

休闲食品市场发展潜力可期，新渠道、新品类成行业突破口

——休闲食品专题研究系列一

投资要点

➤ 休闲零食万亿市场规模

据良品铺子2023半年报数据显示，2023年中国广义休闲零食市场空间超过1.6万亿元，近五年复合增长率超过10.0%，预计2025年市场规模将达1.9万亿元。狭义的包装休闲零食（不含非包装、烘焙等）市场规模达4823亿元，近五年复合增速4.6%。从消费量上来看，我国零食人均年消费量仅2.15kg/人，约为日本的1/3，美国的1/6，具备广阔的发展潜力。

➤ 多元化渠道布局为发展主线

休闲食品行业的消费需求发生变化，消费场景更加多样化，渠道变革开始加速，全渠道布局成为发展主线。国内新兴渠道快速崛起，以山姆、盒马、开市客等为代表的高端会员店和以零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等为代表的零食量贩店高速发展，呈现稳步拓店趋势。同时，随着直播行业商业模式逐渐成熟，直播产生了更多的内容和形式，线上渠道进入新阶段，消费者对线上渠道的依赖性进一步增强。

➤ 健康、营养为消费者新诉求

在新消费升级背景下，我国食品产业已从基本的“保障供给”向“营养健康”转变，食品工业进入以“营养与健康”为导向的深度转型期。休闲零食也逐步呈现健康化、高端化。吃得安全、健康、营养已经日益成为休闲零食消费者的消费共识。低糖低卡、优质原料、健康功能等产品将会成为新的消费诉求，休闲食品由传统非营养类主食，走向日常营养平衡膳食低热量、低脂肪、低糖的休闲食品；由品种口味单一，逐渐向风味型、营养型的方向转化。

➤ 投资建议

- 1) 休闲零食领域建议关注：**甘源食品、盐津铺子、洽洽食品**；
- 2) 烘焙食品领域建议关注：**立高食品**；
- 3) 熟食领域建议关注：**绝味食品**。

➤ 风险提示

行业竞争加剧风险；原材料成本上升风险；食品安全风险；新渠道发展不及预期风险

投资评级：看好(首次)

分析师：史伟龙

执业登记编号：A0190523050007

shiweilong@yd.com.cn

零食指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

目录

一、休闲食品行业稳步发展	3
二、休闲食品细分行业	5
1. 零食	5
2. 烘焙食品	6
3. 熟食	7
三、行业重点公司	7
1. 甘源食品	7
2. 盐津铺子	9
3. 洽洽食品	10
4. 立高食品	11
5. 绝味食品	12
四、投资建议	14
五、风险提示	14

图表目录

图 1：2017-2025 年中国休闲食品市场规模及预测（亿元）	3
图 2：中国休闲食品产业链全景图	4
图 3：休闲零食消费者主要关注点	5
图 4：坚果零食食用频次	6
图 5：选择购买礼盒套装的休闲零食品类	6
图 6：甘源食品部分产品矩阵	8
图 7：2019-2023H1 甘源食品营业收入及增速	8
图 8：2019-2023H1 甘源食品归母净利润及增速	8
图 9：盐津铺子部分产品	9
图 10：2019-2023H1 盐津铺子营业收入及增速	9
图 11：2019-2023H1 盐津铺子归母净利润及增速	9
图 12：洽洽食品产品矩阵	10
图 13：2019-2023H1 洽洽食品营业收入及增速	11
图 14：2019-2023H1 洽洽食品归母净利润及增速	11
图 15：立高食品部分产品矩阵	11
图 16：2019-2023H1 立高食品营业收入及增速	12
图 17：2017-2023H1 立高食品归母净利润及增速	12
图 18：绝味鸭脖	13
图 19：2019-2023H1 绝味食品营业收入及增速	13
图 20：2017-2023H1 绝味食品归母净利润及增速	13
图 21：绝味全国生产网络	14

一、休闲食品行业稳步发展

休闲食品是在人们闲暇、休息时所吃的食品，可划分为糖果蜜饯、面包糕点、膨化食品、休闲卤制品和炒货等产品。近年来，随着我国国民经济发展和居民可支配收入的不断提高，我国居民消费层次不断升级，为休闲食品行业的发展提供了广阔的空间。我国休闲食品发展历程可分为 5 个阶段：

1978-1989 年，经济进入发展阶段，人民的基本温饱问题已经解决，我国居民的人均收入和生活水平不断提高。休闲食品先于经济相对发达的沿海地区觉醒，商品种类开始渐渐增多。行业仍处于发展初期，产品以生产工艺和包装较为简单的饼干、糖果、巧克力为主。销售渠道以国营百货和个体零售为主。

1990-1999 年，全国开始招商引资以响应国家号召，产品生产技术和公司管理方式取得进步，休闲食品行业也搭上了时代的顺风车。以雀巢、卡夫、百事等为首的外资品牌产品开始在中国渗透，旺旺和统一等台资品牌、徐福记等港资品牌也进入大陆市场，商品种类更为丰富，谷物膨化食品也成为了主要产品之一。销售渠道仍然以国营百货和个体零售为主，但是市场已经从沿海城市拓展到了全国各地。

2000-2010 年，千禧一代成为休闲食品的消费主力，对于产品种类的需求也更加多元化。为了适应这一变化，休闲食品行业的发展主题也演变成了品类拓展，同时，本土品牌逐渐能够在行业中占据一席之地。

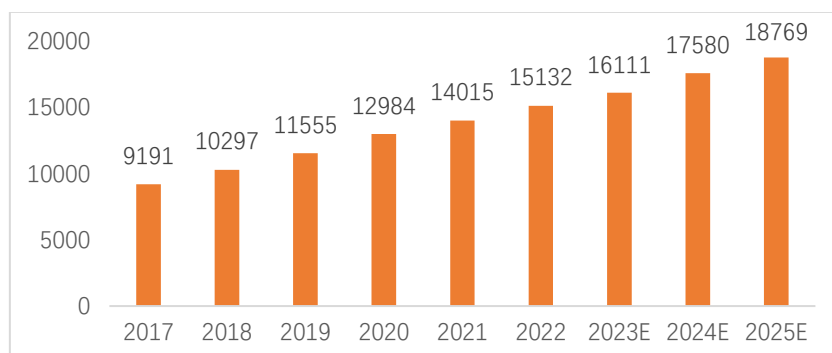
2011-2015 年，品类进一步拓展，整体行业愈发多元化，互联网和物流行业开始发展，公司开始布局线上购物。

2016 年至今，电商的发展日渐成熟，新零售概念兴起，各公司逐步开始均衡线上线下的渠道布局，社区团购、O2O 等商业模式开始流行，为整个行业的全渠道融合发展提供了新的思路。

近年来国货崛起趋势较为明显，由于地域口味偏好等因素，本土企业具备较好的竞争环境，且不断推动行业革新，新老厂商加速打造更受消费者青睐的新产品，消费者也较其他行业表现出较高的粘性。新一轮食饮投资浪潮下，国产新势力进一步探索产品与运营的创新边界，提升国货品牌综合质量及知名度，助力国货崛起浪潮不断演进。休闲食品中的咸味零食、休闲面包、蛋糕等已具备较高国产化率。

据良品铺子披露，2022 年中国广义休闲零食市场空间超过 1.5 万亿元，近五年复合增长率超过 10%。狭义的包装休闲零食（不含非包装、烘焙等）市场规模达 4823 亿元，近五年复合增速 4.6%。从消费量上来看，我国零食人均消费量仅 2.15kg/人，约为日本的 1/3，美国的 1/6，具备广阔的发展潜力。由于休闲食品行业进入门槛相对低，行业参与者众多且新玩家不断出现，品牌集中度较低，呈现完全竞争的市场状态。

图 1： 2017-2025 年中国休闲食品市场规模及预测（亿元）



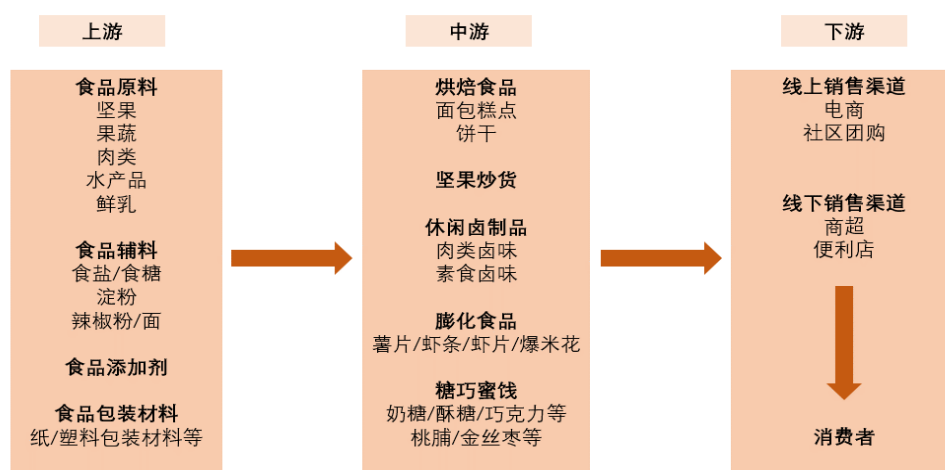
资料来源：良品铺子年报，源达信息证券研究所

从产品更迭看，包装烘焙、肉类零食等新品类规模在 2025 年可达千亿，增长速度为行业大盘的 1.5 倍以上。糖巧、饼干、膨化、包装坚果、冰激凌等品类增长速度低于行业大盘，新锐品牌不断通过新价值主张打开新的市场空间，品类创新的潜力较大。总体来看，休闲食品行业处于中高速增长，市场充分竞争，产品和渠道创新层出不穷的发展阶段，能够准确把握消费者需求、创造消费者价值的企业将在未来获得竞争优势。

食品质量安全已经成为了消费者和政府部门高度重视的重点问题。国家陆续出台了多项重要政策，旨在促进优质食品企业健康发展，严控食品质量安全，打击行业生产乱象。2019 年，国务院发布《关于深化改革加强食品安全工作的意见》，指出必须深化改革创新，进一步加强食品安全工作，确保人民群众“舌尖上的安全”。在国家政策及行业标准的正确引导下，不规范或无法承担合规成本的中小企业将被淘汰出清，行业集中度有望提升，具有较高产品知名度和良好市场信誉的品牌企业将进一步确立和扩大在行业内的优势竞争地位。

我国休闲食品产业链中，上游为坚果、果蔬等食物原料、辅料、食品添加剂及食品包装材料；中游为各类休闲食品，包括烘焙食品、坚果炒货、休闲卤制品、膨化食品和糖巧蜜饯等；下游销售渠道主要分为电商平台等线上渠道和商超、便利店等线下渠道，最后到达终端消费者。

图 2：中国休闲食品产业链全景图



资料来源：中商情报网，源达信息证券研究所

我国休闲食品消费趋势体现在 1) 渠道竞争多元化：休闲食品的消费动机与消费场景趋向多元化，渗透到生活中的各个场景。消费者的消费偏好也有所改变，推动着休闲食品品类向细分化发展。随着休闲食品行业的发展和消费需求的变化，销售渠道呈现不断融合的态势，目前已出现覆盖商超渠道、线下连锁门店、线上电商平台、本地生活服务平台等多元化渠道相互融合发展的品牌企业。2) 品牌竞争力凸显：休闲食品行业进入门槛相对较低，主体数量众多，产品同质化严重，但是，休闲食品行业也存在一定的技术壁垒，部分优质企业开始利用自身研发优势，提升行业竞争力和市场地位，企业品牌力的建设在很大程度上可以获取消费者的广泛认可，对品牌的信任感一旦产生，后续会产生消费的依赖性。

面对日益激烈的竞争环境，渠道对休闲零食企业有着重要的影响。在消费分级的宏观背景下，休闲食品行业的消费需求发生变化，消费场景更加多样化，渠道变革开始加速，全渠道布局成为发展主线。国内传统商超渠道受到冲击较为明显，增长逐步乏力，而新兴渠道快速崛起，以山姆、盒马、开市客等为代表的高端会员店和以零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等为代表的零食量贩店高速发展，呈现稳步拓店趋势。同时，随着直播行业商业模式逐渐成熟，直

播产生了更多的内容和形式，线上渠道进入新阶段，消费者对线上渠道的依赖性进一步增强。据良品铺子披露，线下渠道仍然占据休闲食品流通份额的 85%以上，零食专卖店、便利店等现代渠道不断挤占传统夫妻店的市场份额，渠道升级趋势明显；线上渠道占比约 14.1%，传统电商平台增长放缓，线上流量向优质产品和内容化的电商平台集中。2022 年抖音电商销售额 6384 亿元，较去年同期相比增长 222%，其中食品饮料为抖音电商销售第二大品类，占整体销售近 20%。

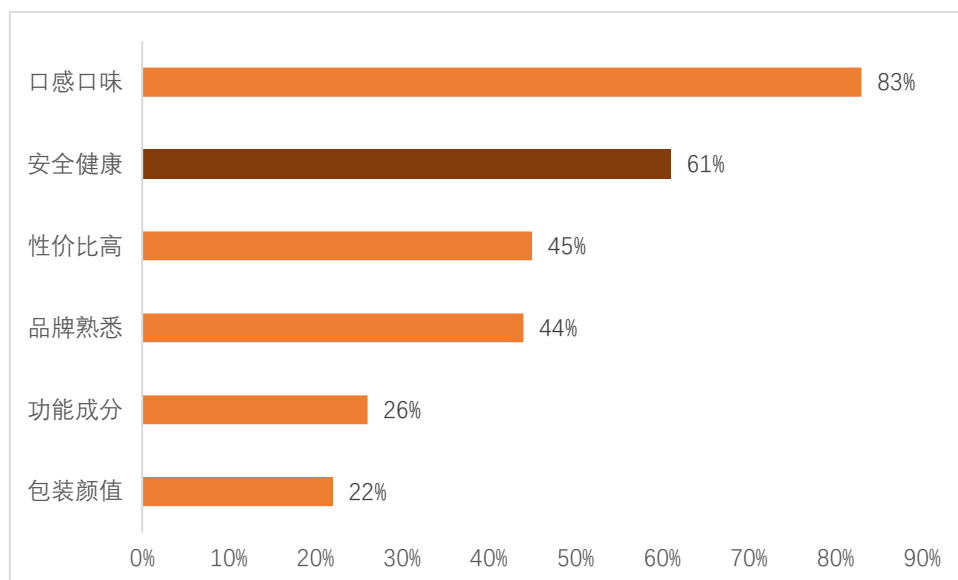
二、休闲食品细分行业

1. 零食

休闲零食包括饼干、果脯、肉脯、坚果等，行业具有较为明显的季节性特征。一方面，由于气候原因，消费者一般在第一季度或第四季度对休闲食品有较高的消费需求；另一方面，元旦、元宵节、春节、中秋节等传统节假日也主要集中在第一季度或第四季度，因此第一季度和第四季度通常为休闲食品行业销售旺季。此外，受电商销售模式的影响，每年“618”、“双十一”、“双十二”、“年货节”等打折促销期间，休闲食品的销售规模也会大幅增加。

基于“中国制造 2025”到“健康中国 2030”，国家发展新兴产业和大健康产业的战略，近年来，我国健康食品行业快速发展，市场不断扩大，呈现蓬勃发展之势。在新消费升级背景下，我国食品产业已从基本的“保障供给”向“营养健康”转变，食品工业进入以“营养与健康”为导向的深度转型期。休闲零食也逐步呈现健康化、高端化。吃得安全、健康、营养已经日益成为休闲零食消费者的消费共识。低糖低卡、优质原料、健康功能等产品将会成为新的消费诉求，休闲食品由传统非营养类主食，走向日常营养平衡膳食低热量、低脂肪、低糖的休闲食品；由品种口味单一，逐渐向风味型、营养型的方向转化。

图 3：休闲零食消费者主要关注点



资料来源：CBNData，源达信息证券研究所

坚果含有大量人体必须的脂肪酸、氨基酸、多种矿物质等营养元素，消费者赋予这一品类健康的消费标签。坚果炒货线上销售表现稳中有进，整体规模已超两百亿，据 CBNData 统计，58%的消费者有高频食用坚果的习惯。超六

成消费者选择在春节过年期间购买休闲零食礼盒送礼，从品类来看，人们普遍倾向选择坚果果干作为礼盒套装的内容。据三只松鼠披露，坚果炒货休闲零食（含包装和非包装散装）市场 2021 年零售额达 1512 亿元，预测 2026 年我国坚果炒货有望达到 2220 亿元的零售规模，对应 2021-2026 年 CAGR 约 8%。

图 4：坚果零食食用频次

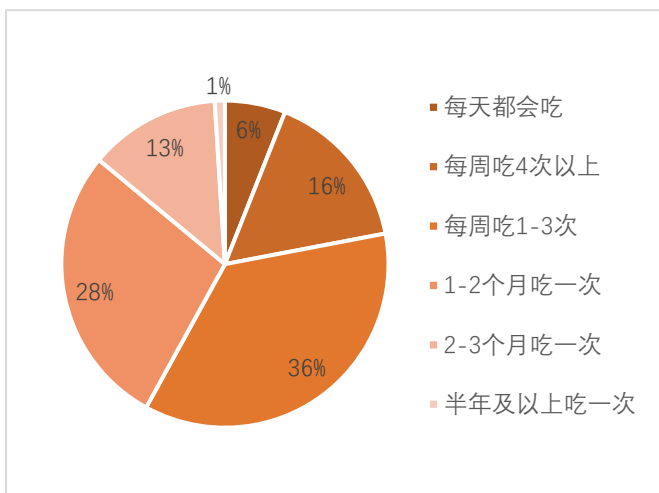
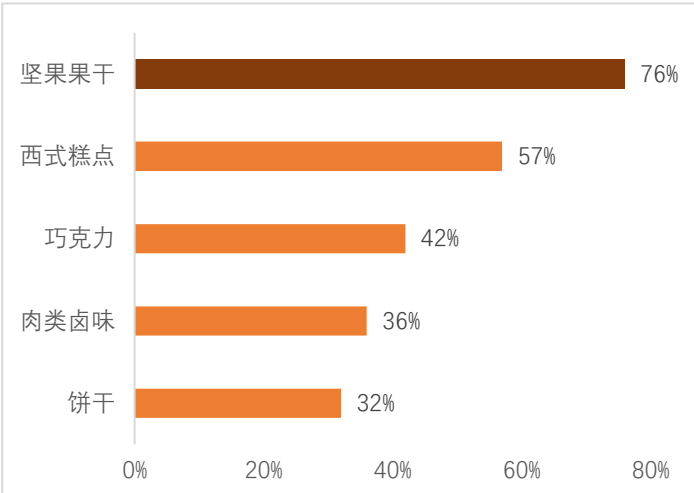


图 5：选择购买礼盒套装的休闲零食品类



资料来源：CBNData，源达信息证券研究所

资料来源：CBNData，源达信息证券研究所

休闲鱼制品作为加工水产品的重要品类，具备美味、便捷、便于运输、品质稳定等优势，其增长速度较为可观，未来前景巨大。据劲仔食品披露，休闲鱼制品 2020 年的零售总额约为 200 亿元，预计 2030 年将达到 600 亿元。此外，休闲豆干制品 2022 年行业规模已达到 168 亿元，预计到 2025 年，休闲豆干制品行业规模将达到 246 亿元。

2. 烘焙食品

我国现代烘焙起步较晚，于 20 世纪 80 年代由我国香港、台湾地区引入，2000 年后步入快速增长期，由于发展时间较短，且烘焙食品还未被当做正餐食用，因而国内人均消费水平对标美、日、英、韩等国家以及中国香港、中国台湾地区还有较大差距，未来仍有较大提升空间。2021 年中国大陆人均烘焙食品消费量为 7.7kg，低于美国、法国及饮食习惯相近的亚洲其他国家和地区，也低于全球平均水平 22.6kg。随着我国人均消费水平的增长、餐饮消费结构的调整以及生活节奏加快，人们对烘焙食品的接受度不断上升，需求也愈发的多元化，消费者饮食习惯的改变使得烘焙食品逐渐成为了消费者主流的饮食选择，进而推动了我国烘焙行业的发展。据立高食品披露，2022 年我国烘焙食品行业市场规模达 2853 亿元，同比增长 9.7%，预计到 2025 年，我国烘焙食品零售市场规模将达到 3518 亿元。冷冻烘焙食品行业为烘焙食品行业的细分领域，我国冷冻烘焙市场从 2008 年的 5 亿元增长至 2021 年的 111 亿元，年复合增长率达 26.93%，成为烘焙行业中快速增长的子赛道。

冷冻烘焙是对传统烘焙食品生产和经营模式的优化和提升。现烤烘焙需要烘培师在烘培厨房进行烘培，商家需要负担人力和空间资源的成本，而冷冻烘培作为半成品，可以帮助节省人力成本，大幅降低商家成本。随着社会发展带来人力成本上升，以及大众对烘培食品的接受度提高，冷冻烘焙食品不断向大众生活领域延伸，以更多元的方式融入日常家庭场景。

在行业规模较快增长的同时，行业销售渠道和消费场景日渐多元。传统的烘焙饼房虽仍是首要购买场景，但占比呈现下降趋势，线下商超便利店、餐饮渠道、茶饮咖啡店、酒店自助餐和线上 O2O 等新兴渠道占比日渐提升。这些新兴渠道通常不会以烘焙品类作为最主打产品，因此一般不会配备专业的烘焙师傅，但从提高门店坪效、迎合消费者多样化需求的角度考虑，通常仍需要设置一定数量的烘焙产品。这种情况下冷冻烘焙成为较好的解决方案，有助于冷冻烘焙渗透率的较快速提升。

此外，烘焙行业仍在面临经营成本偏高的痛点，一是房租等刚性成本支出占比较高；二是人工成本持续上涨，且随着人口老龄化和年轻人择业观念等影响，烘焙师傅招聘难度持续加大，部分烘焙门店被迫将纯手工制作品类收缩至有限的主打单品。冷冻烘焙因为品类丰富、存储方便、操作简单快捷等特点，实质在向操作繁复的烘焙行业输出效率，对于行业降本增效有较大意义。

3. 熟食

据紫燕食品披露，预计 2023 年中国卤制品行业规模 4051 亿元，2021-2023 年 CAGR 为 10.86%。2023 年佐餐卤制食品的市场规模预计将达到 2239.60 亿元，2021 年-2023 年复合增长率为 11.10%，到 2025 年规模可达到 2799.32 亿元，2020 年至 2025 年复合增长率为 11.40%。

2020-2022 年，行业内部的参与者均承受压力。首先是线下消费需求面临不确定性，同时复杂多变的外部环境还影响到行业上游，导致原材料价格始终处于高位，具体体现在：

- 1) 大宗商品价格上涨，粮食、饲料的价格攀升，鸭苗价格上升显著，上游养殖成本不断增加；
- 2) 禽类屠宰和养殖企业不定期关停，导致产能受限；
- 3) 基建和房地产企业的开工面积和建设进度下降，导致鸭肉蛋白质的主要消费场景（例如工地团餐）需求下降，鸭农提高鸭副产品价格，平衡整鸭毛利。

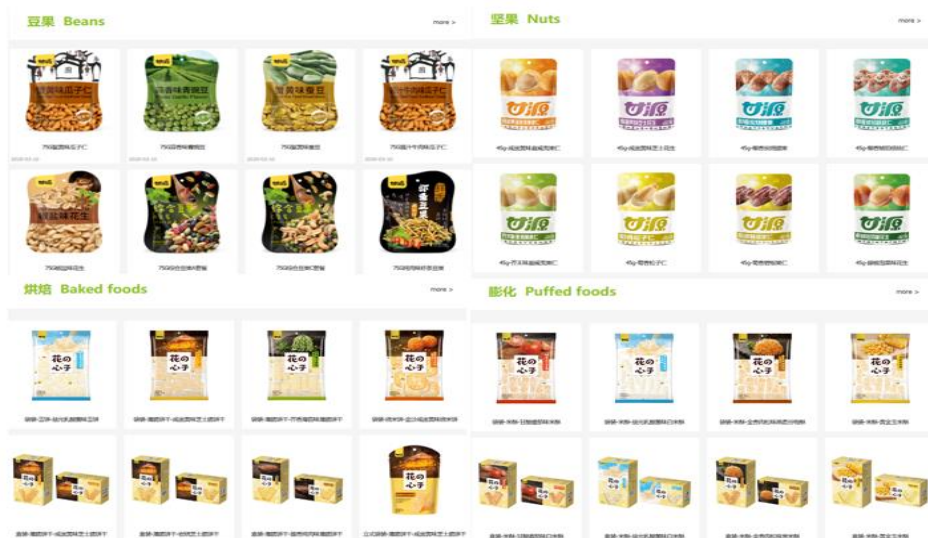
2023 年，熟食卤味行业经营恢复，上游禽类养殖积极恢复产能，供需关系进入修复改善阶段，但市场各主体依然面临短期供需关系不匹配的压力。自 2022 年末起上游养殖产业经历了阶段性去产能和春节期间休产等因素对产量的影响，同时消费复苏带来需求的大幅提升，原材料整体价格仍处于调整阶段。激烈的生存挑战之下，卤制品行业中小企业的市场份额呈现集中化趋势：市场分化加速，腰部及以下品牌面临生存压力，头部企业亦面临周期考验，行业需要克服原材料、物流、人工等运营成本逐年增加的困难，供需平衡也需要时间进一步修复。

三、行业重点公司

1. 甘源食品

甘源食品主要产品类型分为青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列、综合果仁及豆果系列和其他五个系列产品，其中，青豌豆系列、瓜子仁系列、蚕豆系列产品是公司的经典产品，包括蟹黄味、香辣味、酱汁牛肉味等多种口味、多种规格产品，满足不同地域和不同场景的消费需求，深受消费者喜爱，是公司的重要产品。综合果仁及豆果系列包括调味坚果、综合果仁、综合豆果、虾条豆果等产品；其他系列包括花生、薯片、兰花豆、炒米、锅巴、仙贝、雪饼、麦片、水果干、米酥等产品。

图 6：甘源食品部分产品矩阵

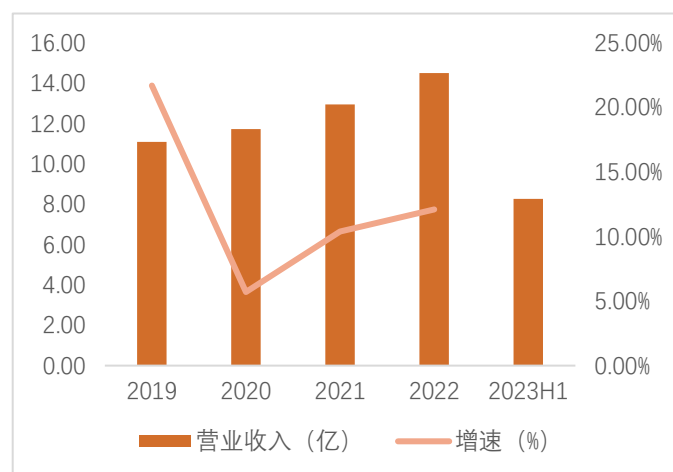


资料来源：公司官网，源达信息证券研究所

上半年公司推出新品——冻干水果坚果，率先在开市客和盒马销售，下半年公司将继续在其他销售渠道进行推广和销售，通过创新的冻干水果坚果产品进一步扩大公司调味坚果产品系列的产品线，树立甘源调味坚果零食品牌

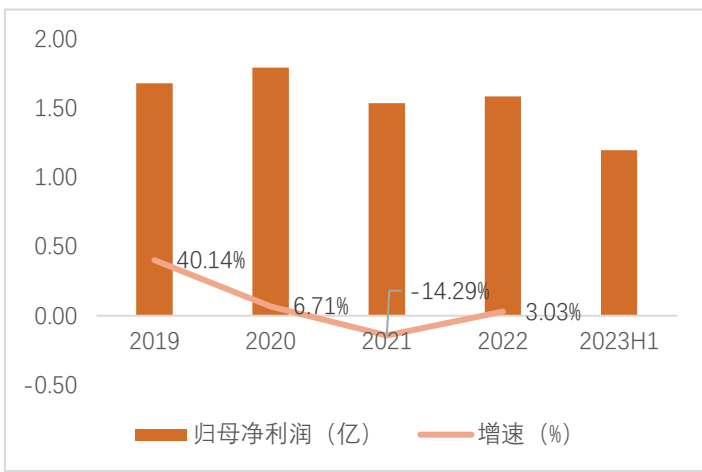
2023 上半年，公司营业收入较上年同期增长 2.12 亿元，主要来源于调味坚果、青豌豆和薯片的销售增量。2023 年上半年扣非净利率为 12.47%，较 2022 年同期提升 7.13%。毛利率同比上升 3.5%，其中，经销模式毛利率同比上升 3.1%，电商模式毛利率同比上升 8.98%，主要受原料成本下降的影响，部分原辅料价格平均采购成本同比有所下降。电商模式毛利率提升幅度高于经销业务毛利率，主要由于销售结构的变化，上半年电商模式中毛利率较高的产品销售占比提高。2023 上半年，销售费用率同比下降 3.95%。

图 7：2019-2023H1 甘源食品营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

图 8：2019-2023H1 甘源食品归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

公司与头部的几家零食折扣系统都有建立稳定的合作关系，上半年合作的零食系统中，以零食很忙、零食有鸣、赵一鸣销量较为领先，好想来、来优品、戴永红等系统月销情况也不错。从各系统的占比情况来看，头部零食折

扣系统订单分布较为均衡，前三名的订单占比约 60%，前十名的订单占比约 80%。上半年公司合作的比较有影响力的零食折扣系统有 20 家以上，加上其他区域系统总共有 40 家以上。

2. 盐津铺子

盐津铺子建立了小品类休闲食品全品类产品体系，公司聚焦辣卤零食、薯类零食、深海零食、休闲烘焙、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果等七大品类，目前拥有“盐津铺子”企业主品牌及深海零食品牌“31°鲜”、蒟蒻果冻品牌“蒟蒻满分”、薯类零食品牌“薯之感”、休闲烘焙品牌“憨豆爸爸”等品牌矩阵。

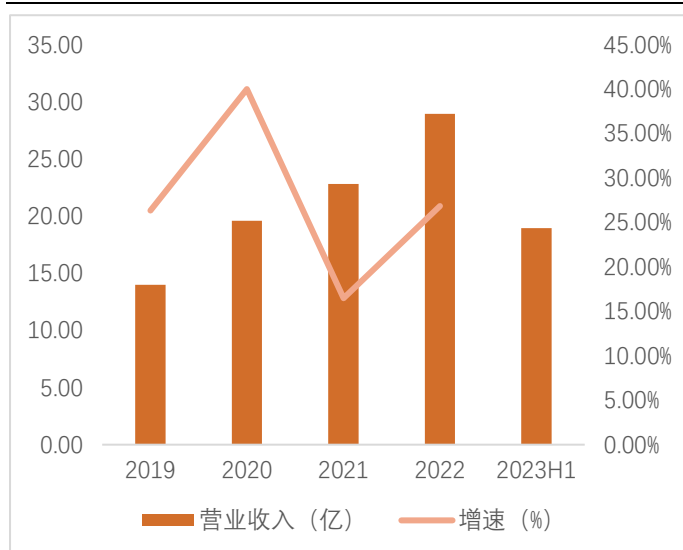
图 9：盐津铺子部分产品



资料来源：公司官网，源达信息证券研究所

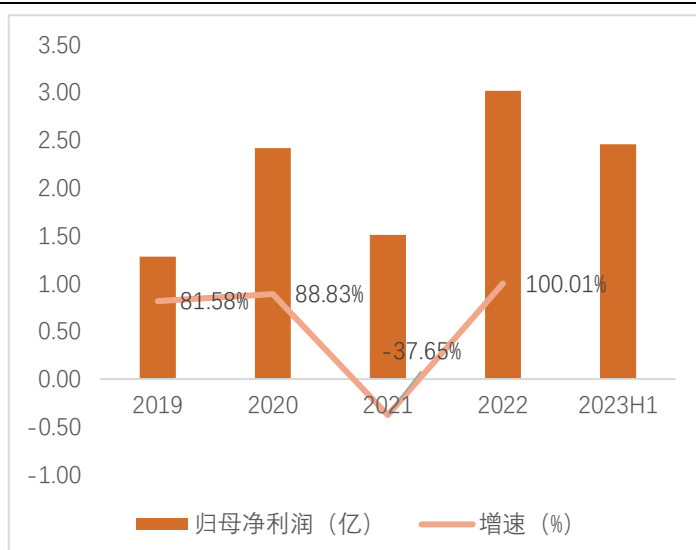
2022 上半年净资产收益率为 13.86%，2023 上半年净资产收益率增长到 19.89%。基础核心品类魔芋丝、鱼豆腐、薯片等继续保持增速，新推出核心品类鹌鹑蛋、蒟蒻果冻等也收到消费者欢迎。2023 上半年公司电商渠道销售同比增长 155%。

图 10：2019-2023H1 盐津铺子营业收入及增速



资料来源：公司年报，源达信息证券研究所

图 11：2019-2023H1 盐津铺子归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

公司推动产品全规格发展，除优势散装外，发展定量装、小商品以及量贩装产品，满足消费者各种场景的零食需求。公司坚持直营全国性 KA 商超，经销商跟随的市场策略，覆盖地方性大中型商超、社区超市、乡镇超市，与沃尔玛、麦德龙等国际大型连锁商超，以及永辉、大润发、华润万家、人人乐、天虹百货、中百等国内大型连锁商超合作。同时，线上渠道作为线下渠道的延伸和补充。公司与当下热门零食量贩品牌零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等深度合作，同时，布局社区团购、直播带货、B2B、O2O 等新零售渠道，打造全渠道矩阵。

3. 洽洽食品

洽洽食品深耕瓜子和坚果两大战略核心品类，品牌价值达 291.8 亿元。经过多年的发展，产品线日趋丰富，公司产品有洽洽红袋香瓜子、洽洽蓝袋风味瓜子、洽洽小黄袋每日坚果、洽洽小蓝袋益生菌每日坚果、每日坚果燕麦片、坚果礼盒等。目前，公司在合肥、哈尔滨、包头、阜阳、重庆、长沙、滁州以及泰国等 10 地均设立了生产基地。

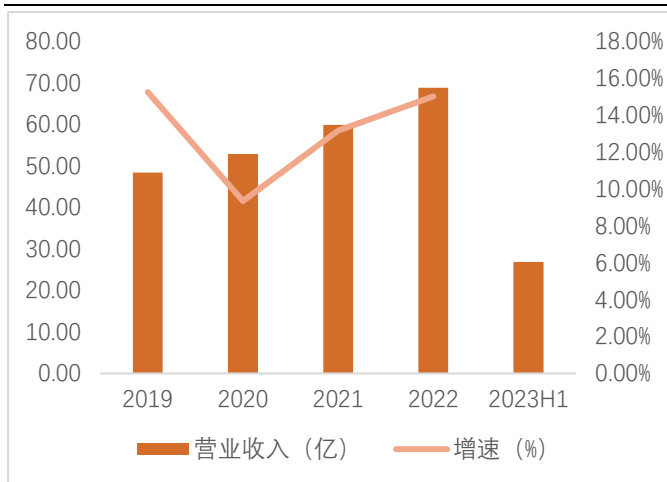
图 12：洽洽食品产品矩阵



资料来源：公司年报，源达信息证券研究所

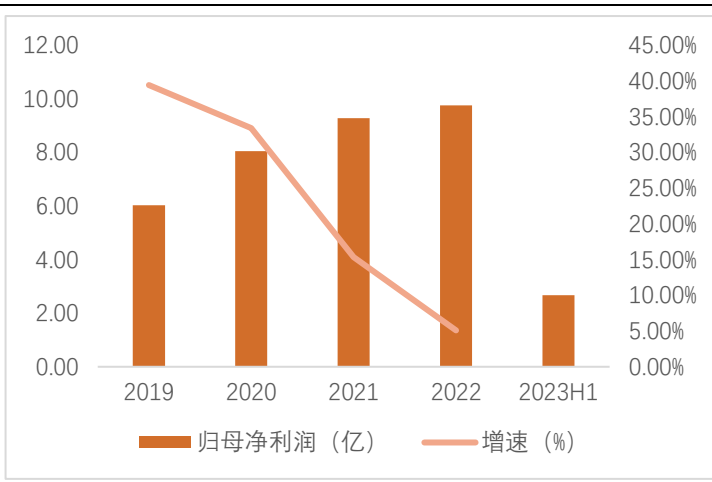
2023 上半年，由于春节跨期以及公司节前坚果礼盒备货较谨慎、葵花籽原料成本上涨等原因的影响，公司营业收入稳中略增，但净利润同比下降。今年上半年公司的葵花子毛利率下降 7.46%，坚果的毛利率提升 1.15%。毛利率影响的主要因素是由于公司二季度葵花籽原材料采购成本环比进一步提升，导致葵花子毛利率持续下降。另外，公司在量贩零食店的销售净利率与其他经销渠道差不多，销售毛利率较其他经销渠道低；公司毛嗑等高性价比的产品毛利率也相对低一些，但公司在该类产品销售总量上有控制；滁州工厂二期项目 2022 年末投产，在 2023 年上半年增加了固定资产摊销，以上因素对公司总体盈利情况都产生了不同程度的影响。

图 13: 2019-2023H1 洽洽食品营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

图 14: 2019-2023H1 洽洽食品归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

公司建立了以经销商为主的全国性销售网络，拥有线上线下互为补充的销售模式，积极拓展海外销售网络，目前产品主要出口到泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南、美国、加拿大等国家和地区。截至 2023 年 6 月，公司有 1200 多个经销商，其中国内有 1100 多个经销商客户，国外有近 100 个经销商客户。公司积极拓展新渠道，包括在 TO-B 团购业务、餐饮渠道、O2O、会员店、营养配餐业务、零食量贩店等新场景新渠道进行突破，如与茶饮渠道合作的水蜜桃味瓜子、餐饮渠道合作的咖啡瓜子、孜然烧烤味瓜子、山楂陈皮味瓜子等，进入山姆会员店的海盐冰奶瓜子、缤纷瓜子，与零食量贩店合作薯条等产品。公司的直营商超客户主要是知名国际大型连锁商超如沃尔玛、苏果、大润发等，电商销售部分，公司借助天猫、京东、抖音等电商平台进行销售。

4. 立高食品

公司主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料，产品总量超 1000 种，主要包括麻薯、挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕等冷冻烘焙半成品及成品，以及奶油、水果制品、酱料等烘焙用原料，拥有“立高”、“奥昆”、“美煌”、“大佬强”、“美蒂雅”、“新仙尼”等注册商标。目前，公司已在华南的佛山三水区、广州增城区和南沙区，华东的浙江长兴县，华北的河南卫辉市等地先后投资建立了五大生产基地九大生产厂区。

图 15: 立高食品部分产品矩阵



资料来源：公司年报，源达信息证券研究所

2023 上半年，公司实现营业收入 16.36 亿元，较上年同期增长 23.61%；归母净利润 1.08 亿，较上年同期增长 53.70%。近年来，公司潜心研发的甜甜圈、挞皮、麻薯、含乳脂植脂奶油等产品取得了市场的认可，销售规模快速提升，已经成为公司收入增长的主要来源。2023 上半年，从产品看，冷冻烘焙食品收入占比约 65%，收入同比增长约 33%；烘焙食品原料（含其他烘焙原材料）收入占比约 34%，收入同比增长约 7.5%。分渠道看，流通饼房渠道收入占比接近 50%，同比基本持平，流通饼房渠道未能获得增长的主要原因为去年底提前进行春节备货所致，二季度已有所好转；包含商超经销商在内的商超渠道收入占比略超 35%，同比增长约 75%；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比略超 15%，合计同比增长超过 50%。

图 16：2019-2023H1 立高食品营业收入及增速

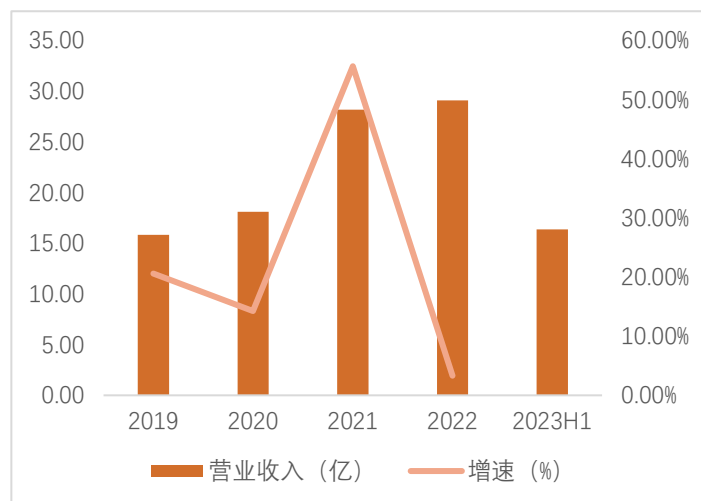
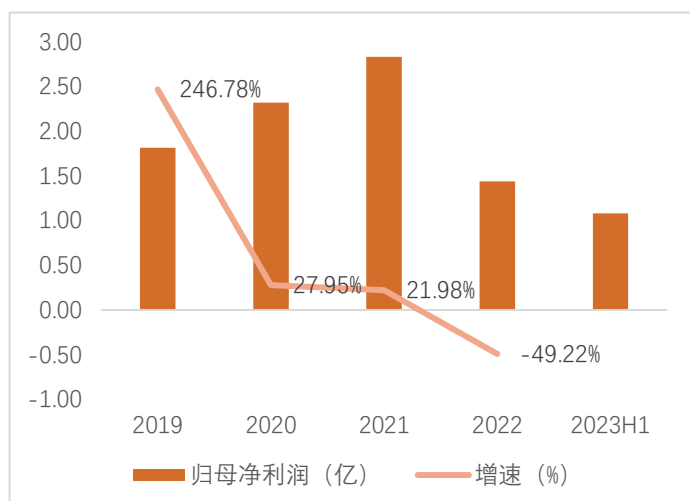


图 17：2017-2023H1 立高食品归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

立高食品具备冷链物流优势，大部分烘焙食品原料和冷冻烘焙食品对温度的要求十分严格，均需要在低于零下 18 度的环境下进行储存及运输。为确保相关产品的口感和品质稳定，公司建立了冷链监控中心，制定实施了一系列温度管理和控制措施，保证仓储、物流等整个流通环节的温度达标。截至 2023 年 6 月，与公司合作的经销商超过 1900 家，直销客户超过 500 家，终端客户包括烘焙门店、饮品店、餐饮、商超和便利店。

5. 绝味食品

绝味食品主营休闲卤制食品，王牌产品绝味鸭脖，公司通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的门店运营。公司下有加盟店和直营店，1) 加盟连锁：公司与加盟商签订《特许加盟合同》，授权加盟商开设的加盟门店在规定区域内使用公司的商标、服务标记、商号、经营技术、食品安全标准，在统一形象下销售绝味品牌产品及提供相关服务；2) 直营连锁：各连锁店由公司投资设立，公司对各直营门店拥有控制权，统一财务核算，享有门店产生的利润并承担门店费用开支。

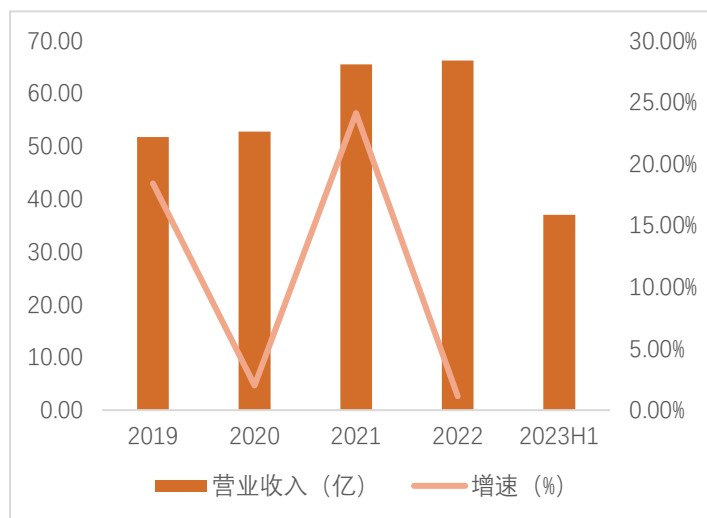
图 18：绝味鸭脖



资料来源：淘宝旗舰店，源达信息证券研究所

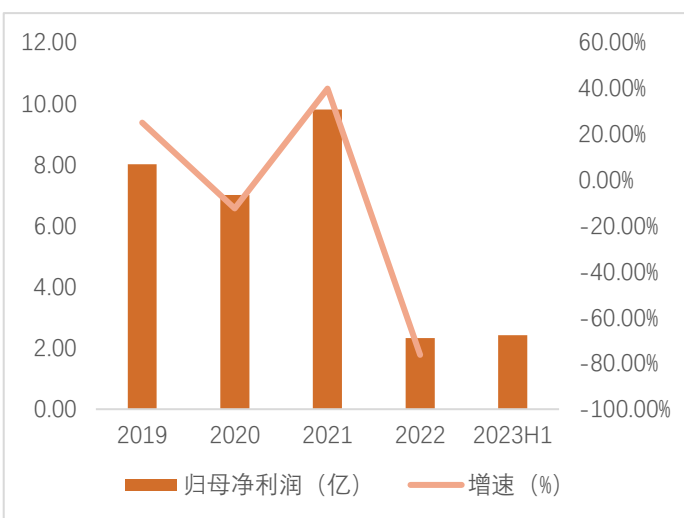
绝味食品为休闲卤制品行业第一，市占率 9%。2022 年原材料价格大幅上涨，门店消费数量下跌，卤制品行业经营承压。2023 年，疫情影响逐渐淡化，行业基本面恢复，线下门店经营好转，上游原料价格回落，公司毛利率有望回升。2023 上半年，公司实现营业收入 37.00 亿元，同比增长 10.91%；归属于母公司股东的净利润为 2.42 亿元，同比增长 145.55%。

图 19：2019-2023H1 绝味食品营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

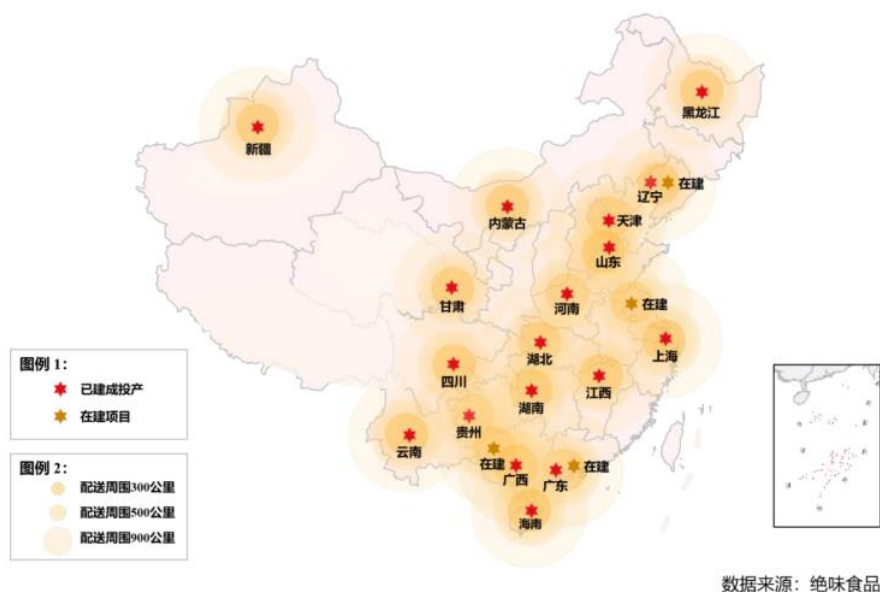
图 20：2017-2023H1 绝味食品归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

截至 2023 年 6 月，中国大陆地区门店总数 16162 家，其中，上半年净增长 1086 家。绝味门店覆盖了全中国 31 个省级行政区及香港、澳门特别行政区。公司采取以销定产的经营模式，每日指定时间前，各门店向公司发送次日产品订单，公司 SAP-ERP 系统收到订单后进行汇总分析，经审核后，各工厂按接到的生产任务单安排生产。公司在全国建立了 22 个生产基地，并以此为中心，300-500 公里为半径构建了“紧靠销售网点、快捷生产供应、最大程度保鲜”的供应链体系，实现了“当日订单，当日生产，当日配送，24 小时开始售卖”。

图 21：绝味全国生产网络



资料来源：公司年报，源达信息证券研究所

四、投资建议

随着居民可支配收入增加和消费水平提升，休闲食品行业正在消费升级，不同规模的休闲食品企业通过不同渠道针对不同消费群体，推出差异化性价比的休闲食品，专业化趋势正在逐步显现。消费分层的同时渠道客群场景进一步分群，大众消费者的边际消费倾向发生分化，“好吃不贵”的休闲零食更受欢迎，随着直播电商、零食专营（连锁）、会员连锁等线上线下新零售渠道快速发展，休闲零食全渠道特征更为明显，渠道变迁进入全渠道精耕时代。

- 1) 休闲零食领域建议关注：甘源食品、盐津铺子、洽洽食品；
- 2) 烘焙领域建议关注：立高食品；
- 3) 熟食领域建议关注：绝味食品。

五、风险提示

行业竞争加剧风险；

原材料成本上升风险；

食品安全风险；

新渠道发展不及预期风险。

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于恒生沪深 300 指数表现 + 20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。