者欢迎，产品单价亦随之提升。在产品创新上，巧克力与坚果、水果、糕点结合的创意化产品，像星球杯、燕麦巧克力、士力架等创新产品拥有回味童年/扛饿等标签，同样取得成功，且显著提升了产品价格。

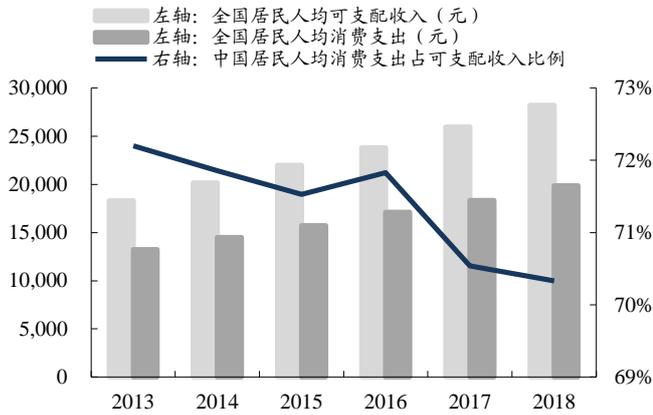
从渠道上来看：供给端下滑致糖果产量下滑，国际龙头企业份额稳定。中小企业多实行经销商制，由厂家负责产品生产，经销商负责销售和定价。且受制于企业规模和品牌力，在该种模式下，渠道无法张开覆盖率不足，市场份额逐渐被蚕食。行业龙头徐福记（雀巢）则放弃了流通渠道，通过采取专柜直销的策略主抓 KA 卖场，由公司自行投入资金控制终端销售，最大限度执行公司的销售策略。而其他行业龙头品牌如阿尔卑斯则大多采取经销商制和直销相结合的模式，对 KA 卖场、区域性 A 类超市、B 类超市、C 类超市和以及便利店进行全面覆盖。阿尔卑斯对卖场产品陈列进行统一规定和管理，要求 KA 卖场铺货率必须达到 98% 及以上，强大的品牌效应和渠道覆盖保证了下级市场的稳定增长。

2.2. 经济水平与生活方式决定休闲食品走向

2.2.1. 物质基础决定消费能力：增量空间大，消费习惯易向低线传导，始终注重性价比

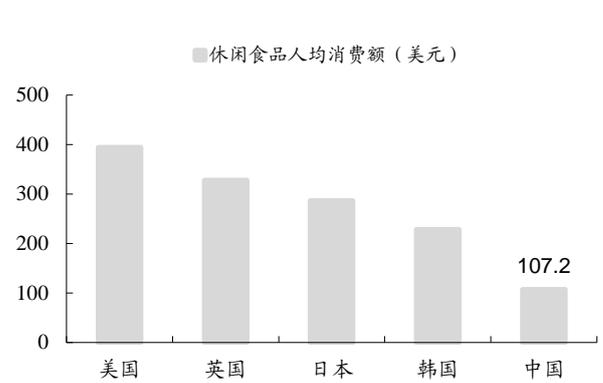
消费支出增长较慢，预计未来增长空间大。2018年全国全民人均可支配收入28228元，人均消费支出19853元，随着人均可支配收入较快速度增长，支出占到收入的70.3%，较2013年下降1.87pct，预计人均消费还有较大增长空间。根据Frost&Sullivan的数据测算，2018年，中国人均休闲食品消费额约为107美元（约735元人民币），较世界发达国家仍有2-4倍差距。

图 50: 全国居民人均可支配收入及人均消费支出



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

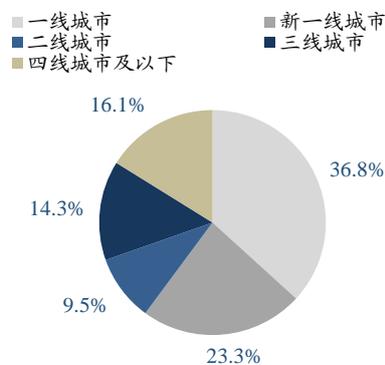
图 51: 中国休闲食品人均消费较世界发达国家仍较低



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

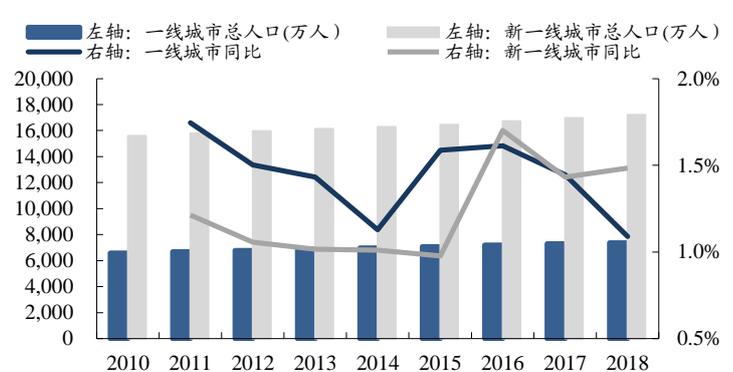
从休闲消费的区域分布来看，一线和新一线城市的休闲食品消费者占比过半。根据Mob研究院的数据，2018年按城市等级分类购买休闲零食的消费者中，一线城市的消费者占比为36.8%，新一线城市的消费者占比为23.3%，其中上海、武汉消费者最多。2018年，15个新一线城市常住人口增长1.48%，增速超过一线城市增速0.4pct，超过全国总人口增速1.1pct。自2016年以来，新一线城市人口增速明显加快并高于一线城市，预计未来新一线城市的休闲食品消费者占比将快速增加。此外，伴随外出口返乡及互联网信息传播，也使一二线城市消费观念、消费习惯和流行品牌传导到低线城市，促进低线城市消费升级，总人口和人均消费的角度看，新一线和低线城市都大有可为。

图 13: 休闲零食消费者城市等级分类占比



数据来源：Mob研究院，东吴证券研究所

图 14: 新一线城市人口增速超过一线城市



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

注重性价比也是消费升级的一个重要表现，消费者不愿意为额外的营销买单，更愿意接受具有高价值和差异化的高性价比商品。Daymon 的报告指出，拥有自有品牌的零售商对消费者有直接吸引力，而最主要的吸引点来自于自有品牌节省了中间成本后通常具有较高的性价比且品质更好。唯品会调研数据显示，“质量良好”和“性价比高”是 90 后在购物时最关注的两大因素，65.6% 首要关注性价比。

图 52：“性价比”一词在唯品会平台的评论中占比（%）显著提升



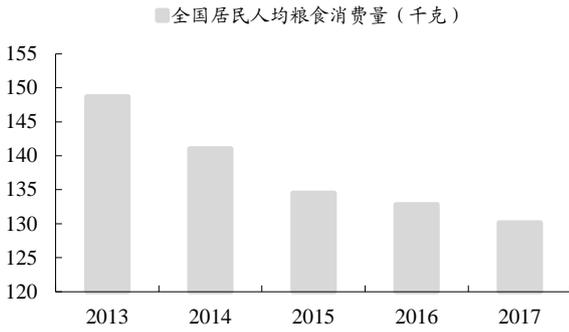
数据来源：唯品会，东吴证券研究所

2.2.2. 生活方式影响消费意愿：快节奏、高压力、注重健康引导快消费、上瘾性 or 有健康属性的产品脱颖而出

物质充裕，生活节奏加快，主食消费量不断下降。2017 年全国居民人均粮食消费量为 130.12 千克，较 16 年减少 2.7 千克，近 5 年来呈明显下降趋势。休闲食品曾作为主食以外的额外食品消费，因其方便、便携、口味、营养等属性，随着主食消费量的不断减少而增加。中商产业研究院显示，超过 11% 的国人选择在早餐时食用面包，仅低于食用包子的消费者数量。《中国居民早餐饮食状况调查》报告显示，35% 的调查对象不能做到每日吃早餐，主要原因就是时间紧，同时 81% 的调查对象的早餐用餐时间都是在 15 分钟以内。相比传统早餐，面包购买和食用的时间都更短。我们判断，适合快节奏生活的多功能产品将有更大发展空间。此外，快节奏带来的压力变大，也让刺激性口味的成瘾性产品也产生较高粘性。

图 15：全国人均粮食消费量持续下降

图 16：购买早餐时间对比



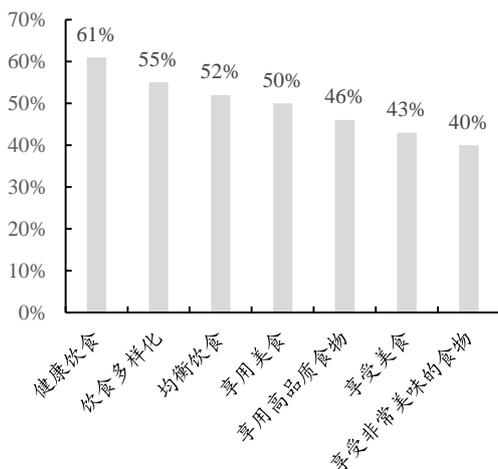
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: 《现代烘焙》, 东吴证券研究所

诉求健康助推细分品类和定位。调查显示消费者选择饮食时考虑因素中, 约61%的受访者选择了健康, 随着生活水平提高, 消费者对健康认知提升, 休闲食品健康化也将成为重要的发展方向, 由健康饮食也衍生出更多应用场景, 如代餐、礼品、特殊消费等。

图 53: 中国消费者选择饮食的考量因素



数据来源: KANTAR TIN, 东吴证券研究所

图 54: 休闲食品未来的发展方向

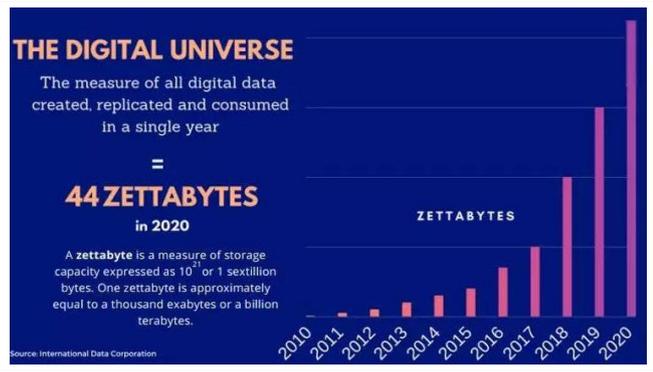
场景	内容
代餐化	随着生活节奏加快、膳食结构进一步调整, 更多人会选择少食多餐的饮食方法。正餐和零食的界限在逐渐模糊, 零食代餐化、正餐零食化将给休闲零食很大机会。
礼品化	“伴手礼”是出门到外地时, 为亲友买的礼物, 一般是当地的特产、纪念品。休闲零食礼品化, 符合休闲食品品牌化和地域化的内在趋势, 伴手礼有可能成为未来的重要应用场景。
特殊人群化	随着休闲零食市场饱和以及精准营销、智能工业的进一步发展, 休闲零食可能会照顾特殊人群对食品的特殊需求。例如: 针对乳糖不耐症人群推出代乳制品、针对减肥健身人群推出低热量肉食或低卡低脂甜食、针对银发族提供具有药理作用的休闲零食等。

数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所

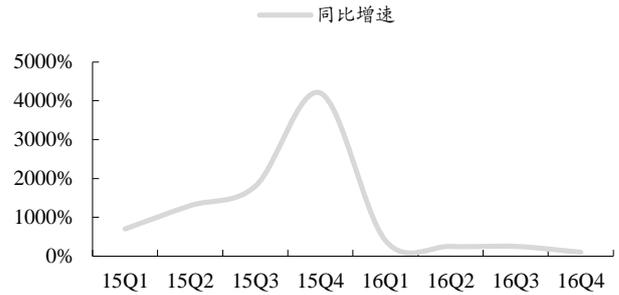
消费者信息获取爆炸, 产品迭代速度加快。2010年后, 数据开启爆发式增长, 消费者日信息获取量、广告接收呈高增长态势, 营销渠道也从线下宣传、电视节目宣传走向了互联网宣传、植入广告、网红直播等多模式, 消费者选择增加, 年轻消费群体更乐于尝新, 快消品粘性降低, 导致单品生命周期变短。从食品饮料行业可以看到, 打造大单品难度提升, 产品生命周期缩短。

