



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·行业深度

拥抱极致性价比与下沉时代系列：

何为零食的硬实力与软实力？

——三只松鼠投资探讨(300783.SZ)

2024. 06. 28

分析师：邓 欣 S0010524010001 dengxin@hazq.com

华安证券研究所

核心结论

- ✓ **我们年初推出极致性价比系列，开篇能量饮料，本篇聚焦零食，重点讨论零食供应商与量贩趋势相适配的硬软实力和定价空间。**
- ✓ **量贩业态非昙花一现，背后是极致性价比+产业链提效。** 24年尚未过半，零食很忙终端已破10000家，提前完成年初目标；万辰集团终端已破6000家，量贩业态飞速发展的背后是极致性价比的逆势增长。**成长维度**，我们认为未来量贩业态**增量空间主要来自对商超渠道替代及二三线城市开拓，更核心的则是产业链提效。竞争维度**，业态步入下半场，**双寡头格局浮出水面并从烧钱竞争过渡到向产业链要盈利阶段**。此背景下我们从硬软实力两个角度，探讨何种零食供应商最为适配未来消费业态和趋势。
- ✓ **硬实力：公司“自身禀赋”适配“渠道趋势”的能力。** 综合成长与竞争逻辑，我们认为零食供应商与渠道适配的核心在于如何最大化自身禀赋在供应链提效+产品储备研发+大单品打造上寻得突破。**①供应链提效**：降本是提效焦点，当前盐津铺子、劲仔食品等对上游布局、三只松鼠亦有加强直采合作；**②产品储备研发**：横向拓品开发上，盐津铺子、三只松鼠具相对优势，纵向SKU更新上，矩阵型与大单品型公司更易创新；**③大单品打造**：三只松鼠、洽洽食品、劲仔食品凭10亿级大单品具高效引流的先发优势，盐津铺子、甘源食品则在新兴品类持续追赶。**综合三方面而言，盐津铺子、劲仔食品及三只松鼠硬实力占优。**
- ✓ **软实力：公司应对渠道变革“利益平衡”的处理能力。** 量贩业态与其他渠道天然存在一定利益博弈，如何平衡渠道利益并深层绑定高效业态成当前零食供应商面临的深层问题。我们进阶探讨**①利益平衡处理难度**：三只松鼠线上占比最高加之线上与量贩渠道之间价差较窄，利益平衡相对不难；盐津铺子传统渠道占比走低，利益平衡环境持续优化；**②深层绑定量贩体系**：三只松鼠自主打造社区终端深化绑定；盐津铺子积极参股量贩零食实现绑定。**综合两方面而言，三只松鼠及盐津铺子软实力占优。**
- ✓ **定价：上述框架结合公司边际变化我们优选三只松鼠。** 三只松鼠供应链提效+横向选品优势+坚果高效引流+积极拥抱量贩业态，假设26年坚果自产比例80%，保守/中性/乐观净利率4.85%/5.78%/6.88%，当前股价对应26年PE分别为10.2X/8.6X/7.2X，相较于成熟企业仍有较大提升空间。盐津铺子布局上游+横向品类开发/纵向SKU迭代+积极拥抱量贩业态，当前股价对应26年PE为10.9X，积极关注。

风险提示：新品拓展不及预期；全国化布局低于预期；原材料成本上涨；市场竞争加剧

目录

- 1. 开篇：量贩零食业态并非昙花一现
- 2. 探讨：何为零食供应商的硬实力软实力
- 3. 定价：从硬软实力看零食投资标的

PART 1

开篇：量贩零食业态并非昙花一现

性价比消费：经济转型期核心趋势

❑ 日本90年代经济泡沫破灭后，“失去的三十年”呈现极致性价比消费趋势。

✓ **便利店**：迎合消费需求小型化、便捷高效，如7-11、全家等。据日本特许经济协会，日本便利店占零售业总店数比重逐年上升，从1980年代末的40%到2000年的超50%。

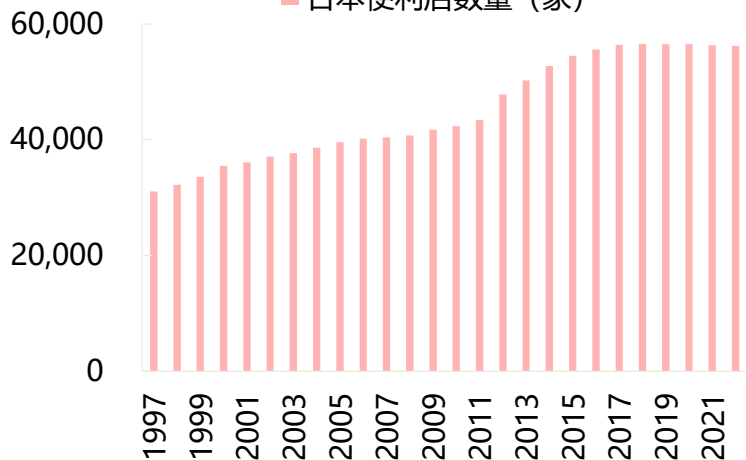
✓ **药妆店**：售卖廉价日用品药品，如松本清、克诺斯、唐吉诃德等。2022年日本药妆店零售额已超16.3万亿日元（7800亿元）。

✓ **百元店**：所有商品标价均为100日元的综合商店，如大创、Seria、Cando和Watts “四大金刚”。据日本帝国数据银行与行业趋势搜索的数据测算，2022年日本百元店规模近1万亿日元，CR4超95%。

✓ **新良品**：优衣库以崇尚物美价廉简约异军突起，此外无印良品Muji等高性价比业态崛起。据迅销官网，优衣库从1992-2000年的8年间，销售收入CAGR达41.4%，店铺数CAGR达27.5%，“低价良品”完好契合了时代的消费需求。

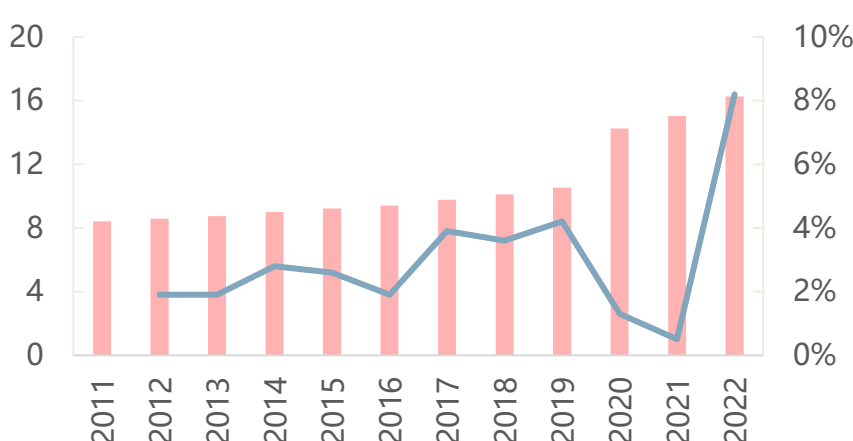
日本便利店数量1990s后快速增长

■ 日本便利店数量（家）



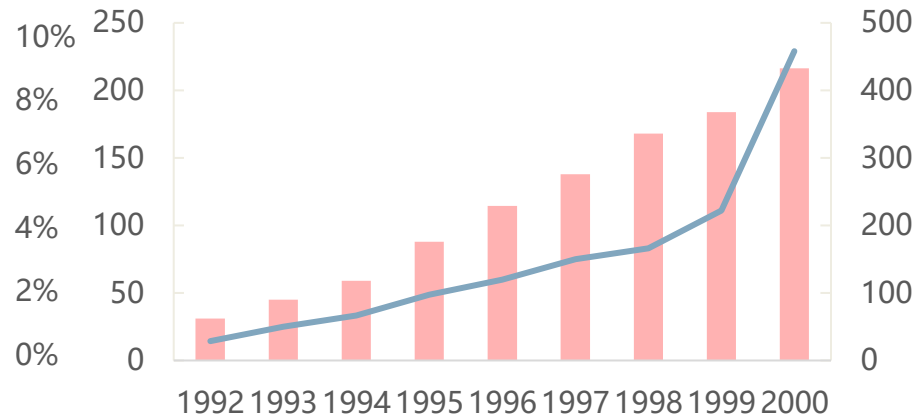
日本药妆店零售额已达16万亿日元

■ 日本药妆店零售额（万亿日元）（左轴） — yoy（右轴）



1992-2000年优衣库飞速增长

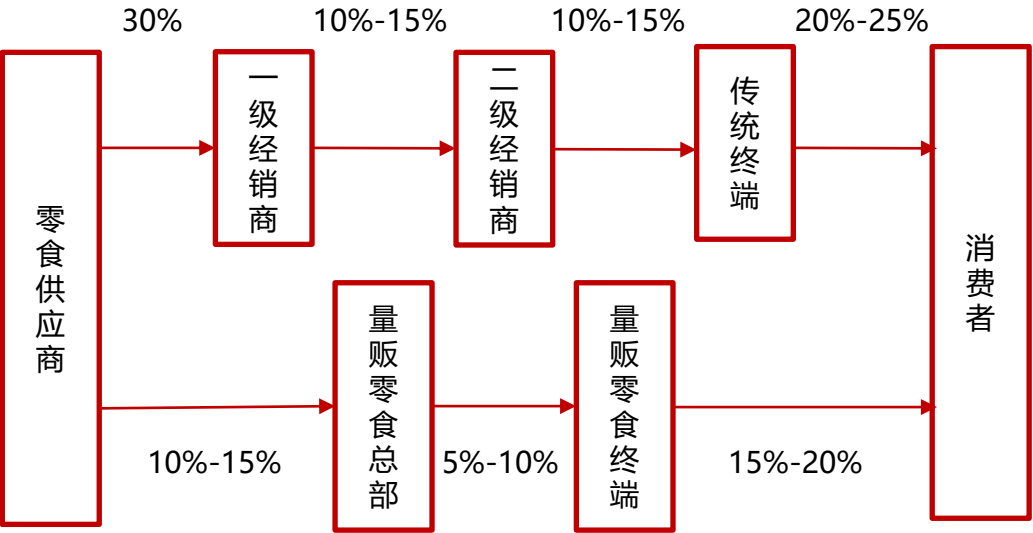
■ 门店（家）（右轴） — 销售收入（亿日元）（左轴）



量贩业态：极致性价比+产业链提效

- ❑ 量贩零食优化性价比提升产业链效率，手段并非简单终端打折或直接向上游寻折价，而是：缩减产业链层级、提升单店周转、扩大规模优势。
- ✓ 量贩零食以缩减产业链层级提升效率。零食供应商能以更低进场费触达消费者，渠道运营商能以更低加价率供应商品。据零售商业财经及我们测算，全程加价率量贩零食30%-45%VS传统商超70%-85%，终端价格量贩大约低于商超25%-40%，大约低于电商10%-30%，性价比优势突出。

量贩零食加价率



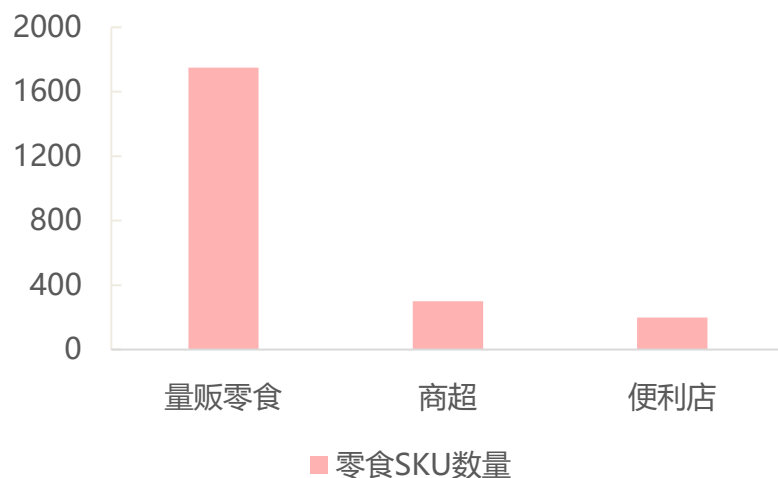
量贩零食折扣率

类别	产品	量贩价格	商超价格	相对折扣率 (量贩/商超)	电商价格	相对折扣率 (量贩/电商)
零食类	格力高百醇饼干 (48g)	5.9	8.5	69%	6.6	89%
	趣多多曲奇 (85g)	5.2	7.5	69%	7.3	71%
	奥利奥生日蛋糕饼干 (97g)	5.4	9	60%	6.9	78%
	德芙巧克力 (43g)	6.5	9.5	68%	7	93%
	士力架花生夹心巧克力 (35g)	2.8	3.5	80%	3	93%
	悠哈特浓牛奶糖 (40g)	3.9	6.9	57%	5.9	66%
	好丽友好多鱼 (33g)	3.7	4.9	76%	4.3	86%
饮料类	怡宝矿泉水 (555ml)	1.2	2	60%	1.3	92%

量贩业态：提高单店周转

- ❑ 量贩零食以丰富SKU矩阵+精准选址高效引流，实现“好物好逛”。
- ✓ SKU矩阵充分提升消费者购买欲。零食消费处买方市场，传统终端200-300SKU矩阵无法大量满足消费者零食诉求，量贩零食提供1500-2000SKU矩阵充分满足消费者诉求，加速单店周转。
- ✓ 深入客流热点精准选址高效引流。量贩零食通过深入学区、商区、厂区、社区四大客流热点精准选址辐射周边1.5km，相比商超辐射周边2-5km而言，更具购买便利性，有效引流。

量贩零食通过丰富SKU满足大量消费者需求



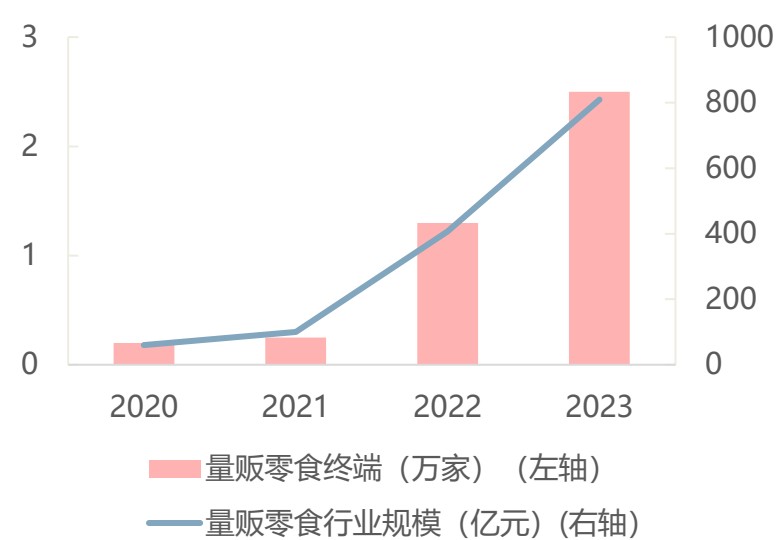
量贩零食精准选址吸引客流



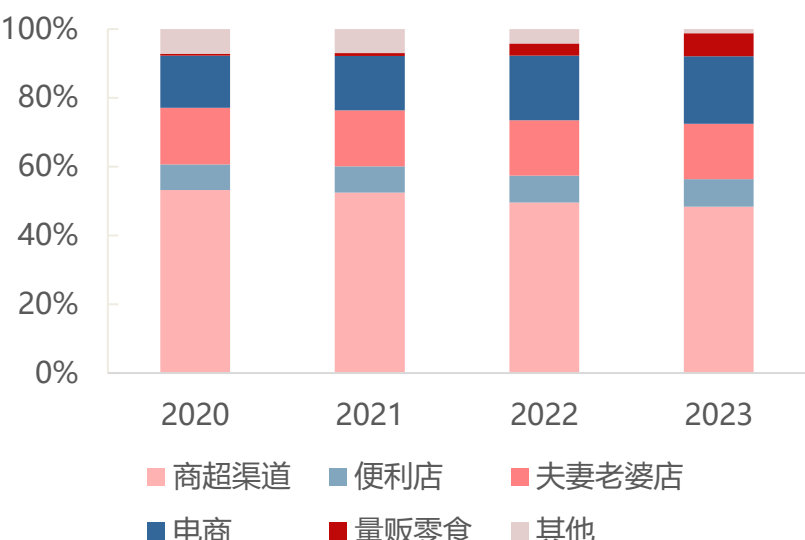
量贩业态：扩大规模优势

- ❑ **量贩零食高速扩张、渠道份额持续扩容。**2000年起量贩零食门店从2000家到25000家，行业规模从60亿至809亿，3年CAGR对应132.1%/138.0%，量贩渠道份额从0.5%一跃至6.7%，商超渠道份额则从53.2%回落至48.4%，其他渠道基本持平。
- ✓ **扩张之下运营费用持续摊薄效率提升。**当前“华北万辰集团、华南零食很忙、华中赵一鸣、西南零食有鸣、东南糖巢零食、其余偏安”的格局正向“交叉拓店”演化，南北头部各自补强辐射全国，持续快速拓店有助摊薄前置投入的仓储物流等运营费用。零食很忙目前拥有9大供应链中心，24年终端预计同比增长53.8%，预计投入10亿重点开拓北方市场；万辰集团目前拥有31个仓储中心（含筹建），24年终端预计同比增长111.6%，预计投入12亿用于全国推广，重点布局南方市场。

量贩零食高速扩张



量贩零食业态抢占超市渠道市场份额



头部量贩零食积极辐射全国

公司	仓储建设	物流配送速度	24年开店目标与对应增速
零食很忙	9大供应链中心，覆盖6省拥有超20万平现代化物流仓。	全国门店货物24小时必达。	目标终端超过10000，同比增长53.8%。
万辰集团	全国仓储物流中心达31个（含筹建），覆盖全国20个省、4个直辖市和3个自治区，计划25年达到50个+。拥有超30万平现代化物流仓和数字化供应链系统。	T+1原则极速配送。全国门店货物24小时送达。	目标终端超过10000，同比增长111.6%。

开店测算：翻倍空间，二三线为增量

以长沙终端门店数为稳态参考基准，参考人口密度、经济水平、区域条件测算空间：保守预计稳态门店空间可看5万家，乐观预计可看7万家。不同区域成熟度差异大，华东区域具万店以上增量空间，新一线&二三线则为重点城市开拓方向。

稳态下量贩零食仍有翻倍以上开店空间

分城市划分开店空间					
类别	当前终端数量	稳态终端		增量空间	
		中性	乐观	中性	乐观
新一线城市	1907	7565	10025	297%	426%
二线城市	2966	8171	11574	176%	290%
三线城市	6217	19001	25343	206%	308%
四五线城市	13910	17101	22809	23%	64%
合计	25000	51839	69751	107%	179%
头部量贩零食终端分地区开店空间					
东北	171	743	1254	335%	633%
华北	1123	1215	2040	8%	82%
华东	8828	15457	21384	75%	142%
华中	5737	9026	10906	57%	90%
华南	3203	3874	5366	21%	68%
西南	2447	3852	5031	57%	106%
西北	340	570	960	68%	182%
合计	21849	34737	46942	59%	115%

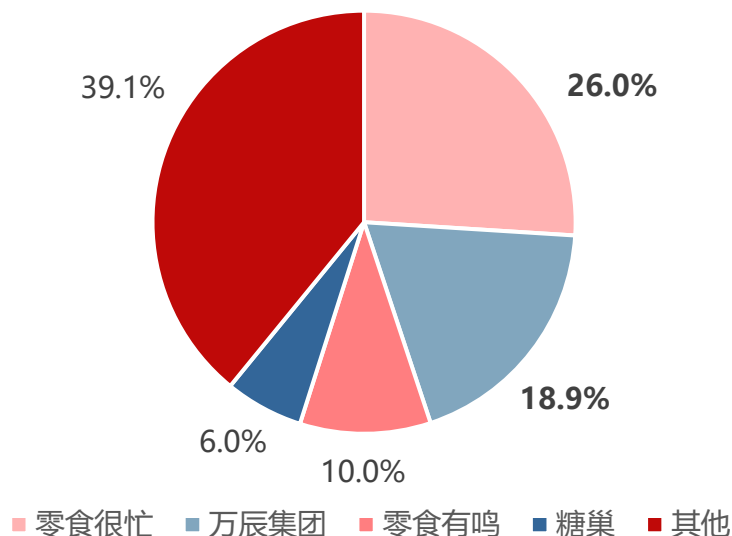
下半场：双寡头格局初现

□ 行业竞争进入下半场的标志：双寡头格局显现CR2达45%，头部玩家加速整合从小而散向集中化演进。

✓ 零食很忙及赵一鸣合并：2023年11月，“零食很忙”与“赵一鸣零食”宣布战略合并，双方在人员架构上保持不变，并保留各自的品牌和业务独立运营，优势互补。截至年底，合计门店数约6500家，市占率达26.0%。

✓ 万辰集团整合旗下四大品牌，低估值收购老婆大人：2023年9月，万辰集团宣布将旗下四大品牌（来优品、好想来、吖嘀吖嘀、陆小馋）正式合并，合并后的统一品牌名为“好想来品牌零食”。同时，公司收购“老婆大人”母公司，进军浙江省。截至年底，合计门店数达4726家，市占率达18.9%。

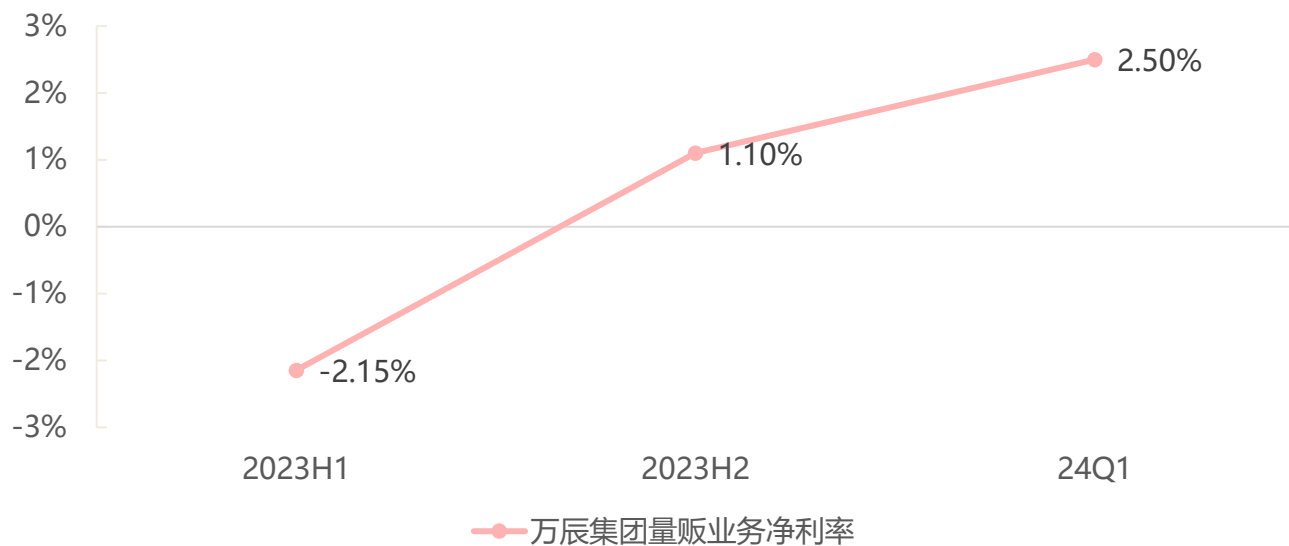
2023年末量贩零食终端门店格局



下半场：向产业链要盈利

- **进入下半场的另一标志：头部企业在加速整合的同时进一步升级盈利模式。**万辰集团量贩零食业务23H2净利率环比转正，达1.10%，24Q1净利率持续提升至2.5%，从烧钱扩张逐渐转为提高盈利能力，逐步形成稳定盈利模式。
- **预计量贩零食仍将从产业链效率出发，以缩减产业链层级、提高单店周转率、扩大规模优势为抓手提高盈利能力。**

头部量贩零食系统开始重视盈利能力



PART 2

探讨：何为零食供应商的硬实力软实力

何为零食供应商的硬实力与软实力？

- 以往研究更多关注零食供应商品牌护城河与产品竞争力，对企业禀赋与渠道适配程度关注有限。我们认为业态变革之际更需要关注厂商与渠道的适配程度，预判何种企业更能抓住变革机遇。
- 我们基于三类零食供应商展开：**大单品型、矩阵型、零售型**。
- **硬实力：公司“自身禀赋”适配“渠道趋势”的能力**。我们认为**供应链提效**、**产品储备研发**、**大单品打造**三项能力是零食供应商与渠道适配的核心；
- **软实力：公司应对渠道变革“利益平衡”的处理能力**。我们认为量贩与其他渠道天然存在一定利益博弈，如何平衡渠道利益并深层绑定高效业态成当前深层问题，**利益平衡冲突处理**、**深层绑定量贩体系**两项能力可视为应对变革的软实力。

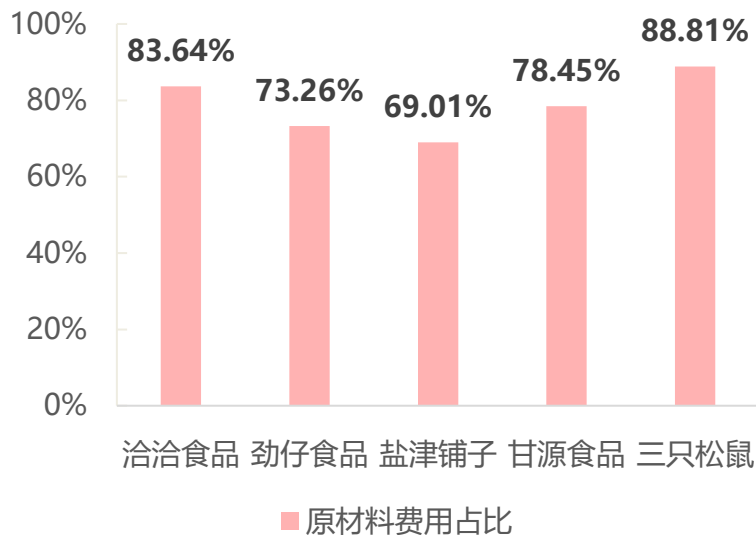
上游零食供应商分类与特点

零食供应商类型	公司	生产模式	产品特点
大单品型	劲仔食品 洽洽食品	自主制造	通过代言人、广告等宣传方式快速打造大单品
矩阵型	盐津铺子 甘源食品	自主制造	多品类组成产品矩阵，单品体量相对较小
零售型	三只松鼠	代工为主+自主制造	以坚果类为主

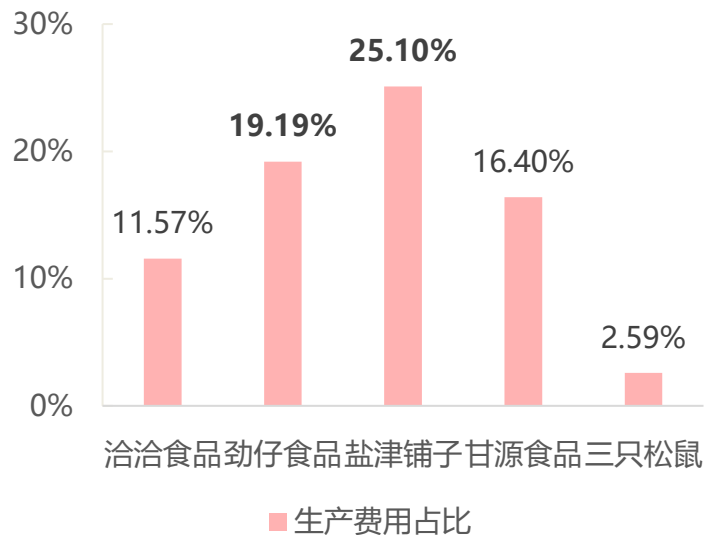
硬实力①：供应链提效

- 供应链提效带来的降价空间更为适配高效业态：当前盐津铺子、劲仔食品等对上游布局、三只松鼠亦加强了直采合作。
- ✓ 拆分营业成本：原材料成本占比超65%，为供应链提效焦点。生产费用、运输费用亦是提效主要方向。
- ✓ 大单品型和矩阵型公司生产费用占比较高（10%-25%），处于产能爬坡期的公司（如盐津铺子、劲仔食品），仍有优化空间。零售型公司由于以代工分装为主，生产费用优化空间有限。
- ✓ 零售型公司运输费用占比相对较高（8%+），主要系代工厂分散所致，随着集约化生产推进，未来优化空间充足。大单品型和矩阵型公司运输费用占比稳定（3%-6%），优化空间有限。

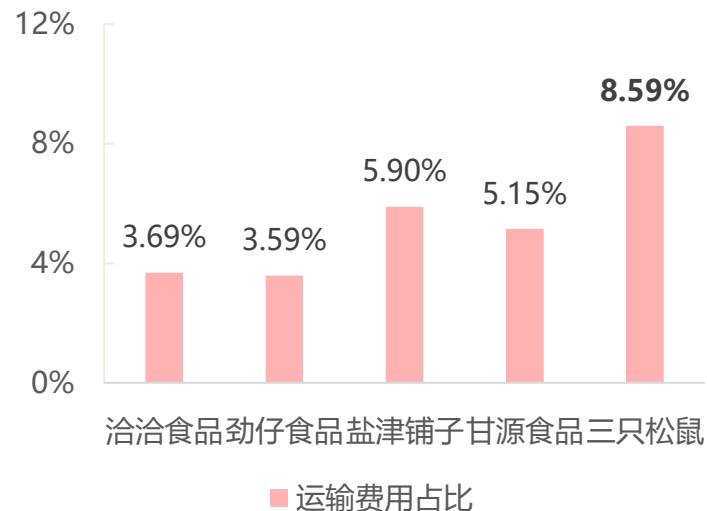
原材料成本占比营业成本超过65%



新品爬坡期生产费用仍有优化空间



零售型公司运输费用优化空间仍有潜力



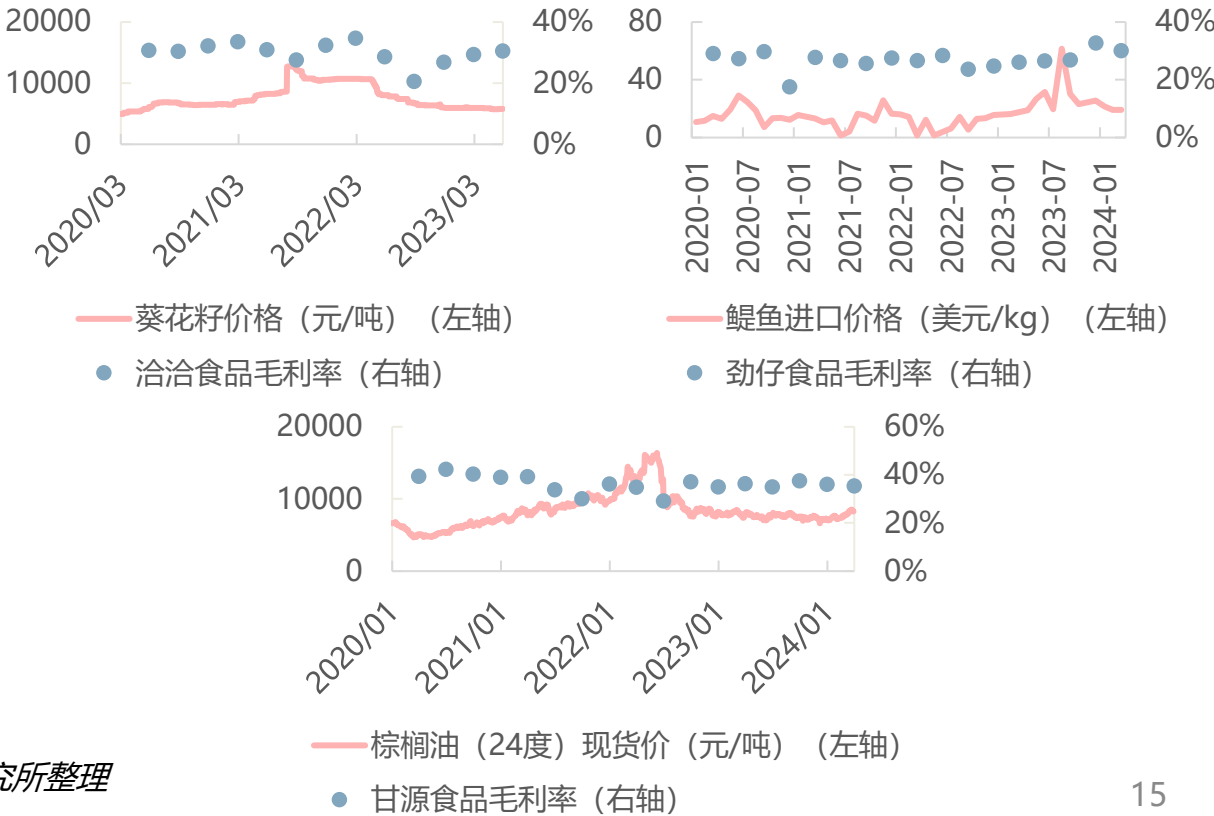
原材料降本及生产运输费用集约

- ❑ 零食供应商通过布局上游、直采合作、原材料替代来应对原材料价格波动。
- ✓ 短期看，上游零食供应商毛利率通常在2-3个季度内修复原材料价格波动影响。
- ✓ 长期看，参考制造业（如新能源汽车）向上游布局，保证原材料议价权，我们认为主动布局上游的盐津铺子、劲仔食品、洽洽食品在原材料降本上更具优势。三只松鼠通过控股等方式进行“直采合作”，逐步加强上游布局，亦值得关注。

零食供应商原材料价格波动应对情况

公司	原材料价格波动应对方式	主要内容
洽洽食品	布局上游	葵花籽采购中50%通过订单农业模式
劲仔食品	布局上游	在肯尼亚建立工厂，日处理鲜鱼200吨
盐津铺子	布局上游	投资魔芋、鹌鹑蛋、马铃薯粉生产项目
甘源食品	原材料替代	用稻米油替代价格攀升的棕榈油
三只松鼠	直采合作	直采于国际、国内头部产区；通过控股、合资深化产区布局

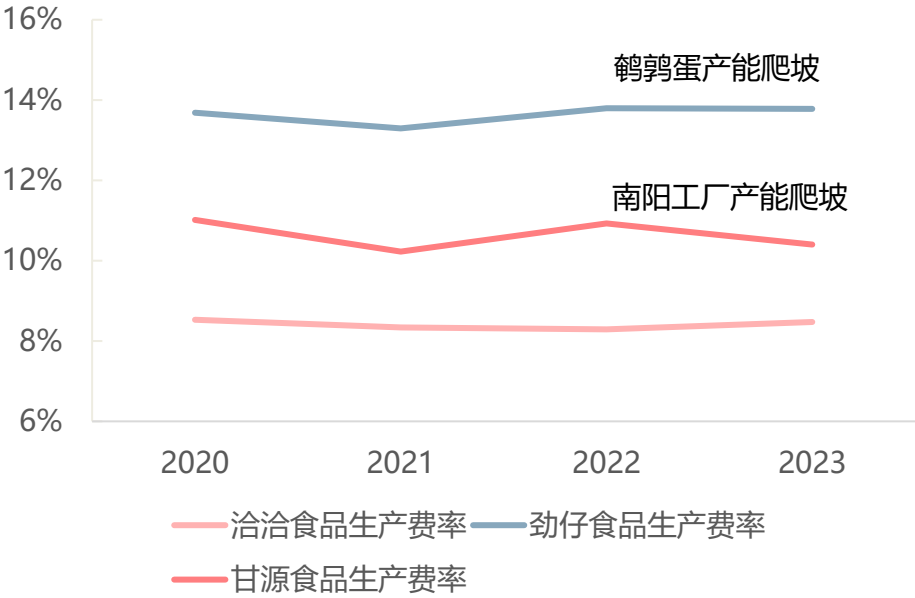
原材料价格影响通常在2个季度内修复



原材料降本及生产运输费用集约

- **生产运输费用：盐津铺子、劲仔食品产能爬坡提效，三只松鼠生产集约化具空间。**
- ✓ **生产费率提效源于管理优化与产能爬坡**，后者优化效果更为明显，受益标的**盐津铺子、劲仔食品**。零售型企业随着自产比例提高，预计短期生产费率将略有上升，但通过缩减产业链层级，长期利大于弊。
- ✓ **集约化生产优化运输费率**。厂商以第三方物流配送结合自主建设智能化仓储模式为主，竞争壁垒较低，优化空间有限。**三只松鼠**通过建设集约化生产基地提高物流效率，改善以往代工厂分散导致物流费用较高的情况。

新品产能爬坡带来提效空间



集约化生产基地提效

公司	物流建设	仓储建设
洽洽食品	第三方配送	建立智能立仓，订单通过智能系统下发
劲仔食品	第三方配送	上线WMS仓储管理系统
盐津铺子	自有配送与第三方配送相结合	全数字化管理模式（WMS系统和TMS系统）
甘源食品	第三方配送	采用仓储管理系统进行数字化管理
三只松鼠	筹划建立集约化生产基地优化物流配送。 自有配送与第三方配送相结合	联合上游多家供应商推动工厂直发，缩减仓储层级

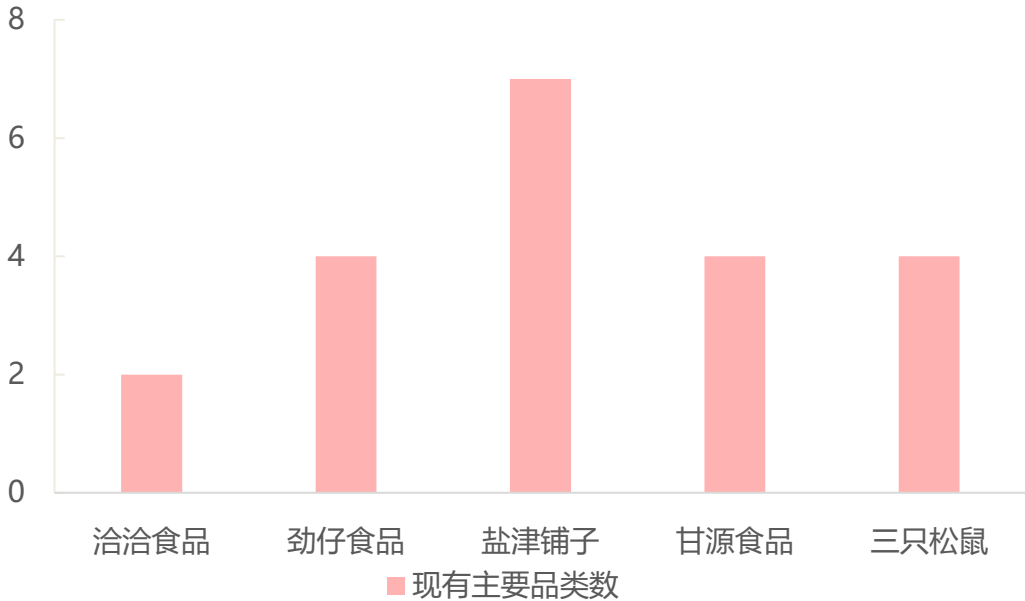
硬实力②：产品储备研发

- 横向拓品开发上，盐津铺子、三只松鼠具相对优势；纵向SKU更新上，矩阵型与大单品型公司更易创新。零食量贩门店平均每月迭代100+产品，吸引消费者进店尝鲜。因此，横向拓品开发与纵向SKU更新是量贩零食业态对上游零食供应商的基本诉求。
- 横向：矩阵型和零售型公司具备更强大的品类研发能力。矩阵型公司中盐津铺子能力优秀，现有7大品类，计划未来每隔1-2年新增1个品类。零售型公司三只松鼠过往选品经验丰富，善于挖掘潜在畅销品类，开发出手撕面包等多个10亿级零食细分品类。

量贩零食业态维持较快产品更新

公司	产品SKU	产品更新情况
零食很忙	1600+	每月迭代5%产品SKU
赵一鸣	2000+	每月迭代100+产品SKU
好想来	1600+	每月更新200品种
老婆大人	3000+	每月更新100+产品SKU
零食有鸣	1500+	每月更新100产品SKU

矩阵型与零售型公司品类开发占优



横向拓品开发+纵向SKU更新

- **纵向：大单品型与矩阵型公司具备优势。**
- ✓ **大单品型公司：**单一品类培育和创新上优势较大，通过自主研发，实现品质升级，满足消费升级需求，延长产品生命周期。
 - ✓ **矩阵型公司：**产品SKU储备丰富，通过自主研发，能够不断进行口味优化微调，汰换相对弱势SKU，紧跟消费者口味变迁潮流。
 - ✓ **零售型公司：**三只松鼠采用平台化合作研发模式，联合知名外部机构在产品口味上持续创新。

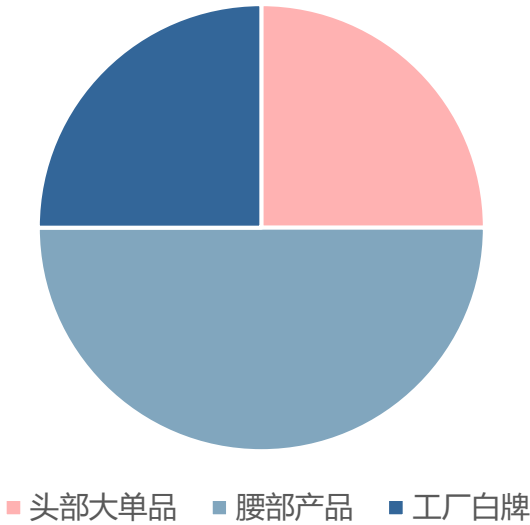
大单品型与矩阵型公司具备纵向产品SKU更新优势

类型	公司	产品SKU迭代情况	产品研发模式
大单品型	洽洽食品	从15年聚焦主业至今，陆续推出蓝袋、葵珍等品质升级新品	公司内部自主研发
	劲仔食品	23年推出品质更好的深海鳀鱼进行试销 24年计划推出保鲜要求更高的短保豆干新品	独立研发部门+食品研究院
矩阵型	盐津铺子	辣卤：陆续推出魔芋丝、素毛肚、麻辣棒霸道辣条，持续口味创新 海鲜零食：推出“31°鲜”鱼豆腐，持续优化鱼豆腐口感，陆续推出一系列新品	采用“研发-试产-试销-量产”的“实验工厂”模式
	甘源食品	对花生产品进行口味创新，陆续推出南乳、五香等口味 对夏威夷果、松子仁和腰果等坚果产品进行口味创新，陆续推出芥末味等口味	公司内部自主研发
零售型	三只松鼠	公司围绕坚果主品类，陆续推出多种口味、多种规格	采用平台化合作研发模式，通过成立食品研究院，联合知名外部机构形成产学研一体化

硬实力③：大单品打造

- **大单品打造能力是量贩零食业态对于上游零食供应商的高阶诉求：洽洽食品、劲仔食品、三只松鼠相对占优。**
- ✓ 量贩零食进入下半场，客流争夺随着门店加密而更加激烈。各公司均有代表性的亿级大单品，可起到终端引流作用。比较而言，大单品型公司凭借十亿级大单品，具备相对优势。零售型公司三只松鼠的坚果品类占据消费者心智，对终端引流助力较大。

大单品承担量贩零食终端引流作用



大单品型公司与零售型公司在大单品打造上更有优势

类型	公司	代表型大单品	大单品规模
大单品型	洽洽食品	瓜子/坚果类	瓜子：42.7亿/坚果类：17.5亿
	劲仔食品	鱼干/鹌鹑蛋	鱼干：12.9亿/鹌鹑蛋：超过3亿
矩阵型	盐津铺子	魔芋	4.8亿
	甘源食品	口味型坚果	4.3亿
零售型	三只松鼠	坚果类	坚果类：38.1亿

硬实力总结

综合三项硬实力：我们认为盐津铺子、三只松鼠、劲仔食品相对占优。

盐津铺子、三只松鼠、劲仔食品硬实力整体占优

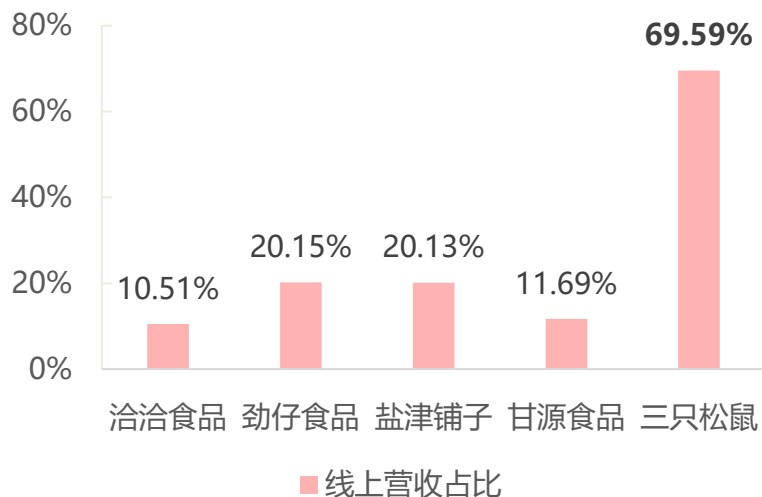
类型	公司	产业链提效能力	产品储备与研发更新能力	大单品打造能力
大单品型	洽洽食品	通过订单农业模式保证葵花籽价格稳定	依靠产品品质升级实现纵向产品SKU升级	瓜子超过40亿
	劲仔食品	海外设立“鲜鱼初加工”公司	开发鹌鹑蛋新品类，实现横向品类扩张；依靠产品品质升级实现纵向产品SKU升级	小鱼干超过10亿
矩阵型	盐津铺子	投资魔芋、鹌鹑蛋、马铃薯粉生产项目	通过内部研发机制，横向品类持续扩张；产品口味迭代迅速，产品SKU升级快	魔芋、鹌鹑蛋持续扩大规模
	甘源食品	采用稻米油以代替棕榈油	产品口味迭代迅速，产品SKU升级快	口味型坚果超过4亿
零售型	三只松鼠	通过规模增加直采优势	选品经验丰富，挖掘潜在畅销产品，横向品类扩张能力优秀	坚果类近40亿

软实力①：渠道利益平衡处理

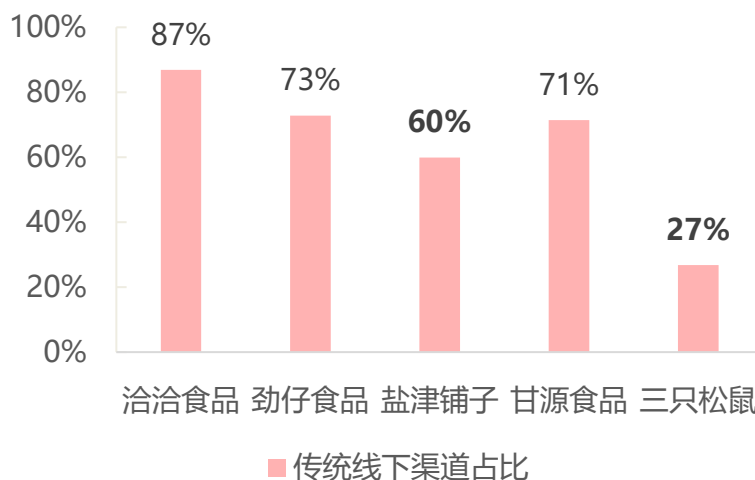
□ **渠道利益平衡处理，三只松鼠、盐津铺子占优。**量贩零食渠道与其他线下渠道存在天然利益冲突，供应商通常使用价格红线管控、组织架构改造、差异化产品矩阵来处理渠道间利益冲突。其中差异化主要更高规格包装，壁垒较低非讨论重点。

✓ **价格红线管控：矩阵型及零售型公司处理相对容易。**三只松鼠线上占比70%最高，加之线上与量贩渠道之间价差较窄，利益平衡相对不难；盐津铺子传统渠道占比走低，利益平衡环境持续优化；同为矩阵型公司的甘源食品也积极拥抱量贩。大单品型公司传统线下渠道占比较高，对价格体系冲击容忍度相对较低。

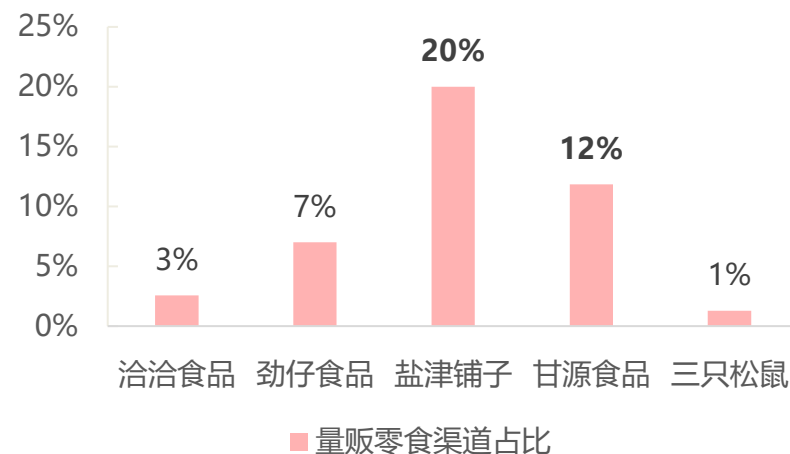
零售型线上渠道占比高



三只松鼠、盐津铺子传统线下渠道占比低



盐津铺子、甘源食品积极拥抱量贩渠道



价格红线管控+组织架构改造

✓ **组织架构改造：**矩阵型公司多为渠道事业部制，公司层面协调执行效率更高，更易平衡多个渠道利益。大单品与零售型公司对产品SKU或品类较为看重，事业部内部协调多个渠道，相较而言平衡难度及执行效率仍有空间。

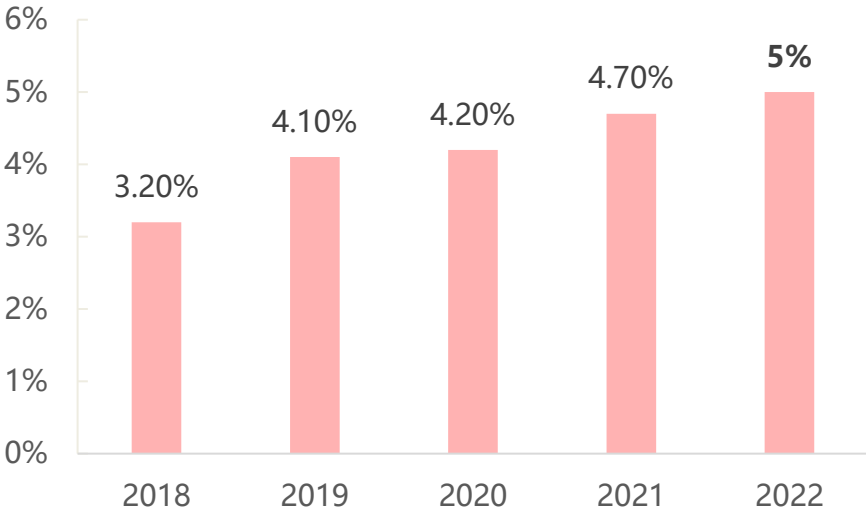
矩阵型公司组织架构改造更适配量贩零食

类型	公司	组织架构改造
大单品型	洽洽食品	事业部调整为品类中心，品类中心负责产品全渠道运营；销售中心成立国葵/坚果销售铁军，双方协同发展。
	劲仔食品	成立大包装事业部，并搭建散称专业团队；销售渠道进一步细化，线上分为传统分销、新媒体和社区团购等部门，线下分为现代、流通、国际贸易和总部特渠部门（对接量贩零食系统）。
矩阵型	盐津铺子	各事业部各自管理其区域或其渠道的全面运营，其中定量装事业部分管量贩零食系统。由于公司层面资源倾斜，量贩零食渠道持续抢占商超渠道资源。
	甘源食品	区域模式调整为八大事业部制，以提高对各个渠道的反应速度，包括袋装、散装、电商、零食直营、大客户、流通、特渠和外贸，其中零食直营事业部负责量贩零食系统。
零售型	三只松鼠	从以往线上的“店铺运营”转向“品类运营”，组建坚果超级事业部，内部管理上实现一品一群、一供应链一群；同时升级分销事业部组织架构，划分六大经销大区及平台分销、KA、新渠道九大销售业务单元。

软实力②：深层绑定量贩体系

- ❑ **深层绑定量贩零食体系，三只松鼠、盐津铺子占优。** 借鉴海外量贩与国内商超发展，未来量贩零食业态可能会发力自有品牌以提高盈利能力。从长远看，零食供应商更应思考如何深度绑定量贩零食体系，利用该体系高周转、快速感知需求偏好变化等特点，提高自身经营壁垒。
- ✓ **三只松鼠通过自主打造线下社区品质终端，逐步深化绑定量贩零食业态。** 其终端门店在单店面积、SKU数、产品性价比上都对标量贩零食终端。同时，公司地处当前量贩零食终端主要增量区域，具备区位优势。
- ✓ **盐津铺子通过参股下游量贩零食系统以实现深度绑定。** 23年公司出资3.5亿元投资零食很忙，以完善终端铺市，并提升单店SKU数量。长期而言，公司有望借助量贩零食业态快速对接需求变化，加速产品迭代，强化品牌影响力。

自有品牌是零食业态发展趋势



■ 中国TOP100超市自有品牌销售占比

上游零售供应商参股下游量贩零食系统

品牌	最新融资时间	融资轮次	融资金额	主要投资方
零食很忙	2023.12	战略投资	10.5亿	好想你、盐津铺子
	2023.11	合并	N/A	赵一鸣
	2021.4	A轮	2.4亿	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	2023.11	合并	N/A	零食很忙
	2023.8	A轮	1.5亿	黑蚁资本领投，良品铺子跟投
老婆大人	2023.9	收购	867.75万	万辰集团
恰货铺子	2023.8	战略投资	数千万	零食很忙
零食有鸣	2023.5	B+轮	N/A	昇望基金领投，嘉御资本跟投

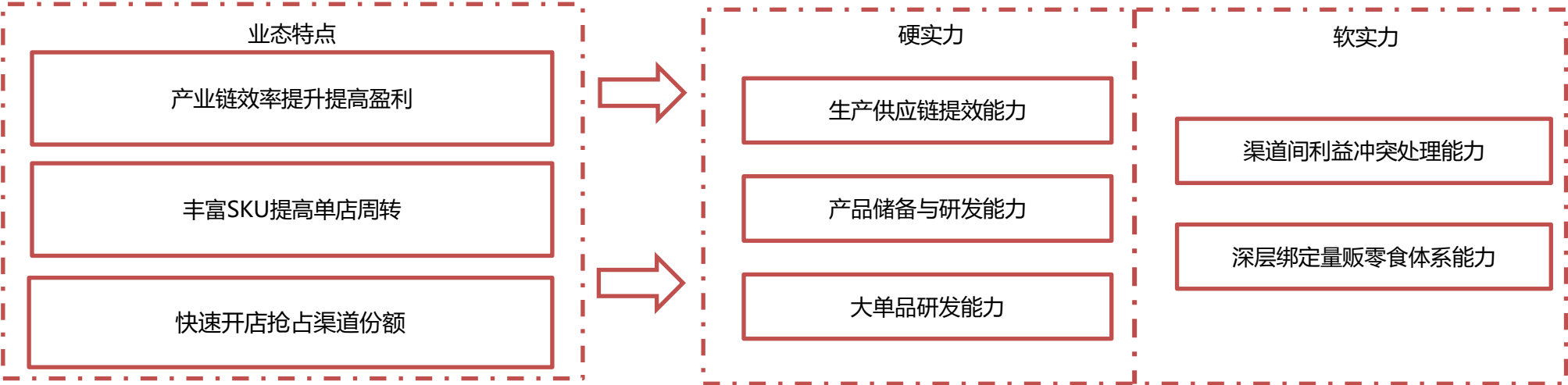
软实力总结

综合两项软实力，我们认为三只松鼠、盐津铺子相对占优。

三只松鼠、盐津铺子软实力整体占优

类型	公司	渠道间利益冲突处理能力	深层绑定量贩零食体系
大单品型	洽洽食品	传统线下渠道占比高，注重大单品价格体系，渠道间利益冲突处理较为困难，参与量贩零食体系态度较为克制。	N/A
	劲仔食品	组织架构根据产品、规格划分，事业部内部处理渠道间利益冲突。	N/A
矩阵型	盐津铺子	传统线下渠道占比下降，同时通过丰富SKU矩阵调配，投放冲突相对较小的产品，渠道间利益冲突处理较为容易。	参股零食很忙
	甘源食品	组织架构根据渠道特点设立，公司层面协调渠道间利益冲突。	N/A
零售型	三只松鼠	线上占比较高，与量贩渠道的利益冲突程度较小，处理较为容易。组织架构根据渠道特点细化，事业部内部处理渠道间利益冲突。	自主打造社区品质零食店

综合推荐三只松鼠、盐津铺子



公司	硬实力	软实力
三只松鼠	公司通过打造五大产业链集约生产园区，缩短产业链层级以提高效率；充分发挥电商时代优势选品经验，挖掘潜在畅销产品，优化SKU矩阵，以契合量贩零食业态。	公司线上渠道与量贩渠道不存在明显冲突，可以互补；同时，公司通过品质社区门店，直面终端流量，未来有望线上线下协同发展。
盐津铺子	公司凭借供应链持续优化与丰富的SKU矩阵，贴合当前量贩零食业态发展特点。同时，公司通过大魔王、蛋皇提高大单品培育能力，持续提高在量贩零食业态中的地位。	公司围绕渠道特点设立事业部，并通过参股积极拥抱量贩零食业态。公司有望进一步扩大量贩零食红利。

PART 3

定价：从硬软实力看零食标的投资

三只松鼠整体规划

□ 三只松鼠5月底举办全域生态大会，对未来3年产品及渠道进行全面规划，管理层积极性较高。我们认为公司完成3年200亿（含税）目标成功率较高，坚果自供带动供应链提效，以及社区品质终端深度参与量贩零食业态，公司远期空间进一步打开。

三只松鼠全域生态大会反馈	
公司目标	26年实现含税营收200亿，管理层对实现目标信心较为充足。
产品规划	26年坚果目标100亿，果干30亿。对应10亿+品类3个（每日坚果、夏威夷坚果等）、5亿+品类5个（纸皮核桃、手剥巴旦木、开心果、芒果干、甘栗仁）、1亿+品类20个。其他零食3年争取百亿，产品经理扩招保障SKU全品类拓宽，供应链提效以提高盈利能力。
渠道规划	线上线下3年目标各百亿。线上全渠道快反战略、线下拟以百万终端冲击百亿规模，其中区域经销商60亿、KA商超20亿、礼品团购20亿。公司主要渠道打法为“D+N”，即通过抖音等短视频平台进行产品内容打造与高效传播，在N个渠道进行快速放量。
抖音渠道	从流量感知消费者偏好变化，并及时更新产品，到25年建立100个直播间，每日产生1000条短视频，分销1000个大单品。
品质社区门店4.0	公司计划24H1前新开133家。通过5大多元化门店组合，降低加盟门槛，6-7月计划更新60%产品，产品适配度持续提高。组织架构上总部、加盟商、运营部结合，降耗提效。
供应链提效	打造产业链集约生产园区，通过与全球头部原材料生产基地深化合作（合资建厂、投资入股、战略协议等方式）保障原材料价格。组织架构上缩减层级，通过数字化手段提高市场反馈效率。

定价探讨：收入空间-线上测算

- 中期维度，我们测算三只松鼠线上渠道突破百亿，线下渠道近70亿。线上渠道：
- ✓ 抖音电商：23年12亿对应25+直播间，25年目标直播间100+，同时导入高客单价的礼盒产品，保守预计26年达64亿。
 - ✓ 传统电商：23年天猫+京东29亿，渠道流量见顶，保守预计在抖音电商带动下，平稳发展，26年持平略增达30亿。
 - ✓ 其他电商：23年8亿，包括微信私域、拼多多等渠道，部分优秀平台月销破千万。保守预计26年达12亿，对应CAGR达15%。

三只松鼠线上渠道空间测算

	抖音电商	传统电商	其他电商
23年收入（亿元）	12.04	29.35	8.12
23年渠道规模（亿元）	470	968	914
当前发展特点	行业高速发展，从达人带货向品牌自营演变。	渠道流量见顶，后续增长乏力。	私域电商重要性逐渐提高。
预期空间测算依据	主要增量来自于直播带货。公司现有直播间25+目标26年直播间达到100+。同时，公司导入相对高价的礼盒产品，带动客单价提升。	天猫/京东流量见顶，在抖音渠道带动下，保持现有体量。	主要增量来自于私域等平台，部分优秀平台可以实现月销破千万，假设23-26每年同比增长15%。
三只松鼠预期空间（亿元）	64	30	12

定价探讨：收入空间-线下测算

- 中期维度，我们测算三只松鼠线上渠道突破百亿，线下渠道近70亿。线下渠道：
- ✓ 传统分销：23年16亿，对应10万家终端，公司目标26年100亿，主要增量来自于区域分销的下沉铺货，我们预计26年收入近40亿。对标线下铺货相对成熟的洽洽食品（超60万家终端），保守预计公司26年线下终端达25万家。
 - ✓ 品质社区：23年0.92亿，对应149家，公司23Q4发力，我们预计**26年收入近30亿**。从开店空间看，我们测算华东地区量贩零食终端稳态下仍有超过7000家增量，保守预计26年公司社区终端达1075家。从单店收入看，对标万辰集团（23年单店收入353万/年），考虑到公司部分社区终端门店较小，叠加终端加密导致单店收入下降，保守预计26年公司单店收入达300万/年。

三只松鼠线下渠道空间测算

	传统分销	品质社区店
23年收入（亿元）	16.41	0.92
23年零食线下规模（亿元）	8839	809
当前发展特点	受量贩零食冲击，商超渠道增长乏力。	高景气延续，华东二三线城市成为终端增量主要来源。
预期空间测算依据	(1) 24-26主要增量为区域分销的下沉终端铺户。计划24-26终端从10万家增长至100万家。其他渠道增长幅度有限。 (2) 参考当前线下铺户相对完善的洽洽食品，掌握超60万家终端。预计公司26年能掌握终端约20万~30万家。对应26年传统分销规模约30-50亿。保守估计，以中值看，预计26年传统分销规模近40亿。	(1) 现有终端门店200+，我们测算华东地区量贩零食市场稳态下仍有近7000终端门店增量空间，保守预计26年公司品质社区终端达1075家。 (2) 对标万辰集团23年单店收入353万/年，由于公司部分社区终端门店较小，对应客流有限；叠加终端门店加密后，单店收入下降，保守预计26年单店收入达300万/年。综合量价对应26年品质社区门店收入近30亿。
三只松鼠预期空间（亿元）	38.8	29.6

定价探讨：三只松鼠

□ **三只松鼠：考虑坚果自供比例提高+线上线下全面拥抱性价比，公司从线上运营演化为全渠道供应商，保守/中性/乐观净利率4.85%/5.78%/6.88%，当前股价对应26年PE分别为10.2X/8.6X/7.2X，相较于成熟企业仍有较大提升空间。**

✓ **毛利率&供应链：**当前坚果自供比例40%，通过建设集约化生产基地，中长期自供比例有望达到80%。我们测算，在其他条件不变下，坚果自供比例达80%，则对应公司毛利率达24.2%，相较23年仍有近1pct空间。

✓ **销售&管理费率：**据婵妈妈，23年至24年5月抖音渠道中自营占比近50%，高于盐津铺子（<15%），抖音自营具备规模效应，可以摊薄前期投入，未来销售费率仍有下降空间，而达人带货采用商品佣金率制，规模效应有限。管理费率持续优化，23年末员工总人数相较20年下降55%至2294人。

□ **盈利空间与估值：**假设26年坚果自供比例达80%，保守/中性/乐观情景下，预计归母净利率为4.85%/5.78%/6.88%，对应归母净利润为8.60/10.25/12.20亿元。当前股价对应26年PE分别为10.2X/8.6X/7.2X，相较于零食成熟企业洽洽食品（14X），估值仍有较大提升空间，供应链提效与费效比优化是核心催化因素。

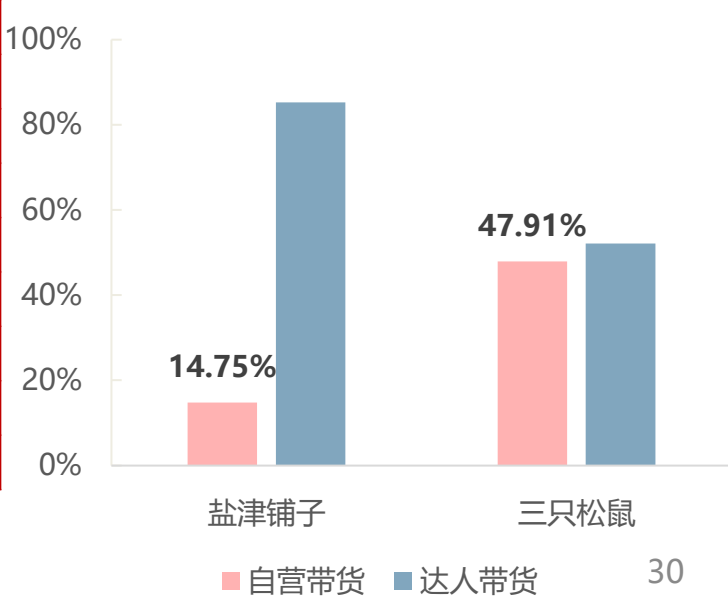
三只松鼠26年毛利率测算

	坚果自产比例40%	坚果自产比例60%	坚果自产比例80%
坚果品类占比营收50%	22.95%	23.55%	24.16%
坚果品类占比营收53%	22.90%	23.55%	24.19%
坚果品类占比营收56%	22.86%	23.54%	24.22%

三只松鼠26年盈利空间测算

	保守	中性	乐观
收入（亿元）	177		
26坚果自产	80.00%		
坚果占比	53.59%	56.35%	56.35%
毛利率	24.19%	24.22%	24.22%
销售费率	16.70%	16.30%	15.80%
管理费率	2.60%	2.10%	1.50%
净利率	4.85%	5.78%	6.88%
归母（亿元）	8.60	10.25	12.20

三只松鼠抖音渠道重视自营



定价探讨：盐津铺子

- **我们测算盐津铺子未来3年营收CAGR达24%，26年净利润达10.8亿。**当前股价对应26年PE为10.9X，参考零食成熟企业洽洽食品（14X）估值，并考虑到公司仍有品类开发能力与空间，未来估值仍有上升空间。
- ✓ **收入：公司未来3年增量主要来自于量贩与电商，预计26年营收78.5亿，23-26CAGR达24%。**量贩通过深度绑定零食很忙体系，持续提高单店SKU数量，增速预计高于量贩零食行业增速。电商随着优秀管理团队到位，依靠抖音渠道进行快速放量。
- ✓ **利润：对标卫龙美味、洽洽食品，我们预计26年公司净利率有望近14%，对应26年净利润达10.8亿。**短期由于低盈利的量贩渠道占比提高，净利率提升幅度有限。随着供应链提效深入，公司盈利能力缓步向上。
- ✓ **估值：当前股价对应26年PE为10.9X，参考零食成熟企业洽洽食品（14X），**考虑到公司仍有品类开发能力与空间，预计估值仍有上升空间，**新品类开拓与大单品打造是核心催化因素。**

盐津铺子分渠道收入与盈利空间测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	28.94	41.15	52.03	64.03	78.50
YOY		42.2%	26.4%	23.1%	22.6%
直营渠道（亿元）	3.72	3.34	3.08	2.83	2.69
YOY		-10.0%	-8.0%	-8.0%	-5.0%
经销渠道（亿元）	21.04	29.52	36.52	46.28	57.91
YOY		40.4%	23.7%	26.7%	25.1%
电商渠道（亿元）	4.18	8.28	12.43	14.91	17.89
YOY		98.0%	50.0%	20.0%	20.0%
净利率	10%	12%	13%	13%	14%
归母（亿元）	3.01	5.06	6.75	8.49	10.78
YOY		67.8%	33.4%	25.9%	27.0%

投资建议

- 上述框架结合公司边际变化我们优选三只松鼠、盐津铺子。
- 三只松鼠供应链提效+横向选品优势+坚果高效引流+自建品质社区，假设26年坚果自产比例80%，保守/中性/乐观净利率4.85%/5.78%/6.88%，当前股价对应26年PE分别为10.2X/8.6X/7.2X，相较于成熟企业仍有较大提升空间。
- 盐津铺子布局上游+横向品类开发/纵向SKU迭代+积极拥抱量贩，当前股价对应26年PE为10.9X，积极关注。

可比公司业绩估值

证券代码	证券简称	股价	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			利润CAGR
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300783.SZ	三只松鼠	21.87	87.70	2.2	3.8	5.8	8.6	69.9%	71.0%	54.4%	48.3%	23.3	15.1	10.2	57.6%
002847.SZ	盐津铺子	42.77	117.36	5.1	6.7	8.5	10.8	67.8%	33.4%	25.9%	27.0%	17.4	13.8	10.9	28.7%
003000.SZ	劲仔食品	12.05	54.35	2.1	2.9	3.7	4.8	68.2%	39.1%	25.6%	32.4%	18.6	14.8	11.2	32.3%
002991.SZ	甘源食品	60.65	56.54	3.3	4.1	5.1	6.2	107.8%	24.3%	24.5%	21.2%	13.8	11.1	9.2	23.3%
002557.SZ	洽洽食品	28.19	142.92	8.0	10.6	12.4	14.2	-17.8%	32.2%	16.7%	14.3%	13.5	11.5	10.1	20.8%
603719.SH	良品铺子	11.67	46.80	1.8	2.1	2.5	2.8	-46.3%	15.8%	19.7%	11.3%	68.5	57.2	51.4	15.5%

风险提示

- 1、新品拓展不及预期
- 2、量贩零食终端全国化布局低于预期
- 3、原材料成本上涨
- 4、市场竞争加剧

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持!

分析师：邓欣 S0010524010001