



如何看待中国零食出海机会？

——零食板块投资专题

(盐津铺子002847.SZ/甘源食品002991.SZ/三只松鼠300783.SH/卫龙美味9985.HK)

2025. 04. 24

分析师：邓 欣 S0010524010001 dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩 S0010124040001 zhengshaoxuan@hazq.com

核心结论

- ✓ 承接24年两篇深度《何为零食的硬实力与软实力240620》《从下游折扣业态看零食投资240922》，25年我们在内需大单品+性价比逻辑之上，重点提示“**零食产业链出海**”这一增量逻辑；核心回答出海背后的**增量空间、市场选择、打法选择**三大问题：
- ✓ **增量空间：东南亚零食属1500亿成长型市场，体量为中国1/3且增速高于中国，格局分散+高度开放，为中国零食出海提供天然的必争之地。**东南亚正值“品类升级（风味零食）+渠道变革（现代渠道）”窗口，零食出海有望分享“渗透率+市占率”双重提升逻辑；对标头部国际品牌与风味零食品牌在东南亚份额（3-8%/2-3%），我们认为，长期维度中国零食在东南亚**单品牌份额空间可看3-5%，合计份额空间可看15-20%，对应增量市场已超200亿元。**
- ✓ **市场选择：出海首选越南/马来/印尼市场，适度参与泰国/菲律宾市场。**越南马来印尼的共性机会在于市场规模高增+格局分散未定，尤以风味零食最为分散、机会显著；泰国机会在于均价过高可抢占格局，菲律宾机会在于规模增长及创新破局；中国品牌供应链完善，产品创新策略灵活，**差异化&性价比优势**直击传统品牌痛点；当前难点在攻破本土适配+货架壁垒，我们认为除**紧抓品类渠道变革机会**外，还可**最大化量贩出海&电商渗透**的新兴趋势，携**产业链破局新兴市场**。
- ✓ **打法选择：出海初期企业基本选择内生搭建“品牌-渠道-产能”+专设组织“本地运营”的经营模式。**打法基本锚定越/马/印/泰核心市场，产品端率先主打优势品类出海并本土化调整，渠道端设立海外组织开辟分销网络，产能端供应链出海已有同步，品牌端灵活借力新媒体新渠道影响海外用户；当前**头部零食海外贡献普遍不足10%**，但对标全球零食巨头，海外贡献**远期平均可期25-50%**。
- ✓ **全文结论：零食全产业链出海空间广阔、势在必行。**基于当前出海进展及弹性，品牌端我们综合优选**盐津铺子（29x）、甘源食品（16x）、三只松鼠（22x）、卫龙美味（29x）**，产业链我们优选关注**万辰集团（35x）**。
- ✓ **风险提示：**三方数据失真、东南亚拓展风险、竞争加剧、成本上涨、监管风险、关税风险

备注：PE对应2025/4/24收盘价。

目录

- 1. 东南亚零食市场的特征刻画
- 2. 如何看待中国零食品牌出海

PART 1

东南亚零食市场的特征刻画

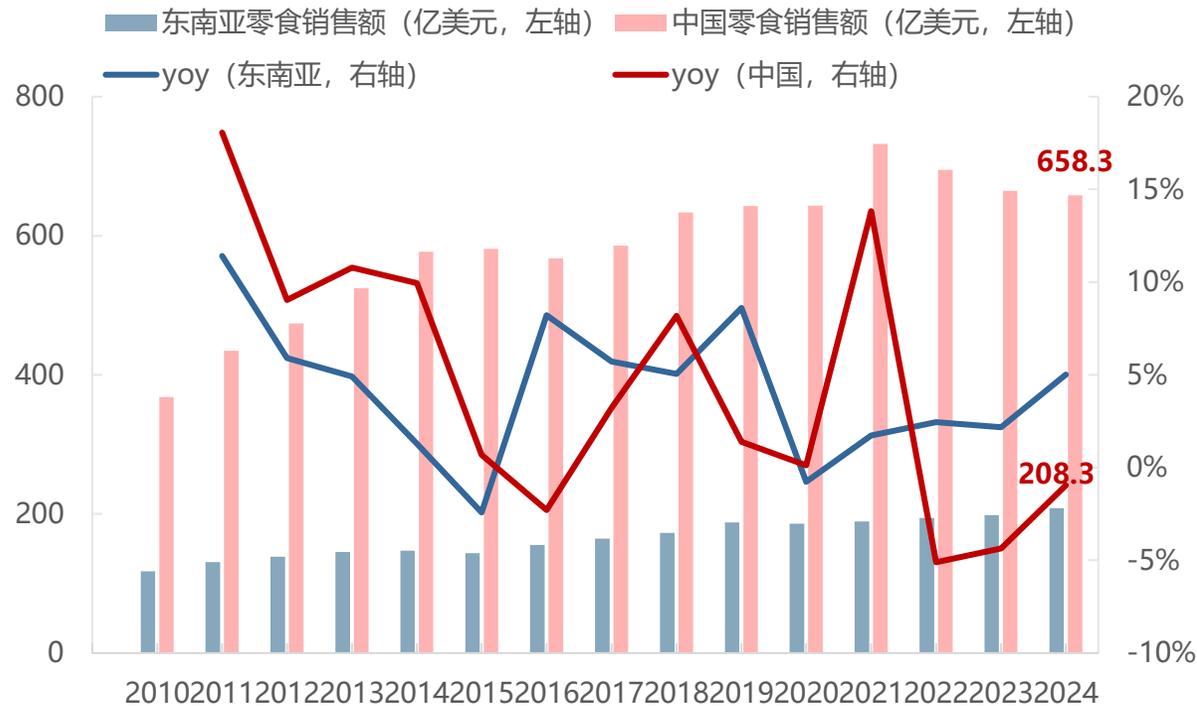
东南亚：1500亿成长型市场

成长市场：东南亚零食市场容量达中国体量1/3且成长性高于中国，5大市场占比92%，印、菲、泰、越、马为突破核心。

规模：24年东南亚零食终端208.3亿美元，已是中国市场658.3亿美元体量的1/3；分国别看，印尼（为第二名两倍）、菲律宾、泰国、越南、马来5国合计占92%，为未来突破核心。

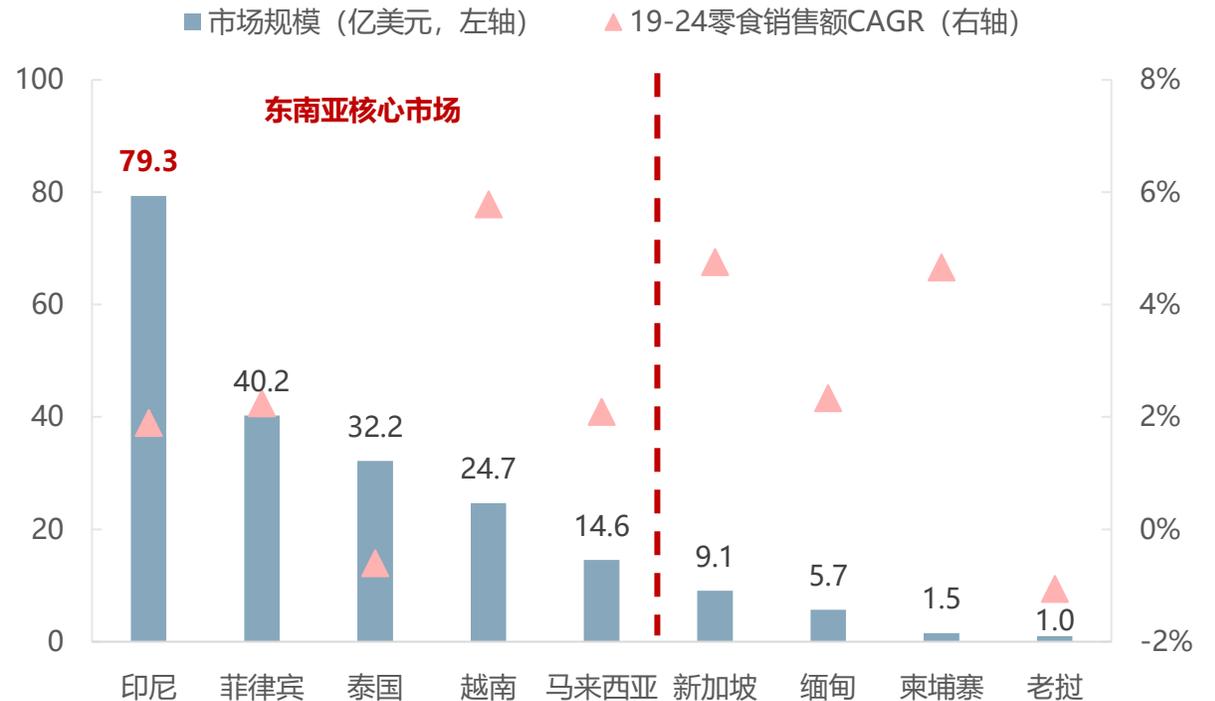
增速：从整体看，东南亚过去5年Cagr2.1%>中国同期Cagr0.5%；分国别看，**越南成长最为领先**（Cagr5.8%远高于其它）；**马来、新加坡、柬埔寨**相对较快；**泰国、老挝**则相对最慢。

东南亚零食市场增速快于国内



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

越南增速最快，印尼规模最大



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

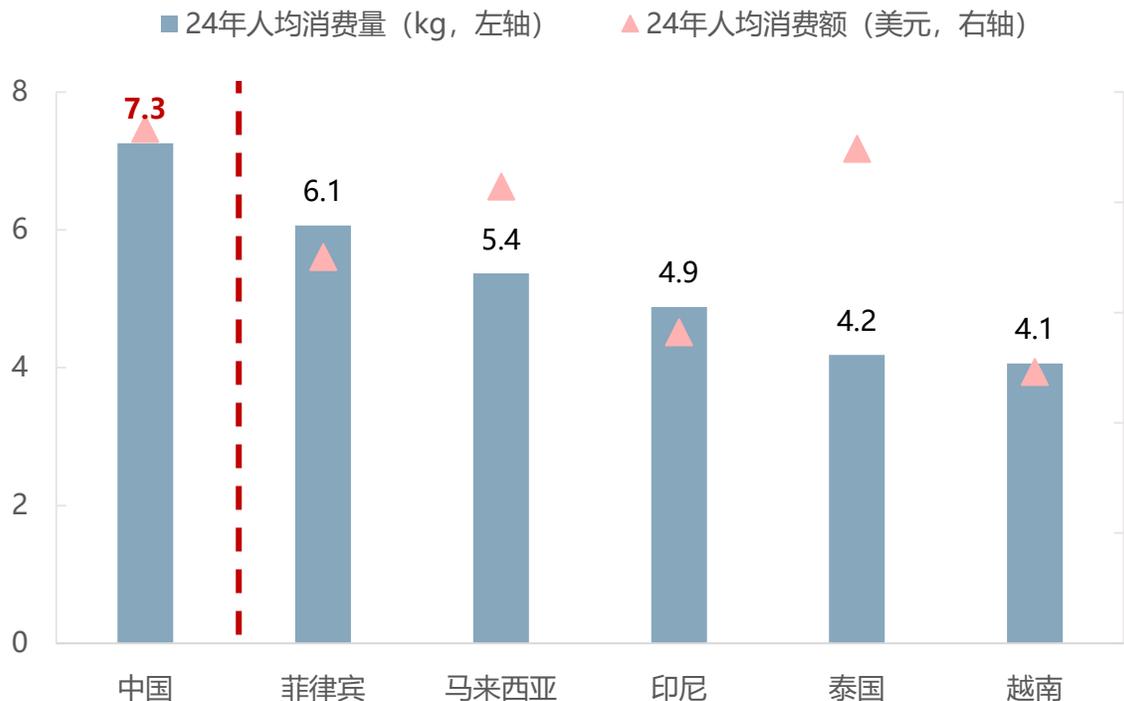
量价拆分：渗透空间+格局空间

拆分量价：5大核心市场人均消费量/额皆普遍低于中国，越南存渗透提升潜力、泰国存格局替代机会。

人均：核心5国人均量/额基本低于中国人均（量7.3kg/额46.7美元），预示以越南为代表的东南亚各国皆有提渗透机会。

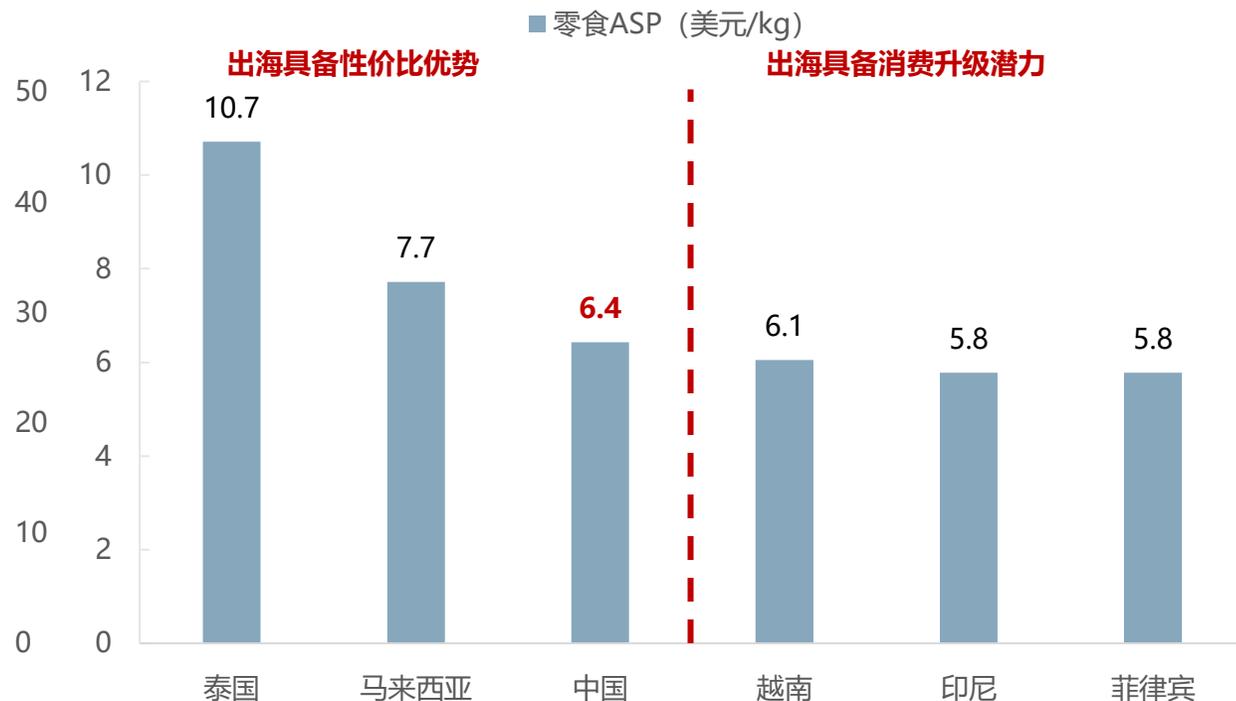
ASP：越南、印尼ASP与中国基本相当；而泰国、马来ASP明确高于中国，预示还存性价比抢占格局机会。

东南亚零食渗透率具备较大提升潜力



资料来源：Euromonitor, 世界银行, wind, 华安证券研究所

中国出海具备性价比优势与消费升级潜力



资料来源：Euromonitor, 华安证券研究所

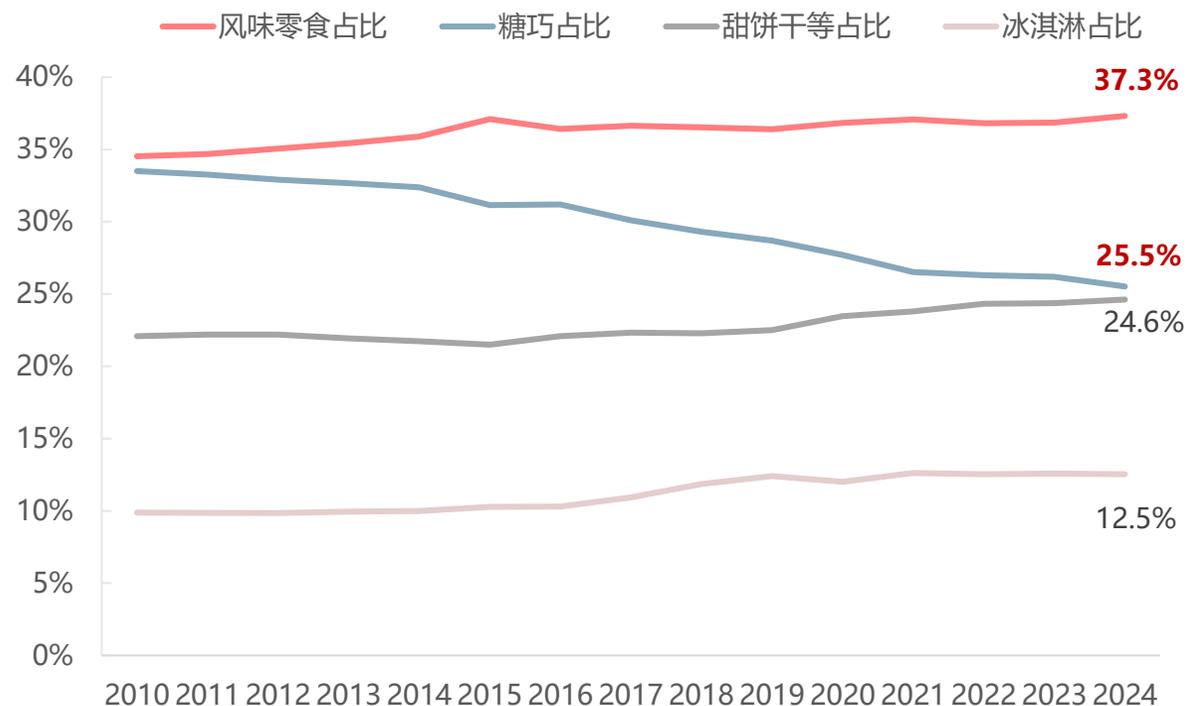
品类拆分：风味零食替代传统糖巧

从品类看，风味零食持续替代传统糖巧，健康升级+风味创新为零食出海提供格局窗口。

品类结构：核心5国24年风味零食、糖巧占比37.3%、25.5%，相较10年提升2.8pct、下降8pct，反映传统糖巧占比显著走低，背后为低脂化植物化健康化升级；

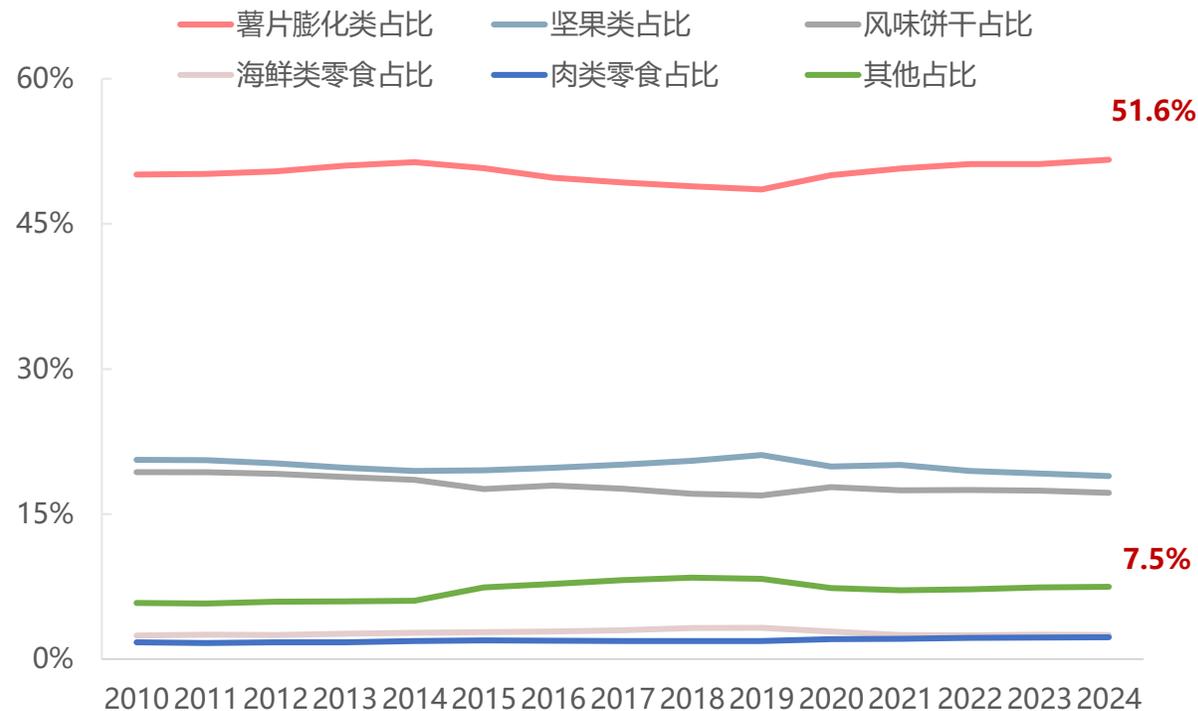
风味零食中核心品种薯片膨化占比51.6%相对稳定；坚果类/风味饼干占比略有下降1-2pct；其他风味零食占比持续提升（10年5.8%~24年7.5%），反映东南亚风味零食出现口味化创新化趋势。

东南亚风味零食占比持续提升



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

风味零食细分结构



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

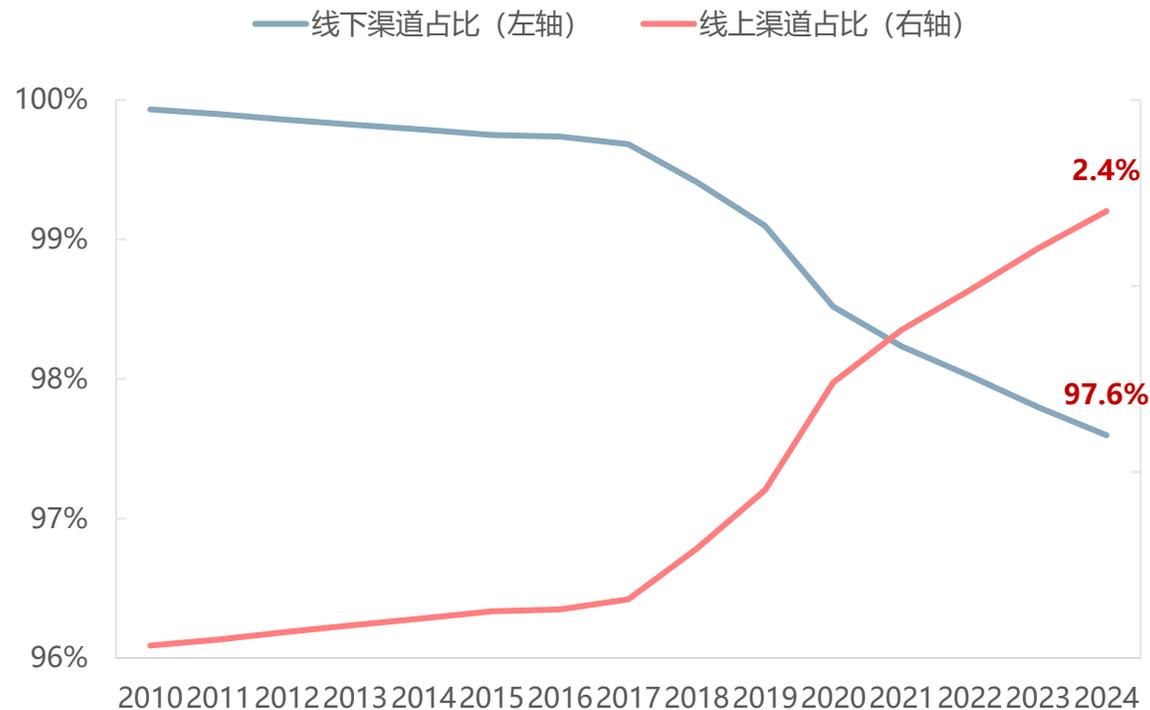
渠道拆分：CVS&线上替代传统杂货

从渠道看，CVS和线上持续替代杂货渠道，渠道变革将为零食出海创造另一格局机会。

渠道结构：核心5国以线下主导（24年占比97.6%），但线上正值快速提升（自18年0.6%至24年2.4%）向上1.8pct；

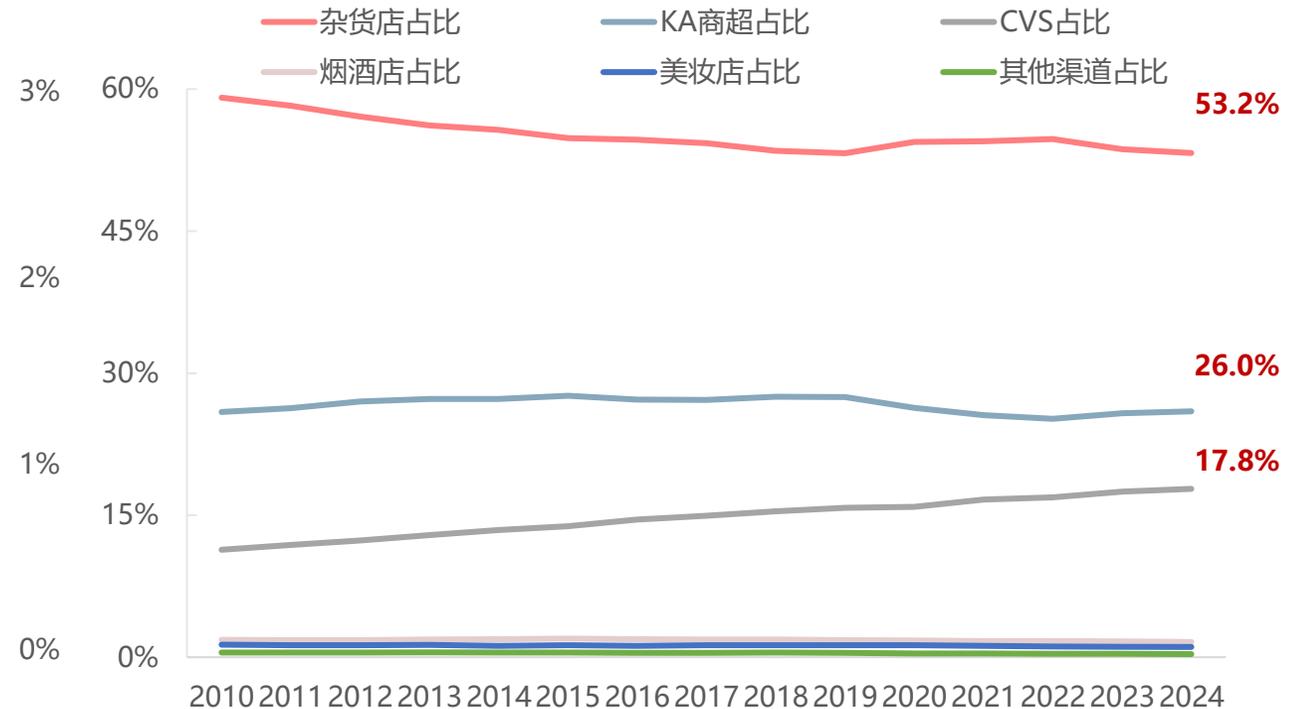
线下渠道以传统杂货为核心，占据半壁江山53.2%（下降趋势）；KA商超渠道占比26%（相对稳定）；近年CVS占据17.8%（快速下沉）且仍在持续替代传统杂货；反映东南亚正处零食渠道重构的变革窗口。

东南亚线下渠道占据主导



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

线下渠道细分结构



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

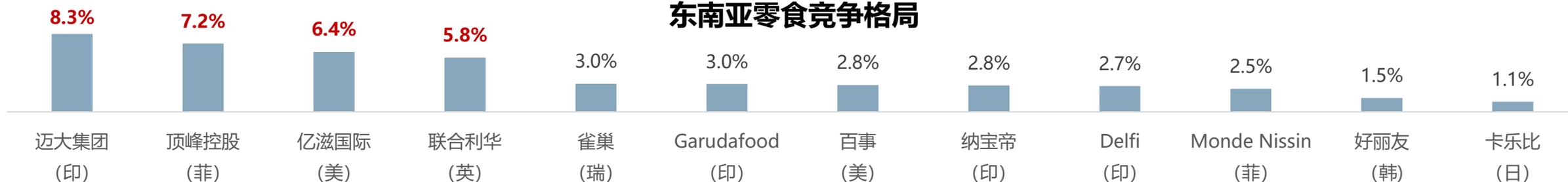
整体格局：极其分散，本土与国际共生

当前格局：极其分散，CR5仅30.6%/CR10仅44.4%，总体形成“本土品牌基地拓展/国际品牌全面布局”的局面。

第一梯队：迈大、顶峰、亿滋、联合利华，份额介于5-8%左右（迈大&顶峰为本土龙头，背靠市场容量居前的印菲基地市场；亿滋国际&联合利华为国际品牌，更偏多地全面布局）。

第二梯队：雀巢、百事、Garudafood等，份额介于1-3%（印尼品牌GF/纳宝帝/Delfi、菲律宾品牌MN分别占据基地市场不同的优势品类获得领先；欧美品牌雀巢/百事同样布局全面；相较而言日韩品牌好丽友/卡乐比的区域布局略显初期）。

东南亚零食竞争格局



24年终端销额 (亿美元)	迈大集团 (印)	顶峰控股 (菲)	亿滋国际 (美)	联合利华 (英)	雀巢 (瑞)	Garudafood (印)	百事 (美)	纳宝帝 (印)	Delfi (印)	Monde Nissin (菲)	好丽友 (韩)	卡乐比 (日)
核心品类	糖巧/甜饼干	糖巧/风味零食/甜饼干	糖巧/甜饼干	冰淇淋	糖巧/冰淇淋	风味零食 (膨化/坚果)	风味零食 (膨化)	甜饼干	糖巧	风味零食 (饼干) / 甜饼干	风味零食 (膨化)	风味零食 (膨化)
印尼	14.43	0.58	3.82	4.97	0.90	5.61	-	3.96	4.46	0.71	-	1.64
菲律宾	0.68	11.14	1.35	2.77	0.98	-	0.75	0.38	0.69	3.89	-	-
越南	0.20	-	2.73	0.22	0.24	-	0.88	0.69	0.00	-	2.81	-
马来西亚	0.16	0.46	1.96	1.00	2.18	0.04	0.04	0.32	0.02	-	-	-
泰国	0.30	1.64	2.31	2.03	1.38	-	3.76	-	0.06	0.10	-	0.40
五国合计	15.77	13.82	12.16	10.99	5.67	5.64	5.43	5.36	5.21	4.69	2.81	2.04