图 55: 2010 年后进入数据爆炸时代

图 56: 泰国小老板海苔销售增速下滑较快



数据来源：IDC，东吴证券研究所



数据来源：淘宝，东吴证券研究所

3. 渠道：线上线下一体化，渠道利润与支持决定铺货效率与效益

3.1. 渠道变革迭代，线下仍为主力，机遇与挑战并存

中国休闲食品行业的渠道发展大致可以分为四个阶段。

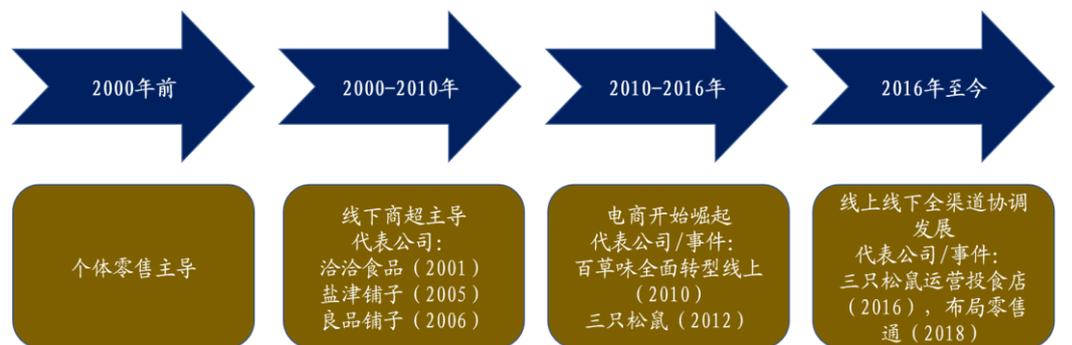
2000年前：以个体零售为主，此时尚未形成有影响力的品牌公司；

2000-2010年：商超渠道主导，洽洽食品、盐津铺子等知名品牌在这个阶段成立并迅速发展；

2010年-2016年：电商开始崛起，线下企业受到一定冲击，收入增速有所放缓，好想你、来伊份、良品铺子等公司均在此阶段布局线上渠道，以线上渠道为主的坚果龙头三只松鼠也在2012年成立；

2016年后：“新零售”概念被提出，渠道模式进入了线上线下协调发展的时期，三只松鼠于2016年运营投食店，2018年接入新零售平台。

图 57：休闲食品渠道发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

线下仍为主力，商超占据半壁江山。目前，休闲食品渠道主要分为个体经营，连锁经营，商超和线上。从快消品渠道分布看，商超渠道仍是主要渠道，占比约为 60%，增

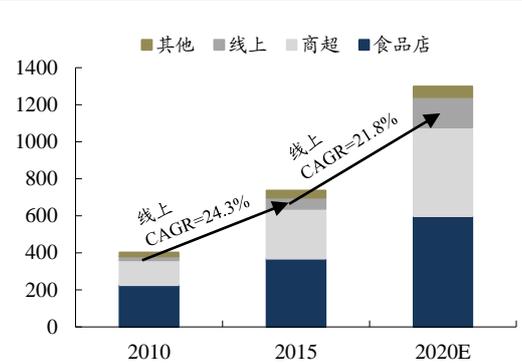
速稳定在 10% 以上，超市/小超市占比稳定在 40% 左右，电商渠道目前占比仍较小但是从 2010 年起 CAGR 超过 20%，增速远高于其他渠道，传统渠道例如杂货铺则呈现出负增长的态势。PushON 的研究指出，消费者在线上首次购买某产品之前，2/3 的消费者倾向于在实体店中浏览产品，我们认为长期来看，线上休闲食品仍将是重要的品牌定位输出口，也将是休闲食品中增速较高的渠道，但结构上，线下渠道仍将为主流。

图 58: 休闲食品渠道概览

	优点	缺点	示例	代表企业
便利店	网点密集覆盖，营业时间较长	单一品牌只有个别产品能进驻		百胜中国
连锁专卖店及其他	提供了展示产品形象的平台，并更准确获取消费者有效反馈	费用投入较大		三只松鼠、良品铺子、来伊份
电商平台	方便、快捷、价格较低，可接收到买家的反馈	获客成本提升；运输时间略长；缺乏体验度		三只松鼠、百胜中国
杂货铺	诸如阿里零售通的模式可以让知名品牌渗透至这些此前未曾进入的渠道	受限于区域，难以规模化		洽洽
超市/大卖场	售卖多品牌、全品类产品	单一品牌只能以重点产品进驻，难以提供专业化服务		良品铺子、洽洽

数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 59: 电商渠道增速领先

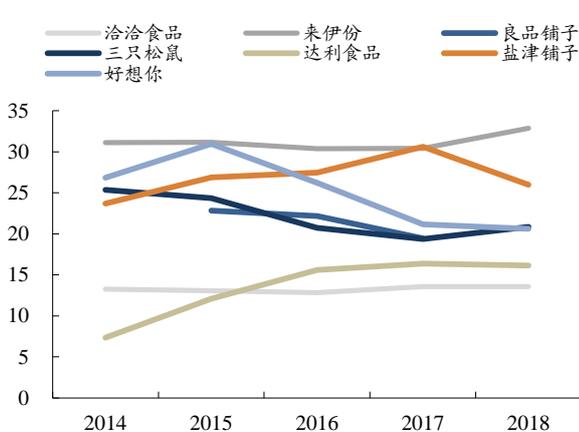


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

3.1.1. 商超/便利店：成本低、盈利强，仍是最主要的渠道

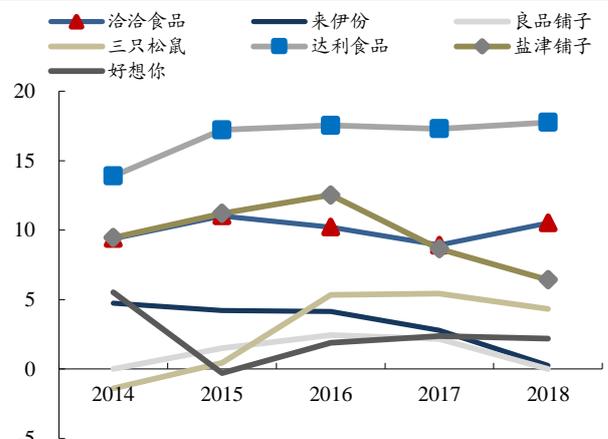
商超渠道为主的公司盈利能力强。商超渠道模式普遍费用投放较低，从销售费用率的角度看，以商超渠道为主的达利、洽洽等公司都在 20% 以下，明显低于电商、连锁直营渠道为主的三只松鼠、来伊份等公司。从净利率的角度看，拥有相对高毛利且较低费用率的全品类商超主导的达利食品 (17% 左右)、盐津铺子以及洽洽食品盈利水平较高，其余公司无论是以直营连锁为主的来伊份、电商渠道为主的三只松鼠，净利率都在 6% 以下。

图 60: 商超渠道为主的公司销售费用 (%) 较低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 61: 商超渠道为主的公司净利率 (%) 高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

渠道利润影响商超铺货积极度，此处渠道利润可拆分为毛利和周转。毛利：达利作为线下商超渠道的代表，销售网络涵盖中国所有省市及大部分县级行政区域，截至18年底，公司经销商超过5228名，专职销售人员超过11800名，覆盖销售终端200万个，食品在商超占比超过30%。公司在渠道优势在于，相对于同行业更低的ASP（出厂价格折扣45%，同业25%-40%），让利于渠道商。**周转**：厂家的信息化水平高，渠道掌控力强，则产品周转速度快，对商场资金、场地占用小，商超利润则厚。**长期精耕商超渠道的厂商，因渠道铺设广，便有了协同新品推广成本低的优势。**

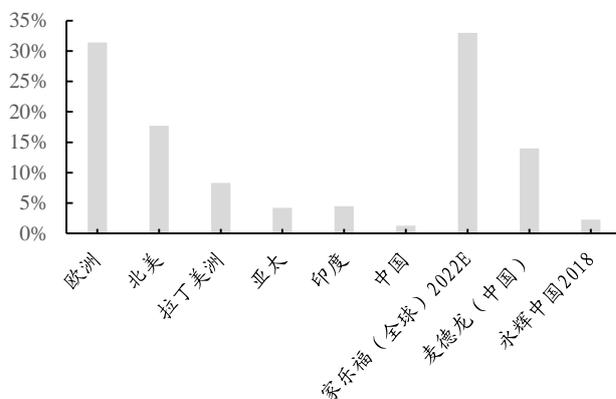
新零售下商超便利市场扩容，但厂商是否会受制于商超渠道值得关注。以永辉超市为代表的新型商超崛起，带动商超市场进一步扩容，此外以7-11、全家为代表的便利店取代传统街边店、小卖部，渠道铺设更广，即时消费属性更强，将成为休闲食品新发力方向，根据CCFA中国便利店发展报告，国内2018年门店数约12.2万家，近三年CAGR=10.27%，销售额2264亿元，近三年CAGR=24.22%，便利店渠道有望占据更大份额。**水能载舟亦能覆舟，对比海外零售业态，当商品毛利率够高，便会衍生出更多商超/便利店的自有品牌产品，侵蚀上游供应商利润。**据商业经济研究，一般而言，零售商自有品牌比制造商品牌的毛利率高出20%~30%。国内以永辉超市、全家等为代表的零售商，自有品牌率在逐步提升。我们认为产品的品牌溢价能力、生产工艺复杂程度等都会影响自有品牌替代性。

图 62：中国便利店销售规模增长迅速



数据来源：CCFA，东吴证券研究所

图 63：自有品牌率对比



数据来源：超市周刊，东吴证券研究所

3.1.2. 门店：品牌体验靠直营，高速扩张依赖加盟

从品牌认知度和认同感上看，门店优于商超。品牌商自有门店的模式中，能构建完善的会员体系，收集目标客户信息，有效对客户需求做出反馈，提升消费体验度。线下品牌连锁门店分为直营和加盟两种模式，线下连锁门店重品牌——服务体验，购物体验好、商家和顾客互动充分和产品力强的门店中，购物转化率和复购率高，单店收入高，重渠道——门店密度，单店收入一定、单店覆盖半径重叠度低的情况下，总收入可随门

店铺设密度提高。

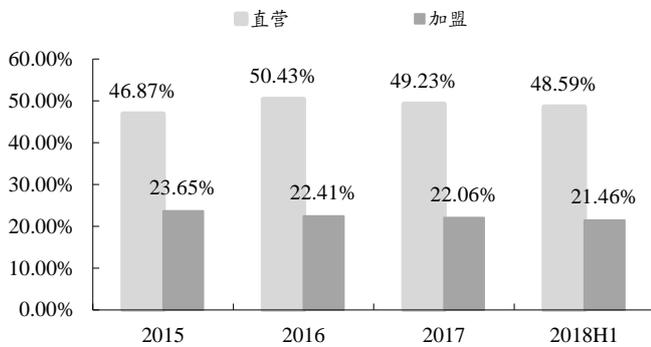
表 6: 直营 VS 加盟模式

模式	优势	劣势	代表公司
直营模式	毛利率高; 规模化经营; 利于长期品牌势能的积累	重资产模式, 投资量大; 租金、人力成本费用占比高	桂发祥、来伊份 周黑鸭
加盟模式	扩张速度快, 利于全国化布局; 店面租赁、人员安排更加灵活	盈利能力较弱; 容易产生假货; 合约到期持续性较差	绝味食品、煌上煌

数据来源: 草根调研, 公司公告, 东吴证券研究所

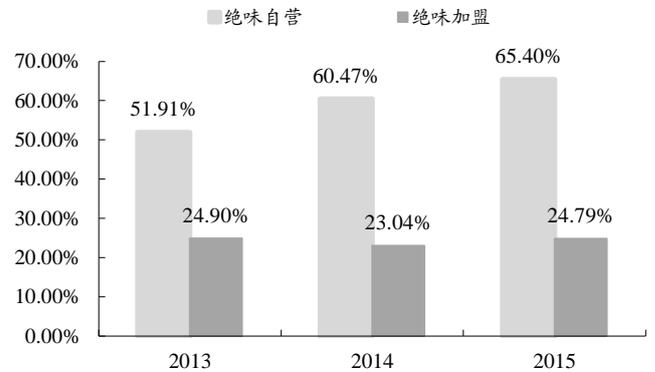
直营店高毛利、高成本、高弹性。由于在直营模式下, 品牌商的定价是面向消费者的最终定价, 品牌商的终端控制力强, 因此盈利能力强, 而加盟模式中公司将产品销售给加盟商, 再由加盟商使用公司的品牌进行终端销售, 因此品牌商赚取的利润更少, 盈利能力相对较弱。从毛利率看, 良品铺子/绝味直营店毛利率约为自身加盟店的两倍, 但同时直营也面临租金、人工等增量费用。值得指出的是, 对于单店而言, 租金、人工等支出是固定费用, 单店收入的提升后费用率降低, 而加盟模式的终端-渠道价差只随门店节奏而增长, 直营模式下弹性更大。

图 64: 良品铺子自营毛利率远高于加盟



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 65: 绝味自营毛利率远高于加盟



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

加盟模式助力区域扩张。休闲卤制品行业中, 绝味、周黑鸭分别采用直营和加盟模式, 年门店数分别约为 1000 家/260 家, 截至 18 年末开业门店分别为 9915/1288 家。加盟商投资回收期的长短和回报率影响加盟商的加盟意愿, 此外公司的文化和品牌效应将影响在同品类加盟中的选择。

表 7: 部分休闲食品加盟政策及测算对比

加盟店铺	良品铺子	三只松鼠	绝味食品	怡佳仁	
店铺面积（平方米）	60	50	20	30	
前期投资	保证金	200,000	-	5,000	10,000
	装修费	100,000	100,000	50,000	50,000
	货架设备费	30,000	60,000	20,000	20,000
	首批进货费	100,000	100,000	18,000	10,000
	开业费用	1,000	-	8000/年	-
	流动资金	50,000	-	8000/年	50,000
	消防费	-	-	3,000	-
总计	481,000	260,000	91,000	140,000	
后期营业/月	房租费用	12,000	20,000	5,000	12,000
	员工工资	15,000	15,000	7,000	12,000
	加盟费	1,250	3,333	667	-
	水电杂费	2,000	2,000	2,000	1,500
	原料成本	93,000	107,983	35,400	42,400
	管理费	-	-	667	250
	税收	4,500	5,225	1,800	2,400
总计/月	127,750	153,542	52,534	70,550	
盈亏平衡点	客单量	57	66	58	59
	客单价	75	78	30	40
	盈亏平衡月销售额	127,750	153,542	52,534	70,550
	每小时客单数	6	8	4	6
单期盈利	月销售额	150,000	174,167	60,000	80,000
	客单价	75	78	30	40
	客单量	67	74	67	75
	净利润	22,250	20,625	7,466	9,450
	单位面积收入/月	2,500	3,483	3,000	3,000
	净利润率	15%	12%	12%	12%
投资回收期（月）	18	17	16	20	

数据来源：51 加盟，草根调研，东吴证券研究所测算

注：部分公司对客单/毛利率假设比较敏感，各地租金及人工成本也存在差异，投资回收期进一步测算仍需要进行敏感性分析

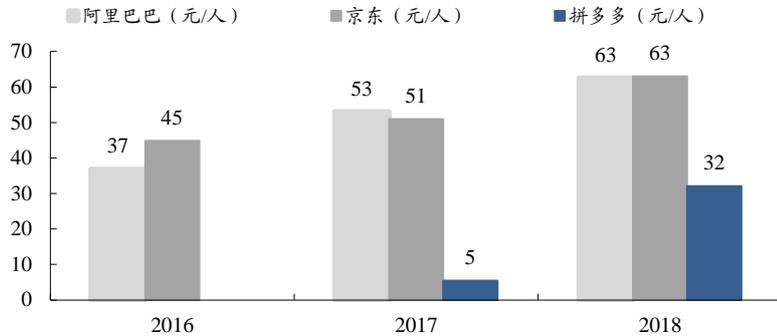
3.1.3. 电商：机遇与挑战并存，渗透率增长空间大

线上平台受众多，覆盖面广，零食渗透率仍有空间。截至 19Q2，阿里/京东/拼多多活跃用户分别为 6.7/3.2/4.8 亿人次，覆盖面广。我们测算，目前电商渠道中休闲食品渗透率仍低，以三只松鼠为例，其淘宝平台渗透率为 11%，京东约为 7%，已经领先行业，但是和服装等行业比仍有空间。

线上平台流量成本短期难以克服，物流成本大，品牌体验感相对弱于线下。各大电商平台 GMV 和活跃用户数增速趋缓，19Q2 阿里/拼多多活跃用户增速分别为 17/41%，

线上获客成本增加。以线上平台为主的休闲食品公司需要负担的线上成本包括流量费和物流费等，在短期来看是和线上收入匹配增长，长期可能因品牌效应和供应链优化后能有所降低。

图 66: 电商平台获客成本逐渐增加



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：由营销费用/当期活跃客户算得

表 8: 休闲食品商家收入/电商渠道收入/运费收入额 (亿元) 及增速

	时间	入仓+经销营收	yoy	电商自营渠道营收	yoy	运输费用	yoy
洽洽	2017	34.1		2.0		1.0	
	2018	39.2	15%	2.8	43%	1.2	20%
	18H1	17.4		1.3		0.4	
	19H1	17.7	2%	2.1	62%	0.6	26%
好想你	2017	19.1		21.6		2.4	
	2018	24.1	27%	25.4	17%	3.4	41%
	18H1	12.4		13.9		2.0	
	19H1	12.1	-2%	16.5	19%	2.3	14%
三只松鼠	2016	8.7		35.5		3.0	
	2017	19.8	127%	35.8	1%	3.2	9%
	2018	27.9	41%	42.1	18%	4.7	46%
每十亿营收所需运费		0.2		0.9			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

线上平台优势在于及时反馈效率高，亦是品牌宣传的通道。线上起家的三只松鼠为例，松鼠内部从商品洞察（选品会）到上新只要 40 天，其中包括新品试验、包装、筛选生产厂家、网页宝贝描述、推广促销玩法、第一波用户数据回流，松鼠利用线上购买及时反馈，大数据收集的优势，保证了产品的快速上新和用户反馈，提高运营效率和新品打造的能力。

3.2. 新零售将发力，各渠道优势互补共同发展

新零售促进渠道多元化。“新零售”是利用线上资源（网络平台和大数据），将线下传统零售要素打通重构的过程，包括重构商家与消费者的关系、重构消费体验等。核心在于通过互联网了解消费者的诉求及习惯（购物习惯、活动区域、消费频次等），结合线下平台增强消费者购买的便利度，同时增加线下平台的消费内容（同一个场景具有多样的消费品类），为消费者提供多元的消费体验。

从休闲食品行业看，线上企业走到线下，线下企业涉足线上，融合趋势日益显现。线上线下融合后，效益提升显著，良品铺子从会员消费数据中发现，在线上线下打通后，同时在两个渠道有消费习惯的用户，消费额度是单渠道用户的 1.6 倍。

通过体验店增加互动，利用零售通提高渠道覆盖率。线下体验店获客成本相对低于线下，部分商场能给大品牌一定的租金折扣或免租期。门店休闲区域有社交属性，可通过开展一些儿童活动等方式提高客户粘性。此外，零售通亦给线上品牌商带来增量。线上知名品牌，如三只松鼠，对接零售通后进一步触及长尾客户，截至到 2018 年 4 月底，全国有 660 万家夫妻杂货店，年销售额万亿，这部分小店分布零散、体量很小，依靠之前的经销体系难以触及。2018 年 6 月，三只松鼠正式在零售通上线，公司根据零售通提供的小店数据，在现有产品线上选择了 50 个 SKU，上线当天，销售收入 450 万，动销店铺 1.7 万家，在上线后 9 个月，销售额已突破 3 亿，覆盖小店数量 35 万家。

表 9：线下体验店场景



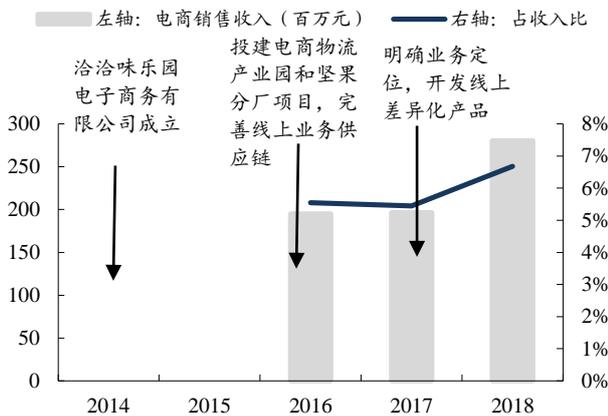
数据来源：草根调研，东吴证券研究所

线下传统渠道积极拥抱线上。

- **洽洽电商渠道快速成长，打造终端信息通道。**洽洽 2014 年就成立了电子商务公司，电商零食品类丰富竞争激烈，公司持续增资拓宽品类，线上业务快速增长的同时，大数据与营销也拉动了线下产品系列的推广和延伸研发。2016 年，洽洽继续投建电商物流产业园与高档坚果分厂，以解决电商规模扩张带来的仓储及配送问题。2018 年洽洽的电商渠道实现营收 2.8 亿元，同比增长 42.74%，占总营收比例小幅提升至 6.68%。

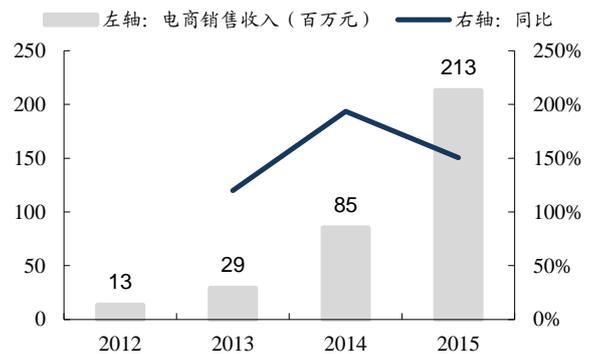
- **来伊份电商渠道迅速发展，销售收入占比仅次于直营门店。**在以线下直营店为主导的销售格局下，来伊份积极发展线上业务，于 2011 年成立电商子公司，并依托来伊份公司网站、手机 APP 应用及与天猫、京东、1 号店等大型电商平台合作，全方位开拓线上业务。公司电商销售收入由 2013 年的 1318 万元上升至 2015 年的 2.13 亿元，CAGR 高达 152.83%。而电子商务销售收入占比也由 2012 年的 0.48% 上升至 2015 年的 6.94%，超过加盟门店 3.07% 的收入份额，仅次于直营渠道居于第二位。电商作为公司销售方式新的布局，具有较大增长潜力，有望成为公司未来的收入来源。
- **好想你收购百草味，建设线上渠道。**电商是好想你近几年发展最为快速的渠道，尤其是公司 2016 年成功并购百草味后，电商渠道销售占比逐年攀升，2015 年收入仅 10.5%，2018 年度，电商渠道销售额突破 40 亿元，占公司总体销售额的 82.30%。

图 67: 洽洽电商渠道发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 68: 来伊份 2012-2015 公司电商销售收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议：红海行业类比服装，不容小觑的龙头机会

4.1. 休闲食品：高同质化行业，渠道和生产模式可与服装类比

服装行业和休闲食品一样存在高同质性。具体来看，两者的共性包括，**产品**：同质化易模仿，sku 丰富；**渠道**：线下需要广铺设，线上渗透率提升空间大；**运营模式**上：消费者购买频率高，公司依赖高周转、强库存管理能力筑护城河。但两者仍存在品牌、客单价、产品生命周期上的差异，在类比时也需考虑这些因素。

表 10: 高同质化行业对比——服装 VS 休闲食品

共性	中间地带	差异性
----	------	-----

<ul style="list-style-type: none"> • 产品: 多 sku, 高同质化且易模仿 • 消费者购买高频, 厂商依赖高周转 • 渠道广, 线下需要广泛的门店铺设带来规模优势, 线上渗透率提升, 并成为品牌形象输出 	<ul style="list-style-type: none"> • 体验: 注重服务体验 • 品牌: 品牌效应易产生高客户粘性 	<ul style="list-style-type: none"> • 客单价 • 食品安全顾虑, 保质期顾虑 • 产品生命周期
---	--	--

数据来源: 东吴证券研究所整理

从生产模式看, 休闲服饰龙头如森马, 国际快消龙头 H&M、优衣库, 体育龙头如 Nike、李宁采用的是 OEM 代工模式, 而羽绒服龙头波司登、快消服饰龙头 Zara 的自有产能分别约 60/40%, 服装行业的 OEM 模式相对成熟。OEM 经营相对成熟, 也涌现出代工龙头如申洲国际。OEM 的优点在于, 各公司相对轻资产模式, 产品上新响应速度快, 成本管理能力强, 但对食品行业却存在食品安全管控风险, 需要重点关注 OEM 食品企业的质检和风控能力。

表 11: 服装行业财务、产能数据

	2017-至今 涨跌幅	存货周转率(次)	毛利率	净利率	自有产能比率
耐克	68.3%	3.98	43.8%	5.3%	低于 5%
波司登	362.5%	2.88	53.1%	9.7%	约 70%
安踏	185.1%	4.52	52.6%	17.6%	20%
森马	22.9%	2.78	39.8%	10.7%	低于 5%
比音勒芬	12.3%	1.12	63.3%	19.8%	低于 5%
优衣库	63.6%	2.86	49.3%	6.9%	低于 5%
H&M	-25.0%	2.79	52.7%	6.0%	低于 5%

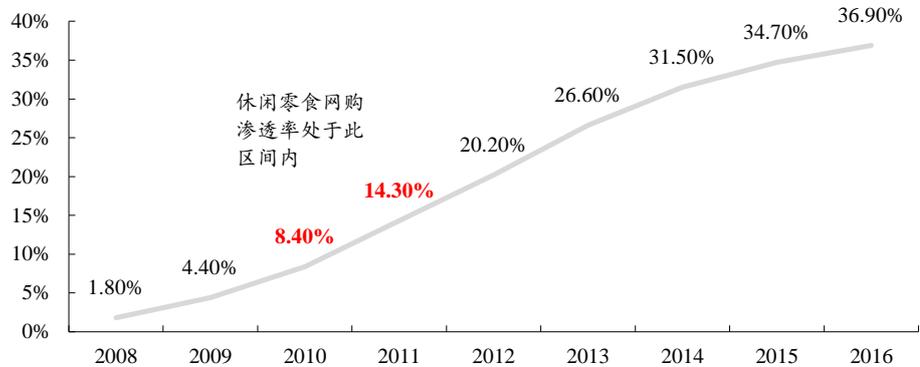
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

从线下渠道看, 服装行业品牌化率逐步提高, 线下门店体验属性提高, 原本的物质需求上升至品牌需求, 溢价水平提高, 线下零售门店铺设分为广开店(森马)和精开店(高端女装+奢侈品)模式, 考虑到休闲食品客单价相对较低, 我们认为可类比的更多广开店的模式, 而森马也是通过 OEM 模式代工, 成为品牌+渠道商, 休闲食品行业中同样可以类比的有来伊份、良品铺子、三只松鼠等企业。

从电商渗透率上看, 休闲食品的电商渗透率仍有空间。在电商发展初期, 服装品类是最早实现线上渗透, 并快速增长的品类。在 2010 年以前的市场环境下, 由于进入门槛低、品牌忠诚度低、交易便利性高、安全性高, 服装成为电商卖家的主要选择品类。按渠道销售额占比算, 如今休闲食品的线上渗透率约为 13%, 与服装行业 2010-2011 年

的线上渗透率相当，2016 年服装行业线上渗透率飞速提升至 36.9%，考虑到休闲食品仍有食品安全、产品生命周期、客单价等差异，保守估计休闲食品仍有 15%+上行空间。

图 69：服装行业电商渗透率



数据来源：艾瑞咨询，智研咨询，东吴证券研究所

从线上线下的融合看，目前安踏、李宁等产品线上收入占比约为 20%，线上收入持续占比提升，官方旗舰店不仅是销售渠道也是品牌宣传渠道和客户反馈渠道，产品上新第一步往往在线上，优势在于用户需求统计效率高，用户问题反馈快，以此为基础展开线下推广便有的放矢。目前来看，服装渠道融合主要是线下走到线上，优势在于服装相对客单价高，叠加品牌效应，线上（流量、推广、物流）边际成本相对小于线下（租金、人工），线上企业走到线下能力有限（如茵曼），一是缺乏线下基因、能力受限；二是线上转线下边际成本提高、动力不足。而休闲食品的线下走线上短期则可能面临同质化竞争、打价格战的风险，线上转线下的优势在于，休闲食品相对客单价小，线上线下单价差额小，消费者对同产品线下小幅提价敏感系数低，线下更容易产生偶发刺激型消费。我们认为，线上线下结合的全渠道将是休闲食品行业经营模式的发展方向，通过线下营造广阔的消费场景，结合线上满足消费者多样需求，发挥协同效应。

4.2. 投资标的：携手小龙头，伴行业共成长

对标美日，我们选择美日两大零食巨头卡乐比、亿滋国际：1）卡乐比开源节流。卡乐比通过进军海外市场扩大市场容量，提高供应链效率、集中采购以降低成本。2）亿滋国际基业长青。亿滋通过不断收购扩大品类，并根据消费者需求精简核心 SKU，提高运营效率，渠道商积极拓展渠道，推进线上线下融合，高运营效率和成本管理能力筑成壁垒。对比海外休闲食品龙头发展，我们认为休闲食品公司的成功在不同的行业生命周期均有其优势，导入期以大单品取胜，成长期、成熟期除行业增长红利外，公司自身通过技术和供应链的变革实现用户数增长、用户粘性提升，在高同质化、低门槛的行业中加强护城河。

建议关注：绝味食品（加盟店数量增速快，市占率进一步提升）、周黑鸭（全部直营

模式品牌力强)、**桃李面包**(线下经销渠道稳固,短保面包空间大,运营效率高筑壁垒)、**盐津铺子**(产品组合逐渐完善,散装休闲食品终端渠道模式拓展空间大)、**洽洽食品**(瓜子品类升级带动毛利率上升,每日坚果系列增速高)、**达利食品**(多个亿元大单品及全国化生产分销网络占领全国市场)、**来伊份**(先期占据上海、江苏市场,外省加盟店加速扩张)、**良品铺子**(线下实体店数量持续高速增加带动市占率上升)、**三只松鼠**(线上龙头,持续享受线上红利,线下扩张有序推进)、**好想你**(百草味线上高速发展,双品牌线上线下游共同发展可期)。

表 12: 主要食品饮料公司经营绩效对比

行业	龙头公司	营收 CAGR		平均毛利率		平均期间费用率		平均净利率	
		2013-2015	2016-2018	2013-2015	2016-2018	2013-2015	2016-2018	2013-2015	2016-2018
调味品	味好美	2.08%	10.73%	40.57%	42.32%	26.19%	26.27%	9.70%	12.61%
	卡夫亨氏	-37.03%	-0.06%	33.34%	36.19%	14.30%	11.48%	5.71%	5.61%
软饮料	可口可乐	-2.89%	-9.48%	60.87%	61.38%	37.12%	34.65%	16.78%	12.60%
	百事可乐	-2.56%	1.47%	53.56%	54.77%	37.95%	38.26%	9.52%	12.36%
乳制品	雀巢	-3.63%	1.44%	48.65%	49.96%	30.89%	31.63%	12.25%	9.50%
	达能	-6.23%	9.49%	48.71%	49.50%	33.46%	32.95%	5.90%	9.08%
肉制品	荷美尔	2.88%	0.12%	17.49%	21.81%	7.36%	8.75%	6.63%	9.73%
	泰森	9.71%	4.21%	7.88%	12.94%	3.47%	5.28%	2.50%	5.66%
烈酒	帝亚吉欧	-3.44%	4.37%	59.33%	61.75%	20.22%	15.42%	21.78%	23.83%
	保乐力加	-3.67%	5.50%	62.35%	62.14%	36.33%	35.79%	12.17%	15.74%
休闲食品	绝味食品	13.44%	15.50%	27.66%	33.97%	14.41%	15.46%	9.26%	12.99%
	周黑鸭	41.33%	6.78%	56.10%	60.26%	27.47%	34.23%	22.26%	21.89%
	桃李面包	20.76%	20.92%	34.30%	37.84%	15.70%	20.42%	13.76%	13.01%
	盐津铺子	13.62%	27.30%	44.41%	45.05%	33.49%	35.64%	10.28%	9.21%
	洽洽食品	5.26%	9.30%	30.41%	30.71%	18.87%	18.84%	9.67%	9.89%
	达利食品	14.66%	8.14%	27.17%	38.20%	10.52%	18.67%	13.50%	17.58%
	来伊份	6.64%	9.65%	47.11%	44.64%	40.82%	40.81%	4.17%	2.40%
	三只松鼠	--	25.82%	17.02%	29.12%	17.76%	22.19%	-0.32%	5.04%
	好想你	10.71%	54.56%	40.57%	30.42%	36.80%	28.66%	5.49%	2.16%

数据来源: Wind, 彭博, 东吴证券研究所

表 13: 主要食品饮料公司业绩表现对比

行业	龙头公司	净利润 CAGR		平均 ROE		PE
		2013-2015	2016-2018	2013-2015	2016-2018	2019E
调味品	味好美	1.61%	40.58%	22.74%	28.01%	30.76
	卡夫亨氏	-72.65%	--	--	2.12%	9.82
软饮料	可口可乐	-7.46%	-0.71%	24.83%	23.62%	25.85
	百事可乐	-10.06%	40.62%	32.49%	66.04%	24.04
乳制品	雀巢	-6.63%	9.37%	17.23%	13.99%	24.59

	达能	-13.20%	20.72%	10.99%	15.47%	20.79
肉制品	荷美尔	14.19%	6.64%	17.55%	19.44%	24.67
	泰森	2.50%	5.66%	12.44%	20.61%	15.43
烈酒	帝亚吉欧	-4.58%	10.04%	30.87%	30.87%	24.31
	保乐力加	-17.35%	17.17%	8.89%	10.23%	26.05
休闲食品	绝味食品	24.91%	28.77%	27.38%	25.49%	29.43
	周黑鸭	45.83%	-13.12%	69.65%	23.10%	16.27
	桃李面包	16.74%	21.42%	27.85%	20.47%	41.23
	盐津铺子	19.39%	-8.82%	30.74%	18.99%	36.62
	洽洽食品	19.32%	10.90%	11.30%	12.12%	24.71
	达利食品	56.39%	8.86%	55.90%	24.88%	16.62
	来伊份	15.96%	-72.55%	13.41%	4.99%	41.89
	三只松鼠	--	13.35%	-1.95%	42.13%	53.91
	好想你	-117.80%	66.98%	3.80%	2.98%	27.07

数据来源：Wind，彭博，东吴证券研究所

5. 风险提示

食品安全风险。食品加工企业在采购、生产、运输、流通等环节均可能由于企业管控不力、或企业无法管控存在食品安全风险。同行其他企业若发生食品安全事故亦会影响到行业内其他企业。

行业竞争加剧。随着休闲食品的市场规模不断扩大，公司因核心竞争力下降或销售策略失误，可能导致公司营收不佳盈利能力降低。休闲食品行业中的高增长子行业，若其他潜在竞争者进入子行业将导致竞争加剧带来企业费用率增加盈利能力降低。

原材料成本波动风险。肉类、坚果、蔬果、粮食等原材料的价格波动将影响公司毛利率和盈利能力。近年来由于动物疫情、自然灾害、养殖种植成本、供需不平衡、通货膨胀等因素，原材料价格有所波动。若公司无法控制上游价格或将增加成本转移至下游客户，可能会增加生产成本，对经营造成不利影响。

代加工厂管理不当风险。部分采用代加工模式的公司可能出现对代工厂生产产品的品质控制、价格波动、交货周期、保密协议等方面管理不严的情况，可能出现影响公司盈利能力、品牌力、核心竞争力的风险。

渠道费用大幅上升风险。休闲食品线下渠道费用与运输费用、房租、人力成本等有关，线上渠道费用与线上流量成本有关，若相关成本大幅波动将影响公司盈利能力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

