

增持

——维持

日期：2019年11月13日

行业：食品饮料



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC证书编号：S0870518070002

证券研究报告/行业研究/行业动态

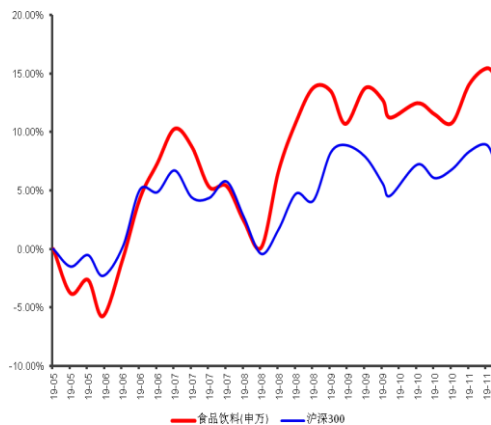
## 三大零食电商双11GMV增长超40%，线下贡献比提升

### ■ 主要观点

#### 阿里系双十一 GMV 增速 25.7%，用户增长+品牌重视+电商直播

2019年双十一落下帷幕，阿里系各平台11日当天GMV达到2684亿元，同比+25.7%，较去年同期小幅下滑，整体仍维持较快增长。背后驱动因素包括持续增长的用户规模、更多品牌商加入且给予更优惠的折扣、直播带货等新消费方式带来的购物新体验。(1)需求端用户规模：今年双十一参与用户规模超5亿人，同比增加约1亿人，用户数增速几乎等同于GMV增速，成为最核心的驱动因子。截止2019年9月，阿里巴巴年活跃买家数为7.3亿人，较2017年初增加2.76亿人，平均每个季度约新增2500万用户，其中超过70%的增量用户来自下沉市场。淘系在下沉市场渗透率达到40%，单个下沉市场用户的年消费额超过2000元。(2)供给端品牌商：各大品牌商愈发重视“双十一”，此次合计提供折扣商品数超过1000万款，其中超过100万款为首发新品，最终超过299个品牌成交额过亿。国际大牌雅诗兰黛预售阶段即突破10亿元。(3)链接端电商直播：李佳琦、薇娅等电商主播出圈带动电商直播在年内引爆，直播成就新流量渠道，厂商与消费者之间的互动性得以强化。今年双十一，超过10万商家开通了直播，50%+的商家通过直播方式获得增长。淘宝直播成交额近200亿元，占全平台的7.5%，家装和消费电子两大行业直播引导的成交额同比+400%。

近6个月行业指数与沪深300比较



#### 三大零食电商全渠道 GMV 增长超 40%，线下贡献比提升

2019年双十一，三只松鼠/良品铺子/百草味三大零食电商全渠道交易额分别为10.49/5.6/5亿元，同比+54%/+40%/+41%（百草味为2017-2019年复合增速），位列零食坚果销售前三，保持高速增长态势。(1)三只松鼠线上/线下交易额分别为9.23/1.26亿元，同比+44%/+226%，线下增长强劲。公司从2016年开始涉足线下，目前形成了“一主两翼”的格局，2019年双十一线下贡献GMV的12.0%（vs 2018年的5.7%），成为重要增长来源。(2)良品铺子线上/线下交易额分别约为3.6/2亿元，其中2300家线下智慧门店销售额同比增长27%。从产品来看，健康、组合方案等零食产品愈发获消费者欢迎，三只松鼠双十一销售破亿的两大单品分别是每日坚果和零食大礼包，对应了消费者的健康诉求和从坚果混合延伸到多品种零食搭配的组合礼包需求。

#### 三大零食电商战略关键词：大联盟、高端化、内容 IP

(1)三只松鼠：大联盟。公司正加快从电商品牌向数字化供应链平台企业转型，此次提出“大联盟”概念，旨在通过具备“四个联盟（资本/资产/渠道/品牌联盟）+三个统一（规划/设计/订单统一）”的联盟工厂聚合上游的诸多供应商。在数字化驱动的联盟工厂内实现制造加工、仓配和to C物流的“制造+零售”一体化，改造生产关系、形成新的生产力，以实现消费者对个性化的定制C2M生产，最终打造“15天极鲜货品、货款0账期、信任可控的质量、在一起的家人”的新商业模式。(2)良品铺子：高端化。今年双十一，公司舍弃价格战策略，力推“大牌+好货”，加深高端品牌形象定位。产品端首提“大坚果”

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

概念，进行多类坚果原料升级，进博会上与巴基斯坦供应商签订3亿元松子原料大单，进一步推进“买全球”；渠道端深化新零售变革，全面上线轻店铺，实现2300家智慧门店线上运营，双十一智慧门店销售突破2亿元，同比+27%。据尼尔森数据，消费者对良品铺子高端零食的品牌认知度从32%提升至53%，品牌美誉度47%，稳居市场第一。

(3) 百草味：内容 IP。2019年公司走上塑造“中国味”的品牌心智之路，以吃货节、演吃会、零食秀三大自有 IP 打造消费者的新内容体验消费，加强与消费者的品牌互动，以进一步提升品牌影响力，实现品牌力驱动发展的新阶段。今年公司已经上线了“百味千寻”，按时令（春、夏、秋、冬）推出相应产品，并配合 IP 短视频内容推广，强调“中国味”，寻求年轻消费群体的文化认同。

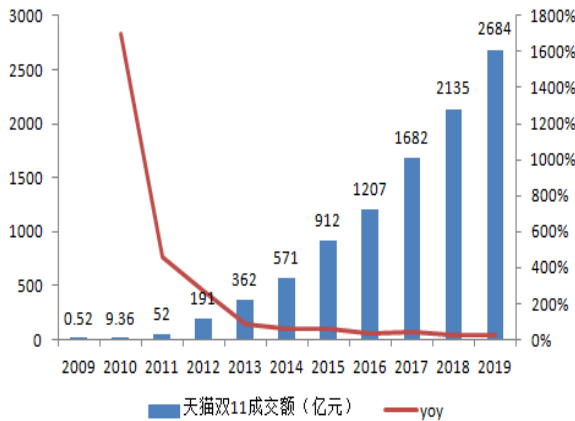
### ■ 投资建议

休闲食品线上发展仍然迅速，根据艾瑞数据，2018-2020年国内休闲食品电商市场销售复合增速可达25%，2020年市场规模接近千亿。数字化供应链带来的产品定制化创新及高端化演进，新零售线上线下联动及渠道进一步下沉等为行业增长带来持续动力。三只松鼠、良品铺子、百草味稳居零食电商前三，双十一三大品牌GMV增速均超40%，领先行业水平，市场集中度稳步提升，行业竞争格局日渐向好。新零售背景下，零食电商线下渠道成就增长新动力，三只松鼠和良品铺子双十一线下收入贡献比分别达到12%和36%。

### ■ 风险提示

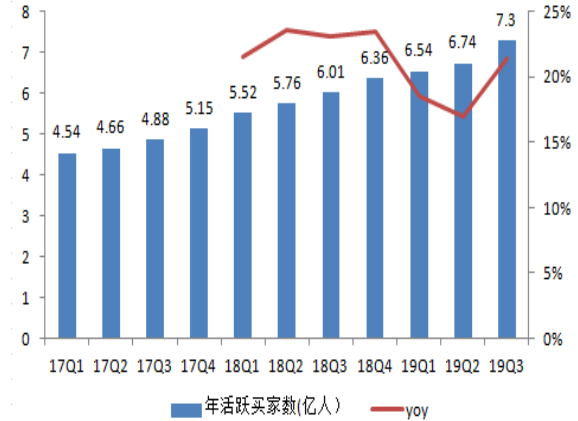
食品安全风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险等。

图 1 历年双十一天猫成交额 (亿元)



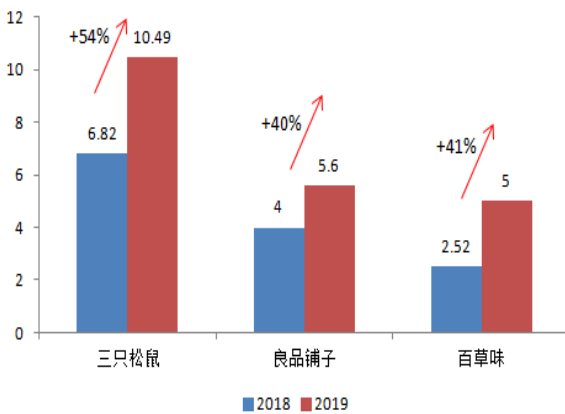
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 2 分季度阿里年活跃买家数 (亿人)



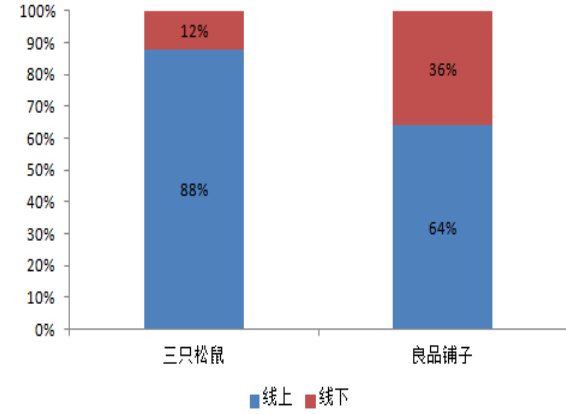
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 3 三大零食电商历年双十一全渠道成交额 (亿元)



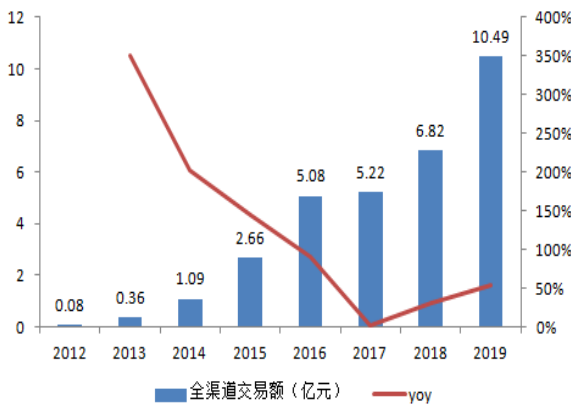
数据来源: 亿邦动力网, 上海证券研究所 (注: 百草味 2018 为 2017 年数据)

图 4 2019 年双十一两大零食电商的线上线下收入比例



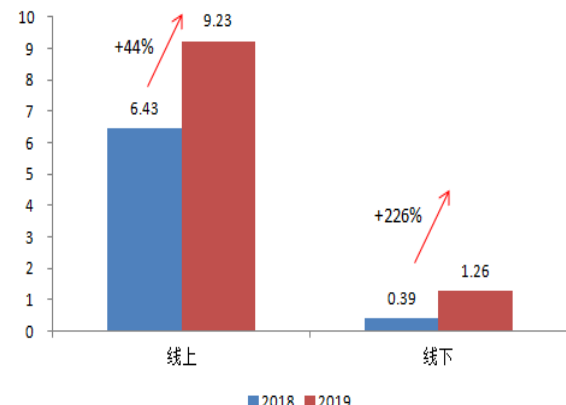
数据来源: 亿邦动力网, 上海证券研究所

图 5 三只松鼠历年双十一全渠道交易额 (亿元)



数据来源: 亿邦动力网, 上海证券研究所

图 6 三只松鼠近两年双十一线上/线下交易额 (亿元)



数据来源: 亿邦动力网, 上海证券研究所

## 分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。