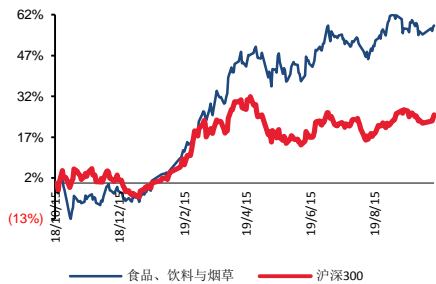


日常消费 食品、饮料与烟草

休闲零食线上数据 Q3 跟踪：促销力度加大，淡季表现强劲

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《食品饮料：短期滞胀，三季报后再寻方向》--2019/10/13

《休闲零食 9 月线上数据跟踪：中秋旺季销售较好，龙头集中度提升明显》--2019/10/07

《三只松鼠跟踪报告：一只百亿，最贵的松鼠》--2019/09/19

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：李鑫鑫

电话：13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

报告摘要

全网分析：促销加大提速明显，集中度大幅提升。(1) **行业增速：**2019Q3 休闲零食阿里全网销售额 168.34 亿元，同比增长 21.51%(量增 13.47%，价增 7.08%)，较去年同期提升 17.04pct 主要受松鼠上市影响，线上各大品牌纷纷促销带动了销售额的增长。2019 前三季度休闲零食阿里全网销售额 462.66 亿元，同比增长 16.49%(量增 8.10%，价增 7.76%)，相较于上半年，Q3 增长明显加速。展望 2019 年，我们认为休闲零食线上有望维持在 15%+中速增长，量价齐升模式有望持续。(2) **行业格局：**2019Q3 休闲零食 CR3 为 26.46% (同比+8.34pct)，CR5 为 29.98% (同比+10.35pct)，CR10 为 33.22% (同比+10.80pct)，行业龙头集中度提升明显。前三季度休闲零食 CR3 为 26.04%，三个季度市占率变化不大，均维持在 26%左右。线上出现淡季不淡，集中度淡季不降的情况，主要跟线上促销力度加大有关。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：促销促使量价齐升，线下布局各不相同。(1) **线上分析：**2019Q3 休闲零食前三销售额 44.54 亿元，同比增长 59.68%，高出行业 37.97pct，远高于行业增速，量价拆分呈现出了客单量和客单价齐升的情况，这主要跟三只松鼠上市以来大额满减促销有关，线上主要企业推出满 300 减 200 活动以及满 200 减 100 活动，一方面实现了大规模引流，再一方面为达到满减额度，客单价也相应提升。前三季度休闲零食前三销售额 120.50 亿元，同比增长 34.04%，高出行业 17.55pct，主要受 Q3 高增速拉动。(2) **线上对比：**松鼠上市前后折扣力度空前，百草味跟随战略明显；松鼠较百草存一定溢价，良品步入高端零食行列。(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。前三季度休闲零食全网销售前三的品类为糕点/点心、山核桃/坚果/炒货、饼干/膨化，销售额分别为 102.75 亿元/85.82 亿元/82.10 亿元，增速分别为

24.55%/8.40%/34.35%，从增速上来看，坚果品类出现一定品类老化的迹象，烘焙（包括糕点/点心、饼干/膨化）作为新型品类表现很好。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已成为线上第一大品类。

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25%+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：促销加大提速明显，集中度大幅提升	7
（一）行业增速：单季度提速明显，量价齐升趋势持续	7
（二）行业格局：促销力度加大，集中度大幅提升	8
二、 龙头分析：促销促使量价齐升，线下布局各不相同	10
（一）线上分析：龙头增速远超行业，促销促使量价齐升	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：线下市场广阔，各家进展不同	14
三、 品类分析：烘焙成第一品类，坚果淡季发力	16
四、 投资建议：给予推荐评级	18
五、 相关公司	19
（一）三只松鼠（300783.SZ）	19
（二）好想你（002582.SZ）	20

图表目录

图 1: 休闲零食全网销售情况 (按季度)	7
图 2: 休闲零食全网增速量价拆分 (按季度)	7
图 3: 消费品电商行业进入中高速增长期	8
图 4: 休闲零食线上渗透率不断提高	8
图 5: 休闲零食电商集中度 (按季度)	9
图 6: 休闲零食电商前三市占率 (按季度)	9
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 (按季度)	10
图 10: 休闲零食前三与行业增速对比 (按季度)	10
图 11: 休闲零食前三量价拆分 (按季度)	11
图 12: 前三销售额对比 (按季度)	11
图 13: 前三增速对比 (按季度)	12
图 14: 三只松鼠量价拆分 (按季度)	12
图 15: 百草味量价拆分 (按季度)	12
图 16: 良品铺子量价拆分 (按季度)	12
图 17: 2019Q3 各品类成交金额 (亿元)	16
图 18: 2019 前三季度各品类成交金额 (亿元)	16
图 19: 单季度核心品类成交金额 (按季度/亿元)	17
图 20: 单季度核心品类成交额增速 (按季度/%)	17
图 21: 单季度核心品类成交数量 (按季度/亿件)	17
图 22: 单季度核心品类成交均价 (按季度/元)	17
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	13
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%+	2019 前三季度增速为 16.49%，同比+5.96pct	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%+	2019 前三季度 CR3 为 26.04%，同比+3.41pct	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 20%+	2019 前三季度龙头（前三）增长 34.04%，高于行业 17.55pct； 1) 三只松鼠 40.93%，高于行业 24.44pct； 2) 百草味 31.21%，高于行业 14.72pct； 3) 良品铺子 22.99%，高于行业 6.49pct；	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：一主两翼三侧全渠道布局； 2) 百草味：新零售不断推进； 3) 良品铺子：供应链系统	新闻动态	是

不断强化；

(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	前三季度休闲零食全网销售前三的品类为糕点/点心、山核桃/坚果/炒货、饼干/膨化，销售额分别为102.75 亿元/85.82 亿元/82.10 亿元，增速分别为24.55%/8.40%/34.35%	阿里数据	是
6	价格战	逐步趋缓	——	根据战略不断变化	Q3 松鼠上市，借势营销，竞争对手跟进	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：促销加大提速明显，集中度大幅提升

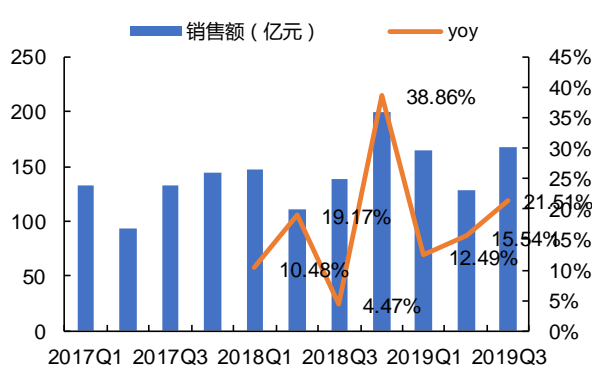
（一）行业增速：单季度提速明显，量价齐升趋势持续

线上促销行业高增长。2019Q3 休闲零食阿里全网销售额 168.34 亿元，同比增长 21.51%（量增 13.47%，价增 7.08%），较去年同期提升 17.04pct 主要受松鼠上市影响，线上各大品牌纷纷促销带动了销售额的增长。2019 前三季度休闲零食阿里全网销售额 462.66 亿元，同比增长 16.49%（量增 8.10%，价增 7.76%），Q1、Q2 销售额增速分别为 12.49%、15.54%，Q3 增长明显加速。

量价齐升趋势持续。2019Q3 线上销售额增长主要由销量增长贡献，主要受行业促销力度加大影响，销量急剧增加。2018 年以来线上销售额增速主要由客单价增长贡献，销量增速一度出现下滑，主要跟线上基数较大、引流成本较高等有关。2019 以来线上龙头格局向好，量价逐渐实现提升，尤其是 Q3 松鼠上市大促，对线上进行了极大引流。

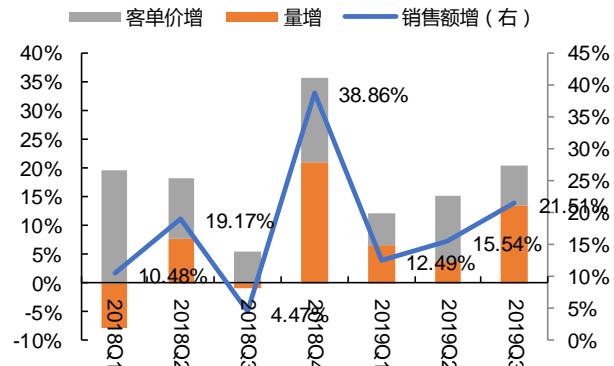
线上中高速增长、量价齐升模式预期未来可持续。根据贝恩数据，快消品城镇零售渠道销售额增速已从高速增长步入中速增长阶段，以 2016 年为界，2016 年以前增速在 30%以上，2016 年以后降至 30%以下，目前已进入 20%增速阶段。展望 2019 年，我们认为休闲零食线上有望维持在 15%+中速增长，成本压力趋缓，量价齐升模式有望持续。

图 1：休闲零食全网销售情况（按季度）



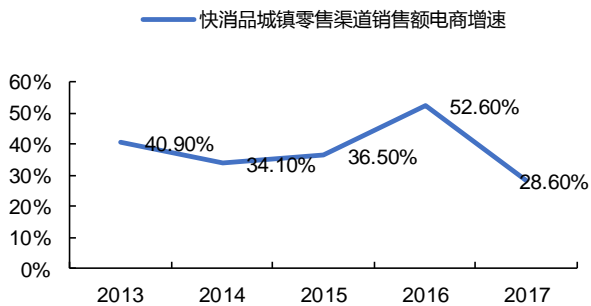
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 2：休闲零食全网增速量价拆分（按季度）



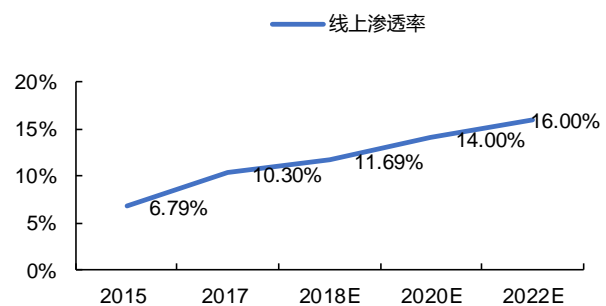
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 3：快消品电商行业进入中高速增长期



资料来源：贝恩&凯度《中国购物者报告》、太平洋研究院

图 4：休闲零食线上渗透率不断提高



资料来源：前瞻产业研究院、太平洋研究院

（二）行业格局：促销力度加大，集中度大幅提升

集中度大幅提升。2019Q3 休闲零食 CR3 为 26.46%（同比+8.34pct），CR5 为 29.98%（同比+10.35pct），CR10 为 33.22%（同比+10.80pct），行业龙头集中度提升明显。其中 2019Q3 三只松鼠市占率 13.89%（同比+5.37pct），百草味 6.67%（同比+1.80pct），良品铺子 5.89%（同比+1.17pct）。前三季度休闲零食 CR3 为 26.04%，三个季度市占率变化不大，均维持在 26%左右。线上出现淡季不淡，集中度淡季不降的情况，主要跟线上促销力度加大有关。

线上参与者小幅回升。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%，7 月开始逐步有回暖迹象；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%，7 月份也有一定回暖。线上步入中高速增长时代后，线上参与者逐步减少，Q3 受平台政策倾斜影响，线上参与数量有一定回暖。

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，新进入者投入门槛提高，品牌数量有望维持低位稳定；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（按季度）

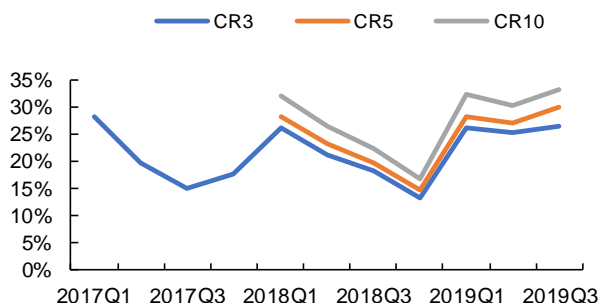
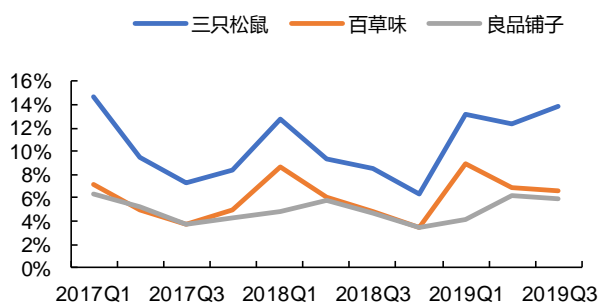


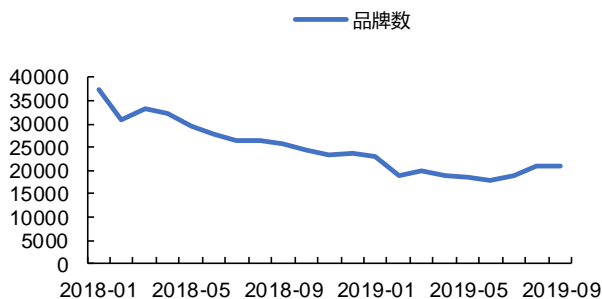
图 6：休闲零食电商前三市占率（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

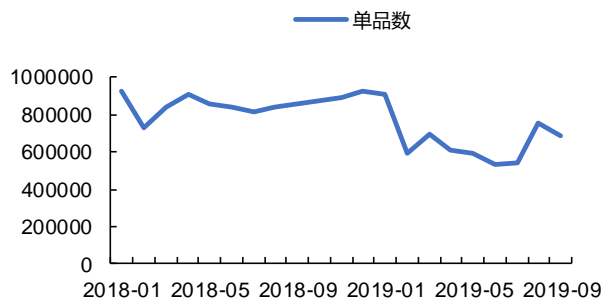
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

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：促销促使量价齐升，线下布局各不相同

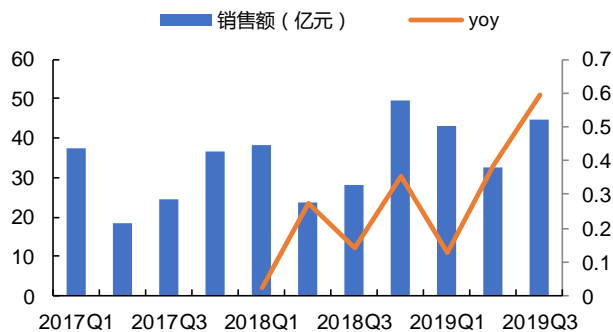
（一）线上分析：龙头增速远超行业，促销促使量价齐升

龙头增速远快于行业。2019Q3 休闲零食前三销售额 44.54 亿元，同比增长 59.68%，高出行业 37.97pct，远高于行业增速，前三增速较快主要系：1) 2018Q3 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；2) 三只松鼠去年处于战略调整期；3) 今年三只松鼠上市，进行了大规模促销，竞争对手跟进。前三季度休闲零食前三销售额 120.50 亿元，同比增长 34.04%，高出行业 17.55pct，前三季度增速较高主要受 Q3 高增速拉动。

龙头量价齐升，趋势与行业一致。单三季度及前三季度数据来看，休闲零食线上龙头增速拆分与行业增速拆分表现相同，均呈现出了客单量和客单价齐升的情况，这主要跟三只松鼠上市以来大额满减促销有关，公司及竞争对手推出满 300 减 200 活动以及满 200 减 100 活动，一方面实现了大规模引流，再一方面为达到满减额度，客单价也相应提升。

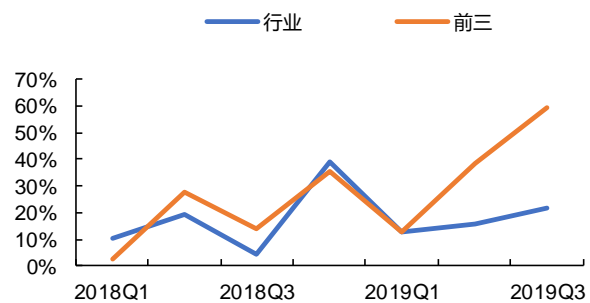
展望 2019 年，龙头增速来看，我们认为龙头增速仍旧会略高于行业增速，我们预计前三增速在 25%+。价拆分来看，我们预计全年来看，促销力度加强情况下，销量增长的贡献可能大于客单价增长贡献。

图 9：休闲零食前三销售情况（按季度）



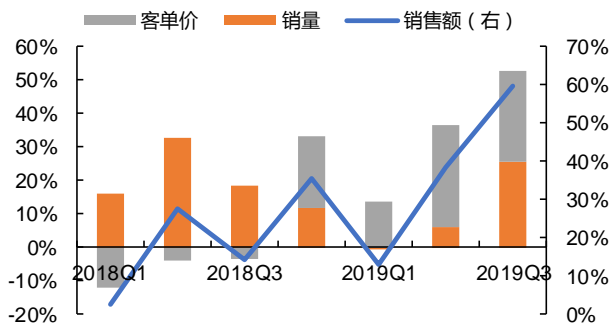
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 10：休闲零食前三与行业增速对比（按季度）



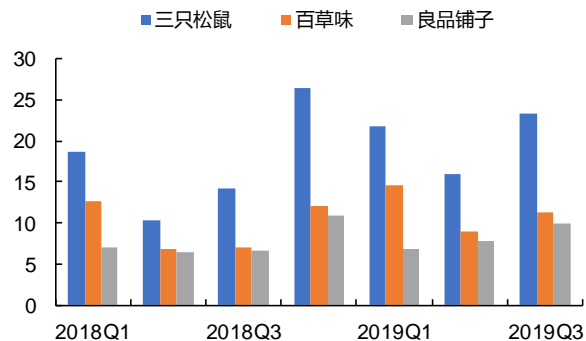
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 11：休闲零食前三量价拆分（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 12：前三销售额对比（按季度）



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，促销带动下，销售额实现量价齐升，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，表现弱于竞品。

1) **三只松鼠**：2019Q3 销售额 23.39 亿元，同比增长 64.49%，高于行业 42.98pct，其中量增 29.90%，客单价增 26.63%，量价提升明显，量增主要跟促销引流有关，客单价提升主要跟大额满减活动有关。

前三季度销售额 60.95 亿元，同比增长 40.93%，高于行业 24.44pct，其中量增 11.65%，客单价增 26.23%。

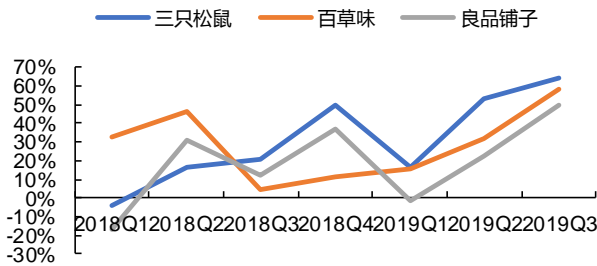
2) **百草味**：2019Q3 销售额 11.23 亿元，同比增长 58.38%，高于行业 36.87pct，其中量增 32.44%，客单价增 19.59%，销售额增长主要由销量贡献。

前三季度销售额 34.80 亿元，同比增长 31.21%，其中量增 14.29%，客单价增 14.80%，量价拆分较为均衡。

3) **良品铺子**：2019Q3 销售额 9.92 亿元，同比增长 49.88%，高于行业 28.37pct，其中量增 12.06%，客单价增 33.74%，销售额增长主要是由客单价带动，同时公司折扣力度低于三只松鼠和百草味，导致销量增速要低于竞品。

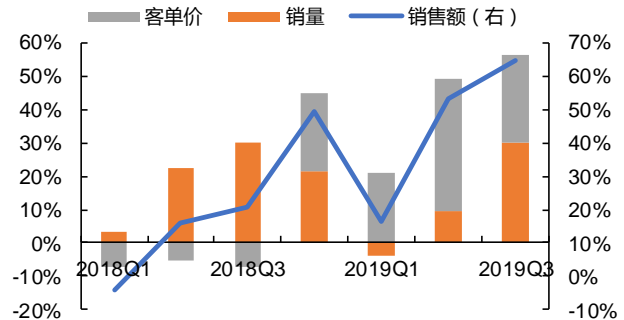
前三季度销售额 24.75 亿元，同比增长 22.99%，其中量增 2.87%，客单价 19.56%，良品铺子表现与三只松鼠、百草味不同，我们认为这与公司战略相关，2019 年初公司开启高端零食战略，渠道布局重点可能有所改变。

图 13：前三增速对比（按季度）



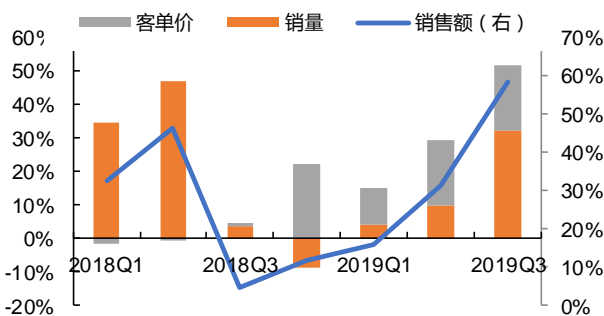
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 14：三只松鼠量价拆分（按季度）



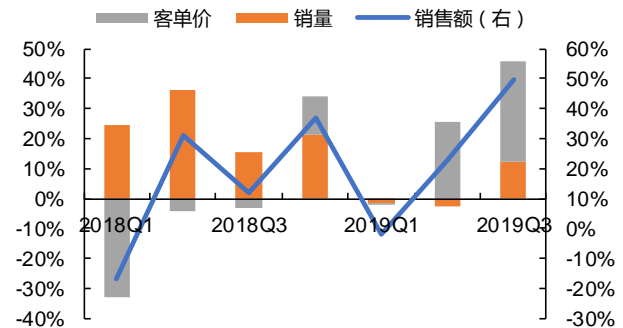
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 15：百草味量价拆分（按季度）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 16：良品铺子量价拆分（按季度）



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

松鼠较百草价格上存一定溢价，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。三只松鼠 7 月上市后，公司线上折扣力度超前，推出满减 200、100 等活动，8/9 月满减 200 活动依旧延续，中消费额活动恢复正常，小额活动取消，竞争对手百草味依旧采取跟随战略，而良品铺子门店折扣力度与 8 月持平，增速与 8 月相当。

表 2：线上品牌门店折扣力度对比

品牌	日常店铺折扣			7月折扣			8月折扣			9月折扣		
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	满 108 减 5	满 168 减 10	满 300 减 200	满 148 减 10	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	月饼品类券	满 149 减 10	满 300 减 200	满 158 减 10	满 300 减 200	
良品铺子	——	满 168 减 10	满 300 减 40	——	满 199 减 100	——	——	满 199 减 100	——	——	满 199 减 100	

资料来源：数据采集时间为 2019/4/11；2019/8/1；2019/9/5；2019/10/6；太平洋研究院；

2) 同类单品价格：松鼠较百草存一定溢价，良品步入高端零食行列。上半年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高于百草味，百草味烘焙面包系列越高于三只松鼠，Q3 恢复之前趋势，即松鼠价格高百草 10%-20%。但良品铺子整体价格比三只松鼠高 20%-40%，仅有极个别产品价格低于松鼠，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	750g	89	90%	118.67	90%
		良品铺子	750g	79	80%	105.33	80%
	夏威夷果	三只松鼠	265g*2	44.9		84.72	
		百草味	268g*2	36.9	82%	68.84	81%
		良品铺子	238g*2	49.6	110%	104.20	123%
	碧根果	三只松鼠	210g*2	41.9		99.76	
		百草味	218g*2	38.9	93%	89.22	89%
		良品铺子	190g*2	48.9	117%	128.68	129%
	纸皮核桃	三只松鼠	1250g	69		55.20	
		百草味	1260g	59	86%	46.83	85%
		良品铺子	1000g	59	86%	59.00	107%
肉干	猪肉脯	三只松鼠	210g	37.35		177.86	
		百草味	155g*2	46.8	125%	150.97	85%
		良品铺子	200g	22.32	60%	111.60	63%
果干	芒果干	三只松鼠	116g*3	23.9		68.68	
		百草味	120g*3	23.9	100%	66.39	97%
		良品铺子	108g*3	26.91	113%	83.06	121%
面包	手撕面包	三只松鼠	1000g*2	41.8		20.90	
		百草味	1000g*2	39.8	95%	19.90	95%
		良品铺子	1050g	26.01	62%	24.77	119%
	乳酸菌小口袋面包	三只松鼠	800g	33.9		42.38	
		百草味	650g*2	43.8	129%	33.69	80%

	良品铺子	480g	28.9	85%	60.21	142%
氧气吐司	三只松鼠	800g	24.9		31.13	
	百草味	850g	25.9	104%	30.47	98%
	良品铺子	555g*2	43.2	173%	38.92	125%

资料来源：天猫旗舰店、太平洋研究院；数据采集时间 2019/10/8；

（三）线下对比：线下市场广阔，各家进展不同

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，大店+小店共享可以实现供应链的共享。

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。大店 2016 年 9 月开出第一家，中间一年时间在整顿调整，2019 年投食店进入线下扩张期。截至 2019 年 9 月 5 日，三只松鼠线下直营店共计 84 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。小店 2018 年 9 月开出第一家，目前两种门店模型均尚不成熟，有待观察。截至 2019 年 9 月 5 日，联盟小店 120 余家。

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		
					大店	小店	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；

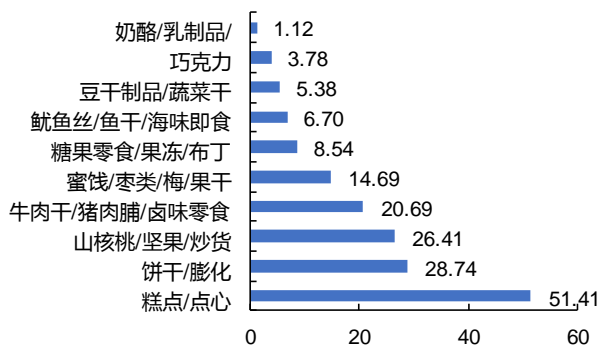
三、品类分析：烘焙成第一品类，坚果淡季发力

2019Q3 休闲零食全网销售前三的品类为糕点/点心、饼干/膨化、山核桃/坚果/炒货，销售额分别为 51.41 亿元/28.74 亿元/26.41 亿元，增速分别为 20.80%/38.22%/32.80%，糕点点心销售远超其他，成为第一大品类，坚果位居第三，但增速最快，品类结构主要与季节有关，Q3 为坚果销售淡季，今年促销坚果引流效果较好，增速表现不错。

前三季度休闲零食全网销售前三的品类为糕点/点心、山核桃/坚果/炒货、饼干/膨化，销售额分别为 102.75 亿元/85.82 亿元/82.10 亿元，增速分别为 24.55%/8.40%/34.35%，从增速上来看，坚果品类出现一定品类老化的迹象，烘焙（包括糕点/点心、饼干/膨化）作为新型品类表现很好。

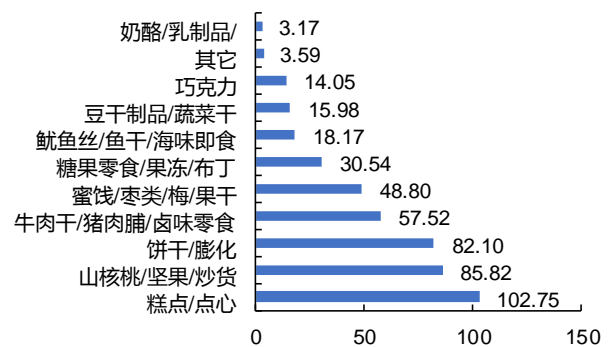
烘焙成为线上第一大品类，坚果引流效果好。线上休闲零食企业大多以坚果起家，为品牌企业的拳头品类，多用来引流；2018 年下半年线上龙头纷纷发力 30-60 天的中保烘焙品类，高景气度的烘焙品类已晋级线上第一大品类。

图 17：2019Q3 各品类成交金额（亿元）



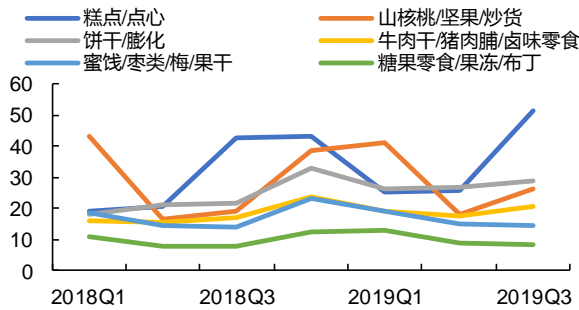
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 18：2019 前三季度各品类成交金额（亿元）



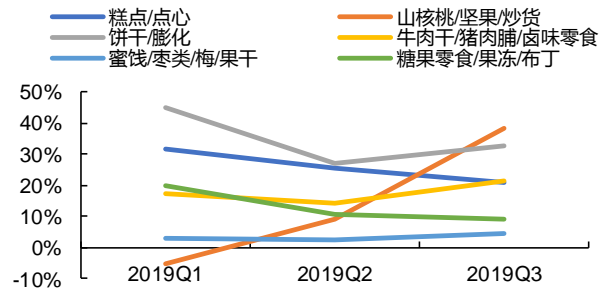
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 19：单季度核心品类成交金额（按季度/亿元）



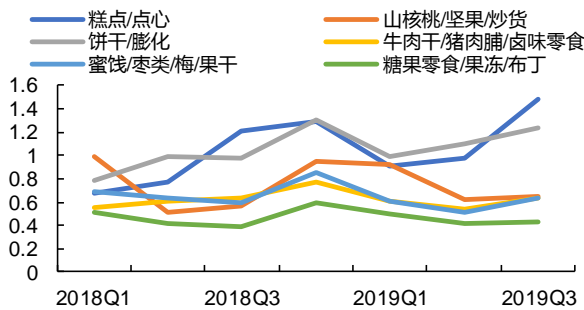
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 20：单季度核心品类成交额增速（按季度/%）



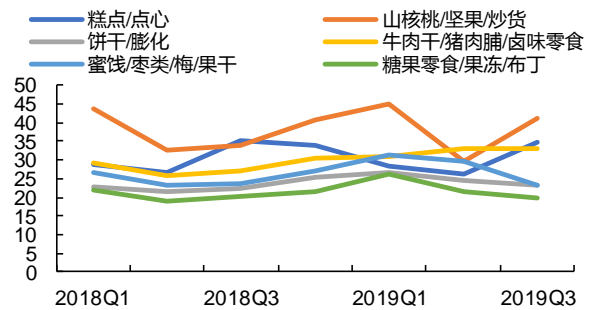
资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 21：单季度核心品类成交总量（按季度/亿件）



资料来源：阿里数据、太平洋研究院

图 22：单季度核心品类成交均价（按季度/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 2019 前三季度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，淡季不淡逆市发力

行业线上渗透仍有空间，未来深度挖掘流量红利。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。

行业淡旺季明显，今年销售淡季不淡。休闲零食季节性明显，Q1、Q4为销售旺季，销售收入占比70%左右，一方面是气温较低需求较高，二是元旦、春节等传统节日送礼需求旺盛，三是电商销售模式影响，双十一、双十二、年终大促、腊八年货节也有很大的带货效应。Q2、Q3为传统的淡季，今年出现淡季不淡的情况，主要与去年战略调整基数较小、上市大促、淘宝政策倾斜等有关。

七八月份线上销售火爆，三季度收入高增确定性强。淘数据显示，2019年7、8月份线上休闲零食销售46.40亿、59.21亿元，分别同比增长35.04%、34.83%，去年同期增速为-1.20%、15.03%，行业销售出现淡季不淡的情况。其中三只松鼠线上销售7.92亿、7.33亿元分别同比增长91.64%、66.46%，去年同期增速分别为24.46%、35.42%，增速大幅提升。站在现在时点来看，行业公司三季度收入高增确定性强。

（2）线下：齐步推进直营和加盟，战略利用新渠道

线下市场空间巨大，目前尚无全国大品牌。在今天中国供需关系转变过程中，线下巨

大的市场会诞生类似“中国的雀巢”的机会，未来没有所谓的区域品牌的概念。目前来看，休闲零食线上占比 10%，线下占比 90%，巨大市场仍在线下。

齐步推进大店小店，门店模型尚不成熟。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，大店+小店共享可以实现供应链的共享。大店 2016 年 9 月开出第一家，中间一年时间在整顿调整，小店 2018 年 9 月开出第一家，目前两种门店模型均尚不成熟，有待观察。

(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 25%+ 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，毛利率维持稳定，销售费用率缓慢降低。我们预计未来公司净利率缓慢提升，周转率缓慢提升，二者共同带动 ROE 提升。

(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 19/10/11
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
300783	三只松鼠	买入	0.76	0.91	1.11	1.37	90.53	75.38	61.8	50.07	68.6
002582	好想你	增持	0.25	0.33	0.4	0.48	34.15	26	21.45	17.88	8.58

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理；

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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@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。