

# 食品加工

## 线上各平台趋于均衡，线下拓店渠道下沉趋势形成

### 投资建议

20 年及 21Q1 年休闲食品恢复良好，多家公司实现高增。渠道类休闲食品公司 20Q4 以来变化较大，线上天猫京东渠道趋于均衡，三只松鼠、良品铺子等平台类公司线上多平台齐发力、线下持续放量趋势已形成，在产品端加大母婴等细分市场布局形成多维产品矩阵。制造类休闲食品公司在渠道端注重线上的同时加大了商超等渠道布局，盐津铺子加速单岛变双岛，小岛变大岛，提高总体单店产出，甘源食品 21Q1 推出多款新品加速渠道扩张。整体来看休闲食品类公司发展势头向上，未来线下渠道扩张+线上渠道拓展将带来产品渠道共振。

当前反垄断进程不断趋严，线上禁止平台“二选一”，保护了市场的公平竞争。未来线上流量成本有望下降，建议关注线上运营能力强以及线下布局进度良好的相关个股，如三只松鼠、良品铺子、盐津铺子、甘源食品等。

### 整体情况

#### 营收端：

2020Q1-2021Q1 营收增速分别为 12.0%/17.1%/9.2%/0.8%/27.6%。受疫情影响，2020 年营收增速整体较慢，且呈下降趋势，但仍维持正增长，并在 2021 年 Q1 有明显回升。

#### 毛利率：

2019/2020/2020Q1/2021Q1 毛利率分别为 34.8%/33.2%/32.5%/34.7%，表现较为稳定。2021 年一季度由于大多企业营收上涨利润扩大，均值有一定上升。

#### 期间费用率：

2019/2020/2020Q1/2021Q1 期间费用率分别为 23.1%/20.7%/20.2%/20.6%，费用率整体平稳。

#### 利润端：

2020Q1-2021Q1 归母净利润增速分别为 0.0%/6.0%/64.8%/1.7%/66.1%，整体波动较大，在 20 年三季度和 21 年一季度达到两个高峰，增速大于 60%。

**风险提示：**食品安全风险，如果行业内有任何公司发生了严重的食品安全问题，则会影响到社会对于整个行业看法的变化，类似于三聚氰胺影响到全部国牌奶粉的销售，消费者失去信心；上游原材料涨价风险，食品行业的上游需要大量的原材料供应，如果价格波动上涨较大，将直接对于整个行业的成本和利润形成挑战。

证券研究报告

2021 年 05 月 12 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《食品加工-行业研究简报:粮油行业巨轮，业绩稳健增长》2020-07-21
- 《食品加工-行业研究简报:中原“超级后厨”，差异化模式求发展》2020-06-23
- 《食品加工-行业研究简报:Q1 龙头业绩韧性较强，行业品牌化趋势明显》2020-05-06

## 1. 投资建议

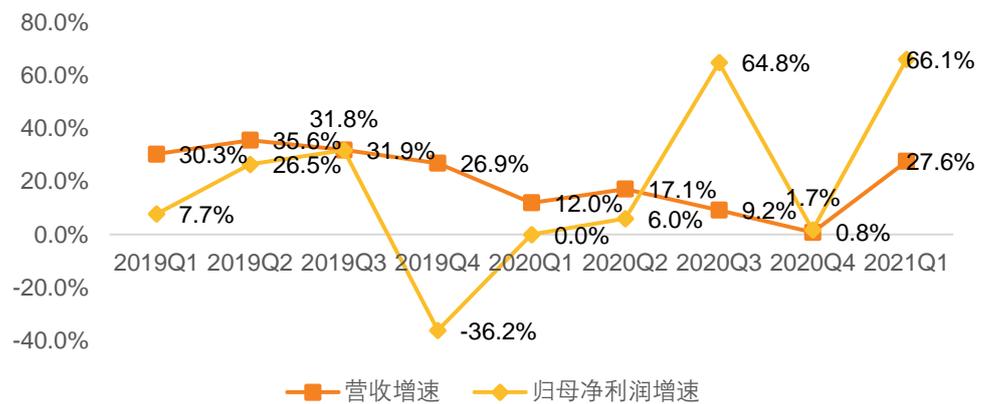
20 年及 21Q1 年休闲食品恢复良好，多家公司实现高增。渠道类休闲食品公司 20Q4 以来变化较大，线上天猫京东渠道趋于均衡，三只松鼠、良品铺子等平台类公司线上多平台齐发力、线下持续放量趋势已形成，在产品端加大母婴等细分市场布局形成多维产品矩阵。制造类休闲食品公司在渠道端注重线上的同时加大了商超等渠道布局，盐津铺子加速单岛变双岛，小岛变大岛，提高总体单店产出，甘源食品 21Q1 推出多款新品加速渠道扩张。整体来看休闲食品类公司发展势头向上，未来线下渠道扩张+线上渠道拓展将带来产品渠道共振。

当前反垄断进程不断趋严，线上禁止平台“二选一”，保护了市场的公平竞争。未来线上流量成本有望下降，建议关注线上运营能力强以及线下布局进度良好的相关个股，如三只松鼠、良品铺子、盐津铺子、甘源食品等。

## 2. 整体情况

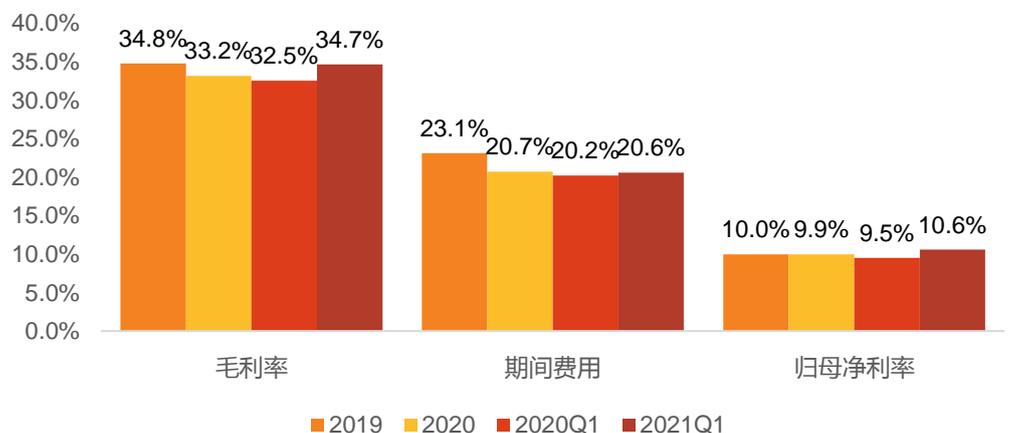
此处选取 6 家休闲食品赛道重点公司作为样本，其中以线下为主的有盐津铺子、甘源食品、劲仔食品和绝味食品，其中盐津铺子以线下 KA 直营和经销为主（直营 4 成，经销 6 成），甘源食品以经销为主（8 成左右），劲仔食品以经销为主（超 9 成），绝味食品以线下加盟为主；以线上为主的有三只松鼠；线上线下相结合整体较为平衡的为良品铺子。

图 1：休闲食品行业重点上市公司 2019Q1-2021Q1 整体营收和归母净利润增速情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：休闲食品行业重点上市公司 2019Q1-2021Q1 整体营收和归母净利润增速情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1. 营收端：

2020Q1 - 2021Q1 营收增速分别为 12.0%/17.1%/9.2%/0.8%/27.6%。受疫情影响，2020 年营收增速整体较慢，且呈下降趋势，但仍维持正增长，并在 2021 年 Q1 有明显回升。

### 2. 毛利率：

2019/2020/2020Q1/2021Q1 毛利率分别为 34.8%/33.2%/32.5%/34.7%，表现较为稳定。2021 年一季度由于大多企业营收上涨利润扩大，均值有一定上升。

### 3. 期间费用率：

2019/2020/2020Q1/2021Q1 期间费用率分别为 23.1%/20.7%/20.2%/20.6%，费用率整体平稳。

### 4. 利润端：

2020Q1 - 2021Q1 归母净利润增速分别为 0.0%/6.0%/64.8%/1.7%/66.1%，整体波动较大，在 20 年三季度和 21 年一季度达到两个高峰，增速大于 60%。

## 3. 分业态

### 3.1. 线下：收入增长超过预期，渠道下沉卓有成效

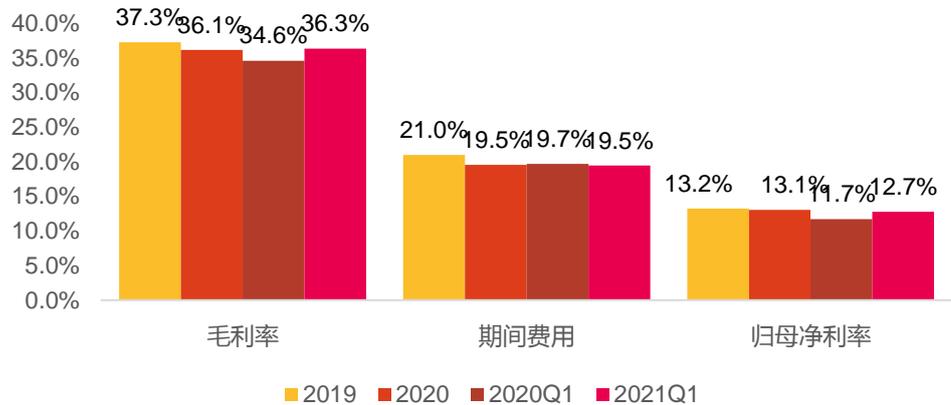
2021 年一季度营收增长显著，我们认为主要由于是“就地过年”政策以及国内疫情的进一步好转，市场消费热情高涨所带来的正面影响，以线下渠道为主的企业一季度业绩超出预期，经营情况得到大幅改善。

图 3：以线下为主的休闲食品企业整体营收和归母净利润增速情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：以线下为主的休闲食品企业整体毛利率、净利率和费用率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 1. 营收端：

2020Q1-2021Q1 营收增速分别为 12.2%/24.0%/16.7%/6.5%/30.8%，由于 20 年全年疫情形势的逐步好转和相对的小基数，一季度在春节的高消费情绪下较快增长。

#### 2. 毛利率：

2018/2019/2020/2020Q1/2021Q1 毛利率分别为 36.9%/37.3%/36.1%/34.6%/36.3%，表现较为稳定。长期维持在 36% 上下水平。

#### 3. 期间费用率：

2018/2019/2020/2020Q1/2021Q1 期间费用率分别为 21.9%/21%/19.5%/19.7%/19.5%，费用率逐步下降，20 年同比下降 1.5pct，21 年 Q1 基本保持不变。

#### 4. 利润端：

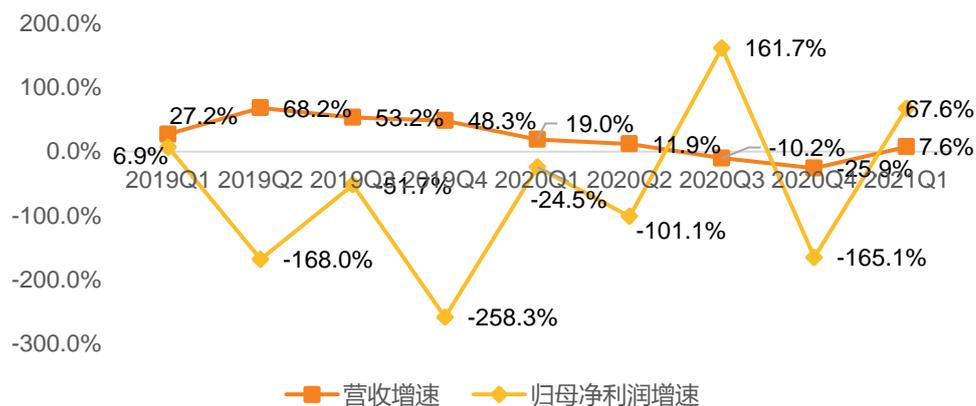
2020Q1-2021Q1 归母净利润增速分别为 14.6%/48.8%/58.8%/-8.2%/78.3%，除 20Q4 因劲仔食品（-53.1%）增速较低外，整体维持正增长，表现好于 19 年度。

### 3.2. 线上：线上业务持续蓄能，线下业务高速发展，全渠道发展更趋均衡

受疫情影响，2020 年以线上业务为主的三只松鼠营收增速持续下降并出现负增长，但随着疫情缓解，2021 年一季度公司经营情况显著好转。

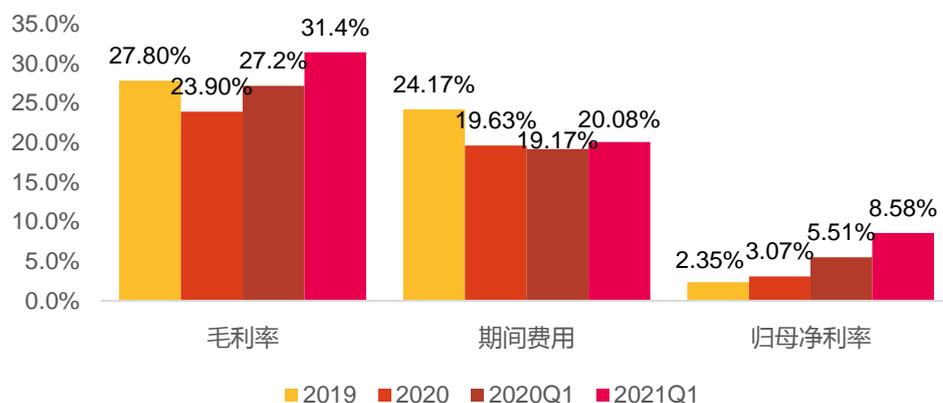
线上方面，公司持续推进天猫、京东等平台电商的精细化运营，2020 年营收分别为 28.47/19.95 亿元，分别占线上营收比例的 52%/38%。同时积极布局抖音、拼多多等新电商平台，期内已实现占线上总营收的 8.55%，抖音 2021 年货节销售 1.82 亿元，其中自直播贡献近 1 亿元。社区团购方面，公司已进驻美团优选、多多买菜、橙心优选、每日优鲜等社区团购渠道，有效覆盖 15 个省，近 30 座城市，实现营收近千万元。线下方面，公司借助品牌势能加速拓店，2020 年末已突破 1000 家，21Q1 公司线下业务营收占比已达到 33.4%，较 2020 年度提升近 8 个点。其中，直营店营收同增 29.64%，联盟小店营收同增 167.24%。新渠道布局零售通、新通路为主的平台分销和经销商、KA 为主的线下分销。

图 5：以线上为主的休闲食品企业营收和归母净利润增速情况



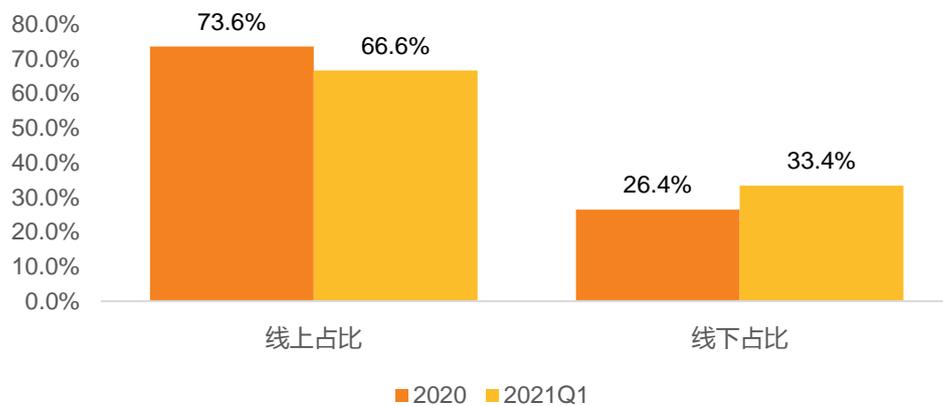
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：以线上为主的休闲食品企业营收和归母净利润增速情况



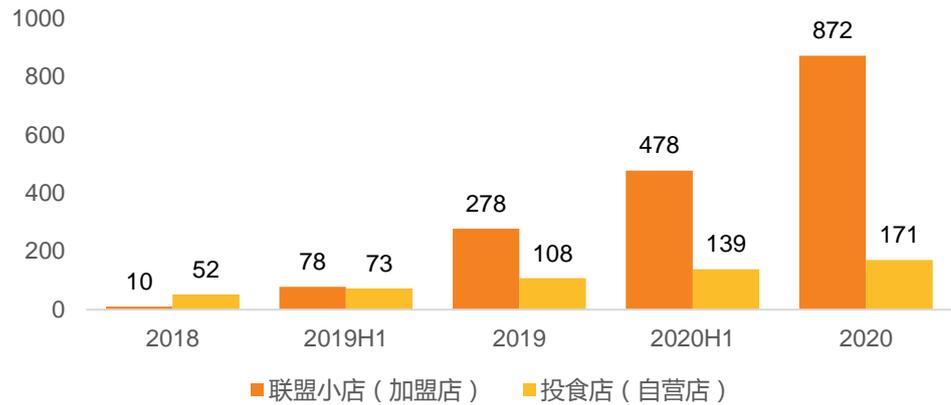
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：2020 年及 2021Q1 线上及线下营收占比对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：2020 年末线下门店数量及类型



资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 1. 营收端：

2020Q1-2021Q1 营收增速分别为 19.0%/11.9%/-10.2%/-25.9%/7.6%，20 年线上营收整体增速较慢，且在三季度、四季度出现明显负增长。21 年一季度有所回升。

#### 2. 毛利率：

2019/2020/2020Q1/2021Q1 毛利率分别为 27.80%/23.90%/27.2%/31.4%，线上毛利率整体小于线下。但公司 20Q1 实现毛利率 31.4%、归母净利率 8.6%，均接近 2019 年来新高，盈利情况亮眼。

#### 3. 期间费用率：

2019/2020/2020Q1/2021Q1 期间费用率分别为 24.17%/19.63%/19.17%/20.08%，呈波动下降趋势。其中 2020 年销售费用率同比下降 5.1%，主要是因为会计政策调整和优化费用投放；管理费用率同比增加 0.5%，主要是因为业务扩张导致的人员数量的增加。

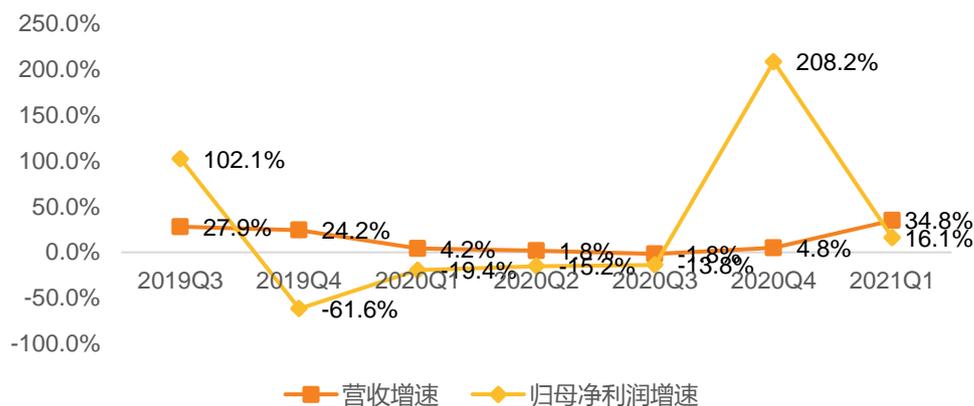
#### 4. 利润端：

2020Q1-2021Q1 归母净利润分别为 1.88/0.00/0.76/0.37/3.15 亿元，归母净利润增速分别为 -24.5%/101.1%/161.7%/-165.1%/67.6%，波动幅度较大。

### 3.3. 线上线下平衡发展：线上线下销售逐步恢复，拓店速度加快

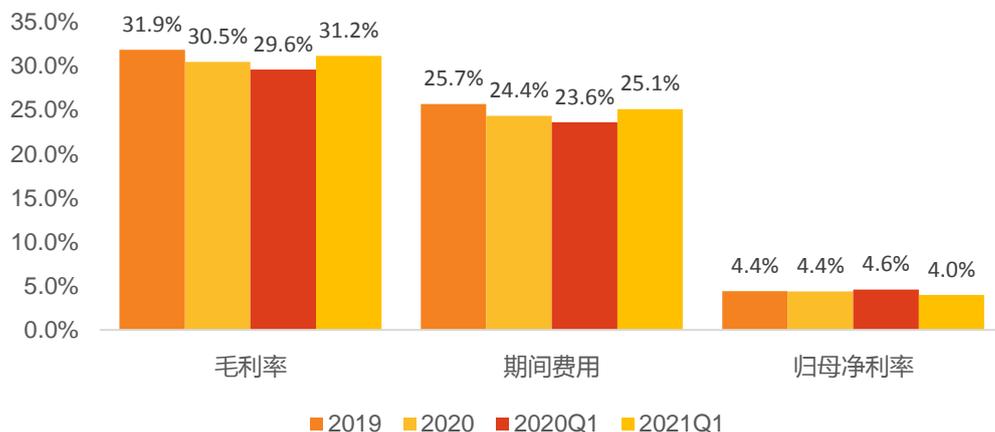
以良品铺子为代表的线上线下均衡发展的休闲食品企业，一季度增长符合预期。其中电子商务业务销售额 14.88 亿元，占比 53.03%，同比增加 33.27%；线下业务中，加盟批发销售额、直营零售业务销售额和加盟辅助管理销售额同比增加 26.03%、28.50%、18.53%。全渠道布局高端零食将在新零售、线上线下互补的行业趋势下获得红利。

图 9：线上线下均衡发展的休闲食品企业营收和归母净利润增速情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：线上线下均衡发展的休闲食品企业毛利率、净利率和费用率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1. 营收端：

2020Q1-2021Q1 营收增速分别为 4.2%/1.8%/-1.8%/4.8%/34.8%，良品作为湖北企业，在疫情严重冲击消费基本面的情况下保持正增长属实不易，21Q1 随高涨的消费情绪线上线下业务实现稳健增长，符合预期。

2. 毛利率：

2018/2019/2020/2020Q1/2021Q1 毛利率分别为 31.2%/31.9%/30.5%/29.6%/31.2%，各季度表现较为稳定，维持在 31%上下。

3. 期间费用率：

2018/2019/2020/2020Q1/2021Q1 期间费用率分别为 25.5%/25.7%/24.4%/23.6%/25.1%，整体稳定。

4. 利润端：

2020Q1-2020Q1 归母净利润增速分别为 -19.4%/-15.2%/-13.8%/208.2%/16.1%，实现回弹。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com