

休闲食品行业

新一轮渠道铺货，盐津/甘源/劲仔等有望受益

核心观点：

- **休闲食品行业每一轮渠道铺货均带来超额收益。**21年我国休闲食品行业规模1.45万亿元，16-21年CAGR为12.01%，预计未来3年CAGR为8%。休闲食品行业增速逐渐放缓，且大单品和新品逻辑较弱，行业性投资机会主要来自渠道变革下的新一轮铺货。复盘历史，休闲食品行业主要经历3轮牛市，每一轮渠道铺货均带来超额收益：(1) 08-10年：主要由11年以前商超渠道铺货推动，相对食品行业中万指数上涨368.13%。(2) 12-16年：主要由12年至今的线上渠道铺货、线下渠道下沉推动，相对食品行业中万指数上涨90.74%。(3) 18-20年：受益于疫情导致居家消费场景增加，相对食品行业中万指数上涨37.12%。
- **复盘历史：历次渠道铺货均出现不同龙头公司实现业绩高增长。**(1)11年以前商超渠道扩张：08-11年我国休闲食品在商超渠道(KA+BC类)收入占比从55.6%提升至59.2%。高渠道利润保障商超渠道铺货，强品牌力促进终端良好动销，洽洽/好想你等业绩高增长。(2)12年至今线上渠道扩张：12-22年我国休闲食品在线上渠道收入占比从1.4%提升至15.5%。依靠强品牌力和强供应链能力，三只松鼠/良品铺子等在线上渠道快速铺货、业绩高增长。(3)12年至今线下渠道下沉：14-22年我国休闲食品在便利店渠道收入占比从7.0%提升至10.0%。强管理团队和供应链，盐津/洽洽/桃李等不断拓展线下终端、业绩高增长。
- **展望未来：新一轮渠道铺货，盐津/甘源/劲仔等有望受益。**(1)零食折扣店：具备集中式购买、高性价比等优势，其单店模型周转快、投资回收期短。龙头零食很忙20-22年收入复合增速123%。从竞争格局看仍处于区域龙头跑马圈地阶段，第一梯队为零食很忙(超2000家)、零食有鸣(1000+家)、老婆大人(1000+家)、糖巢(1000+家)、戴永红(近1000家)、赵一鸣(800+家)、零食优选(800+家)。(2)测算零食折扣店空间：21年美国每家折扣店对应0.98万人，我国成熟市场长沙市每家折扣店对应2.27万人。我国二线及以下城镇人口8.31亿人，未来十年我国零食折扣店有望达3.66-8.46万家，对应零食销售额1025-2665亿元，渠道占比有望达4-11%。(3)伴随零食折扣店、现代便利店、会员超市、社区团购等新渠道发展，行业有望迎来新一轮渠道铺货。
- **投资建议。**主要关注盐津铺子、甘源食品、劲仔食品。关注洽洽食品、卫龙。零食折扣店终端价低，对上游厂商渠道价盘管控、SKU丰富度、周转效率的要求更高，预计强管理团队和供应链公司有望受益。盐津机制灵活且21年转型面对全渠道。甘源22年全面拓展新渠道。劲仔21年拓展新渠道和新产品。洽洽线下渠道壁垒强。卫龙渠道持续拓展。
- **风险提示。**渠道扩张不及预期。投放费用超预期。食品安全风险。

行业评级

买入

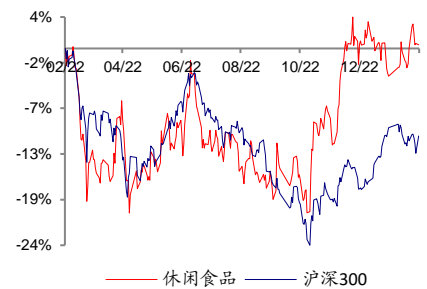
前次评级

买入

报告日期

2023-02-21

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意，刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

休闲食品深度报告系列三： 2021-01-21

传统线下渠道企业跑马圈地

正当时，管理团队和供应链是关键

休闲食品深度报告系列二： 2020-04-15

休闲食品连锁行业进入扩张期，

单店盈利和连锁扩张是关键

食品饮料行业：万亿休闲食品 2020-02-24

市场，线上和线下有望诞生多

家龙头

联系人：

廖承帅 021-38003800

liaochengshuai@gf.com.cn

目录索引

一、休闲食品行业每一轮渠道铺货均带来超额收益.....	5
(一) 21 年我国休闲食品行业规模 1.45 万亿元，预计未来 3 年 CAGR8%.....	5
(二) 休闲食品行业经历 3 轮牛市，每一轮渠道铺货带来行业超额收益	7
二、复盘历史：历次渠道铺货均出现不同龙头公司实现业绩高增长.....	9
(一) 11 年以前商超渠道扩张：高渠道利润和强品牌力，洽洽/好想你等业绩高增长.....	9
(二) 12 年至今线上渠道扩张：强品牌力和强供应链能力，三只松鼠/良品铺子等业绩高增长.....	11
(三) 12 年至今线下渠道下沉：强管理团队和供应链，盐津/洽洽/桃李等业绩高增长.....	13
三、展望未来：新一轮渠道铺货，盐津/甘源/劲仔等有望受益.....	16
(一) 新渠道：零食折扣店具备高性价比优势，高周转维持单店盈利.....	16
(二) 参考海外和国内成熟市场，未来十年我国零食折扣店销售额有望超千亿元..	20
(三) 休闲食品行业有望迎来新一轮渠道铺货，强管理团队和供应链的公司有望受益.....	24
四、公司分析与投资建议.....	25
(一) 盐津铺子：机制灵活，21 年转型面对全渠道.....	25
(二) 甘源食品：20 年起渠道改革，22 年全面拓展新渠道.....	26
(三) 劲仔食品：21 年开始拓展新渠道和新产品.....	26
(四) 洽洽食品：线下渠道壁垒强，21 年继续渠道拓展和深耕.....	27
(五) 卫龙：辣味休闲食品龙头，渠道持续拓展.....	27
五、风险提示.....	27

图表索引

图 1: 2021 年我国休闲食品行业销售额为 14500 亿元	5
图 2: 2021 年我国休闲食品行业渠道结构	5
图 3: 21 年我国休闲食品行业 CR10 为 14.14% (出厂口径)	6
图 4: 21 年美国休闲食品行业 CR5 为 40.90% (终端口径)	6
图 5: 21 年日本休闲食品行业 CR5 为 27.60% (终端口径)	6
图 6: 08 年以来休闲食品行业经历 3 轮牛市, 每一轮牛市行业超额收益明显	8
图 7: 休闲食品行业经历三轮渠道铺货: 11 年以前商超渠道扩张、12 年左右至今线上渠道扩张、线下渠道下沉 (%)	8
图 8: 08-11 年休闲食品商超渠道占比提升 (%)	9
图 9: 商超渠道铺货需要较强的管理和资金实力	9
图 10: 08-11 年洽洽和好想你的收入业绩实现较高增长	10
图 11: 07-10 年洽洽在大型零售商收入占比提升	10
图 12: 12 年至今休闲食品线上渠道占比提升 (%)	11
图 13: 线上渠道铺货需要高费用支持、强供应链能力保障	11
图 14: 三只松鼠和良品铺子收入和业绩均实现高增长	12
图 15: 三只松鼠和良品铺子线上渠道占比较高	12
图 16: 13 年以后我国乡村社会消费品零售总额增速高于整体增速	13
图 17: 12 年至今休闲食品行业线下渠道下沉, 便利店渠道占比提升 (%)	14
图 18: 传统线下渠道下沉时, 产品流转链条加长, 更需要强管理	14
图 19: 12-21 年盐津/洽洽/桃李收入和业绩实现较高增长	14
图 20: 17-21 年盐津/洽洽/桃李经销渠道占比高	14
图 21: 零食很忙门店展示图	17
图 22: 零食很忙 20-22 年收入复合增速约 123%	17
图 23: 20-22 年零食折扣店门店数量增长快速	17
图 24: 区别于传统连锁门店, 零食折扣店产品高性价比、SKU 更加丰富、无需费用维系品牌	17
图 25: 全国零食折扣店的简介及分布情况	20
图 26: 日本折扣店龙头唐吉诃德发展历程	21
图 27: 唐吉诃德增长呈现明显逆周期性	22
图 28: 唐吉诃德具备强管理团队和强供应链能力	22
图 29: 美国: 折扣店龙头达乐收入规模和门店数	22
图 30: 美国: 折扣店龙头美元树收入规模和门店数	22
图 31: 新渠道出现和老渠道进一步扩张, 休闲食品行业有望迎来新一轮渠道铺货	24
图 32: 零食折扣店对上游厂商要求更高	25
图 33: 盐津铺子在零食很忙门店快速铺货、动销良好	25
表 1: 休闲食品销售渠道特点对比	7
表 2: 洽洽具备高渠道利润和强品牌力, 在商超渠道铺货、动销顺利	10

表 3: 凭借强品牌力和强供应链能力, 三只松鼠、良品铺子等在线上渠道快速铺货	12
表 4: 休闲食品线下渠道企业向全国化、低线城市扩张	15
表 5: 盐津、洽洽、桃李的激励机制相对完善	15
表 6: 凭借强管理团队和供应链, 盐津、洽洽、桃李等渠道下沉稳健推进	16
表 7: 零食折扣店终端价格较其他渠道优势明显	17
表 8: 近年来零食折扣店融资情况	18
表 9: 从单店模型看, 相比于传统直营店和加盟店, 零食折扣店周转快、投资回收期短、净利润高	19
表 10: 海外折扣店主要情况	20
表 11: 参考海外市场 and 国内成熟市场, 未来十年我国零食折扣店门店数目有望达 3.66-8.46 万家	23
表 12: 我国休闲食品行业出现现代便利店、会员超市、社区团购、社交电商等新渠道	24

一、休闲食品行业每一轮渠道铺货均带来超额收益

(一) 21年我国休闲食品行业规模1.45万亿元, 预计未来3年CAGR8%

21年我国休闲食品行业规模1.45万亿元(终端口径), 16-21年CAGR为12.01%, 预计未来3年CAGR为8%。休闲食品指的是一类正餐以外、满足消费者休闲需求的食品。根据中国食品工业协会和Frost&Sullivan等, 21年我国休闲食品行业销售额达14500亿元, 2016-2021年CAGR为12.01%, 据中商产业研究院预计未来3年CAGR为7.65%。根据艾媒咨询, 与欧美国家相比, 我国居民人均休闲食品消费量较低, 19年我国休闲食品人均消费量为2.2kg, 低于日本(5.6kg)、英国(9.5kg)、美国(13.0kg), 仍有较大提升空间。(1)分品类来看, 根据彭博, 18年我国人均咸味零食消费额为14.2美元, 低于日本(89.8美元)、英国(106.5美元)、美国(153.6美元), 此外甜味零食、糖果等品类人均消费也低于发达国家。(2)分渠道看, 根据彭博, 21年我国休闲食品行业BC类商超、线上、KA商超、便利店、连锁门店(包括直营店、加盟店等)、其他渠道收入占比分别为40.20%、14.80%、12.70%、10.10%、4.80%、17.40%。

图1: 2021年我国休闲食品行业销售额为14500亿元

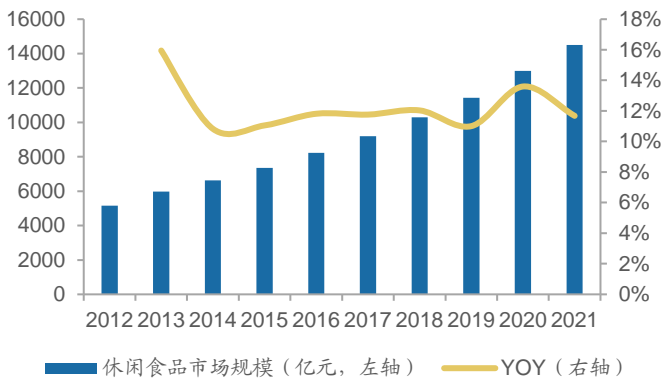
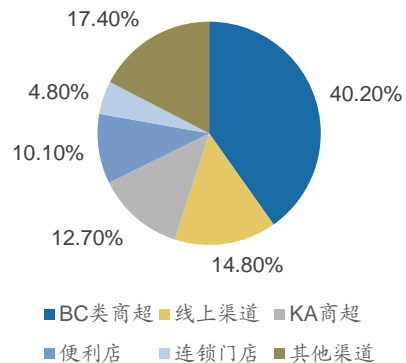


图2: 2021年我国休闲食品行业渠道结构

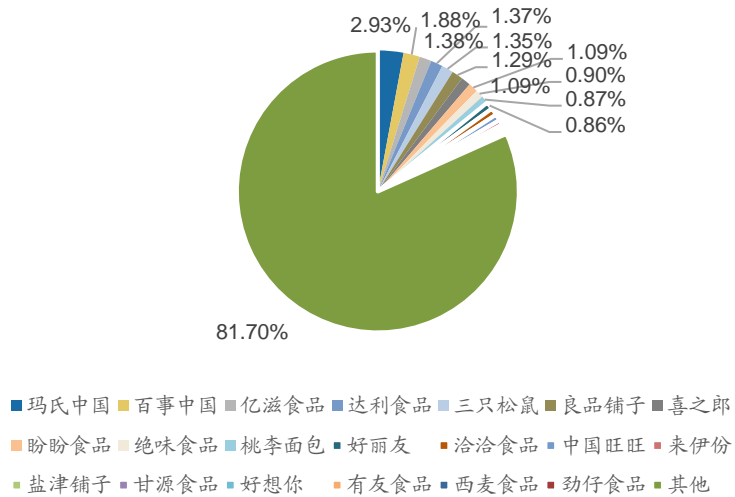


数据来源: 中国食品工业协会、Frost&Sullivan等, 广发证券发展研究中心

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

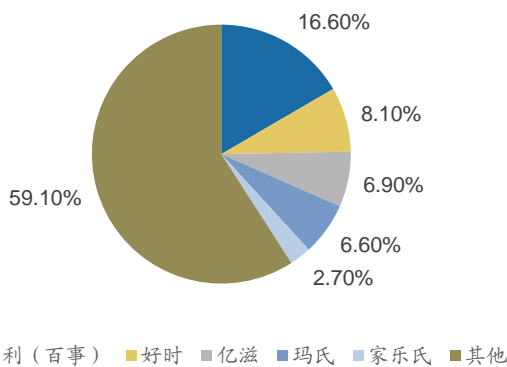
2021年我国休闲食品行业CR10仅14.40%, 较海外具备较大提升空间。根据Wind和各公司官网数据测算, 2021年我国休闲食品行业前十公司分别为玛氏、百事、亿滋、达利、三只松鼠、良品铺子、喜之郎、盼盼、绝味、桃李, 按出厂口径计算的市占率分别为2.93%、1.88%、1.38%、1.37%、1.35%、1.29%、1.09%、1.09%、0.90%、0.87%, CR10仅为14.40%。海外休闲食品经过多年发展, 竞争格局逐渐集中。根据彭博, 21年美国/日本休闲食品行业终端口径CR5分别为40.90%、27.60%, 我国休闲食品行业集中度相比仍有提升空间。伴随龙头供应链优势加强、渠道布局逐渐完善以及品牌力持续提升, 预计我国休闲食品行业集中度有望提升。

图3: 21年我国休闲食品行业CR10为14.14% (出厂口径)



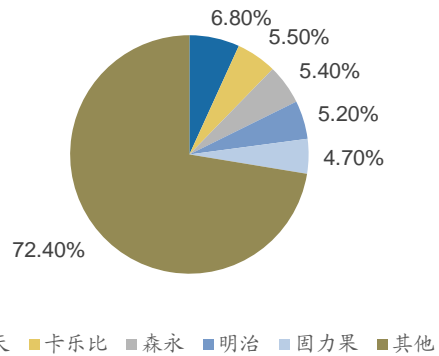
数据来源: Wind、各公司官网等, 广发证券发展研究中心 注: 上市公司年报口径为出厂口径, 采用 Frost&Sullivan 的行业规模终端口径, 按渠道加价率 100%测算出厂口径; 部分公司为测算值

图4:21年美国休闲食品行业CR5为40.90%(终端口径)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图5:21年日本休闲食品行业CR5为27.60%(终端口径)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

传统线下渠道需要公司具备优秀的管理团队和供应链能力, 连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张, 线上渠道依靠强品牌力和供应链能力。目前我国休闲食品行业渠道结构复杂、各具优劣势: (1) 传统线下渠道: 发展较早, 其中直营模式的KA商超覆盖广、人流量高、毛利高, 但厂商资金压力大、扩张慢、渠道话语权重。而BC类商超、便利店、批发市场等渠道则需要公司具备强管理团队进行渠道价盘管控, 以及强供应链能力(一般为自产)维持较高盈利水平。(2) 连锁门店: 依靠盈利强的单店模型吸引加盟商进行扩张, 需要较强的供应链、管理能力支撑。(3) 线上渠道: 龙头一般采取代工模式, 固定资产规模较小。线上龙头需要价格策略和促销策略来稳固市占率, 导致毛利率不高。为维系品牌力, 公司平台推广费用、平台佣金及快递费较高导致费用率较高、净利率较低。

近年来零食折扣店等新渠道发展较快，零食折扣店更接近传统线下渠道属性，终端价较其他渠道低、对上游厂商渠道价盘管控要求更高，且为满足折扣店高周转的要求，需要上游零食厂商具备强管理团队和强供应链能力。

表1: 休闲食品销售渠道特点对比

	模式	主要细分渠道	优势	劣势	代表企业
传统 线下渠道	直营	大型卖场，大型超市，连锁便利店等现代流通渠道	覆盖广、人流量高、毛利高、相对经销商模式易树立品牌、渠道控制力强	资金压力大、扩张慢、渠道话语权重	盐津铺子 桃李面包
	经销	BC类商超、便利店、批发市场等渠道	覆盖广、人流量高、毛利高、扩张快、资金压力小	厂商、经销商存在矛盾，较难管理价盘	洽洽食品、上好佳、达利食品、有友食品、甘源食品等
线下 新渠道	直营	零食折扣店	覆盖广、人流量高，单店模型周转快、投资回收期短、净利润高	毛利较低，终端价较其他渠道低，较难管理价盘	盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、洽洽食品
连锁 门店	直营 加盟	商场、交通枢纽、社区的门店	统一采购、配送、管理、形象，管理效率高、品牌突出、服务便捷、品类齐全、体验感高、转化率和复购率高	成本高，受地域限制，门店扩张有一定难度	良品铺子、来伊份、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等
线上 渠道	直营 经销	B2B、B2C、自营APP、网红直播等	中间商少、流量高、不受地域限制、购买方便	体验感差、不能即时消费	三只松鼠、良品铺子、百草味等

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）休闲食品行业经历3轮牛市，每一轮渠道铺货带来行业超额收益

休闲食品行业增速逐渐放缓，且大单品和新品逻辑较弱，行业性投资机会主要来自渠道变革下的新一轮铺货。复盘历史，08年以来休闲食品行业经历3轮大牛市，每轮牛市超额收益明显：

（1）08-10年：主要由商超渠道铺货推动（从90年代持续至11年），休闲食品行业申万指数上涨555.38%，相对食品行业申万指数上涨368.13%，相对上证指数上涨488.29%。

（2）12-16年：主要由线上渠道铺货、线下渠道下沉推动（从12年左右持续至今），休闲食品行业申万指数上涨231.06%，相对食品行业申万指数上涨90.74%，相对上证指数上涨169.65%。

（3）18-20年：本轮非渠道铺货推动，相对食品指数超额收益相对较少。受益于疫情导致居家消费场景增加、食品板块估值抬升，休闲食品行业申万指数上涨175.52%，相对食品行业申万指数上涨37.12%，相对上证指数上涨144.55%。

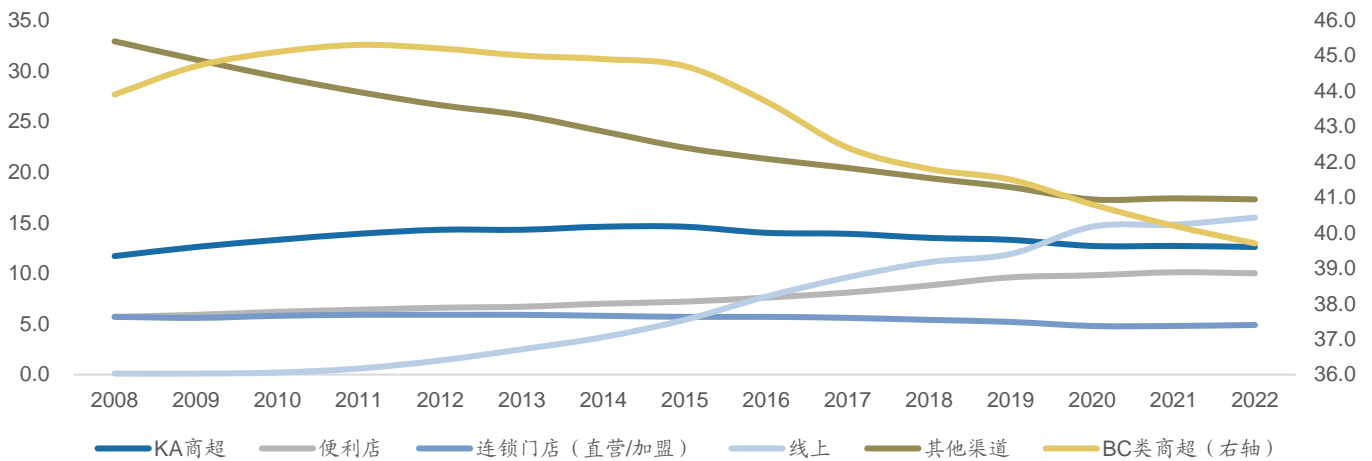
值得注意的是，08-10年和12-16年两轮渠道变革推动的休闲食品大牛市，其股价行情结束时间点先于渠道变革完成时间点，这符合股价先于基本面的一般规律。下章将对每种渠道铺货（商超、线上、线下下沉）及其受益公司进行复盘，分析受益公司的核心竞争力。

图 6: 08年以来休闲食品行业经历3轮牛市, 每一轮牛市行业超额收益明显



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 第一轮牛市指数权重以黑芝麻为主, 第二轮牛市指数权重以黑芝麻、洽洽、好想你、煌上煌、来伊份、桃李为主, 第三轮牛市指数权重基本包括目前主要休闲食品上市公司

图 7: 休闲食品行业经历三轮渠道铺货: 11年以前商超渠道扩张、12年左右至今线上渠道扩张、线下渠道下沉 (%)



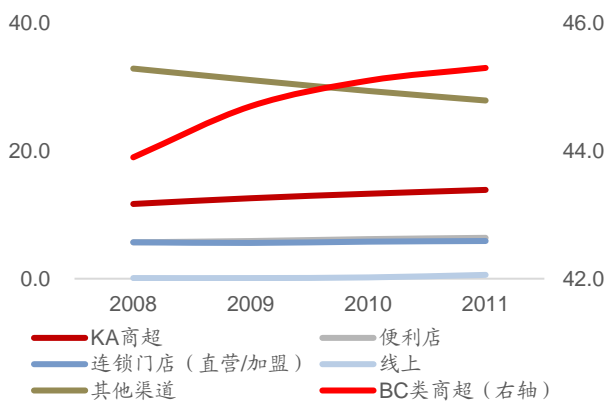
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 注: 商超渠道主要包括 KA 商超和 BC 类商超, 线下渠道下沉体现在便利店、批发市场等渠道占比提升

二、复盘历史：历次渠道铺货均出现不同龙头公司实现业绩高增长

（一）11年以前商超渠道扩张：高渠道利润和强品牌力，洽洽/好想你等业绩高增长

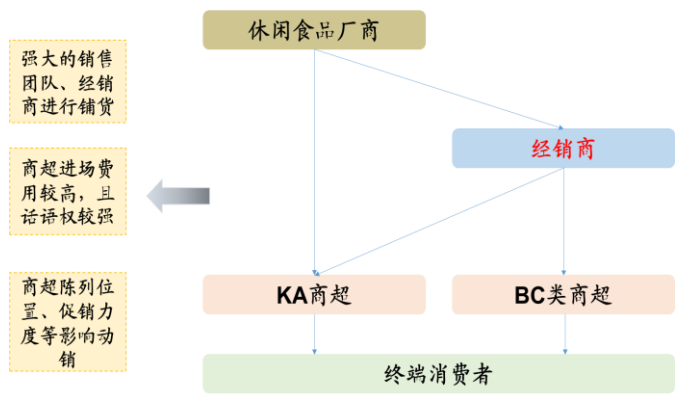
11年以前我国商超渠道扩张，带来休闲食品的一轮铺货机遇。上世纪90年代我国零售业对外逐步开放，家乐福、沃尔玛、麦德龙等大型商超涌入我国，催化本土商超共同发展。根据彭博，08-11年我国休闲食品在商超渠道（KA+BC类）收入占比从55.6%提升至59.2%，其中KA商超/BC类商超渠道收入占比分别从11.7%/43.9%提升至13.9%/45.3%。休闲食品厂商通过直营或经销模式向商超渠道铺货，需要厂商具备强大的管理、销售和经销团队。同时，产品在商超的陈列位置、促销力度等因素则影响产品的动销环节。

图8：08-11年休闲食品商超渠道占比提升（%）



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

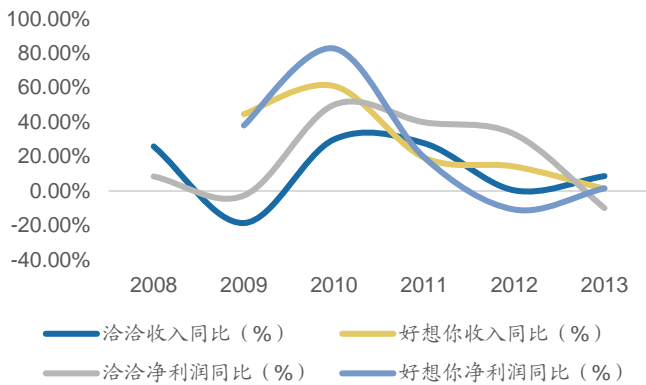
图9：商超渠道铺货需要较强的管理和资金实力



数据来源：广发证券发展研究中心

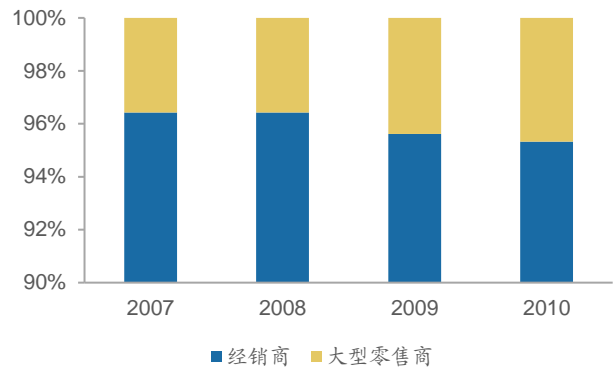
08-11年洽洽、好想你、黑芝麻等公司在商超渠道开启铺货，推动收入业绩快速增长。根据Wind，08-11年洽洽、好想你、黑芝麻的收入复合增速达10.58%、40.64%、16.06%，归母净利润复合增速达26.92%、44.51%、扭亏为盈。（1）洽洽：08-10年左右洽洽在国内选择一批知名度高、经营实力强的商超连锁开展合作。根据洽洽招股说明书，07-10年洽洽在大型零售商（沃尔玛、苏果、上海乐购、麦德龙）渠道收入占比从3.41%提升至4.60%，KA商超相比于依靠经销商的BC类商超扩张更快。（2）好想你：08-10年好想你通过专卖店及商超渠道持续扩张。根据好想你招股说明书，受限于枣产业链下游经销商规模较小，好想你的渠道结构主要是专卖店和商超渠道。一方面，好想你专卖店扩张较快，从08年初到10年末好想你专卖店从479家扩张至1819家（其中加盟店/直营店为1807/12家）。另一方面，好想在商超渠道铺货较快，10-14年在商超渠道收入占比从4.80%提升至24.93%。（3）黑芝麻：根据公司年报，公司08-11年持续落实渠道下沉策略，拓展KA商超以及特通、流通渠道。（4）其他休闲食品公司同样受益商超渠道扩张。例如，根据解放日报，00-09年徐福记在沪商超的销售额复合增速约25%，且09年呈现加速增长趋势。

图10: 08-11年洽洽和好想你的收入业绩实现较高增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 07-10年洽洽在大型零售商收入占比提升



数据来源: 洽洽食品招股书, 广发证券发展研究中心

高渠道利润保障商超渠道铺货, 强品牌力促进终端良好动销。 (1) 洽洽: 渠道方面, 早在2010年洽洽在全国已具备较强的渠道布局, 拥有1100家经销商和4家KA商超客户, 并以高渠道利润率推进KA商超和BC商超客户拓展。品牌方面, 2010年公司已经是瓜子行业龙头, 品牌力较强, 对商超具备吸引客流以及带货能力。(2) 好想你: 渠道方面, 公司在2009年底设立商超部, 2010年进入北京、上海等一线城市的KA商超。截至2013年, 公司已经进入KA商超门店1550家, 在上海、武汉、郑州等重点市场的KA商超覆盖率已达到90%以上。品牌方面, 公司将“好想你”品牌与亲情、友情等场景结合, 2010年已在枣行业建立较强品牌力。值得注意的是, 由于KA渠道进场、补贴等费用较高且公司渠道管控不够, 好想你销售费用率从10年4.29%提升至15年30.95%, 导致公司12年以后增收不增利、15年出现亏损。(3) 黑芝麻: 根据中国经营报, 公司10年起品牌聚焦“南方黑芝麻”投放广告, 产品由糊类向主流品类拓展, 渠道上搭配产品策略拓展休闲食品、方便食品等新经销商, 业绩情况逐渐好转。

表 2: 洽洽具备高渠道利润和强品牌力, 在商超渠道铺货、动销顺利

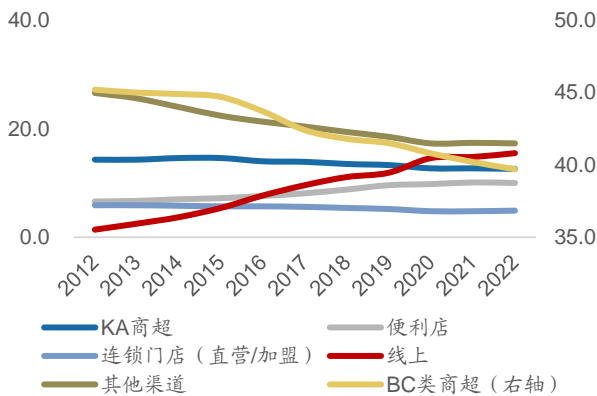
公司	供应链	渠道	品牌	产品
洽洽食品	供应链能力强。采购端集中采购; 生产端自动化水平高, 保证24-72h内出货; 销售端采用销售管理系统(DCMS)管理渠道库存、提升效率	渠道覆盖广, 10年实现全国化布局, 在全国有21个片区, 117家办事处、1100家专业经销商和4家KA商超; KA渠道利润较高, 经销商/终端毛利率约40%/20%	品牌力优势显著, 06-08年洽洽连续位居中国食品工业协会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首	大单品策略, 10年葵花子类收入16.51亿元(大单品红枣为主), 占比78%
好想你	供应链能力强。供、产、销全国性布局, 生产基地位于新疆、河北等主要红枣产区, 采购端原材料质量高, 生产端和销售端降低运费和成本	渠道覆盖广, 10年开始进入北京、上海等一线城市的KA商超, 13年已进入KA商超1550家, 重点市场覆盖率已达到90%以上; 但整体管控不够, 费用率大幅提升	品牌力较强, 将“好想你”品牌与亲情、友情等场景结合, 10年认定为中国驰名商标	大单品策略, 以红枣为主, 健康情枣、精品红枣占比55%、16%; 枣片、枣干占比7%、5%
黑芝麻	采购端搭建大宗农副产品平台, 生产端具备规模优势	搭配产品策略拓展休闲食品、方便食品等新经销商	10年起品牌聚焦“南方黑芝麻”投放广告	由糊类向休闲食品、方便食品等主流品类拓展

数据来源: 洽洽食品招股书、好想你招股书、各公司年报、中国经营报, 广发证券发展研究中心

(二) 12 年至今线上渠道扩张：强品牌力和强供应链能力，三只松鼠/良品铺子等业绩高增长

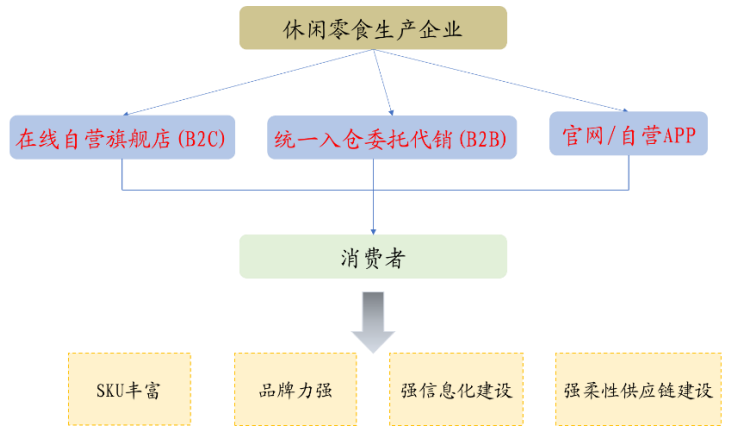
12年至今我国线上渠道崛起，带来休闲食品的一轮铺货机遇。12年以后随着智能手机渗透率超过50%以及4G网络的出现，阿里、京东等电商平台规模加速扩张，推动休闲食品线上渠道占比提升。根据中国电子商务研究中心数据，12-21年我国电商交易规模分别为8.11、10.40、16.39、21.79、26.10、29.16、31.63、34.81、37.21、42.30万亿元，12-21年复合增速20.15%，推动休闲食品线上渠道新一轮铺货。根据彭博，12-22年我国休闲食品在线上渠道收入占比从1.4%提升至15.5%。在线上渠道，SKU丰富、品牌力强的休闲食品更容易吸引消费者，平台费用以及品牌宣传需要大量费用维护；同时信息化建设较强、柔性供应链建设较强的厂商，更有可能在线上渠道获得较好销售。

图12: 12年至今休闲食品线上渠道占比提升 (%)



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图13: 线上渠道铺货需要高费用支持、强供应链能力保障

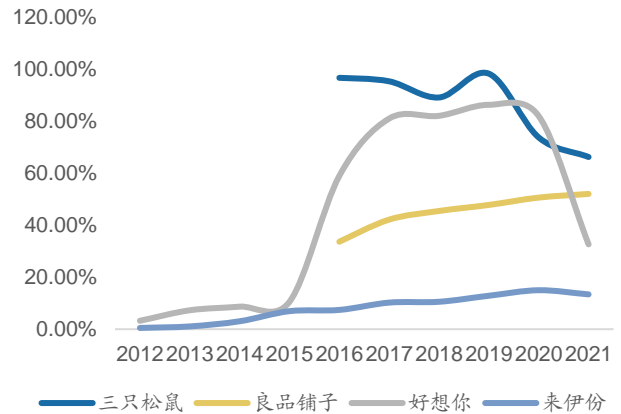
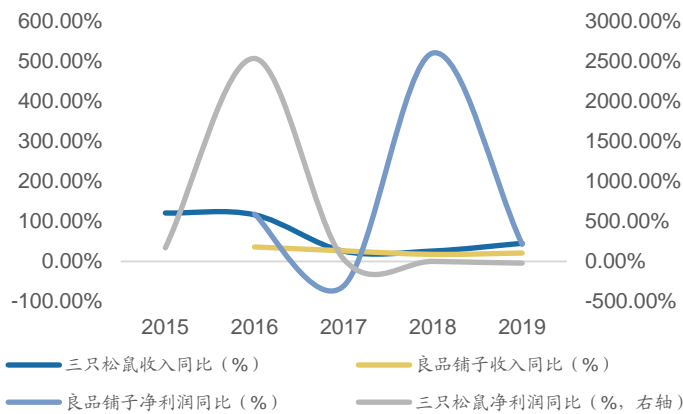


数据来源：广发证券发展研究中心

三只松鼠、良品铺子等在线上渠道铺货，推动收入业绩快速增长。根据Wind，三只松鼠14-20年收入复合增长48.20%；15-20年归母净利润复合增长101.93%（14年净利润为负值，15年扭亏为盈）。良品铺子15-20年收入复合增长20.18%；归母净利润复合增长49.93%。（1）三只松鼠：公司依靠线上渠道发家，自12年成立直至19年线上渠道收入占比均在90%以上。根据淘数据，2019年阿里系休闲食品前三大龙头三只松鼠、百草味、良品铺子市占率分别为14.1%、7.7%、5.8%，远高于第四五名的来伊份（1%）和周黑鸭（0.8%），龙头地位显著。（2）良品铺子：公司早年依靠线下门店起家，在本轮线上渠道铺货中同样受益。公司线上渠道收入占比从16年的33.69%逐步提升至21年的52.10%。（3）其他公司：好想你、来伊份等自12年起加快线上渠道铺货和布局。好想你率先试行O2O且在16年收购电商知名品牌“百草味”，17-20年电商渠道占比均在80%以上，21年卖出百草味下降至32.67%。来伊份也逐渐重视线上渠道，线上渠道收入占比从12年的0.48%逐步提升至21年的13.41%。

图14: 三只松鼠和良品铺子收入和业绩均实现高增长

图15: 三只松鼠和良品铺子线上渠道占比较高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心 注: 好想你16年并购百草味9月纳入报表, 20年卖出百草味5月剔除报表, 导致线上渠道占比显著变化

凭借强品牌力和强供应链能力, 三只松鼠、良品铺子等在线上渠道快速铺货。

(1)三只松鼠: 品牌方面, 公司通过IP化和人格化策略塑造了轻松快乐的品牌形象, 成为全国化知名品牌。供应链方面, 公司通过天猫、京东等电商平台获取运营数据进行产品研发, 并通过OEM方式进行生产, 销售环节通过自有信息管理系统和合作物流伙伴进行对接, 提升运转效率。(2)良品铺子: 品牌方面, 公司基于其全渠道多线营销优势, 通过社交平台与消费者的高频次互动、门店与多个本地生活平台的打通及终端门店在线化的实现, 扩大了品牌的影响力。供应链方面, 公司具备现代化供应链系统, 对供应计划、物流管理和质量保障等多个环节不断优化管理, 相比对手具备较强的供应链能力。(3)其他公司: 来伊份是长三角区域优势品牌, 品牌力相对不足且以线下门店为主、互联网基因较弱, 12年线上渠道开始扩张, 21年占比仅13.41%。好想你16年收购百草味大力发展电商渠道, 整体增收不增利, 运营能力不足。

表 3: 凭借强品牌力和强供应链能力, 三只松鼠、良品铺子等在线上渠道快速铺货

公司	供应链	渠道	品牌	产品
三只松鼠	生产采用 OEM 模式。采用重度垂直的研发、采购、检测、分装, 建立信息化系统实现全产业链的追溯管理	依靠线上渠道发展, 自 12 年成立天猫渠道收入占比已超过 75%, 直至 19 年线上占比一直超过 90%, 20 年以后线下门店占比提升	品牌定位“互联网坚果销量领导品牌”, 以 IP 化推动品牌多元化发展, 包括动漫、动画等, 成为全国化知名品牌	产品多元策略, 14 年坚果、干果占比 88%、8%, 逐年下降, 零食占比不断提升
良品铺子	生产采用 OEM 模式。门店供应链系统强大, 对供应计划、物流管理和质量保障等多个环节不断优化管理	线下门店起家, 兼顾线上渠道发展。15 年线上占比 27%, 不断提升至 21 年达 53%	品牌定位“全国领先高端零食品牌”, 通过构建门店终端、电商、APP、O2O 平台等渠道, 建立品牌和用户的多个互动触点	产品多元策略, 14 年坚果、肉类、糕点、果脯、素食占比 26%、23%、17%、15%、7%
来伊份	生产采用 OEM 模式。供应链信息一体化, 集中采购, 运用第三	线下门店起家, 12 年开始扩张线上渠道, 其占比从 12 年的 0.5%	品牌定位“全球好品质, 健康好生活”; 16 年起通过门店形象、	产品多元策略, 12 年炒货及豆制品、肉制品及

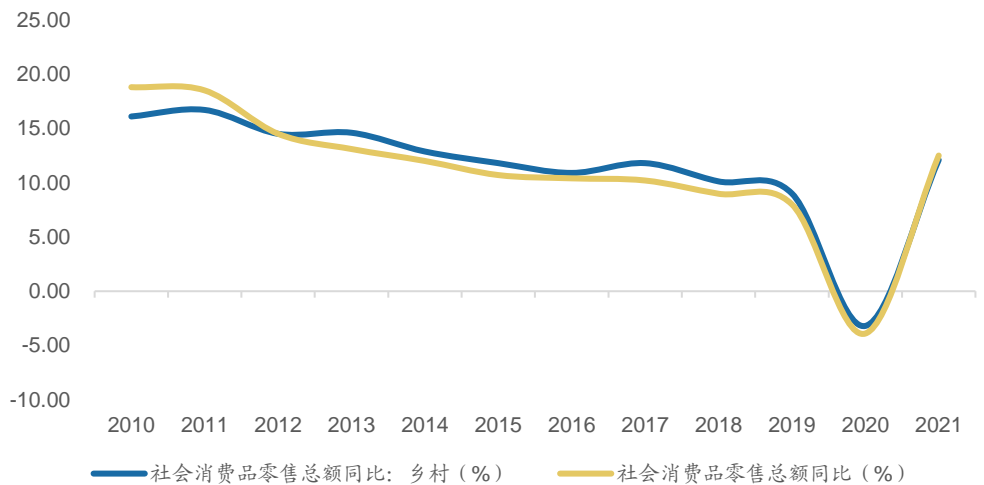
	方物流仓储配送	提升至 21 年的 13%	“伊仔”卡通形象等赋予品牌更加年轻的形象	水产品、蜜饯及果蔬、糕点及膨化食品占比 36%、21%、18%、8%
好想你	16 年起持续优化供应链管理，采用“合同制供货”原则，生产过程全自动光影分选；投建智能配送中心	早期为专卖店+KA 商超的模式，收购百草味以后转变为电商为主；电商 17 年占比 81%，17-20 年均在 80%以上	旗下百草味定位“全世界任你品尝”，植入热门影视剧《三生三世》等与综艺	产品多元策略，收购百草味以后 17 年枣产品、坚果蜜饯占比 24%、75%

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

（三）12 年至今线下渠道下沉：强管理团队和供应链，盐津/洽洽/桃李等业绩高增长

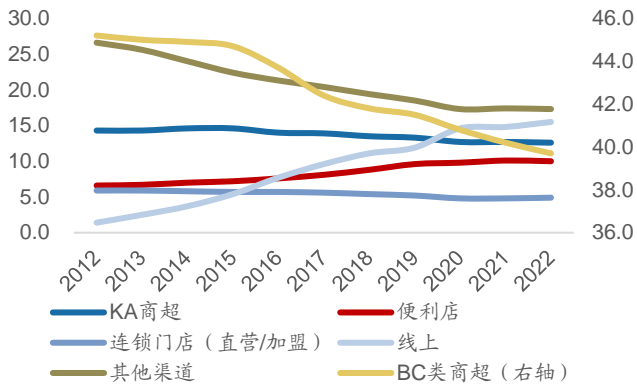
我国低线城市和乡村消费升级，推动线下渠道下沉。随着经济发展推动居民消费力提升，我国二三线等低线城市和乡村走向消费升级。根据Wind，13年我国乡村社会消费品零售总额同比增长14.60%，超过整体13.10%的增速，13年以后乡村社零增速基本均高于整体增速。低线城市和乡村消费升级推动休闲食品行业线下渠道下沉。根据彭博，14-22年我国休闲食品在便利店渠道收入占比从7.0%提升至10.0%。传统线下渠道下沉时，企业多以经销模式为主，经销商负责当地的仓储、物流和覆盖终端等工作，保障渠道快速扩张。产品传递链条长，销售体系庞杂，因此优秀的管理团队和供应链是关键。

图16：13年以后我国乡村社会消费品零售总额增速高于整体增速



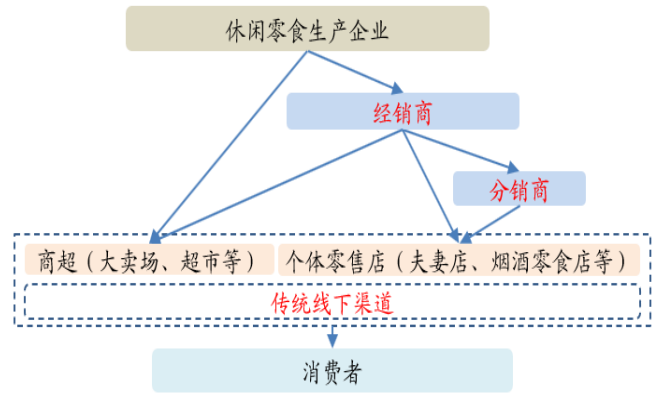
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17: 12年至今休闲食品行业线下渠道下沉, 便利店渠道占比提升 (%)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

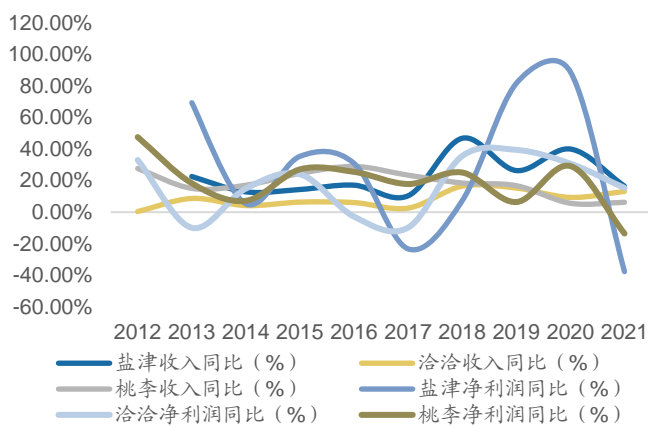
图18: 传统线下渠道下沉时, 产品流转链条加长, 更需要强管理



数据来源: 广发证券发展研究中心

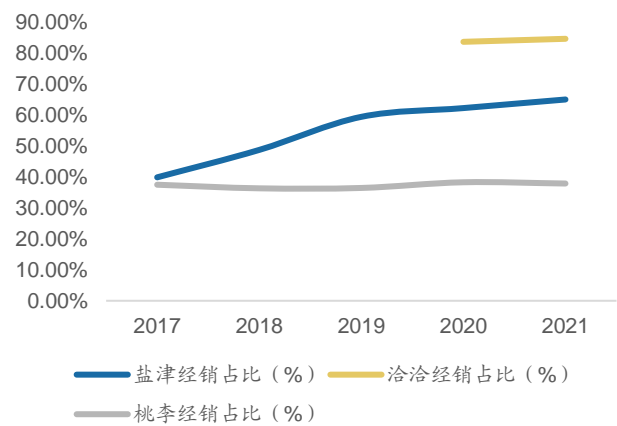
盐津、洽洽、桃李等在线下渠道下沉, 推动收入业绩快速增长。根据Wind, 盐津/洽洽/桃李12-21年收入复合增长22.44%/9.03%/17.12%; 12-21年归母净利润复合增长21.00%/14.11%/15.11%。(1) 盐津铺子: 根据公司17年报, 17年3月公司提出“直营商超主导、经销跟随”的渠道战略布局, 线下渠道向全国范围下沉。公司经销渠道收入占比从17年的39.87%提升至21年的65.02%。(2) 洽洽食品: 公司渠道力强, 从成立初期便通过渠道补贴方式建立精细的线下渠道网络。截至21年公司经销渠道占比84.62%, 已覆盖40多万个零售终端网点, 21年渠道改革新目标向百万终端进军。(3) 桃李面包: 公司面对KA以及核心城市的BC商超、便利店终端采用直营模式, 面对外埠市场的便利店、县乡商店等终端网点采用经销模式扩张。随着线下渠道深耕细作, 公司覆盖终端数量从14年的7万个增长至20年的29万多个。

图19: 12-21年盐津/洽洽/桃李收入和业绩实现较高增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 17-21年盐津/洽洽/桃李经销渠道占比高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 桃李由于短保面包属性, 部分 BC 商超和终端采用直营, 导致经销占比偏低

表 4: 休闲食品线下渠道企业向全国化、低线城市扩张

公司	21 年经销商数目 (个)	21 年销售人员 (人)	覆盖范围
达利食品	6039	13430	全国覆盖, 下沉至县乡村
上好佳	1283 (19 年)	2733 (19 年)	全国覆盖, 下沉至县乡村
华文食品	1869	322	全国覆盖, 部分下沉至县区
甘源食品	1943	536	全国覆盖, 部分下沉至县区
盐津铺子	1749	1433	全国覆盖, 华中华南市场下沉至县区
洽洽食品	980	688	全国覆盖, 下沉至县级
桃李面包	895	3805	全国覆盖, 东北市场下沉至县乡
有友食品	—	237	全国覆盖, 西南川渝地区下沉至县级

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

凭借强管理团队和供应链, 盐津、洽洽、桃李等渠道下沉稳健推进。传统线下渠道下沉由于产品链条长、终端网点多, 需要企业具备强管理团队保障运作顺畅, 以及强供应链保障高效率和较高盈利水平。从管理层看, 盐津、洽洽、桃李以及达利等激励机制相对完善, 且高管薪酬在行业内处于较高水平。从供应链看: (1) 盐津铺子: 公司自建工厂生产, 拥有湖南、江西、广西、河南四大工厂。公司建立“源头控制、自主生产、产品溯源”的供应链体系, 供应链能力在零食行业处于较高水平。(2) 洽洽食品: 供应链优势不断扩大。自15年组织改革, 公司权责下方至BU负责人, 打通内部晋升道路。采购上, 公司全球化采购, 把控质量和成本。生产上, 公司规模效应逐渐增强。销售上, 公司将销售团队细化, 20年起人员加速扩张。(3) 桃李面包: 供应链优势较大。公司核心产品短保面包对新鲜要求度高, 退换货率对盈利能力影响较大。公司配送密度高、配送频次快、退换货率远低于同行, 有效地提高了供应链效率以及盈利能力, 推动渠道下沉稳健推进。

表 5: 盐津、洽洽、桃李的激励机制相对完善

公司	股权激励计划/员工持股计划	21 年高管人均薪酬 (万元)	21 年人均薪酬 (万元)
达利食品	2021 年 12 月采纳股权激励计划, 2022 年 1 月、2022 年 5 月、2022 年 6 月购买了该计划的部分股份, 分别为 1.01 亿股、3757.5 万股、2.2 亿股, 并于 2022 年 3 月售出 4990.7 万股	214.3	6.2
桃李面包	2017 年起每年授予一期员工持股计划, 共五期, 每期参与员工在 100-200 人之间。2020 年出台新的员工持股计划, 参与人数不超过 602 人, 合计持股比例为 1.71%(22Q3), 为公司第 9 大股东	22.7	8.9
洽洽食品	2015 年 8 月、2017 年 5 月、2018 年 8 月、2020 年 1 月、2021 年 1 月、2021 年 6 月、2022 年 9 月、2022 年 10 月推出八期员工持股计划, 用于激励公司董监高、事业部管理核心人员和其他核心人员	74.1	11.0
盐津铺子	2019 年授予高管团队及核心技术(业务)人员 12 人共 440 万股, 预留 110 万股, 合计占当时总股本 4.44%	41.4	12.4
有友食品	2021 年授予公司中高层人员及核心骨干 236 人 470 万股, 预留 93.7 万股, 占当时总股本 1.54%	21.24	9.1
甘源食品	2022 年 4 月, 授予公司高管及核心管理、核心骨干不超过 155 人 125.58 万股, 占当时总股本 1.35%; 通过铭智、铭益、铭望的员工持股平台共持有上市前 2.48% 股份	33.5	9.3
华文食品	2021 年 3 月, 公司董事、高级管理人员以及核心人员 23 (不包括持股 5% 以上股东) 人 400 万股, 预留 73 万股, 占当时股本的 1%	27.7	10.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/935140131132011210>