消费升级与娱乐研究中心

休闲食品专题分析报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 从数据角度解读疫情期间主要企业线上渠道的销售情况。
2. 分析疫情后休闲食品行业的投资机会。

后疫情阶段：关注边际改善和新零售布局

基本结论

- **疫情前后休闲食品行业呈现什么样的特点？1）收入端：**疫情期间大部分休闲食品企业业绩承压，尤其以线下门店为主的绝味食品，受冲击较大；而主攻 KA 渠道的盐津铺子和洽洽食品受影响程度较轻。疫情后，随着线下渠道的复苏，绝味食品和桃李面包业绩环比改善明显。毛利率在疫情期间普遍下滑，大部分企业的毛利率从 Q2 季度开始逐渐恢复，且有 6 家企业 Q3 季度的毛利率已超过往年水平。**2）费用端：**销售费率在疫情期间出现分化，但 Q3 季度大部分企业的销售费率都回到和往年持平的水平；大部分企业的管理费率在疫情前后波动不大。**3）渠道端：**从线上渠道来看，行业进入量减价增阶段：今年进入价格上行期，年初旺季的价格就显著高于往年；除 2 月份，其余月份大部分企业的销量增速有所下滑。线下渠道方面，线下门店在疫情期间受影响严重，其中社区门店的情况好于商圈和交通枢纽门店；疫情后社区门店已经恢复到去年同期水平，而商圈和交通枢纽店仍未完全恢复。
- **怎么看待后疫情时代休闲食品行业的发展趋势？1）疫情可控后，关注线下门店的复苏。**以卤制品行业为例，休闲卤制品主要以线下购买为主。疫情期间线下门店大多处于关闭状态，绝味、周黑鸭和煌上煌上半年的业绩均受到不同程度的影响。随着线下渠道的恢复，三、四季度是卤制品企业增速反转的重要拐点。**2）关注品类拓展+推广。**上半年受疫情影响，大部分企业的新品推广计划延迟。随着线下流通渠道的复苏，部分企业开始加快新品推广的步伐。以洽洽和甘源为例，都将加大新品推广力度。**3）疫情助推消费者对健康和营养的关注**，今年 2 月份坚果和新鲜蔬果的销售额同比大幅度上升，反映了健康化、新鲜化饮食需求的提振。
- **当前时点休闲食品行业投资策略。主线 1：卤制品赛道空间广阔，下半年业绩复苏确定性强。**我们认为长期来看卤制品连锁企业的渗透率提升空间较大。一方面，目前市场集中度低，连锁品牌空间巨大；另一方面，休闲卤制品主要以线下购买为主，高坪效高周转的门店业态决定了连锁企业可以较快地完成规模化布局，提升市场份额。短期来看，疫情后随着线下门店的恢复，单店收入明显回升；此外绝味、煌上煌均在疫情期间抢占了大量高势能门店，预计今年四季度和明年，高势能门店的营收会逐步体现。而周黑鸭开始逐步放开加盟模式，进行内部改革，预期边际改善效应较大。**主线 2：坚果品类契合健康新风向，关注头部品牌的差异化发力。**目前来看，我们认为洽洽食品在每日坚果的差异化定位上具备一定优势。洽洽属于自主生产型企业，加工端资历较深，因此结合自身优势，打造“锁鲜技术”标签。此外甘源食品凭借在口味上的优势，切入口味型坚果领域，与头部品牌形成差异化定位。目前口味型坚果领域没有强势品牌，公司借助产品优势可享受快速放量。**主线 3：全品类赛道，关注新零售布局进程。**目前来看，良品铺子率先完成了新零售布局。一方面得益于公司坚持线上线下的协同发展，目前线下门店已有近 2600 家，线上线下联动，可满足多场景的消费需求；另一方面得益于公司较早地开始信息化建设，数字化水平处于行业前列，通过整合线上线下数据，公司可通过数据化分析进行精准营销。
- **推荐标的：**绝味食品、煌上煌、洽洽食品、甘源食品、良品铺子。

风险提示

原材料价格波动/行业竞争加剧/食品安全问题/疫情出现反复。

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

内容目录

疫情后休闲食品行业呈现出什么样的特点？ 4
大部分企业疫情期间业绩承压，疫情后开始恢复 4
销售费率疫情期间出现分化，疫情后基本回归常态；管理费率波动不大 4
线上整体进入量减价增周期，线下门店逐季恢复 5
怎么看待后疫情时代休闲食品行业的发展趋势？ 7
疫情可控后，关注线下门店的复苏 7
下半年关注品类拓展+推广 8
疫情催化健康诉求，助推新鲜零食 8
当前时点休闲食品行业投资策略 10
主线 1：卤制品赛道空间广阔，下半年业绩复苏确定性强 10
主线 2：坚果品类契合健康新风向，关注头部品牌的差异化发力 11
主线 3：全品类赛道，关注新零售布局进程 14
风险提示 16

图表目录

图表 1：主要企业营业收入增速 （单位：%） 4
图表 2：主要企业净利润增速 （单位：%） 4
图表 3：主要企业销售毛利率变化（单位：%） 4
图表 4：主要企业销售费用率变化（单位：%） 5
图表 5：主要企业管理费用率变化（单位：%） 5
图表 6：主要企业线上渠道营业收入（单位：亿元） 5
图表 7：主要企业线上渠道营业收入同比增速 5
图表 8：主要企业线上渠道销售均价（单元：元） 6
图表 9：主要企业线上渠道销售均价增速 6
图表 10：主要企业线上渠道销量（单元：百万件） 6
图表 11：主要企业线上渠道销量增速 6
图表 12：各品类线上营收占比 6
图表 13：各品类线上营收增速 6
图表 14：各品类线上销量增速 7
图表 15：各品类线上均价增速 7
图表 16：绝味食品门店数量 7
图表 17：煌上煌门店数量 7
图表 18：洽洽推出两款每日坚果新品 8
图表 19：甘源食品专柜形象 8
图表 20：健康食品销售额提升 8
图表 21：消费者购买零食关注点 9

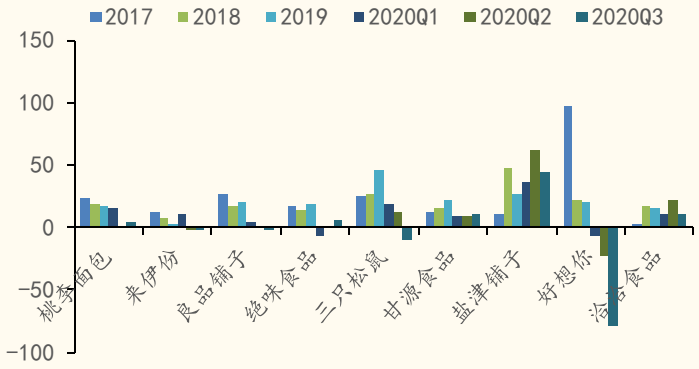
图表 22：不同年龄段消费者对新鲜零食的消费情况.....9
图表 23：不同产地芒果的搜索人数趋势.....9
图表 24：多次配送套餐购买人数.....9
图表 25：消费者选择商品时对添加剂的态度.....10
图表 26：休闲卤制品竞争格局.....10
图表 27：不同餐饮项目投资金额和回收期对比.....11
图表 28：卤制品企业门店数量和分布区域.....11
图表 29：每日坚果市场占比.....12
图表 30：各大品牌每日坚果对比.....12
图表 31：每日坚果竞争格局.....13
图表 32：公司在生产工艺上具备锁鲜技术.....13
图表 33：公司“透明工厂”直播宣传海报.....13
图表 34：甘源食品口味型坚果系列.....14
图表 35：不同企业对新零售的理解.....14
图表 36：新零售的目的和途径.....15
图表 37：良品的新零售布局走在行业前列.....15
图表 38：良品铺子线上线下渠道发展均衡.....15
图表 39：良品铺子新零售运营框架.....16

疫情后休闲食品行业呈现出什么样的特点？

大部分企业疫情期间业绩承压，疫情后开始恢复

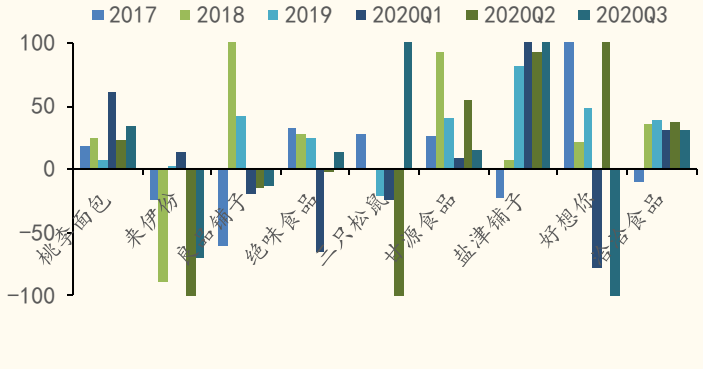
- **在疫情期间大部分休闲食品企业业绩承压，疫情后绝味和桃李环比改善明显。**绝味食品、好想你营收端增速转为负值，绝味从 Q2 季度开始逐步转正，此外良品铺子、桃李面包、三只松鼠、甘源食品等存在较为明显的下滑；除了桃李面包，上述企业疫情期间利润增速下滑也比较严重。主攻 KA 渠道的盐津铺子和洽洽食品业绩受影响程度较轻。目前来看，桃李面包和绝味食品疫情后环比改善明显，我们认为主要是受益线下渠道的复苏。
- **疫情期间毛利率普遍下滑，部分企业进入 Q3 后毛利率较往年有所提升。**盐津铺子、甘源食品、良品铺子、绝味食品在 Q1 期间毛利率下滑严重，Q2 毛利率开始恢复。而且，桃李面包、良品铺子、绝味食品、三只松鼠、盐津铺子、洽洽食品的 Q3 毛利率已超过往年水平。

图表 1：主要企业营业收入增速（单位：%）



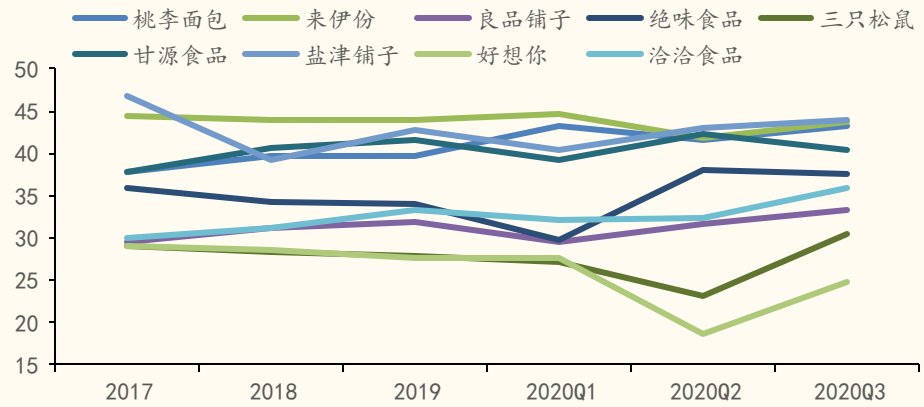
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：主要企业净利润增速（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：主要企业销售毛利率变化（单位：%）



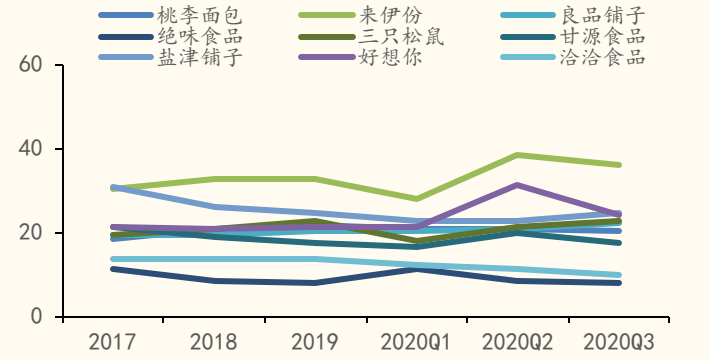
来源：Wind，国金证券研究所

销售费率疫情期间出现分化，疫情后基本回归常态；管理费率波动不大

- 在 Q1 和 Q2 期间，三只松鼠、洽洽食品和盐津铺子的销售费用率有所下降；绝味食品在 Q1 期间销售费用率反而有所提高。销售费率下降主要是部分企业推广、促销活动受限所致；绝味销售费率提升明显，主要是绝味在疫情期间加大对加盟商的补贴；Q3 季度，大部分企业的销售费率都回到和往年持平的水平。

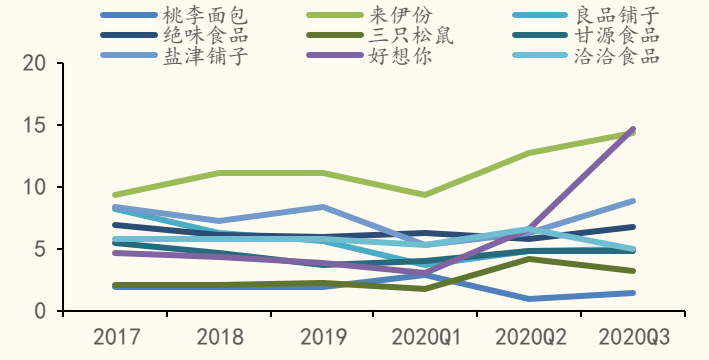
- 管理费用方面，好想你、三只松鼠、来伊份今年以来费用率明显上升；良品铺子今年以来管理费率与往年相比有所下降，主要系公司管理层面的改善。除此之外大部分企业疫情前后波动不大。

图表 4：主要企业销售费用率变化（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：主要企业管理费用率变化（单位：%）

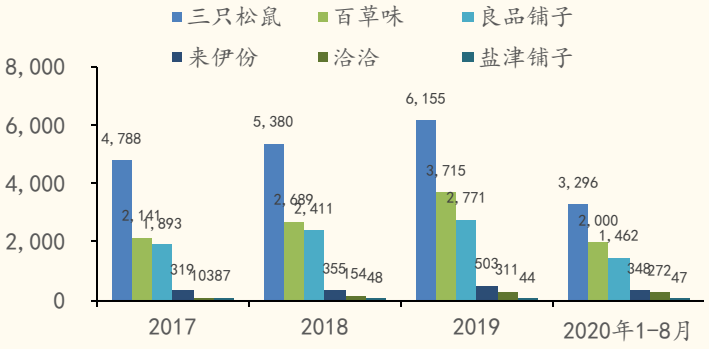


来源：Wind，国金证券研究所

线上整体进入量减价增周期，线下门店逐季恢复

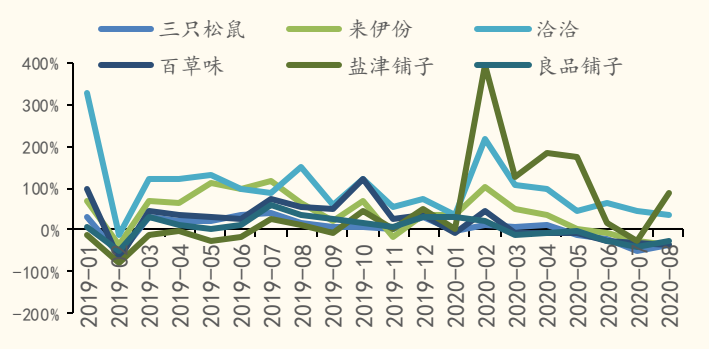
- 线上渠道方面，从增长态势来看，今年 2 月份是收入高增期，也对应我国疫情最严重的时期。我们认为 1）在应急需求高涨的情况下，带动了消费者对休闲食品的囤积需求。2）外出活动禁止的情形下，零食的休闲属性满足了长时间居家的消遣需求。
- 从量价的角度来看，今年 1 月份是价格提升期，主要是过年旺季，企业开始提价；但是 1 月份之后，大部分企业的价格与去年同期相比依旧处于较高位置，我们认为今年进入价格上行期，年初旺季的价格就显著高于往年。从销量的角度来看，今年 2 月份是销量高增期，但其余月份大部分企业的销量与去年同期相比有所下降。

图表 6：主要企业线上渠道营业收入（单位：亿元）



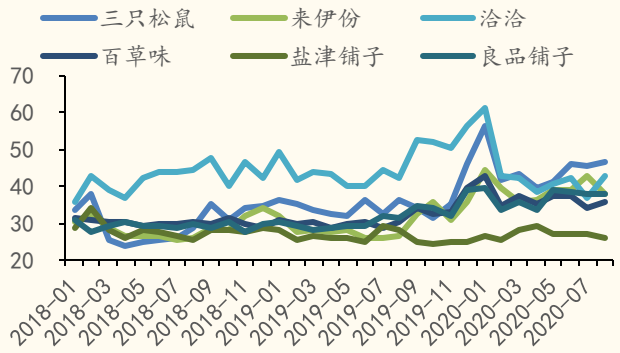
来源：阿里线上数据，国金证券研究所

图表 7：主要企业线上渠道营业收入同比增速



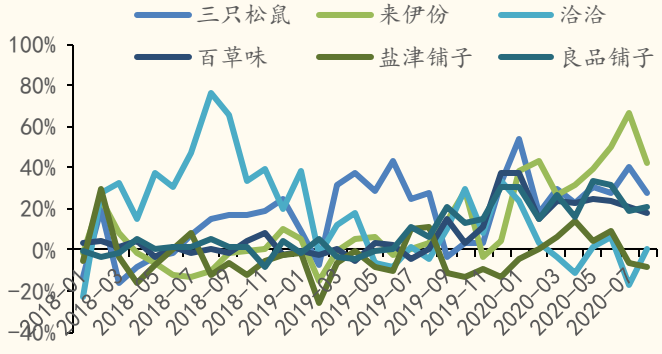
来源：阿里线上数据，国金证券研究所

图表 8：主要企业线上渠道销售均价（单元：元）



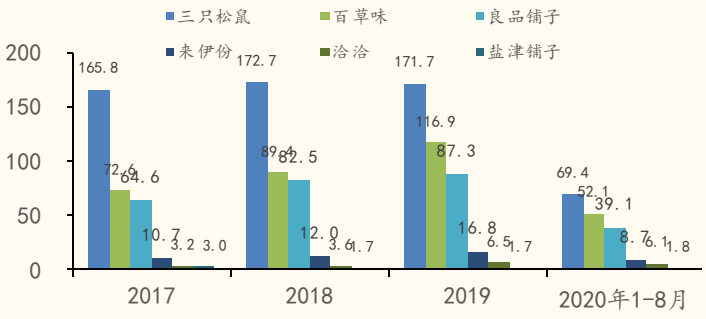
来源：阿里线上数据，国金证券研究所

图表 9：主要企业线上渠道销售均价增速



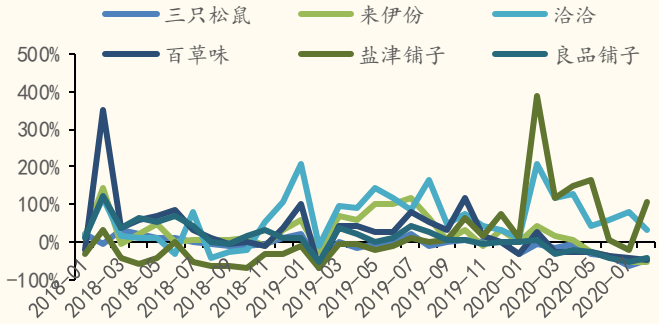
来源：阿里线上数据，国金证券研究所

图表 10：主要企业线上渠道销量（单元：百万件）



来源：阿里线上数据，国金证券研究所

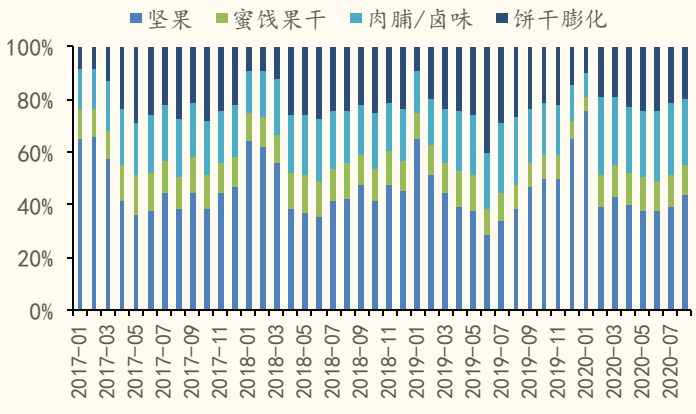
图表 11：主要企业线上渠道销量增速



来源：阿里线上数据，国金证券研究所

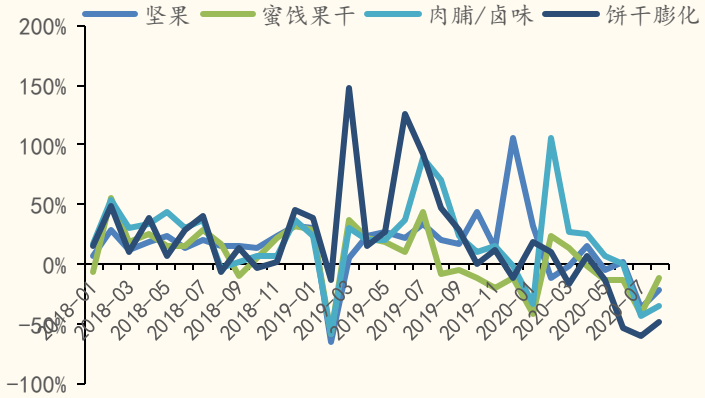
- 分品类来看，坚果的营收占比最高。2020 年 1-8 月主要品牌坚果销售额合计达到 23.70 亿，肉脯及卤制品销售额达到 8.70 亿，饼干膨化和蜜饯果干分别为 7.62 亿和 4.13 亿。尤其在过年季，坚果销售额占比会进一步提升。今年以来除了 2 月份，各品类的营收增速都处于下行期。从量和价的维度来分析，主要是销量的下滑导致营收下降。售价方面，除了饼干膨化，其余品类都处于上行期，尤其是肉脯和卤制零食的销售均价有较大幅度的上涨。

图表 12：各品类线上营收占比



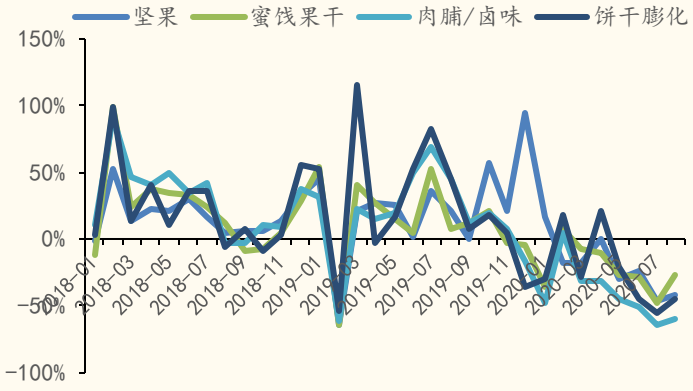
来源：阿里线上数据，国金证券研究所

图表 13：各品类线上营收增速



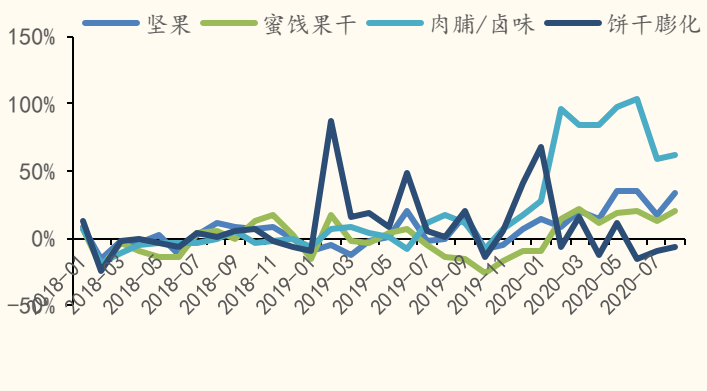
来源：阿里线上数据，国金证券研究所

图表 14：各品类线上销量增速



来源：阿里线上数据，国金证券研究所

图表 15：各品类线上均价增速



来源：阿里线上数据，国金证券研究所

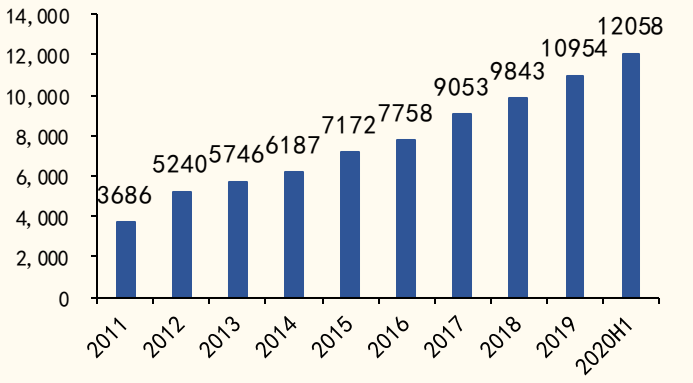
- 线下渠道方面，疫情期间商超和 KA 渠道受影响程度较轻；线下门店受影响严重，尤其是位于商圈、交通枢纽的门店基本处于关闭状态，相比之下社区门店仍旧拥有一定客流量。进入 Q3 季度，根据渠道调研，大部分企业的社区门店营收已经恢复到去年同期水平，而商圈和交通枢纽的门店还未完全恢复。

怎么看待后疫情时代休闲食品行业的发展趋势？

疫情可控后，关注线下门店的复苏

- 以卤制品行业为例，休闲卤制品主要以线下购买为主。疫情期间线下门店大多处于关闭状态，绝味、周黑鸭和煌上煌上半年的业绩均受到不同程度的影响。具体来说因门店选址位置的不同，受疫情影响的程度存在明显分化。位于生活社区地段的门店，主要消费群体是社区居民，客源稳定，复购率高，疫情期间受影响相对较小；而位于交通枢纽、学校、景区等位置的门店，主要依靠客流量带动消费，疫情期间业绩下滑幅度较大。
- 但是不同于小作坊和小品牌，在困难时段绝味和煌上煌都及时给经销商提供资金支持，鼓励加盟商逆势拿店，抢占新空出的核心地段高势能店铺，反而在增强了后续驱动力。上半年绝味净增门店 1104 家，煌上煌净增 446 家，超额完成计划。

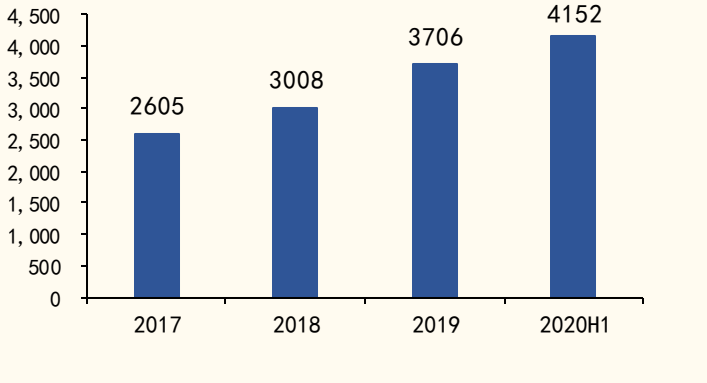
图表 16：绝味食品门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

注：公司 2020 年三季报未披露最新门店数量

图表 17：煌上煌门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

注：公司 2020 年三季报未披露最新门店数量

- 我们认为三、四季度是卤制品企业增速反转的重要拐点。以绝味为例，根据渠道调研，7 月份以来绝味食品同店增速逐月改善，10 月公司单月营收增速达到 9%，四季度持续改善的确定性高，收入增速有望实现双位数增

长。此外，四季度公司将完成“万家灯火”项目，主要是对门店的门头店招进行升级，过去几年绝味的同点增速保持在 3-5%左右，未来有望突破 5%。

下半年关注品类拓展+推广

- 上半年受疫情影响，大部分企业的新品推广计划延迟。随着线下流通渠道的复苏，部分企业开始加快新品推广的步伐。
- 洽洽食品于今年 7 月推出新品益生菌每日坚果和每日坚果燕麦片。一方面看准疫情后消费者对于自身健康的关注度达到前所未有的高度，及时推出两款健康产品；另一方面从长远来看，两款新品的目的主要是开拓新人群和新场景，益生菌每日坚果可将消费人群覆盖至儿童；每日坚果燕麦片则切入代餐领域。
- 甘源食品开始切入花生制品和口味性坚果，计划以专柜的模式推广坚果炒货类产品。具体来讲，通过品类扩张，公司逐步形成坚果炒货品类的产品矩阵，包括老三样（瓜子仁、青豌豆、蚕豆仁）、花生制品、综合豆果、综合果仁等。当 SKU 达到一定数量后，通过专柜陈列，有利于提升终端形象。 上半年受疫情影响，推广活动受限，下半年将加大推广力度。

图表 18：洽洽推出两款每日坚果新品



来源：国金证券研究所

图表 19：甘源食品专柜形象

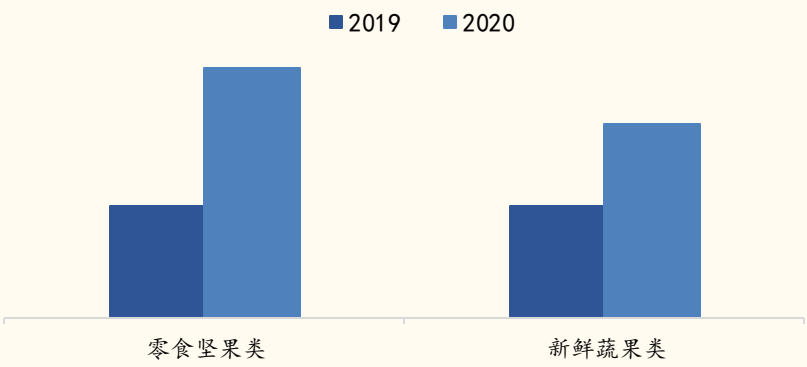


来源：国金证券研究所

疫情催化健康诉求，助推新鲜零食

- 疫情助推消费者对健康和营养的关注，“健康”、“营养”、“蛋白”、“新鲜”等字眼在疫情期间的热度大幅提升，今年 2 月份坚果和新鲜蔬果的销售额同比大幅度上升，反映了健康化饮食需求的提振。

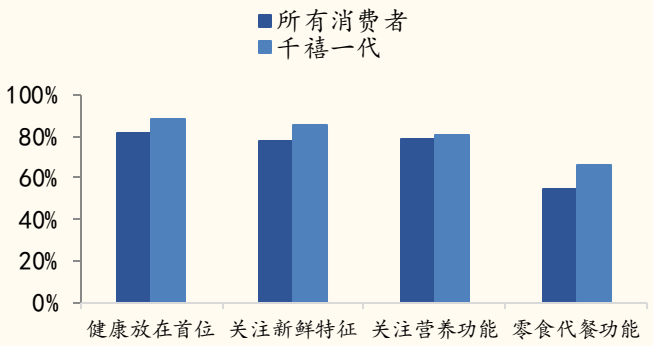
图表 20：健康食品销售额提升



来源：阿里电商 Tracker，国金证券研究所

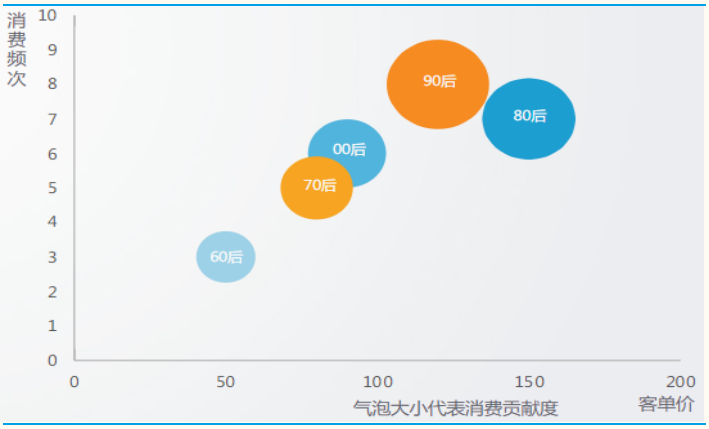
- 其实零食健康化是一直以来的趋势，尤其对于 80 后、90 后而言，购买零食时更加看重新鲜和健康。从购买频次和客单价来看，他们是购买新鲜零食的主力军，推动了这个市场的发展。

图表 21：消费者购买零食关注点



来源：The Harris Poll，国金证券研究所

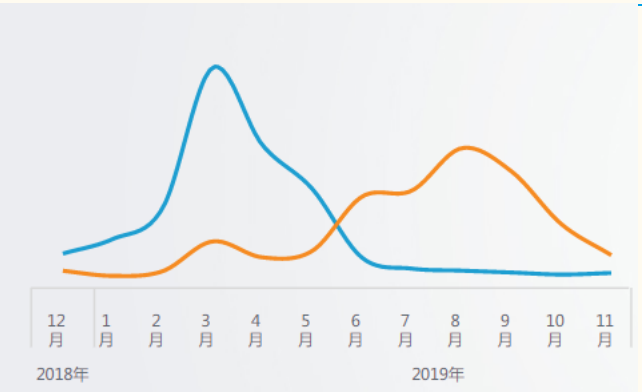
图表 22：不同年龄段消费者对新鲜零食的消费情况



来源：Ebrun Research，国金证券研究所

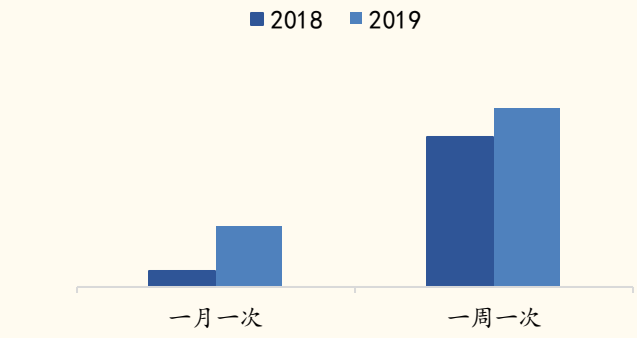
- 何为新鲜健康零食？从当前趋势来看，当季食材、保鲜技术和无添加是消费者的主要诉求。
  - 当季食材：比如时令水果越来越受欢迎，消费者对新鲜商品需求表现地十分积极，商品上市前就在线上开始搜索，如海南芒果在 3-4 月上市，攀枝花爱文芒果一般在 5 月中旬成熟，7 月份左右下市，在上市时间段，对应水果的搜索趋势明显上升。
  - 保鲜技术：越来越多消费希望可以新鲜配送，周期性配送、多次配送的消费人数持续上升，对企业保鲜技术的要求越来越高。
  - 无添加：超过 60%的消费者更愿意选择不添加食品添加剂的食品，不到四分之一的消费者会选择含有添加剂的食品。

图表 23：不同产地芒果的搜索人数趋势



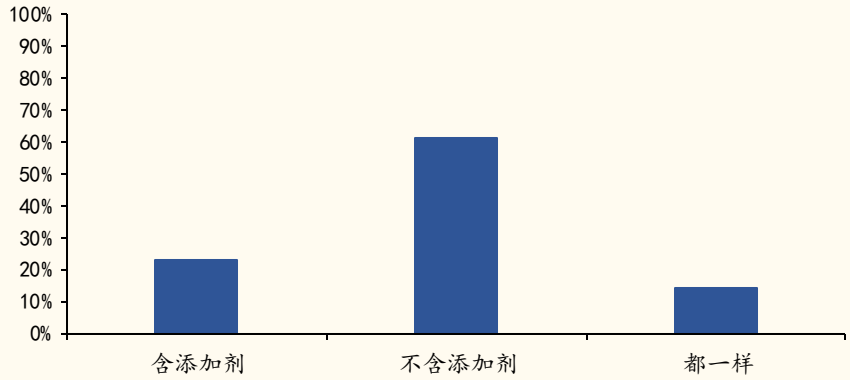
来源：CBN Data 消费大数据，国金证券研究所

图表 24：多次配送套餐购买人数



来源：CBN Data 消费大数据，国金证券研究所

图表 25：消费者选择商品时对添加剂的态度



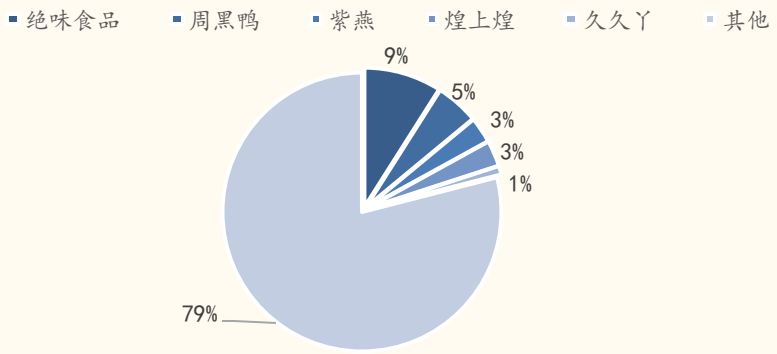
来源：CBN Data 消费大数据，国金证券研究所

当前时点休闲食品行业投资策略

主线 1：卤制品赛道空间广阔，下半年业绩复苏确定性强

- 长期看，卤制品连锁企业的渗透率提升空间较大。
  - 一方面，目前市场集中度低，连锁品牌空间巨大。按照零售口径计算 CR5 市占率为 21%，绝味食品市占率约 9%，周黑鸭市占率约 5%，紫燕和煌上煌市占率约 3%，久久丫占比 1%，连锁品牌渗透率远未达到天花板。而且连锁品牌取代小作坊是必然趋势，小作坊在成本控制、品质保障、供应链、门店布局上远远落后连锁企业，竞争力低。

图表 26：休闲卤制品竞争格局



来源：尼尔森，国金证券研究所

  - 另一方面，休闲卤制品主要以线下购买为主，线下门店是其主要销售渠道。休闲卤制品门店属于餐饮业少有的高坪效高周转业态，作为即食性小吃无需堂食和后厨面积，门店租金压力较小，而且客流量转化率较高，因此卤制品门店的投资回报期远远短于奶茶、快餐等，决定了卤制品门店可以快速扩张，使得连锁企业可以较快地完成规模化布局，提升市场份额。

图表 27：不同餐饮项目投资金额和回收期对比

投资项目	投资金额和回收期
周黑鸭	新门店资本开支约 12 万，收支平衡期 1-2 月，投资回收期 2-6 月
绝味食品	加盟门店前期开店投资固定成本约 10 万，投资回收期 12-18 月
一点点	加盟门店所需费用约 40-60 万
Coco	品牌单店加盟费全国统一 10 万，前期开店投资预算约 40 万
KFC	加盟费用 20-50 万，投资金额需 200-500 万

来源：国金证券研究所

- 短期来看，疫情后随着线下门店的恢复，单店收入明显回升；此外绝味、煌上煌均在在疫情期间抢占了大量高势能门店，预计今年下半年和明年高势能门店的营收会逐步体现。而周黑鸭开始逐步放开加盟模式，进行内部改革，预期边际改善效应较大。
  - 绝味食品：1）近几年每年保持新增 1000 多家门店的速度，在公司供应链能力的支撑下不存在配送压力，且门店数量在 1.5 万家之前不存在数量提升瓶颈。2）将营销策略“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，增加高势能门店。疫情导致核心商圈出现空白区域，2020 年逆势加强高势能门店的扩张，高势能门店单店营收显著高于普通门店，预计高势能门店在明年会产生明显的收益。
  - 周黑鸭： 1）逐步放开加盟模式。加盟模式试水一年后，目前反馈良好，公司回报率较高，加盟商合作意愿较强。疫情后开店会持续加速，店效保持较高水平。未来几年会是公司加盟门店快速放量期，有望驱动公司业绩进入快速增长期。2）同时调整核心团队，搭建符合新战略的管理层团队，助力公司的经营改革。
  - 煌上煌：1）公司加大布局省外区域市场，扩张空间巨大。公司在广东、福建、江西三地的营收达到 65%左右，其他地区的增量空间较大，2019 年公司在浙江、江苏、山东、贵州等新市场拓店表现优异，今年继续发力空白区域，20Q3、20Q4 分别计划开店 418 家、369 家，主要拓展山东、云贵、川渝等省外新市场，预计全年新开门店有望达到 1400 家，高于年初指引的 1200 家开店目标。2）拓店结构优化，增加高势能门店。上半年新开门店 80%为高势能门店，单店营收将显著高于社区和街边门店。

图表 28：卤制品企业门店数量和分布区域

	门店数量	分布范围
绝味食品	12058	全国
周黑鸭	1367	华中，华东，华南
煌上煌	4152	江西、福建、广东、浙江

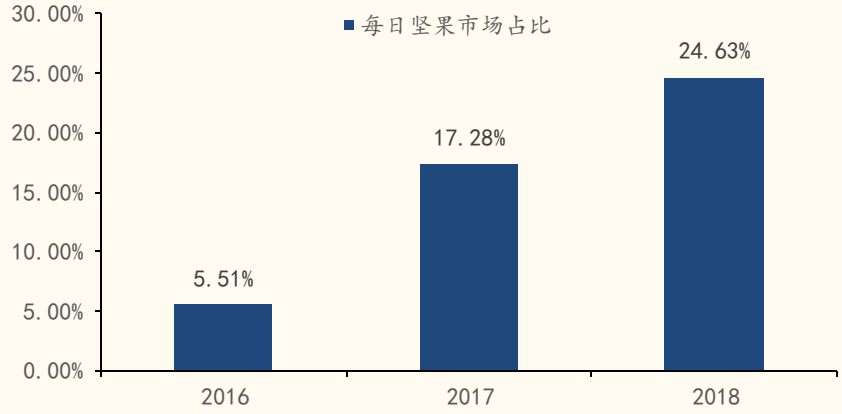
来源：公司公告，国金证券研究所

注：为 2020 年中报数据

主线 2：坚果品类契合健康新风向，关注头部品牌的差异化发力

- 坚果因较好满足健康需求，近几年来热度一直不减。沃隆于 2016 推出的“每日坚果”，通过小分装的形式将多种坚果和果干混合，兼具了健康、复合、美味、方便的属性，进一步打开了坚果领域的新空间。2018 年每日坚果在坚果行业的市场份额已经达到四分之一，2019 年的市场规模突破 100 亿，预计 2022 年将突破 200 亿。

图表 29：每日坚果市场占比



来源：坚果炒货专业委员会，国金证券研究所

- 坚果领域由于原材料加工度不高，因此同质化尤为严重。以每日坚果为例，目前每日坚果的参与者包括沃隆、洽洽、良品铺子、三只松鼠、百草味等头部品牌。各品牌每日坚果产品的主要成分差别不大，基本都是果干搭配坚果果仁，价位上相差亦不大。

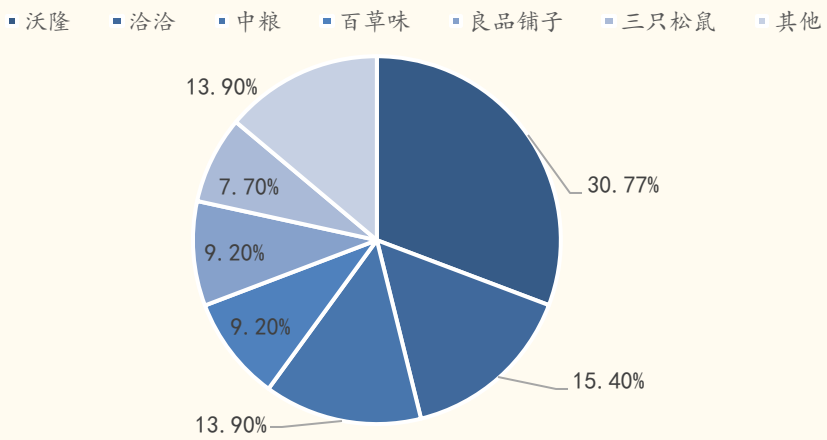
图表 30：各大品牌每日坚果对比

品牌	价格	主要成分
沃隆	149 元/750g	蔓越莓干、蓝莓干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、扁桃仁
洽洽	139 元/750g	蔓越莓干、葡萄干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、巴旦木仁
中粮	118 元/750g	红提子、蓝莓干、蔓越莓干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、扁桃仁
良品铺子	138 元/750g	红提子、蓝莓干、蔓越莓干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、开心果仁
三只松鼠	138 元/750g	黑加仑葡萄干、蓝莓干、蔓越莓干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、开心果仁、夏威夷果仁
百草味	138 元/750g	黑加仑葡萄干、蔓越莓干、樱桃干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、巴旦木仁

来源：淘宝，国金证券研究所

- **目前来看，我们认为洽洽食品在差异化定位上具备一定优势。**洽洽目前在每日坚果市场上市占率排名第二，为 15.4%，沃隆以 30.77%的市占率排名第一。洽洽属于自主生产型企业，加工端资历较深，因此洽洽结合自身优势，打造“锁鲜技术”标签。

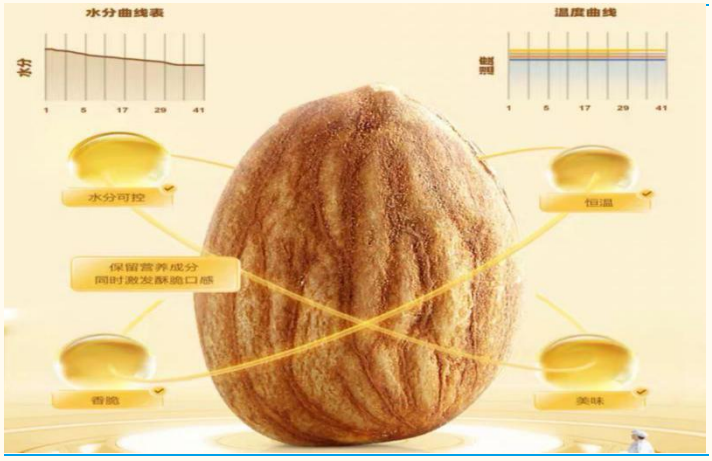
图表 31：每日坚果竞争格局



来源：中国食品协会，国金证券研究所

- 在营销方面，洽洽利用分众将营销理念“新鲜”、“品质”，深入每一个可能的消费场景，让广告精细化直达潜在消费者，2019 年公司投入播放 15 秒循环广告，不断强调“洽洽掌握关键保鲜技术“，强调“匠心精神”，强化洽洽品牌效应。致力在市场、行业、消费者内形成对洽洽坚果全球领鲜的一致感知。
- 基于在生产端的优势，洽洽还上线全面升级的透明工厂全球云直播，向全球消费者全方位展示其原材料产地及坚果生产工艺。此举激发了网友们的热情，百万网友共同参与监工洽洽透明工厂。该直播充分向消费者展示了“够新鲜，敢透明”的精神和态度，同时也为公司和产品带来了热度。根据官方发布的数据显示，在当天 11 个小时的直播里，线上累计观看总人数超过 513 万，直播间互动消息突破 4 万条，在全网曝光量累计 6000 万条以上。

图表 32：公司在生产工艺上具备锁鲜技术



来源：天猫，国金证券研究所

图表 33：公司“透明工厂”直播宣传海报



来源：公司官网，国金证券研究所

- **甘源食品借助产品力优势，切入口味型坚果市场。**甘源食品老三样产品瓜子仁、青豌豆、蚕豆都属于口味型籽类坚果，产品力较强，消费者复购率高。公司在口味方面具备一定优势，而且目前国内口味型坚果尚未有强势品牌，头部品牌的产品大多为原材料简单加工，保持原有风味；因此公司的市场空间比较广阔，借助优秀的产品力有望快速放量。
- 目前公司已经推出炭烧腰果、蜂蜜味核桃仁、椰香核桃仁等七种口味型坚果。此外，在正式切入该领域前，公司已经用部分产品做过市场测试，市场接受度较好。预计到明年上半年，公司还会陆续推出几块新口味，在商超组成甘源的“黑色坚果系列”。

图表 34：甘源食品口味型坚果系列



来源：国金证券研究所

主线 3：全品类赛道，关注新零售布局进程

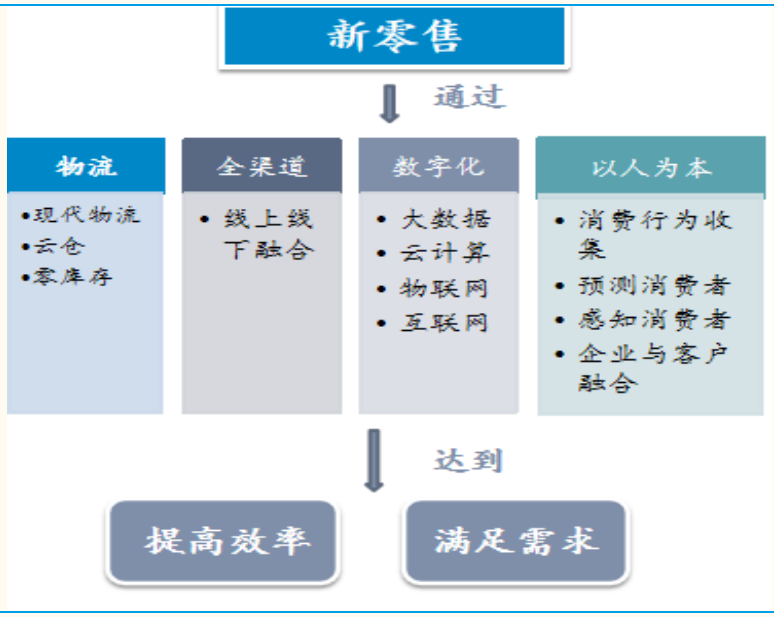
- “新零售”最早是由马云于 2016 年提出，目前市场上对零售的理解各有不同，但是可以提取的共同点包括：以消费者为主，提高效率。换言之，其实新零售的本质是数字化、全渠道、灵活供应链三者的融合，最终目的是满足消费者需求和提升效率。

图表 35：不同企业对新零售的理解

阿里巴巴	新零售是基于互联网思维和科技，通过整合线上、线下和物流，全面改革和升级现有社会零售，使商品生产、流通和服务过程更高效
小米	新零售的本质是改善效率，通过产品升级，释放消费者购买需求
海尔电商	新零售是企业和用户的融合，为消费者提供最佳的消费体验，实现定制化解决方案，颠覆现有制造体系
天虹	新零售是零售一个加速进化的阶段，使得零售价值赶上市场需求
商务部	新零售是以消费者体验为中心，以行业降本增效为目的，以技术创新为渠道的要素全面更新的零售
苏宁	新零售下，物联网和互联网结合，感知消费者、预测消费趋势、引导生产制造，提供多样化、个性化服务
京东	第四次零售革命下，基础设施变得可塑化、智能化、协同化，实现成本、效率和体验的升级

来源：亿欧智库，国金证券研究所

图表 36：新零售的目的和途径



来源：国金证券研究所

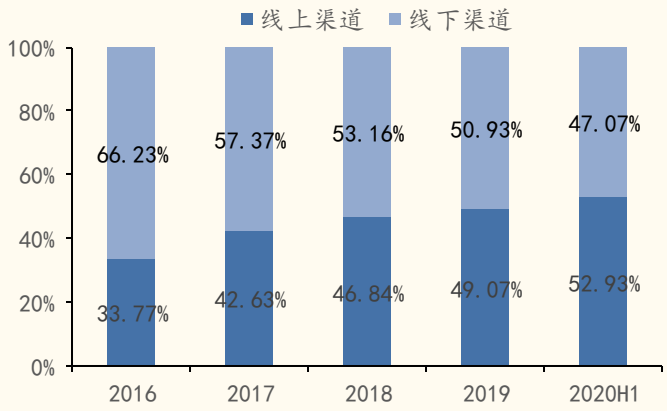
■ **目前来看，良品铺子率先完成了新零售布局。**一方面得益于公司坚持线上线下的协同发展，截至 2020 年 9 月底，公司已有 2569 家线下门店。另一方面得益于公司较早地开始信息化建设。良品铺子从 2014 年便开始和 IBM 、SAP 合作，开启信息化建设；2015 年引入一体化订单管理系统 OMS，打通前中后端，整合了收银、物流、财务等 10 多个系统和 30 多个线上线下平台，形成一个信息互通的有机整体。

图表 37：良品的新零售布局走在行业前列

公司	线上自营渠道	自营 APP	规模化门店	020 业务	灵活供应链	大数据分析	终端整合
三只松鼠	有	有		有	有	有	
来伊份	有	有	有	有	有	有	有
良品铺子	有	有	有	有	有	有	有

来源：亿欧智库，国金证券研究所

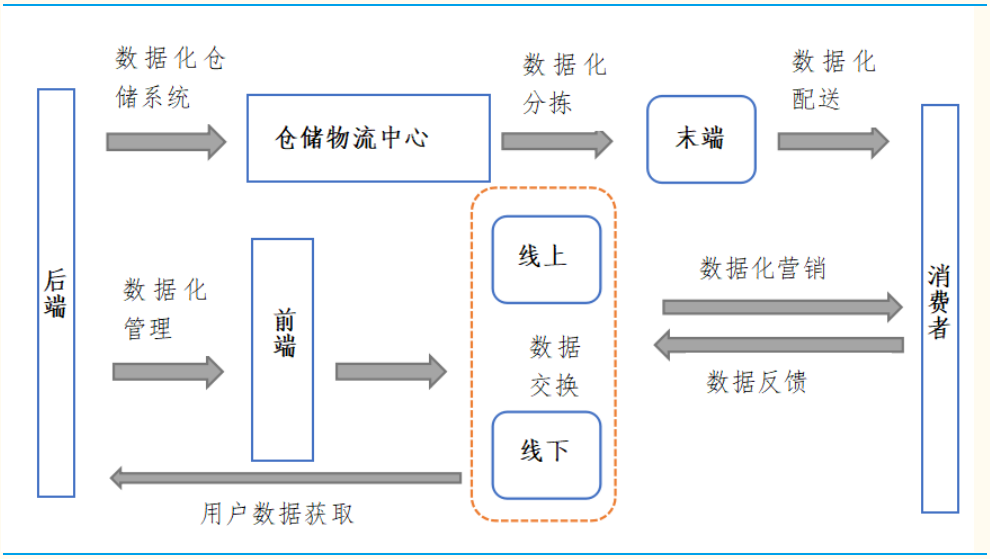
图表 38：良品铺子线上线下渠道发展均衡



来源：公司年报，国金证券研究所

■ 2017 年良品铺子的智慧门店便是新零售模式的代表。公司将 3700 万会员信息匹配到了 2000 多家“智慧门店”系统；通过统一线上线下记录，刻画更为清晰的用户画像。向新零售会员精准推送促销信息，效率是无差别短信投放的 30 倍，客单价则是平均值的 2 倍。同时把智慧门店成前置仓，消费者有门店自取、外卖和快递三种到货方式，货物到手的时间间隔越来越短。

图表 39：良品铺子新零售运营框架



来源：国金证券研究所

风险提示

- **原材料价格波动的风险。**食品加工行业原材料占比较高，尤其是坚果品类；此外卤制品的原材料价格与养殖业关联性较高，若上游原料价格大幅波动，将会对公司业绩产生一定的影响。
- **行业竞争加剧的风险。**当前休闲食品行业格局仍然较为分散，且同质性相对较高，各家竞争较为激烈，若未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，将会影响公司业绩表现。
- **食品安全的风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响公司口碑与销售。
- **疫情反复出现的风险。**行业内许多企业主要以线下渠道为主，若疫情出现反复，线下流通渠道可能受限，对企业业绩影响较大。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH