

超配（维持）

把握机遇，乘势而上

休闲零食行业深度报告

2024年3月27日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

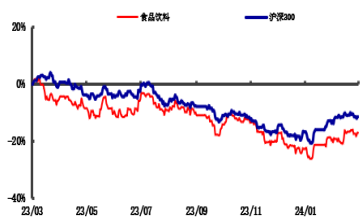
■ 我国休闲零食行业市场规模稳步增长，竞争格局相对分散。近几年，我国休闲零食市场规模保持稳健增长。2013-2022年，我国休闲零食行业的市场规模从5900亿元增加至1.16万亿元，年均复合增速约为7.9%。虽然我国休闲零食行业的市场规模已突破万亿，但考虑到零食品类较多，且多数企业规模较小，我国休闲零食行业的竞争格局相对分散。

■ 零食量贩快速崛起，高性价比迎合消费者需求。零食量贩具有“多快好省”的特点，可以较好地满足消费者对产品高性价比的需求。目前我国零食量贩行业处于蓬勃发展期，开店数与销售规模呈井喷式增长。2023年我国零食量贩销售规模超过700亿元，同比增长约150%。

■ 投资策略：维持食品饮料行业超配评级。我国零食行业市场规模稳步增长，但竞争格局相对分散。随着消费水平提高，零食需求日趋旺盛。疫后我国零食量贩市场蓬勃发展，为行业带来新的增长机遇。从需求来看，作为疫后首个完全不受疫情影响的春节，在返乡送礼等场景催化下，今年春节零食动销表现亮眼，龙头企业一季度业绩表现值得期待。需要积极关注淡季的补货情况。中长期来看，随着产品与渠道布局逐渐完善，叠加龙头品牌影响力逐步提升，预计我国休闲零食行业集中度有望向龙头企业靠拢。标的方面，可重点关注甘源食品（002991）、劲仔食品（003000）、三只松鼠（300783）、盐津铺子（002847）等。

■ 风险提示：市场竞争加剧风险，食品质量安全风险，需求恢复不及预期，新品推广不及预期，渠道开展不及预期，原材料价格波动风险等。

食品饮料行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 我国零食行业市场规模稳步增长	4
1.1 我国零食行业发展历程	4
1.2 我国休闲零食行业市场规模稳步增长，已成为万亿级市场	4
1.3 糖果蜜饯类零食占比最高，渠道以线下为主	5
2. 我国休闲零食行业竞争格局相对分散，人均消费量较低	6
2.1 我国休闲零食行业竞争格局相对分散，存在较大的提升空间	6
2.2 我国零食人均消费额近五年有所提升，与发达国家相比存在较大差距	7
3. 零食量贩快速崛起，高性价比迎合消费者需求	8
3.1 我国零食量贩行业处于蓬勃发展期	8
3.2 零食量贩简化供应路径，有效控费增效	9
3.3 零食量贩具有“多快好省”的特点，可较好地满足消费者对高性价比产品的需求	10
3.4 参与零食量贩的零食上市公司	12
4. 零食线上新媒体渠道表现亮眼	13
5. 开发新品，顺应健康、猎奇等趋势	15
5.1 零食企业纷纷加码健康化零食产品，满足消费者需求	15
5.2 开发新口味，满足消费者猎奇心理	16
6. 零食春节动销表现亮眼，龙头 Q1 业绩值得期待	16
7. 零食板块成本分析	17
8. 投资策略	20
9. 风险提示	21

插图目录

图 1：我国零食行业发展历程	4
图 2：我国休闲零食行业市场规模与增速（亿元，%）	5
图 3：我国休闲零食行业细分产品零售结构（%）	5
图 4：2023 年我国休闲零食行业渠道结构（%）	6
图 5：2022 年我国休闲零食行业市场竞争格局（%）	6
图 6：2021 年美国休闲零食行业市场竞争格局（%）	7
图 7：2021 年日本休闲零食行业市场竞争格局（%）	7
图 8：中美零食人均消费额对比（美元/人/年）	8
图 9：2017-2023 年我国零食量贩开店数与增速（家，%）	8
图 10：2017-2023 年我国零食量贩销售规模与增速（亿元，%）	8
图 11：零食供应路径对比	10
图 12：消费者单次购买休闲零食金额占比（%）	10
图 13：零食量贩行业特点	11
图 14：2018-2023 年我国休闲零食行业渠道结构（%）	13
图 15：消费者购买零食时主要关注点（%）	15
图 16：高品质休闲零食溢价支付意愿度（%）	15
图 17：零食品类热门成分配料词云	15
图 18：零食企业推出健康化零食产品	16
图 19：零食品类热门口味词云	16
图 20：葵花籽全国均价（元/吨）	17
图 21：去壳夏威夷果（美元/千克）	17

图 22: 去壳腰果 (美元/千克)	18
图 23: 未去壳开心果 (美元/千克)	18
图 24: 全国猪肉市场价 (元/公斤)	18
图 25: 白羽鸡主产区均价 (元/公斤)	18
图 26: 全国牛肉市场价 (元/公斤)	19
图 27: 鹌鹑蛋批发均价 (元/公斤)	19
图 28: 棕榈油现货价 (元/吨)	19
图 29: 面粉批发价 (元/公斤)	19

表格目录

表 1: 部分零食量贩企业融资信息	9
表 2: 部分品牌 SKU 及上新特点	11
表 3: 量贩零食店与商超零售价格对比	11
表 4: 参与零食量贩的零食上市生产商	12
表 5: 从事零食量贩业务的上市公司	13
表 6: 头腰尾部零食厂商在各渠道的销售增速	14
表 7: 部分零食公司线上电商渠道进展	14
表 8: 重点零食上市公司 2023 年业绩报告/业绩预告/业绩快报	17
表 9: 部分重点零食上市公司 2024 年春节动销	17
表 10: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/3/26)	20

1. 我国零食行业市场规模稳步增长

1.1 我国零食行业发展历程

将我国零食行业的发展历程进行复盘，可分为五大阶段。

第一阶段：1995年之前为传统零食主导期。受居民收入水平有限、消费者对商品的诉求以功能性为主等因素影响，我国零食行业在此阶段以小型百货商店与杂货铺为主，商品流通效率较低，产品的品类丰富度有限。

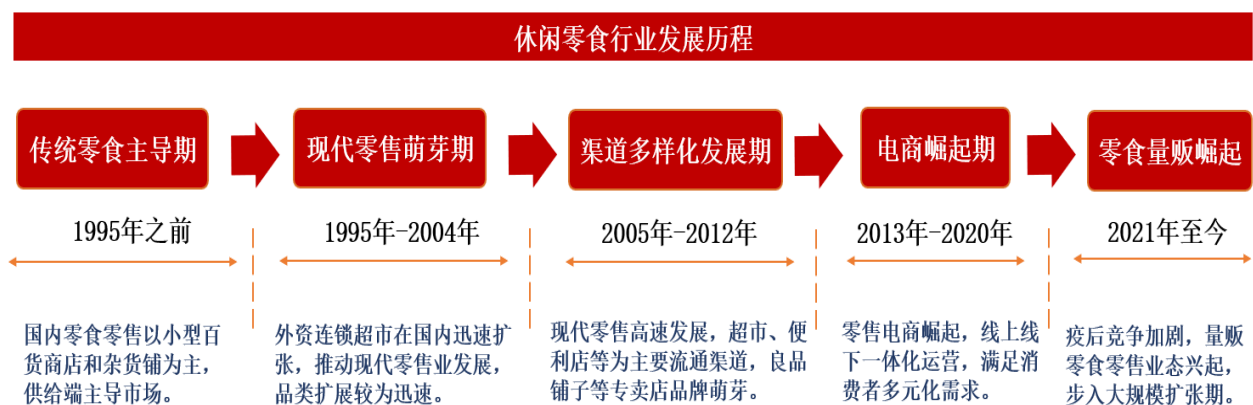
第二阶段：1995-2004年为现代零售萌芽期。在此阶段，我国居民收入实现较快增长。外资连锁超市在国内迅速扩张，推动现代零售业发展。在零食产品的流通中，经销商、贸易批发商仍是关键环节，零食品类扩展较为迅速，但仍相对有限。

第三阶段：2005-2012年为渠道多样化发展期。随着居民生活水平的提高，消费者对零食的需求日益多元化，厂商加速推新，品类更加丰富。连锁卖场、超市、便利店等仍是主要流通渠道，但与此同时良品铺子、来伊份等零食专卖品牌出现萌芽。

第四阶段：2013-2020年为电商迅速崛起期。在此阶段，零售电商迅速崛起，商超、卖场等传统业态逐步向新零售转型，线上线下一体化运营，较好满足了消费者对零食丰富度、价格和便利性的需求。

第五阶段：2021年至今为零食量贩崛起期。疫后居民更注重高性价比的产品，在此背景下我国零食业态新力量崛起，量贩零食规模快速扩张。

图 1：我国零食行业发展历程



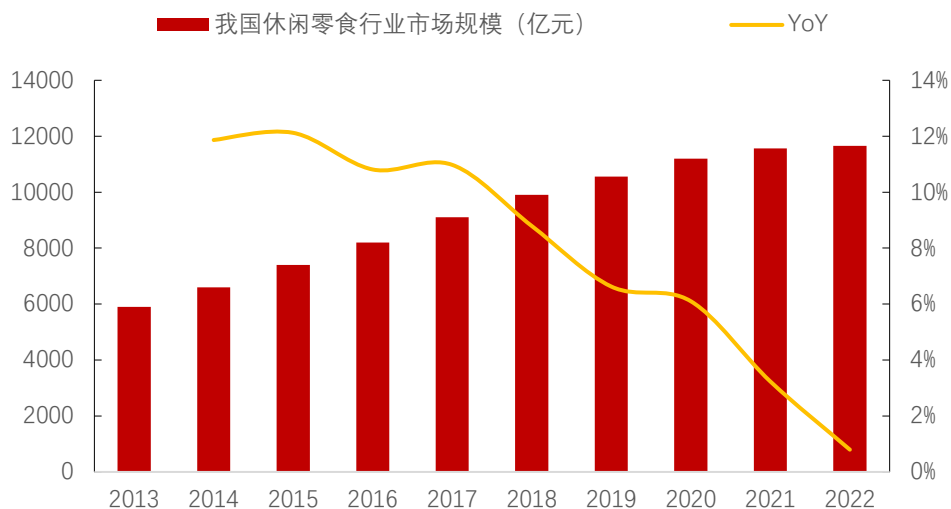
数据来源：欧睿，东莞证券研究所

1.2 我国休闲零食行业市场规模稳步增长，已成为万亿级市场

我国休闲零食行业市场规模稳步增长，已成为万亿级市场。随着居民生活水平提高，为达到放松心情、缓解压力等效果，消费者对零食等非刚性食品的需求有所增加，我国休闲零食行业市场规模近几年保持稳健增长。根据艾媒咨询数据显示，2022年我国休闲零食行业市场规模约 1.16 万亿元，同比增长 0.8%。2013-2022 年，我国休闲零食行业的

市场规模从 5900 亿元增加至 1.16 万亿元，年均复合增速约为 7.9%。

图 2：我国休闲零食行业市场规模与增速（亿元，%）

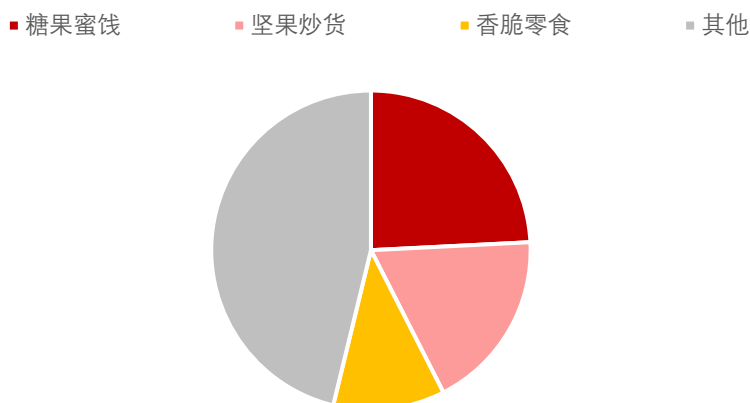


数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

1.3 糖果蜜饯类零食占比最高，渠道以线下为主

糖果蜜饯类零食占比最高。分品类看，我国零食行业的产品品类较为丰富，包括糖果蜜饯、坚果炒货、膨化饼干等。其中，糖果蜜饯在休闲零食行业零售结构中占比最高，约为 24.2%；坚果炒货与膨化饼干的占比分别为 18.3%与 11.3%。前三大零食品类合计占比超过了 50%。

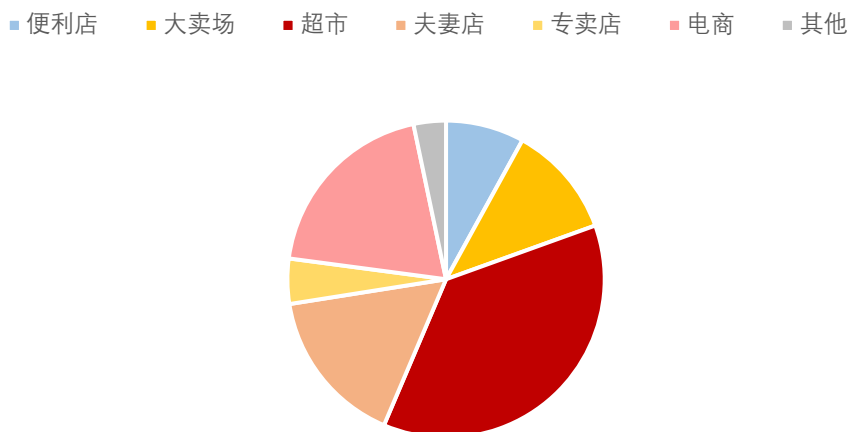
图 3：我国休闲零食行业细分产品零售结构（%）



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

我国零食渠道以线下为主。分渠道看，我国零食渠道结构以线下为主。2023 年我国零食渠道结构中，商超卖场占比最大，超过 40%；便利店与夫妻店二者合计占比约为 24%左右，电商渠道占比在 19.6%左右。

图 4：2023 年我国休闲零食行业渠道结构（%）



数据来源：新经销，东莞证券研究所

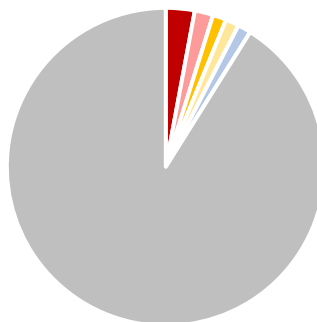
2. 我国休闲零食行业竞争格局相对分散，人均消费量较低

2.1 我国休闲零食行业竞争格局相对分散，存在较大的提升空间

我国休闲零食行业竞争格局相对分散。虽然我国休闲零食行业的市场规模已突破万亿元，但考虑到零食品类较多，且多数企业规模较小，我国休闲零食行业的竞争格局相对分散。目前在 A 股上市公司中，仅洽洽食品与盐津铺子的市值超过了 100 亿元，三只松鼠、甘源食品、劲仔食品、良品铺子的市值介于 50 亿元-100 亿元之间。从集中度来看，根据新经销数据显示，2022 年我国休闲零食行业 CR5 为 14.7%。其中，玛氏占比最大，约为 3.5%；百事与旺旺的市场份额分别为 3.3%与 3%，位居第二和第三；其余单个公司的市场份额不足 3%。

图 5：2022 年我国休闲零食行业市场竞争格局（%）

■ 玛氏 ■ 百事 ■ 亿滋 ■ 达利 ■ 三只松鼠 ■ 其他



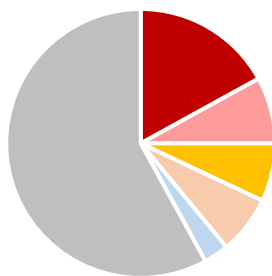
数据来源：新经销，东莞证券研究所

与美日相比，我国零食行业集中度存在较大提升空间。美国、日本的休闲零食市场经过长期发展，竞争格局相对成熟，集中度高于我国零食市场。根据彭博数据显示，按终端口径计算，2021年美国与日本休闲零食行业CR5分别为42%与28%。其中美国零食龙头百事与日本零食龙头乐天的市占率分别为17%与7%。随着产品与渠道布局逐渐完善，叠加龙头品牌影响力逐步提升，预计我国休闲零食行业集中度有望向龙头企业靠拢。

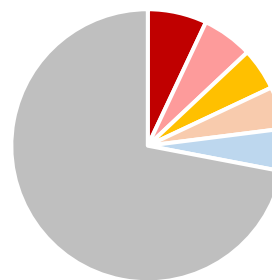
图 6：2021 年美国休闲零食行业市场竞争格局 (%)

图 7：2021 年日本休闲零食行业市场竞争格局 (%)

■ 百事 ■ 好时 ■ 亿滋 ■ 玛氏 ■ 家乐氏 ■ 其他



■ 乐天 ■ 卡乐比 ■ 森永 ■ 明治 ■ 固力果 ■ 其他



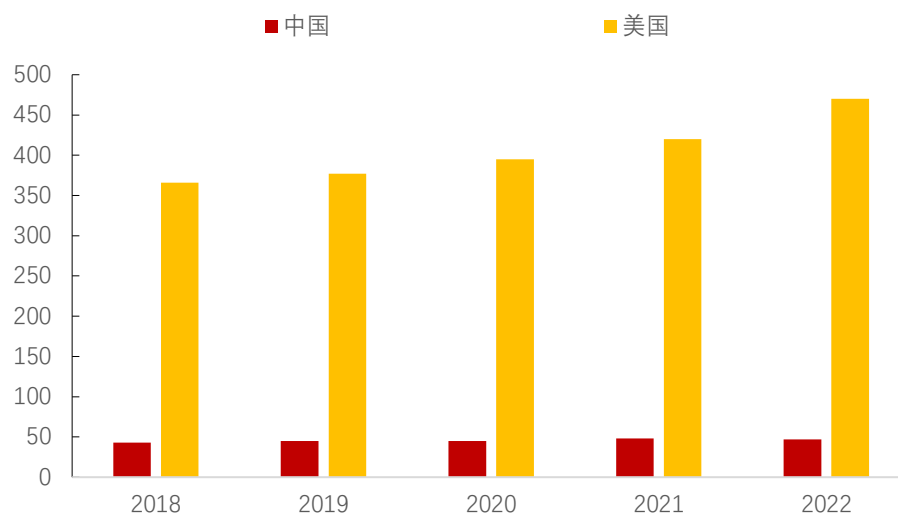
数据来源：中研网，彭博，东莞证券研究所

数据来源：中研网，彭博，东莞证券研究所

2.2 我国零食人均消费额近五年有所提升，与发达国家相比存在较大差距

我国零食人均消费额近五年有所提升，与发达国家相比存在较大差距。随着居民生活水平提高，消费者对生活品质的追求日益增加，近五年我国零食人均消费额有所提升。根据欧睿数据，我国零食人均消费额从2018年的43美元/人/年增加至2022年的47美元/人/年。但与美国等发达国家相比，我国零食人均消费额仍存在较大差距。2022年，我国人均零食消费额约为美国的1/10，约为日本的1/5。预计居民可支配收入提高、消费意识转变、企业推出新品类等因素将推动我国零食人均消费额进一步提升。

图 8：中美零食人均消费额对比（美元/人/年）



数据来源：欧睿，东莞证券研究所

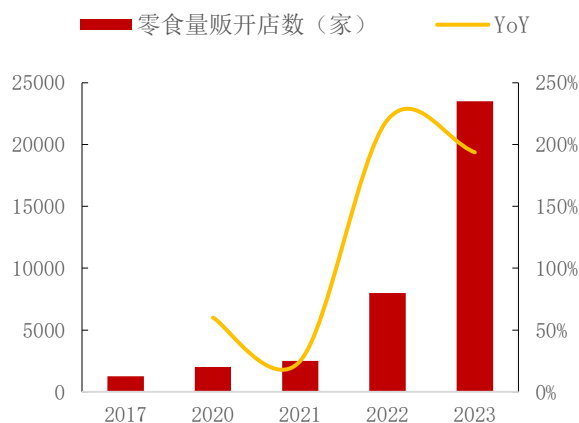
3. 零食量贩快速崛起，高性价比迎合消费者需求

3.1 我国零食量贩行业处于蓬勃发展期

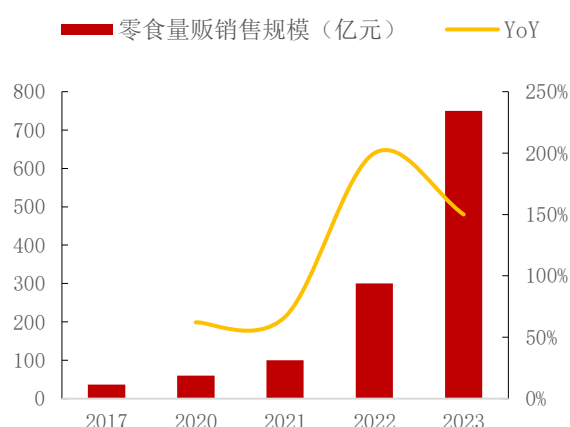
我国零食量贩行业处于蓬勃发展期，开店数与销售规模呈井喷式增长。零食量贩是指省去经销商环节，从工厂直接采购或贴牌产品，主打价格实惠、品类丰富的零售专卖店。2018年底，零食很忙在湖南开店，零食量贩出现萌芽。近年来，随着消费水平提高，零食需求日趋旺盛，叠加疫后部分经营不善的商超卖场闭店，零食量贩发展迎来机遇。根据新经销数据，2023年我国零食量贩门店数量超过2万家，同比增长超过190%。2017-2023年，我国零食量贩门店数量从1250家增加到22000家-25000家，年均复合增速约108%。在开店数增加的同时，我国零食量贩销售规模亦呈现井喷式增长。2023年我国零食量贩销售规模超过700亿元，同比增长约150%。2017-2023年，我国零食量贩销售规模从37亿元增加到700亿元-800亿元，年均复合增速约为112%。

图 9：2017-2023 年我国零食量贩开店数与增速（家，%）

图 10：2017-2023 年我国零食量贩销售规模与增速（亿元，%）



数据来源：新经销，东莞证券研究所



数据来源：新经销，东莞证券研究所

零食量贩市场受到资本关注，龙头企业加速整合。在零食量贩行业蓬勃发展的背景下，2021 年以来市场对其关注度日渐提高，包括零食很忙、赵一鸣等在内的头部品牌亦加速收购整合，头部品牌的市场份额有望进一步提高，行业竞争格局有望良性发展。

表 1：部分零食量贩企业融资信息

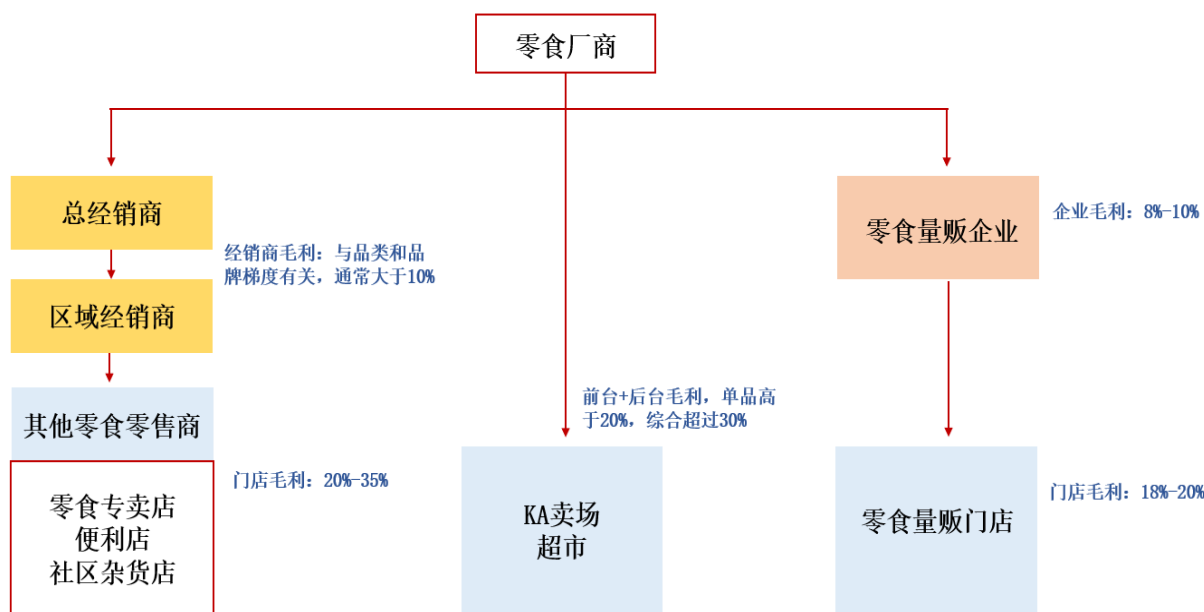
品牌名称	品牌成立时间	总部	融资时间	融资轮次	融资金额	主要投资方
零食很忙	2017	湖南长沙	2023.12	战略融资	10.5 亿元	好想你、盐津铺子
			2023.11	合并	—	赵一鸣零食
			2021.4	A 轮	2.4 亿元	红杉中国、高榕资本联合领投，启承资本、明越资本跟投
赵一鸣	2019	江西宜春	2023.11	合并	—	零食很忙
			2023.2	A 轮	1.5 亿元	黑蚁资本领投，良品铺子跟投
老婆大人	2010	浙江宁波	2023.9	收购	867.75 万元	万辰集团
恰货铺子	2018	湖南长沙	2023.8	战略融资	数千万元	零食很忙
零食有鸣	2019	四川成都	2023.5	B+轮	—	昇望基金领投，嘉御资本跟投
零食女孩	2020	浙江杭州	2021.12	A 轮	数千万元	上海联创资本
爱零食	2020	湖南长沙	2021.8	天使轮	—	银河系创投、食享会

资料来源：欧睿，灼识咨询，东莞证券研究所

3.2 零食量贩简化供应路径，有效控费增效

零食量贩简化供应路径，有效控费增效。传统经销渠道的经营路径要经过多层经销商，因此最终到达终端消费者时存在过多加价的现象。与传统渠道相比，零食量贩品牌直接从零食厂商拿货，可以有效地简化商品供应路径，降低成本费用提高运营效率，确保供应高性价比的零食产品。

图 11：零食供应路径对比



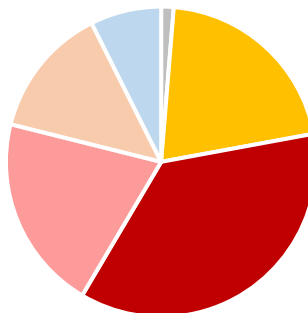
数据来源：欧睿，东莞证券研究所

3.3 零食量贩具有“多快好省”的特点，可较好地满足消费者对高性价比产品的需求

消费者单次购买零食的金额集中在 70 元及以下。在购买零食时，消费者更倾向于高频多次购买，囤货意愿相对有限，单次消费金额并不是很高。根据艾媒咨询数据，消费者购买零食的金额主要集中在 70 元及以下。其中，单次零食消费在 30 元-50 元的占比最高，为 36.4%；10 元-30 元以及 50 元-70 元的占比分别为 20.8%与 20.4%。

图 12：消费者单次购买休闲零食金额占比 (%)

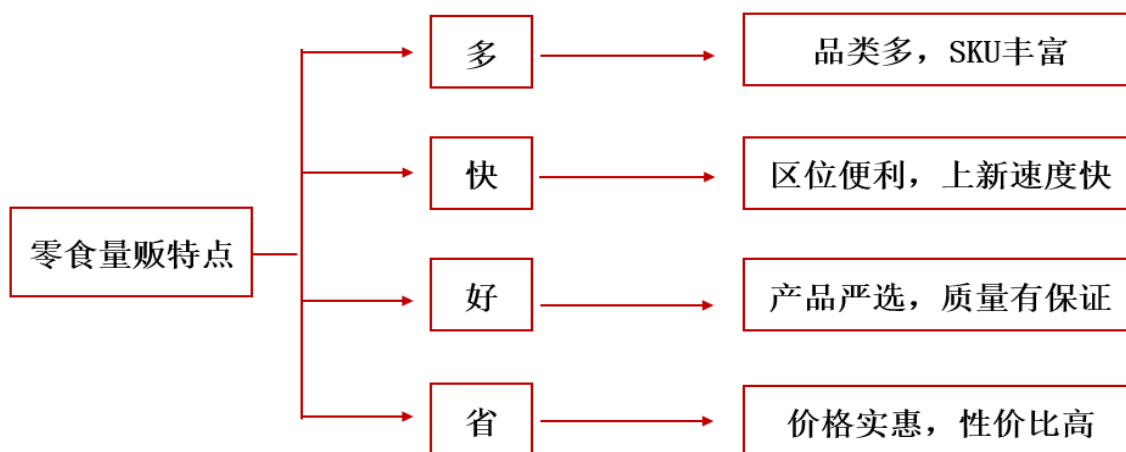
■ 10元以内 ■ 10-30元 ■ 30-50元 ■ 50-70元 ■ 70-100元 ■ 100元以上



