

市场规模温和扩张 线上线下融合发展

——休闲食品行业专题报告

专题研究小组成员：刘瑀

2021年06月24日

专题研究小组

证券分析师 刘瑀

SACNO: S1150516030001

022-23861670

liuyu@bhzq.com

子行业评级

休闲食品 看好

重点品种推荐

三只松鼠 增持

良品铺子 增持

投资要点：

● 品类丰富 稳步扩容

休闲食品是指人们在闲暇、旅游、娱乐或休闲时吃的主食之外的食品，也即传统意义上的零食。随着我国国民经济发展和居民消费水平的不断提高，休闲食品已成为日常食品消费的重要组成部分。除去疫情影响，过去十年休闲食品市场零售额均保持正向增长，至2019年达到3474.9亿元，2010至2019年年均复合增速为6.4%。从我国经济发展趋势看，未来居民人均可支配收入仍然有一定上升空间，而通过横向对比的结果显示我国休闲食品人均消费水平与其他国家存明显差距。欧睿预计，2021至2025年我国休闲食品市场规模年复合增速约为4.6%，至2025年达到4475.9亿元。

● 成长性分化 集中度较低

由于休闲食品品类众多，因此其市场集中度相对较低，2020年CR3仅为12.10%，相较2015年下降0.2个百分点，其中前十大企业中仅有百事以及三只松鼠市场份额增速明显。在市占率前十大企业中，外资仍然占据主力地位，国内企业通过线上销售异军突起。但是尽管外资企业具有先发优势，但从过去几年的情况看，绝大部分头部企业市场份额有所下滑。从过去的市场份额变动情况来看，休闲食品行业尚未出现绝对龙头。

● 线上线下渠道融合

随着我国互联网产业的蓬勃发展，互联网与社会经济深度融合。电商销售模式日益成熟，配套产业发展完善。而以休闲食品为代表的传统消费行业纷纷涉足电商，规模持续提升。2011年，休闲食品线上销售占比仅为0.7%，2020年该比例提高至14.8%，与之相对的是超市、杂货店等销售渠道受到冲击。但是随着我国电商发展日益成熟，行业发展红利边际递减。线上销售遭遇瓶颈正在倒逼企业加速线下销售渠道发展。

● 聚焦主品类 孵化子品牌

不同类型企业产品策略具有明显区别。由于自主生产，制造型企业通常聚焦于单一品类，集中力量打造单品，在各细分领域占据领先地位。通过品类定位品牌，以清晰的产品定位提升品牌的认知度。对于产品策略，制造型企业通常对优势品类持续聚焦，开发不同口味强化消费粘性。与此同时，适时适度推出与主品类相近品类，蓄势打造企业第二增长曲线。而平台型企业则逐渐开始精细化管理，在多品类的产品矩阵下相对聚焦。此外，对于主品牌无法覆盖的品类，平台型企业开始选择孵化子品牌。

● 投资建议

从行业整体情况看，休闲食品市场规模仍将小幅扩容，其中尤以本土风味零食最具潜力。对制造型企业，主要需要关注渠道布局完善程度以及产品推陈出新。对平台型企业，我们认为线上渠道销售或将逐渐企稳，线下加速布局打通渠道闭环，同时能够强化品牌形象占据消费心智，线上线下均衡发展。此外，我们认可平台型企业子品牌策略，在流量去中心化的趋势之下或可抢占先机。综上，我们给予休闲食品行业“看好”投资评级，推荐三只松鼠（300783）以及良品铺子（603719）。

● 风险提示

疫情出现反复，宏观经济下行，消费能力下降，食品安全问题

目 录

1. 品类丰富 稳步扩容	5
1.1 细分品类众多 发展相对成熟	5
1.2 市场规模仍将小幅扩容	6
2. 成长性分化 集中度较低	8
2.1 最具成长性的细分品类——风味零食	8
2.2 集中程度相对分散 尚未出现绝对龙头	9
2.3 生产模式决定企业基因	10
3. 线上线下渠道融合	11
3.1 线上渠道成熟 短期或遇瓶颈	11
3.2 布局全渠道 多元化发展	14
4. 聚焦主品类 孵化子品牌	15
4.1 大单品策略	15
4.2 子品牌策略	17
5. 投资建议	18

图 目 录

图 1: 2011-2020 年休闲食品零售额及增速 (单位: 亿元)	6
图 2: 2020 年休闲食品市场构成	6
图 3: 2015-2020 年我国城镇居民人均可支配收入情况	6
图 4: 2015-2019 年全国居民人均食品消费量: 粮食 vs. 坚果	6
图 5: 各国休闲食品人均消费量 (单位: 千克)	7
图 6: 各国休闲食品人均消费额 (单位: 元)	7
图 7: 我国休闲食品市场规模有望持续扩容 (单位: 亿元)	7
图 8: 2016-2019 年休闲食品各细分子品类增速	8
图 9: 风味零食市场规模仍将不断扩大 (单位: 亿元)	8
图 10: 我国休闲食品市场 CR10 份额变动情况	9
图 11: 休闲食品行业产业链上下游	10
图 12: 我国休闲食品市场 CR10 份额变动情况	11
图 13: 三只松鼠主要销售渠道	12
图 14: 电商发展日益成熟 (单位: 万人)	12
图 15: 三只松鼠线上费用投放略显疲态	13
图 16: 三只松鼠天猫销售额及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 17: 良品铺子天猫销售额及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 18: 三只松鼠京东销售额及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 19: 良品铺子京东销售额及同比增速 (单位: 亿元)	13
图 20: 休闲食品企业线上线下销售比例	14
图 21: 盐津铺子烘焙点心屋	15
图 22: 三只松鼠线下体验店	15
图 23: 休闲食品企业主力品类销售占比	16
图 24: 洽洽食品葵花籽类产品不断推陈出新	16
图 25: 洽洽食品坚果品类占比不断提高	16
图 26: 2018-2020 年休闲食品企业营收规模及其增速 (单位: 亿元)	17
图 27: 三只松鼠产品矩阵	17
图 28: 三只松鼠婴童食品品牌“小鹿蓝蓝”	18
图 29: 良品铺子儿童零食品牌“良品小食仙”	18

表 目 录

表 1: 休闲食品分类	5
表 2: 休闲食品行业发展简史	5
表 3: 风味零食各细分子品类情况一览 (单位: 亿元)	8
表 4: 各细分子品类龙头公司市场份额	9
表 5: 休闲食品行业上市公司渠道以及产品情况	10
表 6: 休闲食品企业线下门店情况对比 (单位: 亿元)	15

1. 品类丰富 稳步扩容

1.1 细分品类众多 发展相对成熟

休闲食品是指人们在闲暇、旅游、娱乐或休闲时吃的主食之外的食品，也即传统意义上的零食。根据欧睿统计口径，可把休闲食品分为甜食（Confectionery）、冰淇淋和冷冻甜品（Ice Cream and Frozen Desserts）、风味零食（Savoury Snacks）、甜味饼干、零食棒和果脯（Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks）四大种类，休闲卤制品及烘焙食品不在本文论述范围。

表 1: 休闲食品分类

四大种类	具体包括
甜食	巧克力、糖果以及口香糖
冰淇淋和冷冻甜品	——
风味零食	坚果、瓜子以及混合干果/
	咸味零食（薯片、膨化食品、米制零食）
	咸味饼干
甜味饼干、零食棒和果脯	其他咸味零食（海苔、辣条、肉干、鱼干、豆干）
	果脯以及水果加工零食
	蛋白棒、能量棒
	巧克力味饼干、曲奇、夹心饼干、原味饼干以及华夫

资料来源: Euromonitor, 渤海证券

休闲食品行业大致可以分为三个阶段。第一阶段是在改革开放之后，该阶段的特点是以外资品牌为主，品类相对较少，销售渠道单一；第二阶段国内食品企业崛起，品类开始逐渐丰富；第三阶段则是伴随电商发展而迅速扩大市场份额的线上休闲食品企业。

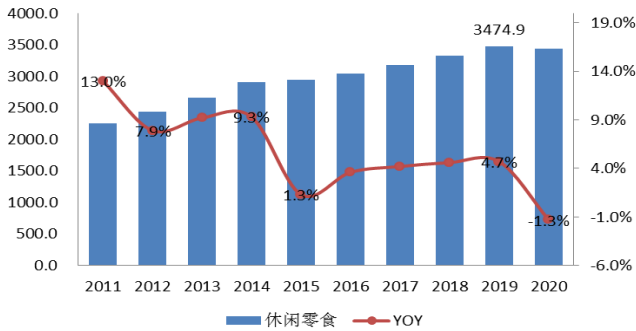
表 2: 休闲食品行业发展简史

项目	第一阶段（1990-1999）	第二阶段（2000-2011）	第三阶段（2012 至今）
主要特征	内外资同台竞争，外资大单品渗透	本土企业发力，与外资差异化竞争	成熟品类外资为主，新型本土品类市场分散，线上线下融合发展
渠道特征	个体零售为主	传统商超主导	线上线下融合
主驱动力	居民消费水平 招商引资浪潮	居民消费水平 工业发展	居民消费升级 电商发展

资料来源: 公开资料, 渤海证券

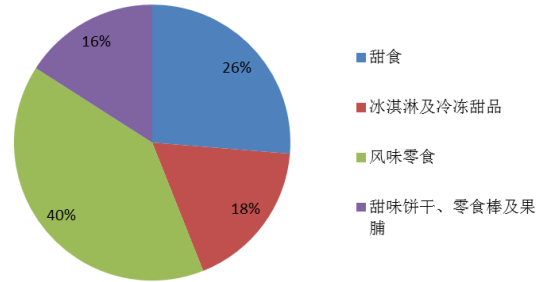
随着我国国民经济发展和居民消费水平的不断提高，休闲食品已成为日常食品消费的重要组成部分。除去疫情影响，过去十年休闲食品市场零售额均保持正向增长，至2019年达到3474.9亿元，2010至2019年年均复合增速为6.4%。而从品类结构来看，2020年风味零食所占市场份额最高为1374.50亿元，约占休闲食品市场规模的40.09%。

图 1: 2011-2020 年休闲食品零售额及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

图 2: 2020 年休闲食品市场构成

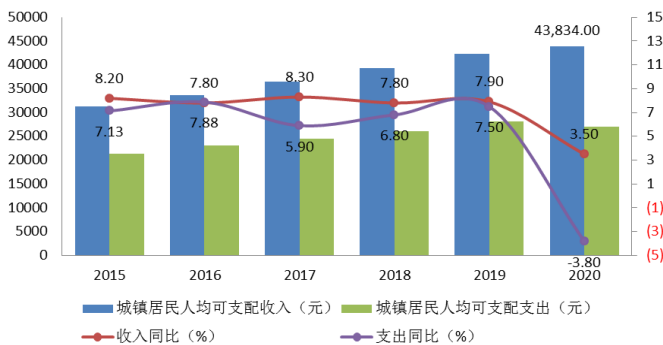


资料来源: Euromonitor, 渤海证券

1.2 市场规模仍将小幅扩容

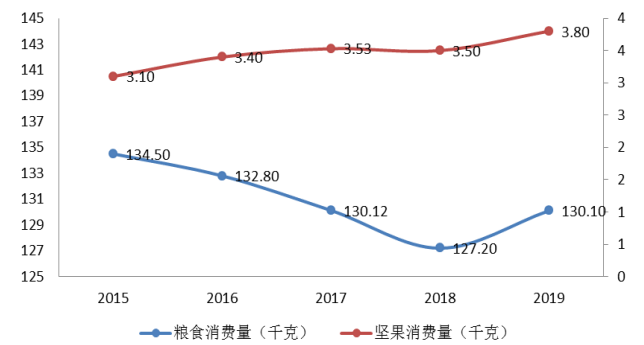
我国国民经济水平的不断提高对居民的食品消费结构产生了深刻影响。2015至2019年，我国城镇居民人均可支配收入年复合增速达7.04%。2020年，尽管受到疫情影响，但城镇居民人均可支配收入仍同比增长3.5%达到43843.00元。随着我国人均可支配收入的持续增长，休闲食品消费量也逐年增长，与之相对的是居民人均粮食消费量的逐年下滑。

图 3: 2015-2020 年我国城镇居民人均可支配收入情况



资料来源: Wind, 渤海证券

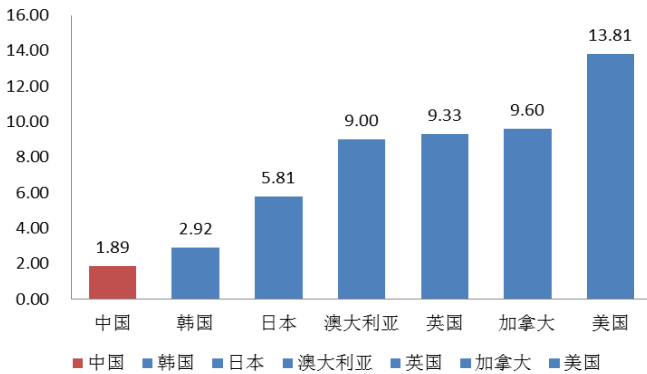
图 4: 2015-2019 年全国居民人均食品消费量: 粮食 vs. 坚果



资料来源: 渤海证券

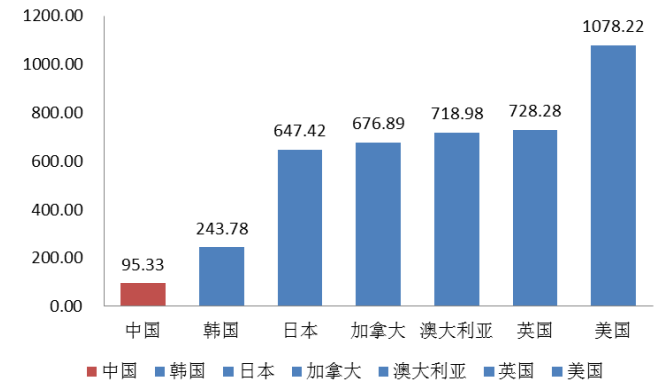
尽管我国休闲食品市场规模不断扩容，但从人均消费额及消费量看仍与其他国家存在较大差距。2019年，中国人均休闲食品消费量为1.89千克，同期日本、英国、美国人均休闲食品消费量为5.81、9.33以及13.81千克。而人均消费额方面，2019年日本、英国、美国人均休闲食品消费额分别约为中国的6.8、7.6以及11.3倍，由此可见中国休闲食品市场仍有较大发展空间。

图 5：各国休闲食品人均消费量（单位：千克）



资料来源：Euromonitor，渤海证券

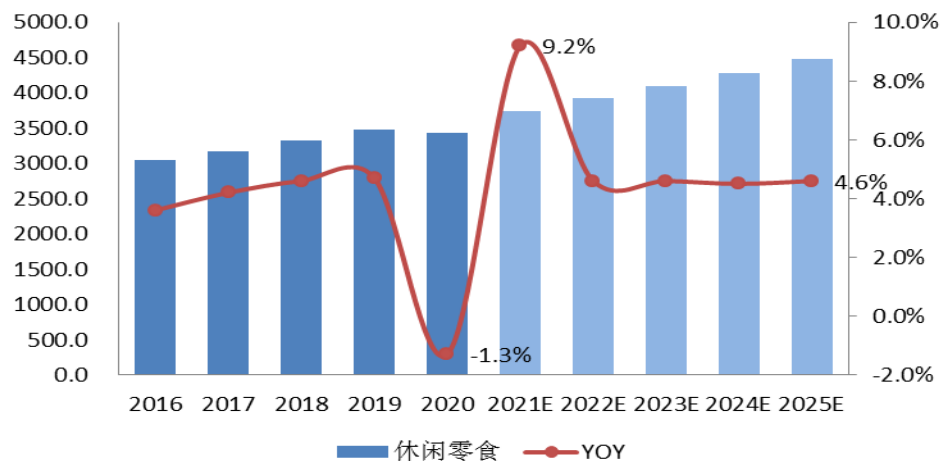
图 6：各国休闲食品人均消费额（单位：元）



资料来源：Euromonitor，渤海证券

从我国经济发展趋势看，未来居民人均可支配收入仍然有一定上升空间，而通过横向对比的结果显示我国休闲食品人均消费水平与其他国家存明显差距。欧睿预计，2021至2025年我国休闲食品市场规模年复合增速约为4.6%，至2025年达到4475.9亿元。

图 7：我国休闲食品市场规模有望持续扩容（单位：亿元）



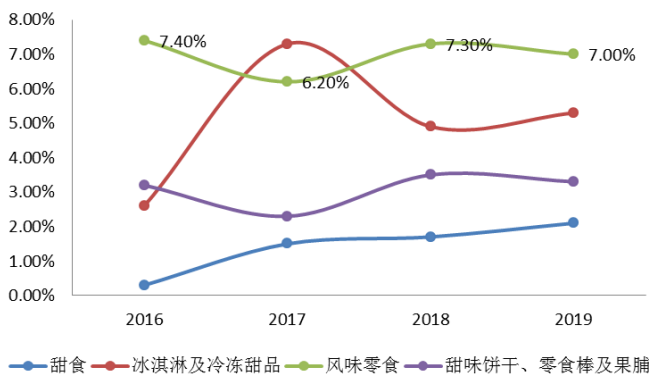
资料来源：Euromonitor，渤海证券

2.成长性分化 集中度较低

2.1 最具成长性的细分品类——风味零食

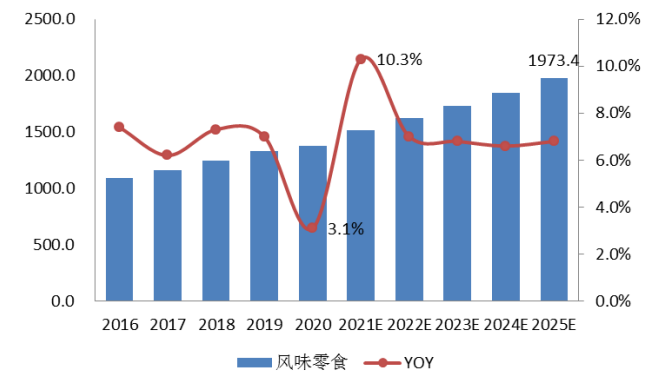
风味零食不仅是休闲食品中最主要的组成部分，也是最具成长性的细分品类。2015至2020年，其零售额市场规模增长35.0%，年复合增速达6.2%，市场零售额绝对增长356.71亿元。据第三方咨询机构数据预测，未来五年风味零食仍将是休闲食品中发展最快的细分子品类，其年复合增速预计为6.8%。

图8：2016-2019年休闲食品各细分子品类增速



资料来源：Euromonitor，渤海证券

图9：风味零食市场规模仍将不断扩大（单位：亿元）



资料来源：Euromonitor，渤海证券

我国风味零食市场品类众多，主要可以分为坚果、咸味食品、咸味饼干以及其他咸味零食（包括海苔、肉脯、鱼干、豆干及干脆面），其中尤以其他咸味零食增长显著，2020年市场零售额同比增长6.3%。由于疫情影响，2020年风味零食整体市场规模同比增速放缓至3.1%，同期销售量下滑1.4%至259.83万吨。

表3：风味零食各细分子品类情况一览（单位：亿元）

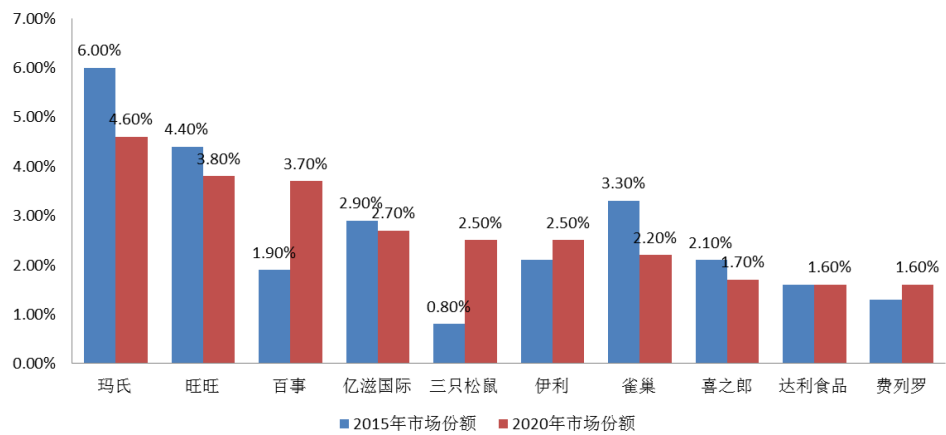
细分品类	零售市场规模	2020年增速	2015-2020年CARG	2020-2025年CARG
坚果/瓜子/混合干果	326.83	3.6%	8.2%	7.9%
咸味食品	506.06	1.3%	4.5%	5.3%
薯片	169.63	2.1%	5.6%	5.6%
膨化食品	208.52	1.2%	4.2%	5.3%
咸味饼干	135.15	-0.1%	2.2%	5.3%
其他咸味食品	405.12	6.3%	8.5%	10.4%

资料来源：Euromonitor，渤海证券

2.2 集中程度相对分散 尚未出现绝对龙头

由于休闲食品品类众多,因此其市场集中度相对较低,2020年CR3仅为12.10%,相较2015年下降0.2个百分点,其中前十大企业中仅有百事以及三只松鼠市场份额增速明显。在市占率前十大企业中,外资仍然占据主力地位,国内企业通过线上销售异军突起。但是尽管外资企业具有先发优势,但从过去几年的情况看,绝大部分头部企业市场份额有所下滑。从过去的市场份额变动情况来看,休闲食品行业尚未出现绝对龙头。

图 10: 我国休闲食品市场 CR10 份额变动情况



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

分品类看,以外资为主的糖巧类产品集中度最高,冰淇淋和速冻甜品次之,并且上述两类均有绝对龙头。而风味零食的市场集中度则相对分散,由于种类的差异化,使得风味零食市场呈现百花齐放局面。甜味饼干、零食棒和果脯这一品类的情况与风味零食类似。从市场竞争情况看,龙头企业依靠以品牌为依托的子品类获取市场份额,现有品牌很难被赋予全新的品类,因此多品牌策略可能是休闲食品企业进一步开拓市场的有效方法。

表 4: 各细分品类龙头公司市场份额

甜食	代表品牌	冰淇淋和速冻甜品	代表品牌		
玛氏	17.60%	德芙/益达	伊利	13.90%	伊利
雀巢	6.10%	徐福记	蒙牛	6.70%	蒙牛
不凡帝范梅勒	5.50%	阿尔卑斯	联合利华	6.50%	和路雪
费列罗	5.10%	健达/费列罗	三全食品	4.10%	三全黑芝麻
喜之郎	4.10%	喜之郎	Fronery Ltd	3.80%	雀巢
合计	38.40%	合计	合计	35.00%	
风味零食	代表品牌	甜味饼干、零食棒和果脯	代表品牌		
百事	8.40%	乐事	亿滋国际	9.10%	奥利奥
旺旺	6.30%	旺旺	雀巢	4.10%	徐福记

请务必阅读正文之后的免责声明

三只松鼠	5.50%	三只松鼠	Nabati Group	4.00%	Nabati
华泰食品	3.70%	洽洽	嘉士利	3.30%	嘉士利
良品铺子	3.20%	良品铺子	溜溜果园	3.30%	溜溜梅
合计	27.10%		合计	23.80%	

资料来源: Euromonitor, 渤海证券

2.3 生产模式决定企业基因

休闲食品的产业链较长, 横跨领域众多, 产业链结构大致可分为上游、中游以及下游三个部分。上游是指生产预备工作, 主要包括原料、半成品的生产以及产品研发; 中游则指生产环节, 包括食品成品生产、质检、物流与仓储等; 下游则是品牌营销以及渠道销售。根据企业切入产业链程度的不同, 可以分为自主生产销售企业(制造型)以及代工生产销售企业(平台型)。

图 11: 休闲食品行业产业链上下游



资料来源: 亿欧智库, 渤海证券

上述差异天然的决定两种企业在产品、品牌以及渠道方面的不同。制造型企业往往品控能力强, 通过强大的大单品策略加深品牌印象, 销售渠道通常是以线下销售为主。而平台型企业通常品类众多, 代加工的模式使其更易捕捉并且更快满足当下消费需求, 但是由于品类众多, 品牌无法获得品类加成。

表 5: 休闲食品行业上市公司渠道以及产品情况

类型	公司名称	线下占比	线下主要渠道	品类
制造型	盐津铺子	94.4%	商超中岛/便利商店/小杂货店	烘焙/速冻鱼糜制品/肉制品/豆制品/果干辣条/蜜饯炒货/素食
	恰恰食品	90.3%	商超卖场/便利商店/小杂货店	葵花子类/坚果/薯片
	甘源食品	88.3%	商超卖场/便利商店/小杂货店	蚕豆/青豌豆/瓜子仁/综合果仁以及豆果
	劲仔食品	81.4%	商超卖场/便利商店/小杂货店	风味小鱼/风味鱼干
平台型	来伊份	85.2%	食品专卖门店	肉制品/水产品/炒货及豆制品/糕点/膨化食品/蜜饯/果蔬
	良品铺子	49.3%	食品专卖门店	肉类零食/糖果糕点/坚果炒货/果干果脯/素食山珍
	三只松鼠	26.0%	食品专卖门店	坚果/烘焙/肉类/果干/综合

资料来源: 公开资料, 渤海证券研究所

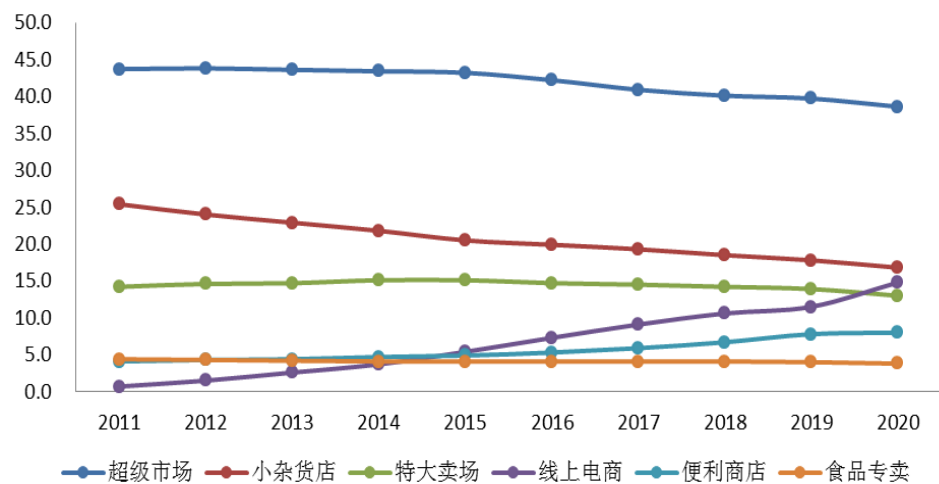
请务必阅读正文之后的免责声明

3. 线上线下渠道融合

3.1 线上渠道成熟 短期或遇瓶颈

随着我国互联网产业的蓬勃发展，互联网与社会经济深度融合。电商销售模式日益成熟，配套产业发展完善。而以休闲食品为代表的传统消费行业纷纷涉足电商，规模持续提升。2011年，休闲食品线上销售占比仅为0.7%，2020年该比例提高至14.8%，与之相对的是超市、杂货店等销售渠道受到冲击。

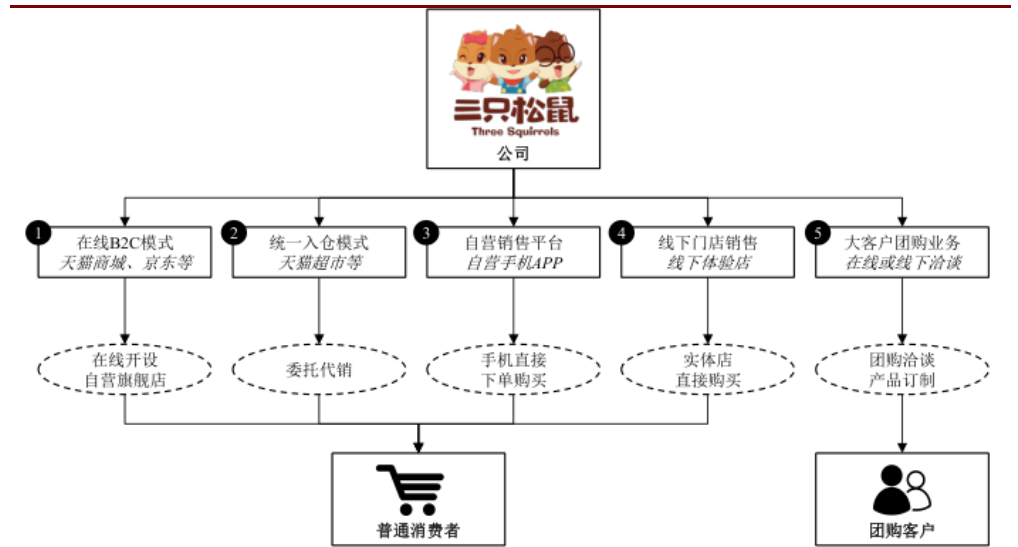
图 12: 我国休闲食品市场 CR10 份额变动情况



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

线上销售模式主要包括 B2B 以及 B2C。B2B 模式下，客户按照约定价格采购产品，企业将产品运送至客户指定地点，终端消费者直接向客户发出商品购买需求，客户通过自有物流或第三方物流向终端消费者直接发出货品。客户通过向终端消费者销售产品，赚取终端零售价与采购价差。休闲食品行业 ToB 客户主要包括天猫超市、京东自营、拼多多等。B2C 模式主要是通过天猫、京东、微信商城等第三方销售平台，在平台开设自营品牌旗舰店。

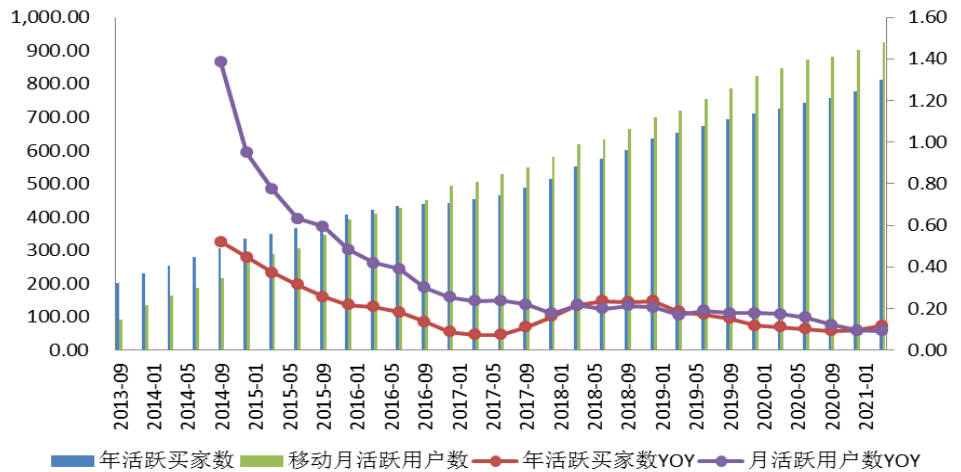
图 13: 三只松鼠主要销售渠道



资料来源：公开资料，渤海证券

但是随着我国电商发展日益成熟，行业发展红利边际递减。以阿里系为例，2014至2020年活跃买家数（年）从3.34亿人增至8.11亿人，同比增速2014年为44.59%，而到2020年增速下降至9.56%。从我国人口总数看，电商发展已逐渐接近天花板。

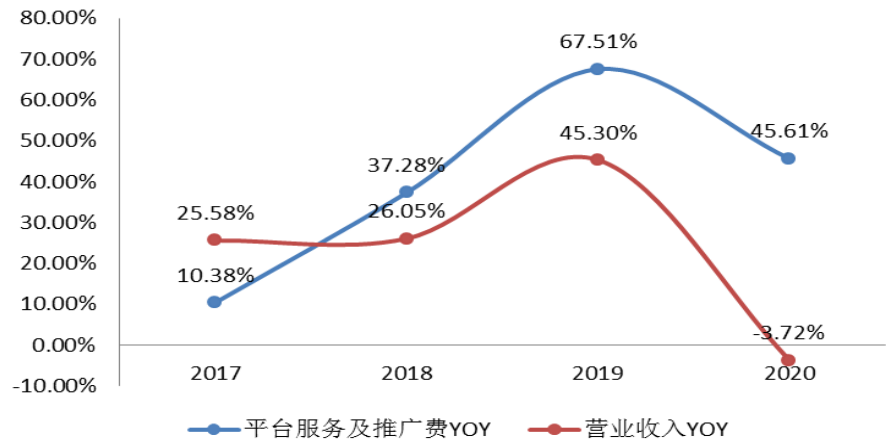
图 14: 电商发展日益成熟（单位：万人）



资料来源：Wind，渤海证券

此外，2019年10月天猫发布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、产业带品牌及网红专属品牌四条主赛道孵化出500个以上新锐品牌，贡献销售额至少1000亿元。加之电商流量去中心化趋势明显，社区团购、直播电商等新渠道蓬勃发展，以消费者为中心的全渠道数字化零售生态初步形成。上述问题都成为头部线上企业发展的桎梏以及挑战。

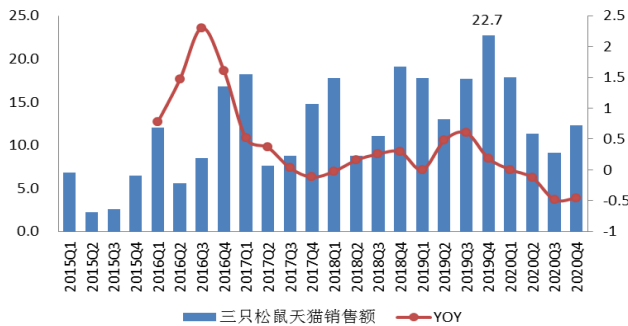
图 15: 三只松鼠线上费用投放略显疲态



资料来源: Wind, 渤海证券

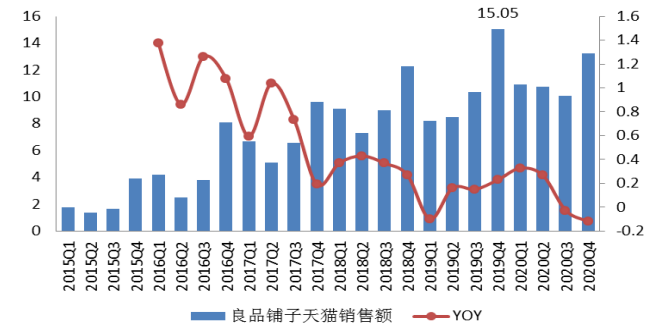
对比两家头部线上休闲食品企业不难发现,其天猫销售额均在 2019Q4 达到高点,其后开始逐季回落,且销售额同比增速在 2020 年开始出现负增长。2019Q4,三只松鼠天猫销售额 22.7 亿元,2020Q4 同比下滑达 45.67%; 2019Q4,良品铺子天猫销售额 15.05 亿元,2020Q4 同比下滑幅度为 12.16%,情况好于前者。线上销售遭遇瓶颈或将倒逼企业加速线下销售渠道发展。

图 16: 三只松鼠天猫销售额及同比增速 (单位: 亿元)



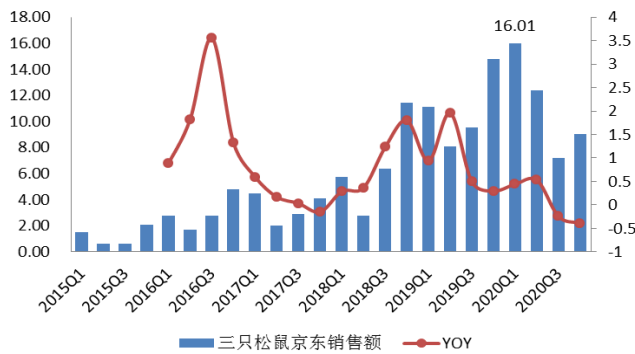
资料来源: Wind, 渤海证券

图 17: 良品铺子天猫销售额及同比增速 (单位: 亿元)



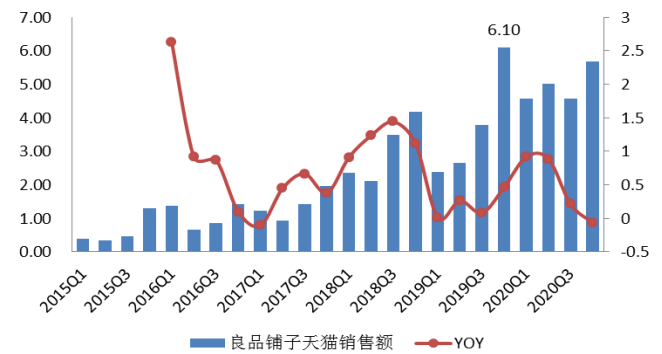
资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: 三只松鼠京东销售额及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 良品铺子京东销售额及同比增速 (单位: 亿元)

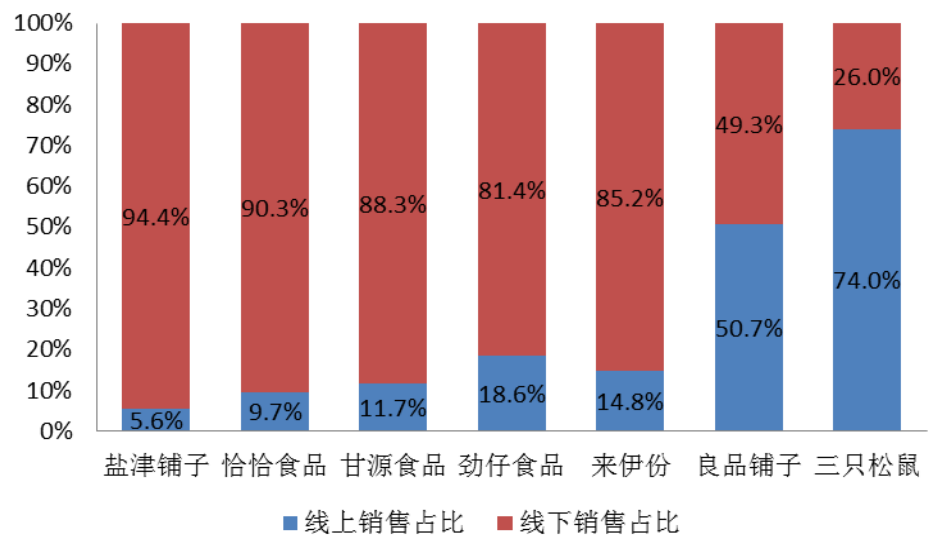


资料来源: Wind, 渤海证券

3.2 布局全渠道 多元化发展

如前所述，我们根据休闲食品企业生产模式差异将其分为制造型以及平台型，制造型企业主要销售渠道为线下，平台型企业主要销售渠道为线上。尽管受到电商行业政策影响，头部线上休闲食品企业电商销售占其整体收入比重仍然明显高于其他企业，2020年三只松鼠线上收入占比达74.0%，良品铺子为50.7%。传统渠道销售企业加速布局电商，线上线下融合发展已是大势所趋。

图 20: 休闲食品企业线上线下销售比例



资料来源：公开资料，渤海证券

生产模式不同天然决定了企业产品以及销售渠道有所侧重。生产型企业往往聚焦于单一品类，凭借先发优势及大单品策略占据商超渠道。平台型企业由于不需要生产，因此通常品类众多，食品专卖门店使其更适合陈列上千个SKU。此外，也有生产型企业如盐津铺子通过投放商超中岛，销售其众多品类的产品。

由于平台型企业不能采取大单品策略，因此对品牌的持续宣传则是重中之重，食品专卖门店则成为品牌输出的方向。例如头部企业三只松鼠，其线下体验店更加强调为消费者营造与“三只松鼠”品牌形象高度相关的休闲娱乐氛围，进行品牌文化展现，提升消费者对三只松鼠品牌的感知度。

图 21: 盐津铺子烘焙点心屋



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 22: 三只松鼠线下体验店



资料来源: 公开资料, 渤海证券

食品专卖门店又可分为直营模式以及加盟模式。直营门店模式是指公司直接在各区域市场开设连锁门店, 公司对各门店进行统一管理, 面向终端消费者进行销售。加盟门店模式是公司为加盟商提供包括商标、商品、管理营运方法等在内的特许经营系统, 由加盟商开设门店向终端消费者进行销售。

表 6: 休闲食品企业线下门店情况对比 (单位: 亿元)

企业名称	直营门店	加盟门店	主要分布	直营收入	加盟收入
三只松鼠	171	872	华东华中	8.74	4.59
良品铺子	750	1951	华中地区	12.31	22.33
来伊份	2369	635	华东地区	30.10	2.17

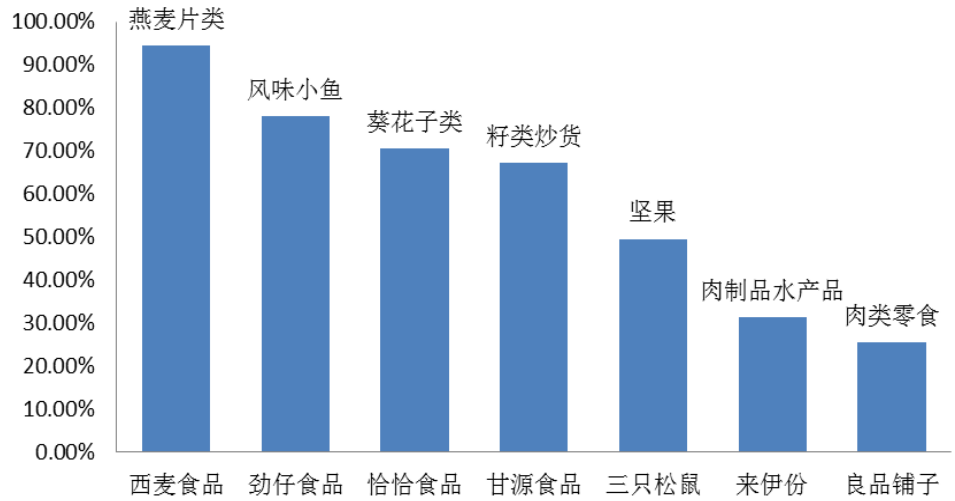
资料来源: 渤海证券

4. 聚焦主品类 孵化子品牌

4.1 大单品策略

不同类型企业产品策略也有明显区别。制造型企业往往品类较单一, 而平台型企业通常品类丰富。对比上市休闲食品公司, 制造型企业第一大品类占总营收比重基本超过一半以上, 其中西麦食品主要产品燕麦片占总营收比重达到 94.45%; 而平台型企业产品品类相对分散, 良品铺子作为典型企业, 其第一大品类肉类零食占总营收比重仅 25.46%。

图 23: 休闲食品企业主力品类销售占比



资料来源: 公开资料, 渤海证券

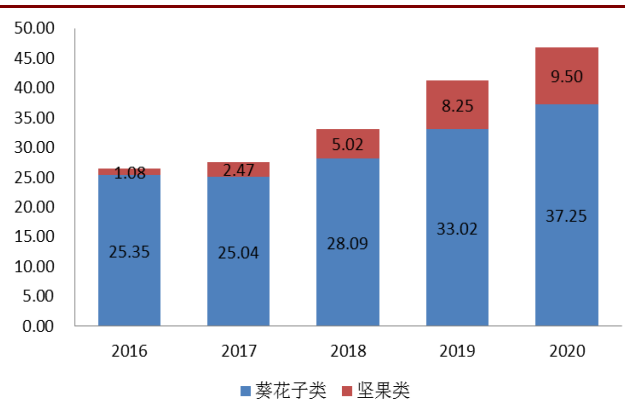
由于自主生产, 制造型企业通常聚焦于单一品类, 集中力量打造单品, 在各细分领域占据领先地位。通过品类定位品牌, 以清晰的产品定位提升品牌的认知度。对于产品策略, 制造型企业通常对优势品类持续聚焦, 开发不同口味强化消费粘性。与此同时, 适时适度推出与主品类相近品类, 蓄势打造企业第二增长曲线。以制造型企业洽洽食品为例, 公司多年深耕葵花籽类产品, 打造了多种口味的系列产品。2017年, 公司“小黄袋”每日坚果上市, 坚果类产品营业收入逐年递增, 已经发展成为公司第二大主品类。

图 24: 洽洽食品葵花籽类产品不断推陈出新



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 25: 洽洽食品坚果品类占比不断提高

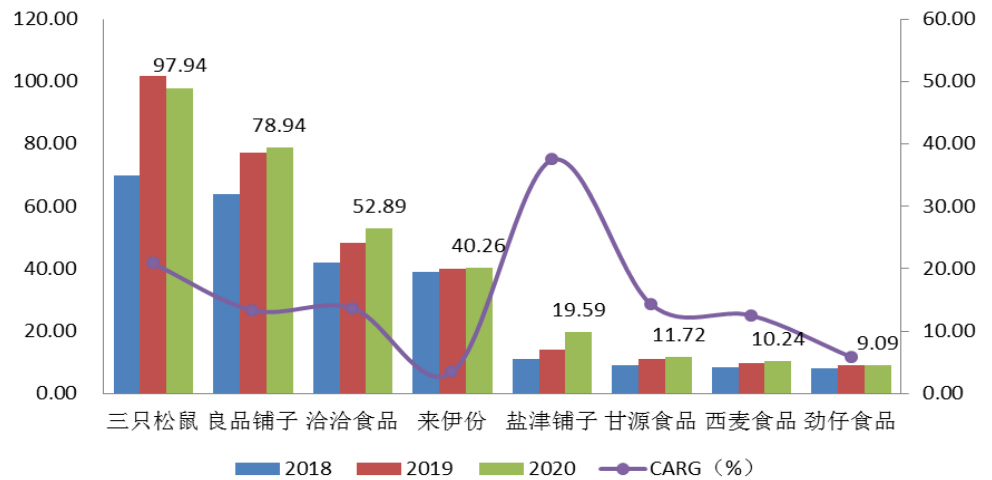


资料来源: 公开资料, 渤海证券

4.2 子品牌策略

相对于自主生产型企业，平台型则有所不同。平台型企业以代工形式覆盖多种休闲食品品类，早期优势在于能够迅速扩大规模以期抢占市场份额。但当规模达到一定体量之后，过多的品类对企业经营边际贡献持续弱化。由于没有核心品类，产品之于品牌无法实现加成，这就需要企业对于品牌形象建设持续投入。

图 26: 2018-2020 年休闲食品企业营收规模及其增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

从发展趋势看，目前平台型企业逐渐开始精细化管理，在多品类的产品矩阵下相对聚焦。2020 年，三只松鼠构建“坚果+精选零食”的全品类产品矩阵，针对 300 余款长尾 SKU 进行清理淘汰，进一步提升供应链效率。产品结构的调整有助于公司将更多资源和精力投入新品研发，提高爆款开发的精准度。长尾产品的减少则带来后端货品采购生产的集中化，并实现前台运营资源的聚焦。

图 27: 三只松鼠产品矩阵



资料来源: 公开资料, 渤海证券

此外，对于主品牌无法覆盖的品类，平台型企业开始选择孵化子品牌，我们认为这一方式能够在兼顾品类拓展的同时解决企业品类过多难以聚焦等问题。当前，三只松鼠已经初步构建基于食品类目下的“1+N”多品牌矩阵，并且通过协同赋能效益实现快速增长。除主品牌以外，三只松鼠的子品牌包括面向 6 个月-14 周岁提供从营养辅食到婴童零食一站式科学喂养的“小鹿蓝蓝”婴童食品品牌，及向不同品种宠物提供专宠专粮的“养了个毛孩”宠物食品品牌。

而良品铺子则选择推出满足用户营养健康需求的细分市场子品牌，例如儿童零食品牌良品小食仙及健身零食品牌良品飞扬。目前公司旗下儿童零食共有 200 余个 SKU，儿童零食系列拥有包括芝麻夹心海苔、小兔山楂棒及益生菌酸奶豆等在内的多款明星产品，公司儿童零食已在细分市场处于领先地位。公司健身零食供给上市 21 款新品，全年全渠道终端销售 1.08 亿元，蛋白代餐奶昔“三重控糖”国家专利技术以及低脂鸡胸肉的中温灭菌工艺及良品风味调味料独家专利实现了行业领先。

图 28: 三只松鼠婴童食品品牌“小鹿蓝蓝”



资料来源：公开资料，渤海证券

图 29: 良品铺子儿童零食品牌“良品小食仙”



资料来源：公开资料，渤海证券

5.投资建议

从行业整体情况看，休闲食品市场规模仍将小幅扩容，其中尤以本土风味零食最具潜力。对制造型企业，主要需要关注渠道布局完善程度以及产品推陈出新。对平台型企业，我们认为线上渠道销售或将逐渐企稳，线下加速布局打通渠道闭环，同时能够强化品牌形象占据消费心智，线上线下均衡发展。此外，我们认可平台型企业子品牌策略，在流量去中心化的趋势之下或可抢占先机。综上，我们给予休闲食品行业“看好”投资评级，推荐三只松鼠（300783）以及良品铺子（603719）。

6.风险提示

疫情出现反复，宏观经济下行，消费能力下降，食品安全问题

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn