

休闲零食空间大，百舸千帆看谁牛

——休闲零食行业深度研究

行业评级：增持

姓名：訾猛（分析师）
邮箱：zimeng@gtjas.com
电话：021-38676442
证书编号：S0880513120002

姓名：张睿（研究助理）
邮箱：zhangrui020842@gtjas.com
电话：021-38031656
证书编号：S0880118080091

姓名：陈彦辛（分析师）
邮箱：chenyanxin@gtjas.com
电话：021-38676430
证书编号：S0880517070001

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



01

休闲零食行业空间大，龙头市占率有望提升

国内休闲零食龙头发展空间大，不断扩充品类拓宽渠道是发展壮大的途径。中国休闲零食行业规模大，接近万亿，增长速度快，但对比发达国家，人均消费量仍有提升空间。从行业竞争格局来看，无论是整体的休闲零食行业，还是坚果、烘焙等子行业，行业集中度都不高，龙头提升空间很大。从美国、日本休闲零食龙头的发展历程来看，不断扩充品类和拓宽渠道是发展壮大的方式。

02

国内休闲零食仍处于渠道竞争阶段，把握渠道红利的能力是核心竞争力

国内休闲零食行业主要由两类企业参与，一是走商超渠道的传统龙头企业，例如恰恰、达利园等，二是走单品牌店的渠道的企业，又分为主营线下的来伊份、绝味，和主营线上的三只松鼠、百草味等。整体来看，除了一些单品有了较强的品牌（瓜子、鸭脖等），整个休闲零食行业同质化比较严重，还处于渠道竞争阶段，还没有形成一家独大的品牌。未来，能够把握渠道红利、持续扩品扩渠道的企业或将做大做强、脱颖而出。

03

投资建议

推荐标的：三只松鼠；**受益标的：**盐津铺子、良品铺子等。

目录 / CONTENTS

01

休闲零食行业空间大，龙头市占率有望提升

02

海外龙头通过品类扩张做大做强

03

国内休闲零食仍处于渠道竞争阶段

04

不断变革、把握渠道红利的能力是核心竞争力

05

投资建议

1 休闲零食行业空间大，龙头市占率有望提升

1.1 我国休闲零食以自主品牌起家，曾受到进口冲击，近年来国货崛起

物质生活缓慢回归

舶来品强势入场

消费升级、需求升级、场景多元、渠道多元、种类丰富

恢复期 (70年代-90年代)

经济起步期，物质生活逐渐回归。主要消费人群为沿海地区城市居民。产品种类单一，饼干糖果占据主要市场。国企占主导地位。

成长期 (90年代-21世纪初)

改革开放初期，物质生活快速发展。主要消费人群为城市、城镇居民。产品种类增多，舶来品与国产零食各据半壁江山。跨国公司、民营、台资共存。

线下成长期 线上探索期

休闲零食行业加速发展，民营企业主导；即食性产品崭露头角；商超、夫妻店为主要销售渠道；线上市场不成熟、消费者接受度低。

线下成熟期 线上启动期

行业蓬勃发展，小袋装、烘干产品开始普及，新品类扩张；商超等传统模式成熟；加盟/自营模式兴起；PC技术成熟，电商平台崛起，线上购物消费者认可度提高。

线下调整期 线上加速期

消费升级加速，消费场景更加多元化；借助成熟的供应链体系和物流仓储基础，坚果、果干、干果等品类拓展速度大幅度提高；移动互联网及电商平台带动线上购物飞速发展。

线下重塑期 线上成熟期

消费升级叠加需求升级，品类扩张速度保持快速增长；休闲娱乐场景多元化推动产业发展；基础业态叠加新技术，人货场轮动，新商业模式不断涌现。

70年代-90年代

90年代-21世纪初

1999

2001

2002

2005

2006

2007

2009

2010

2012

2016

2017

2018

2019



来伊份上市

盐津铺子上市

良品铺子披露招股书

三只松鼠上市



百草味入驻线上电商平台

好想你收购百草味

三只松鼠开拓线下门店

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

1.1 从解决温饱到注重品质，需求、场景、渠道多元化

- 我国休闲零食以自主品牌起家，曾受到进口食品冲击，近年来国货重新崛起。1) 70年代-90年代，初创期。物质生活缓慢回归，以国产糖果、饼干、代可可脂类产品主导市场。2) 90年代-20世纪初，成长期。伴随改革开放的脚步，进口零食进入市场并与国产零食二分天下，以膨化食品、糖果等占主导地位。3) 20实际开始，繁荣期。随着居民消费水平的提升，人们对品质和健康的不懈追求，以及互联网带来的渠道变革，休闲零食市场发生重大而又急速的变化，消费者需求、食用场景、渠道等日益多元化，这是对企业的挑战也是难得的发展机遇。

图：国内休闲零食发展历程

休闲零食发展阶段	70年代-90年代	90年代-21世纪初	21世纪之后
市场特点	物质生活缓慢回归，饼干糖果占据主市场	改革开放，舶来品和国产零食各据半壁江山	消费升级，充饥性需求减弱，场景化消费、多维度需求待满足
代表性公司	大白兔 大大 麦丽素	乐事、丹麦蓝罐 上好佳、旺旺	三只松鼠 良品铺子 周黑鸭、恰恰
代表性产品			

数据来源：公司官网、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

图：国内休闲零食电商发展历程

食品电商发展阶段	市场特点
探索期 (2005-2009年)	定位小众和本地市场的食品电商逐渐兴起，大型零售商也尝试进入，但受市场不成熟、消费者接受度低等因素影响，整体处于探索阶段。
启动期 (2009-2012年)	食品电商快速发展，消费者对网购逐渐认可，一些具有代表性的平台迅速崛起，模式逐渐成熟。
发展期 (2012-2017年)	伴随着三只松鼠等食品电商的崛起及快速发展，食品电商获得新的增长机会，大量资本流入，线上零售平台也开始大力发展食品电商板块。
成熟期 (2017年以后)	食品电商商业模式、盈利模式逐渐成熟、品牌美誉度提高、资本实力进一步加强。

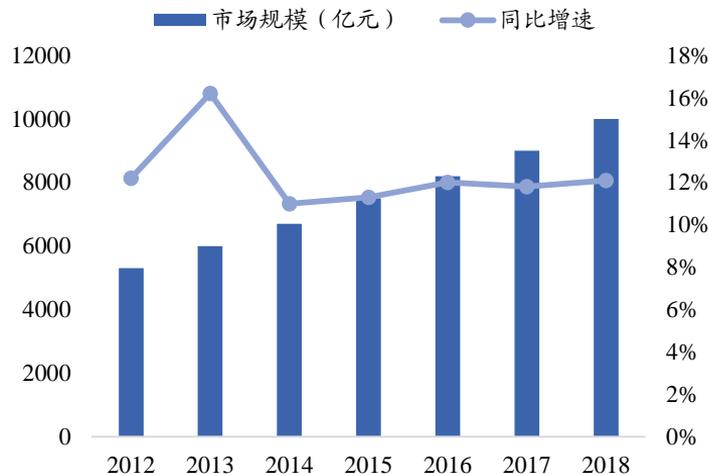
数据来源：三只松鼠招股书、国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

1.2 休闲零食行业空间大，电商渠道增长快

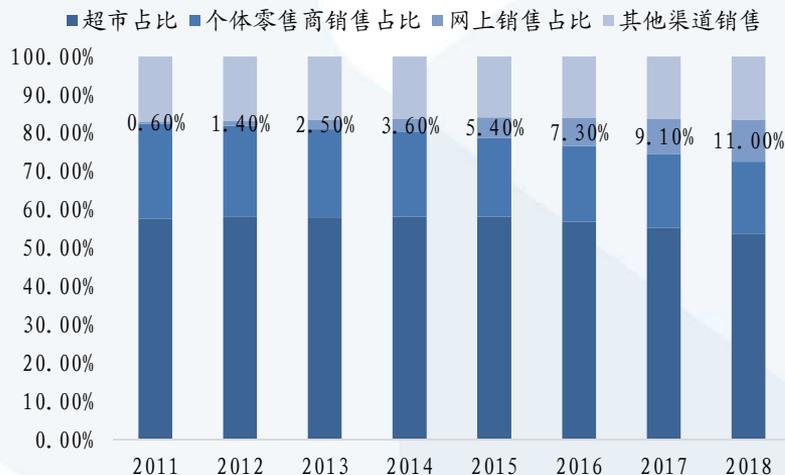
- 休闲零食行业市场规模持续扩大，电商渠道增长快。中国休闲零食行业规模2018年超过万亿，行业增速12%左右。随着以三只松鼠、百草味为代表的线上企业崛起，国内休闲零食行业线上渗透率已超过10%。

图：休闲零食行业市场空间巨大



数据来源：弗若斯特沙利文，国泰君安证券研究

图：休闲零食行业的线上渗透率持续提升

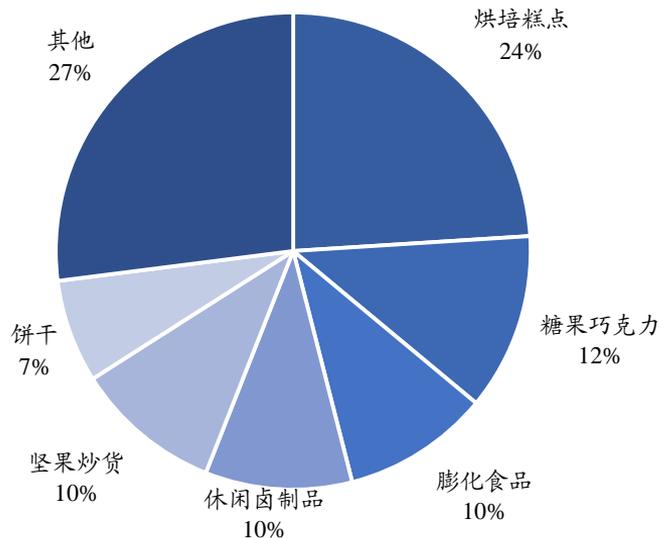


数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

1.2 烘焙类、坚果等品类占比高，人均消费量提升空间大

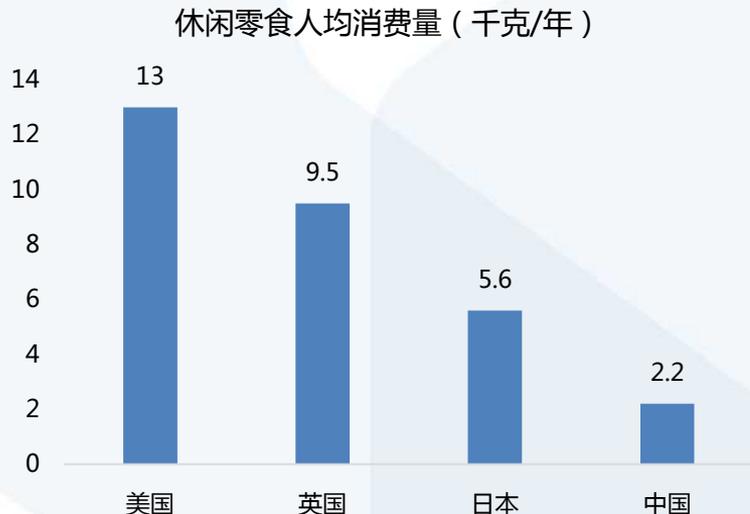
- 国内休闲零食占比比较高的有糕点、坚果等，其中烘焙糕点占比达到24%，中国人均零食消费量只有美国的1/6，英国的1/4，仍有较大差距，提升空间大。

图：多个品类占比超过10%，规模超过千亿（2018）



数据来源：弗若斯特沙利文、国泰君安证券研究

图：国内休闲零食人均消费量提升空间大（2018）



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

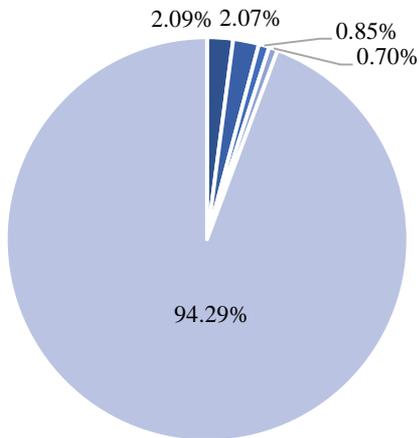
请参阅附注免责声明

1.2 行业集中度较低，龙头市占率有望提升

- 国内休闲零食行业集中度提升潜力巨大，龙头市占率有望加速提升。国内休闲零食行业的龙头市占率均不高，结合弗若斯特沙利文的行业规模和各公司营收测算，国内企业CR4只有5.7%，细分来看烘焙糕点行业CR3为9%，规模最大的达利园也只有5%的市占率；坚果炒货行业CR3为14%，洽洽和三只松鼠市占率分别为6%和5%。

图：国内休闲零食行业集中度提升潜力巨大
(2018)

■ 达利园 ■ 中国旺旺 ■ 喜之郎 ■ 三只松鼠 ■ 其他



数据来源：弗若斯特沙利文，国泰君安证券研究

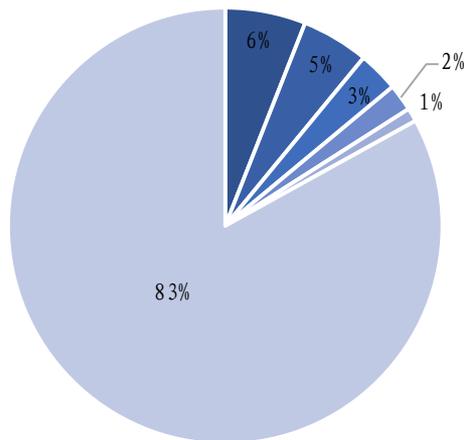


国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

图：坚果炒货CR3不足15% (2018)

■ 洽洽 ■ 三只松鼠 ■ 百草味 ■ 良品铺子 ■ 来伊份 ■ 其他



数据来源：弗若斯特沙利文，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

1.3 坚果炒货市场增速高、潜力大，品类多元化发展

传统手工制作 品牌稀缺

品牌初现 机械化制作崛起

市场二元割据 爆发前夜

品牌品类双爆发 高增速高潜力

蛮荒期

- 改革开放前夜，人民生活水平普遍较低，消费能力弱；
- 食用坚果炒货是中国的传统，坚果炒货概念深入消费者人心，但品类稀少，基本上为中国可以自主种植的花果籽为主；
- 以手工作坊、夫妻作坊为主导，机械化、规模化水平低，产品以散装为主，标准化程度弱；
- 基本没有品牌概念；
- 渠道主要是街边店、流动售卖点；

萌芽期

- 改革开放初期，人民生活水平不断提升，基础较差但增速较快；
- 部分本土化品牌崛起，包括安徽真心、洽洽等；
- 机械化、自动化制作工艺应用，结合大规模渠道拓展快速对全国市场进行拓展；
- 产品品类有提升空间有限，仍为国内种植的花果籽，主要有葵花子、西瓜子、南瓜子、花生等，包含少许坚果例如核桃，主要品类扩展来源于对口味的改进升级；
- 渠道主要是KA卖场、大小超市、夫妻店；

成长期

- GDP高速增长，生活水平不断提升，可支配收入增速加快；
- 传统品牌恰恰等与新休闲零食品牌来伊份、盐津铺子、良品铺子割据市场；传统品牌细分品类深耕多年、底蕴深厚、产品及渠道护城河高，新零食品牌SKU丰富，坚果炒货协同销售；
- 炒货与坚果品类分割，基础坚果品类如开心果、腰果、小核桃等逐渐走入消费者视野；
- 渠道包括卖场、超市、夫妻店等传统渠道以及公司自营及加盟门店；

爆发期

- 人民生活水平高速发展，人均可支配收入大幅度提升，消费能力增强；
- 伴随百草味全面转型、三只松鼠诞生、洽洽等巨头的接连跟进，通过产品品类的革新和渠道的拓展，整个坚果行业被彻底引爆；自2011年起，坚果炒货行业产值增速连续7年超过17%，核心坚果品种巴旦木、夏威夷果等原材料年进口量CAGR高达15%-50%，国内种植的瓜子、核桃等年消费量CAGR也在18%以上；
- 除了树坚果品类的提升，产品的制作方法和包装形态都更加丰富，给予客户更多选择权；
- 互联网购物的兴起和物流运输能力的提升是渠道端最大的变革，也是这场爆发的重要推手。结合坚果自身具备的标准化、非即食、低频消费、易运输存储的特性，非常适合在电商渠道发展。

90年代以前

90年代 - 21世纪初

21世纪初 - 2010

2011 - 至今

洽洽食品



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

1.3 坚果炒货行业增长较快，人均消费量仍有提升空间

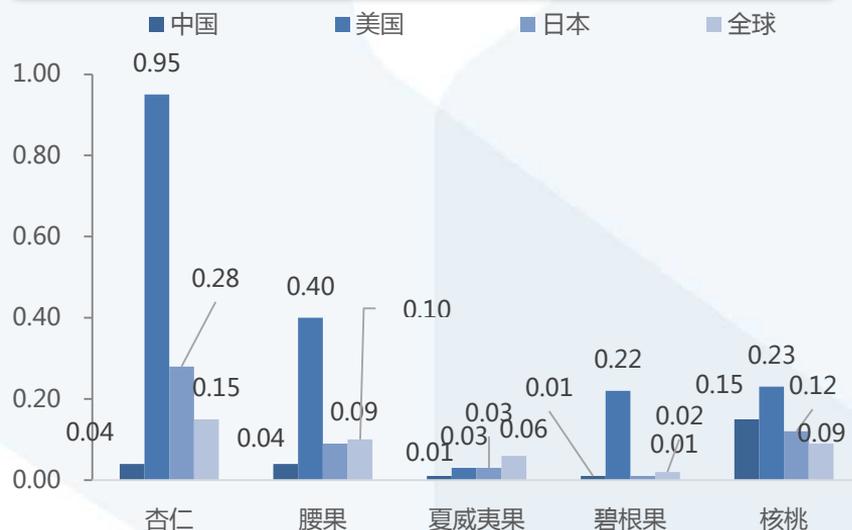
- 我国坚果炒货行业年产值由2012年的621亿元增长至2018年的1377.9亿元，年均复合增长率高达14.21%。从人均消费量来看，国内坚果的人均消费量并不高，未来仍有提升空间。

图：坚果炒货行业增长迅速



数据来源：前瞻产业研究院、国泰君安证券研究

图：坚果人均消费量各国对比（单位：克/年）



数据来源：前瞻产业研究院、国泰君安证券研究

1.4 烘焙食品前期由外资推进，后期内资跟进并实现超越，增速快潜力大

作坊生产 品种单一

外资入华 教育市场

饮食习惯改变 内资崛起

品牌/品类丰富 渠道多元 量价齐升

筑底期

- 改革开放前夜，人民生活水平低，消费能力极弱
- 烘焙食品仅作为城市人群改善性产品，全国性和普及性双低；
- 主要以家庭作坊、夫妻店为主，暂无品牌产生；
- 产品种类单一，仅为面包等纯烘焙食品。

萌芽期

- 改革开放期，人民生活不断发展，消费能力开始提升，有一定的能力消费低价零食；
- 国外品牌以合资形式在国内设厂，如好丽友、曼可顿，其起点高、规模大、产品质量好、经营方式灵活、快速抢占国内市场；
- 部分区域性品牌诞生，如福建元祖、达利，辽宁桃李等；
- 品类拓宽，中长保产品进入市场。

成长初期

- 中国加入WTO，人民生活水平高速发展，人均可支配收入大幅度提升，消费能力增强；
- 外资品牌的市场教育效果显著，居民消费习惯改善，对烘焙食品接纳度提升，行业增速明显加快；
- 短保产品内资品牌开始大幅度异地拓店，从区域性龙头向全国性龙头发展；
- 中长保产品线渠道布局丰富，包括KA卖场、中小超市、夫妻店等。

成长后期

- 人均可支配收入持续增长，消费能力大幅度增强，从吃的饱向吃得好发展；
- 居民人均消费量依然较低，约为欧美的1/8，行业潜力巨大；
- 切入烘焙食品的国内潮品牌数量大幅度提高，但主要以贴牌为主，掌握核心烘焙工厂的品牌数量较少；
- 产品品类丰富度进一步提升，以国内传统的糕点类和国外传统的面包类为主，通过改变味道和填充物增加品类，真正实现变革型产品较少；
- 渠道端主要包括线下卖场、超市、夫妻店、加盟/直营店；线上包括淘系平台、京东、微商等。

1980 - 1990

1990 - 2000

2001 - 2010

2011 - 至今



元祖食品
- GANSO -



桃李



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

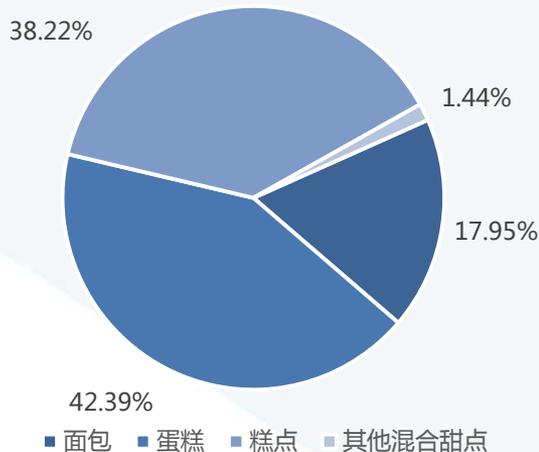
1.4 烘焙食品市场体量庞大，行业集中度低

- 烘焙食品市场体量庞大、集中度低。全球烘焙产品市场稳步增长，2016年规模3265亿美元，其中欧美国家占主导地位，规模占比大但增速较低；中国烘焙市场已初具规模，2018年预计约2100亿人民币，市场增速维持在10%以上。烘焙食品品类集中，主要为面包、蛋糕和糕点，其中蛋糕占比最大。中国烘焙食品行业集中度低，CR3不到10%，CR5不到15%，手工作坊占比极高，目前主要以长保（达利、好丽友）和短保（桃李）为主。

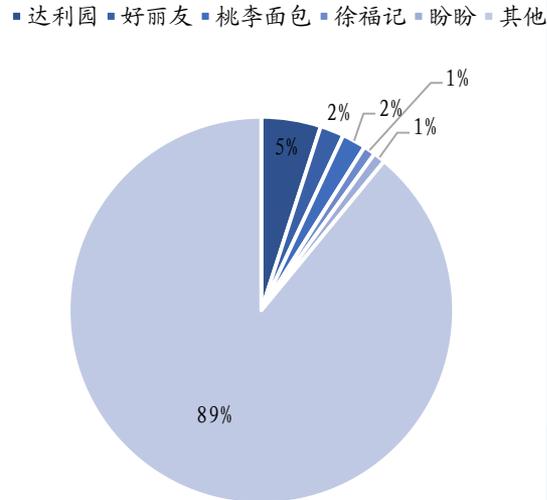
图：国内烘焙行业零售总额



图：烘焙食品细分结构（2018）



图：中国烘焙行业格局



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

1.5 肉类零食品牌品类从稀缺走向丰盛

品类稀缺 量价双低

品牌出现 品类分化

品类丰富 渠道多元

品类健康 对标欧美

萌芽期

- 改革开放初期，人民生活水平较低，高价肉类零食消费能力普遍薄弱；
- 产品种类单一，主要是鸡副、猪肉为主，代表产品有鸡爪、鸡腿和火腿肠；
- 品牌数量稀缺，以雨润、双汇为代表的国企受广大消费者认可；
- 渠道主要是各类卖场、超市、夫妻店等；
- 产品价格低、毛利率低，其中火腿肠毛利率一般在10%左右；

1990 - 2002

成长早期

- 中国加入WTO，生活水平飞速发展，由于基础较差，消费能力依然不强；
- 品类增多并出现分化，主要分为禽类（鸡鸭副）和畜类（猪牛肉）；
- 品牌增多，本质是地域性零食崛起，代表企业包括主做标准化包装多元化产品的来伊份、盐津铺子和良品铺子，以及主做鸭副即食消费的周黑鸭和绝味；
- 销售渠道依然以线下为主，分化出品牌直营和加盟模式，标准化提升；
- 消费者逐渐产生品牌概念，产品价格和毛利开始提升。

2003 - 2014

成长中期

- 人民生活水平高速发展，人均可支配收入大幅度提升，消费能力增强；
- 品类数量进一步提升，水产海鲜、鸡鸭禽类、猪牛羊畜品种更完善，产品制作方式更多元；
- 品牌丰富度高，除了传统大品牌，素零食品牌如百草味和三只松鼠也强势切入，互联网潮品牌开始增多；
- 销售渠道多元化，线下线上销售渠道从分化走向融合，流程标准化增强了品牌对渠道的掌控力；
- 消费者品牌概念增强，品牌依赖性提高，产品价格和毛利大幅提升。

2014 - 至今

成长后期

- 伴随消费者收入的提升和对健康的要求，传统多盐多糖辣味肉类零食存量竞争加剧，行业进入高创新期；
- 肉类品种中陆地品种存量演进，海鲜水产增量提升；
- 采用草饲、野生捕捞的优质原材料、低糖低脂少盐健康化、纯天然无添加化、高蛋白化、高端化成为行业发展趋势，向欧美成熟行业靠拢；
- 产品品类将伴随消费者进一步分化，针对性的切入婴幼儿、少年、中老年、运动健康市场；
- 量价齐升，中高端品牌将成为主流。

未来数年



猪肉类：火腿

禽副类：鸭脖、鸭架、鸡爪

杂食类：猪肉脯、猪蹄、牛肉干、鱼肉干、鸡鸭品



欧美顶尖肉类零食品牌

请参阅附注免责声明 14

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

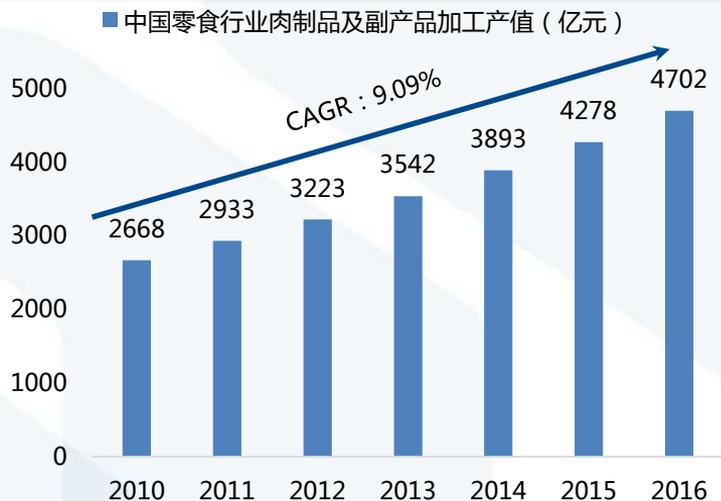


诚信·责任·亲和·专业·创新

1.5 国内肉类零食规模大，品牌众多

- 肉类零食中包括肉脯、肉干、鸭副等，有深厚的地域文化底蕴。肉类零食属于零食品类中的“高端类”，尤其是猪、牛、鱼肉零食，均价位于行业高位，高收入地区肉类零食销售量高。全球肉类零食销售规模CARG达10.5%，其中欧美地区销售占比较高，中国肉类零食销售增速快，每年推出的新品类数量全球第一。

图：国内肉类零食产值大



图：中国肉类零食品牌众多



数据来源：中国食品年鉴、国泰君安证券研究注：该口径包括带包装的肉类零食，也包括火腿肠、新鲜卤味等

2

海外龙头通过品类扩张做大做强

2.1 | 美国休闲零食行业历史悠久，整合并购成就巨头

汽车时代，诞生诸多品牌

(1898-1929)

在此期间美国旅游业与汽车业经历了快速增长阶段，同时带动了石油和公路的蓬勃发展。这个时期，休闲零食企业不断涌出新鲜血液，大量耳熟能详的零食品牌诞生，并开启了大众消费时代。

经济危机，膨化食品出现

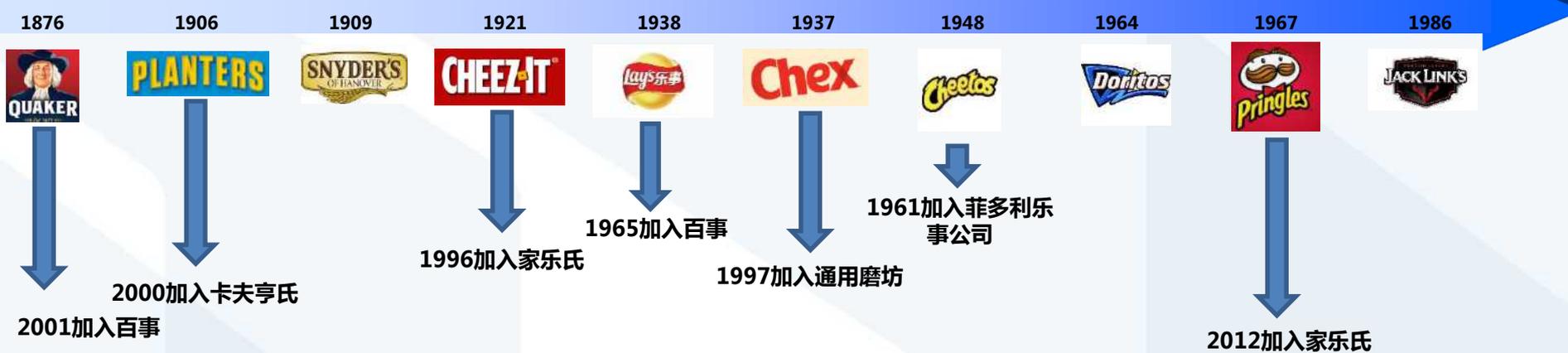
(1929-1945)

1929年，美国发生了灾难性的经济危机，农业与金融业的崩溃导致了华尔街股市暴跌。**膨化食品以代表性的乐事陆续登台。**

二战后，整合并购成就巨头

(1945-至今)

走出经济危机的美国消费者，越来越注重品质化消费和理性消费。**20世纪后期，食品零食行业龙头开始大规模的横向收购与兼并。**规模效应进一步降低了企业成产的边际成本，卡夫亨氏与百事公司的市场份额不断提升。



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明 17

2.1 美国非商超渠道零食品牌，以区域性小型企业为主

分散的小型品牌多为地域性手工作坊，以主打优质、带有当地风味的坚果类零食为主。

从1920年开始，卡罗莱纳州就以肥沃的土壤和良好的气候培育出了大小可观，质地酥软的核桃而闻名。1940年，詹姆斯就已经开始把当地的核桃分销致各个杂货店销售，并逐渐发展成为为了世界上最大的销售核桃企业之一。1960年开始，The Young plantations开始直接向消费者出售核桃。公司的产品包裹馅饼、面包、肉桂卷、松饼、曲奇、果冻各种坚果。其中坚果类产品的口味高达16种。

在1929年，美国大萧条时代创立了The Newark Nut Company。开始在露天市场销售散装坚果和干果，很快就以提供最优质、最新鲜的坚果而闻名。1999年，推出Nutsonline，提供了近2000种零食供线上选择。到2011年，Nutsonline因其不断增长的产品质量和和服务而闻名北美。

The Squirrel Brand Co 成立于波士顿。创始人用最传统的手工方式烘烤新鲜的坚果，坚持用钢桶小批量的生产；简单用海盐调味，然后多重筛选后进行手工包装。公司以坚果类商品为主，糖果和巧克力类零食为辅，并通过线上邮寄和线下体验店双线发展来推广。在美国仅有4家线下体验店。

1920



1929



1990



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

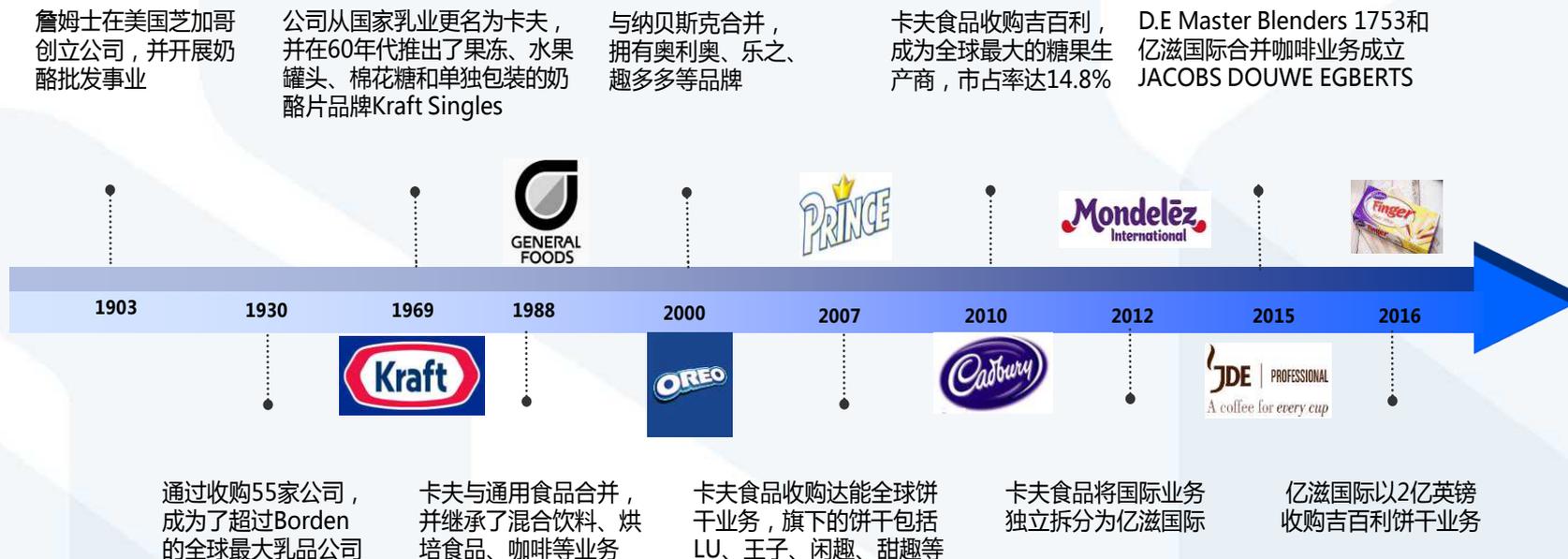
诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

18

2.1 亿滋国际通过内生外延持续扩充品类

- 通过内生外延的方式不断扩充品类和增加销售区域是其成功的必经之路，亿滋国际就是典回顾海外休闲零食发展路径型代表。



2.2 | 日本休闲零食企业以糖果、面包等品类为主

明治集团为从婴儿到老年人的所有年龄段的客户提供各种各样的产品。从糖果和乳制品到营养补充品和药物。2019年销售额达81.68亿元，同比增长1.1%；营业收入达64亿元，预计2020年到达70.33亿元。

1919年，创业者江崎利一发现牡蛎煮出来的汤里含有大量糖原，便开始活用糖原制作食品并将其商品化。公司其下多大23个品类，包括巧克力、冰淇淋、酸奶、布丁、牛奶、熟食、饼干等。

山崎面包生产和销售面包、甜面包、日式和西式糖果、加工面包、米饭和配菜；销售从其他公司采购的其他产品。经营店内烘焙和便利店业务。公司2018年销售额达68.97亿元；员工人数为19,478人；门店数量为110688。

1964年，二战后日本经济快速增长，消费能力提升，卡乐比占据了初级休闲零食的先机，并快速占领市场。公司2017年销售额到达157亿元。同时设定了远远短于市场所谓的保质期。

森永的主要业务活动是糖果（焦糖、饼干、巧克力等）、食品（可可、蛋糕混合物等）、冷冻甜点（冰淇淋等）和保健品（果冻饮料等）的制造、购买和销售。2019销售额达119.2亿元，员工人数为1334人。

1917

meiji

1929

Glico

1948

ヤマザキ

1949

Calbee

1987

MORINAGA

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

20

2.2 | 卡乐比品类矩阵不断完善，成为日本休闲零食巨头

公司在广岛设立，卡尔比·卡拉梅尔成为人气商品



以土豆为原料的札幌薯条



1982年成立东京快餐食品子公司，1984年发售，绿黄色蔬菜零食



推出北海道薯条三兄弟



推出罐装薯片



1949

1964

1972

1975

1984

1991

2003

2012

2016

2018



「カルビーキャラメル」発売

推出河童虾条



「サッポロポテト」発売

首次推出薯片



「緑黄色野菜スナック・グリーンスナック(現在のベジたべる)」発売

推出营养早餐



「ジャガポックル」発売

公司上市



「ポテトチップス クリスプ」発売

推出佳可丽玉米哆口甜玉米条”

初创期（1949年-1975年）

公司业务起步，发布鲜虾片及面粉制零食。

成长期（1975年-2009年）

收入稳步提升后遭遇瓶颈，推出薯片、薯条和水果燕麦片。

改革期（2009年至今）

积极推动新品开发，突破瓶颈，2012年上市，业绩稳步提升。

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2.3 国际龙头较早布局中国市场、线上线下实现渠道融合

- 国外休闲零食龙头企业进入中国市场较早、线上线下实现渠道融合。亿滋、卡夫亨氏、百事均在20世纪80年代进入中国，占据市场先发地位、品牌形象不断巩固，在华铺设生产工厂、实现产销产业链一体化覆盖。销售渠道方面，国际龙头在华线上线下渠道一同铺设、实现渠道融合。

	进入时间	销售品类	销售渠道	线上模式	线下模式	生产工厂建设情况
亿滋国际	1984	饼干、口香糖、糖果、早餐饼	线上+线下	与线上第三方平台合作	入驻线下超市、百货等，与阿里零售通合作	在华共有7个生产基地，2019年6月宣布将要关停上海工厂
卡夫亨氏	1984	坚果、西式酱料、酱油酱料、婴幼儿辅食	线上+线下	与线上第三方平台合作	入驻线下超市、百货等	亨氏在中国的员工超过10,000名，在广州、青岛、上海、天津、南京、广东开平建有12个工厂
百事	1981	饮料、薯片、麦片、水	线上+线下	与线上第三方平台合作	入驻线下超市、百货等，开设线下概念体验店	7家食品生产厂，6个大型现代化土豆农场和10个合作农场。
好时	1995	饮料、烘焙食品、蛋糕、糖果、巧克力、甜点	线上+线下	与线上第三方平台合作	入驻线下超市、百货等，2019年四月上海开出首家线下甜品概念店，在未来三年预计新开200到300家店	中国工厂于2017年暂停生产

2.3 | 国外休闲零食龙头品牌力强，净利率水平高

- 国外休闲零食龙头企业增速较低，净利率高于国内行业平均。国外休闲零食巨头2019H1平均净利率为12.18%，高于国内龙头4.05%的净利率，而我国龙头企业营收增速较快。

	年份	营业收入（亿元）	营业收入增速	净利润（亿元）	净利润增速	净利率
亿滋国际	2016	1,798.28	-12.53%	115.78	-77.11%	6.44%
	2017	1,692.10	-0.10%	191.84	78.48%	11.34%
	2018	1,780.18	0.16%	233.01	19.46%	13.09%
	2019H1	866.21	-2.15%	118.79	25.95%	13.71%
卡夫亨氏	2016	1,837.40	44.44%	252.65	462.91%	13.75%
	2017	1,714.05	-0.26%	718.11	204.77%	41.90%
	2018	1,802.83	0.74%	-703.75	-193.80%	-39.04%
	2019H1	850.06	-4.84%	58.57	-51.48%	6.89%
百事	2016	4,356.37	-0.41%	442.51	15.96%	10.16%
	2017	4,150.85	1.16%	320.70	-23.06%	7.73%
	2018	4,437.81	1.79%	861.95	155.89%	19.42%
	2019H1	2,022.13	2.38%	238.87	8.86%	11.81%
好时	2016	516.13	0.73%	49.95	40.37%	9.68%
	2017	491.07	1.01%	49.43	5.07%	10.07%
	2018	534.72	3.67%	80.37	54.79%	15.03%
	2019H1	260.12	1.61%	42.43	7.51%	16.31%

数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究



3

国内休闲零食仍处于渠道竞争阶段

3 休闲零食企业盈利能力尚弱，处于渠道竞争阶段

- 休闲零食龙头企业营收增速较高、尚处快速发展阶段。三只松鼠、好想你、盐津铺子营收增速较高，但净利明显偏低，主要由于尚处渠道竞争阶段，未来有较大提升空间。

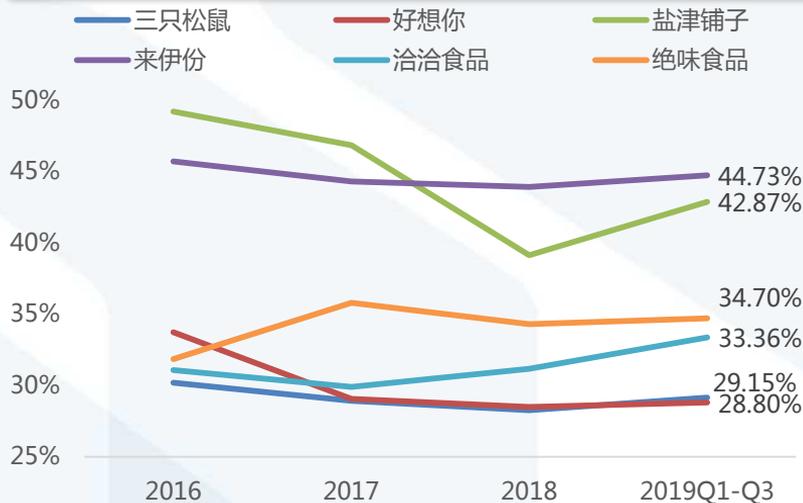
	年份	营业收入	营业收入增速	净利润	净利润增速	净利率
三只松鼠	2016	44.23	116.47%	2.37	2535.44%	5.35%
	2017	55.54	25.58%	3.02	27.70%	5.44%
	2018	70.01	26.05%	3.04	0.61%	4.34%
	2019Q1-Q3	67.15	43.79%	2.96	10.40%	4.40%
好想你	2016	20.72	86.14%	0.39	1309.10%	1.89%
	2017	40.70	96.47%	0.97	149.07%	2.39%
	2018	49.49	21.59%	1.09	11.94%	2.20%
	2019Q1-Q3	40.41	13.44%	1.29	35.68%	3.20%
盐津铺子	2016	6.83	17.09%	0.86	30.89%	12.53%
	2017	7.54	10.38%	0.65	-23.74%	8.66%
	2018	11.08	46.81%	0.71	9.03%	6.43%
	2019Q1-Q3	9.81	30.12%	0.90	61.02%	9.13%
来伊份	2016	32.36	3.50%	1.34	1.92%	4.14%
	2017	36.36	12.35%	1.01	-24.42%	2.79%
	2018	38.91	7.01%	0.10	-90.03%	0.26%
	2019Q1-Q3	29.15	2.39%	0.15	12.38%	0.52%
洽洽食品	2016	35.13	6.09%	3.59	-1.68%	10.22%
	2017	36.03	2.55%	3.22	-10.40%	8.93%
	2018	41.97	16.50%	4.42	37.27%	10.52%
	2019Q1-Q3	32.19	10.64%	4.02	30.70%	12.49%
绝味食品	2016	32.74	12.08%	3.80	26.42%	11.62%
	2017	38.50	17.59%	4.97	30.76%	12.92%
	2018	43.68	13.45%	6.31	26.81%	14.44%
	2019Q1-Q3	38.86	18.98%	6.07	26.23%	15.63%



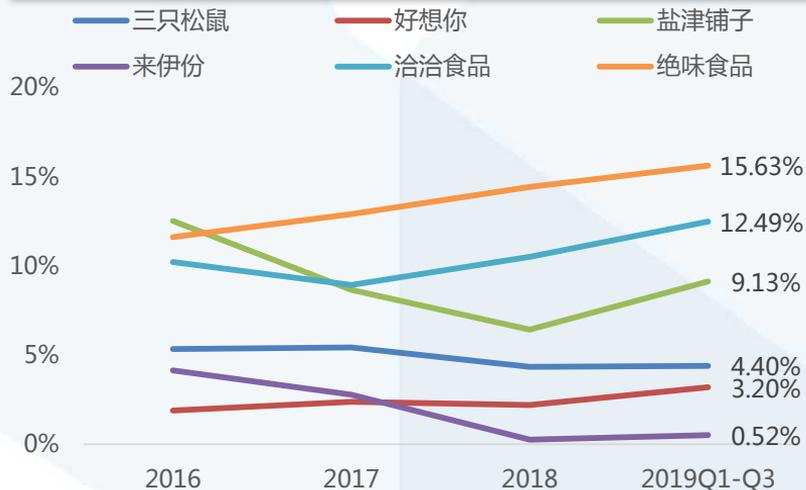
3 休闲零食企业盈利能力尚弱，处于渠道竞争阶段

- 洽洽食品、绝味食品2019Q1-Q3 12.49%/15.63%的净利率明显高于三只松鼠、好想你、来伊份同期 4.40%/3.20% /0.52%。主要是由于目前休闲零食行业内同质化竞争严重、市占率不够集中，各大品牌尚处于降价促销、品牌效应建设与巩固阶段。

图：盐津铺子、来伊份毛利率较高



图：洽洽食品、绝味食品净利率保持领先



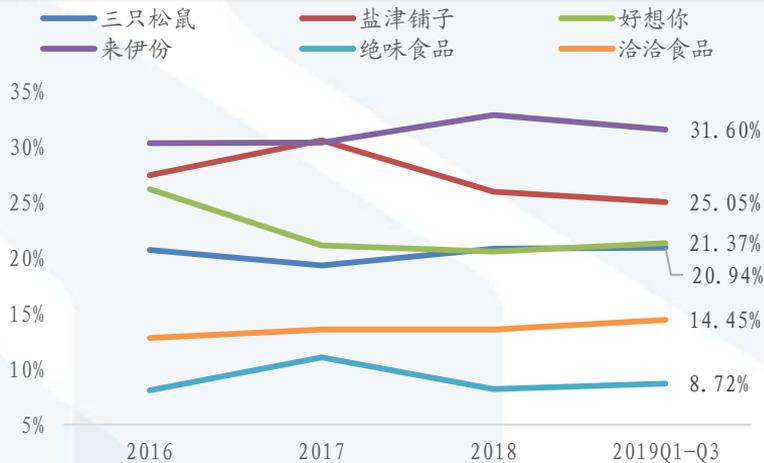
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3 | 绝味、洽洽销售费用率低，三只松鼠管理费用率低

- 2019年Q1-Q3三只松鼠、盐津铺子、好想你、来伊份、绝味食品 and 洽洽食品销售费用率分别为20.94%、25.05%、21.37%、31.6%、8.72%、14.45%，管理费用率分别为1.71%、6.03%、3.5%、11.96%、5.1%、5.14%。

图：绝味、洽洽销售费用率较低



图：三只松鼠管理费用率较低



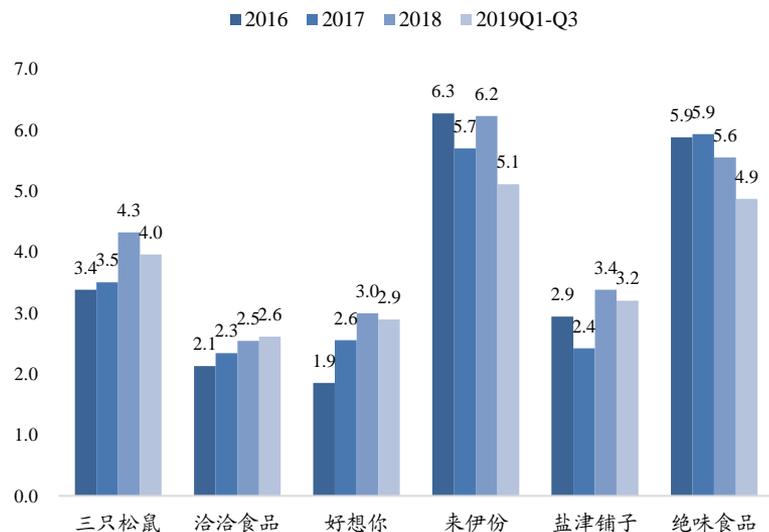
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

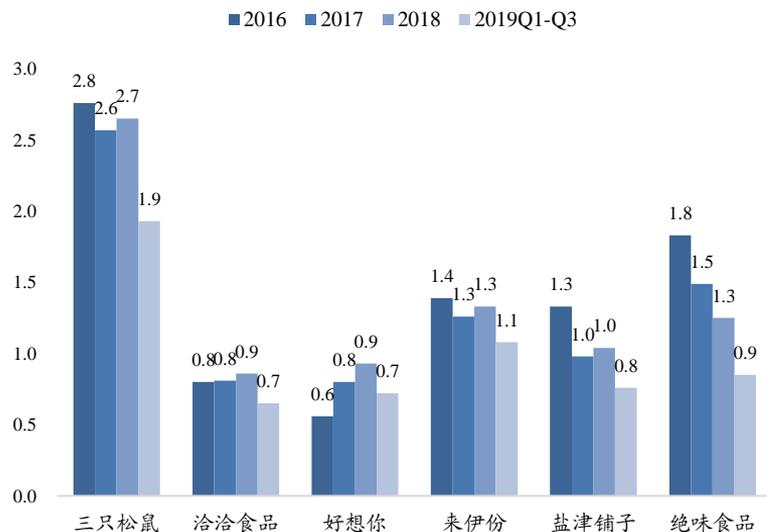
3 线下自有品牌存货周转率高，线上模式资产周转率高

- 以线下门店收入为主的来伊份、绝味食品存货周转率处于行业高位、而商超渠道代表公司洽洽则较低；同时以线上电商为主营业收入的三只松鼠总资产周转率远高于行业内其他公司、商超、线下门店等渠道则相差较小。

图：来伊份、绝味食品存货周转率较高



图：三只松鼠总资产周转率较高



4

不断变革、把握渠道红利的能力是核心竞争力

4 行业同质化明显，运营重要性更加凸显

	生产模式	线上经营模式	线下经营模式	物流建设
三只松鼠	采取核心环节自主、非核心环节外包的方式，对产品配方、制作工艺等进行自主研发和统一安排，加工环节由认证供应商在公司的监督下完成，并在公司的分装（如需）及全面检测工序后形成最终产品。	第三方销售平台 移动 APP 微信商城	线下体验店 加盟店（联盟小店） 直营店（投食店）	构建“总配送中心+区域配送中心+城市仓”的多层次物流配送体系，截至2019年6月30日，全国设有8个自有仓、15个合作仓
良品铺子	公司主要通过“以销代采”的模式来采购，新品上市时会根据自身供应商管理制度委托供应商进行生产，成熟产品公司从合格供应商清单中甄选并采购	线上B2B模式 线上B2C模式（第三方销售平台）	直营门店 加盟门店 O2O外卖 大客户团购	截至2018年6月30日，公司通过自有或租赁的方式设5个自营仓库，与第三方仓储服务商合作，全国设立8个仓储基地。
来伊份	公司依托大数据分析与市场经验研发新产品，委托供应商进行生产，在商品采购方面推出产品经理负责制，由产品经理负责产品开发、设计	B2B模式 B2C模式（平台旗舰店模式和自营APP平台模式）	直营门店、加盟门店、特通渠道	上海总部自建自动化、数字化的仓储物流基地，通过自有库存管理系统、并与菜鸟、安吉、安得、顺丰等承运商合作为各终端提供物流服务。另外，公司在南京、济南、北京、杭州等地设立多个RDC分仓，还与其它第三方服务商进行合作，设有中国邮政上海仓、承源北京仓等多个终端分仓。
好想你（百草味）	百草味产品大部分都是代工生产，为保证食品安全成立食品研究院。同时还建立了集自主研发、仓储以及配送的智能一体化杭州临江基地	第三方销售平台	积极布局新零售，19年6月开设首家百草味线下门店	公司物流主要为外包模式，目前建立了具有仓储及配送功能的杭州临江基地
洽洽食品	生产实行以销定产，生产加工实现机械化和自动化，在销售地和产地设置原料地生产厂和销地生产厂，采购业务由采购管理中心业务指导。	网上超市+微商城	经销、KA卖场等终端销售网络	在销售地和产地设置原料地生产厂和销地生产厂，建设电商物流中心提高配送效率

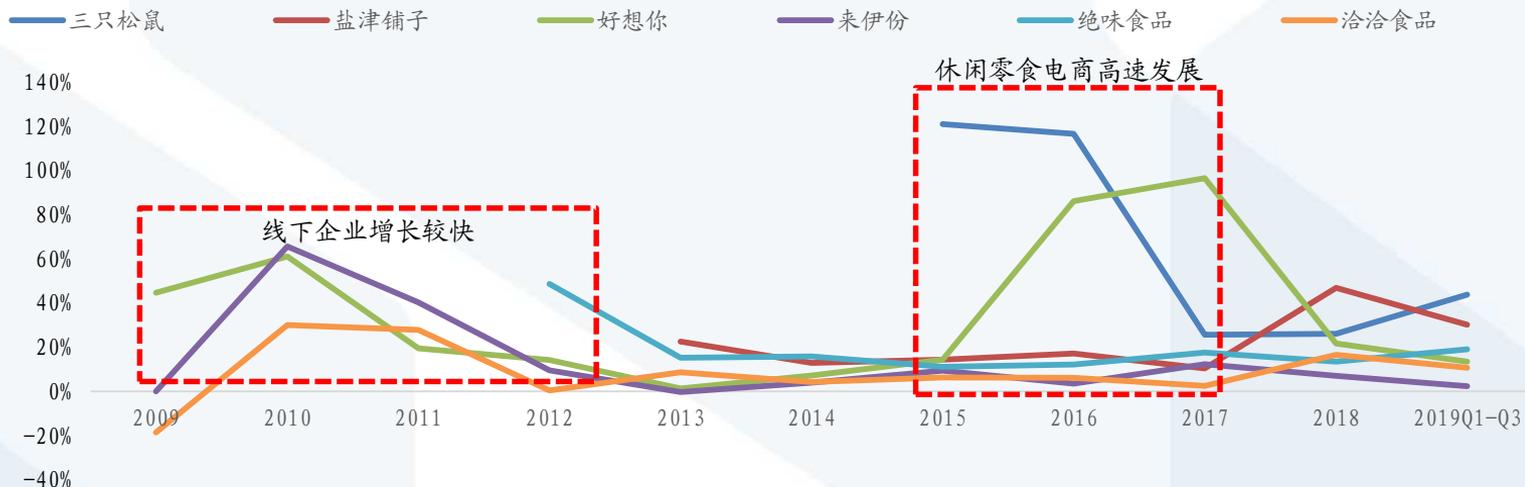
4 三只松鼠管理团队平均年龄较年轻

	平均年龄	学历情况	创始人从业经历
三只松鼠	37	中专——大学本科	创始人章燎原先生曾先后担任安徽詹氏食品公司区域经理、总监、董事总经理，从事食品行业合计超过15年，从业经验丰富。
来伊份	41	主要高管多为硕士学历	主要创始人多曾就职或参与创办上海爱屋食品，食品行业从业经验丰富
好想你 (百草味)	40	主要高管多为大学本科	创始人邱浩群先生先后创立杭州郝姆斯食品有限公司和杭州百草味企业管理咨询有限公司； 创始人蔡红亮曾先后担任杭州百草味企业管理咨询有限公司总经理和杭州郝姆斯食品有限公司总经理，后因管理问题蔡红亮先生退出百草味。
良品铺子	41	主要高管均为本科学历	创始人杨银芬先生曾历任科龙电器股份有限公司分公司总经理，容桂美蓝蒂卫浴设备厂总经理等职务，并曾就职于武汉阳光旭。

4.1 渠道：线下渠道营收趋缓、线上渠道迅猛发展

- 休闲零食线下企业2012年后营收增速趋缓、线上电商近年来迅猛发展。2009-2011年间，主打商超渠道的洽洽食品、线下连锁店的来伊份、好想你营收增速较高，2011年后，线下商家遇到本身发展瓶颈，并遭遇线上竞争，营收增速趋缓。2015年开始，三只松鼠作为休闲零食电商领先品牌，营收呈现高速增长态势。2016年，好想你收购百草味，线上业务带来巨大增量，16-17年间营收增速较高。

图：线下龙头2012年之后营收增速趋缓，线上电商14-17年间迎来高速发展



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

4.1 渠道：全渠道融合成为行业发展趋势

- 不同渠道各有优劣、全渠道融合战略成行业未来发展趋势。商超渠道龙头公司可凭借其品牌知名度实现低费用、高净利、但由于商超SKU少，非头部品牌曝光率低，议价能力弱，不适用于新玩家进入；自营门店毛利高、但其铺店前期费用要求较大、风险较大；加盟门店铺店速度较快、毛利率高、费用率中等；电商渠道发展速度最快、周转率最高、但由于其各方分成属性、净利偏低。

	发展速度	周转率	毛利率	净利率	费用率
商超渠道	中	低	中	高	低
自营门店	低	高	高	低	高
加盟门店	中	高	高	低	中
电商模式	高	中	低	低	中

4.1 渠道：休闲零食龙头均实现线上线下全渠道布局

- 休闲零食龙头加码弱势渠道、实现线上线下全渠道融合。三只松鼠线上电商起家、近年来加码线下、自营+加盟稳步拓店；来伊份线下优势明显、自营门店建设完备，目前大力追求线上突破，以期线上线上协同发展；好想你收购百草味，线下+线上强强联合，完善渠道布局建设。

	门店数量	直营店	加盟店	线上收入 (亿元)	线上收 入占比	线下收入 (亿元)	线下收 入占比	自营店 坪效	加盟店 坪效
三只松鼠 (2019H1)	151	73	78	40.39	89.54%	4.72	10.46%	3.50	4.18
良品铺子 (2018H1)	2092	714	1378	13.50	44.85%	16.61	55.15%	2.24	/
来伊份 (2019H1)	2717	2389	328	2.20	10.81%	18.17	89.19%	2.85	
好想你 (2018)	800左右	未披露	未披露	40.73	82.30%	8.76	17.70%	2.46	/

4.2 | 产品：精耕产品研发、创新多元成关键词

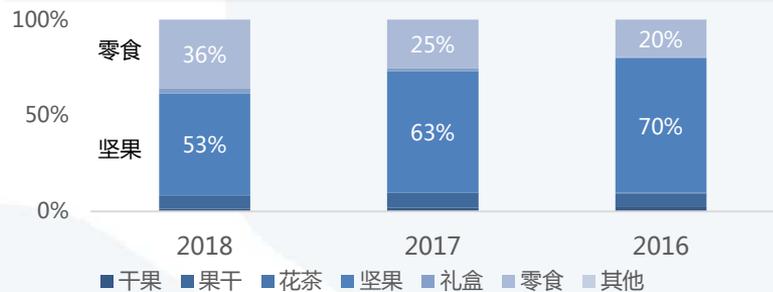
- 行业龙头重视产品研发、创新多元化成全行业产品关键词。休闲零食行业同质化问题严重、行业内主要龙头公司都加码产品研发，成立产品研究院/实验工厂打造多元化产品、紧跟潮流爆品、丰富品类矩阵。

	研发支出 (百万元)	研发投入占 营收比例	研发人员 数量	研发人员 占比	研发模式
三只松鼠 (2019H1)	21.46	0.48%	223	8.34%	机构设置 ：成立松鼠食品产业研究院、专职负责产品开发与管理、产品工艺改进等。 “全面评价271模型” ：深挖消费者评价、致力于打造让消费者感动的产品风味。 产品更新迭代机制 ：根据消费者反馈不断完善公司产品品类，兼顾产品多元化和精品化。
好想你 (2019H1)	19.06	0.67%	319	10.43%	研发机构 ：建立国家级企业技术中心、中国营养学会&好想你——红枣科学研究院等研发机构。 战略合作 ：与中国农业科学院和江南大学食品学院等达成战略合作，完成“创新概念、创新技术、创新配料、创新工艺”
盐津铺子 (2019H1)	8.63	1.35%	69	3.06%	“实验工厂”模式 ：将研发环节和生产环节有机结合。针对休闲零食快速消费，品种更新换代快的特征，以“实验工厂”模式开展已有产品的改进和新产品研发工作。面对市场新需求，快速启动新品开发，短期内完成小批量生产后投放市场，市场反应良好的产品开始大规模生产。
良品铺子 (2018H1)	9.52	0.31%	206	2.22%	团队设置 ：公司成立专门的产品研发团队，从产品企划方案制定、包装设计、样品打样、试吃调整、产品定性及上市协同等新品企划研发上市的整个流程进行全面设计和推进。 外部合作 ：公司与第三方外部研发单位在产品包装、产品口味、产品营养等方面进行合作。公司的研发投入包括费用化研发投入和外购无形资产。

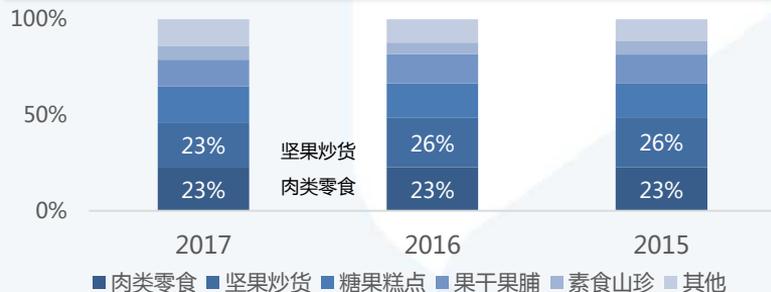
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4.2 | 产品：行业龙头丰富品类矩阵

图：三只松鼠产品品类演变



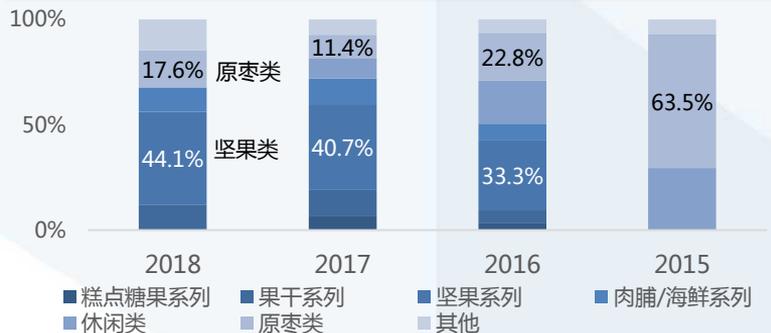
图：良品铺子产品品类演变



图：盐津铺子产品品类演变



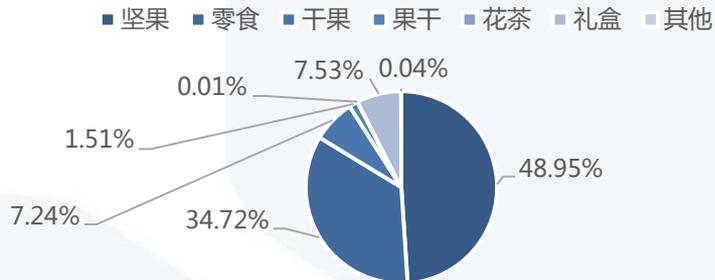
图：好想你产品主要品类演变



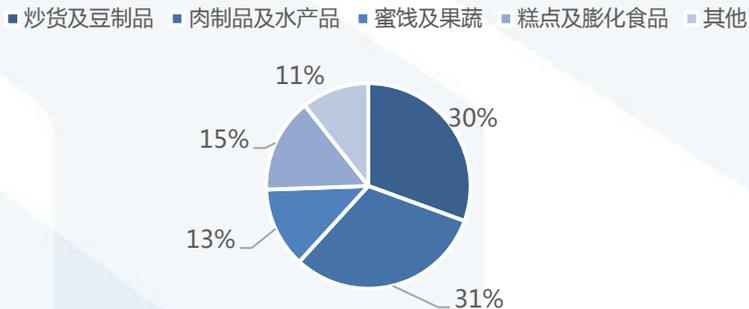
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4.2 | 产品：行业龙头丰富品类矩阵

图：三只松鼠产品主要分类占比（2019H1）



图：来伊份产品主要分类占比（2018）



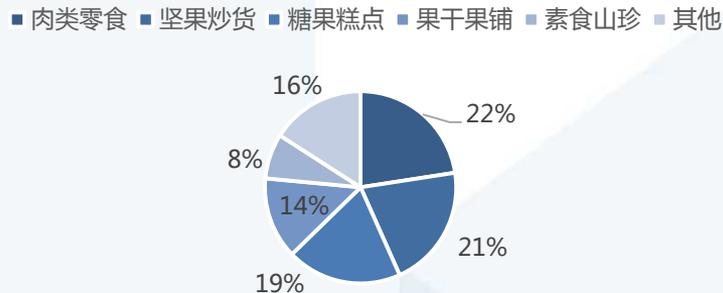
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究



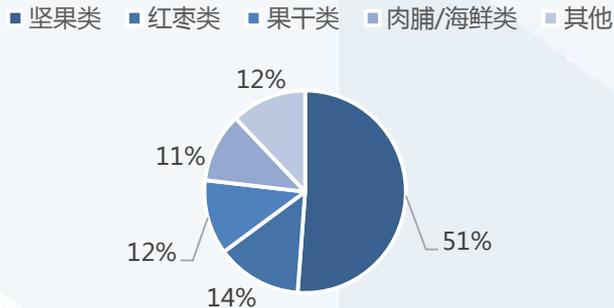
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

图：良品铺子产品主要分类占比（2018H1）



图：好想你产品主要分类占比（2019H1）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

4.2 | 产品：线上产品价格对比

	碧根果			山核桃			腰果			猪肉脯			手撕面包		
	克数	单价	价格	克数	单价	价格	克数	单价	价格	克数	单价	价格	克数	单价	价格
	/100克	/100克		/100克	/100克		/100克	/100克		/100克	/100克		/100克	/100克	
三只松鼠	10	120	8.33	10	210	4.76	25.9	185	14.00	10	100	10.00	29.9	1000	2.99
良品铺子	16.9	120	14.08	8.3	200	4.15	19.3	120	16.08	19.9	200	9.95	32.9	1050	3.13
来伊份	18.4	150	12.27	28.5 (去壳)	118	24.15	23.9	168	14.23	19.9	200	9.95	27.9	1000	2.79
百草味	10.7	100	10.70	12.9	258	5.00	17.9	190	9.42	14.9	155	9.61	22.9	1000	2.29

4.2 | 产品：线上爆款价格对比

爆品	品类	价格	克数	单价/100克	月销量
三只松鼠	每日坚果	99	750	13.2	35W+
三只松鼠	拉面丸子	4.7	85	5.53	130W+
三只松鼠	爆浆果汁软糖	5	40	12.5	50W+
三只松鼠	中秋零食大礼包	149	1533	9.72	35W+
三只松鼠	锅巴	3.3	60	5.5	120W+
良品铺子	每日坚果	89	750	11.9	10W+
良品铺子	爆米花	4.9	68	7.21	50W+
良品铺子	山楂片	19.8	175	11.31	30W+
良品铺子	零食大礼包	99	836	11.84	35W+
良品铺子	锅巴	9.7	90	10.78	80W+
来伊份	每日坚果	118	750	15.73	10W+
来伊份	鹌鹑蛋	9.9	125	7.92	7W+
来伊份	榴莲干	9.9	30	33.00	20W+
来伊份	早餐饼干	15.9	160	9.94	10W+
来伊份	芝士味饼干	16.9	168	10.06	10W+
好想你 (百草味)	每日坚果	149	750	19.87	20W+
好想你 (百草味)	夏威夷果	17.9	200	8.95	130W+
好想你 (百草味)	肉干肉脯	23.9	100	23.90	95W+
好想你 (百草味)	红枣	21.9	175	12.51	15W+
好想你 (百草味)	锅巴	11.9	160	7.44	15W+

4.3 品牌营销：三只松鼠深耕IP品牌形象

- 三只松鼠深耕人格化品牌策略，IP形象深入人心。三只松鼠、百草味作为近似同期休闲零食电商龙头企业、三只松鼠紧抓电商渠道品牌红利强的特点、深耕IP、依托影视动漫作品打造三只松鼠IP生态战略，使得三只松鼠形象深入人心，相较之下百草味营销模式略为单薄。

	产品策略	渠道策略	品牌策略	IP建设
三只松鼠	布局完整的产品矩阵，降低对单个品类依赖，建立产品迭代更新机制	紧抓线上市场，抢占线下市场；一主【电商平台】两翼【投食店、松鼠联盟小店】；	服务、体验、文化三个维度升级；IP化、人格化品牌策略，打造鲜明的品牌形象；广告投放、社交媒体宣传、产品包装、影视剧植入、跨界合作；线下店突出品牌并加强产品体验，建立消费者和公司文化的桥梁，实现消费者和公司品牌的零距离互动；深耕娱乐化战略；	以IP化推动品牌多元发展，包括平面动漫、3D动漫、动画、绘本、周边产品、线下体验店；2018年4月开始，三只松鼠动画片《三只松鼠》在各电视频道及网络开播，至今已更新104集。该动画片在深圳少儿、杭州少儿、青海卫视、东南卫视等130个频道播出，并覆盖爱奇艺、腾讯视频、优酷网等15家主流视频平台，4家主流OTT牌照商以及15家主流智能电视app和电视盒子。未来，将继续推出三只松鼠系列动画片，服务于公司娱乐化战略及品牌IP化策略。
来伊份	大单品+多品类扩张	全渠道一体化平台，线下线上协同发力	全球好品质、健康好生活；对第八代门店形象升级、移动APP系统迭代升级、商品包装升级、对“伊仔”卡通形象视觉升级，赋予品牌年轻、时尚、活力的品牌形象；持续推进品牌年轻化，迎接90、00后客群；使用互联网SNS端营销，使用社交媒体发起产品试吃等活动；借助小红书、微博带货；打造“亚米”子品牌，发力澳洲、欧洲、日韩等地区进口休闲零食商品；	2018年9月，来伊份原创52集3D动画片《超级伊仔》上映，该动画在CCTV少儿频道，中国教育频道等200个省市上星卫视及地方电视台播出，并覆盖爱奇艺、优酷、土豆，搜狐视频，腾讯视频等20家新媒体平台。 获奖情况：2017年玉猴奖“十佳新锐动漫IP”；2018年第十四届中国国际动漫游戏博览会“年度最具品牌价值原创动漫IP奖”；2018年广电总局推荐“国产优秀动画片”；
好想你（百草味）	打造大单品+爆品	聚焦线上，核心地区全覆盖式多类型专卖店，开发团购；各渠道针对投放、精准营销；	健康、时尚、快乐、品质；世界任你品尝；与故宫、颐和园合作，打造中国文化系列产品；用易烊千玺为新代言人，年轻品牌形象，着重发力95后、90后年轻客群；	暂无相关信息

4.3 品牌营销：三只松鼠打造年轻化立体化形象

- 三只松鼠打造年轻化的品牌形象，并针对动漫人物设计了各自的系列故事。以IP化推动品牌多元发展，持续拓展产业布局的深度和广度，通过制作发行三只松鼠系列动画片、推出三只松鼠周边产品等方式，极大丰富了品牌内涵。同时在线下铺设注重品牌和体验的投食店，构建独特的松鼠世界和更加立体的休闲食品文化。

图：三只松鼠多方位塑造品牌形象



绘本



周边产品



图：线下体验店全面打造品牌形象



数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

数据来源：公司年报、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

4.4 用户分析：三只松鼠会员数最多，人均消费高

- 三只松鼠目前有超过8000万会员，复购率高达35%，人年均消费超过120元，各项指标均在行业中领先。
- 良品因为主打高端零食的定位，所以用户也是以有一定收入的女性为主，会员数8000万。

图：三只松鼠会员数量多，人均消费金额和复购率高

	用户画像	会员人数	人均消费金额 (元/年)	复购率
三只松鼠	女性白领，本科学历以上；4-6岁孩子的家长；一线城市为主；有车有房，学历较高	超过8000W	127.69	35%
百草味	女学生；24岁以下，低收入；广东、江苏和湖北等地分布较多	超过6000W	95	\
良品铺子	女性，本科学历；34-44岁中青年为主，收入中等；中部地区；多分布在政府及事业单位	近8000W	71	30%

数据来源：公司公告、MobTech、前瞻产业研究院、国泰君安证券研究

4.4 用户分析：各家重视会员体系建设

	会员权益	积分体系	会员等级划分
三只松鼠	新人入会大礼包、每月会员专享价+积分兑换、新品尝鲜	1元成本=20元消费=20积分，N元商品*20*0.8即兑换优惠券所需积分。积分还可通过签到、抽奖等方式获得	按照累计消费金额划分为萌新吃客、黄金吃客、铂金吃客、黑金吃客、真爱吃客。
百草味 (好想你)	新人礼包、评价奖励、购物赚味豆、升级礼包、生日礼包、会员日专享、包邮券、会员专享价、新品试吃。极速退款、VIP专属客服	成长值按照订单实付金额1:1的比例发放	按照成长值划分为吃货新人、吃货达人、吃货顾问、吃货大师和吃货大神。
来伊份	入会礼包、积分换礼、积分抽奖、积分活动	每1元消费=1-1.5学分（会员等级越高，比例越高）	按照学分为学渣吃货、学酥吃货、学霸吃货、学神吃货
良品铺子	积分兑豪礼、天天会员价、会员日、生日多倍积分、周年庆感恩礼、APP试吃包、生日礼盒、春节定制礼、至尊体验机会。（三种颜色分别代表金卡、钻卡、黑钻卡会员权益范围）	每现金消费1元获得一个积分	按照评级前365天消费金额分为一星金卡、二星金卡、三星金卡、钻卡、黑钻卡

数据来源：公司公告、公司官网、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

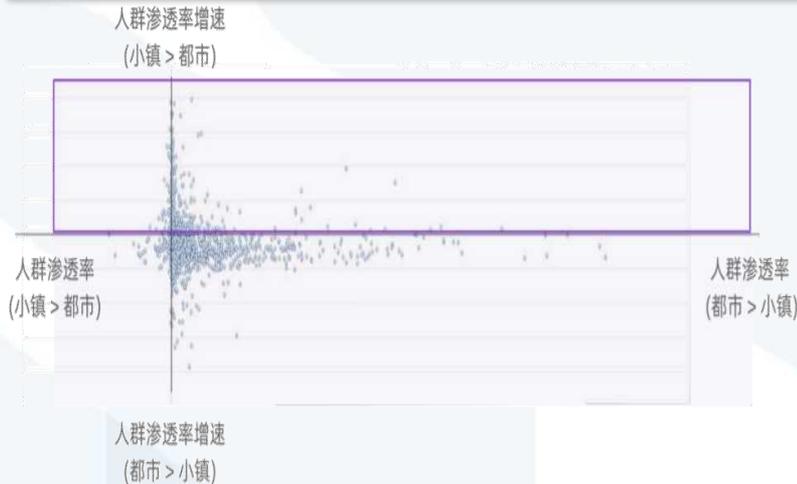
诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明 43

4.4 用户分析：下沉市场增长空间巨大，大有可为

- 下沉市场坚果行业增长空间巨大、城市下沉大有可为。根据CBNdata数据、天猫坚果消费人群中低线城市消费人群增速远高于一/二线城市，随着消费升级态势的延伸、低线城市消费者消费潜力将获得进一步释放，有钱又有闲成为小镇青年成长特质、而休闲零食行业恰好填补“闲”的空缺，城市下沉增长空间巨大。

图：30%品类低线消费者渗透率增速更高（2019）

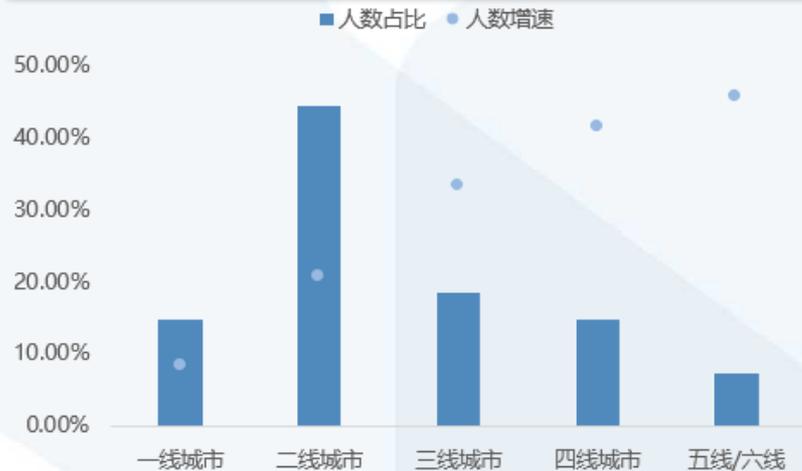


数据来源：阿里妈妈



诚信·责任·亲和·专业·创新

图：天猫坚果消费人群低线城市增速更高（2019）



数据来源：CBNData消费大数据、国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

4.5 销售费用率：良品铺子和三只松鼠较低

- 三只松鼠、好想你、来伊份2019H1销售费用率分别为20.54%、30.37%、21.12%，三只松鼠处于行业较低水平，在销售费用细分款项上，三只松鼠的平台服务费及运输仓储费用率均高于行业平均水平，这与三只松鼠线上渠道为主的经营战略相关。

图：三只松鼠销售费用率低于行业平均

	销售费用 (亿元)	销售费用率	平台服务费	同比	平台服务费率	运输费及仓储费	同比	运输仓储费用率
三只松鼠 (2019H1)	9.26	20.54%	1.76	74%	3.90%	3.29	76%	7.29%
好想你 (2019H1)	6.04	30.37%	0.74	51%	2.59%	2.43	18%	8.51%
来伊份 (2019H1)	6.19	21.12%	0.25 (平台服务费, 估算) 0.38 (广告宣传费)	-27%	1.23%	0.39	25.8%	1.91%
良品铺子 (2018H1)	5.69 (2018H1)	18.74% (2018H1)	0.99 (平台服务费, 估算) 1.48 (促销费用)	-	3.26%	1.68	-	5.53%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4.5 管理费用率：三只松鼠明显领先，人均支出较高

	管理费用 (百万元)	管理费用率	管理费用： 员工薪酬 (百万元)	销售费用： 员工薪酬 (百万元)	研发费用： 员工薪酬 (百万元)	员工薪酬占 营收比重	员工数量	人均支出 (万元/年)
三只松鼠 (2019H1)	70.97	1.57%	38.75	83.75	17.19	3.10%	2673 (销售1793, 研发 223, 管理378, 生 产279)	10.45
良品铺子 (2018H1)	170.01	5.60%	96.19	68.91	-	5.44%	9294 (销售7383, 管理 1012, 技术206)	3.55
盐津铺子 (2019H1)	34.74	5.42%	16.15	68.24	2.15	13.51%	2258	7.66
好想你 (2019H1)	98.84	3.46%	56.03	102.10	12.70	5.98%	3059	11.17

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究（人均支出通过半年度年化得到）

4.6 财务费用率：各家占比均较低，三只松鼠为负

- 三只松鼠财务费用把控能力较强主要由于其利息收入较高、其他项主要是来自供应商处的现金折扣。相比百草味（好想你）、三只松鼠利息支出较少，三只松鼠现金比率1.15高于行业平均水平，减少财务费用支出。

	财务费用 (万元)	财务 费用率	利息收入 (万元)	利息收入占 营收比重	利息支出 (万元)	利息支出占 营收比重	手续费 +其他	手续费+其 他占营收比
三只松鼠 (2019H1)	-880.36	-0.20%	741.25	0.16%	150.83	0.03%	295.98	0.07%
良品铺子 (2018H1)	316.16	0.10%	151.98	0.05%	—	—	468.13	0.15%
盐津铺子 (2019H1)	490.39	0.77%	61.25	0.10%	531.87	0.83%	19.77	0.03%
好想你 (2019H1)	223.19	0.08%	944.36	0.33%	1341.33	0.47%	126.04	0.04%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

请参阅附注免责声明

5

投资建议

投资建议

- **国内休闲零食龙头发展空间大，不断扩充品类拓宽渠道是发展壮大的途径。** 中国休闲零食行业规模大，接近万亿，增长速度快，但对比发达国家，人均消费量仍有提升空间。从行业竞争格局来看，无论是整体的休闲零食行业，还是坚果、烘焙等子行业，行业集中度都不高，龙头提升空间很大。从美国、日本休闲零食龙头的发展历程来看，不断扩充品类和扩宽渠道是发展壮大的方式。
- **国内休闲零食行业仍处于渠道竞争阶段，能把握渠道红利、持续扩品扩渠道的企业或将脱颖而出。** 国内休闲零食行业主要由两类企业参与，一是走商超渠道的传统龙头企业，例如恰恰、达利园等，二是走单品牌店的渠道的企业，又分为主营线下的来伊份、绝味，和主营线上的三只松鼠、百草味等。整体来看，除了一些单品有了较强的品牌（瓜子、鸭脖等），整个休闲零食行业同质化比较严重，还处于渠道竞争阶段，还没有形成一家独大的品牌。未来，能够把握渠道红利、持续扩品扩渠道的企业或将做大做强、脱颖而出。
- **推荐标的：三只松鼠；受益标的：盐津铺子、良品铺子等。**

公司代码	公司名称	股价(元) 20191205	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价	投资评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
300783.SZ	三只松鼠	63.12	0.99	1.33	1.80	63.76	47.46	35.07	80.00	增持

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国君零售誉猛团队

Thank you for listening



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告