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

零食量贩具有“多快好省”的特点，可以较好地满足消费者对产品高性价比的需求。零食量贩店主要以售卖散装产品为主，产品品类丰富，且上新速度快。以部分品牌为例，根据欧睿数据显示，赵一鸣旗下零食品牌的平均 SKU 约 2000 个，与百大厂企合作，月度更新 100+新品；万辰旗下零食品牌的平均 SKU 约 1600 个，月度更新 100-150 个 SKU。此外，零食量贩选址通常在社区附近或人流较多的商业区域，区位便利。价格方面，由于省去了经销商环节，直接从工厂拿货，价格实惠且性价比高，一般量贩零食的零售价格平均比商超渠道低 20%-40%左右。零食量贩“多快好省”的特点，可以较好地满足消费者对产品高性价比的需求。

图 13：零食量贩行业特点



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

表 2：部分品牌 SKU 及上新特点

品牌名称	平均 SKU	选品上新
零食很忙	约 2000	与各品类商品的领先厂商合作，每月 3-5 次上新/商品调整
赵一鸣	约 2000	与百大厂企合作，每月更新 100+新品
零食优选	约 1800	与优质食品厂商合作推新
万辰旗下零食品牌	约 1600	月度更新 100-150 个 SKU
零食有鸣	1500+	—
零食魔法	约 1500	每月上新 100-150 个 SKU，涵盖进口零食、网红爆品和地方特色零食

资料来源：欧睿，东莞证券研究所

表 3：量贩零食店与商超零售价格对比

产品名称	量贩零食零售价格	商超价格
娃哈哈 220mlX4	6.9 元	7 元
元气森林苏打气泡水 480ML	3.5-4 元	5-6 元
农夫山泉 550ml	1.2-1.5 元	2 元
百岁山瓶装水 570ml	1.8 元	2.5 元
奥利奥夹心饼干 116g	4.9-5.5 元	6-7 元

良品铺子裙带菜 320g	15.9-17 元	19-20 元
盐津铺子鹌鹑蛋 30 颗	10-12 元	12-14 元

资料来源：欧睿，东莞证券研究所

零食量贩愈发受到消费者欢迎。2月20日，据美团发布数据显示，自元旦以来，“零食折扣店”相关关键词搜索量同比去年上涨393.7%，评论量同比增速达到250%。同期，平台上的“零食折扣店”交易额较去年同期增长517.6%，订单量较去年同期增长232.5%，用户数较去年同期增长241.2%。

3.4 参与零食量贩的零食上市公司

目前零食量贩的零食上市公司参与者主要分为零食量贩的零食供货商和从事零食业务的渠道商。随着我国零食量贩行业蓬勃发展，近几年零食供货商陆续参与到零食量贩的市场中。目前，参与零食量贩的零食上市生产商主要包括盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等，多数生产商已经与零食有鸣、零食很忙等头部零食量贩店进行了合作。三只松鼠自2022年明确核心战略“高端性价比”后，今年1月也正式入驻零食量贩。目前三只松鼠已进驻“零食很忙”“赵一鸣”全国所有门店，预计覆盖七八千家门店，入驻的产品分别为夏威夷果、碧根果、开心果、巴旦木4款坚果产品。三只松鼠表示后期将逐步扩大品类和扩大范围至其他零食量贩店，甚至可能会渠道专供。除了参与零食量贩的零食上市生产商之外，零食量贩公司参与者还包括从事零食业务的渠道商。万辰集团在2022年正式布局零食量贩业务，目前SKU数量在1500-1800个，在行业中具有一定的竞争优势。此外，良品铺子成立了量贩品牌“零食顽家”，重点聚焦湖北市场，此前规划2023年新开店500家。

表 4：参与零食量贩的零食上市生产商

参与零食量贩的零食生产商	进度
盐津铺子	与零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等多家零食连锁渠道构建战略合作伙伴。2023H1 公司零食量贩销售渠道占比约 17%。
甘源食品	与“零食很忙”“零食有鸣”“赵一鸣”“好想来”等零食量贩系统建立稳定的合作关系。在零食量贩店销售的品项主要包括青豌豆、蚕豆、瓜子仁、花生、薯片、综合豆果等系列产品，逐步推进调味坚果类、膨化烘焙类等产品的合作。
劲仔食品	在零食专营渠道保持一个稳定增长趋势。截至 2023 年三季度，公司已覆盖 100 余家零食系统。
三只松鼠	今年 1 月入驻零食量贩，入驻的分别是夏威夷果、碧根果、开心果、巴旦木 4 款坚果产品，目前已进驻“零食很忙”“赵一鸣”全国所有门店，预计覆盖七八千家门店，后期将逐步扩大品类和扩大范围至其他零食量贩店，甚至也可能渠道专供。
洽洽食品	公司与头部零食量贩店都进行了合作，公司将加大零食量贩渠道的布局，开拓新的产品，不断提升在零食量贩渠道的渗透率。
好想你	2023 年公司已进驻零食很忙、赵一鸣、好想来、零食有鸣、洽洽铺子等渠道，覆盖终端网点超 1.5 万家，已上市的零食渠道产品 SKU 数量合计超过 10 个。2024 年公司将深度推进与零食很忙的战略合作，加速产品创新研发，新增品类，包括红枣及相关类和健康锁鲜类的产品。

资料来源：盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、洽洽食品、好想你投资者关系记录，腾讯网，东莞证券研究所

表 5：从事零食量贩业务的上市公司

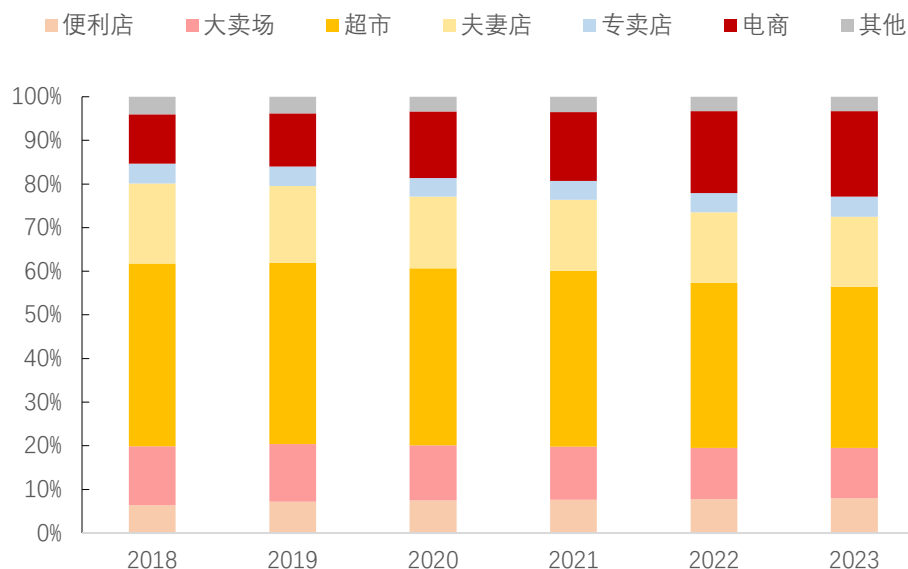
从事零食量贩业务的公司	进度
万辰集团	公司于 2022 年正式布局零食量贩业务。2023 年公司的量贩零食业务实现了高速高质发展。目前 SKU 数量在 1500-1800 个。2023 年 9 月，万辰集团将旗下陆小馋、吡滴吡滴、好想来、来优品四大品牌合并为“好想来”，统一推向市场。截至 2023 年 12 月，好想来门店突破 5000 家，并保持月均超 500 门店的开业速度。
良品铺子	公司成立量贩品牌“零食顽家”，重点聚焦湖北市场，此前规划 2023 年新开店 500 家。

资料来源：良品铺子投资者关系记录，腾讯网，东莞证券研究所

4. 零食线上新媒体渠道表现亮眼

我国休闲零食行业线上电商渠道占比近几年稳步增长。零食作为可选品，疫情期间对其需求产生一定冲击，但与此同时也促进了零食行业在电商渠道的发展。疫后企业为提高竞争力，持续优化零食渠道，线上渠道实现放量增长。根据新经销数据显示，2018-2023 年，线上休闲零食渠道占比从 11.3% 增加至 19.6%。

图 14：2018-2023 年我国休闲零食行业渠道结构（%）



数据来源：新经销，东莞证券研究所

线上抖音等新兴电商模式实现较快增长。近几年，随着市场环境变化与消费者需求愈发多元化，我国电商平台不断发展，短视频行业发展迅猛，以抖音、快手等为代表的社交电商快速崛起，通过“直播+短视频”等多形式创新，帮助消费者种草，为消费者提供更加多元化、多链路的消费场景，传统电商增速有所放缓。根据久谦数据，2023 年休闲零食品类三大平台销售额同比上涨 0.81%。其中，抖音受益于其决策成本低、复购率高等特点，增速超 53%；天猫与京东零食销售额同比有所下滑。细分到零食厂商，抖音成为零食厂商进行产品销售、吸引消费者的重要渠道，头腰尾部的零食厂商在抖音渠道的销售增速同比均实现快速增长。有所差异的是，头部零食厂商在传统电商平台如天猫的依

赖度依然较高，腰部零食厂商在京东、天猫均有发展，其中在京东成长更快，而尾部零食厂商则更加依赖于抖音电商平台。

表 6：头腰尾部零食厂商在各渠道的销售增速

		天猫	京东	抖音
某线下排名前 5 厂商	整体	-2.1%	9.8%	89.1%
	自营	6.3%	11.9%	—
某线下排名前 20 厂商	整体	-23.8%	3.3%	157.4%
	自营	-19.0%	12.2%	—
某线下排名 20+ 厂商	整体	-17.2%	0.3%	81.1%
	自营	-7.6%	1.4%	—

资料来源：尼尔森，东莞证券研究所

盐津铺子、三只松鼠等为代表的零食公司电商渠道销售已取得成效。零食企业在经营过程中根据自身定位，选择具有优势的电商渠道营销，以盐津铺子、三只松鼠等为代表的零食公司电商渠道销售实现一定增长。其中，三只松鼠线上主要发力短直渠道（抖音、快手）、私域、社团等新兴渠道，并优化天猫、京东等核心渠道的品类和运营策略。2023 年下半年，三只松鼠天猫系实现营业收入 8.94 亿元，同比增长 14.18%，京东系实现营收 5.38 亿元，同比下滑 10.93%；以抖音为代表的新兴电商平台增长迅速，2023 年下半年实现营收 7.68 亿元，同比增长 264%。

表 7：部分零食公司线上电商渠道进展

零食公司	电商渠道进展
盐津铺子	2023 年公司电商渠道实现营业收入 8.28 亿元，同比增长 20.13%。鹌鹑蛋、鱼豆腐、零食礼包等多个品类取得线上全网领先的优势。目前公司抖音的销售在电商渠道中占比约一半左右，天猫、拼多多等渠道均取得快速增长。
劲仔食品	公司 2023 年前三季度线上渠道营收 3.14 亿元，同比增长 51.69%，约占公司营收 21.03%。其中，公司抖音等新媒体渠道表现亮眼，同比增长约 314.28%。
甘源食品	2023 年三季度各个渠道均有不同程度的增长，其中增长较快的渠道有零食量贩渠道和电商渠道。公司将加强线上渠道建设，通过在杭州设立的电商运营中心，组建专业电商团队，积极拥抱兴趣电商直播板块，富线上产品品类，通过线上渠道不断提高品牌消费人群覆盖率。
三只松鼠	公司线上主要发力短直渠道（抖音、快手）、私域、社团等新兴渠道，并优化天猫、京东等核心渠道的品类和运营策略。其中，公司抖音渠道营收高速增长，稳居休闲食品板块第一。2023 年下半年，三只松鼠天猫系实现营业收入 8.94 亿元，同比增长 14.18%，京东系实现营收 5.38 亿元，同比下滑 10.93%；抖音系实现营收 7.68 亿元，同比增长 264%。

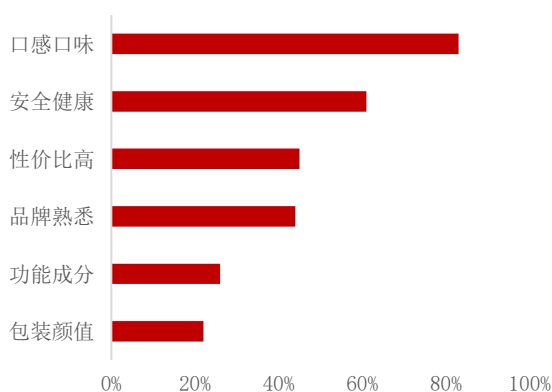
资料来源：盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、三只松鼠投资者关系记录，盐津铺子、三只松鼠 2023 年年度报告，东莞证券研究所

5. 开发新品，顺应健康、猎奇等趋势

5.1 零食企业纷纷加码健康化零食产品，满足消费者需求

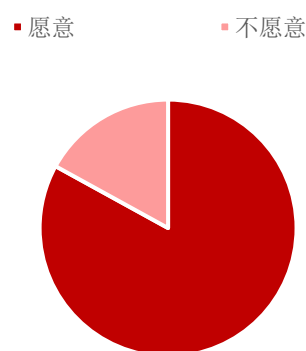
“健康”愈发成为消费者购买零食时重点考虑的因素。在居民生活水平提高的背景下，消费者对食品的健康愈发重视，开始积极了解甜蜜素、赤藓糖醇、咸味添加剂、乳酸菌等名词，寻找更加健康的代糖、代盐产品，零食市场呈现出健康化、养生化等特点。根据 CBNDData 数据显示，消费者在购买零食时安全健康的关注点占比达到 61%。而对于高品质的休闲零食，消费者为此愿意支付溢价的意愿高达 80%以上。

图 15：消费者购买零食时主要关注点（%）



数据来源：CBNDData，东莞证券研究所

图 16：高品质休闲零食溢价支付意愿度（%）



数据来源：CBNDData，东莞证券研究所

图 17：零食品类热门成分配料词云



数据来源：时趣，东莞证券研究所

零食企业纷纷加码健康化零食产品，满足消费者需求。为满足消费者需求，零食企业不断挖掘健康零食新品，以提高自身的品牌竞争力。今年劲仔食品旗下单品富硒鹌鹑蛋入选《食品工业营养健康行动标志性成果名录》、百事公司旗下乐事品牌去年10月正式宣布乐事薯片核心产品线焕新升级，采用低芥酸菜籽油为薯片用油，使产品成功减少50%饱和脂肪。此外，三只松鼠此前推出蒟蒻果冻、良品铺子的益生菌每日坚果等产品均以健康化为特色进行宣传，健康化零食品类日渐丰富。

图 18：零食企业推出健康化零食产品

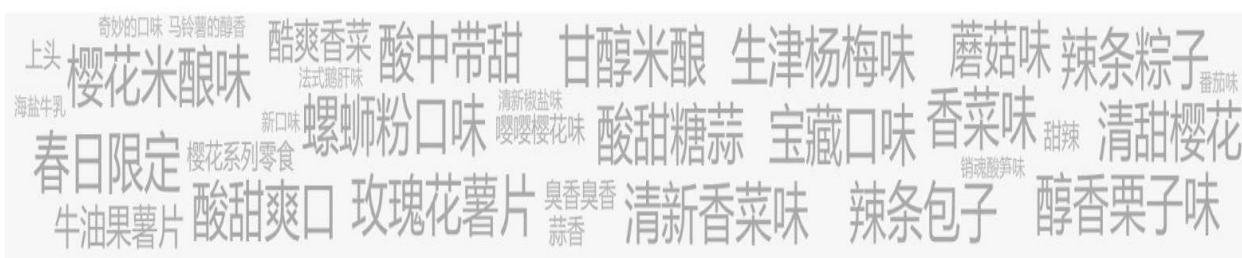


数据来源：新浪，东莞证券研究所

5.2 开发新口味，满足消费者猎奇心理

零食企业剑走偏锋，开发新口味以满足消费者猎奇心理。为满足消费者多元化需求，给消费者提供持续的新鲜味觉体验，零食品牌在致力于自身核心产品的同时，积极研发推出猎奇式新品，提高品牌曝光度。以洽洽食品为例，公司在瓜子方面已推出藤椒味、海盐味、陈皮瓜子等口味供消费者体验。

图 19：零食品类热门口味词云



数据来源：时趣洞察引擎，东莞证券研究所

6. 零食春节动销表现亮眼，龙头 Q1 业绩值得期待

多数零食公司 2023Q4 业绩表现较好。从目前已公布的业绩报告/业绩预告/业绩快报，甘源食品、三只松鼠等在内的多数零食公司 2023 年归母净利润实现了双位数增长，业绩表现良性。洽洽食品 2023Q4 业绩有所承压，预计主要是今年春节时间较晚，导致公司去年 12 月的发货受到一定影响。

表 8：重点零食上市公司 2023 年业绩报告/业绩预告/业绩快报

公司名称	2023 年业绩报告/业绩预告/业绩快报
甘源食品	预计 2023 年实现归母净利润 2.95 亿元 - 3.35 亿元，同比增长 86.35%-111.62%。
盐津铺子	2023 年实现营业收入 41.15 亿元，同比增长 42.22%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比增长 67.76%。
三只松鼠	2023 年实现营业收入 71.15 亿元，同比下降 2.45%；实现归母净利润 2.20 亿元，同比增长 69.85%。
劲仔食品	预计 2023 年实现归母净利润 2 亿元 - 2.1 亿元，同比增长约 61%-71%。
洽洽食品	预计实现营业总收入 68.06 亿元，同期下降 1.13%，实现归属于上市公司股东的净利润为 8.05 亿元，同比下降 17.50%。

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

今年春节零食动销表现亮眼。作为疫后首个完全不受疫情影响的春节，在返乡送礼等场景催化下，今年春节包括三只松鼠、洽洽食品、良品铺子等公司在内的动销表现比较好。目前零食需求进入了相对淡季，但部分渠道仍存在补货情况。盐津铺子近日发布 2024 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 1.5 亿元至 1.7 亿元，同比增长约 34.48%至 52.41%，业绩表现亮眼。龙头企业一季度业绩表现值得期待，需积极关注淡季补货情况。

表 9：部分重点零食上市公司 2024 年春节动销

公司名称	春节动销
三只松鼠	年货节期间三只松鼠的礼盒/礼包类产品在线下分销渠道销售超预期，春节动销实现较快增长。
洽洽食品	1 月葵花子和坚果较同期都有较快增长。春节动销方面总体良性，特别是县乡下沉市场动销较快，经销商库存良好。
良品铺子	团购渠道 1 月 15 日提前结束销售，比原计划提前了 15 天，同比增长 115%。

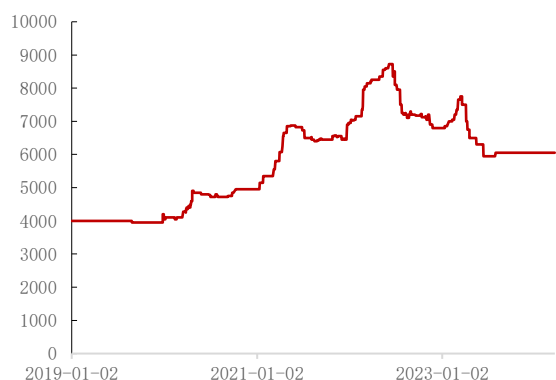
资料来源：洽洽食品投资者关系记录，腾讯，网易，东莞证券研究所

7. 零食板块成本分析

零食坚果类：原材料成本压力趋缓。对于零食坚果类产品而言，葵花籽今年以来的价格同比去年出现下降。食葵市场目前行情没有发生明显波动，虽然农户的货源较少，但市场需求不旺，预计短期内食葵价格或维持平稳。夏威夷果因全球供应量增加，出口市场价格竞争加剧，2022/23 季澳大利亚夏威夷果农场价已跌至十多年来的最低水平，夏威夷果价格整体呈下降趋势。此外，美国农业部近期发布的《全球树坚果市场与贸易形势》显示，由于开心果在美国和伊朗的产量增加，超过了土耳其的减产幅度，预计 2023/24 季（2023 年 9 月至 2024 年 8 月）全球开心果产量将大增近 40%，达到创纪录的 110 万吨。产量增加将一定程度上压制开心果价格上涨。此外，美国农业部近日发布的《中国坚果年度报告》显示，受益于需求增加及全球供应充足，巴旦木、开心果、夏威夷果的进口将延续增长态势。

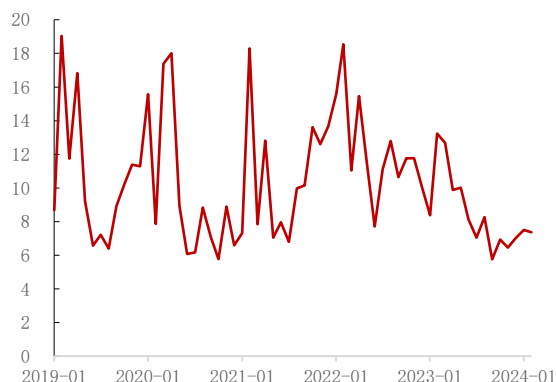
图 20：葵花籽全国均价（元/吨）

图 21：去壳夏威夷果（美元/千克）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 22：去壳腰果（美元/千克）



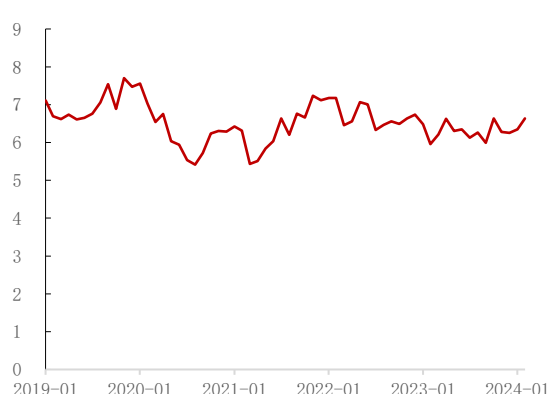
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 23：未去壳开心果（美元/千克）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 24：全国猪肉市场价（元/公斤）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 25：白羽鸡主产区平均价（元/公斤）

肉禽类：关注去化进程，肉禽类价格或表现分化。对于肉禽类产品而言，2023 年生猪价格整体表现较弱，主要原因在于生猪供给较为充裕。考虑到目前能繁母猪处于去化态势，随着能繁母猪存栏量下降传导至生猪供给，预计 2024 年我国生猪价格有望企稳回升。白羽鸡目前支撑价格的关键因素系鸡源数量减少，但产品端价格传导有所受阻。牛肉价格近两年持续走低，主要系国产牛出栏量与进口量进一步增加，预计后续牛肉价格以低位波动为主。鹌鹑蛋价格近期呈下降态势，成本压力有所缓解。



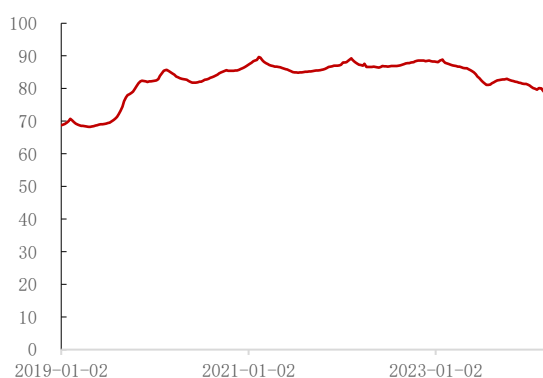
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 26：全国牛肉市场价（元/公斤）



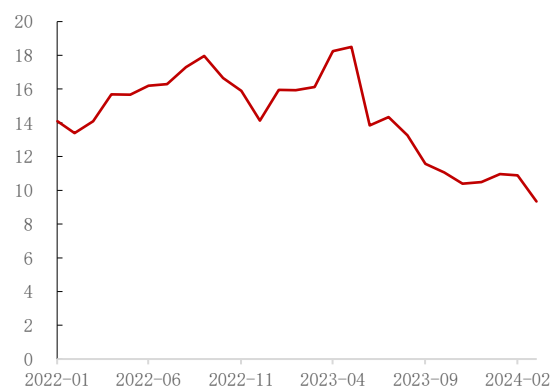
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 27：鹌鹑蛋批发均价（元/公斤）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 28：棕榈油现货价（元/吨）



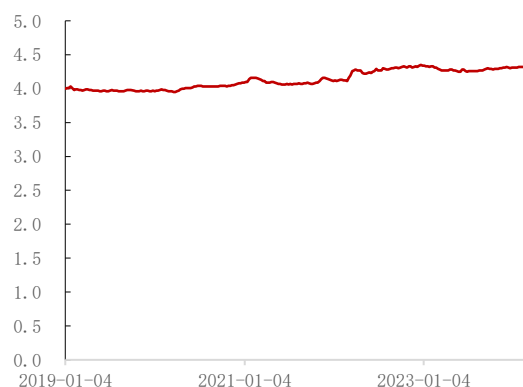
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 29：面粉批发价（元/公斤）

油脂面粉类：棕榈油、面粉等价格或维持震荡走势。棕榈油方面，今年以来，棕榈油现货价维持上涨态势。目前国内棕榈油整体库存不高，随着棕榈油产量陆续进入恢复阶段，棕榈油供给增加或一定程度上对价格上涨造成压力，油脂价格或呈震荡走势。对于面粉而言，3月以来面粉市场需求保持相对低迷，预计或对后续价格上涨产生一定压制。



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

8. 投资策略

维持食品饮料行业超配评级。我国零食行业市场规模稳步增长，但竞争格局相对分散。随着消费水平提高，零食需求日趋旺盛。疫后我国零食量贩市场蓬勃发展，为行业带来新的增长机遇。从需求来看，作为疫后首个完全不受疫情影响的春节，在返乡送礼等场景催化下，今年春节零食动销表现亮眼，龙头企业一季度业绩表现值得期待。需要积极关注淡季的补货情况。中长期来看，随着产品与渠道布局逐渐完善，叠加龙头品牌影响力逐步提升，预计我国休闲零食行业集中度有望向龙头企业靠拢。标的方面，可重点关注甘源食品（002991）、劲仔食品（003000）、三只松鼠（300783）、盐津铺子（002847）等。

表 10：重点公司盈利预测及投资评级（2024/3/26）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
002991	甘源食品	82.96	1.70	3.27	4.21	48.80	25.37	19.71	买入	首次
003000	劲仔食品	13.75	0.31	0.43	0.58	44.35	31.98	23.71	买入	首次
300783	三只松鼠	21.97	0.55	0.78	1.01	150.84	106.36	82.14	买入	维持
002847	盐津铺子	68.79	2.58	3.42	4.34	26.66	20.11	15.85	买入	首次
603719	良品铺子	15.22	0.84	0.76	0.93	18.12	20.03	16.37	增持	首次
002557	洽洽食品	34.75	1.93	1.61	2.14	18.01	21.58	16.24	增持	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

注：三只松鼠、盐津铺子已出 2023 年年报，对应的 EPS 与 PE 分别为 2023 年实际值与 2024-2025 年预测值。

9. 风险提示

(1) **市场竞争加剧风险。**由于零食行业进入门槛较低，市场中的中小企业数量较多，竞争格局相对分散。激烈的市场竞争或使行业短期出现价格战、产能过剩等现象，进而影响行业盈利水平。

(2) **食品质量安全风险。**若发生食品安全及品质问题，不仅直接影响消费者健康，对公司的声誉及持续经营都将造成重大不利影响，进而对行业产生负面影响。

(3) **需求恢复不及预期。**若后续需求恢复不及预期，或一定程度上影响零食需求。

(4) **新品推广不及预期。**若公司开发的新品不能较好地适应变化的市场需求，或在市场竞争、市场推广、运营成本控制等方面发生不利变化，进而对零食企业的盈利水平和未来发展产生一定影响。

(5) **渠道开展不及预期。**为提高市场竞争力，零食企业积极开拓渠道，部分企业加入零食量贩推动公司发展。若在运营过程中，渠道开展不及预期，将对公司的业绩与竞争力产生扰动。

(6) **原材料价格波动风险。**零食原材料价格存在周期波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加零食企业的成本压力，进而对行业业绩产生一定影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn