

世代新消费系列之四：布局网红经济下的休闲食品投资机会

分析师：陈龙

执业证书编号：S0740519040002

Email: chenlong@r.qlzq.com.cn

分析师：徐驰

执业证书编号：S0740519080003

Email: xuchi@r.qlzq.com.cn

研究助理：张文宇

Email: zhangwy@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

- “世代新消费”是我们 2020 年推荐的投资主线之一。我们认为，2020 年或是消费形态加速变化的拐点。“新冠疫情”加速了“线上生活”在社会居民生活中的普及；消费渠道的升级与变革培育了新世代的消费习惯，电商、直播带货等新的消费形态或更加成为主流。消费结构朝着健康、娱乐等服务消费的转变方向加速演变。

1) 以直播带货、社交零售等为代表的“新消费”，及供应链整合、渠道营销创新能力强的消费品公司，中长期的投资机遇或不容忽视；

2) 符合新世代人群消费特征，契合直播带货等新消费业态中，“低毛利、高周转”的消费品类或受新消费模式推广而有明显需求增长，如：云游戏等线上泛娱乐消费、休闲食品、美妆及小家电。

- 1、宏观视角：休闲食品符合“新世代人群”便捷化、健康化的消费特征

随着我国宏观经济高速增长以及新一代信息技术的普及，放大了年轻世代的消费行为更加追求便捷、高效的变化，催生了新消费的兴起。消费升级趋势下，主食消费量减少，满足味觉快感却又不产生饱腹感的休闲零食受到青睐，我国休闲食品人均消费额及人均消费量都远远低于海外水平。享受互联网电商“便捷红利”的新世代人群作为休闲食品的消费主力人群，后疫情时代，线上消费习惯驱动休闲食品消费向各年龄层次渗透。我们认为，中长期健康化的消费趋势保持不变，休闲食品以电商为渠道的消费布局较早，或充分享受后疫情时代线上经济的持续景气。

- 2、行业视角：品牌效应凸显，各子行业龙头企业初现

中国休闲食品销售额达到 1.03 万亿元，2013-2018 年年复合增速超过 10%。休闲食品行业整体来看市场化程度高，产品同质化，行业整体毛利率较低。但是，部分优质休闲食品企业通过利用其在品牌、研发、规模化采购、销售渠道等方面的优势，降低采购成本，提升管理效率，发展中高端产品，以不断提高利润水平和行业竞争力。其中卤制品、坚果类及烘焙食品为发展较快子行业，烘焙食品市场规模增长潜力大，中长期受益健康化趋势。

- 3、休闲食品迎“新消费”风口，多元销售渠道逐渐走向融合发展

休闲食品行业整体来看集中度较低，地域口味差异及获客成本较高影响供应链整合效率，其中线上集中度高于线下，线上龙头地位稳固。我们认为，2020 年是新兴消费业态加速变革的拐点之年，伴随网红经济、直播带货及淘宝 C2M 模式的崛起，大企业规模效应不断凸显，未来休闲食品线上龙头市占率将进一步提升。

2020 年以直播带货为渠道的消费模式迎爆发式增长，这种模式更适应于“高周转、低净利”的线上休闲食品龙头而非“低周转、高净率”的线下休闲食品龙头。从网红经济崛起的背后来看，品牌企业为了刺激最大

销量的上升，必然面临背后供应链的压缩及周转率的提高。在新消费的风口，休闲食品龙头企业或朝着多元渠道的融合发展。中长期来看，线上线下结合的全渠道将是休闲食品行业经营模式的发展方向，但后疫情时代线上企业在布局线下时具备明显优势。

■ 4、收入分化的背景下，休闲食品龙头企业或率先享受需求回补

2015-18 年休闲食品的高增长背后受益于整体居民的消费升级，而 2018 年以来居民整体收入放缓及不同收入群体收入增速加大，休闲食品的行业仍能保持 15% 左右的销售增速，这背后以 95 后及 00 后的新世代或成为消费增长的引领，围绕“网红经济”、“社交营销”等新消费贡献不可低估。存量经济分化加大龙头品牌市场份额提升，疫情后休闲食品龙头企业强者恒强的效应会更加明显，线上线下融合的趋势或会加速。

■ 5、投资建议

存量经济分化加大龙头品牌市场份额提升，龙头企业受益于集中度提升逻辑或率先享受需求回补。

1) 拥有全国性品牌及渠道下沉优势，特别是其产品线中拥有积淀的线下产品的休闲食品消费品龙头；

2) 迎合新消费风口，关注高景气度的线上渠道根基深厚的中高端消费品龙头。

■ 风险提示：食品安全风险暴露，国内经济超预期下行。

内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
一、宏观视角：休闲食品符合“新世代人群”便捷化、健康化的消费特征.....	- 6 -
1.1 互联网原住民和疫情新晋网购群体的发力，电商渗透率或有进一步提高 ..	- 6 -
1.2 “宅经济”推升休闲食品供给端或更加注重品牌营销	- 8 -
1.3 与国外相比，休闲食品行业人均消费量提升空间较大	- 9 -
二、行业视角：品牌效应凸显，各子行业龙头企业初现.....	- 10 -
2.1 休闲食品的行业复合增速超 10%，龙头集中度提高	- 10 -
2.2 卤制品、坚果类及烘焙食品符合新世代人群消费偏好	- 11 -
2.2.1 卤制品是休闲行业中增长最快的板块，连锁化率低，竞争格局分散.....	- 12 -
2.2.2 坚果行业平均增速超 10%，但人均消费量提升空间巨大.....	- 14 -
2.2.3 烘焙食品市场规模增长潜力大，中长期受益健康化趋势.....	- 16 -
三、休闲食品迎“新消费”风口，多元销售渠道逐渐走向融合发展.....	- 17 -
3.1 品牌集中度相对较低，产品线扩张的难度较大	- 17 -
3.2 休闲食品线上集中度高于线下，线上龙头地位稳固	- 18 -
3.3 “新消费”风口下，休闲食品多元销售渠道逐渐走向融合发展.....	- 19 -
四、收入分化的背景下，休闲食品龙头企业或率先享受需求回补.....	- 23 -
4.1 2015-18 年消费升级驱动休闲食品行业营收高增长	- 23 -
4.2 收入分化下，龙头企业高端品发力支撑业绩	- 24 -
五、投资建议：把握休闲食品龙头企业线上扩张发展机遇.....	- 26 -
风险提示：	- 27 -

图表目录

图表 1: 中国不同世代人群的消费特征.....	- 7 -
图表 2: 2019 我国休闲食品销售渠道占比.....	- 8 -
图表 3: 2015-19 年电商渗透率从 3%提高至 12%.....	- 8 -
图表 4: 2014-19 年电商双十一成交额及增速.....	- 9 -
图表 5: 2018-19 年京东平台休闲食品销售额高达 40 亿元.....	- 9 -
图表 6: 2019 年各国休闲零食人均消费额 (单位: 元).....	- 10 -
图表 7: 2019 年各国休闲零食人均消费量 (单位: 千克).....	- 10 -
图表 8: 2012-2018 年中国休闲食品行业市场规模及同比增速.....	- 11 -
图表 9: 不同产品类别的中国休闲食品行业零售规模 (十亿元).....	- 11 -
图表 10: 卤制品行业市场规模及增速.....	- 12 -
图表 11: 卤制品行业格局及各品牌市场份额 (%).....	- 12 -
图表 12: 消费者咸鲜、麻辣餐饮口味偏好为卤制品打开市场奠定消费基础.....	- 14 -
图表 13: 消费偏好向享受型发展, 休闲卤味美味又不饱腹的特点拓宽了消费场景.....	- 14 -
图表 14: 2010-2019 年中国坚果炒货行业销售规模.....	- 14 -
图表 15: 2014 各主要经济体人均坚果消费量对比 (千克/人/年).....	- 14 -
图表 16: 2018 坚果行业市占率(公司坚果炒货业务营收).....	- 15 -
图表 17: 中国包装型坚果产品占比为 28.3%, 与发达国家包装型占比相比较低.....	- 16 -
图表 18: 2013-2018 我国烘焙行业市场规模.....	- 16 -
图表 19: 中国烘焙市场品牌企业市占率.....	- 16 -
图表 20: 2012-19 年达利食品营收及增速.....	- 17 -
图表 21: 2012-19 年桃李面包营收及增速.....	- 17 -
图表 22: 国内厂商为主的休闲零食品类集中度较低.....	- 18 -
图表 23: 2019 年阿里系平台休闲食品品牌市占率.....	- 19 -
图表 24: 2019 年京东平台休闲食品线上品牌中三只松鼠龙头地位凸显.....	- 19 -
图表 25: 休闲食品主要生产方式有两种: 自主生产和 OEM 代工生产.....	- 20 -
图表 26: 卤制品龙头企业毛利率 30%以上, 线上毛利率低于线下.....	- 20 -
图表 27: 线上龙头表现出明显的高 ROE 及高资产周转率.....	- 21 -
图表 28: 线上休闲食品龙头洽洽食品销售费用率低于线上龙头.....	- 22 -
图表 29: 2018-20 年直播电商行业规模或迎“爆发式”增长.....	- 22 -
图表 30: 2018 年以来休闲食品品类销售量快速抬升.....	- 24 -
图表 31: 2018 年中等收入群体的分化也开始加剧.....	- 25 -
图表 32: 城镇及农村的可支配收入放缓后开始分化.....	- 25 -
图表 33: 2018 年以来休闲食品板块累计超额收益率明显高达 70%.....	- 25 -

图表 34: 把握休闲食品龙头企业线上扩张发展机遇..... - 26 -

卷首语：“世代新消费”是我们 2020 年推荐的投资主线之一。我们认为，2020 年或是消费形态加速变化的拐点。“新冠疫情”加速了“线上生活”在社会居民生活中的普及；同时，2020 年是 5G 手机普及加速及商用化落地的技术“拐点之年”，网络宽带及延迟对信息传输的掣肘被一定程度上消除。消费渠道的升级与变革培育了新世代的消费习惯，电商、直播带货等新的消费形态或更加成为主流。消费结构朝着健康、娱乐等服务消费的转变方向加速演变。

线上经济是疫情冲击下刺激消费“回血”的有效手段，符合新世代人群消费偏好的行业及品类或受益。传承“世代财富”的 95 后—00 后或决定了其所领军的“新消费”将日趋成为中国未来的主流消费模式，满足其成长于互联网红利下更加依赖线上便捷式的多元消费驱动力新兴消费业态的景气。

我们认为：1) 以直播带货、社交零售等为代表的“新消费”，及供应链整合、渠道营销创新能力强的消费品公司，中长期的投资机遇或不容忽视；

2) 符合新世代人群消费特征，契合直播带货等新消费业态中，“低毛利、高周转”的消费品类或受新消费模式推广而有明显需求增长，如：云游戏等线上泛娱乐消费、休闲食品、美妆及小家电。

一、宏观视角：休闲食品符合“新世代人群”便捷化、健康化的消费特征

我们在报告《中国进入第四消费时代了吗？》中通过对中国不同“世代间”财富效应剖析，新世代人群对于线上消费的引导背后是世代财富效应；同时，我们在《世代新消费系列之三：布局消费券下新消费的投资机会》对比日本消费习惯变迁，中国消费趋势在收入分化的背景下，依然不改向着便捷化、健康化的趋势。特别是，本次疫情后各阶层居民对线上消费习惯的培养，加速了诸多品类的市场规模增长，符合“有钱有闲”的新世代消费习惯的“宅经济”、“网红经济”的消费品类或日趋火爆。我们认为，这其中，休闲食品以电商为渠道的消费布局较早，或充分享受后疫情时代线上经济的持续景气。

1.1 互联网原住民和疫情新晋网购群体的发力，电商渗透率或有进一步提高

从新世代人群的消费特征来看：

- 1) 不同个体表现出越来越多样的消费需求，偏向于更加彰显个性、符合自身生活品味的产品；
- 2) 同一个体在不同生活场景或领域的消费需求也存在较大差异，如出行旅游、居家看剧、节日送礼等场景下的消费需求也大相径庭；
- 3) 作为独生子女的一代，家庭结构的变化使得其在工作上，更加追求人性化及扁平化。

此外，在消费文化观念上，在中国宏观经济高速增长的成长背景驱使新世代人群有很强民族自信、文化自信。新一代信息技术的普及，放大了年轻世代的消费行为更加追求便捷、高效的变化，催生了传统消费模式的变革，即新消费的兴起。

图表 1：中国不同世代人群的消费特征

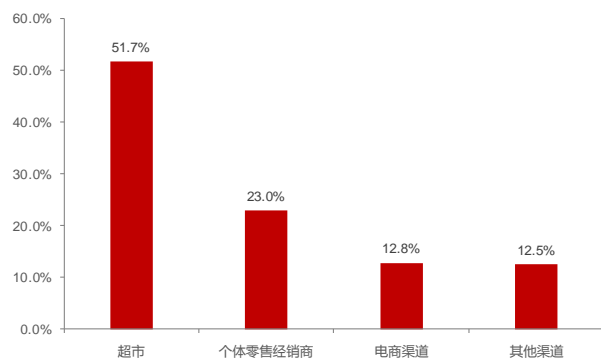
世代	出生阶段	进入社会时间段	GDP增速	经济社会发展背景	主要消费特征
50后 (建国以来遭受三年自然灾害)	1950-59年	1970年	6-8%	土改完成后，建国以来参与完成工业化建设及改革开放建设的主力人群	享受改革开放红利，财富积累人群，医疗服务支出较高，银发经济的代表，享受型消费的人群，未来5年群体快速扩大
60后 (建国以来首次“婴儿潮”)	1960-69年	1980年	6-8%		
70后 (逐步开始计划生育)	1970-79年	1992年	11-13%	改革开放，城镇化及区域经济发展最快的时期	加入WTO的贸易红利、房地产红利，财富占比较高消费升级的代表，出境游及高端消费品的消费主力
80后-90后 (首次“婴儿潮”的子女)	1980-94年	2003年	9-10%	素质教育普及时期，向中心城市安家落户的新一代	房贷负担者，更注重家庭消费及品质升级，家装家电等支出较高
95后-00后 (互联网红利的一代)	1995年及以后	2018年及以后	6-8%	成长于中国经济迅速腾飞、信息技术发展最快的时期	享受互联网红利，消费趋势的弄潮儿；新品类的个性化、多元化的主力消费人群

来源：Wind，中泰证券研究所

从消费趋势的便捷化来看，休闲食品大多是密封包装，易于存储和运输，其凭借健全的物流网络与电商渠道适配度较高，2015-19年电商渗透率从3%提高至12%。虽然由于流量成本和平台费用的升高有放缓的迹象，但此次疫情或许能为电商渠道布局带来提速，且长期来看电商渗透率仍有较大提升空间。

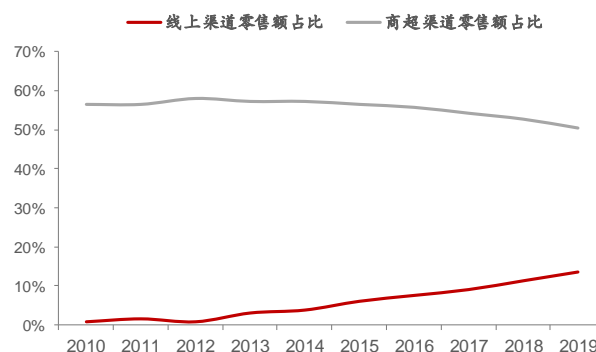
我们认为，享受互联网电商“便捷红利”的新世代人群作为休闲食品的消费主力人群，后疫情时代，线上消费习惯驱动休闲食品消费向各年龄层次渗透。以直播带货为代表的内容电商的兴起，引导触点增加，在休闲食品消费无序性冲动性的催化下，电商直播转化率高。随着新消费基础设施的完善，物流系统等已经下沉到下沉城市，电商也能享受到消费下沉带来的消费群体扩大红利。

图表 2: 2019 我国休闲食品销售渠道占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 2015-19 年电商渗透率从 3% 提高至 12%

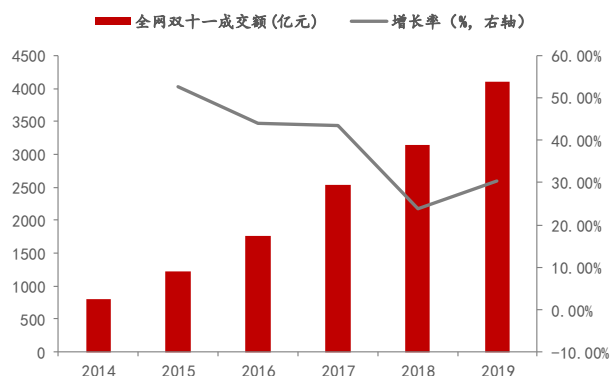


来源: Wind, 中泰证券研究所

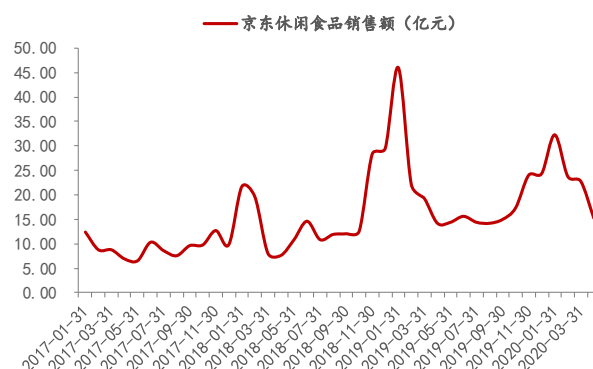
1.2 “宅经济”推升休闲食品供给端或更加注重品牌营销

从行业趋势来看,需求端的“宅经济”推升休闲食品供给端或更加注重品牌营销,休闲食品行业线上与线下龙头竞争加剧,差异化及定制化产品符合新消费的多元化、健康化趋势。我们在《中国进入第四消费时代了吗?》指出中国平均的收入水平处于消费升级的“第三消费时代”,具有消费个性化、多元化的特征,品牌倾向明显。

休闲食品企业将进一步细分目标客户群体,以满足不同群体的不同个性化需求;并主动拓宽消费场景,更加注重品牌营销以开发新的增长点。比如同样是坚果产品,对于健身减肥的白领推出坚果代餐粉,满足其对高蛋白低热量的摄入需求;对于居家休闲的“宅一族”开发多种不同口味,与果脯干混合搭配提升口感,以满足尝鲜解馋需求。

图表 4：2014-19 年电商双十一成交额及增速


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：2018-19 年京东平台休闲食品销售额高达 40 亿元


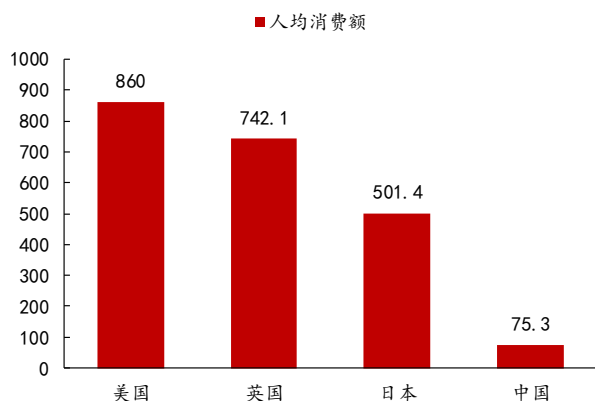
来源：Wind，中泰证券研究所

1.3 与国外相比，休闲食品行业人均消费量提升空间较大

消费升级的趋势下，主食消费量减少，满足味觉快感却又不产生饱腹感的休闲零食受到青睐。2010 年中国人均 GDP 为 4434 美元，到 2020 年人均 GDP 已突破 1 万美元，十年内人均 GDP 增长超过 125%。人均收入增长背景下居民饮食习惯也发生变化，主食消费量不断减少。根据国家统计局的统计数据，我国居民年均粮食消费量从 2013 年的 148.7 公斤减少至 2017 年的 130.1 公斤。

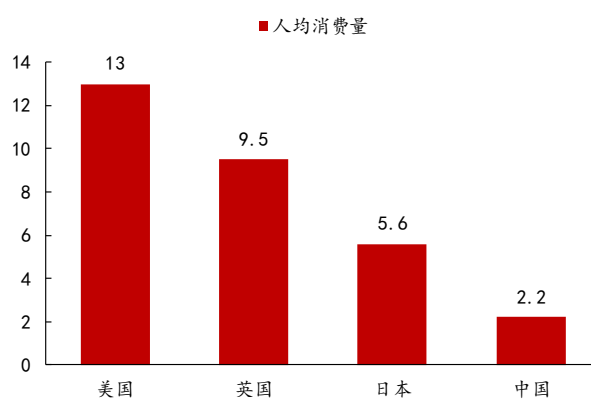
与海外对比，我国人均休闲食品消费额提升空间大。根据艾媒数据披露，2019 年美国休闲零食人均消费额最高为 860 元；其次是英国为 742.1 元；中国 2019 年休闲零食人均消费额则为 75.3 元。从 2019 年各国休闲零食人均消费量来看，2019 年中国休闲零食人均消费量为 2.2 千克，远远低于海外水平。我们认为，以坚果类休闲食品为例，中长期健康化的消费趋势保持不变，中国休闲食品消费量有翻倍提升空间。

图表 6: 2019 年各国休闲零食人均消费额 (单位: 元)



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 7: 2019 年各国休闲零食人均消费量 (单位: 千克)



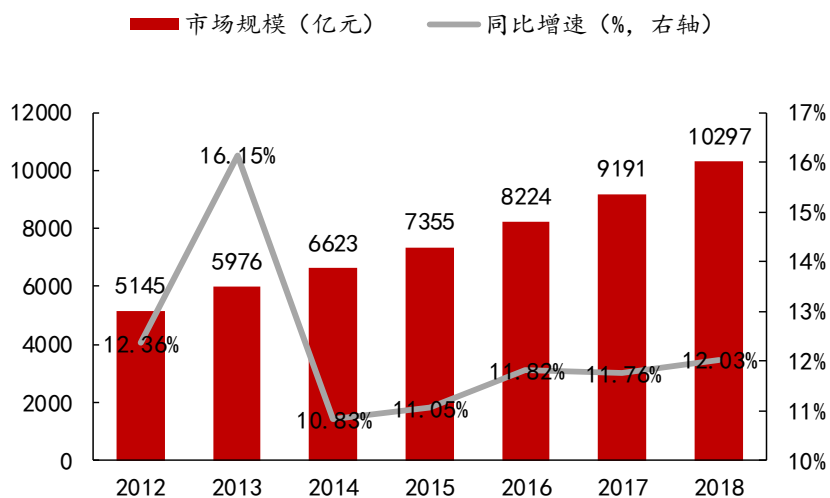
来源: 日本食品服务协会, 中泰证券研究所

二、行业视角: 品牌效应凸显, 各子行业龙头企业初现

2.1 休闲食品的行业复合增速超 10%, 龙头集中度提高

从休闲食品市场规模来看, 根据 Frost 数据, 中国休闲食品销售额达到 1.03 万亿元, 2013-2018 年年复合增速超过 10%。以五年为一发展期来看, 2010-2015 年休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包/蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干的复合增长率分别为: 17.6%、12.0%、13.8%、16.7%、9.4%、10.2%, 其中休闲卤制品的增速最快; 预计 2016-2020 年休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包/蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干的复合增长率分别为 24.1%、12.5%、14.4%、21.2%、13.4%、12.4%。

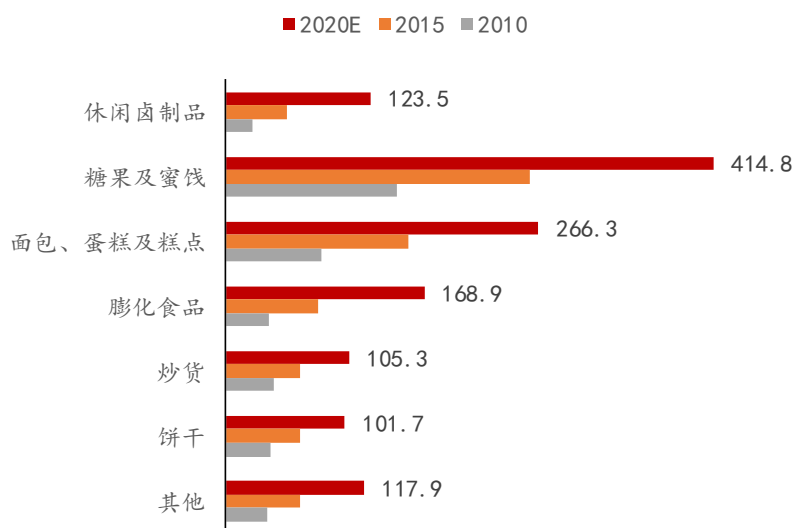
图表 8: 2012-2018 年中国休闲食品行业市场规模及同比增速



来源: Frost, 中泰证券研究所

整体来看,休闲食品行业市场化程度高,产品同质化,行业整体毛利率较低。休闲食品行业进入门槛相对较低,市场对行业的资源配置起主导作用,行业的市场化程度高,竞争充分,主体较多,产品同质化较为严重。这使得本行业的整体毛利率水平较低。但是,部分优质休闲食品企业通过利用其在品牌、研发、规模化采购、销售渠道等方面的优势,降低采购成本,提升管理效率,发展中高端产品,以不断提高利润水平和行业竞争力。

图表 9: 不同产品类别的中国休闲食品行业零售规模 (十亿元)



来源: 中国产业研究院, 中泰证券研究所

2.2 卤制品、坚果类及烘焙食品符合新世代人群消费偏好

卤制品、坚果类及烘焙食品符合新世代人群消费偏好:

卤制品重盐重辣的属性能够刺激味蕾，极易吸引到追求新鲜和刺激的新生代消费者。

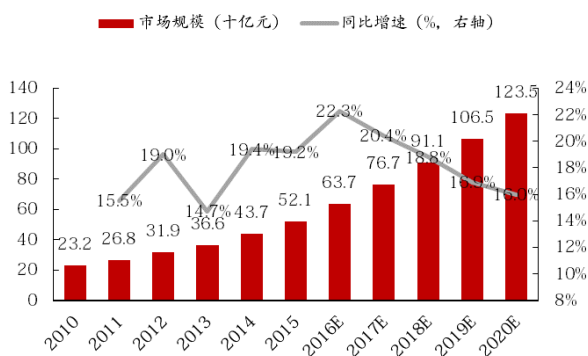
坚果个头小易储存且热量高，与多种消费场景适配。如外出旅行时携带小包装坚果既不占位置又能迅速补充能量；居家休闲时，坚果丰富的口味和口感使之成为优秀的追剧伴侣。礼盒型坚果社交属性强，价格适中且包装精美，是新生代社交送礼的首选之一。

而烘焙食品的流行与当今快节奏的生活方式密不可分。烘焙食品一般具有极强的饱腹感，可以作为没有时间用餐的都市人群的代餐食品。在工作忙碌时，随手打开的一包烘焙小面包就可以与饥饿对抗，而无需花过多时间定外卖或者外出用餐，极大地节省了时间。

2.2.1 卤制品是休闲行业中增长最快的板块，连锁化率低，竞争格局分散

除去短期疫情影响，中长期可支配收入增长驱动卤制品销量提升。卤制品消费与必需食品相比有一定可选消费性。疫情期间收入预期降低，加上卤制品保质期短，首要渠道为线下临街店铺，但伴随全国各地防控解除，未来卤制品或受到需求回补带来的反弹。

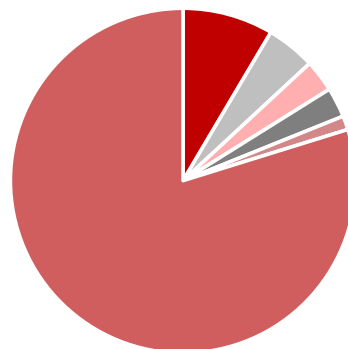
图表 10: 卤制品行业市场规模及增速



来源：中国产业研究所，中泰证券研究所

图表 11: 卤制品行业格局及各品牌市场份额 (%)

■ 绝味食品 ■ 周黑鸭 ■ 紫燕 ■ 煌上煌 ■ 久久丫 ■ 其他



来源：Forest&Sullivan，中泰证券研究所

卤制品消费者的消费偏好转向享受型，规模优势明显，从消费需求角度，支持行业长期能保持高景气度的原因有以下几个：

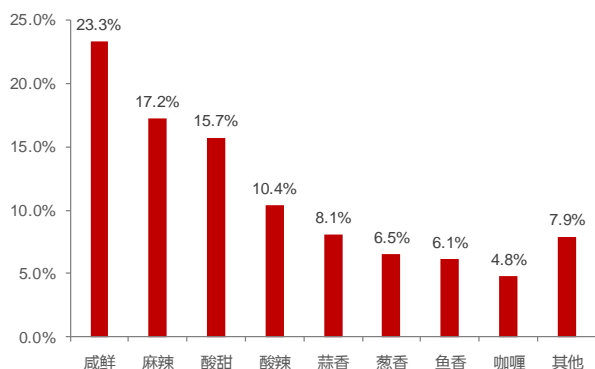
1) 吃辣过程中，身体分泌内啡肽镇定辣痛感并产生快感，由此成为辣味上瘾性。2017 年餐饮口味偏好调查中，辣味合计占到 27.6%，辣上瘾莫

定了卤制品行业长青的基础。

2) 随着消费偏好向享受型发展, 休闲卤味美味又不饱腹的特点拓宽了消费场景, 从餐桌佐菜到社交零食, 消费频次有望提升。

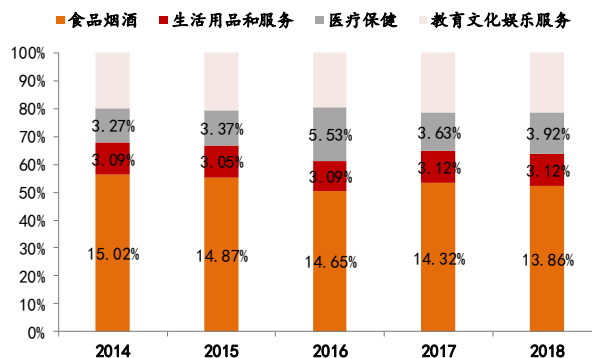
3) 行业龙头集中度高, 龙头公司议价能力强, 享受规模效应高毛利及高 ROE 维持发展空间。

图表 12: 消费者咸鲜、麻辣餐饮口味偏好为卤制品打开市场奠定消费基础



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 消费偏好向享受型发展, 休闲卤味美味又不饱腹的特点拓宽了消费场景



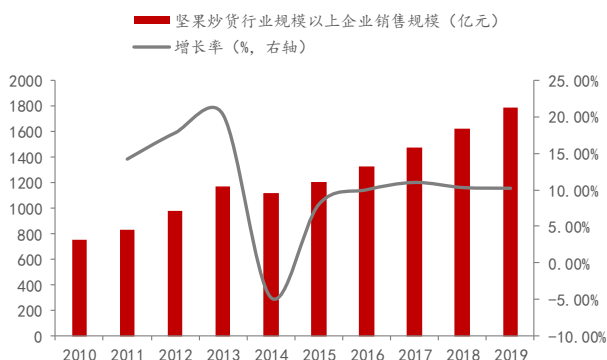
来源: Wind, 中泰证券研究所

行业集中度提升的逻辑不断强化, 未来品牌连锁将逐渐替代小作坊, 头部企业竞相扩大市场。成本红利逐步减少, 食品监管趋严, 疫情导致许多小商贩出局, 未来行业集中度将有提升。2020 年疫情导致许多非标准化小门店的资金链紧张, 被淘汰出局。而龙头品牌门店利用其资金和供应链优势在疫情期间努力生存并且经济活动恢复后进一步挤压非标准化小门店的生存空间。

2.2.2 坚果行业平均增速超 10%, 但人均消费量提升空间巨大

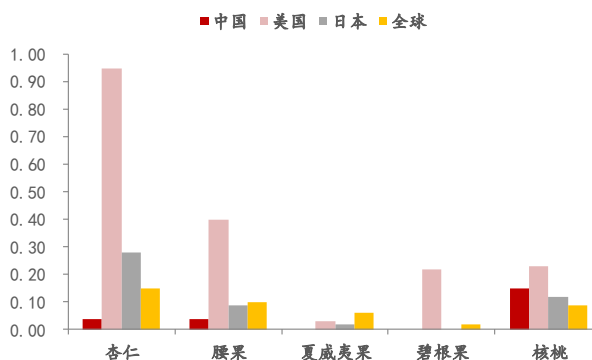
中国食品工业协会数据显示, 2018 年我国坚果炒货行业规模以上企业销售规模达 1625 亿元, 2011 年到 2018 年的年均复合增长率达 10.1%。同时, 和其他主要经济体对比来看, 我国主要坚果品种的人均消费量显著低于美国、日本等国家以及全球平均水平, 其中杏仁和腰果仅不到世界平均消费水平的 40%, 未来仍有较大增长潜力。

图表 14: 2010-2019 年中国坚果炒货行业销售规模



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 15: 2014 各主要经济体人均坚果消费量对比 (千克/人/年)

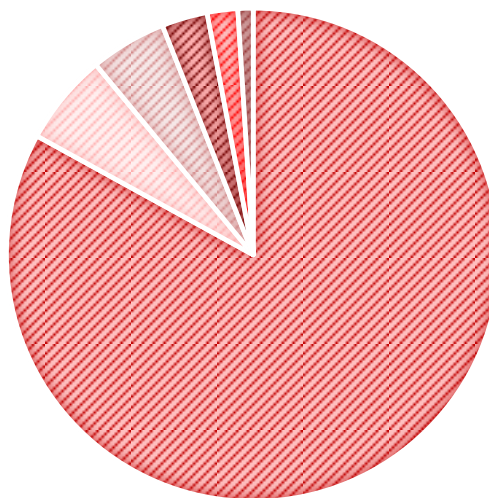


来源: INC, 中泰证券研究所

坚果行业整体集中度低，但线上已形成稳定竞争格局。2018 年坚果产品零售端 CR5 为 17.2%，行业总体集中度较低。但是在线上销售中已形成三只松鼠、百草味、良品铺子“三足鼎立”的局面，龙头品牌集中度高。19 年 6 月淘宝坚果销售额(线上市占率)前三：三只松鼠 (33%) / 百草味 (15%) / 良品铺子 (9%)。目前新进入者流量成本高，线上坚果已形成较强的进入壁垒。

图表 16: 2018 坚果行业市占率(公司坚果炒货业务营收)

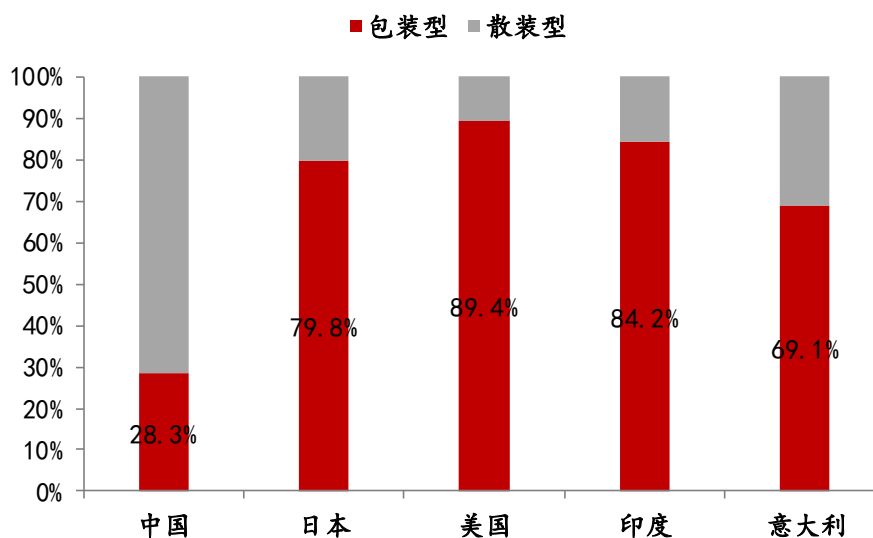
■ 其他 ■ 洽洽食品 ■ 三只松鼠 ■ 百草味 ■ 良品铺子 ■ 来伊份



来源：Wind，中泰证券研究所

坚果趋向包装化，精深加工或成行业新风口。完整包装型产品市场占比在日本、美国、澳大利亚、意大利分别达到 80%、89%、84.2%、69%，而我国包装型坚果产品占比为 28.3%，远低于发达国家。而本次疫情将促进坚果向包装化发展，暴露型散装销售暗含食品安全隐患，且难以标准化成规模发展。我们认为，坚果市场中产品同质化较为严重，开发植物蛋白饮品、坚果饮料、坚果代餐粉等精深加工的健康、高端产品或成为行业发展方向。

图表 17：中国包装型坚果产品占比为 28.3%，与发达国家包装型占比相比较低

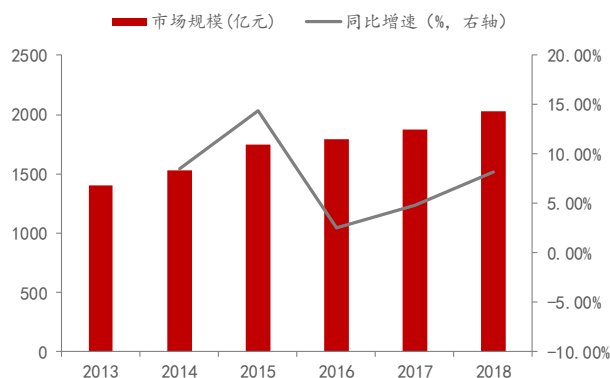


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

2.2.3 烘焙食品市场规模增长潜力大，中长期受益健康化趋势

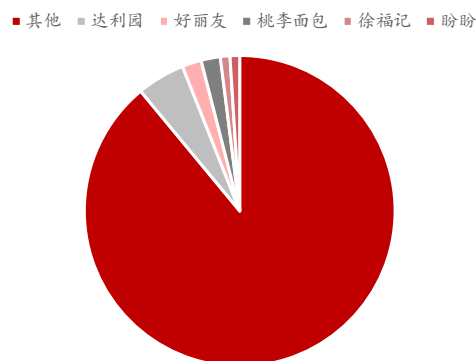
中国烘焙食品市场规模增速较快，行业格局分散，优质上市公司享受行业发展红利。烘焙食品市场规模在 2012 年至 2018 年的 7 年间翻倍，2018 年达到 2237 亿元，同比增长 15%。人均销量方面，2017 年中国大陆烘焙食品人均消费量仅为 6.9kg/年，远低于世界平均烘焙消费量（18.7kg/年），与饮食习惯相近的香港地区（12.4kg/年）相比也差了近一倍。烘焙食品行业集中度较为分散，中国烘焙 CR5 仅为 11%，行业仍处于快速发展通道，这其中，我们认为，短保类产品迎合健康化需求或快速发展。

图表 18：2013-2018 我国烘焙行业市场规模



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

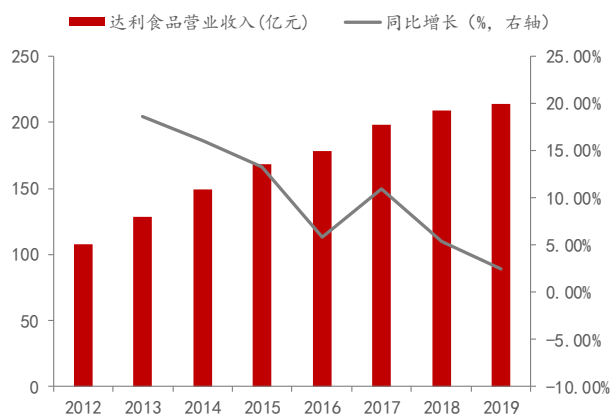
图表 19：中国烘焙市场品牌企业市占率



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

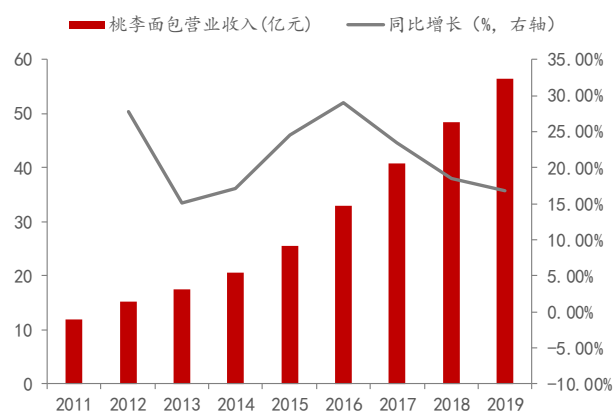
从健康化的消费趋势来看，短保品由于其新鲜、健康等优势，容易占领更多市场份额。从龙头公司的业绩表现来看，国内长保烘焙的龙头达利食品的烘焙糕点类收入从2016年开始进入增长瓶颈，2017年甚至开始出现下滑（同比2.45%）。而国内短保面包的代表公司桃李面包则持续保持着20%左右较高营收增速。我们认为，正如前文所述，这背后的原因可以归结于在消费升级的健康化、便捷化的消费趋势不变，疫情更是加速了这一消费趋势的变化。

图表 20：2012-19 年达利食品营收及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 21：2012-19 年桃李面包营收及增速



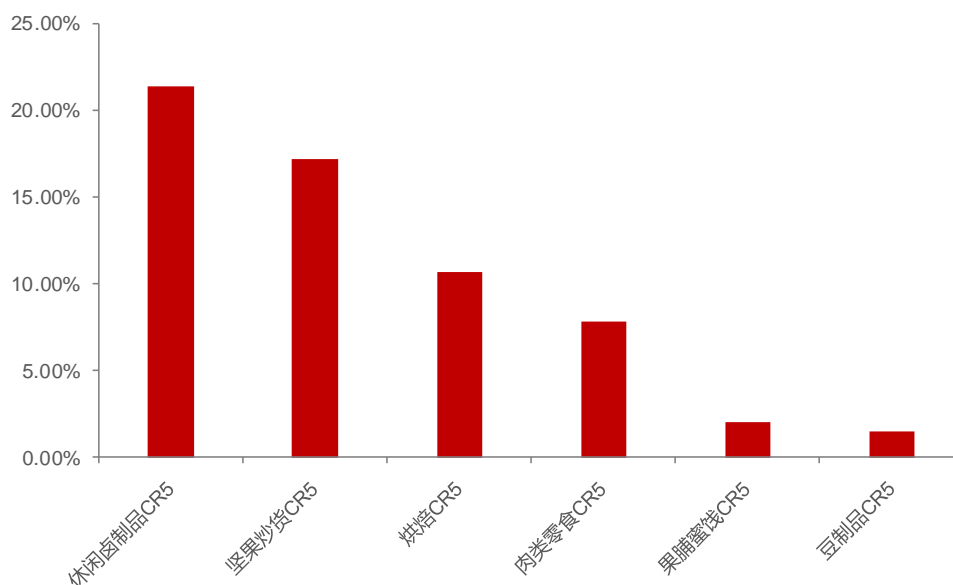
来源：Wind，中泰证券研究所

三、休闲食品迎“新消费”风口，多元销售渠道逐渐走向融合发展

3.1 品牌集中度相对较低，产品线扩张的难度较大

整体来看，休闲食品行业集中度较低，地域口味差异及获客成本较高影响供应链整合效率。丰富的产品类别导致不同产品在原料采购、产品加工和质量控制等方面差异较大。因此，面对丰富的产品和其复杂的特性，通常休闲食品企业在终端需求的触达响应、业务信息处理、供应链资源整合和内部管理方面均相对传统，低效的内外部组织效率制约了企业承接消费需求，也制约了休闲食品企业行业影响力的形成。再加上休闲食品品类多，地域差异明显各品类中均产生深耕多年的行业龙头，导致行业集中度难以提升。

图表 22：国内厂商为主的休闲零食类集中度较低



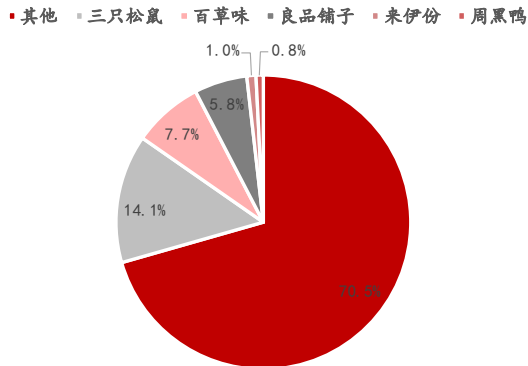
来源：Wind，中泰证券研究所

从细分子行业来看，行业集中度较低的休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点子行业 CR5 分别为 21.4%，17.2%，11.3%，未来行业集中度提升空间大。而膨化食品、糖果巧克力、饼干行业子行业 CR5 分别为 69.4%，47.5%，30%，外企龙头已提前占领市场及渠道，集中度继续提升空间较小，相对的行业进入壁垒较高。

3.2 休闲食品线上集中度高于线下，线上龙头地位稳固

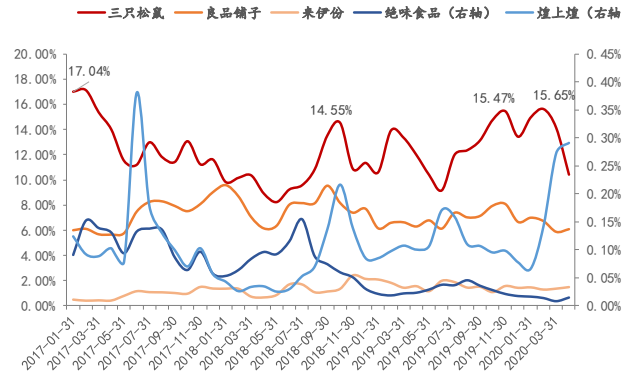
阿里系休闲食品 CR3 从 18 年 3 月的 17.8% 提升至 20 年 1 月的 35%，其中三只松鼠、百草味、良品铺子市占率分别提高 9.3%、5.2%、0.3%，三只松鼠在 2019 阿里系休闲食品中以 14.1% 的市占率稳居首位。我们认为，2020 年是新兴消费业态加速变革的拐点之年，伴随网红经济、直播带货及淘宝 C2M 模式的崛起，大企业规模效应不断凸显，未来休闲食品线上龙头市占率将进一步提升。加上线上运营成本提升，线下企业布局线上难度加大，线上流量持续向线上龙头聚集。

图表 23：2019 年阿里系平台休闲食品品牌市占率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 24：2019 年京东平台休闲食品线上品牌中三只松鼠龙头地位凸显



来源：京东大数据，中泰证券研究所

3.3 “新消费”风口下，休闲食品多元销售渠道逐渐走向融合发展

休闲食品主要生产方式有两种：自主生产和 OEM 代工生产。不同生产模式决定了销售模式的不同，一般来讲，休闲食品消费的即时性决定了其销售渠道一定以线下为主的。不同于主食购买的计划性，消费者在购买休闲食品的过程中有着较强的偶发性，因此即买即得成为休闲食品消费者的天然需求，也因此线下成为休闲食品的主要消费渠道。根据贝恩公司统计数据，即使目前传统商超销售额占比约 60%，但电商及便利店渠道占比在持续提升，而大卖场、杂货店等渠道则出现了负增长。

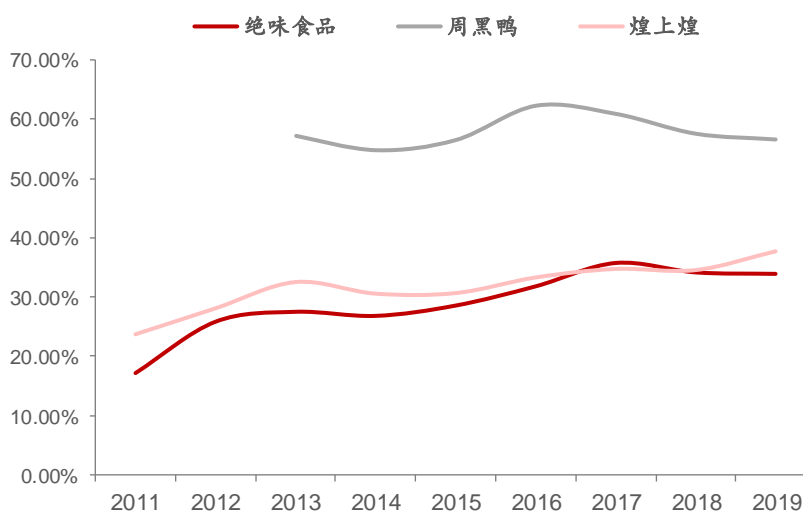
图表 25: 休闲食品主要生产方式有两种: 自主生产和 OEM 代工生产

休闲食品产品生产方式	特点	要求	案例
自主生产	重资产	在重资产模式下, 企业需要投入大量固定成本自建工厂, 产品质量可控, 生产规模上能够产生优势, 对上游的控制能力强; 但同时高固定成本造成产能提高周期长, 退出成本大。	以恰恰食品为例, 公司在全国设立生产基地, 采取销地建厂和综合建厂相结合的策略。从原材料到成品, 公司都有极强的质控能力和话语权, 对产品驾驭能力强, 大单品效应突出。但是2012年后收入增速明显放缓。其生产模式的刚性和经营模式的客服之星, 在品类拓展时遇到阻力。比如恰恰的葵花籽收入占比约70%, 单品渗透率已经很高, 需要拓展新品类打造新增长点, 但尝试的薯片和果冻在过去几年都没有大突破。
OEM代工生产	轻资产	轻资产模式下, 企业容易实现柔性生产, 灵活调整产品结构, 对市场需求变化的响应速度快, 可以利用规模来增强自己对上游的议价能力, 但同时产品质量监管能力弱。	以三只松鼠为例, 其生产流程分为三步, 先根据消费者数据研发产品, 而后将生产交付给代工厂, 最后贴上自身品牌的标签进入销售环节。OEM模式为三只松鼠带来短时间内的巨额增长: 2014年营收9.25亿, 到2019年营收101.73亿元, 5年内复合增长率超56%。但同时OEM模式中公司对产品质量缺乏监管控制, 三只松鼠多次登上食品安全质量的“黑名单”。

来源: Wind, 中泰证券研究所

2020 年新消费的基础设施已经逐步完善, 多元销售渠道逐渐走向融合发展。目前休闲食品企业通过新零售形态通过不断完善线上线下的全渠道网络建设, 从而建立与消费者随时随地连接的通道, 满足消费者即买即得的消费需求。从网红经济崛起的背后来看, 品牌企业为了刺激最大销量的上升, 必然面临背后供应链的压缩及周转率的提高。在新消费的风口, 休闲食品龙头企业或朝着多元渠道的融合发展。以线下渠道见长的洽洽食品近两年断加码电商业务, 2018 年洽洽食品线上渠道同比增幅达到 42.74%, 而三只松鼠截至 2019 年底, 有 108 家直营店, 278 家联盟小店。

图表 26: 卤制品龙头企业毛利率 30%以上, 线上毛利率低于线下



来源: Wind, 中泰证券研究所

线上龙头：“低净利率+高周转率”符合网红经济快消品的销售特点。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，此外平台推广费用、平台佣金及快递费较高导致费用率较高，因此线上龙头净利率普遍不高。以三只松鼠为例，2018-2020 销售费用率居高不下，分别为 19.36%，20.86%，22.60%（相比研发费用率：0.3%，0.49%，0.49%）。由于其销售渠道过于单一化，对电商依赖程度高，所以对渠道议价能力弱。

1) 线上龙头：高 ROE 受益高周转率和高杠杆

高资产周转率：线上龙头（三只松鼠，良品铺子）采用轻资产的 OEM 代工模式，固定资产规模小，且在电商渠道销售速度更快，因此资产周转率明显高于洽洽、盐津铺子等线下品牌。

高杠杆：线上龙头采用代工模式，对上游代工厂议价能力强，应付票据和应付账款较高，可以占用上游资金。以三只松鼠为例，近五年其负债率有下降的趋势但仍在 60% 的高位，负债中占最大份额的就是应付票据和应付账款（占到 60% 到 70% 左右）。

图表 27：线上龙头表现出明显的高 ROE 及高资产周转率

公司	指标	2015	2016	2017	2018	2019
线上	三只松鼠	ROE	4.15%	52.01%	42.72%	31.66%
		资产周转率	2.36	2.76	2.57	2.65
		杠杆率	4.00	3.53	3.05	2.75
	良品铺子	ROE	16.21%	29.06%	6.20%	24.92%
		资产周转率	1.74	1.95	1.95	2.08
		杠杆率		6.47	4.48	3.21
线下	洽洽食品	ROE	13.04%	12.19%	10.62%	13.55%
		资产周转率	0.75	0.80	0.81	0.86
		杠杆率	1.59	1.52	1.48	1.53
	盐津铺子	ROE	30.26%	30.95%	14.61%	11.41%
		资产周转率	1.35	1.33	0.98	1.04
		杠杆率	2.01	1.86	1.71	1.72
	来伊份	ROE	12.99%	9.08%	5.36%	0.54%
		资产周转率	1.78	1.39	1.26	1.33
		杠杆率	1.73	1.57	1.53	1.55

来源：Wind，中泰证券研究所

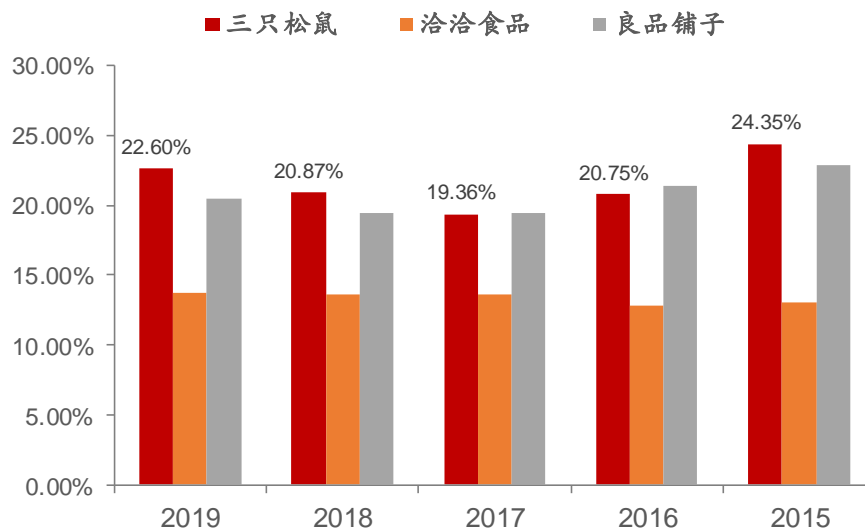
2) 线下龙头：较高净利率、低周转、低杠杆

低资产周转率：线下龙头通常采用重资产的自生产模式，固定资产规模大，且销售渠道主要是传统商超，销售速度不及线上企业，因此资产周转率较低。以洽洽食品为例，其五年内固定资产比例均在 20% 左右。同时，线下龙头低杠杆：自生产模式，占用上游资金少。

较高净利率：销售费用较低，提振净利率。（e.g. 19 年洽洽食品销售费

用率仅 13.77%，远低于其他竞争对手，反映了公司多年深耕线下的渠道优势以及享受到的瓜子和坚果行业的品牌溢价。)

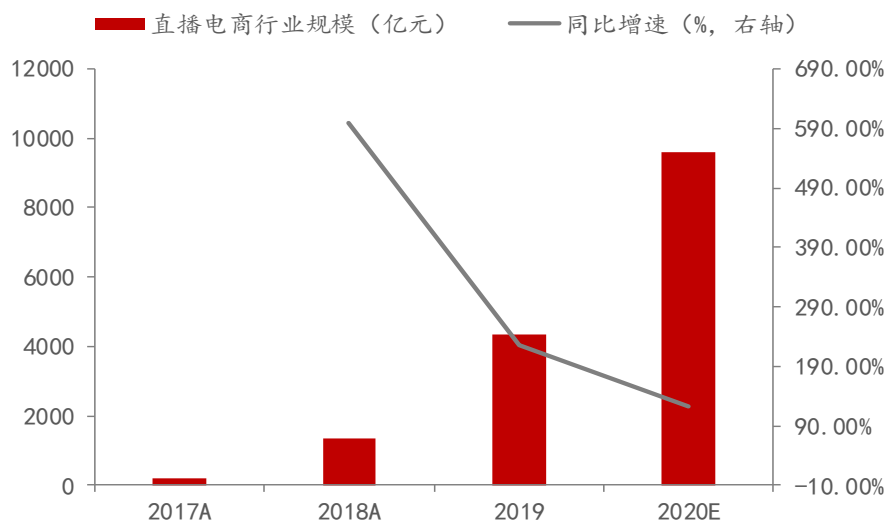
图表 28: 线上休闲食品龙头洽洽食品销售费用率低于线上龙头



来源: Wind, 中泰证券研究所

2020 年以直播带货为渠道的消费模式迎爆发式增长, 背后在于供应链的压缩及品牌商的“让利”, 本质上在于低毛利及高周转。截止 20 年 3 月份, 国内网民规模为 9.04 亿, 网络视频用户规模达 8.50 亿, 而网络直播用户规模仅为 5.60 亿, 上涨空间巨大。从销售规模来看, 2019 年直播电商销售额为 4338 亿元, 预计 2020 年将达到 9160 亿元。直播带货的销售量巨大的背后在于“全网最低价”的产品供应链的压缩, 我们认为, 这种模式更适应于“高周转、低净利”的线上休闲食品龙头, 同时对于品牌企业清库存、推广新品十分高效。

图表 29: 2018-20 年直播电商行业规模或迎“爆发式”增长



来源：Wind，中泰证券研究所

网红经济景气提升，新世代人群对线上经济的引领中，线上龙头在品牌效应建立与新品类推广中享受优势。中长期来看，线上线下结合的全渠道将是休闲食品行业经营模式的发展方向，但后疫情时代线上企业在布局线下时具备明显优势：

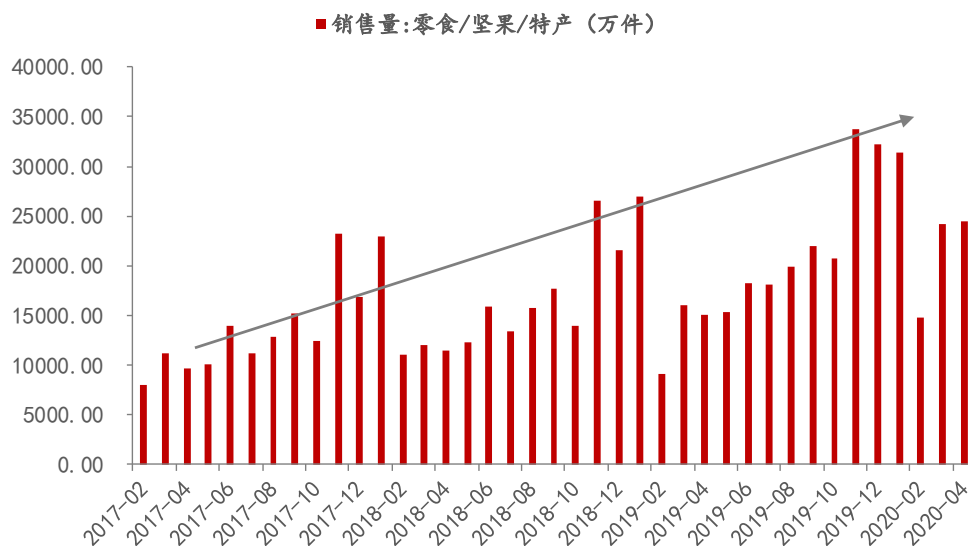
- 1) 以 5G、数据中心为代表的“新基建”精准抓取消费者数据，背后以大数据迎合需求变化，提升休闲食品新品类的供应链效率；
- 2) 在行业集中度不高的子行业，获取新世代人群消费青睐的产品更能享受品牌溢价，更容易完成线下向线上的导流；
- 3) 线上销售模式的轻资产+高周转，减轻传统销售渠道的运营成本，大龙头企业更容易在疫情冲击下提升市场占有率。

四、收入分化的背景下，休闲食品龙头企业或率先享受需求回补

4.1 2015-18 年消费升级驱动休闲食品行业营收高增长

2015-18 年以来居民可支配收入的提高带动的消费升级趋势，休闲食品行业销售量增速 20%。2015 年中心城市群的拓展提供了流动人口的“安家落户”消费需求，而 18 届三中全会以来，户籍制度在除北、上以外的大城市逐步放开，则带来了流动人口“户籍化”率提升和“安家落户”的拐点到来。我们认为：2015-18 年休闲食品的高增长背后受益于整体居民的消费升级，而 2018 年以来居民整体收入放缓及不同收入群体收入增速加大，休闲食品的行业仍能保持 15% 左右的销售增速，这背后以 95 后及 00 后的新世代或成为消费增长的引领，围绕“网红经济”、“社交营销”等新消费贡献不可低估。

图表 30: 2018 年以来休闲食品品类销售量快速抬升

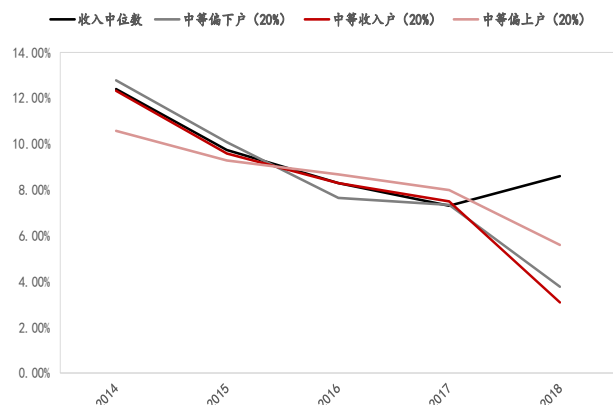


来源: Wind, 中泰证券研究所

4.2 收入分化下，龙头企业高端品发力支撑业绩

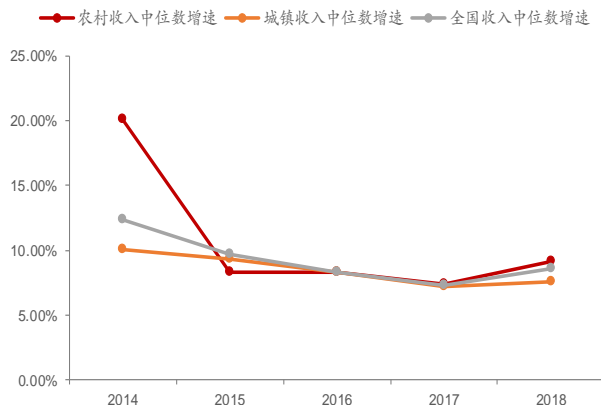
众多消费品牌及电商大力掘金下沉市场，逻辑或在于中等偏下收入阶层的边际消费倾向较高。而收入增长放缓和收入分配不均导致消费升级的支撑力变弱，人群的分化更加剧，不仅是高收入群体与低收入群体的分化，而是即便在中等收入阶层的内部也开始分化。把握消费升级“后半程”的消费热点还需要围绕收入的分化而布局。而就休闲食品来看，如上文阐述，卤制品及坚果类等子行业龙头竞争格局已现，特别是线上龙头凭借其高周转率的经营现金流能够在经济下行期保障稳健业绩增长。

图表 31: 2018 年中等收入群体的分化也开始加剧



来源: Wind, 中泰证券研究所

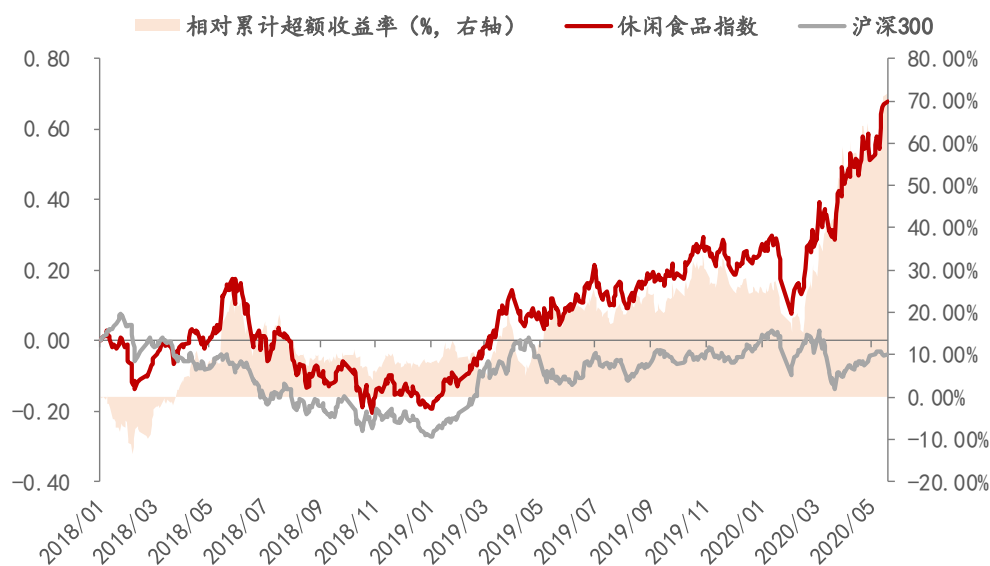
图表 32: 城镇及农村的可支配收入放缓后开始分化



来源: Wind, 中泰证券研究所

从市场表现来看, 休闲食品板块在 2019 年相对沪深 300 累计超额收益达 20%。2020 年以来, 受益于居民消费对线上的依赖及带货直播的高景气度, 休闲食品指数相对于沪深 300 累计超额收益率攀升至 69.5%, 其中, 绝味食品、洽洽食品及桃李面包等休闲食品龙头公司受益于线上布局的渠道升级, 股价也水涨船高。

图表 33: 2018 年以来休闲食品板块累计超额收益率明显高达 70%



来源: Wind, 中泰证券研究所

存量经济分化加大龙头品牌市场份额提升, 疫情后休闲食品龙头企业强者恒强, 天猫平台数据显示, 2020 年春节两周内, 天猫平台休闲零售品类销售额较 2019 年同期依然有 20.90% 和 18.84% 的增长, 而单一门店的销售同比增速遭遇同比下降 31.92%。休闲食品线上龙头公司凭借其平台类优势凸显, 容易推广新品类及吸引巨大线上流量。特别是疫情后, 休闲食品龙头企业强者恒强的效应会更加明显, 线上线下融合的趋势或

会加速。

五、投资建议：把握休闲食品龙头企业线上扩张发展机遇

受疫情冲击后，未来休闲食品的竞争主赛道仍然是“线上线下”双轨同步。我们认为，存量经济分化加大龙头品牌市场份额提升，龙头企业受益于集中度提升或率先享受需求回补。

1) 拥有全国性品牌及渠道下沉优势，特别是其产品线中拥有积淀的线下产品的休闲食品消费品龙头；

2) 迎合新消费风口，关注高景气度的线上渠道根基深厚的中高端消费品龙头。

图表 34：把握休闲食品龙头企业线上扩张发展机遇

股票代码	股票简称	市值（亿元）	PE (TTM)	2019年业绩增速 (%)		线上营收占比 (%)	主营业务构成 (%)
				营业收入	归母净利润		
300783.SZ	三只松鼠	352.68	194.33	45.30	-21.43	97%	坚果:53.51%;烘焙:16.04%;肉制品:12.11%
603719.SH	良品铺子	325.17	91.89	20.97	42.68	48.58%	糖果糕点:24.07%;肉类零食:23.36%;坚果炒货:17.94%
603517.SH	绝味食品	419.96	53.96	18.41	25.06	0.14%	禽类制品:75.94%;蔬菜产品:10.28%
002847.SZ	盐津铺子	140.95	72.57	26.34	81.58	15%左右	鱼糜制品:14.26%;豆制品:13.82%;肉制品:12.12%
002557.SZ	洽洽食品	295.83	42.35	15.25	39.44	10%	葵花子类:68.27%;坚果类:17.06%;薯片:4.54%
002695.SZ	煌上煌	131.94	57.93	11.56	27.45	3.95%	鲜货产品:76.35%;米制品业务:15.83%
603777.SH	来伊份	64.69	317.76	2.86	2.59	12.88%	肉制品及水产品:30.32%;炒货及豆制品:27.79%;糕点及膨化食品:15.15%
603697.SH	有友食品	61.82	28.57	-8.44	0.48	1.68%	泡椒凤爪:83.77%;竹笋:3.52%;豆干:2.1%
002582.SZ	好想你	56.16	58.05	20.44	48.66	80%	坚果系列:43.19%;果干系列:13.77%;肉脯/海鲜系列:12.79%;
603886.SH	元祖股份	40.68	18.91	12.68	-2.38	19.72%	月饼礼盒:37.29%;蛋糕:26.48%;中西式糕点:23.21%
002820.SZ	桂发祥	24.27	37.44	5.57	0.56	4.32%	麻花:63.31%;外采食品:18.72%;糕点及节令食品:11.55%
603866.SH	桃李面包	329.44	42.52	16.77	6.42	未太多布局	面包:97.94%;月饼:1.87%;粽子:0.19%
002956.SZ	西麦食品	63.07	34.76	14.33	15.02	——	纯燕麦片:62.43%;复合燕麦片:34.89%;其他:1.96%;其他业务:0.72%

来源：Wind，中泰证券研究所，数据选取截至 2020 年 6 月 01 日，线上营收占比来自 2019 年年报及公开信息整理

风险提示:

食品安全风险暴露，国内经济超预期下行。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。