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

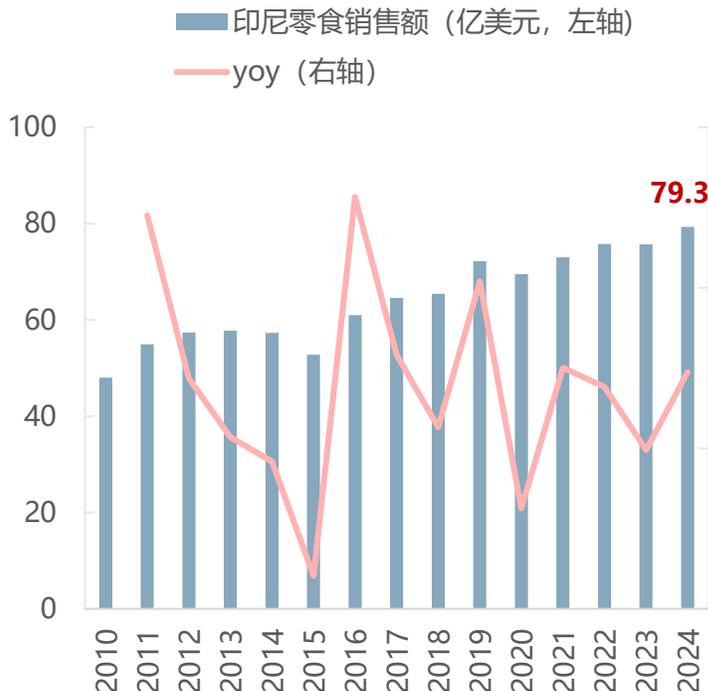
印尼：体量最大，品类迭代+CVS扩容

印尼市场容量居首（人口最多），79亿美元直接占据东南亚4成，5年Cagr1.9%仅略慢于整体Cagr2.1%。

从品类看，风味零食+甜饼干持续替代传统糖巧，5年Cagr2.6%/5.1%，糖巧规模呈现直接萎缩，5年Cagr-2.7%；

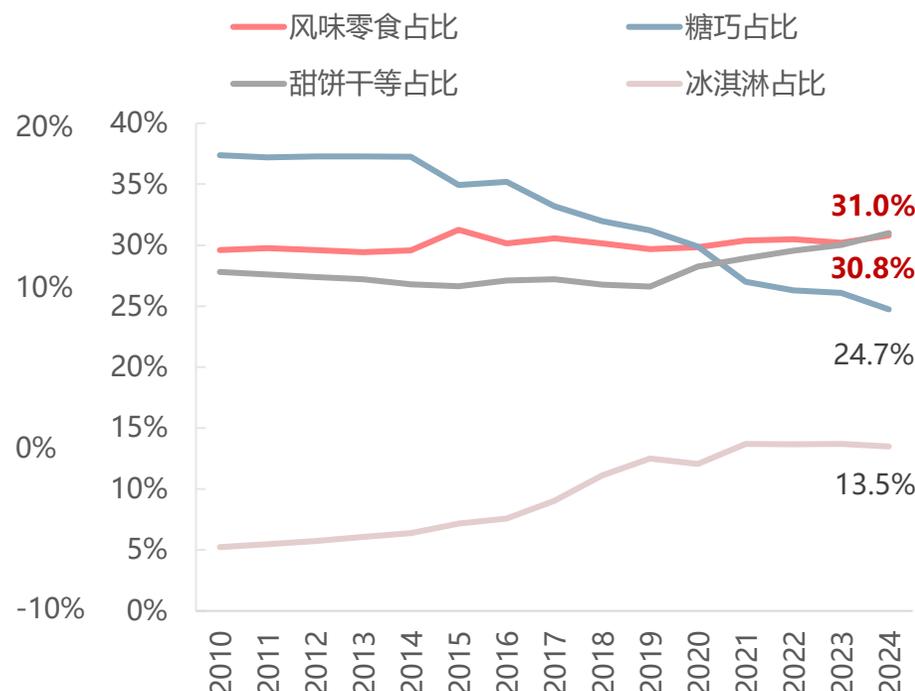
从渠道看，线下线上各自占比97.8%2.2%，杂货渠道占比持续下降，CVS持续扩容并反超商超成第二渠道，两大知名CVS巨头Indomaret和Alfamart逐步形成垄断地位，反映印尼市场高效供应链+性价比产品+便利服务已成渠道变革趋势。

印尼零食市场相对成熟



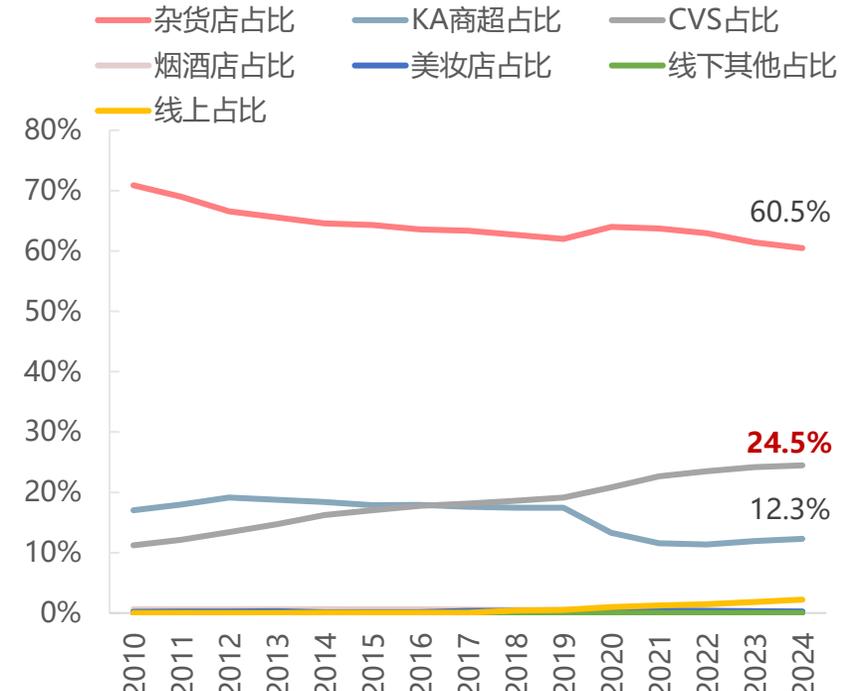
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

印尼零食品类升级持续



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

印尼CVS扩容



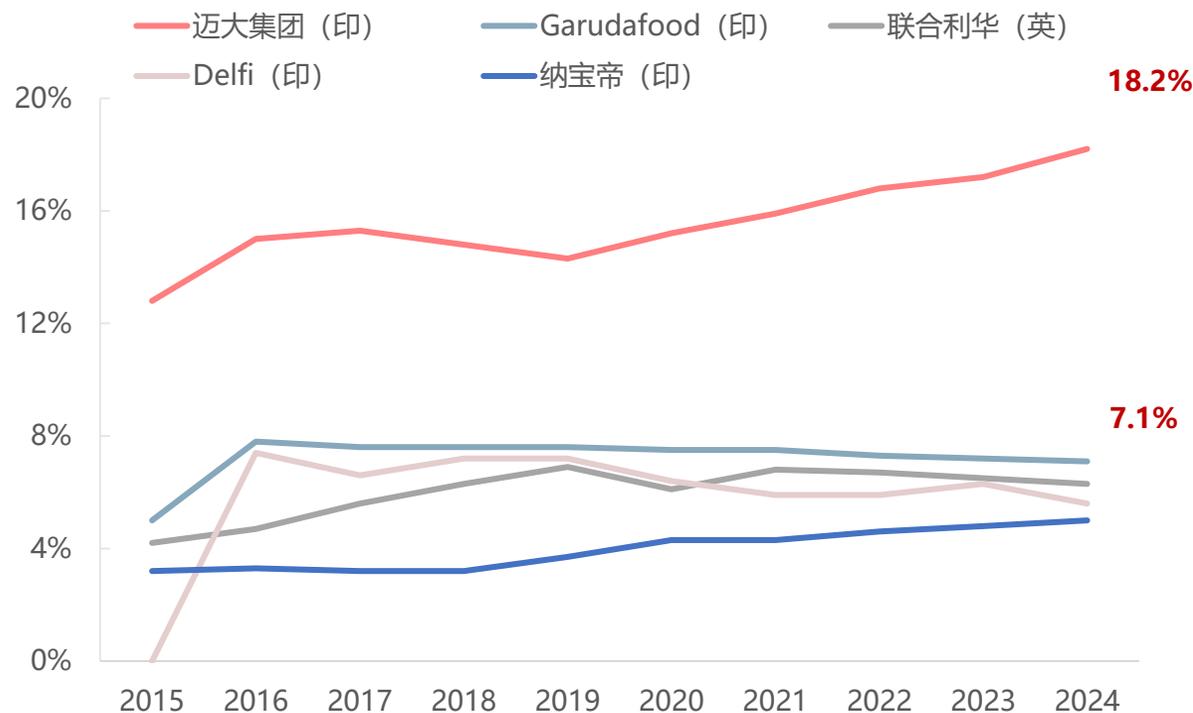
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

印尼：本土强势，风味零食为突破关键

印尼格局：“一超多强+本土强势”，但集中度整体偏低（CR3为31.6%/CR5为42.2%）。本土迈大集团以份额18.2%遥遥领先，在糖巧/甜饼干以21.1%/33.9%份额第一远超其它；GarudaFood主打风味零食（膨化、坚果）以14.9%份额第一/整体第二；Delfi和纳宝帝则主打巧克力及威化饼；CR5中仅联合利华一家外资品牌；我们预计与印尼政策壁垒+宗教信仰所致的额外产品认证有关。

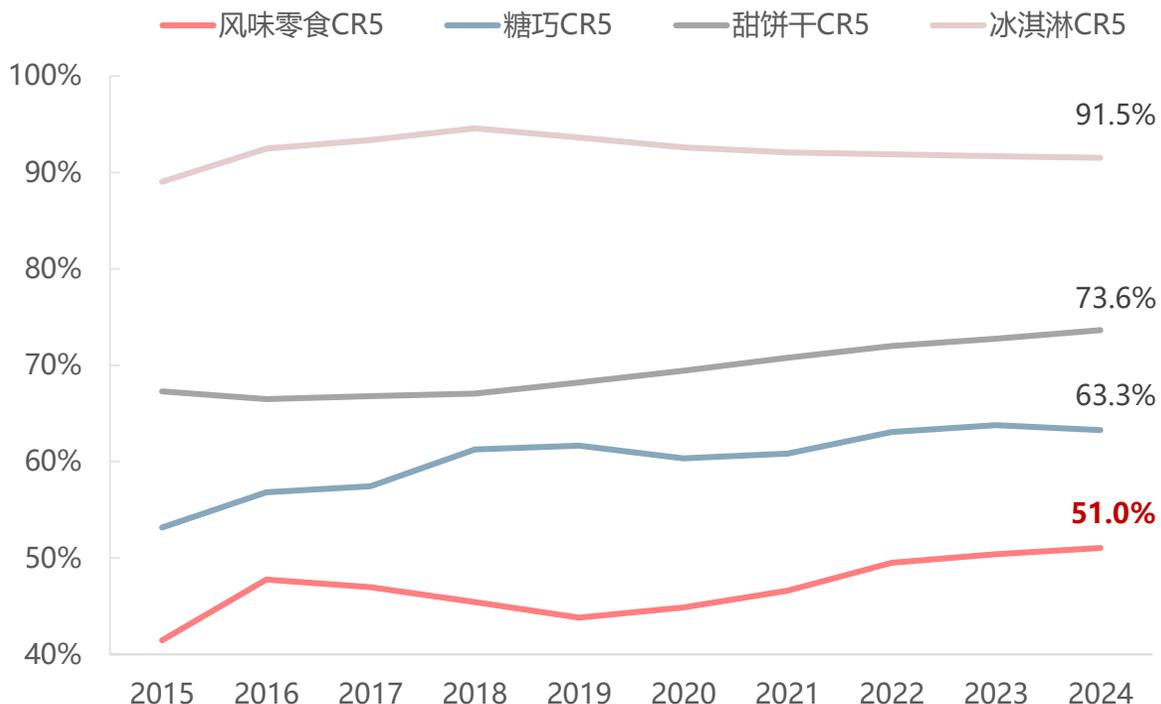
零食出海机会点思考：印尼第一大品类风味零食最为分散，中国企业可最大化发挥风味零食产品创新优势（魔芋鹌鹑蛋等），紧抓出海机会；同时与印尼本土文化适配的产品认证、渠道壁垒攻破也是出海关键。

印尼零食销额份额



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

印尼风味零食细分份额



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

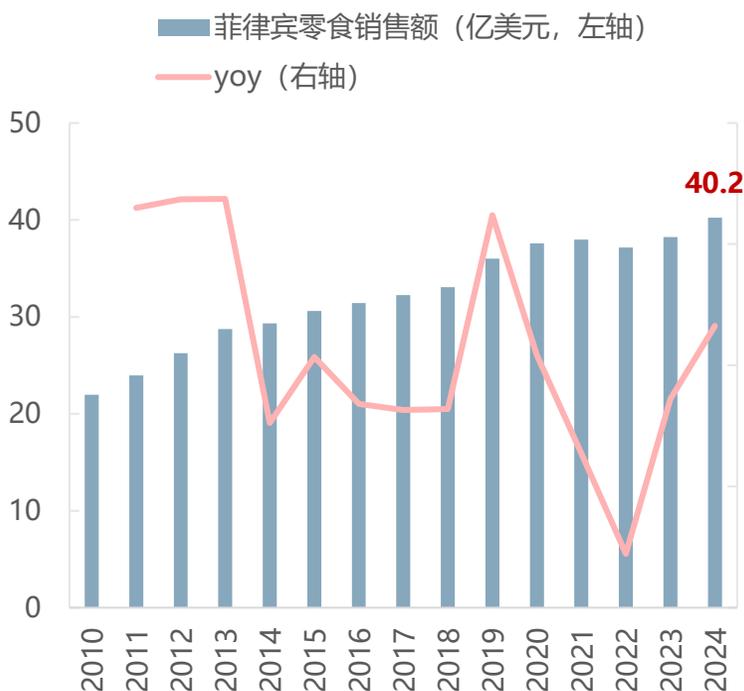
菲律宾：持续增长，品类迭代+商超扩容

菲律宾容量仅次于越南（人口亦是），40亿美元占据东南亚2成，5年Cagr2.2%甚至略快于东南亚整体。

从品类看，风味零食已是绝对的品类核心，占比49.0%，5年Cagr3.6%首屈一指引领零食增长；

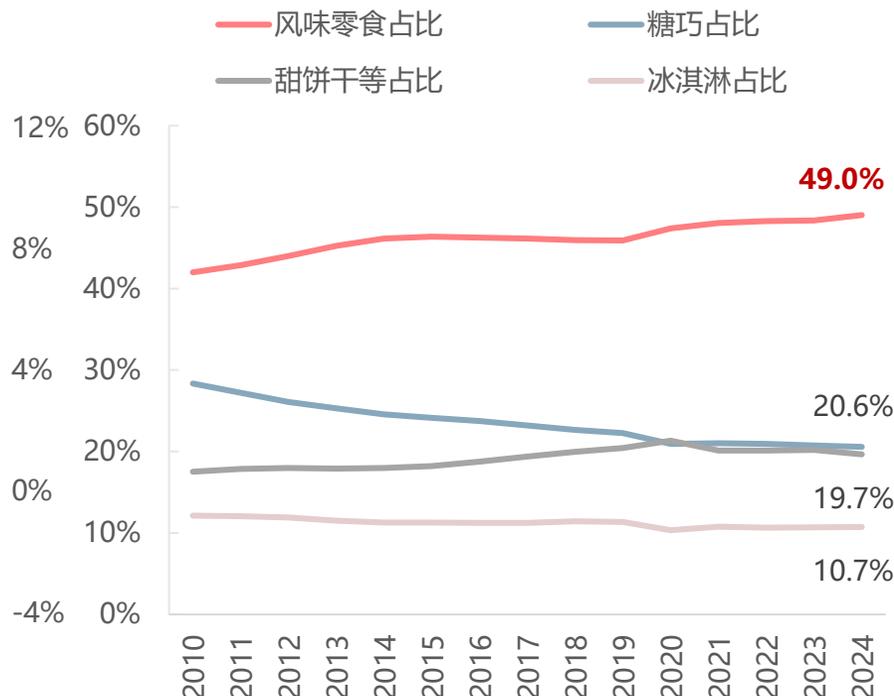
从渠道看，线下线上各自占比97.1%/2.9%，由杂货店和商超两大渠道统治线下47.7%/42.8%，近年商超凭借齐全品类持续抢占杂货店份额；而CVS业态尚不成熟占比极低。

菲律宾零食市场稳健增长



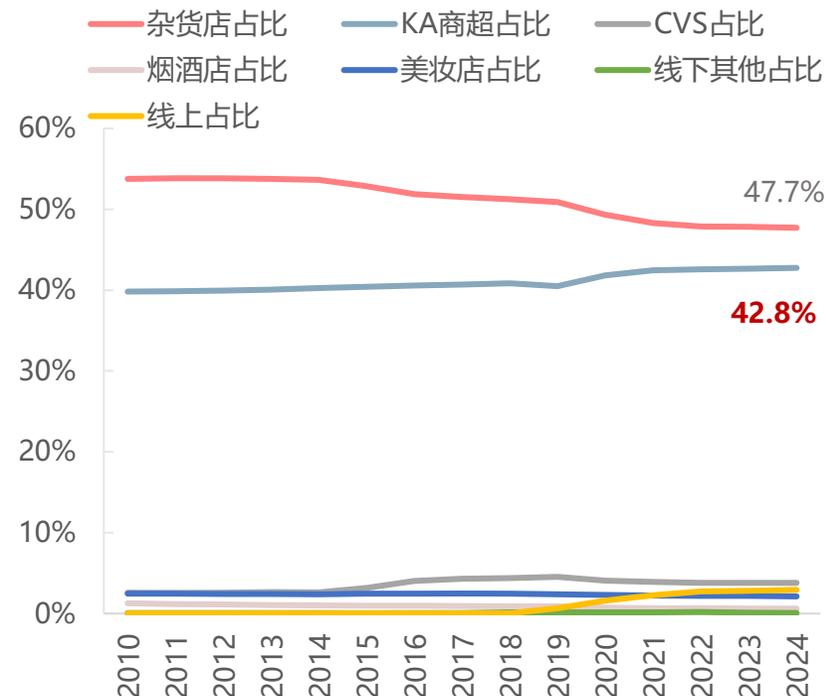
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

风味零食占比持续提升



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

菲律宾商超渠道扩容



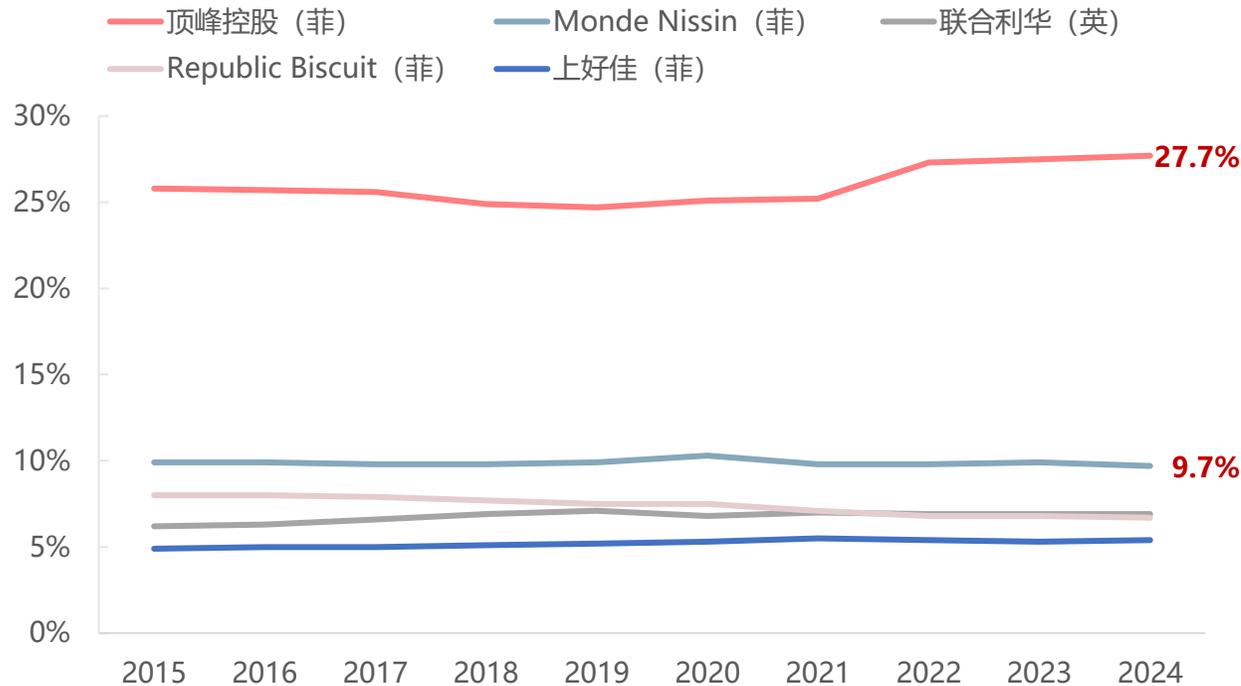
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

菲律宾：本土强势，未来有赖创新突破

菲律宾格局：同为“一超多强+本土强势”局面，区别为更趋集中（CR3为44.3%/CR5为56.4%）。本土顶峰控股以高达27.7%的份额绝对领先，在风味零食/糖巧/甜饼干份额30.7/39.4/23.0%皆为第一；MondeNissin以9.7%份额第二，在风味零食/甜饼干份额11.1/21.4%皆为第二；上好佳则主打膨化风味零食；CR5中同样仅联合利华一家外资品牌；总体看，本土品牌已形成较强统治。

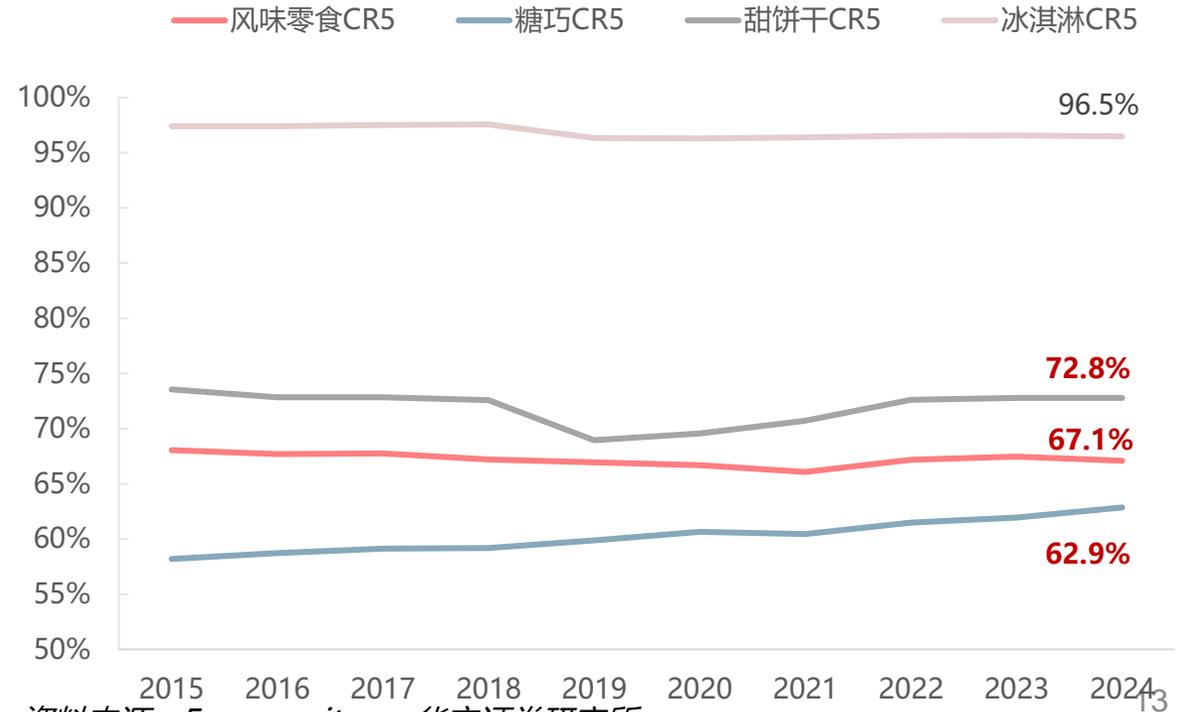
零食出海机会点思考：菲律宾市场完整经历作坊式生产到规模化生产，产业链相对完善，全品类格局比印尼集中，中国企业出海有赖于最大化突出创新优势、弯道超车。

菲律宾零食市场稳健增长



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

菲律宾全品类集中度较高



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

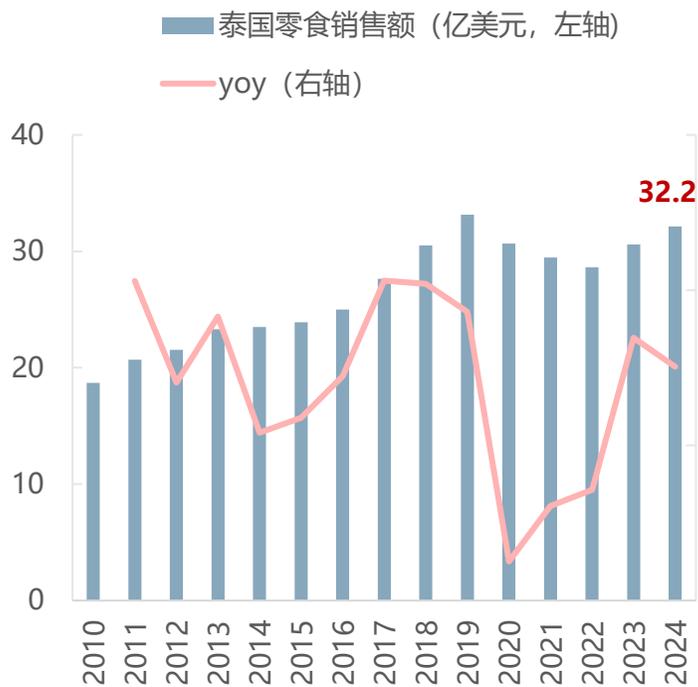
泰国：尚待修复，甜饼干+CVS崛起

泰国市场容量可观 (32亿美元)但增长较慢 (5年Cagr-0.6%)，主因疫情后泰国经济仍待修复，产业升级乏力致消费谨慎。

从品类看，风味零食同为核心，占比43.7%但增长不显；甜饼干相对最快，占比15.8%/5年Cagr0.6% (我们判断受益疫后旅游伴手礼需求)；

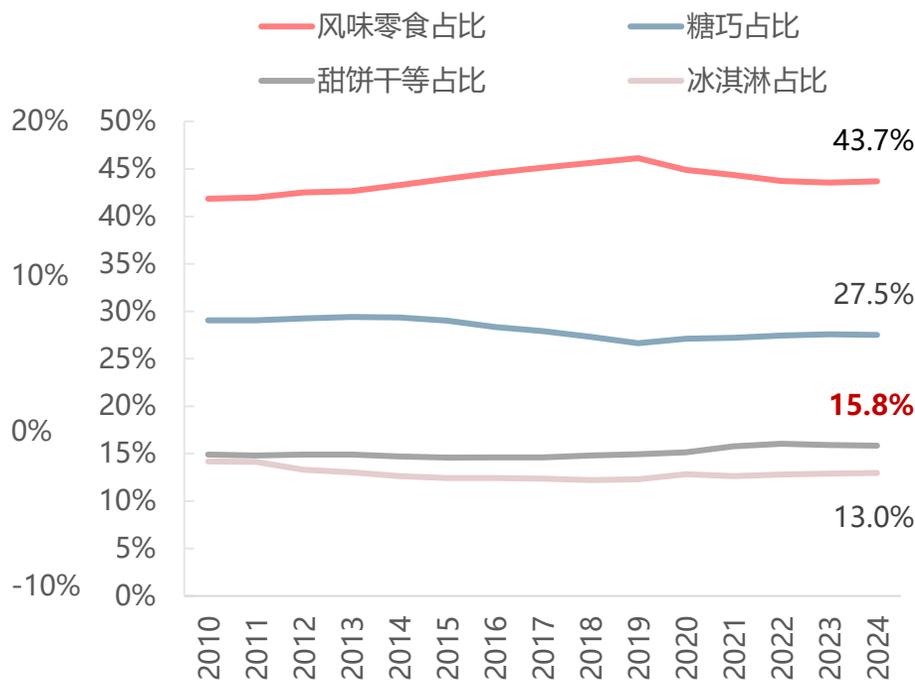
从渠道看，线下线上各自占比97.6%/2.4%，由商超&CVS主导线下，杂货店仅为辅助 (占比39.7%/29.4%/24.6%)，趋势上第二渠道CVS明显扩容，对第一渠道商超形成有效替代。

泰国零食市场疫后缓慢恢复



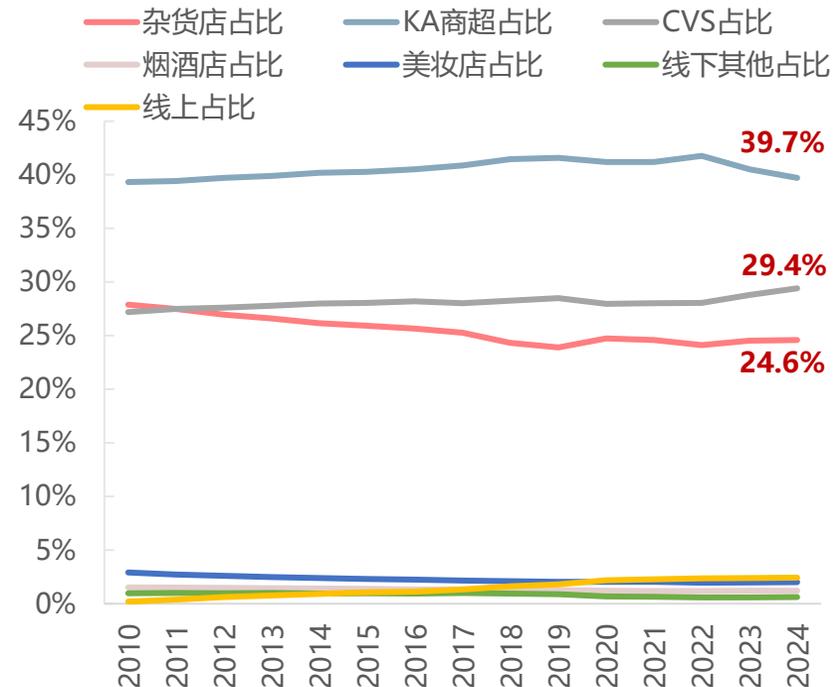
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

泰国甜饼干占比提升



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

泰国线下渠道结构稳定



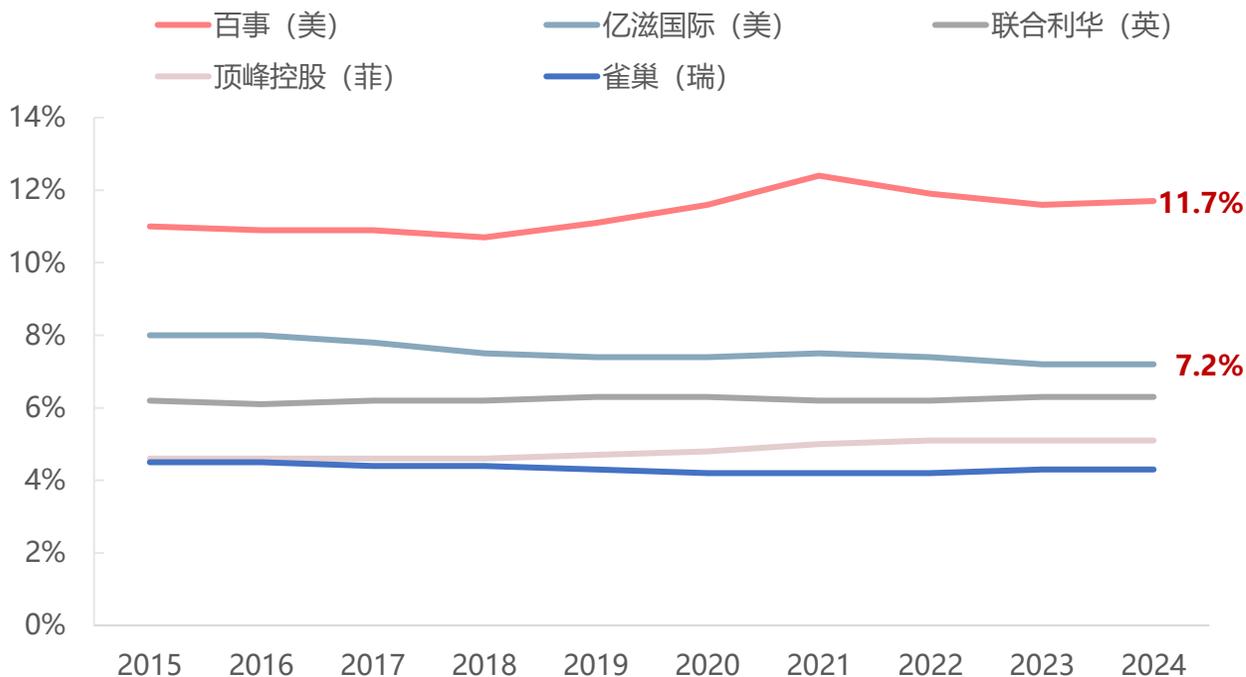
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

泰国：存性价比机会点

泰国格局：“高度分散+高度开放”，集中度(CR3为25.2%/CR5为34.6%)显著低于东南亚平均，CR5全部皆外资品牌。欧美品牌百事/亿滋/联合利华份额11.7/7.2/6.3%，各自主打风味零食/糖巧/冰淇淋单品类份额第一；菲律宾顶峰主打甜饼干份额第一；泰国细分品类CR5(风味零食/糖巧/甜饼干)集中度基本低于东南亚平均，反映**泰国市场相对开放的经营环境。**

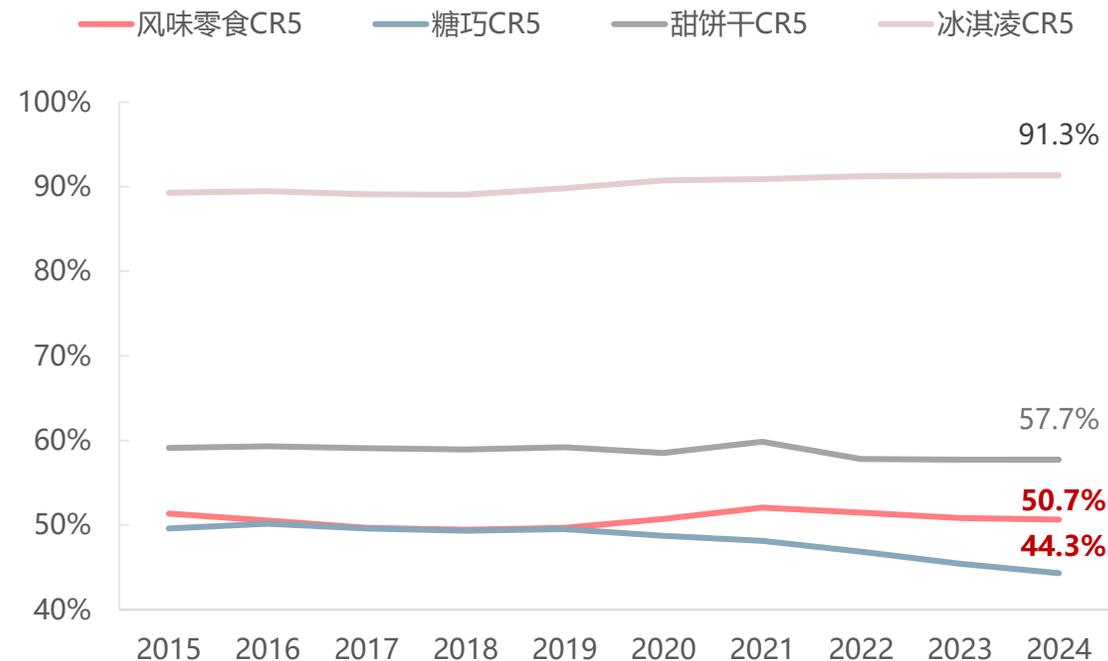
零食出海机会点：泰国虽增速尚处修复但市场高度开放，存明确格局机会，因龙头皆外资品牌导致ASP水平远高于中国，中国企业在风味零食/糖巧/甜饼干多个品类皆可凭借高效供应链+产品性价比抢占国际品牌份额。

泰国零食市场较为分散



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

糖巧与风味零食均有出海机会



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

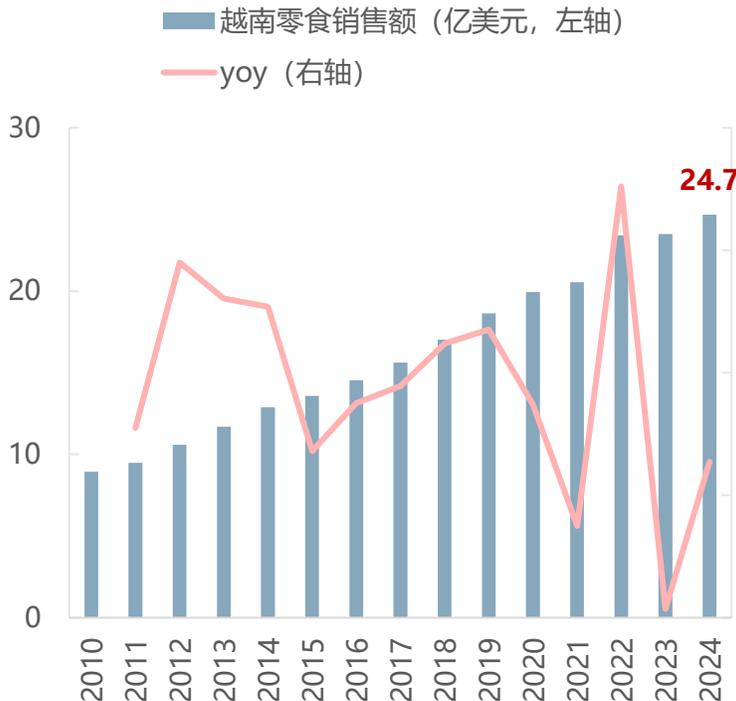
越南：引擎市场，品类扩容+渠道变革

越南为第一引擎市场，容量25亿美元并以5年Cagr5.8%远远领先东南亚整体，为零食出海的首要增量区域。

从品类看，风味零食引领品类扩容，其5年Cagr高达7.6%；甜饼干亦占比提升，反映增量市场的品类创新趋势；

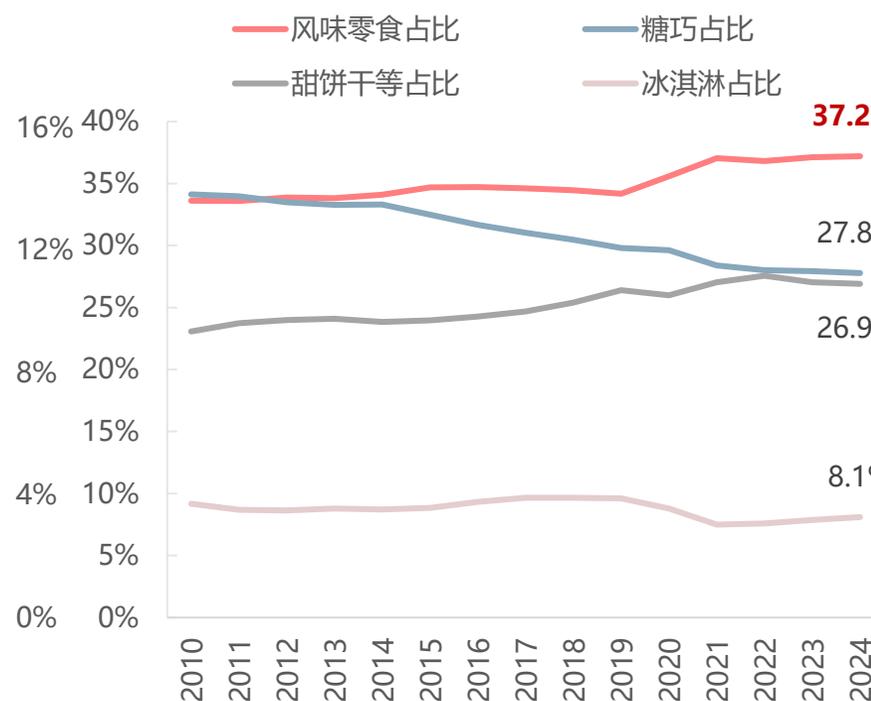
从渠道看，线下线上各自占比98.2%/1.8%，以传统杂货店为绝对主导（71.5%），但第二渠道商超凭借品类齐全优势持续抢占杂货份额（16.9%）；直观考虑当前越南市场杂货占比过高、商超/ CVS占比过低，渠道变革空间巨大。

越南零食快速增长



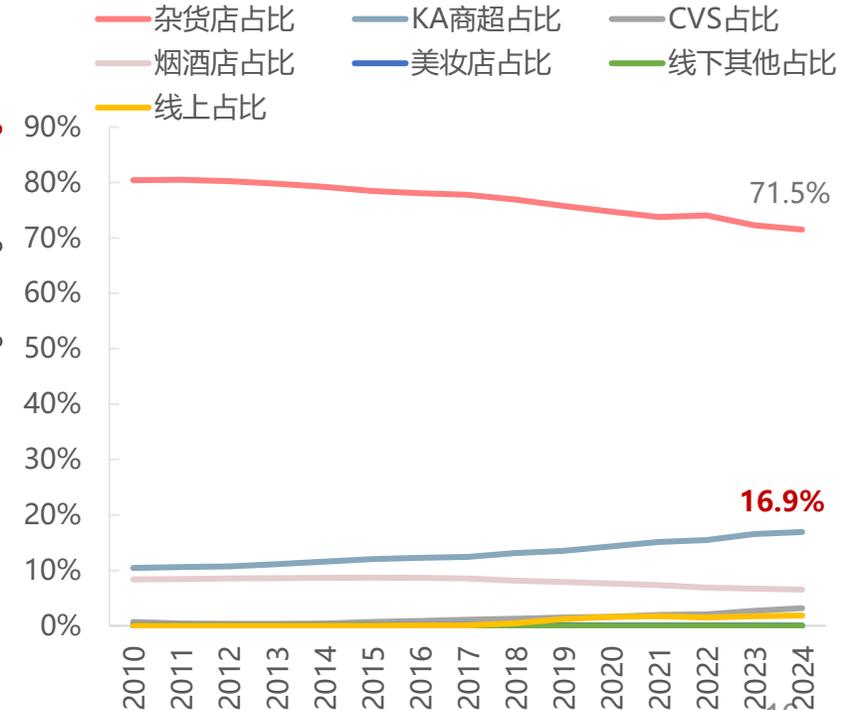
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

风味零食占比持续提升



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

越南商超渠道持续扩容



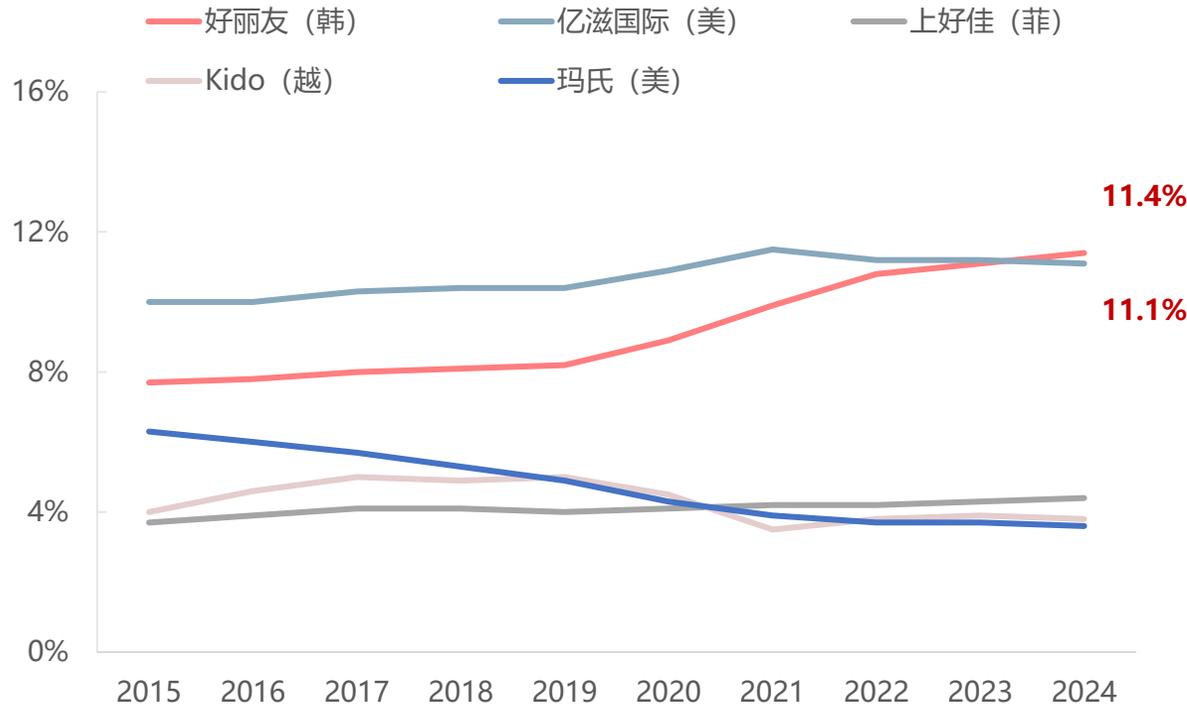
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

越南：高度开放，尚无统治

越南格局：“高度分散+高度开放”，CR3为26.9%/CR5为34.3%普遍低于东南亚平均，CR5仅一家本土品牌。前两名国际品牌好丽友/亿滋份额相当皆为11%，各在风味零食/甜饼干份额第一23.5/18.6%；本土品牌Kido/Tuyen主打冰淇淋/风味零食份额3.8/2.2%；结合越南细分品类CR5水平(风味零食/糖巧/甜饼干66.5/44.2/52.3%)，**我们判断头部品牌在单一品类尚不具备绝对统治力。**

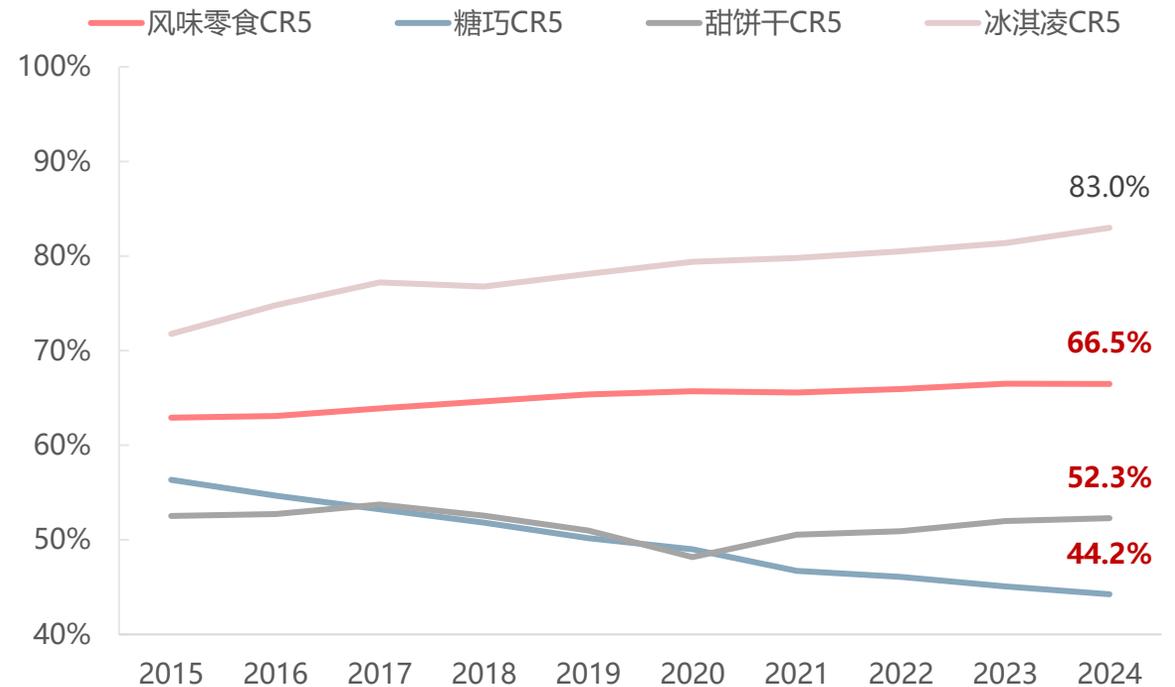
零食出海机会点：越南大有可为。成长增速首屈一指，加之分散格局&开放环境，皆有利于品牌切入，中国企业把握多品类扩容（风味零食/甜饼干）+渠道变革窗口（商超/CVS兴起）可快速分享越南成长红利。

越南零食市场竞争分散



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

越南主要品类尚未出现强统治力品牌



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

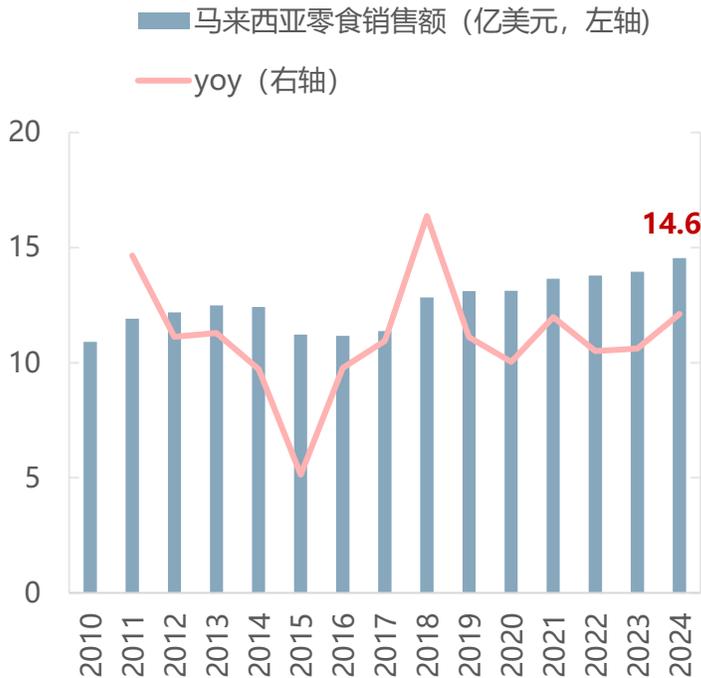
马来：新兴市场，品类齐发+渠道变革

类比越南，马来同为新兴成长市场，当前容量虽仅15亿美元但以5年Cagr2.1%（增速与东南亚整体相当）持续成长。

从品类看，风味零食增速引领（5年Cagr2.9%），多个品类增长齐发（糖巧/甜饼干/冰淇淋5年Cagr1.6/1.9/2.1%），反映增量市场的扩容趋势；

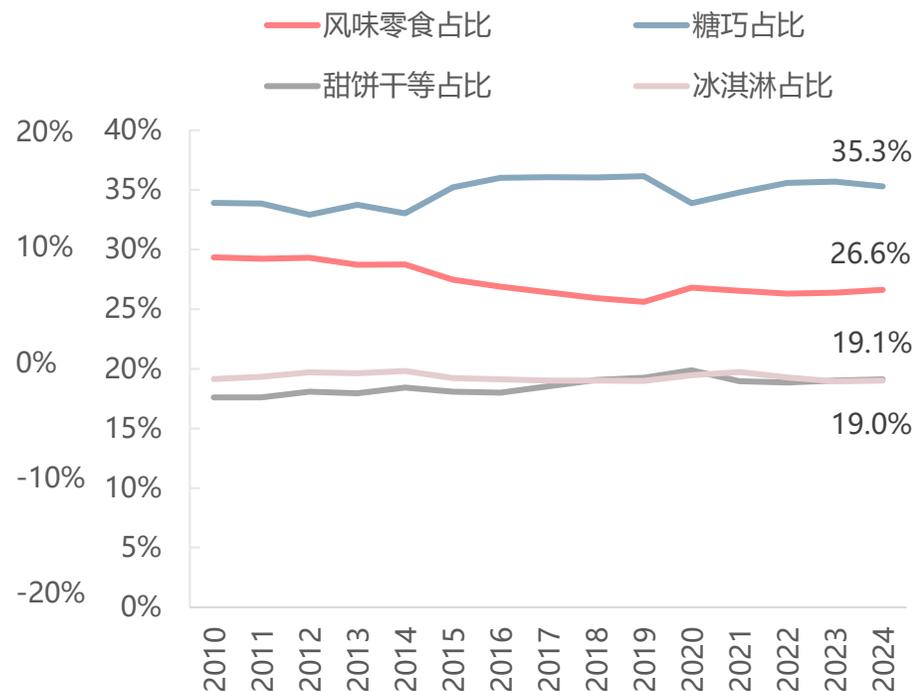
从渠道看，线下线上各自占比97.2%/2.8%，前三大渠道杂货店/商超/CVS分布更为均衡（相对越南），渠道变革趋势一致，商超&CVS等现代渠道持续替代传统杂货。

马来西亚零食市场稳健增长



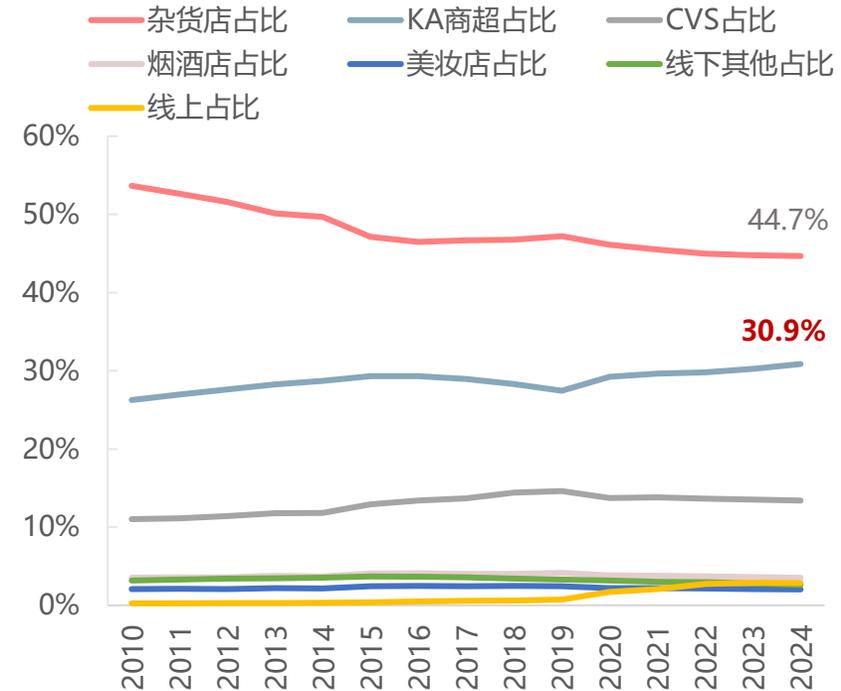
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

马来西亚零食结构相对稳定



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

马来西亚商超渠道持续扩容



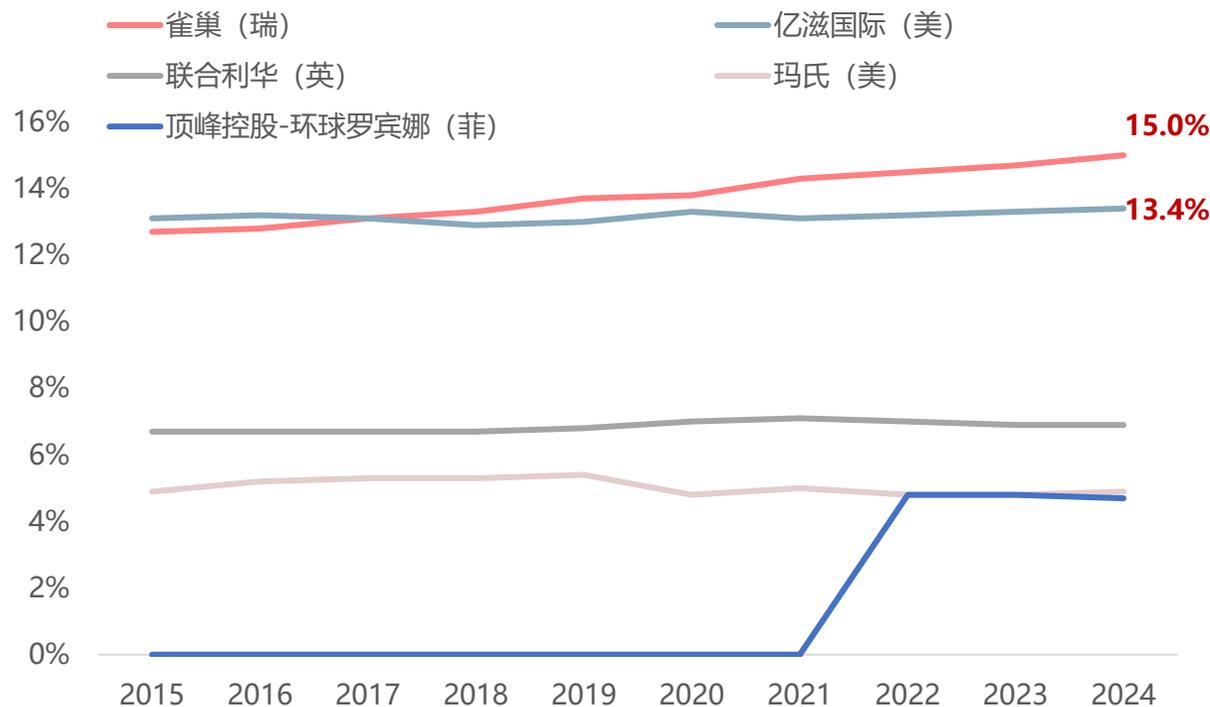
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

马来：新兴市场，新兴机遇

马来格局：“相对分散+高度开放”，CR3为35.3%/CR5为44.9%，CR5亦全部皆外资品牌。 欧美品牌雀巢/亿滋以份额15.0%/13.4%位居前二，雀巢在糖巧份额第一22.6%、亿滋在风味零食/甜饼干份额第一18.4%/22.5%；头部阵营中菲律宾顶峰旗下环球罗宾娜(URC)快速跻身份额前五；此外马来亦出现本土品牌精耕风味零食(薯片坚果饼干)、巧克力等；结合马来细分品类CR5水平分析(风味零食/糖巧/甜饼干58.8/63.2/71.1%)，其**风味零食集中度仍然偏低**。

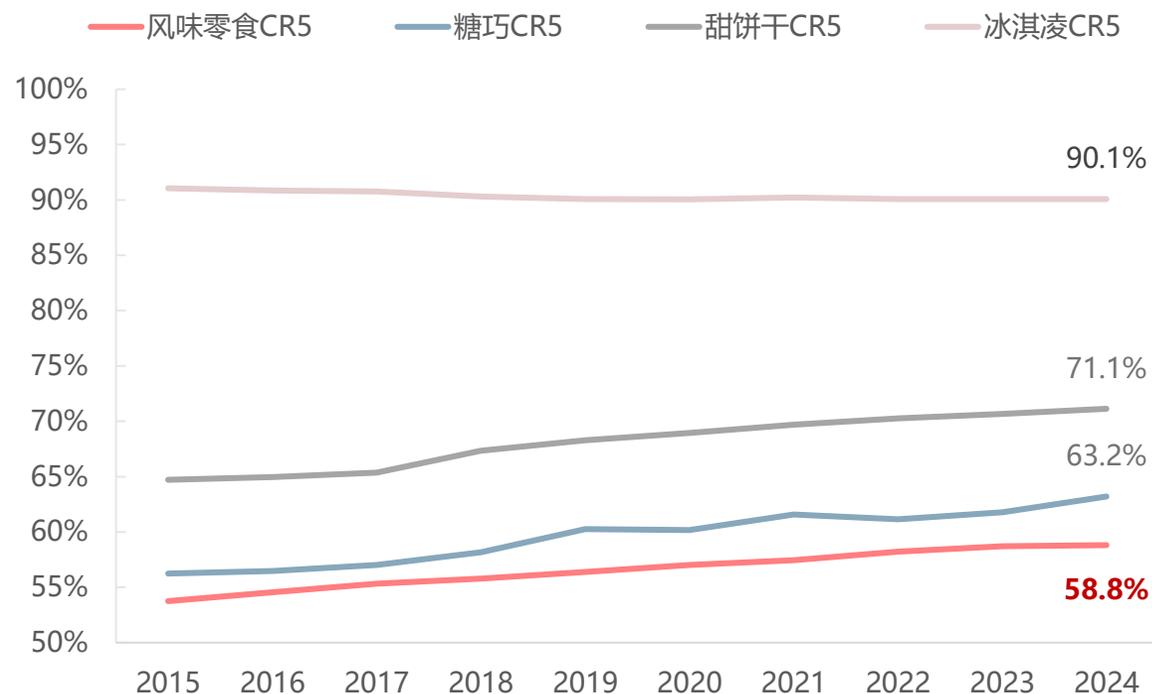
零食出海机会点：新兴市场饱含新兴机遇。 马来正值品类扩容+格局未定，头部优势集中于糖巧、风味零食原有龙头集中于薯片膨化，中国企业存产品差异化机会；加之ASP处东南亚偏高水平，中国企业还存渠道变革下的性价比抢占机遇。

马来西亚国际大牌占据竞争主导地位



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

风味零食成为中国企业出海突破口



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

PART 2

如何看待中国零食品牌出海？

机会总结①：增量空间

总结中国零食东南亚出海，我们核心探讨背后的增量空间、市场选择、打法选择：

增量空间：东南亚为体量约1/3个中国的成长型市场，格局分散+相对开放，为中国零食出海的必争之地

战略聚焦核心5国印尼等大体量市场+越南马来等高增市场，我们认为中国品牌可紧抓“品类升级+渠道变革”窗口分享东南亚多地渗透与格局机会；考虑对标同为①**多地布局的国际品牌**（亿滋/联合/雀巢份额3-8%）②**主打风味零食的优势品牌**（百事/印GF/菲MN份额2-3%）&风味零食**品类占比4成**，我们预计**中企零食出海东南亚对应的头部单体份额空间3-5%，合计份额空间有望15-20%，对应增量空间已超200亿元。**

当前优势：供应链完善+产品创新+策略灵活，已具第一梯队实力

①**vs本土品牌**：本土品牌偏基地市场，中国品牌偏多地经营，规模效率&品牌声势皆可更高；

②**vs国际品牌**：国际品牌偏传统零食，中国品牌偏风味零食，差异化&性价比优势更为明显；

③**共同机会点**：中国供应链完善+产品创新（品类丰富/口味推新/包装新潮）+策略灵活（直播带货/电商渗透/量贩兴起），一改传统品牌ASP过高、推新不足的痛点。

当前难点：本土化+货架化，正协同新生渠道破局

①**标准适配**：东南亚零食标准不一，部分更带宗教属性，产品需本地化处理迎合各国不同的法规、认证、口感、包装。

②**货架壁垒**：出海从0-1阶段，各国主流渠道的货架准入如何攻破？除了紧抓传统杂货被现代渠道改造机会，还可最大化发挥量贩折扣、直播种草和跨境电商的新生渠道优势破局。

机会总结②：市场选择

市场选择：出海节奏首选越南、马来、印尼市场，适度参与泰国、菲律宾等市场。

机会点：

越南、马来、印尼的共性机会在于规模持续高增+格局分散未定，可有渗透+格局双重空间（其中越南马来缺乏风味零食本土统治品牌、更有新渠道助力；印尼虽有本土龙头迈大/Garudafood/Delfi/纳宝帝，但第一大品类风味零食较为分散）；

泰国机会在于格局相对开放，当前国际大牌为主致ASP过高，明显存性价比抢占机会；

菲律宾机会在于规模较大且有增长，但需以中国创新优势破局本土头部品牌的强势壁垒。

东南亚核心零食市场总结

	终端规模 (亿美元)	5年cagr	高增品类	高增渠道	集中度CR5	开放度	市场选择
越南	24.7	5.8%	风味零食、甜饼干	商超扩容、量贩兴起	34.3%高度分散	高度开放	核心市场
马来	14.6	2.1%	共同增长	商超CVS扩容、量贩兴起	44.9%相对分散	高度开放	核心市场
印尼	79.3	1.9%	风味零食、甜饼干	CVS扩容	42.2%相对分散	本土强势，宗教文化	核心市场
泰国	32.2	-0.6%	甜饼干	商超为主、CVS扩容	34.6%高度分散	高度开放	积极参与
菲律宾	40.2	2.2%	风味零食、甜饼干	商超扩容、CVS极低	56.4%相对集中	本土强势	积极参与
东南亚	208.3	2.1%	风味零食	现代渠道+电商崛起	极其分散	相对开放	

新兴市场产业链破局(越南)

如何攻破市场壁垒？参看越南/马来：

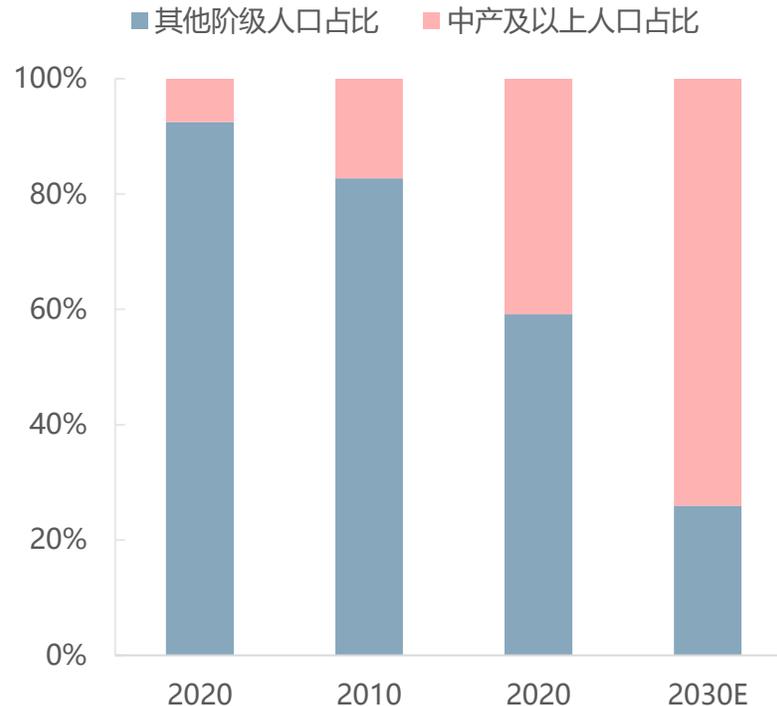
除CVS/KA替代传统，更有量贩兴起+电商渗透的新兴趋势，中国零食还可最大化量贩折扣/直播电商的破局优势。

越南本土量贩已有MlemMlem/Kisnac等，中国知名量贩赵一鸣也于24Q4胡志明开店（未来或收购扩张），短期因贸易模式，越南定价高于国内，预计供应链本土化后增速可观；同时电商渗透率<2%，预计随Tiktok发展及物流建设，渗透空间较大；零食量贩&电商兼具多口味与性价比，背后是越南中产扩容+城镇化带来消费跃迁，从基本甜味走向品质化体验化。

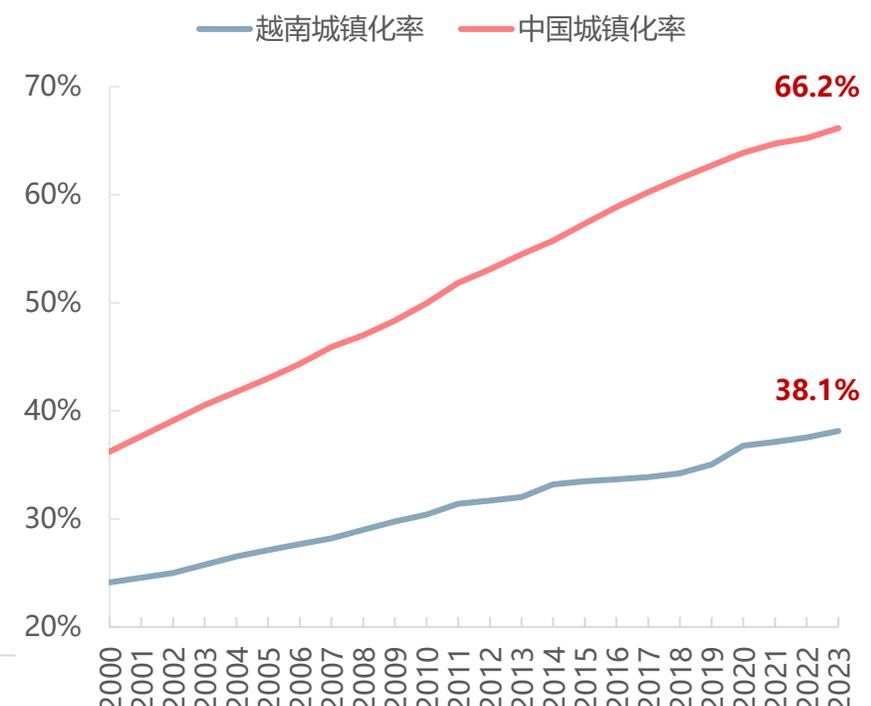
越南量贩零食兴起

品牌	门店数	模式
鸣鸣很忙 MioMio	5+	直营为主，24Q4首店于胡志明市开业，SKU 1500+
MlemMlem	10+	加盟为主，24Q3首店开业，SKU1000+，70%来自中国
Kisnac	10+	直营+加盟，SKU 1500+，胡志明河内拥有两个供应链中心

越南中产阶级扩容



越南城镇化率提升



新兴市场产业链破局(马来)

如何攻破市场壁垒？相较越南量贩(尚处铺货阶段)，马来量贩更具规模效应(当前本土工厂皆无法有效满足折扣业态发展，更需借力中国供应链优势)，中国零食正协同产业链上下游破局新兴市场。

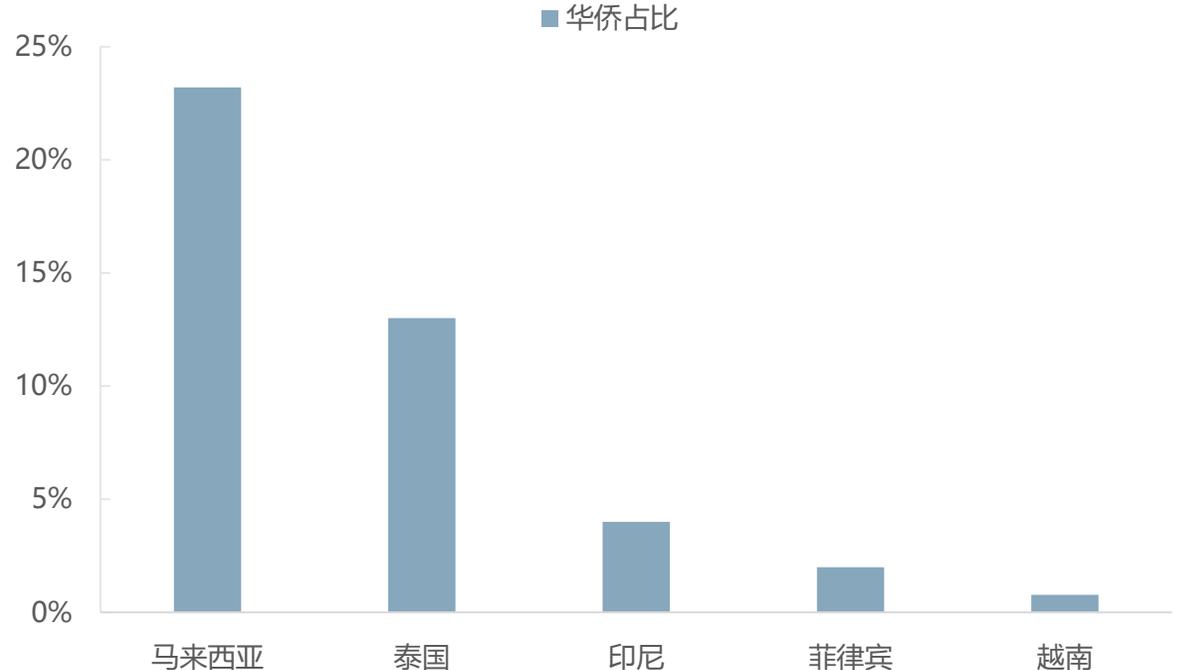
马来最大量贩零食连锁MiX年收入10-15亿元，已超100家直营规模，充分借力中国供应链优势。MiX由华人留学生杨啸创立，具备完善供应链体系+自有品牌体系，店型已从基础量贩零食向综合食品超市升级；通过产品聚焦中国零食+定位华裔客群，背靠马来华裔占比东南亚第一，MiX已与商超/CVS等现代渠道形成差异化竞争。

马来西亚量贩零食MiX

	MiX经营情况
收入	10-15亿元
分布	西马104家，东马2家
运营模式	直营
SKU	单店3000-3500，中国产品占比绝大多数
自有品牌	已上架自有品牌产品
仓储物流	已建3万平仓储中心，自有物流配送体系
店型	1.0: 零食 2.0: 零食+调味品+冻品 3.0: 零食+调味品+冻品+潮玩

资料来源：抖音，公司官网，华安证券研究所整理

马来西亚华裔占比东南亚第一



资料来源：《世界侨情报告(2023)》、人文新知社、越南统计局、华安证券研究所整理

机会总结③：打法选择

打法选择：多数中国品牌尚处出海初期，基本选择内生搭建“品牌-渠道-产能”+成立海外组织“本地运营”的出海模式（对标国际成熟品牌，海外收入贡献远期平均达到25-50%）。

- ①出海普遍处从0-1时期，除洽洽稳步发展外，甘源相对先发；
- ②初期锚定越南/马来/印尼/泰国，基本为核心市场；
- ③多数品牌率先主打优势品类出海并结合本土化口味调整，设立海外组织经营团队开辟渠道，且部分已规划供应链出海跟进；
- ④灵活借力新媒体新渠道积极影响海外用户（海外代言人、TIKTOK带货、Shopee电商、进驻越/马/泰等CVS便利店）。

中国零食出海进程（以海外规模排序）

公司	出海准备	出海阶段
洽洽食品	规模： 24海外营收5.69亿，占比7.98%，同比增长10.3%。 产品： 产品本土化，培育瓜子消费。25Q2拟试销魔芋爽等产品。 渠道： 进入东南亚主流线下渠道。 产能： 泰国工厂年产3万吨，供应东南亚及欧美，规划扩充瓜子/坚果/魔芋/辣条产能。	稳步发展
甘源食品	规模： 24海外营收近2亿，占比9%。 产品： 混合豆果及老三样获越南认可，本土化产品25Q2投向市场。 渠道： 已对接越南经销商，接洽印尼马来等其他国家经销商，搭建销售团队。 产能： 规划印尼、马来工厂。	出海初期
卫龙美味	规模： 24海外营收0.79亿，占比1.26%，同比下降18.86%。 产品： 以辣味零食为主。 渠道： 成立海外事业发展中心，发展海外运营商，突破短剧等新媒体渠道持续培育辣味零食习惯。	出海初期
盐津铺子	规模： 24海外营收达0.63亿，占比1.18%，同比增长19822%。 产品： 以魔芋、鹌鹑蛋为主，Mowon品牌主打本地化口味魔芋差异化竞争。 渠道： 采用代理制，已率先突破泰国。 产能： 规划泰国魔芋工厂，成立越南、泰国分公司。	出海初期
劲仔食品	规模： 24海外营收0.23亿，占比0.94%，同比增长222.70%。 产品： 以深海小鱼为主，不同地区做口味调整。 渠道： 以贸易出海为主。	出海初期
有友食品	规模： 24海外营收0.11亿，占比0.95%，同比增长73.66%。	出海初期
三只松鼠	规模： 24海外营收0.01亿，占比0.01%。 产品： 多SKU出口。 产能： 坚果/果干产地直采，规划H股、东南亚工厂、全球供应链。	出海初期
一致魔芋	规模： 24海外营收1.81亿，占比29.4%，同比增长9.28%。 产品： 魔芋精粉出口。 渠道： 2B直销大客户/贸易模式拓中小客户。	出海初期
万辰集团	规模： 尚未公布开拓海外业务，考虑越南马来等地量贩业态兴起，出海拓展有望贡献全新增量。	出海规划

迈大集团(印)：品类区域稳步扩张

成熟品牌出海借鉴：东南亚份额第1的迈大集团，品类区域稳健扩张，23年海外营收占比高达43.6%，十年提升6.9pct。

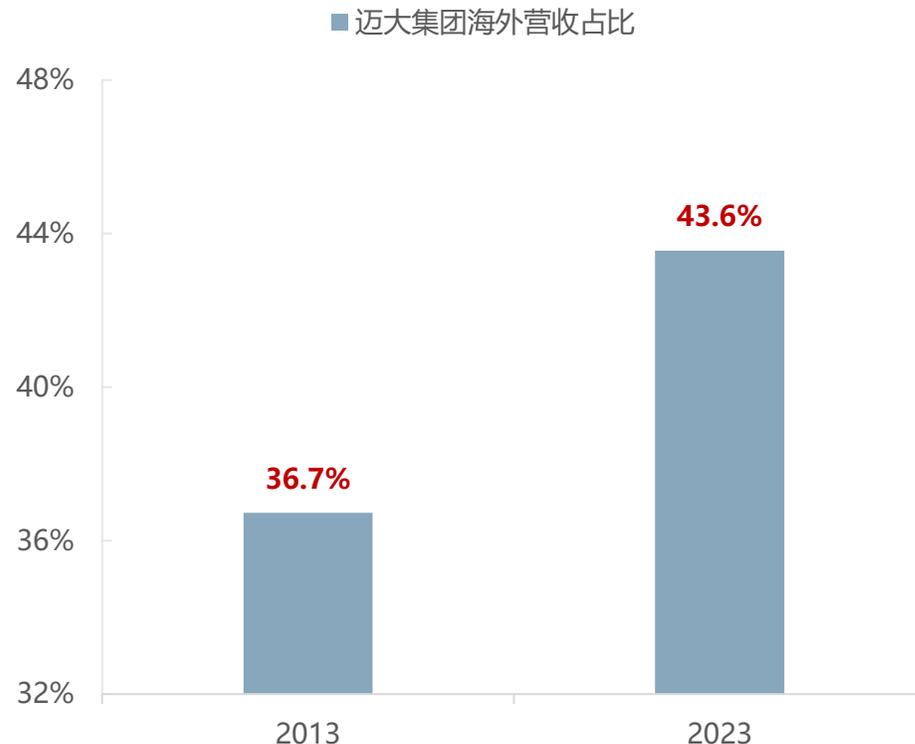
从其长达80年发展历程看：稳扎稳打。公司经历“从小作坊到工业化”的完整历程，品类经历“甜饼干-糖巧-风味零食-饮料/咖啡”的多元化扩张以及后期扩产+升级，区域更经历了“印尼-东南亚-中东非-欧美”的全球化扩张。

迈大集团发展历程

时间	公司发展历程
1948-1977	甜饼干小作坊逐步升级至工业化生产
1982-1990	品类扩张至糖巧
1990-1995	品类扩张至咖啡、方便面、燕麦片
1995-2005	甜饼干品类升级至风味饼干
2005-2011	品类扩张至饮料
2011-2013	扩大饼干产能
2015之后	方便面等品类品质升级

资料来源：公司官网，华安证券研究所

迈大集团海外占比



资料来源：公司年报，华安证券研究所

卡乐比(日): 内生搭建品牌渠道产能

另一借鉴: 日本零食巨头卡乐比23年海外占比24%、格力高23年海外占比25%，其余品牌海外贡献亦有10-20%。

从卡乐比出海历程看: 持续发力渠道-产能-品牌打造。渠道: 初期贸易出口搭建经销网络, 后期不断设立子公司或收购本地公司降低大商依赖; 产能: 核心区域陆续通过工厂本土化降本, 结合产品本土化最大化满足需求。品牌: 长维度变量, 持续教育市场并提升品牌认知。

卡乐比出海复盘

地区	公司海外历程
美国	1967年贸易出口虾片, 1970年成立北美子公司, 2012-2019年陆续建设完成俄勒冈、加利福尼亚、密西西比工厂, 收购美国Warnock
英国	2014至2024年已建立2个英国全资工厂
印尼	2014年与当地WingsFood成立合资子公司, 2015年建厂, 2016年推出本土化产品
泰国	1980年成立泰国公司并建立工厂, 1981-1985年推本土化虾条与甜味土豆并出口新加坡, 1986-1994年扩产出口香港, 1999-2004年开发本土风味薯片与豌豆零食, 2012-2017年扩产并出口澳洲, 2020-2022年成立HarvestSnaps与Jagabee子品牌
新加坡	1965-2006年由独家经销商出口推定制产品, 2015年并购经销商成立新加坡子公司
大洋洲	2017-2018年成立澳大利亚/新西兰子公司, 2022-2023成立Hooleys与Ring子品牌
香港	1976年通过经销商四洲集团出口, 2000年与经销商合资建成香港工厂, 2001-2006年扩充薯片/薯条生产线, 2019-2020年推出粤菜风味薯片
中国大陆	2016年通过跨境电商出口, 2018年成立卡乐比(杭州)负责销售, 2024年与四洲集团合资建立汕头工厂

日本零食品牌海外占比

公司	海外营收(亿日元)	占比	海外利润(亿日元)	国内营业利润率	海外营业利润率
卡乐比	731	24%	34	10%	5%
格力高	823	25%	83	1%	10%
森永制果	267	13%	37	9%	14%
龟田制果	151	16%	-4	7%	-3%
湖池屋	56	10%	4	7%	6%

备注: 格力高24财年由于国内牛奶业务大幅亏损导致国内营业利润率大幅下滑, 23财年国内/外营业利润率分别为5.5%/5.8%。

资料来源: 公司官网, 零食参考, 百度地图, 华安证券研究所整理

亿滋国际(美)：外延并购+本地运营

国际零食巨头亿滋国际：更重外延扩张，23年海外营收占比高达69.2%，较06年大幅提升30.2pct。

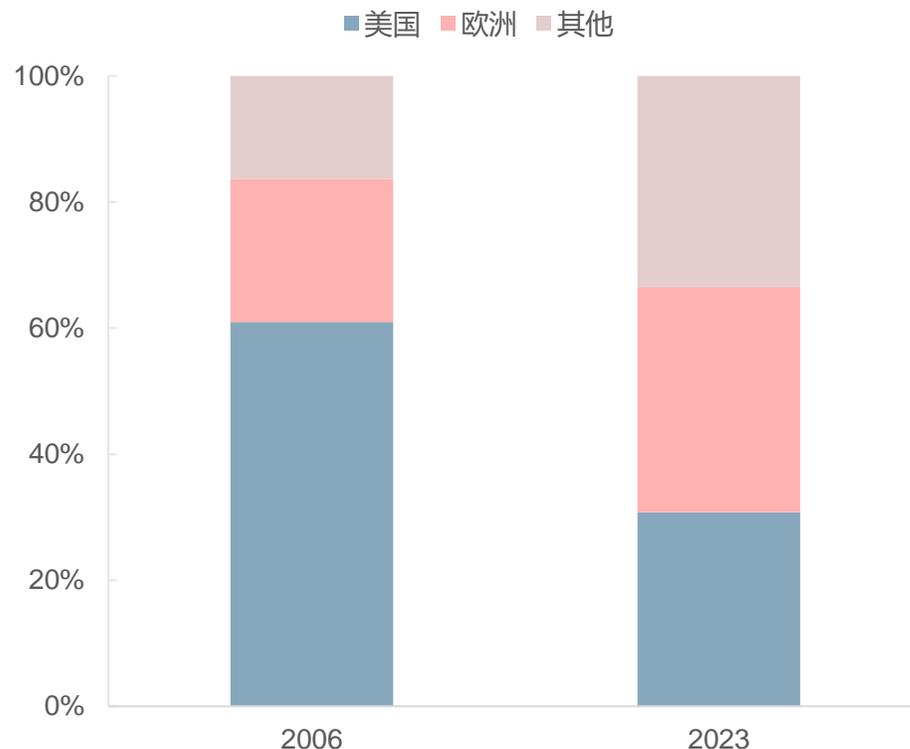
从亿滋国际出海要点在于：频繁并购快速实现矩阵扩充和市场扩容。并购助其持续提升糖巧/饼干的市场地位；完成国际并购后，积极推进产品渠道本地运营，最大化本地需求（以奥利奥中国为例：产品本土化主抓专供中国口味，以更低甜度/更小包装以迎合少吃多餐习惯；渠道本地化则主抓电商风口，合作天猫等头部平台扩容销售网络并快速下沉）。

亿滋国际出海并购

并购时间	并购标的	细分品类	对应海外市场
1985	Invernizzi S.p.A	奶酪	意大利
1990	Jacobs Suchard	糖巧/咖啡	阿根廷
1993	Terry's of York	糖巧	英国
1994	Ukraina	糖巧	乌克兰
1996	LACTA	糖巧	巴西
2002	Lanes Food Group	饼干	澳大利亚
2002	Kar Gida	风味零食（薯片）	土耳其
2003	Family Nutrition Company S.A.E.	饼干	埃及
2007	达能	饼干	全球
2010	吉百利	全品类	全球
2014	KINH DO	饼干	越南
2021	Gourmet Food Holdings	饼干	澳大利亚、新西兰
2022	Chipita	风味零食	东欧

资料来源：公司官网，每日食品，华安证券研究所

亿滋国际海外占比



资料来源：wind，华安证券研究所

全文总结

2025年展望：我们在零食内销大单品+性价比催化外，重点提示“零食产业链出海”这一增量逻辑（海外动销爬坡&上下游推进皆有望形成额外催化）；本文重点回答出海背后的增量空间、市场选择、打法选择三大问题，长期东南亚增量空间超200亿元，中国品牌份额空间可看15-20%，成熟品牌海外贡献远期可看25-50%vs当前不足10%，零食产业链出海空间广阔、势在必行。

基于当前出海进展+弹性，品牌端我们优先推荐**盐津铺子、甘源食品、三只松鼠、卫龙美味**，产业链优先关注**万辰集团**。

- **盐津铺子：爆品验证+出海设厂。**内销品类渠道红利释放+外销泰国魔芋设厂、动销优秀或超预期，长期拓品收入天花板高。预计25/26年收入+28%/23%，归母+32%/26%，对应PE29/23X，维持买入。
- **甘源食品：内销变革+出海先发。**内销产品差异化改革渠道+外销精耕越南开拓印尼马来、加速产品本土化，海外收入弹性大；预计25/26年收入+18%/21%，归母+13%/21%，对应PE16/13X，维持买入。
- **三只松鼠：全球供应链打法领先。**内销渠道改革成效显著+外销产地直采规划东南亚工厂，海外复制高端性价比带来长期空间；预计25/26年收入+31/28%，归母+32%/35%，对应PE22/16X，维持买入。
- **卫龙美味：魔芋高增+海外发力。**内销大单品魔芋高增+外销成立海外事业部突破渠道并发力新媒体，开辟辣味零食新市场；预计25/26年收入+23%/+19%，归母+24%/+23%，对应PE29/24X，积极关注。
- **万辰集团：拓店提效业态升级+量贩出海空间广阔。**预计25/26年收入+70%/+16%，归母+141%/+37%，对应PE35/26X。
- **一致魔芋：紧握魔芋红利积极推新拓客，魔芋精粉出海提升边际贡献。**

可比公司业绩估值

公司	市值 (亿元)	收入yoy			归母净利yoy			PE		
		24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E
盐津铺子	243	28.9%	28.2%	23.1%	26.5%	32.0%	25.6%	27	29	23
甘源食品	69	22.2%	18.3%	20.5%	14.3%	13.0%	21.4%	23	16	13
三只松鼠	117	49.3%	30.8%	27.8%	85.5%	31.8%	34.6%	36	22	16
卫龙美味	384	28.6%	23.4%	18.7%	21.4%	23.9%	22.6%	15	29	24
劲仔食品	61	16.8%	14.3%	13.4%	39.0%	8.8%	16.6%	21	19	16
洽洽食品	121	4.8%	5.6%	7.7%	5.8%	1.8%	12.9%	17	14	12
一致魔芋	47	28.8%	23.7%	16.3%	64.4%	9.2%	13.4%	18	50	44
万辰集团	249	247.9%	69.8%	16.4%	454.0%	140.6%	36.8%	49	35	26

备注：卫龙美味/洽洽食品/一致魔芋/万辰集团盈利预测为wind一致预测，其余均为华安证券研究所测算，PE对应2025/4/24收盘价。资料来源：wind，华安证券研究所整理测算

风险提示

1、三方数据失真

报告中多引用三方数据，可能同实际情况存在不一致，导致本报告结论存在偏差。

2、东南亚监管风险

东南亚监管有别于国内，国内原有经营模式或与当地监管冲突，影响经营决策效率。

3、市场竞争加剧

东南亚当前成为中国零食出海集中区域，若参与者数量大幅度提升，有影响企业市占率提升风险。

4、原材料成本上涨

零食主要原材料大豆、棕榈油等当前价格波动范围有限，但仍存超预期上涨风险。

5、关税上涨

贸易冲突背景下，海外国家关税上升概率提高，若增加关税则会提升中国零食出海成本。

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!

邓 欣 S0010524010001