

千亿市场，多重因素驱动企业发展

——休闲食品行业平台型企业研究报告

休闲食品行业空间广阔，目前市场仍较为分散，行业内公司整合空间大。对于平台型企业，其扩张空间与扩张路径明确，未来发展可期，具体如下：

核心观点

- **休闲食品行业空间广阔，行业整合空间大。**1) 根据欧睿数据，我国休闲食品行业市场空间将近 3500 亿，替代品威胁小+代际迁移及消费升级等外部驱动因素决定行业长期有望保持小个位数稳定增长。2) 目前市场仍较为分散，头部公司整合空间足；3) 休闲食品公司发展驱动因素明确：(外部增长+渠道扩张+品类迭代)*品类扩张。
- **渠道：线上及连锁门店为平台型公司未来主要渠道。**1) 线上：一方面，伴随电商渗透率的持续提升，松鼠、百草、良品作为线上头部品牌将持续受益；另一方面，线上渠道将长期处于低利润率竞争环境，头部品牌在细分赛道上竞争不具备明显优势且量增易受平台政策影响，从量价纬度看公司要实现长期发展必须进行线下渠道拓展。2) 连锁：连锁门店为平台型公司优选线下业态，具有较大发展空间，行业尚处于跑马圈地状态。从各品牌发展战略来看，良品属于稳扎稳打型，松鼠属于激进拓店型，来伊份直营模式成熟，加盟、异地拓店缓慢。
- **产品和品牌：1) 品类：通过大单品及子品牌策略进行品牌聚焦为平台型公司的未来看点。**大单品策略有利于公司提升规模，增加对上游议价权；相较于公司在原有品牌下推出新产品，其从细分赛道着手并通过子品牌形式进行品类扩张往往更能占领消费者心智，此外，第三消费时代下消费者多元化需求的浮现为子品牌孵化提供肥沃土壤。2) 品牌：在行业增速放缓的背景下，公司主品牌进入精细化运营阶段，举措包括品牌再定位、品牌运营、用户深耕等。
- **财务分析：1) 成长性：平台型企业线上有望保持稳定增长，线下门店扩张为核心驱动。**2) 盈利能力：伴随规模提升公司对采购成本控制能力有望加强，运输成本仍有下降空间。3) ROE：轻资产运营模式下平台型企业存货周转率高于制造型企业。

投资建议与投资标的

休闲食品市场空间广阔，而集中度仍较低，这给予行业内公司较大整合空间；平台型企业在渠道、产品、品牌端的扩张路径明确，未来发展可期。建议关注线上线下渠道均衡发展、加盟业态成熟的良品铺子(603719，未评级)、及 20 年以来线下快速拓店的线上龙头三只松鼠(300783，未评级)。

风险提示

- 休闲食品市场需求变化的风险、原材料成本波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧风险、平台政策风险

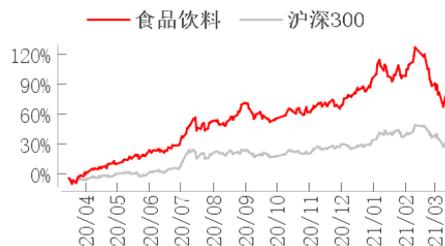


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 食品饮料行业
报告发布日期 2021年03月16日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

相关报告

无惧短期波动，坚守成长性和确定性个股 2021-03-08
疫情防控有力，看好连锁业态加速回暖 2021-02-22

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、行业概览：千亿规模，各业态公司扩张路径明确	6
1、千亿市场规模，行业整合空间大	6
1.1、千亿市场规模，长期有望保持小个位数增长	6
1.2、市场较为分散，公司整合空间大	9
2、制造型与平台型为行业主要经营模式，各业态扩张路径明确	11
二、渠道：线上及连锁门店为平台型公司未来主要渠道	14
1、线上：仍有较大空间，但长期发展不能仅依赖于线上	14
1.1、价：渠道性质与竞争格局决定线上将长期处于低利润率竞争环境	15
1.2、量：面临与利基品牌的竞争且平台政策风险暴露，量增具有不确定性	17
2、连锁：新业态兴起，仍处于跑马圈地状态	18
3、把握新消费场景，抓全渠道融合机遇	24
三、产品&品牌：品类聚焦为重要耕耘点，主品牌进入精细化运营阶段	25
1、品类：品类聚焦为重要耕耘点，关注大单品和子品牌策略	25
2、品牌：主品牌进入精细化运营阶段，关注品牌运营与用户深耕	27
四、财务分析	28
1、成长性：线上有望保持稳定增长，线下门店扩张为核心驱动	28
2、盈利能力：伴随规模提升公司对采购成本控制能力有望加强，运输成本仍有下降空间	29
3、ROE 分析：轻资产运营模式下平台型企业存货周转率高于制造型企业	31
五、投资建议与风险提示	34

图表目录

图 1: 休闲食品行业规模及同比增速.....	6
图 2: 2019 年休闲食品产品结构.....	7
图 3: 休闲食品各细分品类增长速度.....	7
图 4: 休闲食品消费渠道构成.....	7
图 5: 休闲食品满足消费者情感需求.....	8
图 6: 消费者购买休闲食品频率.....	8
图 7: 消费者购买休闲食品客单价.....	8
图 8: 我国人口出生时间分布 (万人).....	9
图 9: 2018 年休闲食品网购消费者年龄分布.....	9
图 10: 人均可支配收入、人均消费支出及同比增速.....	9
图 11: 休闲食品各子版块 Cr5 变动情况.....	11
图 12: 2019 年中日美休闲食品行业细分品类 Cr5.....	11
图 13: 休闲食品公司商业模式.....	11
图 14: 平台型企业与制造型企业可相互转化.....	12
图 15: 休闲食品公司扩张逻辑.....	13
图 16: 各品牌全网销售额市占率.....	14
图 17: 天猫平台休闲食品各品类交易额增速.....	14
图 18: 线上品牌毛利率减推广费用率低于其他渠道的品牌.....	16
图 19: 淘宝平台 2020 年 7 月-9 月各品类 Cr3 (各细分品类集中度较高).....	17
图 20: 线上品牌数和 Cr3 的变动.....	18
图 21: 各品牌淘宝旗舰店销售额同比增速.....	18
图 22: 我国城镇人口数量及同比增速.....	19
图 23: 我国城市人口密度.....	19
图 24: 来伊份、良品租赁费/直营收入.....	23
图 25: 来伊份职工薪酬/直营收入.....	23
图 26: 人均可支配收入工资性收入逐年上升.....	23
图 27: 各城市平均商铺租金 (元/日*平米).....	23
图 28: 2016-2020E 直播在线用户人数 (亿人).....	24
图 29: 直播电商市场规模 (亿元).....	24
图 30: 三只松鼠、良品铺子推出子品牌.....	26
图 31: 近年来新锐品牌从消费者个性化需求入手实现快速放量.....	27
图 32: 消费者对新产品/新品牌的消费意愿.....	27
图 33: 消费者愿意尝试新品的品类分布.....	27

图 34：平台型休闲食品主要公司线上渠道营收增速	29
图 35：平台型休闲食品主要公司线下渠道营收增速	29
图 36：主要休闲食品利润率拆解（2019 年）	29
图 37：平台型休闲食品主要公司线上渠道毛利率对比	30
图 38：平台型休闲食品主要公司线下渠道毛利率对比	30
图 39：运输仓储费用率	30
图 40：良品铺子单位运输成本[元/（kg、件）]	30
图 41：资产周转率公式拆解	32
图 42：主要休闲食品公司存货周转率	32
图 43：主要休闲食品公司非流动资周转率	32
表 1：休闲食品分类	6
表 2：2019 年中国各细分领域龙头概览（%）	10
表 3：2010 至 2019 年市占率变动超 3pct 的公司（%）	10
表 4：制造型企业与平台型企业	12
表 5：休闲食品行业主要公司	13
表 6：龙头通过多品类覆盖获取较高市场份额	14
表 7：参与者多元化经营意图强烈	15
表 8：头部品牌促销、定价活动仍受制于竞争对手（各品牌促销活动）	16
表 9：行业内线上线下渠道毛利率对比	16
表 10：头部品牌相较于腰尾部品牌存在品牌溢价	18
表 11：休闲食品加盟单店模型	20
表 12：休闲食品直营单店模型	20
表 13：各连锁业态线下门店数	20
表 14：部分地域性休闲食品连锁品牌	21
表 15：良品占据湖北江西地区，来伊份占据上海江苏地区	21
表 16：良品占据湖北江西地区，来伊份占据上海江苏地区	21
表 17：各公司门店规划情况	22
表 18：各公司加盟政策	22
表 19：人力成本、租金成本变动对单店营业利润率的影响	23
表 20：2020-11-19 至 2020-11-25 休闲食品行业淘宝直播表现	24
表 21：2020 上半年各企业积极把握新消费场景与全渠道融合机遇	25
表 22：日本四个消费时代的划分与特征	26
表 23：各公司品牌定位及代言人/IP 运营	28
表 24：各平台型公司仓储、物流及订单管理系统比较	31
表 25：主要休闲食品公司 ROE 拆解	31

表 26：各渠道毛销差测算	32
表 27：平台型休闲食品公司 ROE 拆解	33

一、行业概览：千亿规模，各业态公司扩张路径明确

1、千亿市场规模，行业整合空间大

1.1、千亿市场规模，长期有望保持小个位数增长

休闲食品是指人们在水食之外，闲暇、休息时吃的食品，其产品多元丰富，主要品类包括坚果炒货类、话梅类、果脯果干类、肉类等。目前，淘宝对休闲食品的分类口径超过 100 余个，而头部品牌良品铺子的产品 SKU 已达 1400 余款，三只松鼠则超过 500 余款。

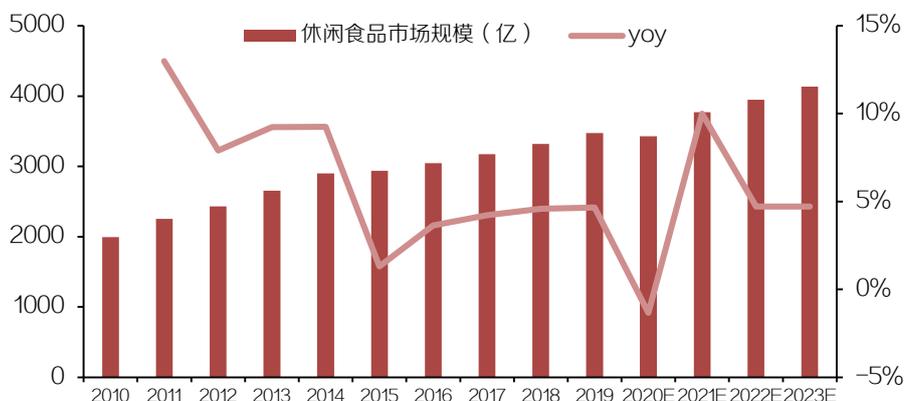
根据 Euromonitor 口径，休闲食品可以分为甜食 (Confectionery)、冰淇淋和冷冻甜点 (Ice Cream and Frozen Desserts)、风味零食 (Savoury Snacks)、甜味干、零食棒和果脯 (Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks) 四大品类，2019 年四者合计零售额达 3475 亿元，同比增长 4.7%。风味零食是其中增长最快且规模最大的品类，2019 年实现零售额 1332 亿元，近年来增速保持在 7% 左右。

表 1：休闲食品分类

一级分类	二级分类
甜食	巧克力制品、口香糖、糖果
冰淇淋和冷冻甜点	/
风味零食	坚果瓜子、咸味零食 (薯片、玉米片、米制品等)、风味饼干、爆米花、其他咸味制品 (海苔海苔、肉脯干、海鲜即食、辣条豆制品等)
甜味干、零食棒和果脯	水果制品 (果干，调味水果小吃)、代餐棒 (谷物棒、蛋白棒、坚果果干棒等)、甜味干 (巧克力饼干、小甜点、填充饼干等)

资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

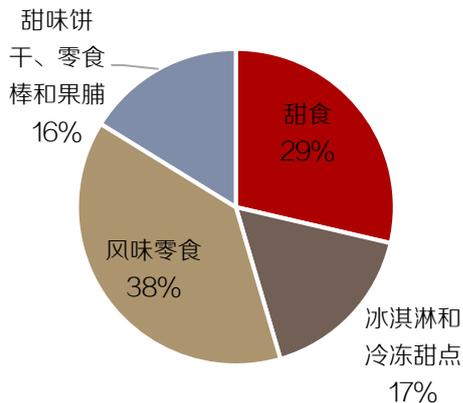
图 1：休闲食品行业规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

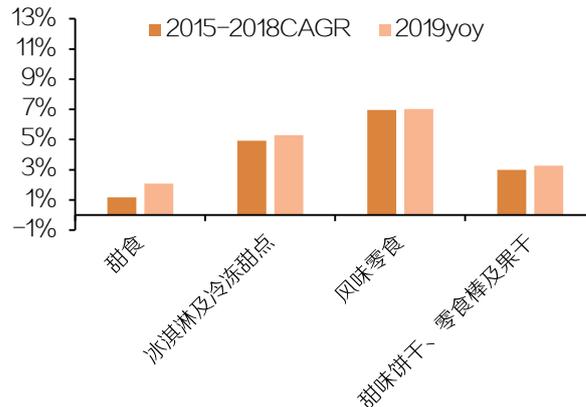
注：为包装产品零售额口径

图 2：2019 年休闲食品产品结构



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

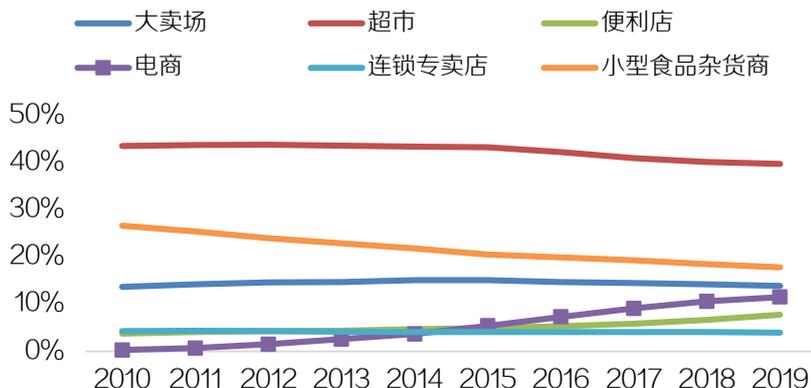
图 3：休闲食品各细分品类增长速度



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

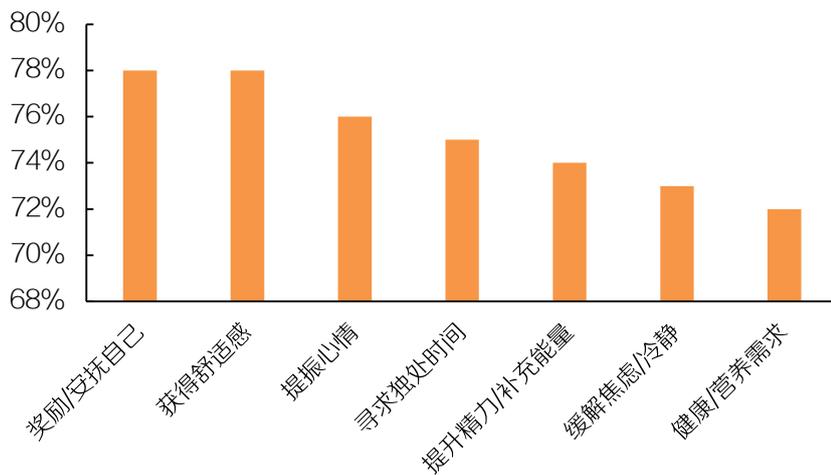
从销售渠道来看，2019 年超市、小型食品杂货店、大卖场、电商、便利店、连锁专卖店的份额占比分别为 40%、18%、14%、12%、8%和 4%。商超是我国休闲食品消费主要渠道，电商渠道份额呈现快速上升态势。

图 4：休闲食品消费渠道构成

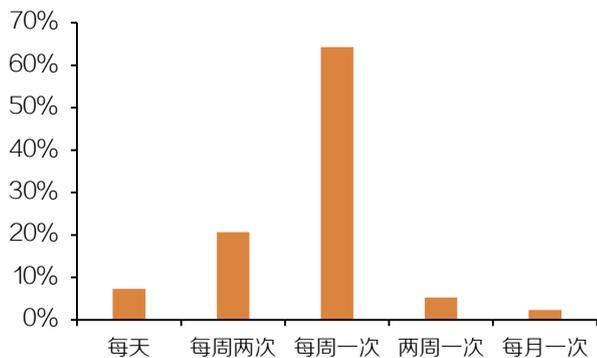


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

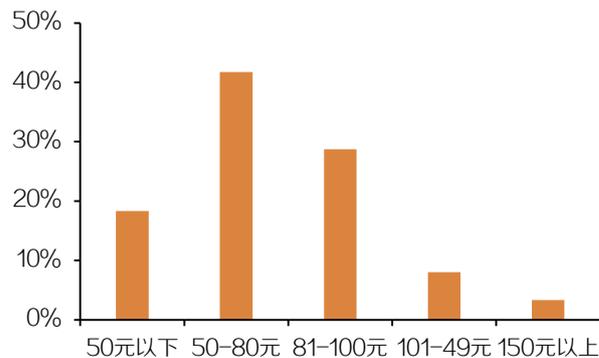
从产品属性来看，相比于正餐，休闲食品往往被用于满足消费者的高阶需求，比如情感需求、享乐需求和健康需求等，使用场景较为丰富，包括社交馈赠、郊游旅行、办公室零食、个人享受等。休闲食品消费呈现出高频低额消费特点，根据信索咨询数据，消费者购买休闲食品的客单价集中在 50-100 元，占比达 70.4%；购买频率高于每周 1 次的达到 92.3%。休闲食品消费具有一定消费粘性，根据亿滋国际 2019《state of snacking》报告，2/3 的受访者在每天固定时间食用零食，3/10 的受访者愿意为每天能获得想吃的零食放弃一个月的社交媒体使用。

图 5：休闲食品满足消费者情感需求


资料来源：亿滋国际 2019《state of snacking》，东方证券研究所

图 6：消费者购买休闲食品频率


资料来源：信索咨询，东方证券研究所

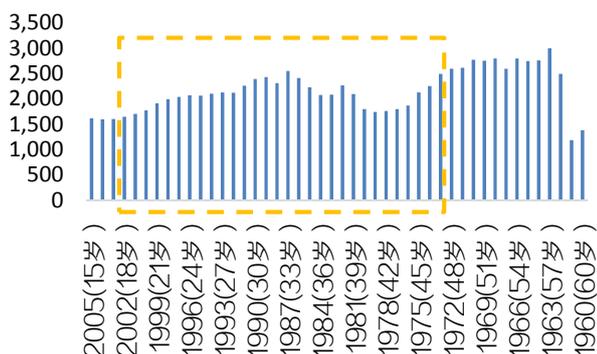
图 7：消费者购买休闲食品客单价


资料来源：信索咨询，东方证券研究所

替代品威胁小+代际迁移及消费升级等外部驱动因素决定行业长期有望保持小个位数稳定增长。休闲食品的替代品威胁较小，目前，小吃外卖为其主要替代品，但一方面，小吃外卖食用时间受限，配送时间制约下无法满足消费者的即食需求，另一方面，其单次消费金额高，每次食用需要额外支付 3-5 元配送成本。以上两个因素决定小吃外卖对行业的替代性威胁较小。从外部驱动角度来看，18-48 岁群体是休闲食品的消费主力，占比达 98.2%，一方面，随着年轻的消费者开始参加工作

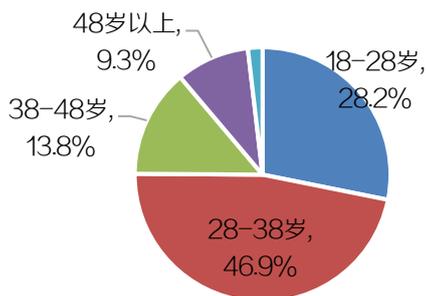
变得“有钱”以及中年消费者退休后变得“有闲”，休闲食品消费有望实现量价齐升；另一方面，由于休闲食品消费具有粘性，代际迁移之下（家庭习惯养成），休闲食品的渗透率有望得到提升，从而保持量的稳定增长。此外，休闲食品属于可选消费品，相对粮食等产品更为高端，伴随我国居民的人均可支配收入持续增加，消费升级背景下休闲食品行业也有望保持稳定增长。

图 8：我国人口出生时间分布（万人）



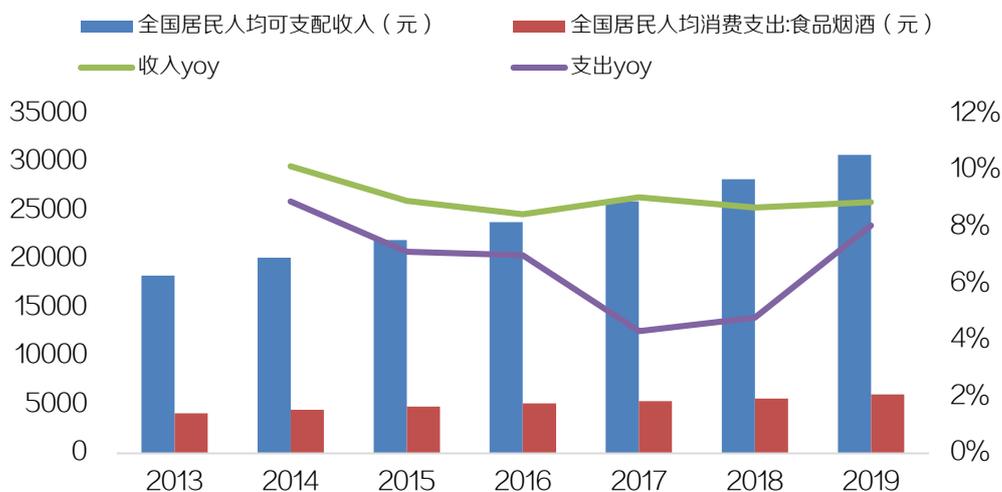
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 9：2018 年休闲食品网购消费者年龄分布



资料来源：易观智库，东方证券研究所

图 10：人均可支配收入、人均消费支出及同比增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

1.2、市场较为分散，公司整合空间大

我国休闲食品行业仍较为分散，整合空间大：甜食、冰淇淋和冷冻甜点领域由于发展较早、产品更标准化，市场相对集中，Cr5 分别为 37.8%和 34.4%；风味零食、甜味饼干，零食棒和果脯则由于产品发展时间较短、品类多元，市场仍相对分散，Cr5 分别为 25.2%和 24.9%。较低的市场集中度给予了行业内公司较大的整合空间。

纵向来看，甜食的市场集中度相对比较稳定，Cr5 自 2010 年以来稳定提升了 3.4pct；冰淇淋和冷冻甜点领域 2011 至 2015 年期间呈现出较为明显的下滑趋势，下滑 5.6pct，主要原因系蒙牛市占率下滑 5.6pct，剔除蒙牛的影响后，市场集中度整体不变。甜味饼干，零食棒和果脯自 2012 至 2016 年期间下滑 6pct,主要原因系溜溜园 (+2.7pct)、好想你 (+3.1pct)、皇冠丹麦曲奇 (+2.4pct) 的出现使市场格局受到冲击，其中亿滋国际、雀巢分别下滑 5.1 和 1.2pct，2016 年之后，市场格局趋于稳定，集中度呈现出上升态势。风味零食 2013 至 2014 年 Cr5 下滑 1.9pct,主要原因系旺旺市场占有率有所下滑 (-1.6pct)，2014 年后集中度呈现出上升态势。

相较于日本、美国，我国休闲食品市场集中度仍有提升空间。长期来看，我们认为休闲食品行业的市场集中度将会进一步上升。一方面，随着我国休闲食品各品牌商的相继上市，品牌商有望借助资本市场开展品牌收购、渠道扩张等活动，且其品牌、规模优势也为公司提供了广阔的产业整合空间；另一方面，消费升级背景下随着消费群体的品牌意识增强，其对品牌产品的偏好将有利于市场进一步集中。

表 2：2019 年中国各细分领域龙头概览 (%)

甜食		冰淇淋和冷冻甜点领域	
玛氏	17.7	伊利	13.7
雀巢	5.8	蒙牛	6.6
不凡帝范梅勒	5.2	联合利华	6.3
费列罗	5.0	三全	4.0
喜之郎	4.1	Froneri Ltd	3.8
Cr5	37.8	Cr5	34.4
风味零食		甜味饼干，零食棒和果脯	
旺旺	6.7	亿滋国际	9.2
百事	6.1	雀巢	4.4
三只松鼠	5.3	好想你	4.2
华泰食品	3.8	纳宝蒂	3.8
良品铺子	3.3	溜溜果园	3.3
Cr5	25.2	Cr5	24.9

资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

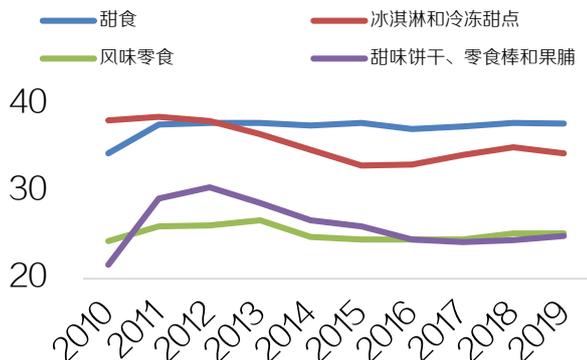
表 3：2010 至 2019 年市占率变动超 3pct 的公司 (%)

甜味饼干、零食棒和果脯		风味零食	
雀巢	4.4	三只松鼠	5.3
好想你	4.2	良品铺子	3.1
纳宝蒂	3.8	好想你	2.1
溜溜园	3	旺旺	-3.1
皇冠丹麦曲奇	2.3	冰淇淋和冷冻甜点	
顶新	-2.4	Froneri Ltd	3.8
甜食		联合利华	2.3
雀巢	4.1	雀巢	-3
亿滋国际	3.5	蒙牛	-6.5
费列罗	2.8		

资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

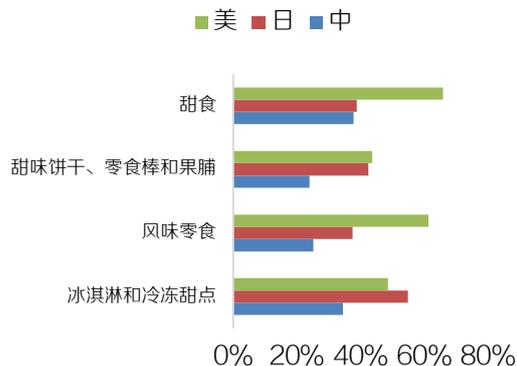
注：Froneri Froneri 是雀巢和 PAI Partners 在 2016 年建立的合资企业，2016 年起 Froneri 开始管理雀巢旗下的中国冰淇淋品牌

图 11：休闲食品各子版块 Cr5 变动情况



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 12：2019 年中日美休闲食品行业细分品类 Cr5

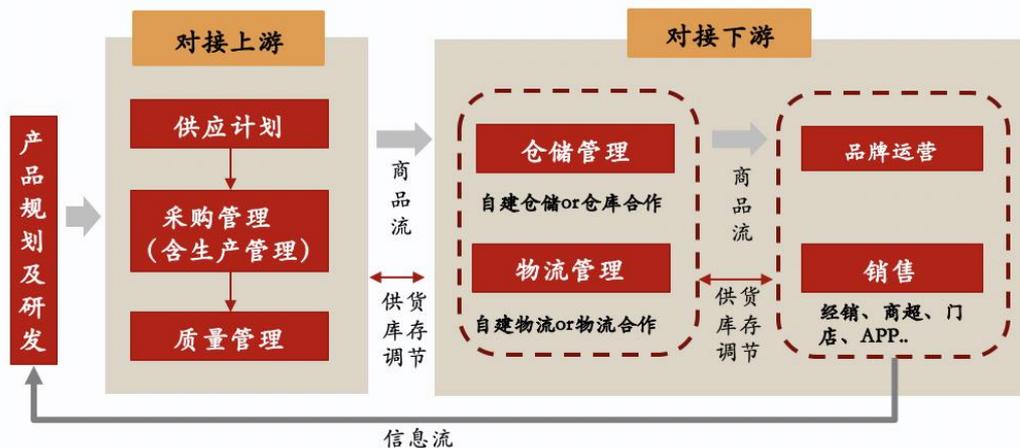


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

2、制造型与平台型为行业主要经营模式，各业态扩张路径明确

休闲食品行业位处行业中游，上游行业包括种植业、养殖业、畜牧业，食品加工业及食品包装行业等；下游主要包括经销商、加盟商、终端消费者等。一方面，休闲食品公司以产品研发为起点，推动上游材料采购、食品加工、包装等各环节的运行，另一方面，公司承担品牌方角色，将产品销售至下游。除了自上游到下游的商品流之外，企业往往会收集自下游至上游的消费者需求数据（信息流），以指导企业的产品研发。

图 13：休闲食品公司商业模式



资料来源：良品铺子招股说明书，东方证券研究所

根据公司是否参与食品的生产加工，可将其分为制造型企业（生产+品牌+销售）和平台型企业（品牌+销售）。典型的制造型企业包括洽洽、盐津铺子等，平台型企业包括来伊份、三只松鼠、良品铺子、百草味等。制造型公司的优势在于其对生产端的把控力较强，能避免代工模式下生产过程不透明的问题，对产品质量更有把控；此外，公司还可根据实际需求进行生产线升级改造；劣势则在于重资产模式下，其投入成本大、产能建设周期长、退出成本高、品类扩张周期长。平台型公司的优势在于轻资产运营模式下其调节产品结构更加方便，上新和退出速度较快，目前平台型企业已经基本实现了全品类覆盖；但劣势在于产品质量难以把控，且委托代工模式下公司往往无法驱使代工厂进行生产线升级改造。

表 4：制造型企业与平台型企业

	制造型企业	平台型企业
代表公司	洽洽、盐津铺子	来伊份、三只松鼠、良品铺子、百草味
产品	品类更精简	品类丰富，便于消费者一站式购物
生产特点	自主生产	代工生产
优势	质量可控；可根据实际需求进行生产线改造升级	易于调节产品结构，上新和推出速度较快
劣势	投入成本大、产能建设周期长、退出成本高、品类扩张周期长	加工过程不透明，产品质量无法把控；委托模式下无法驱使代工厂进行生产线升级改造
核心竞争力	规模优势	供应链管理能力和规模优势

数据来源：亿欧智库，东方证券研究所

我们认为平台型与制造型两种模式可相互切换，制造型企业在进行品类扩张时可尝试平台模式；而平台型企业对于核心大单品可切换至制造模式，加强对生产端的把控。

图 14：平台型企业与制造型企业可相互转化



资料来源：东方证券研究所

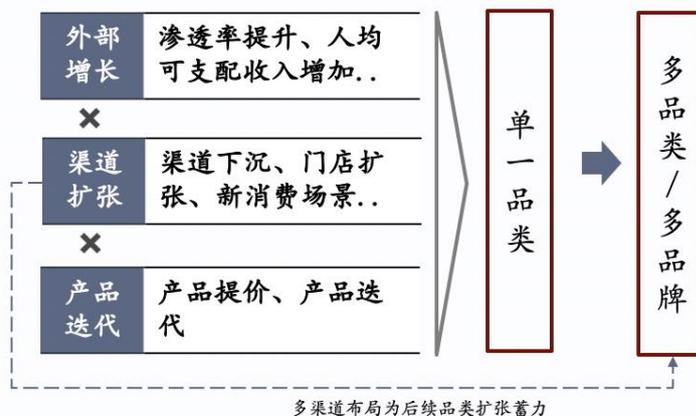
表 5: 休闲食品行业主要公司

公司名称	销售渠道	产品结构 (2019)	SKU	营收 (亿元)
三只松鼠	电商为主	坚果 54%，烘焙 16%，肉制品 12%，综合 9%，果干 8%	500+	102
良品铺子	电商+线下连锁(门店 & 直营), 2019 年线上占比 48%	糖果糕点 24%，肉类零食 24%，坚果炒货 18%，果干果脯 11%，素食山珍 8%	1400+	77
好想你	电商为主	坚果 43%，肉脯/海鲜系列 13%，果干系列 14%，精品红枣 12%	1000+	60
来伊份	线下直营为主	肉类及水产品 30%，炒货及豆制品 28%，糕点及膨化食品 15%，蜜饯及果蔬 13%	800+	40
盐津铺子	线下为主, 直营商超主导、经销跟随	烘焙 29%，速冻鱼糜制品 14%，肉制品 12%，豆制品 14%，果干类 6%，蜜饯炒货 10%，素食 5%，辣条 4%	400+	14
洽洽食品	线下经销商为主	葵花籽类 68%，薯片 5%，坚果类 17%，西瓜子类 3%，豆类 2%，花生类 1%，南瓜子 1%	300+	48

资料来源: 淘数据, 东方证券研究所

无论是平台型公司还是制造型公司，其扩张路径明确：对于单一品类，外部增长+渠道扩张+品类迭代为主要驱动力，其中，渠道扩张量增最快；但由于单一品类规模有限，多品类扩张为公司长期发展的又一驱动力。平台型公司和制造型公司其所合适渠道及品类特征并不相同，对渠道和品类的扩张禀赋有所差异，本篇报告将首先对于平台型公司进行讨论。

图 15: 休闲食品公司扩张逻辑



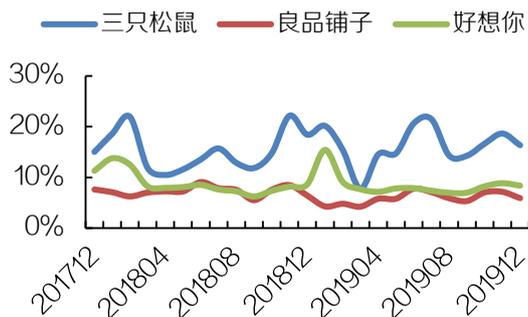
资料来源: 东方证券研究所

二、渠道：线上及连锁门店为平台型公司未来主要渠道

1、线上：仍有较大空间，但长期发展不能仅依赖于线上

此前，得益于食品电商红利，以三只松鼠、百草味、良品铺子为代表的平台型休闲食品公司快速放量。目前，三只松鼠、百草味、良品铺子已经成为了线上稳定的三龙头。判断三只松鼠、百草味、良品铺子仍能保持其头部品牌地位：（1）具有一定壁垒：全品类供货能力壁垒以及品牌推广壁垒。休闲食品产品多元，松鼠、百草、良品通过实现全品类的覆盖获取高于同业的市场份额，新起品牌若想与头部品牌竞争需要补足自己的全品类供应能力并建立相应供应商管理制度；此外，三龙头的品牌势能已经初步建立，而新品牌兴起需要大量推广投入（松鼠、良品过去每年促销推广投入在3到6亿元）。（2）行业吸引力下降：增速放缓且利润率较低。目前，食品电商增速有所放缓，18年增速在14.7%，相较于15、16年明显放缓；此外，食品电商行业利润率较低，三只松鼠作为头部品牌，18年和19年销售净利率分别为4.3%和2.4%。

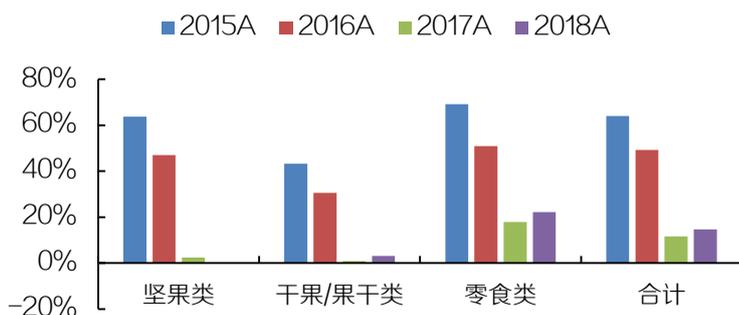
图 16：各品牌全网销售额市占率



资料来源：Wind，东方证券研究所

注：Wind 市占率数据来自于各家上市公司在天猫、京东等线上电商平台开设的旗舰店、直营店的每日销售情况

图 17：天猫平台休闲食品各品类交易额增速



资料来源：三只松鼠招股说明书，生意参谋，东方证券研究所

注：天猫平台零食类产品包括肉制品、饼干/膨化、糕点/点心、海鲜制品等；2014-2016、2016-2018 口径有所变化，但仍具参考意义

表 6：龙头通过多品类覆盖获取较高市场份额

品类	2020年7月销售额 TOP5	品类	2020年7月销售额 TOP5	品类	2020年7月销售额 TOP5
混合坚果	三只松鼠,百草味,食宠生娇,沃隆,亦淘	即食鱿鱼零食	良品铺子,百草味,老鲜生,三只松鼠,海边人	山楂类制品	雷师傅,百草味,三只松鼠,姚太太,沂蒙公社
瓜子	洽洽,老街口,华味亨,老闫家,三胖蛋	即食鱼零食	劲仔,海狸先生,元臻,良品铺子,味芝元	豆腐干	卫龙,良品铺子,好巴食,三只松鼠,百草味
鸭肉零食	周黑鸭,良品铺子,kingwuu,百草味,三只松鼠	贝系列	良品铺子,百草味,三只松鼠,怡诚,来伊份	西式糕点	三只松鼠,百草味,欧贝拉,达利园,泓一
牛肉类	三只松鼠,百草味,良品铺子,牧牛	海苔系列	藤壶岛,波力,海狸先生,百草	梅类制品	小梅屋,浙梅,溜溜梅,三只松

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	仕,蒙时代		味,鲜果这		鼠,华味亨
猪肉类	三只松鼠,良品铺子,百草味,王福记,真美	饼干	奥利奥,百达,康元,河马莉,嘉顿		
卤味素食	王小卤,周黑鸭,鸿毅,偶哥,卫龙	芒果干	食宠生娇,百草味,三只松鼠,良品铺子,雪海梅乡		

资料来源：淘数据，东方证券研究所

伴随电商渗透率的持续提升，松鼠、百草、良品作为线上头部品牌仍将持续获益，但从量价角度来看，公司要实现长足发展必须进行线下渠道拓展而不能仅仅依赖于线上渠道：（1）价：渠道性质与竞争格局决定其线上将长期处于低利润率竞争环境；（2）量：一方面，头部品牌在细分赛道上面临着与利基品牌较为激烈的竞争，量增较难；另一方面，平台政策风险暴露，20年以来，伴随淘宝流量政策的改变，头部品牌线上销售承压，中短期难以提量。

1.1、价：渠道性质与竞争格局决定线上将长期处于低利润率竞争环境

从渠道性质角度来看，线上渠道呈现出进入壁垒低、参与者多元化经营意图强烈、对下游议价能力弱三个性质。（1）**进入壁垒低**：以淘宝平台为例，商家仅需缴纳10万元左右的保证金并具有《食品经营许可证》、《全国工业产品生产许可证》（自主生产）/《委托加工协议》（委托加工）等一般性资质证明即可入驻。淘宝平台零食/坚果/特产每月成交品牌达2.5万个。（2）**多元化经营意图强烈**：线上渠道的典型参与者包括线下地方性品牌比如华味亨、张飞牛肉以及食品代工厂商建立的自主品牌比如含羞草（良品、松鼠芒果干代工厂）的自主品牌mimosa含羞草，这类参与者往往仅将线上渠道当成自身横向扩张或纵向扩张的一部分，较强的多元化经营意图使得这些参与者能够接受较低利润率的经营环境，从而阻碍线上整体盈利能力的提升。（3）**对下游议价能力弱**：电商渠道的下游分为C端的消费者和B端的电商平台，从C端来说，首先行业的可选属性就已经决定了其对下游的议价能力较弱，而线上渠道由于消费者的转化成本更低（店铺间切换只需几秒），行业对下游议价能力进一步减弱；电商渠道的B端客户主要包括京东自营、天猫超市等，由于下游电商平台较为集中，行业对下游的议价能力较弱，根据三只松鼠招股说明书披露，其坚果品类、零食品类2018年B2B渠道的毛利率分别为23.3%和22.9%，分别要低于B2C渠道的毛利率6.6和7.4pct。

表 7：参与者多元化经营意图强烈

	品牌	介绍
线下地方性品牌	华味亨	原为蜜饯类加工厂，后发展成为平台型企业；在浙江地区具有强线下商超布局
	张飞牛肉	四川知名牛肉品牌，也为良品铺子火锅牛肉产品的代工厂
食品代工厂商	含羞草（良品、松鼠芒果干代工厂）	集果干、坚果、核桃、果蔬冻干等产品加工、研发、销售、物流于一体的现代农业产业化企业集团，拥有自有种植基地50000余亩；旗下经营品牌包括零食工坊、mimosa含羞草

资料来源：淘宝，东方证券研究所

从竞争格局来看，目前，线上呈现三龙头的竞争格局，但集中度仍较低，Cr3 在 33%左右。产品同质化严重及目前消费者对头部品牌的差异化认知仍较弱使得头部品牌的促销、定价活动仍受制于竞争对手，竞争较为激烈。

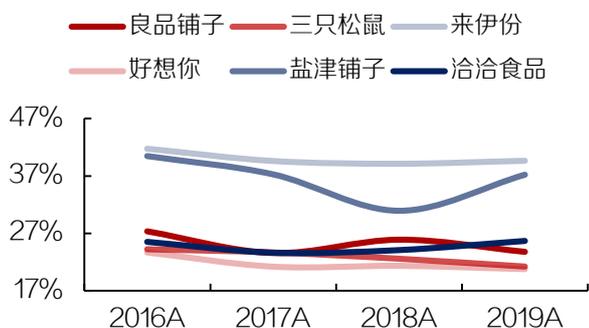
表 8：头部品牌促销、定价活动仍受制于竞争对手（各品牌促销活动）

	2020年1月			2020年5月			2020年7月			2021年1月		
三只松鼠	满98减5	满168减10	满300减200	满168减10	满300减210	99元15件		专场满300减210	专区99元任选12件	满199减120	专区满300减200	专区99元任选12件
百草味		满168减10	满300减200	满158减10	满300减200		新品五折	专区满300减200	专区满199减120	满138减54	专区满199减120	爆款第二件0元
良品铺子	满98减10	满200减20	满300减180		满300减180		限时五折	专区满300减180		满149减15	专区满300减200	

资料来源：淘宝，东方证券研究所

渠道性质与竞争格局决定线上渠道处于低利润率竞争环境。用品牌毛利率减去推广费用率来衡量，线上销售占比高的品牌（松鼠、百草味（好想你）、良品）此项指标明显低于线下销售占比高的品牌。单从毛利率对比来看，线上渠道毛利率明显低于线下渠道毛利率。

图 18：线上品牌毛利率减推广费用率低于其他渠道的品牌



资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：三只松鼠推广费用以推广费+客户体验费+平台费用计算；良品铺子为促销费用口径；好想你为促销费和业务宣传费口径

表 9：行业内线上线下渠道毛利率对比

良品铺子	2016年	2017年	2018年	2019年
门店（直营）	50.4%	49.2%	50.9%	52.4%
线上	24.7%	25.6%	28.4%	29.1%
门店-线上	25.7%	23.6%	22.5%	23.3%
洽洽食品	2016年	2017年	2018年	2019年
商超（经销）	32.5%	31.7%	32.6%	35.1%
线上	19.3%	20.1%	14.7%	16.9%
商超-线上	13.2%	11.7%	17.9%	18.2%

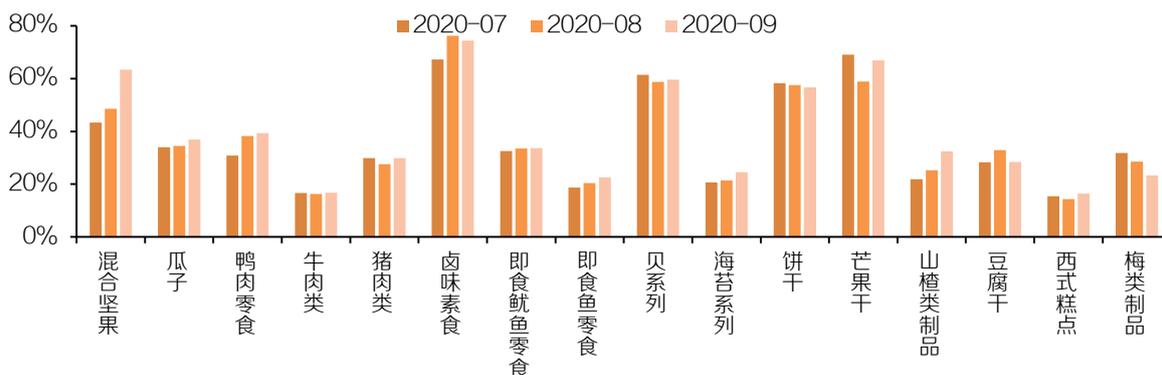
资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2、量：面临与利基品牌的竞争且平台政策风险暴露，量增具有不确定性

➢ 细分赛道上面临与利基品牌的竞争，量增较难

如前所述，头部品牌通过多品类覆盖获取较高市场份额，其在各细分赛道上享有较高市场份额。但具体来看，行业在细分赛道上的集中度已经较高，且细分赛道参与者不乏利基品牌，如梅类制品中的品牌溜溜梅、小梅屋等，西式糕点类的品牌欧贝拉、泓一等，头部品牌与这些利基品牌相比不具备明显竞争优势，伴随行业逐渐迈入存量竞争，松鼠、百草、良品等头部品牌在细分赛道实现量增仍具有一定难度。

图 19：淘宝平台 2020 年 7 月-9 月各品类 Cr3（各细分品类集中度较高）



资料来源：淘数据，东方证券研究所

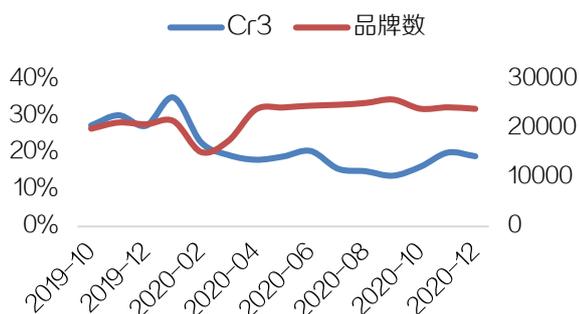
➢ 经营易受平台流量政策影响，中短期内量增受限，长期具有不确定性

品牌在线上经营效果易受平台流量政策影响，长期具有不确定性。以淘宝平台为例，一方面，淘宝平台自 2020 年二季度以来改变了流量推荐算法，增加腰部品牌的推荐机会；另一方面，天猫自 2019 年底起启动新锐品牌联盟计划，加强对新品牌的扶持。在推荐算法去中心化+对新品牌扶持下，休闲食品公司线上经营承压，松鼠、百草、良品淘宝旗舰店销售额自 2020 年第二季度以来呈现负增长态势，Cr3 有所下滑，11 月、12 月由于双十一及年货节活动 Cr3 有所回升，但仍分别低于去年同期 10.1 和 8.3pct。

注：天猫自 2019 年启动大食品新锐品牌联盟计划，计划未来 3 年在集团子品牌、新生代品牌、网红专属品牌、产业带品牌这四条主赛道上孵化出 500 个以上的新锐品牌、贡献至少 1000 亿元的销售额。

注：平台政策影响的主要是淘宝 B2C 渠道，但是为各公司线上主要渠道，2018 年贡献三只松鼠线上营收 47.4%；2019H 贡献良品铺子线上营收 47.9%。

图 20：线上品牌数和 Cr3 的变动



资料来源：淘数据，东方证券研究所

图 21：各品牌淘宝旗舰店销售额同比增速



资料来源：淘数据，东方证券研究所

平台电商改变推荐算法及扶持新生品牌的原因较多：一方面，淘宝平台希望通过引入平台外网红品牌来增加平台活跃度，比如钟薛高等新生品牌在小红书运营起家，淘宝平台可以通过引入这类品牌将平台外的碎片化流量引入到平台内；另一方面，相较于头部品牌，新生品牌/腰部品牌的价格往往较为便宜，平台方可以通过扶持这些品牌实现与拼多多等下沉电商的竞争。从平台动机考虑中短期内线上三龙头的市占率提升有限，量增有限，而长期经营具有不确定性。

表 10：头部品牌相较于腰尾部品牌存在品牌溢价

品类	品牌	包装	价格 (元)	元/500g	品类	品牌	包装	价格 (元)	元/500g
	良品铺子	108g*3	29.9	46		良品铺子	200g*2	21.8	27
芒果干	含羞草 (良品供应商)	500g	28.9	29	蛋白素肉	奇爽食品 (良品供应商)	500g	19.9	20
火锅牛肉	良品铺子	72g	21.9	152		良品铺子	1000g	44.8	22
	四川张飞 (良品供应商)	30g*3	23.9	133	肉松饼	爱乡亲 (良品供应商)	1000g	29.9	15

资料来源：淘宝，东方证券研究所

伴随电商渗透率持续提升，线上渠道仍为休闲食品增速最快的渠道，预计 3 年维度仍将维持 10% 左右增速。一方面，松鼠、百草、良品作为线上头部品牌仍将随着线上渠道的规模增长而受益，另一方面，受渠道性质、竞争格局、平台政策风险等要素制约，休闲食品公司要实现长期发展必须进行线下渠道拓展，而不能仅仅依赖于线上渠道。

2、连锁：新业态兴起，仍处于跑马圈地状态

线下渠道主要包括商超渠道和连锁渠道，相较于商超渠道，连锁渠道为平台型企业优选业态：一方面，连锁门店陈列空间较多，这更能发挥平台型公司全品类覆盖优势，满足消费者细分需求；另一

方面，平台型企业要想入驻商超渠道仍需要确立核心大单品，而这些大单品在商超渠道上往往早已被洽洽等传统品牌占据，平台型企业入驻商超渠道仍面临较为激烈的竞争。从松鼠、良品、来伊份的发展战略来看，连锁门店为其线下渠道建设的核心发力点。

连锁门店分为加盟和直营两种业态，加盟业态的优点在于公司可以借助加盟商力量实现快速拓店，起量更快，缺点则是公司与加盟商共享利润，同等条件下加盟单店净利不如直营；直营门店的优势在于单店净利高，但拓店缓慢。

行业性质与外部驱动决定休闲食品连锁业态发展具有可行性和必要性。从行业属性来看，休闲食品具有冲动性消费、供给推动需求特点，线下连锁门店能够满足消费者这类需求；从外部驱动来看，城市人口的加密、消费升级背景增加了连锁业态发展的可行性。**从单店模型来看，休闲食品连锁门店较好拓展**，加盟单店净利率在 10.8%左右，直营单店净利率在 13.6%左右，加盟投资回收期在 2 年左右；此外，休闲食品产品更标准化、保质期更长，相较于烘焙、小吃等更容易管理。

图 22：我国城镇人口数量及同比增速


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 23：我国城市人口密度


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

表 11：休闲食品加盟单店模型

项目	金额
收入	160
面积（平方米）	60
加盟商毛利（万元）	56
租金（万元）	16
职工薪酬（万元）	15
水电费用（万元）	1.8
其他运营费用（万元）	4
税率	10%
加盟商净利润（万元）	17.3
加盟商净利率（万元）	10.8%
期初投入（万元）	36.5
装修设备投入	12
加盟费	4.5
保证金	20
回收期（年）	2.1

资料来源：调研数据，东方证券研究所

表 12：休闲食品直营单店模型

项目	金额
收入（万元）	191
面积（平方米）	80
毛利（万元）	90
租金（万元）	30
员工费用（万元）	18
水电费用（万元）	2.4
其他运营费用（万元）	5
税率	25%
净利润（万元）	26.0
直营店净利润率	13.6%
期初投入（万元）	16
装修设备投入	16
回收期（年）	0.6

资料来源：调研数据，东方证券研究所

注：测算假设：1）店铺坪效 2-4 万元/平方米；2）单店 3-4 名员工，薪酬 5 万元/人/年左右；3）水电费用 300 元/平方米*年；4）装修设备投入 2000 元/平

以其他连锁业态进行对比，休闲食品连锁门店仍有较大扩张空间。卤制品、奶茶等连锁业态单品牌可拓店至 5000 家以上，而目前休闲食品头部品牌开店在 3000 家左右，且休闲食品连锁业态参与者更少，头部品牌开店空间更大：目前业态主要参与者为良品、来伊份、松鼠及乐大嘴、老婆大人、座上客等区域性连锁品牌。

表 13：各连锁业态线下门店数

名称	品类	门店数	模式
良品铺子	休闲食品	2569（加盟 1849）	加盟+直营
来伊份	休闲食品	2801（加盟 371）	直营为主
三只松鼠	休闲食品	920	加盟为主
绝味	卤制品	12000+	加盟为主
周黑鸭	卤制品	1500+	直营为主
煌上煌	卤制品	4000+	加盟+直营
快乐柠檬	奶茶	994	加盟为主
COCO	奶茶	4529	加盟为主

蜜雪冰城	奶茶	11948	加盟为主
美宜佳	便利店	19236	加盟为主
罗森	便利店	2629	加盟+直营
杨国福麻辣烫	小吃餐饮	5516	加盟为主
正新鸡排	小吃餐饮	16279	加盟为主

资料来源：窄门餐眼，公司公告，百度地图，公开资料，东方证券研究所

表 14：部分地域性休闲食品连锁品牌

	乐大嘴	老婆大人	座上客	零食工坊
主要区域	安徽、广东	浙江	江苏、山东	江苏
门店数	171	658	344	262

资料来源：百度地图，东方证券研究所

从行业格局来看，尽管部分区域已经出现较为强势的品牌，如良品占据湖北、江西地区，来伊份占据上海、江苏地区，但连锁业态整体仍较为分散，尚处于跑马圈地状态。各公司的线下扩店速度与扩店效果为行业的主要观测变量。

表 15：良品占据湖北江西地区，来伊份占据上海江苏地区

主要地区门店数		
良品铺子	来伊份	三只松鼠
湖北省 864	上海市 1,193	江苏省 219
江西省 352	江苏省 915	安徽省 171
四川省 320	安徽省 239	山东省 125
湖南省 297	浙江省 210	浙江省 111
广东省 261	山东省 58	河北省 60
河南省 250	北京市 49	河南省 70
合计 2344	2,664	756
占总门店数 86%	95%	71%

资料来源：公司公告，百度地图，东方证券研究所

注：良品、松鼠数据来自百度地图，20 年底统计；来伊份数据来自 2019 年报

表 16：良品占据湖北江西地区，来伊份占据上海江苏地区

密度测算（以门店数/地区人口*人均可支配收入）		
良品铺子	来伊份	三只松鼠
湖北省 5.15	上海市 7.08	江苏省 0.66
江西省 2.87	江苏省 2.74	安徽省 1.02
四川省 1.55	安徽省 1.42	浙江省 0.38
湖南省 1.55	浙江省 0.72	山东省 0.39
广东省 0.58	山东省 0.18	河北省 0.31
河南省 1.08	北京市 0.34	河南省 0.30

资料来源：公司公告，百度地图，统计局，东方证券研究所

注：良品、松鼠数据来自百度地图，20 年底统计；来伊份数据来自 2019 年报

从品牌拓店战略来看，良品属于稳扎稳打型，松鼠属于激进拓店型，来伊份直营模式成熟，加盟、异地拓店缓慢：1) 良品从 16 年开始大力发展加盟业态，是目前主要平台型公司中加盟模式做得最为成熟的：精选优质加盟商+大商制度（加盟商人均拥有门店 4.4 家）+类直营运营模式使得其加盟模式更为稳定，特别地，类直营模式降低了加盟商的管理难度，可以吸引只希望投资、不愿自主经营的加盟商。2) 松鼠自 20 年起发力线下门店建设，20 年净增门店将近 700 家，扩店速度快，但公司后续的开店效果与门店管理能力仍有待观察：一方面，公司拓店主要区域在江苏、安徽、山东、

浙江，与来伊份有所重合，在当地面临较为激烈的竞争；另一方面，公司加盟商进入门槛较低，后续加盟商的门店管理能力以及品牌端线上线下产品管理（目前仍未做到区隔）仍有待观察。3）来伊份为在上海、江苏地区的直营模式已经成熟，但加盟、异地拓店缓慢，其加盟拓店慢的主要原因在于：①品牌营销不够；②缺乏专业加盟顾问团队，加盟商转化率低；③直营店弱势区域拓店缓慢，难以吸引当地加盟商，目前公司已经开始改善。

表 17：各公司门店规划情况

良品铺子	坚持“加盟为主、直营为辅”、“深耕华中，辐射全国”的战略布局， 今年新拓店区域以华东、华中、华南市场为主
三只松鼠	“先优质、再密集”的积极式拓店策略； 从 20 年拓店情况来看主要地区在江苏、安徽、山东、浙江，地理上与来伊份有所重合
来伊份	“直营+加盟”门店齐头并进，2017 年公司推出“万家灯火”计划，争取在 2023 年开拓 10000 家门店，但目前进展缓慢；江苏、上海以加盟为主，其他地方提高加盟比例；精耕上海、江苏等成熟市场，大力发展华南等市场

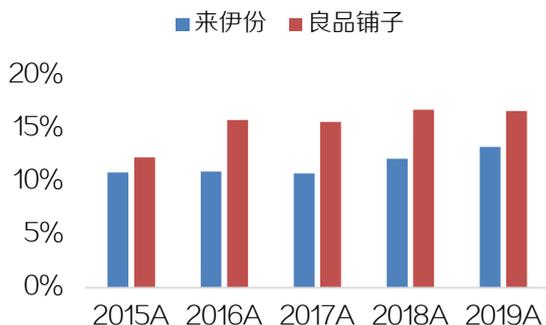
资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 18：各公司加盟政策

	三只松鼠	良品铺子	来伊份
年龄要求	18-35 岁	20 岁-50 岁	20 岁-50 岁
从业背景及资金要求	启动资金 30 万起	有相关的品牌连锁工作经验；拥有 60 万以上可投资资金及 100 万以上流动资金	加盟区域当地人首选并有零售从业经验；有固定资产和基本流动资金，有 50-100 万以上自有资金
开店资源	50-100 平方米，门头宽 4 米以上	拥有购物中心，交通枢纽，品牌连锁、社会资源；店铺面积不低于 60 平方米且门头宽 6 米以上	上海地区要求面积 50 平方米以上，门头 5 米以上，门宽在 4 米以上
品牌使用费	品牌使用费及技术服务费 4 万/年，无需缴纳保证金	4.5 万/3 年；收取 20 万保证金	2 万/3 年；保证金 5 万
运营模式	日常经营由加盟商负责	类直营，员工由公司统一培训管理	日常经营由加盟商负责

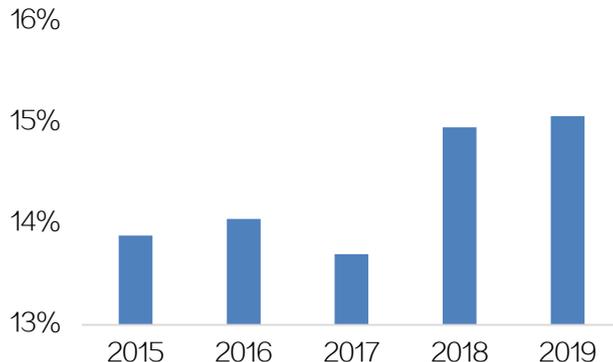
资料来源：公司公告，招股说明书，公司官网，东方证券研究所

租金成本和人力成本的刚性上升是线下连锁门店发展的核心问题。良品铺子、来伊份的租赁费/直营收入、以及来伊份的职工薪酬/直营收入均呈现上升趋势，这使得公司线下门店面临一定经营风险。根据测算，假设初始人力成本费用率为 15%，租金费用率为 10%，人力成本、租金成本各提升 10%，将使得单店营业利润率下降 2.5pct。公司可通过发展外卖、社区团购等 O2O 业务增加线下门店的销售半径，对冲人力、租金成本刚性上升的问题。

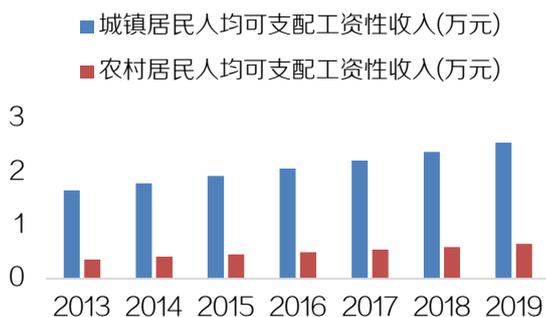
图 24：来伊份、良品租赁费/直营收入


资料来源：公司公告，东方证券研究所

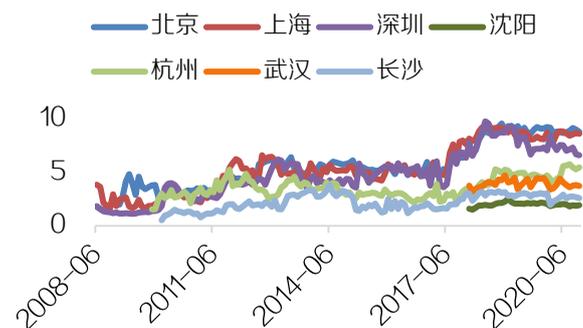
注：2019 年来伊份租金费用包括物业费（占租赁费约 4%）

图 25：来伊份职工薪酬/直营收入


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：人均可支配工资性收入逐年上升


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 27：各城市平均商铺租金（元/日*平米）


资料来源：Wind，东方证券研究所

表 19：人力成本、租金成本变动对单店营业利润率的影响

对营业利润率的影响		租金成本变动				
		0%	5%	10%	15%	20%
人力成本变动	0%	0.00%	-0.50%	-1.00%	-1.50%	-2.00%
	5%	-0.75%	-1.25%	-1.75%	-2.25%	-2.75%
	10%	-1.50%	-2.00%	-2.50%	-3.00%	-3.50%
	15%	-2.25%	-2.75%	-3.25%	-3.75%	-4.25%

20%	-3.00%	-3.50%	-4.00%	-4.50%	-5.00%
-----	--------	--------	--------	--------	--------

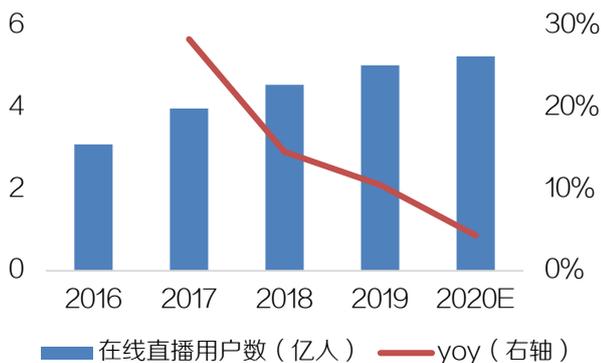
资料来源：东方证券研究所测算

注：假设初始人力成本费用率为 15%，租金费用率为 10%

3、把握新消费场景，抓全渠道融合机遇

除了传统的线上、线下连锁渠道外，近年来兴起的直播行业也为休闲食品行业带来了新的机遇。根据艾媒咨询，中国 2019 年在线直播用户人数已达 5.04 亿人，预计 2020 年将达到 5.26 亿人。伴随着直播渗透率的提升，直播带货这一新销售模式将为休闲食品行业带来新的放量渠道。根据阿里研究院预测，2020 年直播电商市场规模预计达 10500 亿元。

目前，各企业均积极布局直播电商领域。根据淘数据，2020-11-19 至 2020-11-25 期间，三只松鼠、百草味、良品铺子合计直播 935 场，占行业（零食/坚果/特产）总直播场次的 10.6%，而三者场均观看人数则为行业的 1.6 倍。对于直播电商这类新消费场景，一方面，平台型企业应充分把握其发展机遇；另一方面，企业也要持续优化投放模型，提升 ROI 指标。

图 28：2016-2020E 直播在线用户人数（亿人）


资料来源：艾媒咨询，东方证券研究所

图 29：直播电商市场规模（亿元）


资料来源：阿里研究院，东方证券研究所

表 20：2020-11-19 至 2020-11-25 休闲食品行业淘宝直播表现

	直播场次	场均直播时长	场均观看人数	场均小时观看人数	场均点赞数	场均小时点赞数	主播人均粉丝数
三只松鼠	316	7.7 小时	93,659	12,330	109,818	14,573	1,249,330
百草味	302	7.8 小时	44,083	5,725	54,644	7,050	1,077,881
良品铺子	317	7.3 小时	146,447	21,664	102,746	14,871	1,144,509
来伊份	61	10 小时	218,100	20,615	242,438	23,123	1,602,504
欧贝拉	119	9.3 小时	34,555	3,722	58,992	6,390	175,405

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

比比赞	101	9.7 小时	58,803	6,158	108,534	11,508	265,947
行业	8,794	5.4 小时	60,115	11,112	65,470	12,071	443,079

数据来源：淘数据，东方证券研究所

此外，全渠道融合下出现的社区团、外卖等新消费场景仍值得关注。以来伊份为例，2020 年上半年，公司借助线下门店优势，开展社区团业务，销售额突破 5200 万，订单数突破 300 万单，累计使用的会员用户数超过 150 万。

表 21：2020 上半年各企业积极把握新消费场景与全渠道融合机遇

良品铺子	2020 年上半年，天猫旗舰店直播同比提升 458%；制定抖音等合作平台信息流广告的内容标准和范式，搭建《饥饿社畜》、《良妹日记》等社交短视频 IP 矩阵；与罗永浩、陈赫等达人开始建立直播合作；成立社交电商事业部
三只松鼠	2020 年上半年，开启直播“三新”和直发项目，借助直播新风口拉动增长，联合薇娅等各大平台知名主播展开合作，累计开展直播超 50 场，实现近 2 亿元的销售。
来伊份	2020 年上半年，充分发挥线下社区门店优势，开展社区团业务，社区团业务实现销售额突破 5200 万，订单数突破 300 万单，累计使用的会员用户数超过 150 万；此外，公司 APP 外卖业务由第三方运营转自运营，全国门店接入外卖布局拓展至 2300 家，占比超过 80%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

三、产品&品牌：品类聚焦为重要耕耘点，主品牌进入精细化运营阶段

1、品类：品类聚焦为重要耕耘点，关注大单品和子品牌策略

目前，平台型公司已经实现了全品类覆盖，SKU 将近上千款，过多的 SKU 使得消费者注意力有所分散，新品推出对营收的边际贡献递减。在这种情况下，相较于品类扩张，**品类聚焦将成为公司的重要耕耘点**。“大单品”策略是公司进行品类聚焦的重要举措，典型的大单品包括每日坚果、芒果干、猪肉脯等，2019 年，三只松鼠在每日坚果大单品上实现超 10 亿元营收。“大单品”策略有利于增加公司规模，提升对上游议价能力。

除“大单品”策略外，子品牌策略也是公司进行品类聚焦的重要手段。三只松鼠、良品铺子于 2020 年推出了子品牌：三只松鼠推出小鹿蓝蓝、养了个毛孩、铁功基、喜小雀切入婴童食品、宠粮、速食、喜礼赛道；而良品铺子则推出良品小食仙、良品购、良品飞扬切入儿童零食、企事业单位团购和健身代餐赛道。**相较于公司在原有品牌下推出新产品，公司从细分赛道着手并通过子品牌形式进行品类扩张往往更能占领消费者心智，形成“品类=子品牌”的市场认知，从而提升消费者对品牌的关注度。**

图 30：三只松鼠、良品铺子推出子品牌


资料来源：公司公告，百度图片，东方证券研究所

从需求端来看，第三消费时代下我国消费者的多元化需求不断浮现，为公司进行子品类孵化提供机会。以人均 GDP 作为标尺，对比日本经验，目前我国正处于从第二消费时代向第三消费时代过渡的阶段。在这个阶段，消费者的个性化、多元化需求开始浮现，这为休闲食品公司子品牌孵化提供了肥沃的土壤。事实上，近年来，我国休闲食品浮现了一大批新锐品牌，他们从消费者的个性化、多元化需求入手，实现品类的快速放量。此外，根据尼尔森调查报告，将近 90% 的消费者愿意或者比较愿意购买新产品或者尝试新品牌，这增加了公司进行子品牌扩张的可行性。

表 22：日本四个消费时代的划分与特征

时间划分	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
时间	1912-1941 年	1945-1974 年	1975-2004 年	2005-2034 年
社会背景	战争期间，大城市的中产阶级诞生	战后经济高速增长，一亿中产阶级	从石油危机开始到低增长阶段，贫富差距增大	经济长期不景气，人口减少，消费市场缩小
人均 GDP		从 1960 年的 479 美元上升到 4354 美元	从 4659 美元上升至 37689 美元	从 37217 美元上升至 2018 年的 39290 美元
国民价值观	集体消费属于私有主义，整体来讲重视国家	家庭消费属于私有主义，重视家庭、社会	个人私有主义、重视个人	社交趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向

消费主题	文化时尚	私家车 私家住宅 三大神器 3C	从注重数量到注重质量	共享
------	------	---------------------------	------------	----

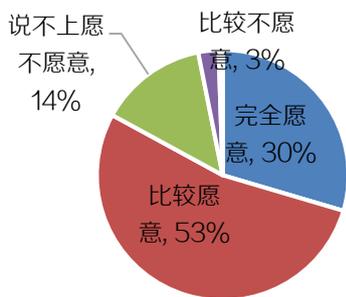
资料来源:《第 4 消费时代》, 东方证券研究所

图 31: 近年来新锐品牌从消费者个性化需求入手实现快速放量



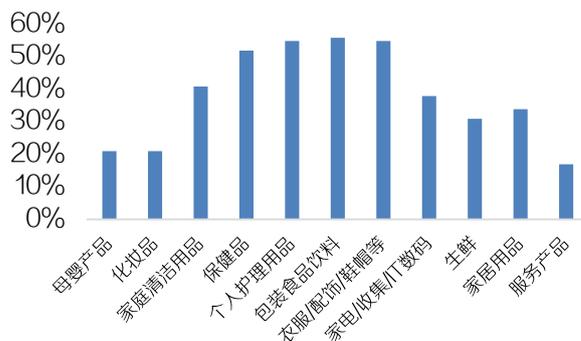
资料来源: 淘宝, 公开资料, 东方证券研究所

图 32: 消费者对新产品/新品牌的消费意愿



资料来源: 尼尔森(2019), 东方证券研究所

图 33: 消费者愿意尝试新品的品类分布



资料来源: 尼尔森(2019), 东方证券研究所

2、品牌：主品牌进入精细化运营阶段，关注品牌运营与用户深耕

目前，良品、松鼠、百草味等头部品牌已经建立一定的品牌认知，在行业增速放缓背景下，**头部品牌进入精细化运营阶段，举措包括品牌再定位、品牌运营、用户深耕等**。以良品铺子为例，一方面，其于 2019 年提出了“高端零食”战略，升级了 12 款经典产品和大坚果等若干高端系列产品，有效提升了消费者对良品铺子“高端零食”的认知度和认可度，2019 年客单价较高的老顾客复购率实现同比增长。另一方面，公司率先展开新零售布局，多次与阿里、天猫进行合作，公司有望通过新零售布局打通用户线上和线下消费数据，通过精准投放等一系列运营手段增强用户粘性、提升客单价。

表 23：各公司产品定位及代言人/IP 运营

	产品升级	品牌运营（代言人/IP 运营）
良品铺子	“高端零食”、“新鲜零食”战略（2019 年 1 月）	吴亦凡、迪丽热巴（2019 年 1 月）
三只松鼠	持续为消费者提供“质高价优、新鲜、丰富、便利的快乐零食”	打造松鼠小酷、松鼠小美、松鼠小贱三个动漫人物，深化 IP 运营
百草味	/	易烊千玺（2019 年 1 月）
来伊份	新鲜零食（2020 年 5 月）	王一博（2020 年 5 月）

资料来源：公司公告，东方证券研究所

四、财务分析

1、成长性：线上有望保持稳定增长，线下门店扩张为核心驱动

松鼠、百草、良品过去受益于电商红利，线上营收实现快速放量，2020 年以来伴随行业红利衰退及淘宝平台流量政策改变，线上营收增速放缓，但公司作为头部品牌在线上渠道渗透率持续提升的情况下预计仍能保持 10% 左右增速。从线下渠道来看， $营收 = 门店数 * 单店营收$ ，良品于 2016 年提出“加盟为主、直营为辅”的门店布局策略，门店扩张下加盟营收实现快速增长；来伊份由于拓店缓慢，增长较缓。随着以三只松鼠为代表的平台型公司逐渐发力门店端建设，其线下营收有望保持增长。

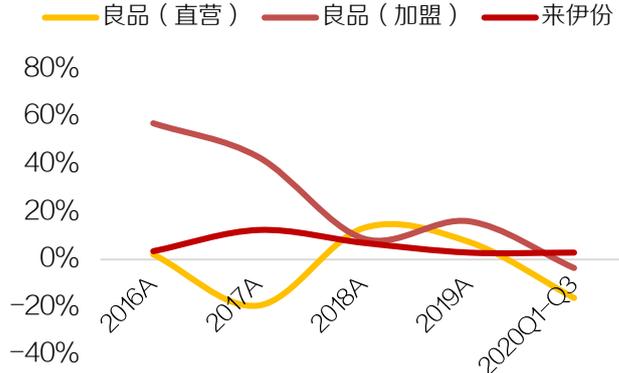
图 34：平台型休闲食品主要公司线上渠道营收增速



资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：2016-2018 百草味营收增速为好想你

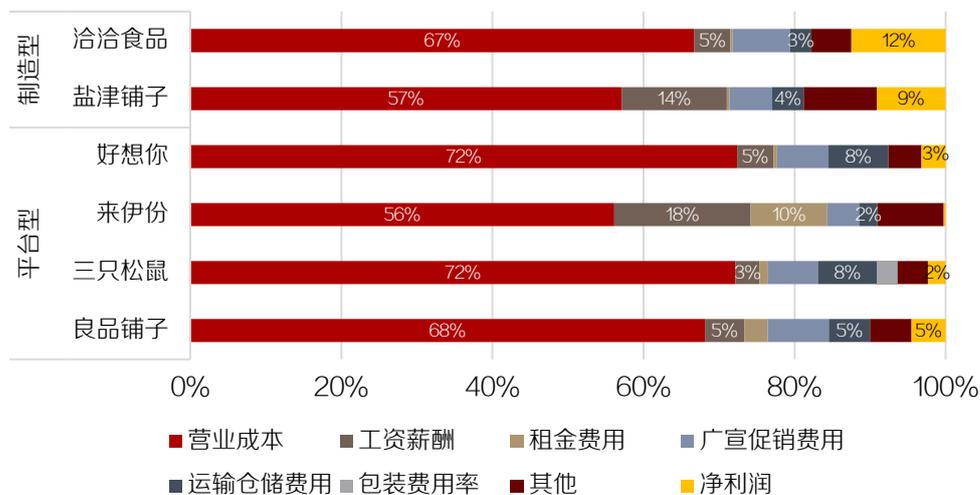
图 35：平台型休闲食品主要公司线下渠道营收增速



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2、盈利能力：伴随规模提升公司对采购成本控制能力有望加强，运输成本仍有下降空间

图 36：主要休闲食品利润率拆解（2019 年）



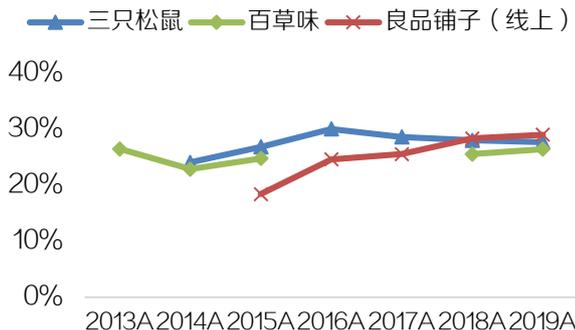
资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：工资薪酬包含管理费用和销售费用；广宣促销费包括平台佣金费

毛利率角度，制造型与平台型企业由于产品结构、销售渠道有所不同，毛利率不具有可比性。从平台型企业内部对比来看，良品线上毛利率与松鼠、百草较为接近，良品由于于 2019 年提出“高端零食”战略，毛利率略高于同业；良品直营渠道毛利率略高于来伊份（直营销占比 76%），但这也可能是来伊份毛利率中包含直营和线上业态。平台型企业的上游主要包括农副产品业、食品加工

业等，其采购成本主要受农副产品价格变动而波动，伴随公司规模提升，其对上游议价能力有望加强，从而增强对采购成本的控制力。以三只松鼠为例，2019 年公司联合其猪肉脯供应商（供应商较为分散，由品牌方聚集猪肉订单）与上游原料供应商进行谈判，一定程度上控制了采购成本。

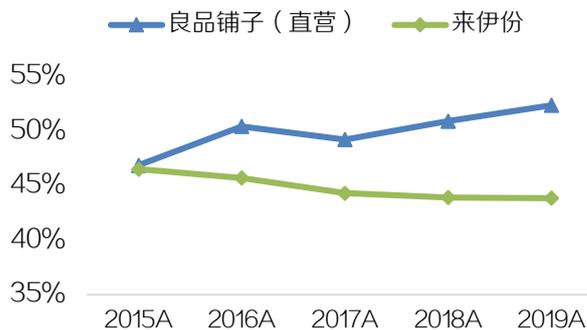
图 37：平台型休闲食品主要公司线上渠道毛利率对比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：松鼠 2019 年线上营收占比 97%

图 38：平台型休闲食品主要公司线下渠道毛利率对比



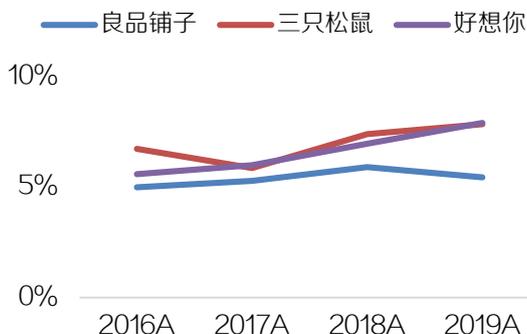
资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：来伊份 2019 年直营收入占比 76%

从期间费用拆解来看，松鼠、良品、好想你（百草味）由于线上销售占比较高，运输费用率高于同业；来伊份以线下直营门店销售为主，租金费用率高于同业。期间费用中，伴随公司对物流服务商的议价能力增强以及设立分仓缩短发货地至终端消费者的快递距离，其运输费用率仍有下降空间。

以良品铺子为例，2017 年，一方面由于线上业务规模提升，公司对物流服务商议价能力有所增强，另一方面，公司在四川、辽宁、陕西、江西省设立分仓，两方面原因使得公司线上单位运输成本有所下降。

图 39：运输仓储费用率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：良品铺子单位运输成本[元/（kg、件）]



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

表 24：各平台型公司仓储、物流及订单管理系统比较

	仓储系统	物流及订单管理
三只松鼠	截至 2020H，已在芜湖、无为、天津、成都、广州等地通过自有或租赁方式拥有 9 个配送中心或城市仓，并在广州、西安通过与第三方仓配服务商合作建立 2 个合作仓	干线运输和配送业务以外包为主。设立全国物流五大区，以“大区制、大仓制”搭建线上线下仓储配送体系。
良品铺子	截至 2019A，已在湖北武汉、浙江嘉兴、四川温江通过自有或租赁的方式设有 6 个自营仓库，并与第三方仓储服务商合作，在湖南长沙、江西共青城、广东花都、陕西西南、河北唐山、辽宁沈阳设有 6 个仓储基地	应用 EWM 物流系统与各渠道的销售系统全面联通，公司在接受订单后，能够从最近的仓库以最优的方式进行订单物流交付；EWM 系统与各物流承运商的系统数据共享，使公司能够监控到每个订单的实时状态并对订单进行时效和异常管控；实现了大库存模式。
来伊份	在南京、济南、北京、杭州等地设立了多个 RDC 分仓，同时还与其它第三方服务商进行合作，设有中国邮政上海仓、承源北京仓等多个终端分仓	与菜鸟、安吉、安得、顺丰等承运商合作，为各终端提供物流服务；构建数字化、可视化的智慧供应链管理体系，实现了全渠道预测补货、订单集成、库存共享，并借助更智能化的物流 WMS 系统、实时监控的 TMS 系统，实现了商品配送全程在途管控和冷链温度监控
好想你	截至 2019A，近 60 家仓储中心，遍布国内大中型城市	物流为外包模式，OMS 订单管理系统、WMS 仓储管理系统以及自动分拣系统

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3、ROE 分析：轻资产运营模式下平台型企业存货周转率高于制造型企业

从 ROE 拆解来看，横向纬度：（1）平台型企业资产周转率高于制造型企业，这是由于轻资产运营模式下，其存货周转率、非流动资产周转率高于制造型企业，从而使得资产周转率较高。同轻资产运营业态下对比，良品、松鼠的存货周转率最高。（2）平台型企业净利率要低于制造型企业，这是由产品结构与销售渠道决定的，各渠道毛销差整体呈现出线上 B2B、商超>加盟模式>直营模式、线上 B2C，由于制造型企业销售以商超渠道为主，其毛销差相对较高，使得其净利率相对较高。

表 25：主要休闲食品公司 ROE 拆解

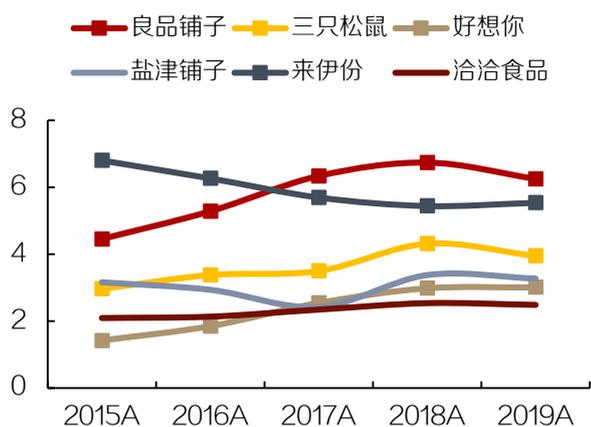
	公司	ROE (%)	权益乘数 (倍)	资产周转率 (次)	销售净利率 (%)
平台型	三只松鼠	15.9	2.6	2.6	2.3
	良品铺子	27.3	2.8	2.2	4.5
	好想你	5.7	1.8	1	3.2
	来伊份	0.6	1.6	1.4	0.3
制造型	洽洽食品	17.3	1.5	0.9	12.5
	盐津铺子	18.1	2	1	9.1

资料来源：Wind，东方证券研究所

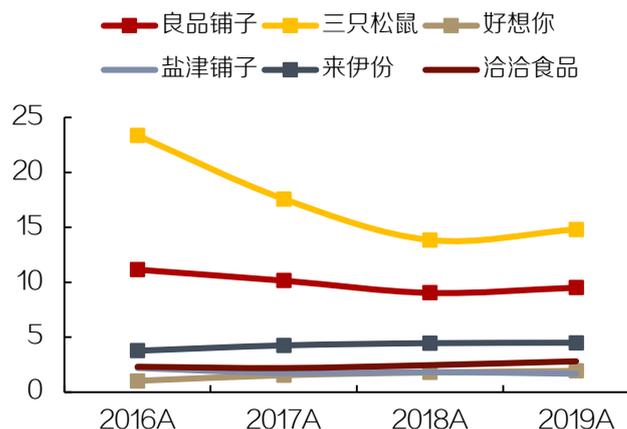
图 41：资产周转率公式拆解

$$\text{资产周转率} = \frac{\text{营业收入}}{\text{平均资产}} = \frac{\text{营业收入}}{\frac{\text{平均货币资金}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{平均存货}}{\text{营业收入成本}} + \frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{平均其他流动资产}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{平均非流动资产}}{\text{营业收入}}}$$

资料来源：东方证券研究所

图 42：主要休闲食品公司存货周转率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：主要休闲食品公司非流动资产周转率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 26：各渠道毛销差测算

		毛利率	销售费用率						毛销差	
			人工费用率	推广费用率	运输仓储费用率	平台服务费	租金费用率	门店装修费用		
线上	B2C	天猫旗舰店	30.0%	3.1%	4.9%	7.4%	2.0%		12.6%	
		京东旗舰店	30.0%	3.1%	2.9%	7.4%	4.0%	/	/	12.6%
	B2B	天猫超市	23.3%	3.1%	0.7%	/	/	/	/	19.5%
		京东自营	23.3%	3.1%	3.4%	/	/	/	/	16.8%
线下	门店	直营	43.6%	11.5%	4.2%	2.4%	/	10.2%	1.7%	13.6%
		加盟	24.8%	2.2%	4.2%	2.4%	/	/	/	16.0%
	商超	直营&经销	42.9%	10.2%	5.6%	4.2%	/	/	/	22.9%

经销为主	33.0%	2.4%	7.6%	2.9%	/	/	/	20.1%
------	-------	------	------	------	---	---	---	--------------

资料来源：公司公告，东方证券研究所测算

测算采用依据：①线上 B2B 模式通常情况下无需承担运输费用及平台服务费等环节费用，且仅需承担少量销售费用；②线上 B2C 平台扣点率来自官网，天猫（2%），京东（4%-5%）；③线上毛利率取自三只松鼠招股说明书披露 2018 年坚果数据；④线上人工费用率取自三只松鼠 2019 年数据；⑤线上运输仓储费用率取自三只松鼠 2018 年运输费用率；⑥线上推广费用率根据良品招股说明书披露测算，为 2019H 数据；⑦直营模式采取 2019 年来伊份模型（直营占比 76.4%）；⑧加盟模式毛利率取良品 2019 年数据，人工费用率取绝味 2019 年数据，推广费用、运输仓储费用与直营假设相同；⑨商超渠道模型一取自盐津铺子 2019 年数据（直营经销比约为 1.4:1）；⑩商超渠道模型二取自洽洽 2019 年数据（经销为主）

纵向纬度，公司的轻资产运营模式使得平台型企业的高资产周转率可持续，而不同公司权益乘数、销售净利率变动趋势有所区别，松鼠、良品由于股东权益增厚等原因权益乘数逐年下降，来伊份、好想你（百草味）权益乘数有所上升；松鼠、来伊份销售净利率呈现下降态势，而良品、好想你呈现上升趋势。

表 27：平台型休闲食品公司 ROE 拆解

三只松鼠	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
ROE (%)	4.2	52.0	42.7	31.7	15.9
净利润率 (%)	0.4	5.3	5.4	4.3	2.3
总资产周转率	2.4	2.8	2.6	2.7	2.6
权益乘数	4.0	3.5	3.1	2.7	2.6
良品铺子	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
ROE (%)	16.2	29.1	6.2	24.9	27.3
净利润率 (%)	1.5	2.5	0.8	3.9	4.5
总资产周转率	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
权益乘数	6.2	6.5	4.5	3.2	2.8
来伊份	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
ROE (%)	13.0	9.1	5.4	0.5	0.6
净利润率 (%)	4.2	4.1	2.8	0.3	0.3
总资产周转率	1.8	1.4	1.3	1.3	1.4
权益乘数	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6
好想你	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
ROE (%)	-0.2	1.7	3.3	3.9	5.7
净利润率 (%)	-0.3	1.9	2.4	2.2	3.2
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0
权益乘数	1.7	1.6	1.6	1.6	1.8

资料来源：Wind，东方证券研究所

五、投资建议与风险提示

➤ 投资建议

平台型公司仍处于发展探索阶段。**渠道角度**，过去，松鼠、百草、良品由于较好地把握住了平台电商的发展机遇，实现了营收的快速增长，对于线上渠道，一方面，伴随电商渗透率的持续提升，松鼠、百草、良品作为线上头部品牌仍将持续受益；另一方面，从量价角度来看公司要实现长期发展必须进行线下渠道拓展，而不能仅仅依赖线上渠道。线下连锁门店为合适业态，目前其仍处于跑马圈地状态，头部品牌具有较大发展空间。**产品角度**，平台型企业目前产品 SKU 已经较多，品类扩张带来的边际贡献递减，通过大单品及子品牌策略进行品类聚焦为下一步耕耘点。**品牌角度**，行业增速放缓的背景下，头部品牌进入精细化运营阶段，举措包括品牌再定位、品牌运营、用户深耕等。休闲食品市场空间广阔，而集中度仍较低，这给予行业内公司较大整合空间；平台型企业在渠道、产品、品牌端的扩张路径明确，未来发展可期。建议关注线上线下渠道均衡发展、加盟业态成熟的良品铺子及 20 年以来线下快速拓店的线上龙头三只松鼠。

➤ 风险提示

休闲食品市场需求变化的风险。休闲食品行业下游直接面向广大终端消费者，如果公司不能及时针对市场消费习惯变化制定出应对营销策略和产品组合策略，公司的产品销售将会受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

采购成本波动风险。休闲食品行业对上游议价能力较弱，采购成本随行就市，如果未来采购价格大幅波动而公司不能及时消除价格波动造成的不利影响，公司的盈利能力将受到影响。

食品安全风险。休闲食品公司在采购、生产、运输、仓储等环节均可能由于管控不当而发生食品安全问题，从而降低消费者消费信心。

行业竞争加剧风险。行业竞争的加剧会影响行业内公司的盈利水平。

平台政策风险。平台的流量政策使线上品牌经营具有不确定性。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn