

“千禧一代”休闲食品消费新趋势

核心观点：

美国、日本休闲食品行业在婴儿潮 10 年后迎来消费升级的黄金 30 年，消费者对进口类、方便、健康、新潮休闲食品消费支出持续增加，我们判断中国休闲食品行业正处于黄金发展期，未来至少有 2 倍以上增长空间，坚定看好连锁经营和电商模式未来发展。重点关注：好想你（买入）、来伊份（增持）、洽洽食品（增持）、盐津铺子（增持）。

报告摘要：

美日战后经历人口爆炸期，特定期造就不同消费行为：千禧一代出生于 1984-1995 年间，恰逢短期人口增速高点（新生儿出生率 2%），改革开放红利也在同时期逐步释放。通过横向对比，我们发现美国婴儿潮一代及日本 60、70 一代的成长环境（经济增速与新生儿出生率双高）较我国千禧一代有很强的相似性，他们追求新潮、讲究个性，他们的偏好也将在很大程度上对旧有的消费模式带来改变。

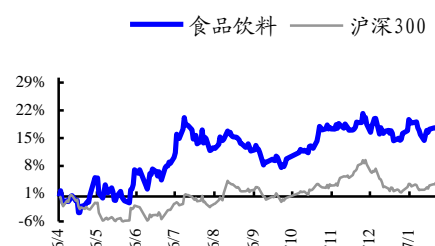
方便、新潮、健康是美日休闲食品消费的关键词：美国户均人口数的下降（由 3.33 到 2.76）与女性参工率的上升（由 35%到 50%）推动方便食品发展；随着年轻人对新品和健康的关注，70 到 90 年间，美国人年均无糖碳酸饮料的消费量增长 4 倍，同期咖啡的消费量则下滑 19.76%。无独有偶，日本 80 年代后巧克力、饼干等西式休闲食品增速也远快于以煎饼和油炸点心为代表的传统日式点心，年轻人对传统点心的消费不足平均值的一半，对西式点心却青睐有加。

新品类与新渠道频现，我国休闲食品行业迎发展良机：11-16 年我国休闲食品销量从 1354 万吨增至 1619 万吨，规模从 3109 亿元增至 4493 亿元。新世纪以来，国际知名品牌在我国市场迅速扩张，巧克力（CAGR6.9%）、薯片（CAGR10.1%）等同时期市场增速明显高于糖果（CAGR1%）及传统大米类零食（CAGR4.4%）。线上渠道的高速发展，顺应消费者需求的爆款单品频现，加速了行业优胜劣汰。

重点公司主要财务数据

| 公司名称 | EPS（元） | | | PE | | |
|------|--------|-------|-------|------|------|------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 贝因美 | -0.41 | 0.07 | 0.16 | - | 187 | 82 |
| 贵州茅台 | 13.63 | 14.73 | 15.94 | 29 | 26 | 24 |
| 五粮液 | 1.79 | 2.12 | 2.49 | 24 | 20 | 17 |
| 泸州老窖 | 1.20 | 1.63 | 2.14 | 35 | 26 | 20 |
| 沱牌舍得 | 0.24 | 0.70 | 1.24 | 111 | 38 | 22 |
| 伊力特 | 0.63 | 0.82 | 0.99 | 30 | 23 | 19 |
| 桃李面包 | 0.97 | 1.22 | 1.70 | 44 | 35 | 25 |

历史收益率曲线



| 涨跌幅（%） | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|--------|
| 绝对收益 | 4.13% | 9.55% | 27.95% |
| 相对收益 | 4.04% | 5.14% | 20.85% |

重点公司

贝因美
贵州茅台
五粮液
泸州老窖
沱牌舍得
伊力特
桃李面包

投资评级

增持
买入
买入
买入
买入
买入
买入

相关报告

《食品饮料行业周报：白酒板块春节之后表现抢眼》

2017-02-27

《食品饮料行业周报：互联网休闲食品“双十一”继续火爆》

2016-11-14

《食品饮料行业周报：白酒提价预期再起，布局年底行情》

2016-09-26

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

证券分析师：陈鹏

执业证书编号：S0550515100002

研究助理：齐欢

执业证书编号：S0550116110059

目录

| | |
|--|----|
| 1. 从婴儿潮到千禧一代：特殊时代造就不同消费行为..... | 5 |
| 1.1. 美国婴儿潮（1946-1964）..... | 5 |
| 1.2. 日本 60、70 一代（1960-1970）..... | 6 |
| 1.2.1. 人口结构相似..... | 6 |
| 1.3. 千禧一代：消费偏好转变，消费能力已形成..... | 8 |
| 2. 婴儿潮与 60、70 一代主导的食品消费行为变迁..... | 10 |
| 2.1. 美国：方便、新潮与健康成为婴儿潮一代对食品新要求..... | 10 |
| 2.1.1. 方便食品逐步替代传统正餐..... | 10 |
| 2.1.2. 新潮与健康类产品受到青睐..... | 11 |
| 2.1.2.1. 果汁与无糖碳酸饮料消费量上升..... | 11 |
| 2.1.2.2. 新品坚果受到青睐..... | 12 |
| 2.2. 日本：60、70 后推动休闲食品国际化与健康化..... | 13 |
| 2.2.1. 日本休闲食品发展历程..... | 13 |
| 2.2.2. 60、70 一代改变点心消费观，进口品种受青睐..... | 14 |
| 3. 新品类新渠道，我国休闲食品行业迎来发展良机..... | 16 |
| 3.1. 休闲食品行业量价齐升..... | 16 |
| 3.2. 进口类休闲食品增速快于传统类..... | 17 |
| 3.3. 打造爆款单品还需“内外兼修”..... | 19 |
| 3.4. 渠道端：连锁店与电商受益..... | 20 |
| 3.5. 行业集中度加速提升..... | 22 |
| 4. 我国市场主要公司介绍..... | 22 |
| 4.1. 海外品牌在中国..... | 22 |
| 4.1.1. 亿滋国际（Mondelez International）..... | 22 |
| 4.1.2. 皇冠丹麦曲奇..... | 25 |
| 4.1.3. 绅士牌坚果..... | 25 |
| 4.2. 本土品牌大发展..... | 26 |
| 4.2.1. 来伊份..... | 26 |
| 4.2.2. 好想你..... | 27 |
| 4.2.3. 洽洽食品..... | 27 |
| 4.2.4. 盐津铺子..... | 28 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 二战结束后美国人口快速增长..... | 5 |
| 图 2: 美国新生儿出生率在战后突破 20%..... | 5 |
| 图 3: 6、70 年代美国经济高速发展..... | 6 |
| 图 4: 婴儿潮一代追求自由与叛逆..... | 6 |
| 图 5: 中国人口增速从 70 年代初开始下降..... | 6 |
| 图 6: 日本人口增速从 50 年代初开始下降..... | 6 |
| 图 7: 中国千禧一代出生率在 20‰左右..... | 7 |
| 图 8: 日本 60、70 一代出生率接近 20‰..... | 7 |
| 图 9: 中国 80-90 年代青壮年人口占比高..... | 7 |
| 图 10: 日本 60-70 年代 18-44 岁人口比例高..... | 7 |
| 图 11: 中国 80-90 年代收入高速增长..... | 8 |
| 图 12: 日本 60-70 年代收入高速增长..... | 8 |
| 图 13: 千禧一代充分享受经济增长红利..... | 8 |
| 图 14: 千禧一代独生子女数量增加..... | 8 |
| 图 15: 80 年代以来城市化率加速..... | 9 |
| 图 16: 第三产业占比从 80 年代中期开始提升..... | 9 |
| 图 17: 千禧一代注重个性..... | 9 |
| 图 18: 千禧一代乐于尝试新事物..... | 9 |
| 图 19: 千禧一代品牌意识强..... | 10 |
| 图 20: 千禧一代是互联网化的一代..... | 10 |
| 图 21: 60 年代起美国户均人数下降..... | 10 |
| 图 22: 1980 年代美国女性劳动力参工率超 50%..... | 10 |
| 图 23: 方便食品市场规模增长 167% (1966-1976)..... | 11 |
| 图 24: 方便食品大大降低备膳时间 (小时)..... | 11 |
| 图 25: 无糖碳酸饮料消费量超过茶、果汁 (加仑)..... | 11 |
| 图 26: 碳酸饮料中无糖类占比超过 20%..... | 11 |
| 图 27: 无糖碳酸饮料家族已发展壮大..... | 12 |
| 图 28: 传统类零食花生消费量变化不大..... | 13 |
| 图 29: 新品坚果受新一代消费者青睐 (单位: 磅)..... | 13 |
| 图 30: 日本家庭点心占食品的支出比例上升..... | 14 |
| 图 31: 60、70 一代传统点心支出偏低 (日元)..... | 15 |
| 图 32: 60、70 一代进口点心支出较高 (日元)..... | 15 |
| 图 33: 1980 年以来进口点心支出增长快..... | 15 |
| 图 34: 巧克力人均消费量增长迅速..... | 15 |
| 图 35: 进口点心产值大幅上升 (亿日元)..... | 16 |
| 图 36: 传统点心产值上升较慢 (亿日元)..... | 16 |
| 图 37: 日本饼干单价上升..... | 16 |
| 图 38: 点心与其他类特定保健用食品占 14.3%..... | 16 |
| 图 39: 休闲食品行业销量达 1619 万吨..... | 17 |
| 图 40: 休闲食品行业年销售额近 4500 亿元..... | 17 |
| 图 41: 巧克力增长高于糖果..... | 18 |
| 图 42: 薯片销量高于大米零食..... | 18 |
| 图 43: 千禧一代偏好精美包装..... | 19 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 44: 千禧一代喜爱可爱、萌的风格..... | 19 |
| 图 45: 费列罗在中国销售额迅速增长..... | 20 |
| 图 46: 费列罗在我国巧克力市场占有率超越雀巢..... | 20 |
| 图 47: 健康类休闲食品增长更快..... | 20 |
| 图 48: 健康休闲食品在网购端占比提升..... | 20 |
| 图 49: 连锁店模式占比上升..... | 21 |
| 图 50: 千禧一代是休闲零食网购主力..... | 21 |
| 图 51: 电商模式占比上升..... | 22 |
| 图 52: 三只松鼠销售额爆发式增长..... | 22 |
| 图 53: 中国休闲食品市场集中度还有提升空间..... | 22 |
| 图 54: 亿滋国际在中国甜饼干市场占有率 15%..... | 23 |
| 图 55: 公司涵盖诸多知名品牌..... | 23 |
| 图 56: 奥利奥品牌发展历程..... | 23 |
| 图 57: 中国夹心饼干销售额..... | 24 |
| 图 58: 奥利奥的中国夹心饼干市场占有率..... | 24 |
| 图 59: 中国曲奇销售额..... | 25 |
| 图 60: 皇冠丹麦曲奇的中国曲奇市场占有率..... | 25 |
| 图 61: 绅士牌将天猫直播作为核心品牌营销方式..... | 26 |

表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 表 1: 日本点心分类..... | 13 |
| 表 2: 日本点心发展历程..... | 13 |
| 表 3: 休闲食品消费群体细分..... | 17 |
| 表 4: 大量海外休闲食品品牌进入中国大陆市场..... | 18 |
| 表 5: 千禧一代偏好连锁店与电商模式..... | 20 |
| 表 6: 贝朗饼干产品..... | 24 |
| 表 7: 直营门店集中在上海江苏地区..... | 26 |
| 表 8: 盈利预测与估值..... | 27 |
| 表 9: 盈利预测与估值..... | 27 |
| 表 10: 盈利预测与估值..... | 28 |
| 表 11: 盈利预测与估值..... | 28 |

1. 从婴儿潮到千禧一代：特殊时代造就不同消费行为

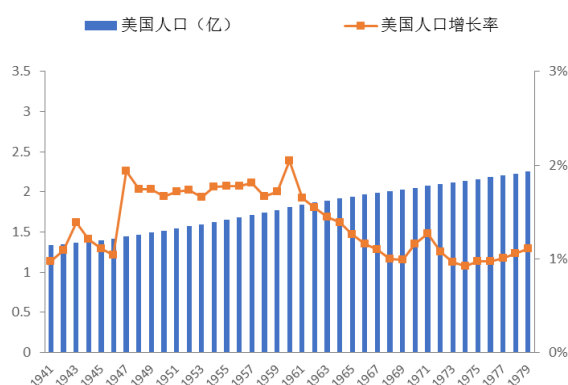
千禧一代特指出生于 1984-1995 年，在跨入 21 世纪后达到成年年龄的一代人。在我国，千禧一代又有两个更接地气的名字——八零后和九零后，他们出生的年代正值改革开放进入实质化阶段，之后的成长时期更是中国经济一路上行的黄金年代。他们是不一样的代际，由他们开创的新兴消费行为正引领着新行业的崛起。无独有偶，类似的场景在战后的美国和日本也曾上演。尽管已过去几十年的时间，但我们仍能看到特定社会环境在他们消费行为变迁过程中留下的烙印。

1.1. 美国婴儿潮（1946-1964）

随着二战的结束，数百万美国大兵从海外硝烟弥漫的战场返回故乡，普通美国人的生活也由紧张的战时状态重归安逸的幸福时光。彼时的美国政治、经济地位空前强大，而欧亚大陆则因为战争的创伤而百废待兴，美国梦的激励作用，使得全球在战后掀起了新一轮向美国的移民潮。

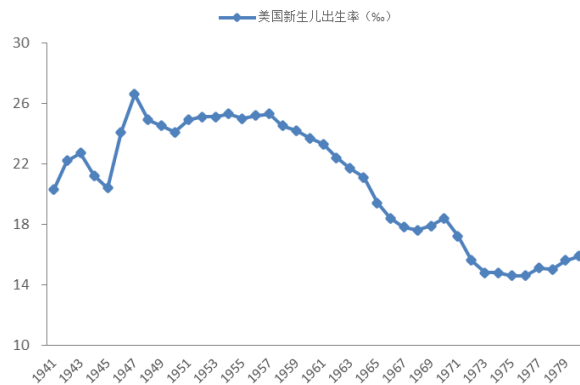
在这样的时代背景下，美国迎来了轰轰烈烈的婴儿潮（baby boom），1946 年至 1964 年间，全美新生儿总数高达 7600 万，新生儿出生率连续 18 年超过 20‰，人口增长率远高于战后其他年代。目前，婴儿潮一代正扮演着美国社会的中坚力量，包括克林顿、布什、奥巴马等三位前总统均是婴儿潮一代的杰出代表。

图 1：二战结束后美国人口快速增长



数据来源：U.S. Census Bureau，东北证券

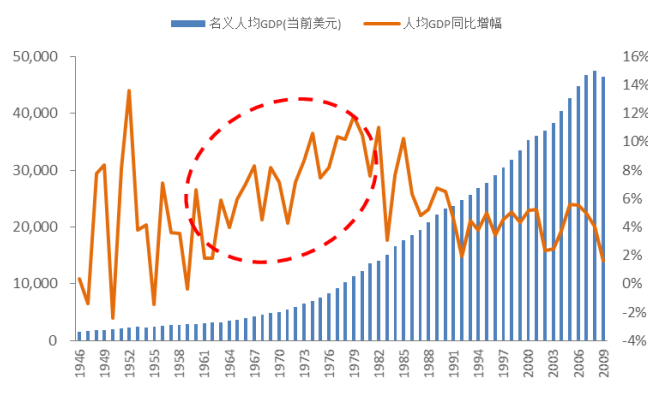
图 2：美国新生儿出生率在战后突破 20‰



数据来源：U.S. Census Bureau，东北证券

婴儿潮一代的成长阶段，正值上世纪 6、70 年代美国经济的高速发展时期，同时那又是一个文化思潮不断碰撞的年代。作为嬉皮士文化的开创者，在经历黑人民权运动、越南战争等一系列改变美国战后社会发展的历史事件过程中，婴儿潮一代形成了崇尚自由与叛逆的个性，他们乐于接受新鲜事物，追求特立独行的生活方式，是美式文化与生活方式传承过程中继往开来的一代人。当时特殊的历史与文化背景对婴儿潮一代的价值观以及生活、消费习惯产生了深远的影响。

图 3: 6、70 年代美国经济高速发展



数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 婴儿潮一代追求自由与叛逆



数据来源: 东北证券

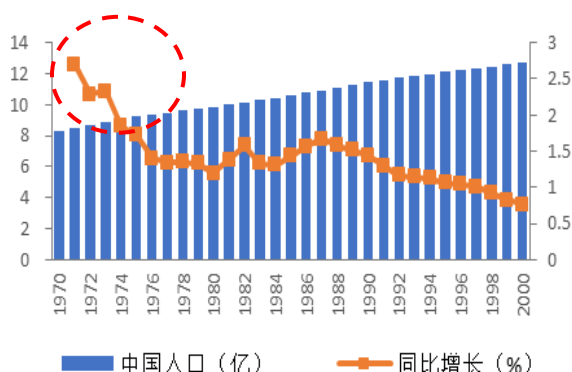
1.2. 日本 60、70 一代（1960-1970）

如果说美国的婴儿潮离我们尚有些遥远，那么在我们的邻国日本，同样能够找到这样一代人，让我们看到了他们和千禧一代的相似性。我们认为从人口与收入的双重维度上考虑，日本的 60、70 一代都是我国千禧一代可直接对标的对象。

1.2.1. 人口结构相似

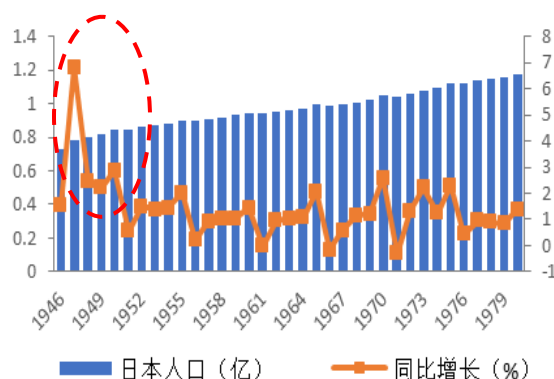
计划生育导致人口增速下降，中国降速晚于日本 20 年。战后的 1946-1950 年日本的人口增长迅速，五年的 CAGR 达到了 3.2%。随后日本政府开始推行抑制生育政策，人口增速下降至 2% 左右。中国计划生育的实施从 70 年代初开始，人口增速从接近 3% 下降至 1.5%-2%。日本的 60、70 一代与中国的千禧一代均出生于计划生育实施后的 15 年左右，单个家庭中子女数量的减少使得这一代人在成长中获得更多的物质资源，同时兄弟姐妹的减少也使得这一代更加个性化。

图 5: 中国人口增速从 70 年代初开始下降



数据来源: 东北证券, wind

图 6: 日本人口增速从 50 年代初开始下降

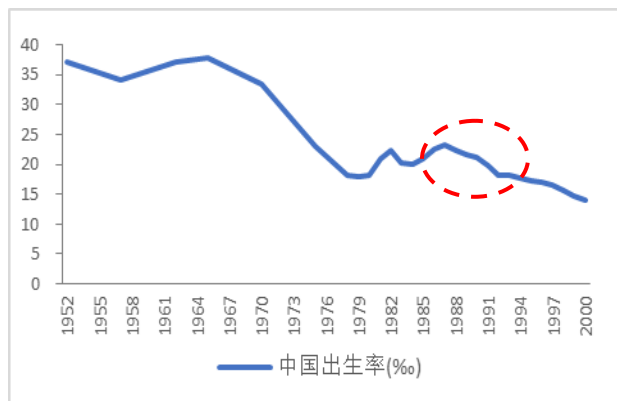


数据来源: 东北证券, wind

中国千禧一代与日本 60、70 后出生率均在 20% 左右，生活环境具有可比性。中国 50 年代出生率一度高达 40%，1984-1995 年保持在 20% 左右，进入 21 世纪后下降到 15% 以下。日本在 40 年代末一度也超过 30%，60-70 年代这一比率维持在接近 20% 的水平，80 年代后出生率再度出现下滑跌破 10%。从出生率看，中国千禧一

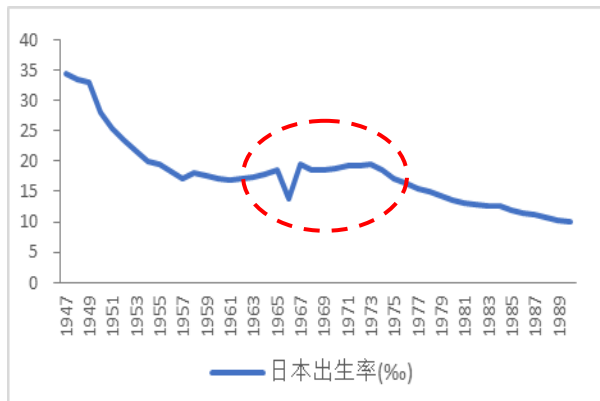
代与日本的 60、70 后出生时的出生率均在 20‰，单个家庭中的子女数量相近。

图 7：中国千禧一代出生率在 20‰左右



数据来源：东北证券，wind

图 8：日本 60、70 一代出生率接近 20‰

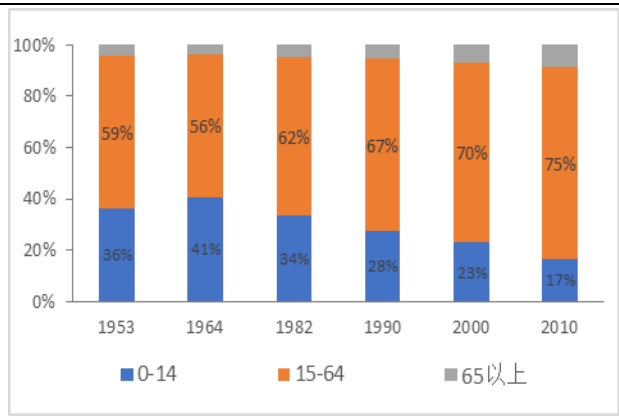


数据来源：东北证券，总务省统计局

青壮年人口占比高，中国千禧一代与日本 60、70 后出生在社会劳动力充足阶段。

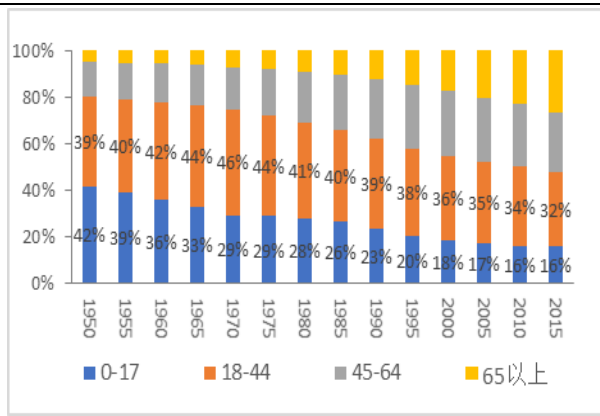
80-90 年代，我国 15-64 岁壮年和中年人口占比高，而 0-14 岁占比下降。从人口结构看，一方面儿童占比下降，另一方面作为千禧一代父母的壮年和中年人口比例上升，千禧一代出生并成长于一个社会劳动力充足的时期，有机会享受更好的物质生活。2000 年开始中国则逐渐步入老龄化阶段，65 岁以上占比上升。日本 60、70 一代类似，他们出生时其父母（18-44 岁）一代的占比处于高位，为其提供良好的成长环境。进入 80 年代后，日本老龄化开始加剧，壮年和中年人口比例下降。

图 9：中国 80-90 年代青壮年人口占比高



数据来源：东北证券，wind

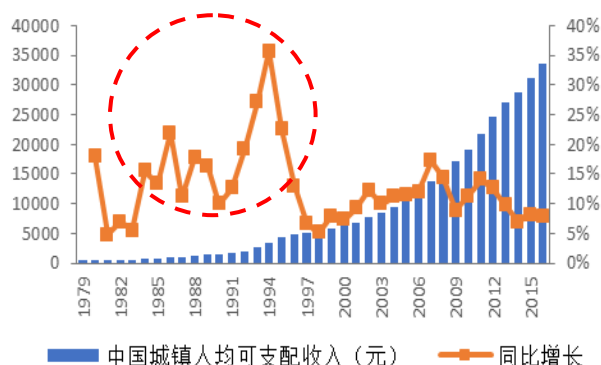
图 10：日本 60-70 年代 18-44 岁人口比例高



数据来源：东北证券，wind

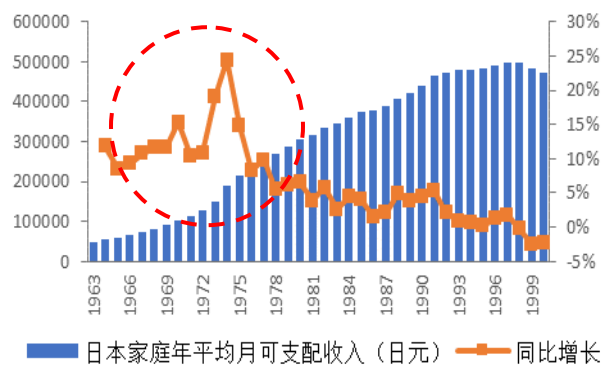
经济高速增长带动物质生活富裕，推动消费理念转变。中国千禧一代出生于经济高速增长时期，而日本 60、70 后同样出生于日本经济腾飞阶段。因此相对于之前时代的人，他们的消费观念发生转变，购物时价格因素的影响下降，更加重视品质、功能等其他因素。

图 11: 中国 80-90 年代收入高速增长



数据来源：东北证券，wind

图 12: 日本 60-70 年代收入高速增长



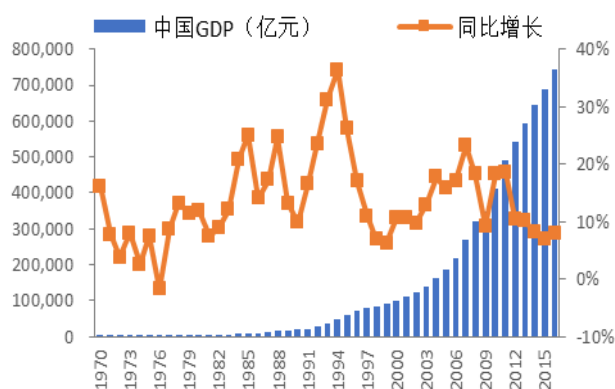
数据来源：东北证券，wind

从人口增速、出生率、人口结构、可支配收入四个维度对比，我们认为日本 60、70 后的成长环境最接近中国千禧一代，因此其也最有可能跟千禧一代一样成为消费习惯发生转变的一代。

1.3. 千禧一代：消费偏好转变，消费能力已形成

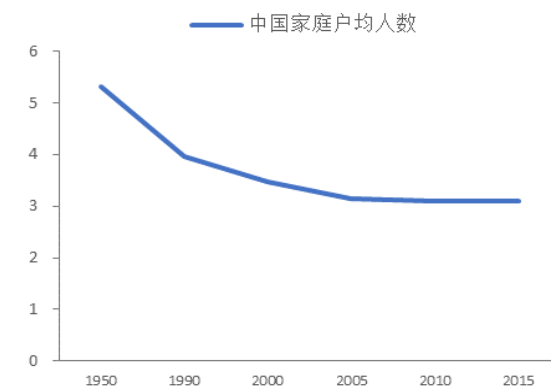
千禧一代充分享受中国经济增长的红利，成长于独生子女的环境中。我国的千禧一代指出生于 1984-1995 年的一代人，从出生到成年均享受着中国经济高速增长的红利。同时我国计划生育政策从 70 年代开始实施，出生率下降，直接导致我国家庭户均人数下降。上世纪 50 年代前我国家庭户平均人数基本保持在 5.3 人的水平，从 80 年代开始家庭户平均规模缩小趋势显著，1990 年缩减到 3.96 人，2010 年缩减到 3.10 人。千禧一代多为独生子女，从小的成长环境塑造了他们不同于上一代人的、更加个性化的消费习惯，同时他们也可以更直接的转移来自父母的购买力，消费能力大大提升。

图 13: 千禧一代充分享受经济增长红利



数据来源：东北证券，wind

图 14: 千禧一代独生子女数量增加

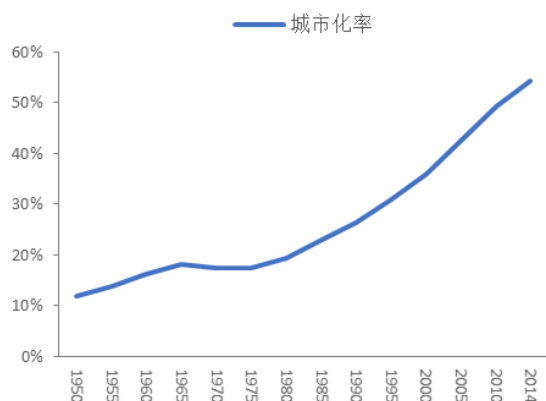


数据来源：东北证券，国家卫生计生委，wind

中国 80 年代开始城镇化建设加速，第三产业发展迅猛。1950-1980 年我国城市化率仅从 11.8% 上升至 19.4%，期间还一度出现下滑。从 1980 年开始我国城市化率开始加速，1990 年和 2000 年分别达到 26.4% 和 35.9%，此后延续上升趋势；此外我们也注意到，我国第三产业也在 80 年代中期发展提速，第三产业在 GDP 中的占比从 1984

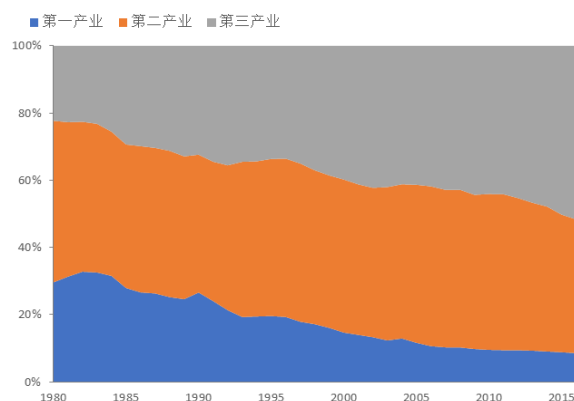
年的 25.5% 上升至 2016 年的 51.6%。千禧一代出生并成长于我国高速城镇化的时期，伴随着服务业的迅猛发展，他们接触了更多新鲜事物也更加喜爱休闲与娱乐，这一代人对休闲食品的需求也应运而生。

图 15: 80 年代以来城市化率加速



数据来源：东北证券，wind

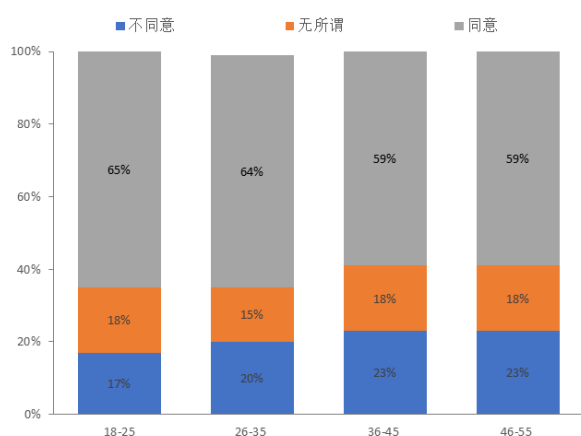
图 16: 第三产业占比从 80 年代中期开始提升



数据来源：东北证券，wind

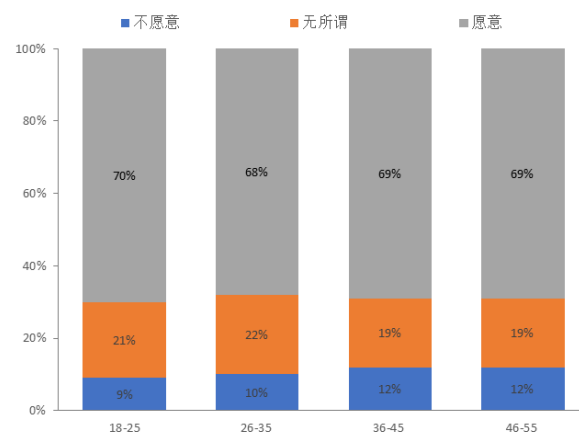
千禧一代是注重个性、乐于尝试新事物、品牌意识强、互联网化的一代。根据埃森哲中国消费者研究，千禧一代（主要包含 18-25 及 26-35 年龄段）中更多的消费者不想和大部分其他消费者购买同样的商品，更追求个性体现。在选择新的品牌和产品方面，千禧一代有接近 70% 愿意尝试，20% 以上的不反对，不愿意尝新的在 10% 以下。从消费主导因素来看，千禧一代由于成长环境富裕，品牌主导的比例超过 85%，而年长的一代中价值主导的比例更高。千禧一代还是伴随着互联网成长的一代，其对于网购的偏好也明显高于年长一代。

图 17: 千禧一代注重个性



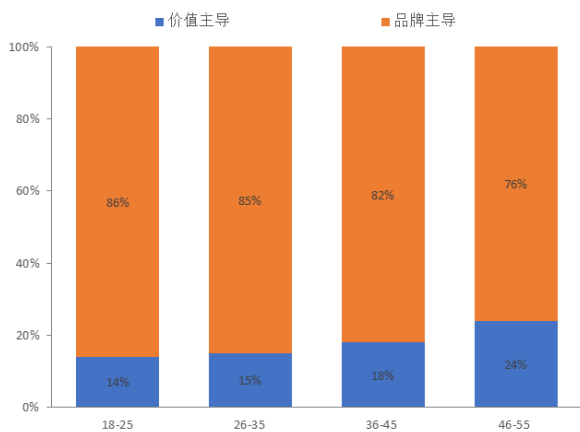
数据来源：东北证券，埃森哲中国消费者研究

图 18: 千禧一代乐于尝试新事物



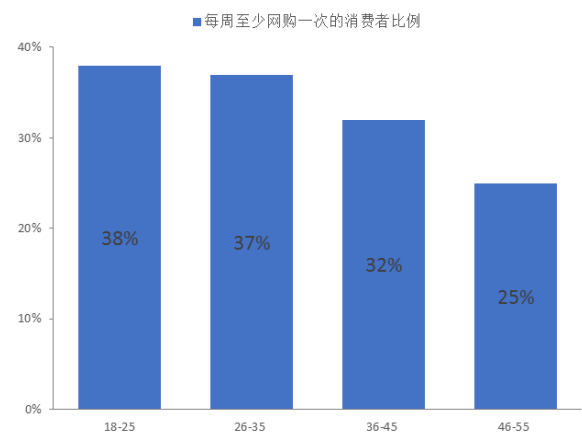
数据来源：东北证券，埃森哲中国消费者研究

图 19: 千禧一代品牌意识强



数据来源: 东北证券, 埃森哲中国消费者研究

图 20: 千禧一代是互联网化的一代



数据来源: 东北证券, 埃森哲中国消费者研究

当下, 千禧一代正处于 20-30 岁的年龄段。其中年龄较小的也已开始工作, 逐步具备消费能力; 年龄较大的已工作一段时间, 形成一定的财富积累, 消费能力逐渐增强。由他们开启并引领的新消费行为对行业带来的影响值得我们格外关注。

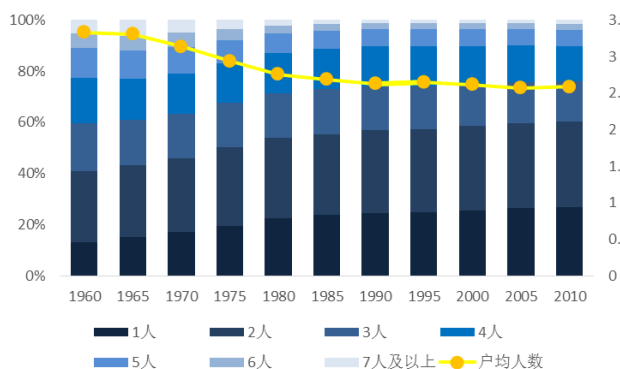
2. 婴儿潮与 60、70 一代主导的食品消费行为变迁

2.1. 美国: 方便、新潮与健康成为婴儿潮一代对食品新要求

2.1.1. 方便食品逐步替代传统正餐

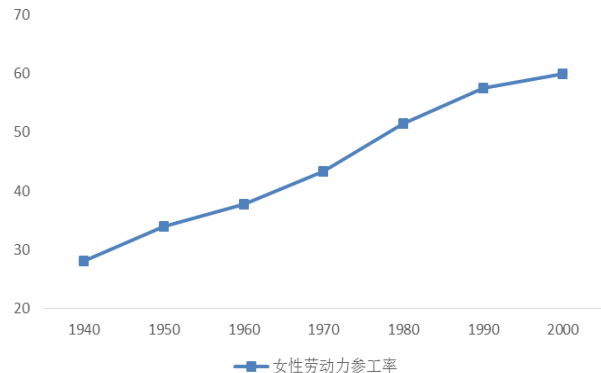
上世纪 60 年代初, 美国家庭户均人数为 3.33 人, 两人及以下的家庭数量占比 40.90%, 超过 70% 的美国人仍然习惯于和家人围坐在一起进餐。然而到 1980 年代初, 随着婴儿潮一代进入成年, 美国的家庭结构发生了明显的改变, 户均人数下降至 2.76 人, 两人及以下家庭占比达 54.01%, 上升 13.11pct。年轻人对烹饪的态度发生了转变, 同时随着更多的美国女性进军职场, 在客观上也使在家就餐变得越来越难以实现, 到 80 年代只有 60% 的美国人还经常与家人一道共进晚餐, 20 年间这一比例下降了 10 个百分点, 进而催生出了市场对餐饮业及方便食品的客观需求。

图 21: 60 年代起美国户均人数下降



数据来源: U.S. Census Bureau, 东北证券

图 22: 1980 年代美国女性劳动力参工率超 50%



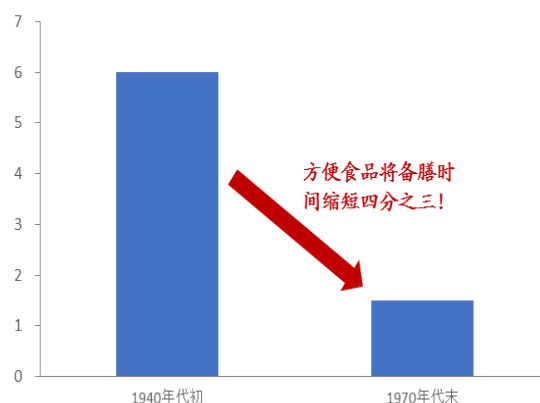
数据来源: U.S. Census Bureau, 东北证券

图 23: 方便食品市场规模增长 167% (1966-1976)



数据来源：东北证券

图 24: 方便食品大大降低备膳时间 (小时)



数据来源：《美国的方便食品》，东北证券

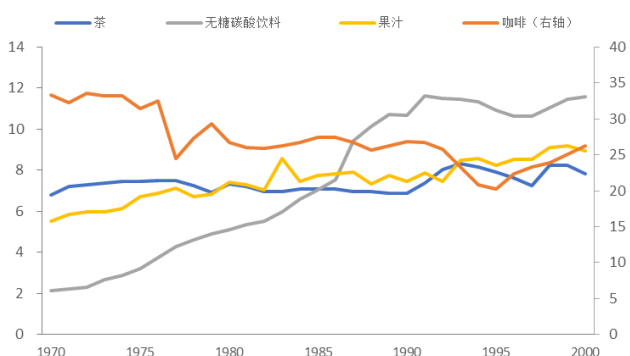
从大类上分，方便食品主要涵盖了配制食品、烘焙食品、罐头食品及发酵食品等几块，当然也包括了薯片、玉米片、坚果等可以部分替代主食的休闲零食，它们的出现大大简化了做饭的工序，美国家庭在 40 年代初每天高达 6 小时的备膳时间到 70 年代末已降低至 1.5 小时。在 1966 到 1976 年的十年间，美国方便食品的销售从 300 亿元增至 800 亿元，占到了当时全美食品销售额的三分之二，婴儿潮一代在方便食品普及推广过程中的作用居功至伟。

2.1.2. 新潮与健康类产品受到青睐

2.1.2.1. 果汁与无糖碳酸饮料消费量上升

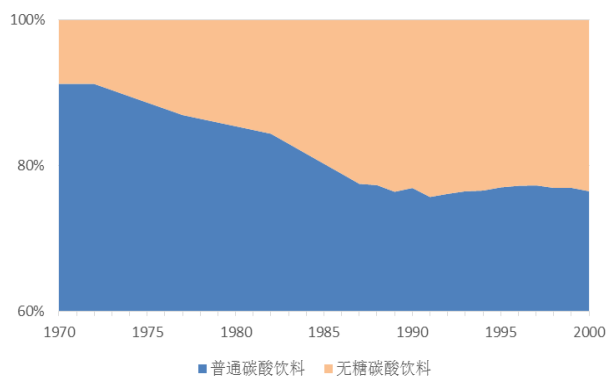
和大多数西方人一样，美国人也有着浓厚的咖啡情节，哪怕是在激烈的战场上，美国大兵的实物配给中也少不了咖啡这一项，著名的美式咖啡 (Americano) 即由美国士兵在战后所创造。在 1970 年代初，美国人年均咖啡消费量达到 33.4 加仑 (126.4 升)，随着相关食品科学研究的深入，过量饮用咖啡对心脏、肾脏、消化系统、生殖系统等的危害逐步为人们所知，到 1990 年美国人年均咖啡饮用量降至 26.8 加仑，较 20 年前下降 19.76%。作为健康饮品代表的果汁，年均饮用量在此期间则由 5.5 加仑上升至 7.4 加仑，增幅 34.55%。

图 25: 无糖碳酸饮料消费量超过茶、果汁 (加仑)



数据来源：USDA，东北证券

图 26: 碳酸饮料中无糖类占比超过 20%



数据来源：USDA，东北证券

另外值得一提的还有无糖碳酸饮料。作为可口可乐与百事可乐的诞生地，美国消费者每人每年的碳酸饮料消费量在 50 加仑左右，几乎相当于每天喝掉一瓶 500ml 装碳酸饮料，热衷程度可见一斑。

上世纪 50 年代，作为碳酸饮料行业的一项革命性发明，无糖汽水在布鲁克林诞生，第一款有品牌的无糖碳酸饮料莱特可乐（Diet Rite Cola）在上市短短一年半后即成为当时美国第四畅销的可乐类产品，对无糖碳酸饮料的宣传和消费者培养起到了重要作用。今天的可口可乐零度（ZERO）、百事可乐极度（MAX）都与莱特可乐有着很深的渊源关系。

图 27：无糖碳酸饮料家族已发展壮大



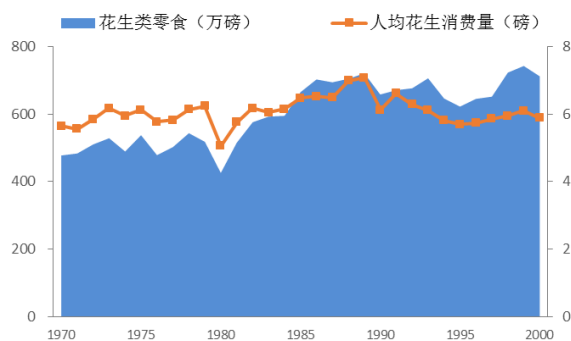
数据来源：东北证券

无糖类碳酸饮料的出现充分抓住了年轻一代消费者对健康的诉求，给普通碳酸饮料增添了一个强劲的对手。在 1970 到 1990 年间，美国人均年无糖碳酸饮料的消费量从 2.1 加仑增至 10.7 加仑，完成对茶与果汁的超越，无糖类饮料在碳酸饮料总量中的占比也由 8.77% 上升至 23.53%，主打健康牌的无糖碳酸饮料在 90 年代后已成为美国人的重要日常饮品。

2.1.2.2 新品坚果受到青睐

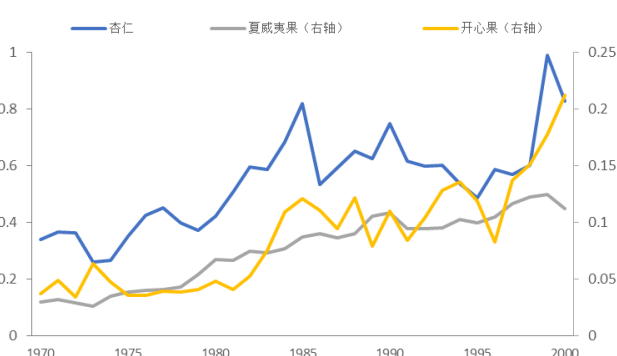
坚果由于食用方便，加之其富含蛋白质、矿物质、维生素的健康属性被消费者日渐了解，逐渐成为休闲食品中重要的一支。通过对美国上世纪 70 年代至今的坚果消费量进行统计，我们发现美国消费者对传统坚果类零食花生的消费量多年来无明显增长，一直保持在每年 6 磅上下；而以杏仁、夏威夷果、开心果等为代表的新品坚果受到年轻消费者的青睐，在 1970-1990 年间的人均消费量分别增长了 1.21 倍、2.67 倍和 1.75 倍，并培育出了像“美国绅士”这样的 10 亿美元级的知名坚果品牌。

图 28: 传统类零食花生消费量变化不大



数据来源: USDA, 东北证券

图 29: 新品坚果受新一代消费者青睐(单位: 磅)



数据来源: USDA, 东北证券

2.2. 日本: 60、70 后推动休闲食品国际化与健康化

2.2.1. 日本休闲食品发展历程

日本的休闲食品统称为点心（菓子），共包含饴糖、巧克力、口香糖、日本煎饼、饼干、米糖、日式点心、西式点心、膨化食品、油炸点心和和其他类等 11 个大类，每个大类下又包含若干小类。

表 1: 日本点心分类

| 分类 | 子品类 |
|------------|---|
| 饴糖（日式传统糖果） | 糖果类、奶糖、软糖、果冻 |
| 巧克力 | 巧克力（巧克力含量 60% 以上），巧克力点心（巧克力含量 40%-60% 以上） |
| 口香糖 | 板式口香糖，粒式口香糖，泡泡糖，无糖口香糖 |
| 日本煎饼 | 面粉饼干 |
| 饼干 | 饼干，曲奇，脆饼，椒盐卷饼，硬面饼，馅饼，蛋黄派 |
| 米糖（日式传统糖果） | 冰雹（糯米制成），米果（大米制成） |
| 日式点心 | 甜凉粉，豆酱饼 |
| 西式点心 | 蛋糕，松糕，甜甜圈 |
| 膨化食品 | 马铃薯类，玉米类，面粉类，大米类 |
| 油炸点心 | 油炸面团 |
| 其他 | 豆类点心，甘纳豆，清凉点心等 |

数据来源: 东北证券, 全日本点心协会

早期的日本点心在我国唐朝点心的制造工艺上发展而来，后期与茶道融合逐步形成日式点心的独有特点，近代以来运用国外引入新的品种与食材，日本点心师傅改进工艺创造出更多新的品类。上世纪 50 年代开始，日本点心行业进入机械化生产的放量时期，而随着 60、70 等消费观念转变的群体逐渐具备消费能力，日本点心开始了国际化与功能化的进程。

表 2: 日本点心发展历程

| 年代 | 点心时期 | 特征 |
|-----|------|-------------------------------|
| 公元前 | 上古时代 | 大陆文化导入前，日本特有的包括水果的点心制作工艺已经开始。 |

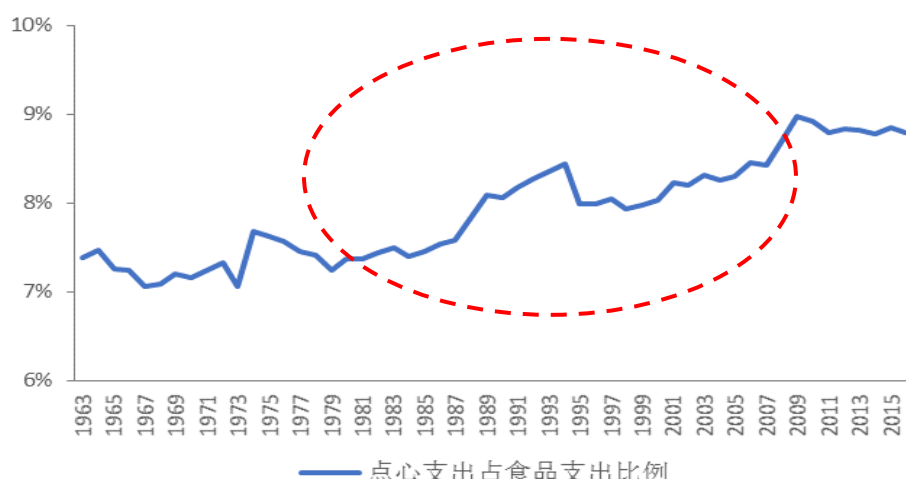
| | | |
|--------|-----------|--|
| 大和时代 | | |
| 奈良时代 | | |
| 平安时代 | 唐朝点心时代 | 遣隋使、遣唐使把唐朝点心的制造方法传播。这个时代末已开始进口砂糖。 |
| 镰仓时代 | 点心时代 | 砂糖进口量增加,国内也开始生产。另外,茶叶种植盛行,茶与砂糖共同作为原料,现代的日式点心诞生。 |
| 南北朝时代 | | |
| 室町时代 | 南蛮点心时代 | 西方人登录日本,带来了用白糖、鸡蛋制作的点心。葡萄牙、西班牙带来的焦糖等甜食彻底改变了日本点心。 |
| 安土桃山时代 | | |
| 江户时代 | 京都点心、江户点心 | 点心与茶道同时发展,上流阶层的点心作为“京都点心”独特发展起来。另一方面,政治、经济和文化中心转移到江户,各种与生活紧密联系的甜食已经取得进展。现在的日式点心几乎都是在这个时期形成的。 |
| 明治时代 | 西点进口时代 | 经过明治维新,糖果、巧克力、饼干等开始进口,为点心界带来革命。众多糖果公司在这时期创立。 |
| 大正时代 | | |
| 昭和时代 | 点心大规模生产时代 | 1952年砂糖的管制取消,点心业迎来增长。在1955年,西点、日式点心、米糖等稳定增长,由于机械化进入到一个全面的大规模生产时代。 |
| | 国际化时代 | 1971年口香糖、糖果、巧克力、饼干等所有点心实现自由化,迎来完全的国际化时代。 |
| 当今 | 注重健康的时代 | 1975年,富足的饮食生活,提高人在24小时内的生活健康意识,点心种类增加,消费多样化。 |

数据来源:东北证券,全国点心工业工会联合会

2.2.2. 60、70一代改变点心消费观,进口品种受青睐

60、70一代从小的物质生活富足,与经历战争的前辈相比,他们对食品的认知已远远超越了果腹这层概念,对传统一日三餐的需求减少,转而增加了对休闲食品的支出。这代人自80年代开始已具备一定的消费能力,根据总务省统计局的家计调查,1980-2009年间日本家庭的点心支出占食品总支出的比例从7.4%上升至9%。在60、70后的主导下,日本家庭呈现出从主食向休闲食品转移的趋势。

图 30: 日本家庭点心占食品的支出比例上升

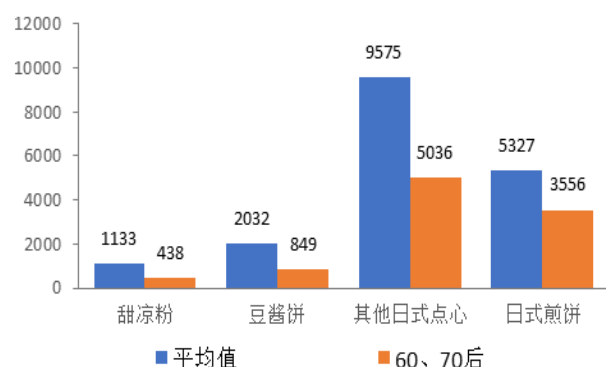


数据来源:东北证券,总务省统计局

60、70一代出生于富裕时期,富有个性和好奇心,在生活中接触到更多的西方文化也更偏爱进口类点心。日本的传统类点心包括饴糖、日本煎饼、米糖、日式点心和

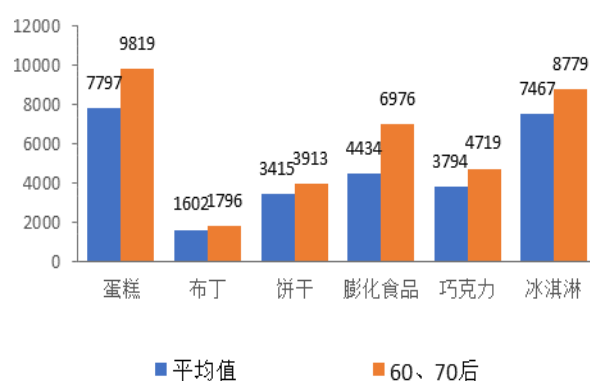
油炸点心，进口类则包括巧克力、饼干、西式点心、膨化食品等。根据总务省 2000 年（这一时期 60、70 后处于 30-39 岁）的家计调查，30-39 岁的户主家庭点心年支出为 76184 日元，考虑到年龄因素，略低于 78136 日元的平均值。但从品类看，60、70 一代的传统点心（甜凉粉、豆浆并、其他日式点心、日式煎饼）支出基本上只有平均值的 50%；而对于蛋糕、布丁、饼干、膨化食品、巧克力和冰淇淋等进口点心的支出均高于平均值。

图 31：60、70 一代传统点心支出偏低（日元）



数据来源：东北证券，总务省统计局

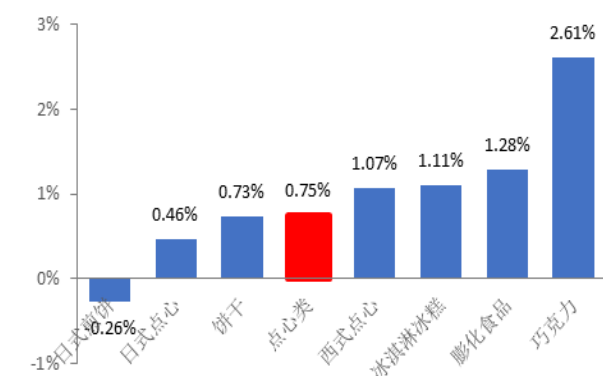
图 32：60、70 一代进口点心支出较高（日元）



数据来源：东北证券，总务省统计局

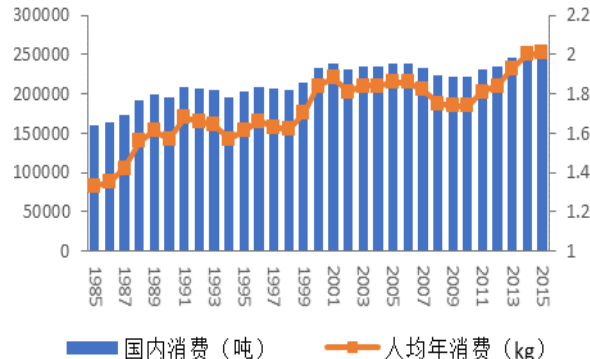
60、70 一代推动进口点心增长。1980-2016 年间，日本家庭点心类支出金额 CAGR 为 0.75%，传统点心（日式煎饼、日式点心）的增速均低于点心整体，而巧克力、膨化食品、冰淇淋、西式点心等进口点心由于受 60、70 一代追捧增速较高。其中增速最快的品类为巧克力，年复合增速达到了 2.6%。1985-2015 年间，日本巧克力的消费量从 16 万吨增至 25 万吨，人均消费量从每年 1.33kg 增长至 2.01kg。从产值看，1975-2000 年膨化食品、西式点心和巧克力的产值增速较高，CAGR 分别为 5.4%、2.6%、2.2%；饴糖和米糖的 CAGR 只有 2% 和 0.8%，日本煎饼与油炸点心则呈现下降的趋势。受 60、70 一代开始对进口点心的偏好，进口点心的增长明显高于传统点心。

图 33：1980 年以来进口点心支出增长快



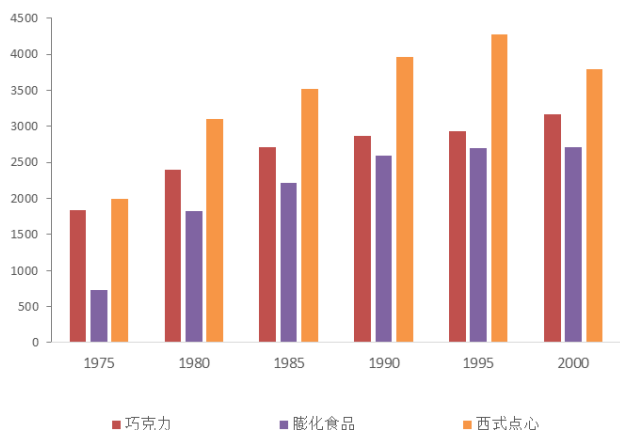
数据来源：东北证券，总务省统计局

图 34：巧克力人均消费量增长迅速



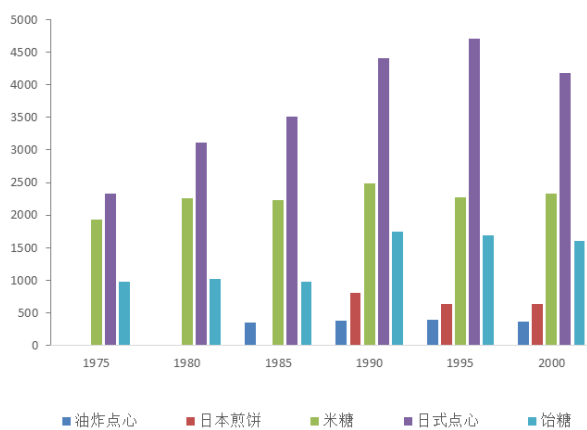
数据来源：东北证券，日本巧克力与可可协会

图 35: 进口点心产值大幅上升 (亿日元)



数据来源: 东北证券, 全日本点心协会, 点心统计年报

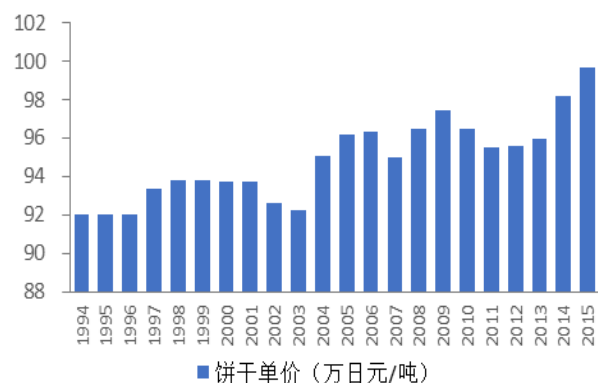
图 36: 传统点心产值上升较慢 (亿日元)



数据来源: 东北证券, 全日本点心协会, 点心统计年报

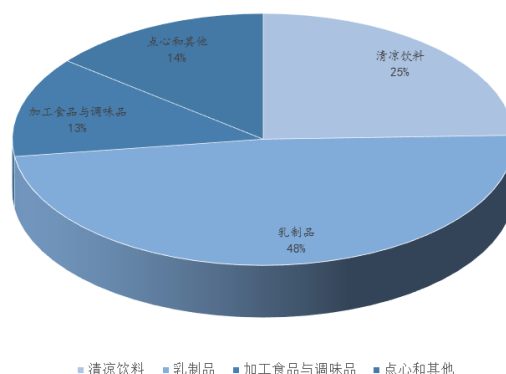
健康升级推动点心价格中枢上移。根据日本饼干协会, 1994-2015 年饼干吨价由 92.02 万日元增长至 99.65 万日元, CAGR 为 0.38%, 而同时期日本 CPI 的年复合增速仅 0.11%, 饼干单价上涨主要受益于点心类产品健康化的消费升级。目前, 经过审核的部分特定保健用点心类型包含糖果、饼干、口香糖、巧克力等形式。日本健康与营养食品协会统计显示, 2007 年日本特定保健用食品的市场规模总计为 6798 亿日元, 点心与其他类的特定保健用食品市场规模达到 969 亿日元, 占比 14.3%。保健点心等功能性产品已具备消费基础。

图 37: 日本饼干单价上升



数据来源: 东北证券, 全国饼干协会

图 38: 点心与其他类特定保健用食品占 14.3%



数据来源: 东北证券, 日本健康与营养食品协会

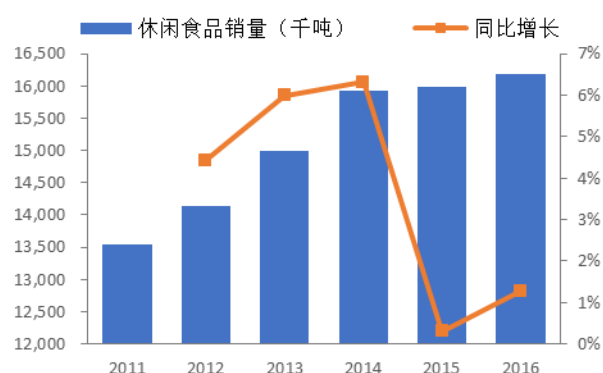
3. 新品类新渠道, 我国休闲食品行业迎来发展良机

3.1. 休闲食品行业量价齐升

进入新世纪的第二个十年, 最大的千禧一代迈上工作岗位具备了自主消费能力, 年龄最小的也已有 15 岁, 具备了部分转移自父母的购买力。千禧一代是富裕的一代, 成长于服务业高速发展期, 他们注重休闲娱乐, 也为休闲食品的发展提供了机遇。2011-2016 年休闲食品行业 (本文采用的中国休闲食品口径为欧睿中烘焙食品、糖

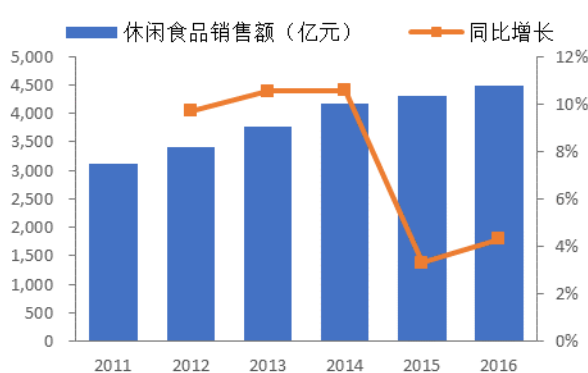
果巧克力、甜饼零食棒与水果零食、冰淇淋和冷冻甜品、咸味零食五类的加总，其中烘焙食品剔除了面包）销量保持增长，从 1354 万吨增长至 1619 万吨，CAGR 为 3.6%，其中 15、16 年受宏观经济增长放缓影响，休闲食品作为一种可选消费的增速放缓。但随着 GDP 增速趋于平稳加之民间消费能力的增强，休闲食品的增速逐步回升。行业规模从 3109 亿元增至 4493 亿元，CAGR 达到 7.7%。销售额的历年增速均高于销量增速，休闲食品的单价不断提升，表现出量价齐升的趋势。受益千禧一代消费能力的兑现及经济稳定在新常态，预计未来五年休闲食品的销售增速将维持在 10% 左右。

图 39: 休闲食品行业销量达 1619 万吨



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 40: 休闲食品行业年销售额近 4500 亿元



数据来源：东北证券，Euromonitor

随着我国休闲食品行业规模扩大，品类增加，消费群体逐渐细分，传统的几种零食适用所有消费者的局面被打破。目前我国的休闲食品消费者可以分为三类，其中包含了千禧一代的中青年是主要的消费群体。他们是时代转折点上的一代人，消费能力和消费习惯的改变使他们更追求品牌，重视健康、包装和便利，而对价格敏感度下降，这恰恰有利于新品与高端品种的推广，推动了休闲食品行业的变革。

表 3: 休闲食品消费群体细分

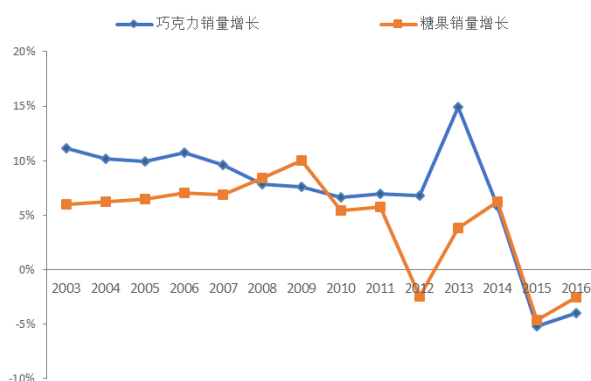
| 人群 | 类型 | 特点 | 消费能力 | 典型产品 |
|-----------|-------|----------------------------------|--------------------|---------|
| 青少年 儿童 | 主观意愿型 | 消费冲动性强，对新奇刺激性的休闲食品有强烈兴趣 | 部分转移父母购买力 | 糖果、巧克力 |
| 中青年 | 品牌型 | 讲究品牌，在意包装的精致和携带的便利性，对价格不敏感，健康要求高 | 具备极强的购买力，中青年女性消费更多 | 坚果、猴菇饼干 |
| 老年人 | 传统型 | 口味单一，形式上使用，有特殊的营养需求 | 具备较强的购买力 | 烘焙蛋糕、酥饼 |

数据来源：东北证券

3.2. 进口类休闲食品增速快于传统类

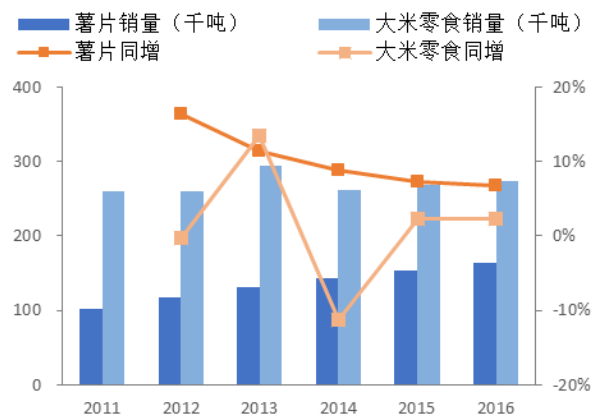
类似日本的 60、70 一代，我国的千禧一代由于成长环境类似同样乐于尝新，对进口类西式产品的偏好高于传统产品。在糖果巧克力中，2003 年以来西式的巧克力（CAGR 为 6.9%）在大部分时期内增速均高于更传统的糖果（CAGR 为 4.4%）。而在膨化食品中，西式的薯片（CAGR 为 10.1%）的增长也一直高于传统的大米零食（CAGR 为 1%）。

图 41: 巧克力增长高于糖果



数据来源: 东北证券, Euromonitor

图 42: 薯片销量高于大米零食



数据来源: 东北证券, Euromonitor

受益于千禧一代对西式休闲食品的青睐, 大量外资品牌进入中国大陆市场。其中包括乐事薯片、费列罗巧克力球、阿尔卑斯奶糖、箭牌口香糖、奥利奥夹心饼干等知名大单品。这些产品弥补了传统中式休闲食品如蜜饯、酥饼等的空白市场, 引入了更多的口味、风格, 受到高度具备新奇性的千禧一代的追捧。

表 4: 大量海外休闲食品品牌进入中国大陆市场

| 类型 | 品牌 | 简介 |
|-----|--------------------|---|
| 薯片 | 乐事 Lay's | 乐事属百事投资有限公司, 创始于 1932 年, 源自美国的经典薯片品牌, 1965 年起成为百事旗下产品。 |
| | 品客 Pringles | Pringles 品客属于益海嘉里家乐氏食品有限公司, 薯片十大品牌。1970 年宝洁公司出品, 现为家乐氏 (全球第一大谷类早餐制造商) 旗下产品。 |
| | 薯愿 | 薯愿属好丽友, 好丽友始于 1956 年, 韩国四大食品公司之一, 亚洲领先的派类、蛋糕类和口香糖类产品生产企业。 |
| 坚果 | 绅士 Planters | 绅士属于卡夫旗下品牌, 卡夫是全球第二大的食品公司。 |
| | Kirkland Signature | Kirkland Signature 是全美销量第一的健康品牌, 在北美众多的保健品品牌中备受关注, 拥有极佳的口碑。 |
| | 佰斯纳特 | 香港佰斯纳特是全球坚果供应商, 国内分公司及办事处已达 50 多家, 高端商超合作客户达五百多家。 |
| 巧克力 | 费列罗 | 费列罗是意大利费列罗集团旗下的产品, 公司成立于 1946 年, 其集团是全球第四大巧克力制造商。 |
| | 好时 | 北美地区最大的巧克力及巧克力类糖果制造商。 |
| | 明治 | 明治制果株式会社是日本一家集巧克力、糖果、健康食品、药品的综合制造销售会社, 年销售额达 4000 亿日元 (约 250 亿元人民币)。 |
| 糖果 | 阿尔卑斯 | 1984 年诞生于意大利, 全球糖果行业领导品牌, 全球较大的糖果生产企业, 专业从事各种糖果和胶姆糖的生产与销售。 |
| | 箭牌 | 箭牌是始创于 1911 年的私营家族企业玛氏公司的一个子公司, 产销口香糖、薄荷糖、硬糖、软糖以及棒棒糖等产品。 |
| | 徐福记 | 1976 年创于台湾, 中式糖果领先品牌。专注于生产经营糖果、糕点、沙琪玛、巧克力、果冻布丁等甜点休闲食品的大型企业, 2011 |

| | | |
|----|------|---|
| | | 年成为雀巢旗下品牌。 |
| | 格力高 | 日本江崎格力高株式会社始创于 1921 年，在日本以生产休闲食品、冷饮、加工食品、健康食品为中心，另在东南亚设有泰国格力高、在欧洲和达能合资有法国格力高、在美国国内设有 Glico USA。 |
| 饼干 | 奥利奥 | 奥利奥诞生于 1912 年，一上市便迅速成为美国最畅销的夹心饼干，是卡夫食品的大单品，全球巧克力味夹心饼干的代名词。 |
| | 丹麦蓝罐 | 丹麦蓝罐曲奇是丹麦凯尔森集团旗下品牌，创于 1933 年，至今已有超过 80 年的历史。上世纪 80 年代初正式进入中国，在国内销售不断攀升，逐渐成为送礼的选择。 |

数据来源：东北证券

3.3. 打造爆款单品还需“内外兼修”

千禧一代是兼顾品质与外观的一代人，除对食品口感与材质提出高要求外，还需要产品有精美的包装和追逐潮流的设计。费列罗巧克力球由于其独特的球形设计和选用的高档材质，在众多巧克力品牌中脱颖而出，07-16 年费列罗在中国的销售额 CAGR 高达 20%，市占率从 8% 提高至 18%，跃居中国巧克力市场的第二位，同期市占率增长高出玛氏和雀巢两大巧克力巨头。

我们注意到，千禧一代还格外钟意可爱、萌这类卡通元素风格，2016 年 8 月上市的百草味抱抱果，就凭借其可爱的包装与新颖的口味，一个月销售额突破 1100 万，销量超 40 万件，一时间成为爆款单品。

图 43: 千禧一代偏好精美包装



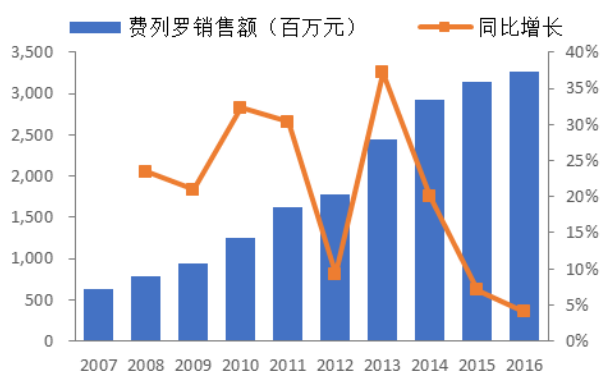
数据来源：东北证券

图 44: 千禧一代喜爱可爱、萌的风格



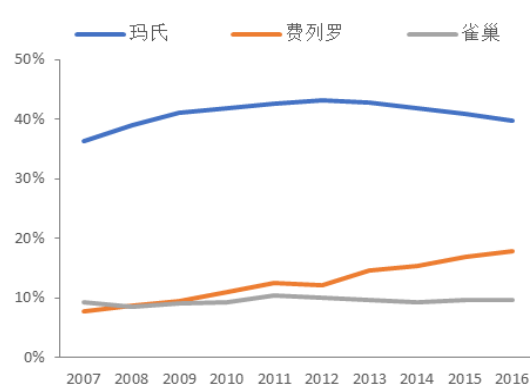
数据来源：东北证券

图 45: 费列罗在中国销售额迅速增长



数据来源: 东北证券, Euromonitor

图 46: 费列罗在我国巧克力市场占有率超越雀巢

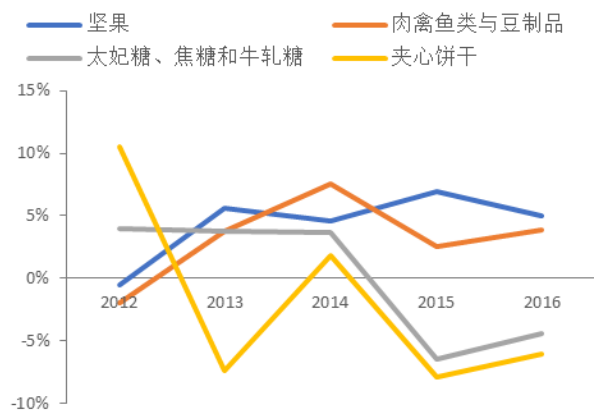


数据来源: 东北证券, Euromonitor

根据马斯洛需求层次理论，千禧一代由于生活富足，在满足了基础的生理需求后会寻求更高层次的健康诉求，低热量、低脂肪、低糖的休闲食品逐渐成为主流，高负荷食品面临被淘汰的风险。

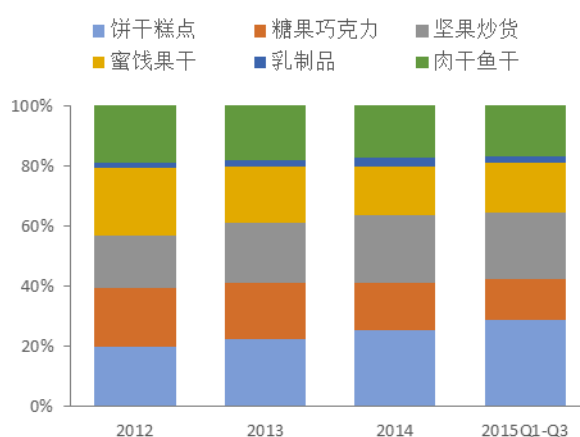
来自欧睿的数据显示，2015 年以来坚果、肉制品与豆制品等健康型休闲食品的增长明显高于软糖、夹心饼干等高热量品类。而根据 CBNDData 对淘宝终端的调查，2012 年以来糖果巧克力和蜜饯果干两类的销售占比有所下降，坚果炒货和饼干糕点的占比上升，显示高糖分食品正被取代，消费者的饮食习惯向健康化转移。

图 47: 健康类休闲食品增长更快



数据来源: 东北证券, Euromonitor

图 48: 健康休闲食品在网购端占比提升



数据来源: 东北证券, CBNDData

3.4. 渠道端：连锁店与电商受益

我国的休闲食品零售行业主要有四种模式：个体经营、超市卖场、连锁店与电商模式。千禧一代与之前的消费者相比，追求方便快捷的购物体验。相比于传统的个体经营与超市卖场，连锁店模式通常有多种产品备选，且装修与服务更专业，给予消费者一站式服务的良好体验。同时千禧一代是伴随着互联网成长的一代，偏好网购的便利性，而网购的反馈机制往往也能给予更好的用户体验。连锁店与电商成为当下最受益的休闲食品销售渠道。

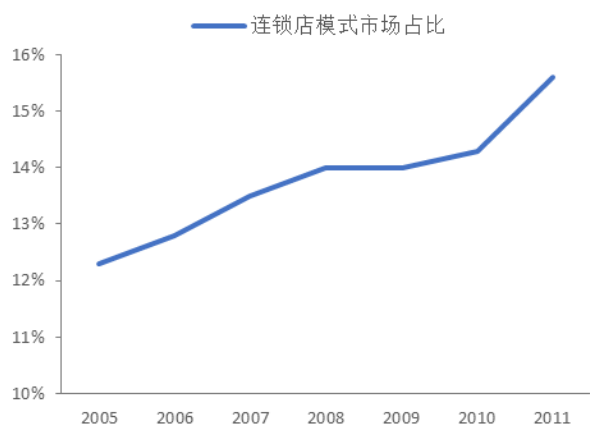
表 5: 千禧一代偏好连锁店与电商模式

| 模式 | 销售渠道 | 特点 | 发展趋势 | 代表企业 | 代表消费群体 |
|------|------------|--|----------|--------------|-------------|
| 个体经营 | 个体门店 | 无品牌、无包装，产品质量、卫生状况无保障 | 逐步被淘汰 | 小作坊 | 下线城市与农村 |
| 超市卖场 | 大卖场、超市及便利店 | 销售渠道广泛，规模较大，对终端掌控较弱，难以树立休闲食品品牌 | 常规模式 | 洽洽、盐津铺子、徐福记 | 上线城市 |
| 连锁店 | 连锁专卖店 | 统一品牌和管理，产品线丰富，销售渠道网络遍布各地。一站式的消费体验良好，有利于树立品牌形象。 | 主要模式 | 来伊份、良品铺子、桂发祥 | 上线城市中青年白领 |
| 电商 | 电商平台 | 方便、快捷、价格较低，可接收到其他买家的反馈 | 快速发展的新模式 | 三只松鼠、百草味 | 伴随互联网发展的中青年 |

数据来源：东北证券，

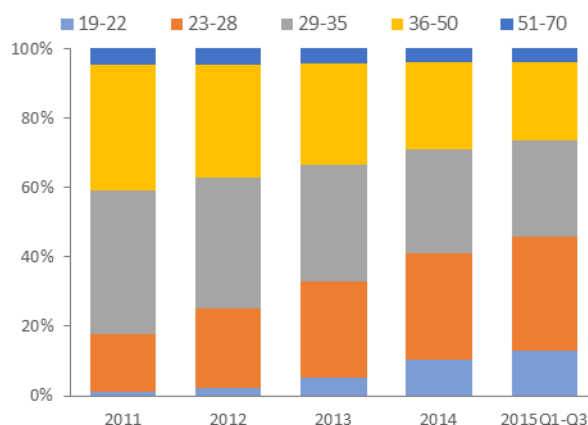
2005-2011 年连锁店模式的市场占比从 12.3% 增至 15.6%，培育出以来伊份、良品铺子、周黑鸭、盐津铺子为代表的一批优秀休闲食品连锁企业。

图 49：连锁店模式占比上升



数据来源：东北证券，来伊份招股说明书

图 50：千禧一代是休闲零食网购主力



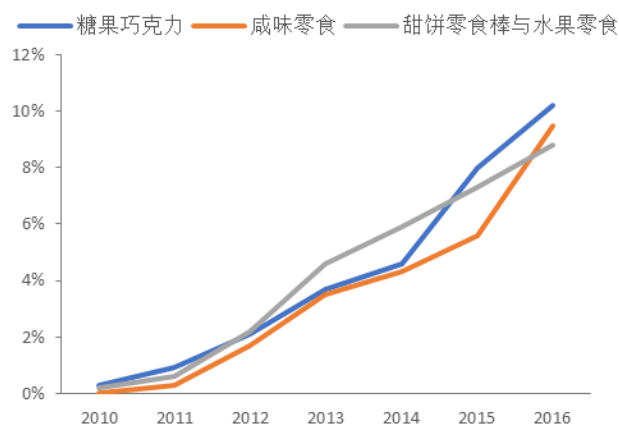
数据来源：东北证券，CBNDData

2011-2015 年间 19-28 岁的消费者网购休闲食品的占比大幅上升，至 2015 年 Q1-Q3 已超过 40%。伴随着互联网成长的千禧一代已成为网购休闲食品的主力军。

根据欧睿，除去短保且不易运输的烘焙食品、冰淇淋和冷冻甜品两个品类后，电商模式在糖果巧克力、咸味零食、甜饼零食棒与水果零食中的销售占比从 2010 年开始均出现快速上升，目前增至 10% 左右。

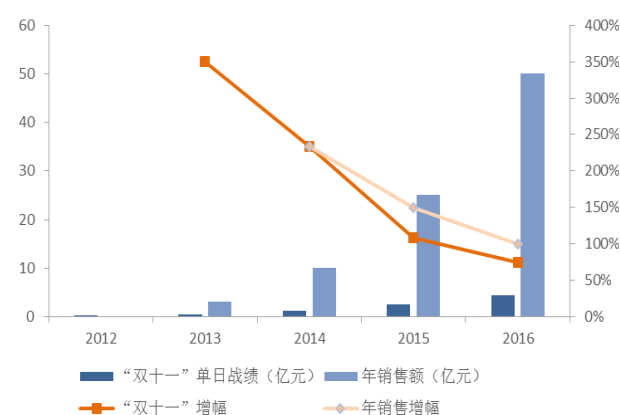
电商模式由于方便、价格较低的优势快速普及，孕育出了如三只松鼠这样飞速发展的纯电商休闲食品企业。三只松鼠创立于 2012 年，其双十一销售额从 2012 年的 800 万元猛增至 2016 年的 4.35 亿元，年销售额从 13 年的 3 亿增至 16 年的超过 50 亿元。之前电商模式的快速发展主要受益于 PC 端的用户，而随着移动端的快速发展，电商模式的高速增长有望持续。

图 51: 电商模式占比上升



数据来源: 东北证券, Euromonitor

图 52: 三只松鼠销售额爆发式增长

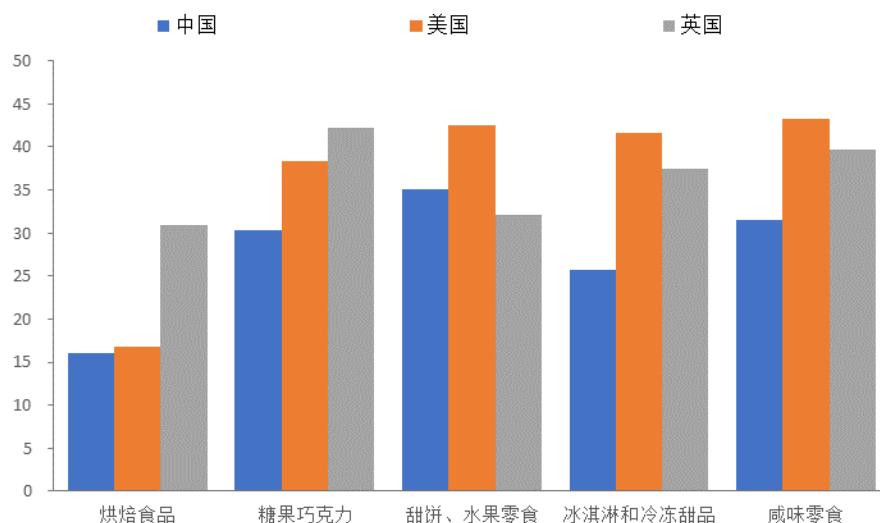


数据来源: 东北证券, 公司官网

3.5. 行业集中度加速提升

千禧一代重视品牌, 传统小作坊式的休闲食品加工企业逐渐面临被淘汰的风险。目前我国休闲食品市场的品牌集中度 (CR10) 较英美仍具备一定的提升空间。随着休闲食品行业逐渐成熟, 大量小作坊与中小企业的市场份额将被大品牌挤压, 我国的集中度有望进一步提升, CR10 达到接近英美 40% 的水平, 品牌企业的增长空间大。

图 53: 中国休闲食品市场集中度还有提升空间



数据来源: 东北证券, Euromonitor

4. 我国市场主要公司介绍

4.1. 海外品牌在中国

4.1.1. 亿滋国际 (Mondelez International)

亿滋国际前身为美国第一、全球第二大的食品公司——卡夫食品。卡夫于 2012 年分拆为两家的独立上市公司, 面向北美市场的仍沿用卡夫的原名, 另一家面向全球市场的公司则更名为亿滋国际。公司是世界知名的巧克力、饼干、糖果、咖啡及固体饮料食品商, 旗下拥有多个年收益 10 亿美元的明星品牌。在中国的甜饼干、零

食棒以及水果零食领域处于领先地位，2015 年在中国市场的份额占到 15%。

图 54: 亿滋国际在中国甜饼干市场占有率 15%



数据来源：东北证券，Euromonitor

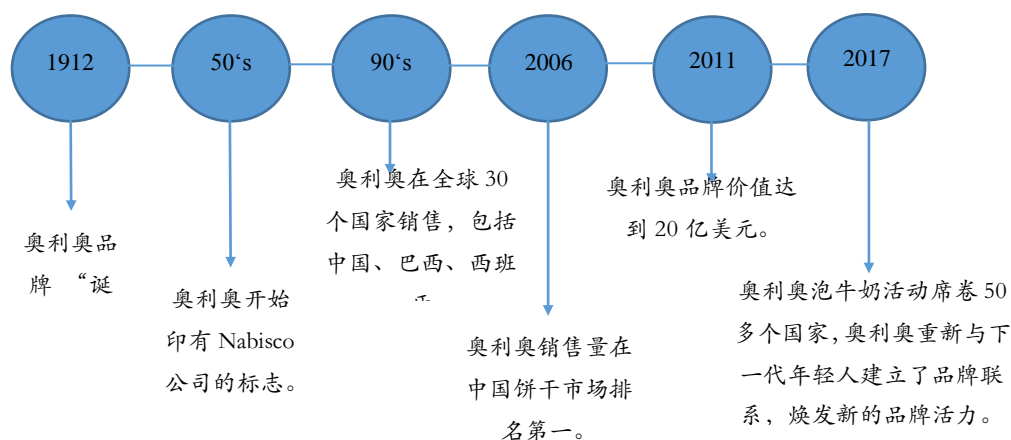
图 55: 公司涵盖诸多知名品牌



数据来源：东北证券

公司的标志性品牌是奥利奥，到 21 世纪已成为世界上最受欢迎和最畅销的饼干品牌之一。90 年代，奥利奥被引入中国。2016 年，奥利奥饼干年销售收入达 20 亿美元，销售区域扩大到 100 多个国家。

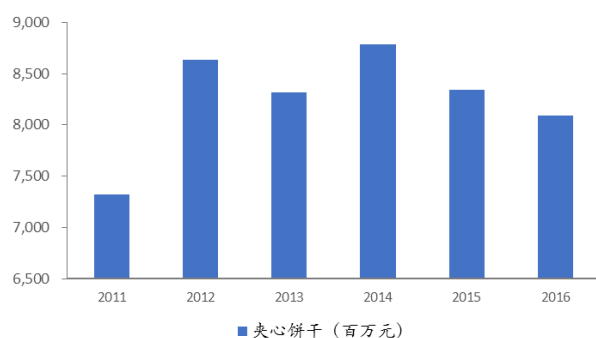
图 56: 奥利奥品牌发展历程



数据来源：东北证券，亿滋国际

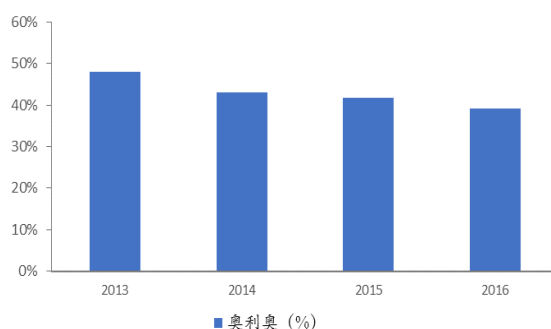
为了更有针对性地满足中国消费者的需求，在全球销售平台的基础上，奥利奥被重新设计并不断推出新产品。从产品的形态上看，有夹心饼干、威化、巧脆卷；从产品规格上看，有 150g、450g、单包装、三片装、迷你装；从产品的口味上看，有奶油夹心、抹茶夹心、生日蛋糕口味、冰淇淋口味、缤纷双果口味等，中国已经成为了奥利奥的除美国之外第二大市场。近年来，由于消费者更加注重健康饮食，夹心饼干市场出现了一定萎缩，奥利奥在中国市场占有率 40%，销售额 30 亿元。

图 57: 中国夹心饼干销售额



数据来源: 东北证券, Euromonitor

图 58: 奥利奥的中国夹心饼干市场占有率



数据来源: 东北证券, Euromonitor

“belVita 焙朗早餐饼”则是亿滋国际引以为傲的另一项创新产品,它帮助公司在全球范围引领了营养早餐饼新潮流。焙朗早餐饼具有高标准的营养组成,精选五种谷物,并加入水果和坚果颗粒,含有膳食纤维、维生素 A、维生素 B2 和钙。1998 年焙朗饼干诞生,到 2014 年,焙朗早餐饼系列产品已有超过 20 个品种,品牌价值达到 6 亿美元。2015 年,焙朗产生约 5.5 亿美元的收入,增速 20%。公司现有约 34% 的营收来源于此类健康产品。到 2020 年,该比例将提升至 50%。

表 6: 贝朗饼干产品

| 序号 | 类别 | 代表产品 |
|----|-----------|--|
| 1 | 国内早餐饼 |  |
| 2 | 未在国内上市的产品 |  |

数据来源: 东北证券, 公司官网

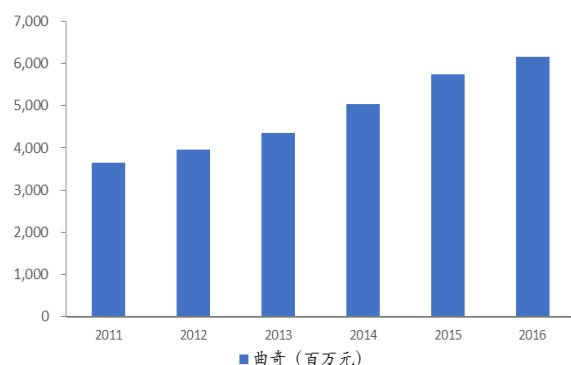
消费者调研显示,中国是全球最大的早餐市场之一,到 2017 年,中国早餐市场的整体规模将超过 1595 亿元(约合 250 亿美元),越来越多的中国家庭也开始倾向于选择更便捷的早餐食物。2015 年 10 月亿滋宣布将焙朗早餐饼正式引入中国市场。作为零食领域的市场领导者,这是亿滋为响应中国消费者对健康,营养均衡的早餐

需求而迈出的重要一步。亿滋此次在中国推出的培朗早餐饼共有三种口味和 50 克、150 克、300 克三种规格，卖场零售价分别为 3.5 元、9.5 元、16.5 元，在进入家乐福、沃尔玛等大卖场便利店的同时，也在天猫、京东等电商渠道同步进行销售。

4.1.2. 皇冠丹麦曲奇

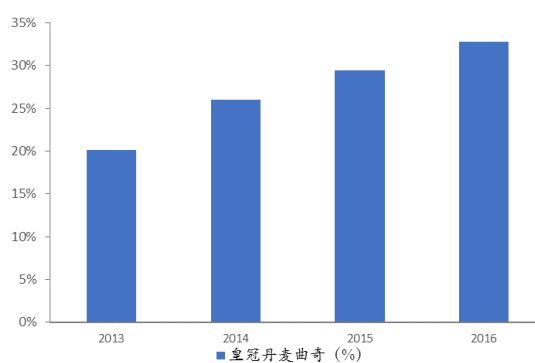
Danisa Butter Cookies（皇冠丹麦曲奇）由丹麦丹尼诗特色食品有限公司（Danish Speciality Foods ApS）与 MAYORA 集团合作出品，产品销往世界上 100 多个国家和地区。自上世纪皇冠丹麦曲奇进入中国之后，受到了消费者的欢迎，2009 年以来，皇冠丹麦曲奇已连续四年获得由《FMCG 快速消费品》杂志评选的“上海市快速消费品年度畅销金品”的称号。在中国曲奇销售额一路攀升的情况下，皇冠丹麦曲奇的市场占有率也逐步增加。至 2016 年，皇冠丹麦曲奇在中国曲奇市场已经占有约 33% 的市场份额，成为国内曲奇消费市场中的最大品牌。

图 59：中国曲奇销售额



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 60：皇冠丹麦曲奇的中国曲奇市场占有率



数据来源：东北证券，Euromonitor

4.1.3. 绅士牌坚果

美国绅士牌（planters）坚果拥有 110 年历史，2000 年被卡夫食品收购，畅销全球 73 个国家。2016 年公司以 9.97 亿美元的销售额牢牢占据美国零食坚果和种子市场第一的位置，市场份额近 25%。

2016 年 7 月，绅士牌借助电商渠道正式登陆中国，陆续在京东、天猫、唯品会、贝贝网等电商平台上架销售。公司关注到中国坚果市场中一些未被充分满足的消费者需求，比如无壳、罐装、多口味、高品质等，本次引进国内市场的所有产品也 100% 为美国原罐进口，确保了产品的原汁原味。公司的无壳纯果仁采用高端密封罐装，具备更好的密封和保鲜性，为中国消费者带来了更好的消费体验。

图 61: 绅士牌将天猫直播作为核心品牌营销方式



数据来源：东北证券

美国绅士的营销推广也十分独具新意，与年轻人的“娱乐至上”“萌萌哒”个性特征相匹配，该品牌形象代表是一个坚果绅士，生动趣萌，完美体现美国绅士坚果与时俱进、精益求精的顶级品质。品牌宣传上，绅士牌并没有采取诸如电视广告、冠名当红真人秀这类的传统思路，而是一上阵即采用最前沿的直播形式，以天猫直播为平台，并更一举签下当红人气偶像张艺兴成为品牌代言人，有效利用了坚果类产品自带的电商属性。

4.2. 本土品牌大发展

4.2.1. 来伊份

来伊份 1999 年成立于上海，是一家经营自主品牌的休闲食品连锁经营企业，在国内同行业中，来伊份的销售规模和拥有门店数量处于领先地位，2015 年收入、利润分别为 31.27 亿元、1.32 亿元，直营门店 2125 家。公司目前经营的产品包括炒货、肉制品、蜜饯等九大类，总计 900 余种，形成了直营门店、加盟门店、经销商、团购、移动 APP 等全渠道终端网络，其中直营连锁是公司最主要的经营模式。

表 7: 直营门店集中在上海江苏地区

| 地区 | 2013 | 2014 | 2015 | 1H2016 |
|----|------|------|------|--------|
| 上海 | 997 | 1019 | 1037 | 1043 |
| 江苏 | 627 | 639 | 654 | 656 |
| 浙江 | 272 | 254 | 210 | 190 |
| 安徽 | 123 | 125 | 121 | 121 |
| 北京 | 120 | 90 | 76 | 78 |
| 山东 | 43 | 51 | 27 | 23 |
| 合计 | 2182 | 2178 | 2125 | 2111 |

数据来源：东北证券，招股说明书

公司产品在江浙沪地区具有较高的知名度和市场影响力，收入也基本来源于江浙沪，江浙沪市场收入占公司总收入的比重由 2012 年的 89.33% 逐步提升到 1H2016 的 95.25%，而其中又以上海和江苏地区的营业状况尤为突出。截至 2016 年 6 月末，上海拥有 1043 家门店，占到公司总共 2111 家门店数量的近一半，江苏次之，拥有门店 656 家。收入方面，上海 1H2016 收入占总收入 62.76%，江苏市场占 28.56%。

表 8: 盈利预测与估值

| 财务摘要 (百万元) | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 2858 | 3127 | 3342 | 3575 | 3849 |
| (+/-)% | 3.93% | 9.43% | 6.86% | 6.97% | 7.66% |
| 归属母公司净利润 | 136 | 132 | 139 | 158 | 184 |
| (+/-)% | 38.72% | -3.07% | 5.97% | 13.63% | 16.36% |
| 每股收益 (元) | 0.75 | 0.73 | 0.58 | 0.66 | 0.77 |
| 市盈率 | 54.32 | 55.81 | 70.24 | 61.73 | 52.91 |
| 总股本 (百万股) | 180 | 180 | 240 | 240 | 240 |

数据来源：东北证券，Wind

4.2.2. 好想你

百草味总部位于杭州，主要从事休闲食品加工行业。2003 年第一家百草味线下店铺创立，2010 年正式入驻淘宝商城，至 2015 年底已经发展成纯互联网休闲零食品牌。百草味的产品主打健康，并以个性化的设计使大量 90 后群体成为其忠实的消费群体，公司在 8 月推出的“抱抱果”系列产品仅用 18 天就达到 1000 万销售额，销量超过 30 万盒，10 月推出另一款 IP 爆款单品“仁仁果”。

2016 年好想你斥资 9.6 亿元收购百草味，并于 8 月正式并表。百草味的出现改变了好想你过去完全依靠红枣类产品的业务结构，各类新品更能迎合年轻人的需求。更重要的是，百草味为好想你带来了宝贵的线上渠道，作为休闲零食电商第二大品牌，百草味线上与好想你线下优势的整合值得期待。

表 9: 盈利预测与估值

| 财务摘要 (百万元) | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|---------|----------|----------|---------|--------|
| 营业收入 | 973 | 1113 | 2321 | 5021 | 6634 |
| (+/-)% | 7.15% | 14.40% | 108.49% | 116.38% | 32.12% |
| 归属母公司净利润 | 54 | -3 | 32 | 114 | 168 |
| (+/-)% | -47.37% | -106.02% | 1082.70% | 259.32% | 47.26% |
| 每股收益 (元) | 0.36 | -0.02 | 0.12 | 0.44 | 0.65 |
| 市盈率 | 76.39 | - | 229.17 | 62.50 | 42.31 |
| 市净率 | 6.86 | 6.95 | 3.02 | 2.91 | 2.77 |
| 净资产收益率(%) | 3.84% | -0.23% | 1.00% | 3.46% | 4.85% |
| 股息收益率(%) | 0.54% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 总股本 (百万股) | 148 | 148 | 258 | 258 | 258 |

数据来源：东北证券，Wind

4.2.3. 洽洽食品

公司总部位于安徽合肥，专业从事坚果炒货食品的生产和销售，产品种类齐全，品质优良，目前主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等为代表的高档坚果产品。公司自成立以来很快成为坚果炒货行业的龙头企业，2006-2008 年，洽洽品牌连续位居中国食品工业协会坚果炒货专业委员会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。

2017 年公司电商渠道收入 1.9 亿元，以撞果仁和每日果仁为代表的坚果类收入 1.08 亿元，线下渠道山核桃、焦糖味瓜子实现收入近 2 亿元收入。线上收入略低于预期，随着 2017 年电商仓库、分拣配送中心和发货平台投入使用，电商板块的发展速度有望加快

表 10: 盈利预测与估值

| 财务摘要 (百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 3311 | 3513 | 3899 | 4378 | 4996 |
| (+/-)% | 6.36% | 6.09% | 11.00% | 12.28% | 14.10% |
| 归属母公司净利润 | 365 | 359 | 408 | 466 | 522 |
| (+/-)% | 24.94% | -1.68% | 13.57% | 14.20% | 12.16% |
| 每股收益 (元) | 0.72 | 0.70 | 0.80 | 0.92 | 1.03 |
| 市盈率 | 22.97 | 23.63 | 20.68 | 17.98 | 16.06 |
| 市净率 | 2.94 | 2.84 | 2.53 | 2.33 | 2.31 |
| 净资产收益率(%) | 12.75% | 11.99% | 12.64% | 13.42% | 14.60% |
| 总股本 (百万股) | 507 | 507 | 507 | 507 | 507 |

数据来源：东北证券，Wind

4.2.4. 盐津铺子

公司专业从事小品类休闲食品的研发、生产和销售，主要产品为“盐津铺子”品牌的休闲食品，包括休闲豆制品、凉果蜜饯、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品五大类近百种产品。公司 2016 Q4 实现营收 1.93 亿，同比增长 25.32%，系核心产品“31° 鲜”鱼豆腐系列新品表现亮眼收入突破 1.49 亿元，销售占比超 20%，实现净利润 498.66 万元，同比增长 82%。

2017 年公司将重点开发热带果干系列产品，强化差异化竞争，另外将继续开发其他新品如：迷你小烤肠、牛肉干、牛板筋、鸭肉等肉制品，拉丝面包、长崎蛋糕、钢带面包等糕点制品，蒸鱼丸、蒸鱼卷等鱼糜制品。渠道方面讲进一步整个渠道，对全国经销商进行统一管理，同时深耕华南市场、务实华中市场，拓展华西、华北、加大直营系统开发力度。

表 11: 盈利预测与估值

| 财务摘要 (百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 584 | 683 | 836 | 1,013 | 1,239 |
| (+/-)% | 14.36% | 17.09% | 22.34% | 21.17% | 22.31% |
| 归属母公司净利润 | 65 | 86 | 109 | 137 | 169 |
| (+/-)% | 35.36% | 30.89% | 26.68% | 26.14% | 23.13% |
| 每股收益 (元) | 0.70 | 0.92 | 0.70 | 0.88 | 1.09 |
| 市盈率 | 70.46 | 53.83 | 70.82 | 56.15 | 45.60 |
| 市净率 | 18.52 | 15.14 | 17.30 | 13.23 | 10.25 |
| 净资产收益率(%) | 26.29% | 28.12% | 24.43% | 23.56% | 22.48% |
| 股息收益率(%) | 0.00% | 1.05% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 总股本 (百万股) | 93 | 93 | 124 | 124 | 124 |

数据来源：东北证券，Wind

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

陈鹏: 武汉大学金融学硕士, 3年证券研究经验, 食品饮料行业分析师。

齐欢: 上海交通大学金融硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

| | | |
|----------------------|------|------------------------------------|
| 股票 投资 评级 说明 | 买入 | 未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。 |
| | 增持 | 未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。 |
| | 中性 | 未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。 |
| | 减持 | 在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。 |
| 行业 投资 评级 说明 | 优于大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。 |
| | 同步大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。 |
| | 落后大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。 |

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市

自由大路1138号
 邮编: 130021
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国上海市浦东新区

源深路305号
 邮编: 200135
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监李航
 电话: (010) 63210896
 手机: 136-5103-5643
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监袁颖
 电话: (021)20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn