

2019.11.14

中小盘研究团队

**休闲零食系列深度（一）：**
**休闲零食万亿江湖，百家争鸣静候霸主出现**

——中小盘主题

**任浪（分析师）**

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

**孙金钜（分析师）**

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519110002

**● 休闲零食万亿市场，品牌化集中在路上**

据中国食品工业协会、中商产业研究院、Frost & Sullivan 的统计，我国休闲零食行业规模已超万亿，并且仍旧保持着 10% 以上的快速增长。由于产品品类众多、进入门槛低，行业总体分散，其中以外资品牌为主导的标准化程度较高的西式零食如糖果（CR3 超过 40%）、巧克力（CR10 为 82.1%）、膨化食品（CR5 超过 90%）、饼干（CR10 为 63.7%）等品类集中度较高，而标准化程度较低的烘焙、本土特色的卤制品以及小品类休闲零食的集中度还很低。消费升级背景下，整体休闲零食都处于品牌化集中的进程中，大品类建议关注国内厂商主导且集中度相对较低的烘焙和卤制品，小品类建议关注综合性的平台公司。休闲零食消费的即时性和体验性决定了线下是核心渠道，“宅文化”盛行、方便快捷的优势则推动了休闲零食电商渗透率的持续快速提升，线上线下各有优劣，渠道融合发展的新零售模式是未来发展方向。

**● 细分领域众多，发展模式百家争鸣，争做行业龙头**

**深耕大品类模式：**大品类市场规模足够大，企业多从产品端出发，深耕某一品类，成就单品类的龙头。烘焙领域，健康化推动行业由长保向短中保消费升级。短保烘焙目前处于量增阶段，产品单价和消费频次的增长潜力巨大，线下品牌连锁门店模式在租金和人工成本持续上涨的背景下发展受阻，“中央工厂+批发”的发展更快。“中央工厂+批发”模式下渠道高周转是核心，线下渠道布局和供应链保障能力是护城河。休闲卤制品作为本土特色休闲零食，辣味上瘾特性促使行业成为休闲零食增速最快的子品类。消费升级背景下，包装化和品牌化是休闲卤制品的发展方向，线下品牌连锁门店模式推动行业品牌化集中。

**多品牌、多品类战略：**休闲零食品类众多，且不断有快速成长的品类出现。专注于快速增长的产品品类，不断打造新的爆款产品和品牌也是一种发展模式，其中达利食品最为典型。持续不断的新爆品打造能力是核心，强大的产品创新实力、全产业链的布局、全国化的销售网络、快速反应跟进是持续爆款打造能力的保障。

**渠道端出发，打造全品类休闲零食平台：**小品类休闲零食市场极度分散，更适合零售品牌商从渠道端出发整合形成综合性的零食平台。目前已经形成了单品类、单渠道或者区域性的龙头品牌，未来均向着多品类、全渠道、全国化的龙头迈进。

**● 受益公司：盐津铺子、三只松鼠、桃李面包、绝味食品**

烘焙领域重点推荐由小品类切入中保领域且处于新产品快速放量期的盐津铺子，同时短保烘焙龙头将充分受益行业集中度提升。休闲卤制品领域，线下品牌连锁模式下的龙头绝味食品最受益。休闲小零食领域，已经完成多品类拓展，正在向线下全渠道扩张，有望成长为全国化、多品类综合性龙头平台的三只松鼠最受益。

**● 风险提示：经济大幅下行，消费降级等。**

## 相关研究报告

# 目 录

1、 休闲零食万亿市场，品牌化集中在路上	4
1.1、 休闲零食万亿市场，品种多样且仍保持较快增长	4
1.2、 行业分散，消费升级、品牌化集中在路上	5
1.3、 大品类关注烘焙、卤制品和坚果，小品类关注综合性平台	7
1.4、 线下渠道为主，线上渠道快速发展，融合发展是大趋势	8
2、 百家争鸣，模式各异争做行业龙头	9
2.1、 深耕大品类，成就单品类行业龙头	10
1.1.1、 烘焙：健康化推动行业由长保向短中保产品升级	10
1.1.2、 休闲卤制品：本土特色休闲零食，连锁门店模式驱动品牌集中	11
2.2、 多品类、多品牌战略，不断打造新爆款产品	13
2.3、 从渠道端出发，打造全品类零食平台	13
3、 受益公司：三只松鼠、桃李面包、绝味食品、盐津铺子	15
3.1、 盐津铺子：全产业链布局，小品类向大品类扩张开启新成长	15
3.2、 三只松鼠：休闲小零食龙头，打造全品类综合平台	16
3.3、 桃李面包：短保烘焙龙头，强供应链能力打造护城河	17
3.4、 绝味食品：休闲卤制品龙头，优秀管控能力助力持续扩张	18
4、 风险提示	20

# 图表目录

图 1： 中商产业预计我国休闲食品 2018 年将超万亿	4
图 2： 食品工业协会统计我国休闲食品 2014 年已超万亿	4
图 3： Frost&Sullivan 统计我国休闲食品 2018 年超万亿	5
图 4： 我国休闲食品人均消费量仍远低于主流发达国家	5
图 5： 已有数十家品牌推出每日坚果产品	6
图 6： 网红手撕面包产品的品牌已有数十家	6
图 7： 外资品牌主导的西式零食集中度较高	6
图 8： 国内厂商为主的休闲零食品类集中度都较低	6
图 9： 近年来国内零食品牌厂商相继实现上市	7
图 10： 烘焙是休闲零食中的第一大品类	8
图 11： 休闲卤制品是休闲零食中增速最快的大品类	8
图 12： 休闲小零食仅形成了区域性的品牌商	8
图 13： 休闲小零食在各子品类形成了龙头品牌	8
图 14： 我国休闲食品电商渠道的渗透率快速提升至 9.8%	9
图 15： 达利食品烘焙收入 2016 年开始增长乏力	10
图 16： 桃李面包收入持续保持 20%左右的复合增速	10
图 17： BreadTalk 收入在 2015 年达到巅峰后持续下滑	11
图 18： 克莉丝汀收入较 2012 年巅峰下滑了一半以上	11
图 19： 克莉丝汀和 BreadTalk 均有经营不善关店情况	11
图 20： 桃李面包的存货周转率显著高于达利食品	11
图 21： 我国休闲卤制品市场规模 2020 年将达 1235 亿元	12

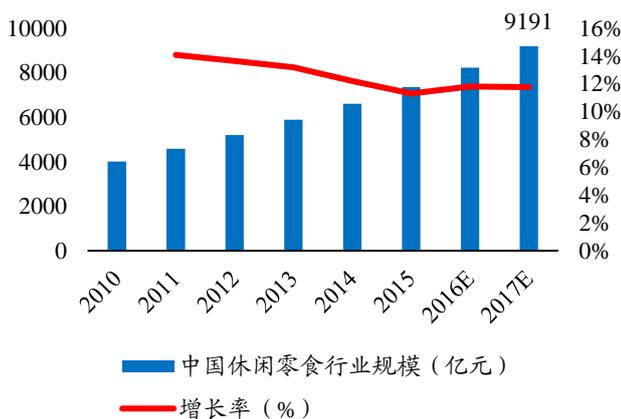
图 22: 我国休闲卤制品正向着包装化的趋势发展 .....	12
图 23: 我国休闲卤制品正向着品牌化的趋势发展 .....	12
图 24: 品牌连锁门店渠道占比将持续快速提升 .....	12
图 25: 达利食品持续的新爆品打造能力是公司增长的核心动力 .....	13
图 26: 小品类零食渠道品牌快速发展, 向全品类、全渠道、全国化龙头进发 .....	14
图 27: 公司是小品类休闲零食中少有的全产业链布局的多品类品牌商 .....	16
图 28: 三只松鼠仅用 7 年即完成了上市, 成为了小品类休闲零食的龙头 .....	17
图 29: 公司已经初步完成全国化的生产销售布局 .....	18
图 30: 公司已完成全国化的生产基地和销售网络布局 .....	19
表 1: 口味的差异化、满足人类需求和消费场景的多样化决定了我国休闲食品的品类众多 .....	5
表 2: 行业受益公司盈利及估值 .....	20

## 1、休闲零食万亿市场，品牌化集中在路上

### 1.1、休闲零食万亿市场，品种多样且仍保持较快增长

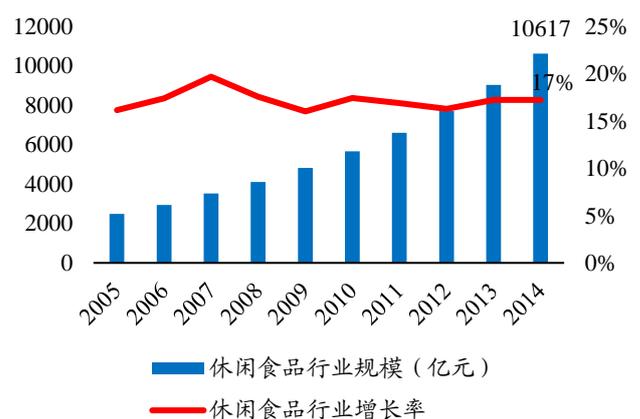
休闲零食是人们在主食之外，在闲暇、休息时吃的食品，品种多样，大致上可以分为谷物类休闲食品（烘焙、膨化类、油炸类）、糖果巧克力、坚果炒货、休闲豆制品、休闲素食蔬果、肉干肉脯、果冻、果脯蜜饯、西式甜点等。休闲零食指代的是一类正餐以外、充饥性需求较弱、强调消费场景、满足多维度需求（包括健康化，更多功能延伸，融入更多情绪价值等）、单品或者多品创意融合、可散售的即食类食品。需求的多样化、消费场景的多样化也就决定了休闲零食行业产品和品类的多样化，华中地区龙头良品铺子的产品组合已经超过了 1000 种，华东地区龙头来伊份的 SKU 超过了 800 个，即使产品品类相对较少的线上龙头三只松鼠的产品组合也超过了 500 款。休闲零食由于界定边界的差异，行业规模存在多个统计口径，但均显示目前我国休闲零食市场规模已破万亿。据中商产业研究院推算，休闲零食市场包含一切“少量方便包装食品”，市场规模在 2017 年已超 9000 亿，增速保持在 11-12% 左右，预计目前市场规模已超万亿。据中国食品工业协会《中国休闲食品行业发展研究报告》，我国休闲食品行业年产值从 2005 年的 2552 亿元增长到了 2014 年的 10620 亿元，年复合增速 17.17%，预计到 2020 年行业市场规模将接近 2 万亿。据 Frost & Sullivan 的统计数据，2018 年我国休闲食品行业市场规模为 10297 亿元，2012-2018 年的 CAGR 为 12.26%。虽然我国休闲零食销量巨大，但人均消费仍远低于主流发达国家，仍有较大的成长空间。据 Euromonitor 统计数据，2015 年我国休闲零食人均消费量为 2.15KG，韩国和日本分别为 2.49KG 与 5.63KG，英国、美国则分别为 9.53KG 与 13.03KG。我国人均休闲零食的消费量与韩国接近，但较日本还有翻倍以上的提升空间，较英国和美国则分别还有 3-5 倍的成长空间。同时在消费升级的背景下，消费者对于休闲零食的要求也越来越高，我国休闲食品正逐步向健康化、高端化升级，休闲零食行业整体价格也随之稳定提升。量价齐升，我们认为中国休闲零食行业仍将继续保持稳健较快增长。

图1：中商产业预计我国休闲食品 2018 年将超万亿



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

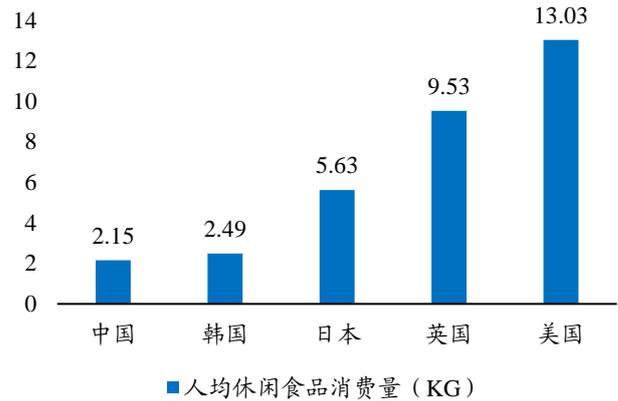
图2：食品工业协会统计我国休闲食品 2014 年已超万亿



数据来源：中国食品工业协会、开源证券研究所

**图3: Frost&Sullivan 统计我国休闲食品 2018 年超万亿**


数据来源: Frost &amp; Sullivan、开源证券研究所

**图4: 我国休闲食品人均消费量仍远低于主流发达国家**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

**表1: 口味的差异化、满足人类需求和消费场景的多样化决定了我国休闲食品的种类众多**

坚果炒货	话梅类	果脯果干	肉类零食	海味零食	素食山珍	饼干糕点	糖果布丁	膨化食品	礼品礼盒
碧根果	话梅粒	苹果脯	牛肉粒	鱿鱼丝	鱼豆腐	饼干	口香糖	薯片	糖果礼盒
炒花生	杨梅粒	杏脯	卤鸭脖	海苔片	豆干	锅巴	牛乳糖	雪饼	果冻礼盒
开心果	酸梅粒	桃脯	卤鸡爪	鱼干	鸡蛋干	蛋糕	软糖	麦圈	麻薯礼盒
核桃	乌梅粒	蜜枣	猪肉脯	裙带菜	卤藕	麻薯	奶片	虾条	坚果礼盒
炒杏仁	果丹皮	葡萄干	...	章鱼足	金针菇	沙琪玛	巧克力	爆米花	零食礼包
...	山楂片	芒果干	...	...	海带结	威化饼	果冻	...	...

资料来源: 亿欧智库、开源证券研究所

## 1.2、行业分散，消费升级、品牌化集中在路上

品种众多、进入门槛低，整体行业分散，其中标准化程度较高的西式零食品类被外资垄断相对集中，其他国内厂商主导的品类集中度都较低。我国地域辽阔，各地域由于气候、饮食习惯、消化等方面的差异，形成了不同的口味偏好，如“南甜北咸”、“东辣西酸”等。口味偏好的差异、食材的多样化、西式零食的进入，以及休闲零食本身满足人类需求和消费场景的多样化，造就了休闲零食行业品类和品种的多样化。我国的休闲零食，尤其是本土化的传统零食，生产工艺大多来自传统的手工制作，很多没有统一的工艺标准，产品品质和口味差异也较大，标准化程度较低。同时，休闲零食行业的进入门槛很低，爆款产品出来之后很容易被后来者快速跟进模仿，产品同质化现象严重。以近年来爆红的每日坚果和手撕面包为例，沃隆在2015年4月推出按人体每日营养需求配比的坚果组合“每日坚果”后，三只松鼠、百草味、良品铺子、洽洽食品、来伊份、新农哥、中粮、姚生记等数十家企业也相继推出了每日坚果产品；同样目前市场上手撕面包的品牌也已有包括三只松鼠、盼盼、良品铺子、百草味、桃李、乐锦记、来伊份、葡记等数十家。品种众多、标准化程度较低，叠加行业门槛低，带来了整体行业竞争格局的分散。不过分品类来看，对于标准化程度较高的西式零食，如糖果、巧克力、薯片和饼干等，由外资品牌主导，市场集中度较高。巧克力市场上，2016年我国巧克力销售额的CR10为82.1%，其中前两名玛氏（旗下主要品牌为德芙）和费列罗分别占比39.8%和17.8%，市场集中度较高。糖果市场中传统糖果阿尔卑斯、雅客和大白兔占据市场份额分别为15%、

13%和12.5%，CR3为40.5%；功能性糖果雅客、荷氏和金嗓子分别占22.5%、18.3%和11.2%，CR3为52%；胶基糖果中绿箭、益达和乐天分别占49.9%、22.6%和9.7%，CR3达到了82.2%。膨化食品市场上（主要为薯片），乐事、上好佳、好丽友、品客、可比克、艾比利等品牌占据了零售渠道90%以上的市场份额，其中，乐事以超过25%的市场份额稳居第一。饼干市场上，CR10为63.7%，其中前两名分别为乐滋中国和徐福记，分别占据14.4%和8.9%的市场份额。而对于标准化程度相对较低的烘焙类（根据保质期可分为短中长保产品，存在众多的小型面包糕点店），本土化的休闲卤制品、坚果炒货以及规模较小的小品类休闲零食而言，国内厂商占据主导，市场也更为分散。2016年我国烘焙食品市场CR5为21.7%，其中达利食品、桃李面包和嘉顿市场份额为前三，分别占比7%、6.6%和3.4%。休闲卤制品的CR5为21.4%，前五名分别为绝味、周黑鸭、紫燕、煌上煌和久久丫，市占率分别为7.4%、6.8%、3.4%、2.4%和1.4%。坚果炒货的CR5为17.2%，前五名分别为恰恰、三只松鼠、百草味、良品铺子和来伊份。小品类休闲零食的市场集中度则更低，果脯蜜饯前五大品牌分别为溜溜果园、怡达、御食园、佳宝和华味亨，CR5仅2.08%；肉类零食的前五大品牌为有友、五洲、棒棒娃、母亲、品品，CR5为7.87%；豆制品的前五大品牌为奇爽、盐津铺子、口口香、华鹏、吴府记，CR5为1.48%。

图5：已有数十家品牌推出每日坚果产品



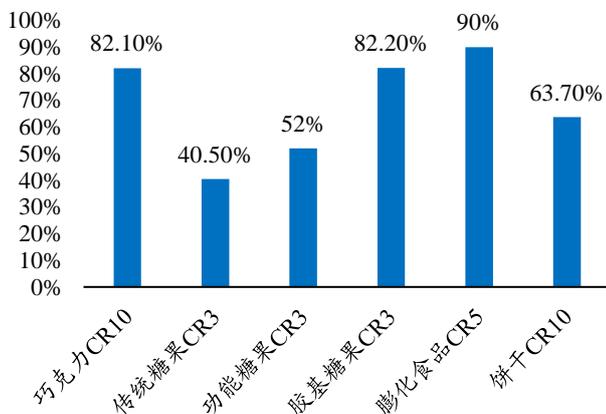
资料来源：天猫商城、开源证券研究所

图6：网红手撕面包产品的品牌已有数十家



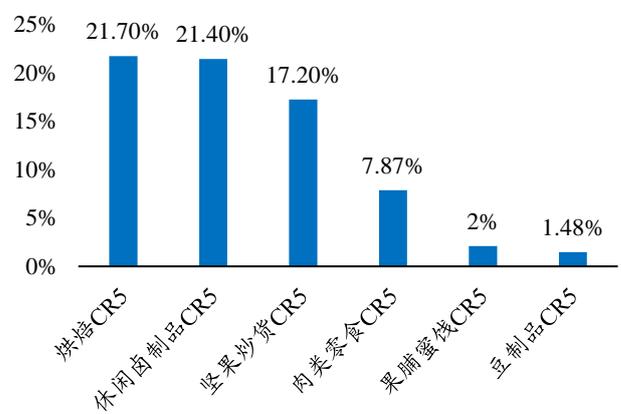
资料来源：天猫商城、开源证券研究所

图7：外资品牌主导的西式零食集中度较高



数据来源：中国食品工业协会、开源证券研究所

图8：国内厂商为主的休闲零食品类集中度都较低

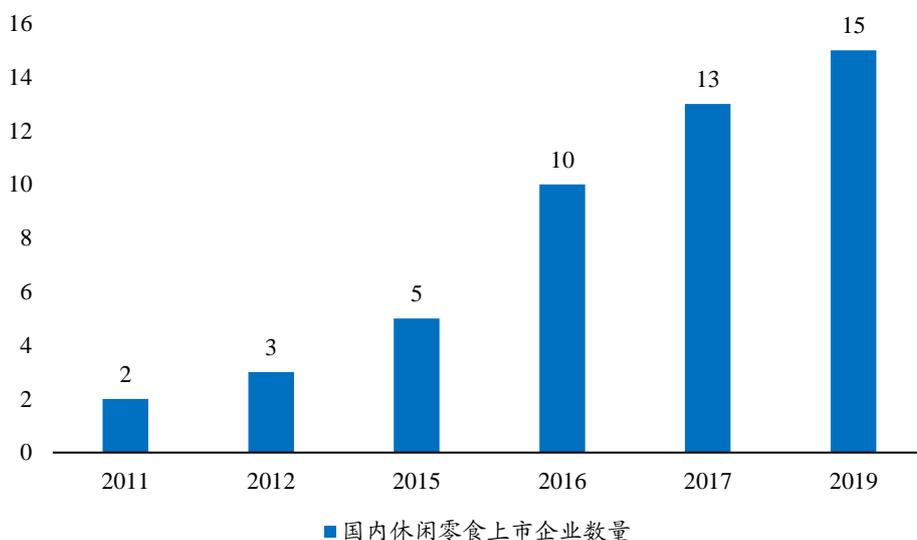


数据来源：Frost & Sullivan、中国产业信息网、开源证券研究所

消费升级,国内休闲零食品牌商相继上市,品牌化集中在路上。消费升级的背景下,

原本行业极度分散、无序竞争的休闲零食品类亦开始有国产品牌厂商崛起，如烘焙领域的达利园、盼盼、桃李，休闲卤制品领域的绝味、周黑鸭，坚果炒货领域的三只松鼠、恰恰、百草味，肉类零食领域的有友、棒棒娃，果脯蜜饯领域的溜溜果园，豆制品领域的奇爽、盐津铺子等等。国内厂商主导的休闲零食品类也正走在外资品牌主导西式零食的品牌化集中的道路上。并且我们可以看到近年来，国内的休闲零食品牌厂商纷纷实现了上市，其中最为老牌的是2011年上市的恰恰股份和好想你，2012年上市了煌上煌，2015年上市了桃李面包和达利食品，2016年来伊份、元祖股份、桂发祥、周黑鸭上市，好想你收购百草味，2017年盐津铺子、绝味食品、香飘飘上市，2019年三只松鼠和有友食品上市。随着国内休闲零食品牌商的上市，品牌知名度进一步提升，资本实力也进一步得到加强，未来我国休闲零食的品牌化集中将进一步加速。

**图9：近年来国内零食品牌厂商相继实现上市**

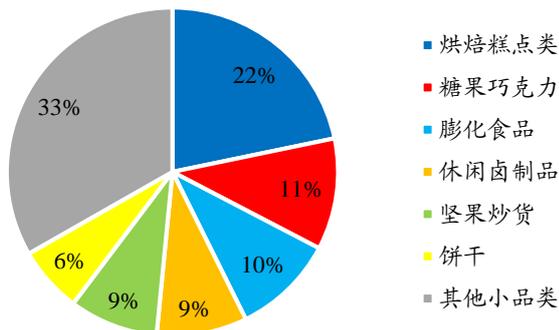


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、大品类关注烘焙、卤制品和坚果，小品类关注综合性平台

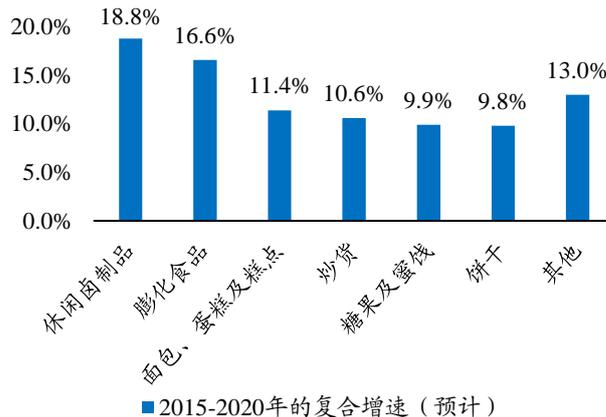
休闲零食大品类建议关注快速成长且集中度相对较低的烘焙、卤制品和坚果。分品类看，休闲零食中烘焙、糖果巧克力、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货和饼干占比较大，占比分别为22%、11%、10%、9%、9%和6%，属于休闲零食的大品类。大品类中目前糖果巧克力、膨化食品、饼干等西式零食已被外资品牌垄断，市场集中度较高，国内厂商未来的机会不大，建议关注国内厂商主导且集中度较低的烘焙、休闲卤制品和坚果炒货品类。烘焙糕点类作为休闲零食的第一大品类，占休闲零食的比例达22%，行业规模超2000亿，并且仍旧保持10%以上的快速增长。休闲卤制品作为本土特色产品，国内厂商具备天然优势，目前行业规模已近千亿，据Frost & Sullivan的预计，我国休闲卤制品行业规模在2020年将达到1235亿元，2015-2020年的复合增速为18.8%，是所有品类中复合增速最快的品类。以绝味、周黑鸭、紫燕、煌上煌、久久丫为代表的专业连锁门店正在快速发展，引领休闲卤制品行业向品牌化集中。坚果炒货行业规模亦近千亿，传统的种子坚果炒货产品相对成熟且增长较慢，瓜子领域诞生了恰恰这一龙头品牌。近年来海外坚果产品的涌入驱动行业进入了新一轮成长，特别是借助电商渠道取得了全国化的快速扩张，诞生了三只松鼠、百草味等坚果电商品牌。瓜子龙头恰恰食品在2016年推出“小黄袋每日坚果”，也开始发力坚果品类，2018年公司坚果品类的收入即超过了5亿元。

图10: 烘焙是休闲零食中的第一大品类



数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

图11: 休闲卤制品是休闲零食中增速最快的大品类



数据来源: Frost & Sullivan、中国产业信息网、开源证券研究所

**小品类零食品牌商正向着多品类、全国化平台迈进。**小品类休闲零食行业规模小、标准化程度低，行业还处于品牌化的初期，目前仅形成了部分区域性或细分分子品类的品牌商：如华东地区的“来伊份”、“天喔”、“华味亨”，华中地区的“盐津铺子”、“良品铺子”，西南地区的“徽记食品”；细分行业则有坚果领域的“三只松鼠”，炒货领域的“恰恰”，果脯蜜饯领域的“溜溜果园”，肉干肉脯领域的“棒棒娃”、“有友”，果干领域的“好想你”等。小品类休闲零食的单个子品类市场规模相对较小，单品类的优势品牌在做到一定市场份额之后即面临增长乏力的困境，顺势拓展新品类是绝大多数公司的选择。坚果领域的龙头“三只松鼠”开始拓展果干、花茶、干果、零食（肉干肉脯、烘焙类、糕点等），炒货领域的龙头“恰恰”也开始拓展坚果、薯片等新品类，盐津铺子则在原有的干杂品类上拓展了烘焙、果干、辣条等新品类。单品类向多品类覆盖，区域性品牌向全国化扩张是行业发展的方向，各大品牌商都在向着多品类、全国化的龙头平台迈进。

图12: 休闲小零食仅形成了区域性的品牌商



资料来源: 开源证券研究所

图13: 休闲小零食在各子品类形成了龙头品牌



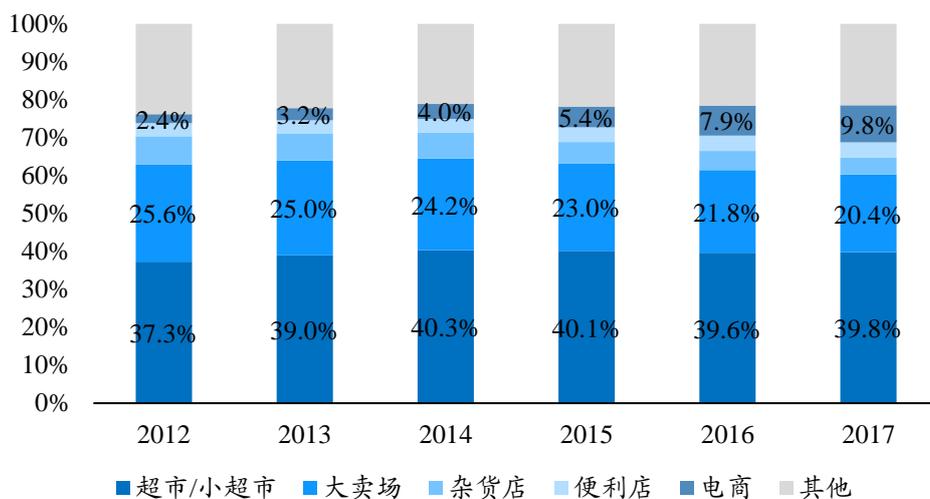
资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

### 1.4、线下渠道为主，线上渠道快速发展，融合发展是大趋势

休闲零食消费的即时性、体验性决定了线下渠道为主，“宅文化”下电商渠道快速发展但亦有瓶颈，线上线下的融合发展是未来方向。休闲零食的消费非必须，计划性

不强，更多为即时性消费，对产品的体验性要求高，消费场景以线下为主，线下渠道的占比达 90%。不过随着国内电商的快速发展以及单价高可囤货的坚果类零食在电商渠道的火爆，休闲零食电商渠道的渗透率持续提升，诞生了三只松鼠、百草味等电商渠道的品牌。电商渠道具备方便、快捷的优势，符合现代年轻人“宅文化”的消费习惯，据贝恩咨询的统计数据，2017 年休闲零食行业电商渠道的占比已经快速提升到了 9.8%。但电商渠道同样存在缺乏即时体验性，并且由于快递成本的存在，需要高客单价覆盖物流成本，适用于高单价可囤货的休闲零食品种。在电商渠道红利消退，线上引流成本逐步提升的背景下，休闲零食线上渠道的增速也开始放缓。线下渠道具备良好的即时体验性，但实现跨区域销售难度大（尤其是采用连锁门店经营模式），线下品牌商大多为区域性品牌。线上平台可以帮助企业了解消费者的购物习惯，并且形成的品牌效应为全国化的品牌效应，可以帮助线下实现跨区域的销售。因此整合线上的数字化和品牌资源以及线下的即时性体验，对于未来的消费者而言至关重要，线上线下融合发展的“新零售”模式是未来休闲零食的发展方向。电商渠道的龙头三只松鼠在 2016 年开设首家线下门店之后，持续开拓线下渠道，截止 2019 年中已经开设了 73 家松鼠投食店和 78 家联盟小店，2019H1 公司线下渠道收入 2.73 亿，占收入比例达到 6.06%。华东线下休闲零食龙头来伊份近年来则是发力电商渠道，2019H1 公司电商渠道收入达到 2.2 亿，占收入比重达到 10.8%。华中地区的龙头良品铺子则是更早发力电商渠道，2018H1 来看电商和线下渠道的占比分别为 44.5% 和 55.5%。

**图 14：我国休闲食品电商渠道的渗透率快速提升至 9.8%**



数据来源：贝恩咨询、开源证券研究所

## 2、百家争鸣，模式各异争做行业龙头

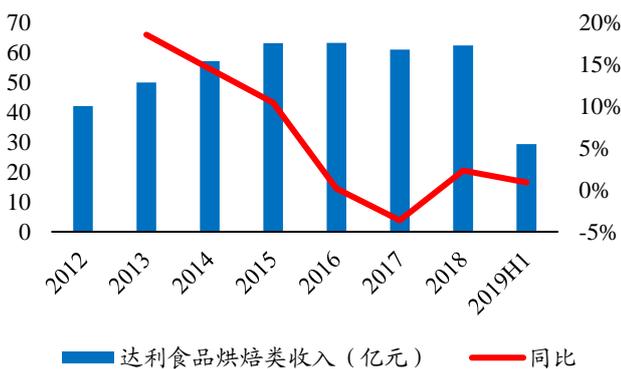
休闲零食品类众多，不同品类的竞争环境和竞争格局各异，不同品类的品牌商选择了不同的模式来突围。对于大品类休闲零食而言，单一品类的市场规模即足够大，大多数厂商均是从产品端出发，深耕某一大品类成就单一品类的龙头，或者采用多品类、多品牌战略，不断打造新的爆款产品。而对于小品类休闲零食而言，单一品类市场规模较小，单品类战略在发展一定程度时将遇到瓶颈，多品类战略是多数公司的选择。同时也有众多品牌商从零售渠道端出发向上游整合，根据市场需求快速拓展品类，一开始即向着打造全品类休闲零食平台进发。

## 2.1、深耕大品类，成就单品类行业龙头

### 1.1.1、烘焙：健康化推动行业由长保向短中保产品升级

烘焙是休闲零食第一大品类，健康化驱动消费由长保向短中保升级。烘焙类产品按照保质期可以分为短中长保产品，其中长保国产品牌包括达利园、盼盼等，中保国产品牌包括港荣、豪士、憨豆先生等，短保国产品牌则包括了桃李、美焙辰（达利旗下）等。烘焙类产品为了延长保质期需要添加防腐剂等食品添加剂，牺牲了一定的产品品质和口感，同时新鲜度和健康程度要差。短保（15天以内）和中保（15-60天）产品保质期大幅短于长保产品（180天），但新鲜度、口感和健康程度显著好于长保产品。短保和中保产品要求供应链周转速度快，在保质期内不能成功销售的产品将会退回报损，产品成本显著高于长保产品。在休闲零食健康化的消费升级趋势下，烘焙类产品目前正由长保产品向短中保产品升级。国内长保烘焙的龙头达利食品烘焙糕点类收入从2016年开始进入增长瓶颈，2017年甚至开始出现下滑（同比-3.6%）。而国内短保面包的龙头桃李则持续保持着20%左右的收入复合增速。达利食品在2018年11月也同样推出了新品牌美焙辰切入短保市场，在几个月内即开拓了3万多个销售终端，驱动公司烘焙糕点类产品重回增长。中保产品中港荣、豪士、盐津铺子等近年来同样取得了快速的发展。

图15：达利食品烘焙收入2016年开始增长乏力



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：桃李面包收入持续保持20%左右的复合增速

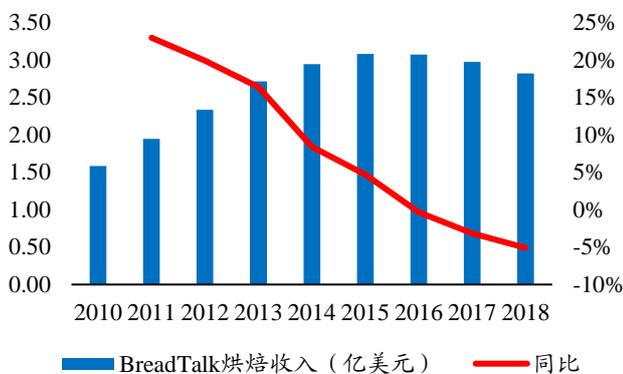


数据来源：Wind、开源证券研究所

短保烘焙“中央工厂+批发”模式更优，渠道高周转是王道，核心在于线下渠道布局和供应链保障能力。短保烘焙产品一般存在连锁面包坊和“中央工厂+批发”两种模式。连锁面包坊消费体验更佳，但由于门店租金和人工成本的持续上涨，同时国内面包单价和消费频次相对较低，坪效和ROE相对较低，对加盟商吸引力不足，更多通过品牌直营店的模式扩张。目前国内面包等烘焙产品仍旧处于量增为主的发展阶段，性价比是消费者更加关注的因素，更加注重品质和体验的品牌直营门店模式在快速扩张之后也已面临经营压力。以克莉丝汀和 BreadTalk 为例，克莉丝汀早在2012年收入达到巅峰的13.91亿元后就开始持续下滑，2018年收入仅6.65亿元，不到巅峰时期的一半。BreadTalk 烘焙产品收入同样在2015年达到顶峰的3.08亿美元之后持续下滑，2018年收入为2.82亿美元。伴随着收入下滑的同时是门店经营压力增大，亏损甚至关店，克莉丝汀门店数量已经由2013年底巅峰的1052家减少了到2018年底的586家，BreadTalk 近年来也开始关闭部分经营不善的门店，2018年底面包坊数量为863家，较2017年底减少了8家。另一方面，以桃李面包为代表的更注重产品性价比的“中央工厂+批发”模式则保持了持续快速的发展，持续抢占面包坊的市场份额。短保烘焙产品“中央工厂+批发”模式下对供应链的要求极高。

短保产品保质期在 15 天以内，在这一段时间内要实现从中央工厂生产到配送至各站点，然后以各站点为中心辐射运送到当地的便利店和 KA 门店，便利店和 KA 门店快速上架销售，消费者到店购买消费，同时门店将销售情况和订单反馈到中央工厂这一全过程。并且为了保证产品的新鲜度以及早餐的消费需求，一般从中央工厂生产到门店上架需要在几小时内完成，而且一般需要在早上就完成渠道的送货和产品上架。短中保产品的生产成本与长保产品差异不大，主要的差异在于快速周转的物流成本以及产品的报损成本。高的周转率说明产品动销快，品牌力和复购率的提升，报损费用的下降则会大幅提升盈利能力。高的渠道周转率需要高质量的供应链能力来保障，以实现既不缺货又不过期，保障销售的同时提升净利率。短保产品对线下门店终端的要求高，且线下渠道布局完善后才能形成较好的品牌集聚效应，加快动销。因此，实现渠道高周转的核心在于完善的线下渠道布局和供应链的保障能力，可以看到短保龙头桃李面包的存货周转率是长保龙头达利食品的近三倍。

图17: BreadTalk 收入在 2015 年达到巅峰后持续下滑



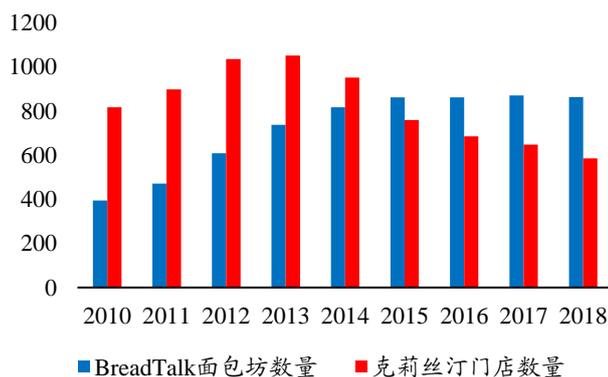
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图18: 克莉丝汀收入较 2012 年巅峰下滑了一半以上



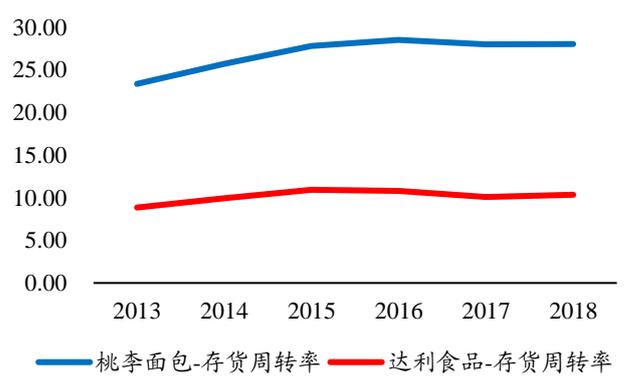
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图19: 克莉丝汀和 BreadTalk 均有经营不善关店情况



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图20: 桃李面包的存货周转率显著高于达利食品



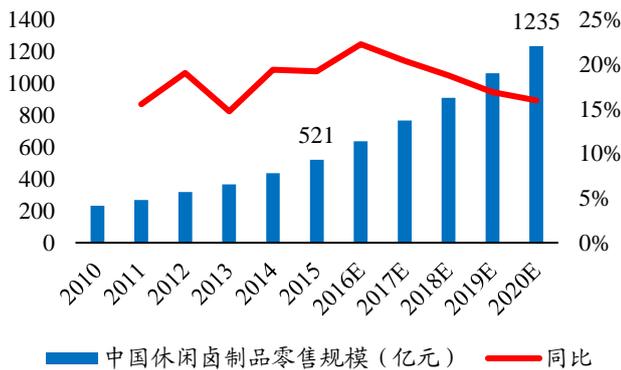
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.1.2、休闲卤制品: 本土特色休闲零食, 连锁门店模式驱动品牌集中

本土特色休闲零食, 连锁门店模式驱动行业品牌化集中。休闲卤制品是中国本土特色的休闲零食, 由卤味餐桌食品演化而来, 在中国烹饪历史上已经有超过两千年的历史。据 Frost & Sullivan 的统计数据, 我国休闲卤制品行业规模在 2015 年已达 521 亿元, 预计在 2020 年将达到 1235 亿元, 2015-2020 年的复合增速为 18.8%, 是所有品类中复合增速最快的品类。随着包装技术的进步和卫生意识的不断增强, 特别

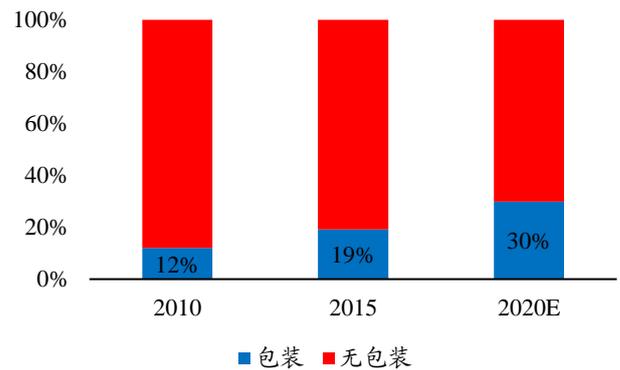
是 MAP（气调保鲜技术）技术可以在不经过超高温处理的条件下延长产品的保质期，保证了产品的新鲜度和口感，使得休闲卤制品正在由无包装向包装化发展。据 Frost & Sullivan 预计，我国包装卤制品的市场规模将由 2015 年的 100 亿元增长到 2020 年的 370 亿元，复合增速达到 30%，占比也将由 2015 年的 19% 提升到 2020 年的 30%。从销售渠道看，我国休闲卤制品目前主要在超市、便利店、食品店和食品市场等传统的线下渠道销售，渠道占比超过 70%，而在品牌连锁的自营门店及加盟店销售的占比仅 20.5%。在消费升级的背景下，品牌知名度已经成为影响消费者购物的决定性因素之一，品牌休闲卤制品也意味着质量和卫生标准更高。未来品牌化的趋势势不可挡。Frost & Sullivan 预计品牌休闲卤制品的市场规模将由 2015 年的 241 亿元增长到 2020 年的 855 亿元，复合增速达到 28.9%，占比也将由 2015 年的 46% 提升到 2020 年的 69%。目前行业主要龙头品牌绝味、周黑鸭、紫燕、煌上煌、久久丫均采用品牌连锁自营或加盟门店的形式进行销售。品牌连锁门店模式能够有效地保障产品和服务质量，并且休闲卤制品对于门店面积要求低，产品单价和消费频次较高，门店坪效和 ROE 都较高，能够吸引加盟商快速复制全国化扩张。目前龙头绝味食品在全国已有 10598 家门店。Frost & Sullivan 预计休闲卤制品自营门店和加盟店渠道销售的占比也将由 2015 年的 20% 提升到 2020 年的 28%。消费升级背景下，品牌连锁门店模式驱动了行业的品牌化集中，未来将不断抢占传统超市、便利店、食品店和食品市场的份额。

图21: 我国休闲卤制品市场规模2020年将达1235亿元



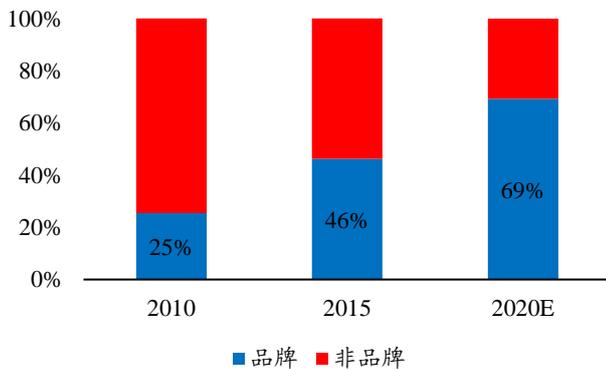
数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

图22: 我国休闲卤制品正向着包装化的趋势发展



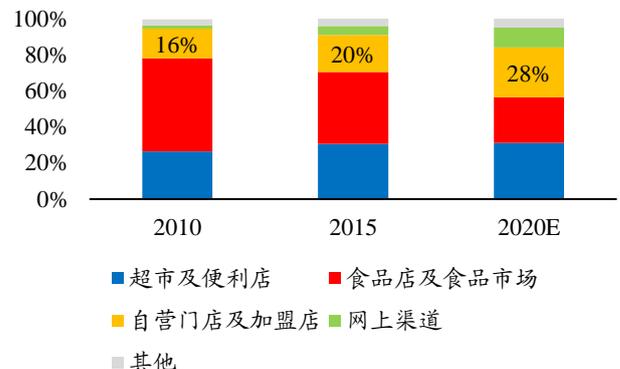
数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

图23: 我国休闲卤制品正向着品牌化的趋势发展



数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

图24: 品牌连锁门店渠道占比将持续快速提升

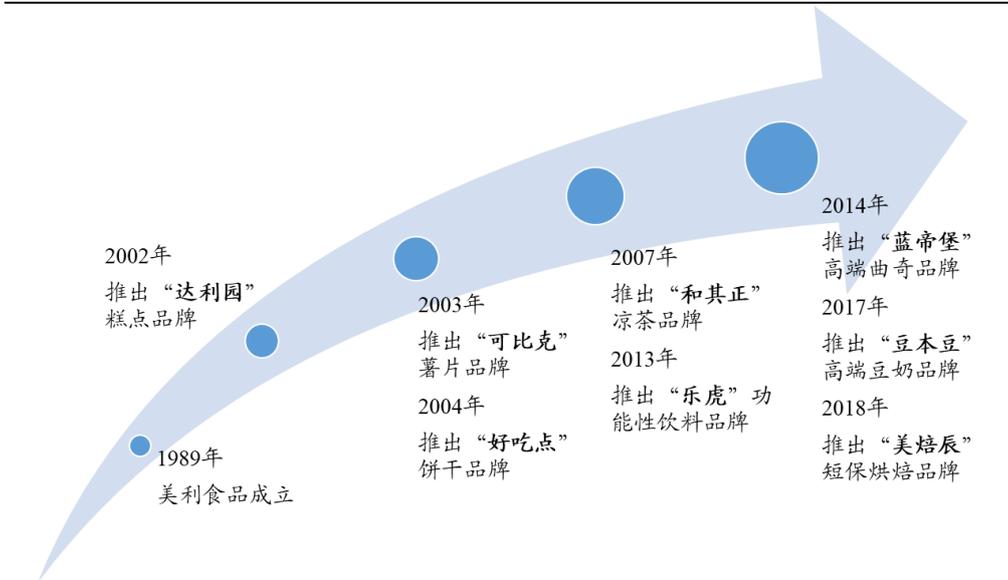


数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

## 2.2、多品类、多品牌战略，不断打造新爆款产品

全产业链布局，快速跟进，持续的爆品打造能力。多品类、多品牌战略的典型为达利食品，持续的新的爆品打造能力是公司成为业内领先者的关键。公司于1989年在福建成立，开始生产饼干产品，1992年推出了首款“达利”品牌的饼干产品，1997年，“达利”品牌食品被列为中国公认名牌产品。2002年公司继续推出“达利园”品牌的糕点类产品，并获得中国食品工业协会评价为“全国食品工业优秀龙头食品企业”。2003-2004年公司相继推出“可比克”品牌的薯片产品和“好吃点”品牌的饼干产品，并且将销售渠道拓展到了全国。2007年公司推出“和其正”品牌的凉茶产品正式进军饮料市场，2013年再次推出“乐虎”品牌的功能性饮料，在全国16个省市建立了子公司。2014年公司推出了“蓝帝堡”品牌的高端曲奇产品，2017年推出了“豆本豆”品牌的高端豆奶产品，2018年推出了“美焙辰”品牌的短保烘焙产品。可以看到，公司持续的爆款产品打造能力驱动了公司长期持续增长，并且每个新打造的品类和品牌在相关领域都有较高的知名度和市场影响力。其中“达利园”是长保烘焙领域的龙头品牌，“可比克”位居国内薯片品牌排名前五，“好吃点”是国内饼干领域的知名品牌，“和其正”在凉茶领域排名仅在“王老吉”和“加多宝”之后，“乐虎”在功能性饮料中更是仅位于“红牛”之后，“豆本豆”、“蓝帝堡”、“美焙辰”也都建立起了市场的知名度。同时公司也建立起了覆盖全国的销售网络，拥有超过5228个经销商，建立了从省市到县、城镇和乡村市场的深度分销网络，在全国拥有16个战略性布局的工厂，方便降低物流成本的同时实现快速铺货。紧跟消费潮流变化，专注于高增长的产品品类，强大的产品创新实力、全产业链的布局、快速跟进市场，是公司持续打造爆款新产品的保障。目前公司已经建立起了全国化的深度分销网络，针对有市场潜力的快速成长品类，公司已经形成了快速产品研发、品牌宣传、渠道铺货打造爆品的核心竞争力，成为了休闲食品领域多品类、多品牌的集团型公司。

图25：达利食品持续的新爆品打造能力是公司增长的核心动力



资料来源：招股说明书、公司官网、开源证券研究所

## 2.3、从渠道端出发，打造全品类零食平台

小品类零售端出发，向打造全品类、全渠道、全国化的休闲零食平台迈进。小品类休闲零食单品类难以支撑较大体量的品牌公司，并且市场分散，经销商开发难度大，也缺乏资金进行大规模的品牌宣传，因此单品类实现全国化的扩张难度较大。仅有

恰恰食品、有友食品、卫龙等少数品牌实现了全国化扩张，均是依赖于产品的打磨打出了品牌影响力，从而逐步实现了全国化扩张。但品牌也被打上了产品的烙印，当单品类增长达到瓶颈之后，进行品类扩张的难度也较大。而以三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份为代表的品牌商则是直接从渠道端出发，借助于消费升级以及电商渠道快速发展的红利，整合多品类产品，向打造全品类的休闲零食平台迈进。小品类休闲零食品类众多，并且非常多的品类还没有形成知名的品牌，消费者对于产品品质缺乏判断能力，生产商也大多以小作坊为主。消费者需要一个优质的休闲食品综合提供商，这也给予了零售品牌商的发展机会。线下来看，品牌连锁门店是零售品牌商主要的发展模式，目前已经形成了华中地区的龙头良品铺子和华东地区的龙头来伊份。线上渠道看，多以海外树坚果品类为核心，逐步扩展其他品类。电商渠道的优势在于便捷方便、性价比高，考虑到快递费用的存在，休闲零食在线上渠道销售更适合单价高可囤货的高客单价品类。客单价高才能在覆盖快递成本的基础上保持性价比优势。而海外树坚果是最适合于电商渠道的品种，叠加坚果领域由种子坚果向树坚果的消费升级，海外树坚果成为了电商渠道品牌商的共同选择。有了坚果作为引流品种之后，其他产品可以通过组合装或者礼品装来带动。电商渠道相对标准化，竞争激烈，目前已经形成了三只松鼠、百草味、良品铺子三大寡头。渠道品牌商来看，线上线下各有优劣：电商渠道发展速度快，全国化的品牌效应，但劣势在于可开拓的优势品类较少，即时体验性较差；线下渠道品类丰富且即时体验效果好，但劣势在于跨区域开拓难度大，品牌呈现区域性。休闲零食品牌商未来的发展趋势是线上线下融合的新零售模式。同时，目前虽然已经形成部分单品类或者区域性或单渠道的龙头，但尚未形成全品类、全渠道、全国化的龙头。未来随着区域品牌的全国化以及电商品牌向线下渠道发力，品牌商之间的竞争将加剧。而伴随着渠道成本的持续提升（线下租金和人工成本，线上流量成本），纯布局零售端的零售品牌压力将加大，品牌效应、规模以及产业链布局开始变得更加重要，龙头优势有望强者恒强。目前三只松鼠在品牌和规模上已相对占优，目前也正在以“联盟工厂”的模式向上游生产端延伸，实现全产业链的布局，有望成长为全品类、全渠道、全国化的龙头。

图26: 小品类零食渠道品牌快速发展，向全品类、全渠道、全国化龙头进发

	产业链布局			品类布局		渠道	
	产品研发	生产制造	流通销售	综合型	多品类		单品类
三只松鼠	■		■	■		线上为主	
百草味	■		■	■		线上为主	
良品铺子	■		■	■		线上+线下	
来伊份	■		■	■		线下门店直营	
盐津铺子	■	■	■		■	线下商超直营	
好想你	■	■	■			■	线下经销
恰恰食品	■	■			■		线下经销
有友食品	■	■				■	线下经销
桂发祥	■	■				■	线下经销

资料来源：招股说明书、公司官网、开源证券研究所

### 3、受益公司：三只松鼠、桃李面包、绝味食品、盐津铺子

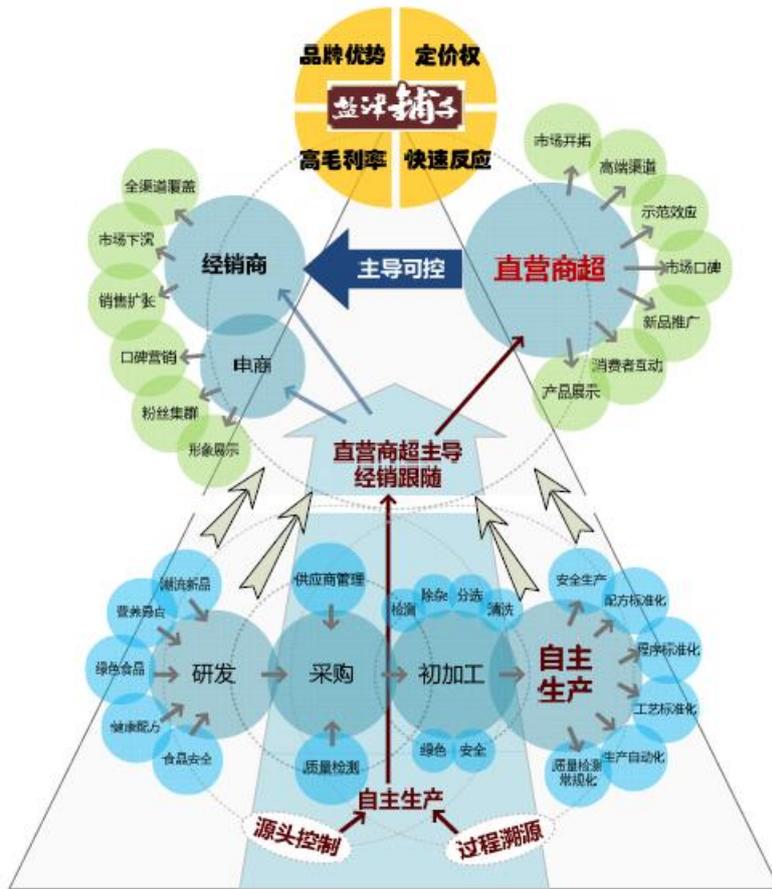
#### 3.1、盐津铺子：全产业链布局，小品类向大品类扩张开启新成长

公司是小品类休闲零食中唯一一家全产业链布局的多品牌、多品类的品牌商。小品类休闲零食的多品类品牌商大多是仅在渠道布局的零售品牌商，公司是唯一一家完成了从新品研发、生产到销售全产业链布局的多品牌、多品类的品牌商。针对休闲食品行业快速消费、品种更新换代快的特征，公司开发了“实验工厂”模式来进行新产品的开发。在“实验工厂”模式下，应对市场的新需求，公司可以快速启动新品开发，短期内完成小批量生产后投放市场，市场反应良好的产品即开始大规模的生产 and 推广。公司的全产业链布局使得“实验工厂”模式可以实现新品研发到生产销售的无缝对接，能够针对市场的变化快速反应，在第一时间满足消费者的需求。

**小品类向大品类拓展，全产业链布局优势显现。**公司此前作为华中地区地方特色的休闲小零食品牌商，产品均以地方特色的凉果蜜饯、炒货、豆制品、肉制品和鱼糜制品为主，通过 10 多年的深耕将华中和华南地区打造成了公司的大本营市场。由于此前公司战略在于深耕大本营市场，开发的新产品大也多以地方特色的小品类为主。公司以凉果蜜饯起家，很快新打造的豆制品快速成长为了公司的第一大品类，2015 年新开发的鱼豆腐在 2016 年收入即达到了 1.49 亿收入。地方特色休闲小零食的新产品虽然放量速度快，但是增长的天花板有限，并且对于公司渠道的全国扩张帮助有限。而公司在 2017 年重新梳理了发展战略，确定了重点开发拳头明星产品以及渠道全国化扩张的战略。借助短中保烘焙消费升级的趋势，以及中保烘焙产品和散装称重渠道的匹配性，2017 年公司利用自身在散装称重渠道的优势差异化的推出了中保烘焙产品，开始由小品类向大品类拓展。由小品类向大品类拓展之后，公司全产业链布局的作用进一步显现。仅用了 2 年的时间，公司烘焙的收入在 2019H1 即达到了 1.35 亿，快速成长为了公司新的第一大品类。新大品类的开拓不仅打开了公司新产品增长的天花板，同时也帮助了公司的销售渠道由华中和华南的区域市场向全国化扩张。

**三年战略规划进入落地收获期，驱动公司进入加速发展期。**目前公司的三大战略新品烘焙、果干、辣条均已推出，三大战略新品的潜在收入规模即超 35 亿元，烘焙类新品的放量驱动了公司收入在 2018 年开始加速向上。目前烘焙公司已有产能 8-10 亿元，后续仍有 10 亿元的产能储备，果干和辣条相关的产能也已经投产。伴随着烘焙类新品的进一步放量以及果干、辣条的逐步培育推广，同时叠加公司营销渠道向全国的逐步扩张，三年战略规划落地将驱动公司进入新一轮的加速发展期。

图27: 公司是小品类休闲零食中少有的全产业链布局的多品类品牌商



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

### 3.2、三只松鼠: 休闲小零食龙头, 打造全品类综合平台

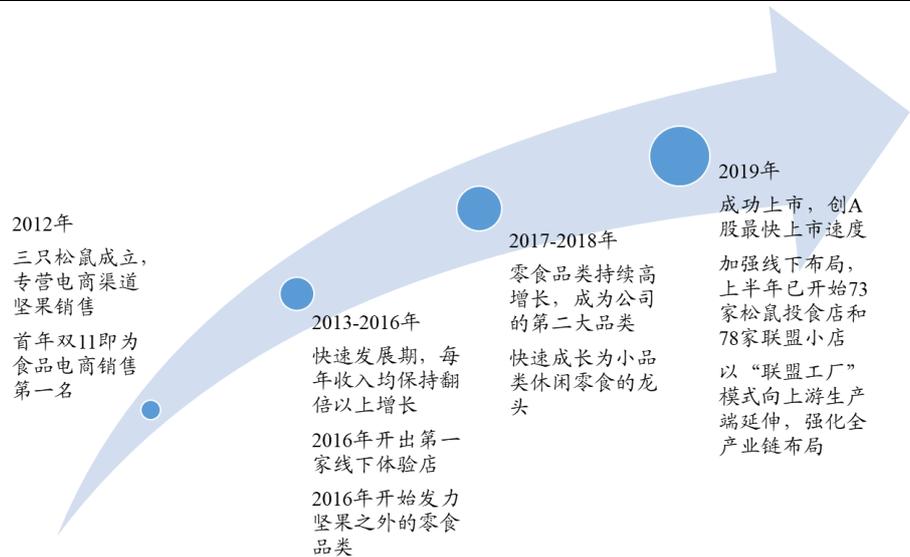
小品类休闲零食行业极度分散, 增速快, 正处于快速品牌化集中过程中。休闲零食行业增长的核心来自于新产品和新品类的开发, 需求的多样化决定了大多数开发出来的新品类都属于小品类。因此, 可以看到小品类休闲食品的增速快于整体行业, 小品类占整体休闲零食行业的比例在持续提升。小品类休闲零食的市场规模近 5000 亿元, 并且行业极度分散, 在消费升级的背景下, 尤其是在零售品牌商的整合发展模式下正在快速品牌化集中。目前小品类休闲零食已经形成部分区域性或单品类的品牌, 正在向着全品类、全渠道、全国化的方向迈进。

乘坚果消费升级东风和电商渠道红利, 7 年实现上市, 成就小品类休闲零食龙头。公司成立于 2012 年, 专营电商渠道的坚果销售, 首年双十一即实现销售 766 万, 为食品电商销售的第一名。乘上了坚果炒货由传统种子坚果向海外树坚果消费升级的趋势以及休闲零食电商渠道快速发展的红利, 2013-2016 年公司收入都保持翻倍以上的快速增长。2013 年公司全网收入即达 3.26 亿元, 2014 年双 11 单日销售即破亿, 2015 年双 11 单日销售达 2.66 亿元, 2016 年双 11 单日销售 5.08 亿元。2016 年开始公司开设了第一家线下体验店, 并且发力坚果之外的零食品类, 当年零食品类实现收入 8.64 亿元。2017-2018 年公司零食品类延续高增长, 快速成长为公司的第二大品类, 截止目前坚果的收入占比已经下降到了 50% 以下。2019 年公司成功实现上市, 仅用 7 年时间完成了上市同时成就了小品类休闲零食的龙头。

开拓线下战场, 打开品类扩展和渠道拓展空间, 向全品类、全渠道、全国化的龙头

迈进。休闲零食接近 90% 的市场在线下渠道，要成为休闲零食领域真正的龙头必然需要开辟线下渠道。在电商渠道和坚果消费升级红利逐步消失的背景下，公司 2019 年开始发力线下渠道市场。2019 年上半年公司已经开设了 73 家松鼠投食店和 78 家联盟小店，目前坪效和运营效果都非常不错。投食店上半年坪效 1.75 万元，合计实现收入 2.14 亿元，净利润 1565.7 万元，净利率 7.31%，高于电商渠道。联盟小店上半年坪效 2.09 万元，实现收入 5899.69 万元。在线下直营和加盟模式跑通之后公司将在全国大规模复制扩张，线下渠道的扩张不仅打开了公司渠道的增长空间，同时也打开了公司品类扩展的空间。同时公司通过电商渠道打造的全国化的品牌影响力以及全国化的物流配送体系都将助力公司线下渠道在全国的扩张。同时，为了保障新产品的研发能力，公司和上游生产商合作建设联盟工厂，完善全产业链的布局，实现生产端、物流供应链和渠道端的高度协同。公司线下渠道布局一旦成功，将成为全品类、全渠道、全国化的综合性休闲零食平台，成为真正的行业龙头。

图28：三只松鼠仅用 7 年即完成了上市，成为了小品类休闲零食的龙头



资料来源：招股说明书、公司官网、开源证券研究所

### 3.3、桃李面包：短保烘焙龙头，强供应链能力打造护城河

烘焙作为休闲零食第一大品类，正处于长保向短中保消费升级之中。烘焙作为休闲零食的第一大品类，行业规模超过 2000 亿元，并且目前行业十分分散，其中长保龙头达利食品市占率仅 7%，短保龙头桃李的市占率仅 6.6%。并且在健康化消费趋势下，消费者正逐步由长保向短中保产品消费升级。短保产品存在线下面包坊和“中央工厂+批发”两大模式，目前来看面包坊由于单价较低、消费频次不够导致坪效和 ROE 较低，品牌化的 BreadTalk 和克莉丝汀在快速扩张之后由于租金和人工成本的持续上涨，经营压力加大，开始出现亏损关店的情形。而“中央工厂+批发”的模式在打造好高质量的供应链能力之后取得了持续快速的发展，开始逐步抢占手工坊以及线下品牌面包坊的市场份额。

深耕短保烘焙，强供应链能力成就短保龙头。公司成立于 1997 年，属于家族性企业，专营短保烘焙产品。经过 20 多年的深耕细作，公司在全国 17 个区域建立了生产基地，以直营和经销相结合的模式拓展了 23 万多个零售终端，打造了一条可以实现“每日新鲜送达”的供应链，在几小时内即可实现从中央工厂生产到渠道物流配送到店以及店内产品的上架，在早上实现产品的上架销售，以保障产品的新鲜度。

短保烘焙竞争的核心在于渠道的高周转，高周转意味着品牌影响力和复购率，可以实现即不缺货又不过期，过期报损的费用大幅降低，在实现销售额提升的同时大幅提升利润率。而公司打造的高效供应链以及形成的品牌效应是实现渠道高周转的核心，也是公司的核心竞争力所在。公司已成长为国内短保烘焙领域的龙头，主要竞争对手为宾堡、曼可顿等外资品牌，国内则是 2018 年新推出“美焙辰”品牌的达利食品。公司在全国化的生产和渠道布局优势已显，未来随着渠道和供应链的进一步下沉，公司的竞争优势有望进一步提升。

**产能逐步释放，渠道全国化扩张持续稳步推进，未来成长确定性强。**公司武汉桃李 2.55 万吨、沈阳桃李 6 万吨、山东桃李 2.12 万吨、江苏桃李 2.2 万吨产能正在建设中，预计 2019-2020 年将陆续投产。同时可转债成功发行募集资金 10 亿元用于江苏、四川、青岛、浙江的扩产项目，为公司的长期发展做好了充足的产能储备。同时渠道上公司继续加大对华东、华南、西南、西北新兴市场和华中空白市场的开拓，保障公司新建产能的稳步释放。公司目前在短保烘焙领域的品牌以及全国化渠道优势已显，未来随着空白市场的开拓，新兴市场的逐步成熟以及行业消费升级带来的短保产品消费习惯的养成和消费频次的提升，公司将迎来收入增长和盈利能力的双层提升，未来成长的确定性强。

**图29： 公司已经初步完成全国化的生产销售布局**



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 3.4、绝味食品：休闲卤制品龙头，优秀管控能力助力持续扩张

**本土特色休闲零食，品牌化和包装化大势所趋。**休闲卤制品作为本土特色的休闲零食，辣味上瘾的特性促使其成为了休闲零食中复合增速最快的子领域。同时，随着真空及 MAP 包装技术和冷链物流的进步，使得休闲卤制品可以实现集中的标准化统一生产然后分销到各销售网点，从而催生出了休闲卤制品线下品牌连锁门店这一业态。消费升级的背景下，消费者卫生意识的提升，以及线下连锁门店模式的快速发展，推动了休闲卤制品行业向着包装化和品牌化的方向发展。据 Frost & Sullivan 预计，我国包装休闲卤制品和品牌休闲卤制品在 2015-2020 年的复合增速将达到 30% 和 28.9%，占比将持续提升。

休闲卤制品龙头，优秀的产业链管控能力助力持续扩张。公司后发而先至，快速成长为了休闲卤制品行业的龙头，在全国范围内建立了 20 多个生产工厂，形成了覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络，在全国共开设了 10598 家门店。同时，公司打造了一个“冷链生鲜、日配到店”的全方位供应链体系，保障每家门店产品供货的新鲜度。公司全国化的供应链和门店布局已经形成了龙头优势，上游采购的规模化效应、全国化的门店布局、品牌效应等已形成竞争的护城河。上游建立冷库储备计划、中游全国化的生产基地和冷链物流配送体系、下游全国化的加盟商委员会，同时通过完善的信息化建设对产业链全流程进行监控、通过绝味管理学院对全产业链进行人才培养和输出。优秀的全产业链管控能力是公司实现快速全国化扩张的基础，也是公司的核心竞争力，将继续助力公司渠道的持续下沉和持续扩张。

可转债落地推进产能建设，门店+品类双扩张驱动持续稳健增长。公司发行公开可转债募集资金 10 亿元用于天津、江苏、武汉和海南地区累计 7.93 万吨的产能建设。同时公司仍有黑龙江、山东、贵州、四川共 4 万吨的产能处于在建，其中四川 1.7 万吨、黑龙江 0.8 万吨、贵州 0.5 万吨工程进度均已超 50%，充足的产能扩建保障了公司后续的扩张。公司目前的渠道门店仍有进一步下沉的空间，同时线下品牌连锁门店这一业态仍在继续抢占超市、便利店、食品店和食品市场等传统线下渠道的份额，我们预计公司门店数量仍能维持 10% 左右的新增速度。此外，公司目前主要产品集中于禽类，未来有望拓展其他卤味品类，公司的目标为构建一流特色美食平台，正在通过新项目孵化、投资并购等外延成长方式布局“美食生态圈”，致力成为“特色食品和轻餐饮的加速器”。未来伴随着门店+品类扩张的双轮驱动，以及品牌休闲卤制品渗透率的持续提升，公司有望保持持续稳健的增长。

图30: 公司已完成全国化的生产基地和销售网络布局



资料来源：公司官网、开源证券研究所

表2: 行业受益公司盈利及估值

公司	代码	EPS			PE			总市值(亿元)	现价(元/股)
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
盐津铺子	002847.SZ	0.93	1.42	2.09	42.7	28.0	19.0	46.1	39.73
三只松鼠	300783.SZ	0.95	1.21	1.53	65.9	51.8	40.9	275.1	62.64
桃李面包	603866.SH	1.1	1.31	1.57	40.4	34.0	28.3	322	44.48
绝味食品	603517.SH	1.36	1.64	1.93	33.7	27.9	23.7	249.7	45.82

数据来源: Wind、开源证券研究所(每股收益除盐津铺子外均来自 Wind 一致预期)

#### 4、风险提示

休闲零食行业目前处于品牌化集中的发展过程中,行业发展会受到经济大幅下行、居民收入锐减、消费降级等风险因素的影响。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板技术基准为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835