

证券研究报告

线上三强格局稳固，行业盈利趋势向好

——休闲零食深入研究之线上篇

行业评级：增持

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

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

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



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

投资要点（行业评级：增持）

01

休闲零食行业线上三强格局稳固，头部市占率稳步提升

从淘宝系平台看，2019年休闲零食线上增速18%，线上高增速红利时代基本结束，头部三强格局已经显现：三只松鼠市占率18%，同比提高3%；良品铺子市占率6%，同比提高2%；百草味市占率11%，同比提升1%，头部企业已经拉开与其他企业差距。

02

差异化竞争逐渐开启，行业盈利提升大势所趋

头部企业中，三只松鼠从2017-2019年以市场规模为主要战略目标，尤其2019年进一步加大了扩张力度，目前已经率先突破百亿规模，获得了领先的市占率；良品铺子2018年以来专注定位高端，不以规模为首要目标，尤其线上毛利率水平提升显著。展望2020年，随着松鼠品类持续扩展，重心兼顾线下，良品继续坚持高端、注重盈利，行业整体盈利水平有望进一步得到提升。2020年1月年货季三只松鼠等企业折扣率来看，这一趋势也得到印证。

03

投资建议

线上格局日渐稳固，头部差异化竞争，盈利能力提升大势所趋，建议增持：**三只松鼠**；受益标的：**良品铺子、好想你等**。

目录 / CONTENTS

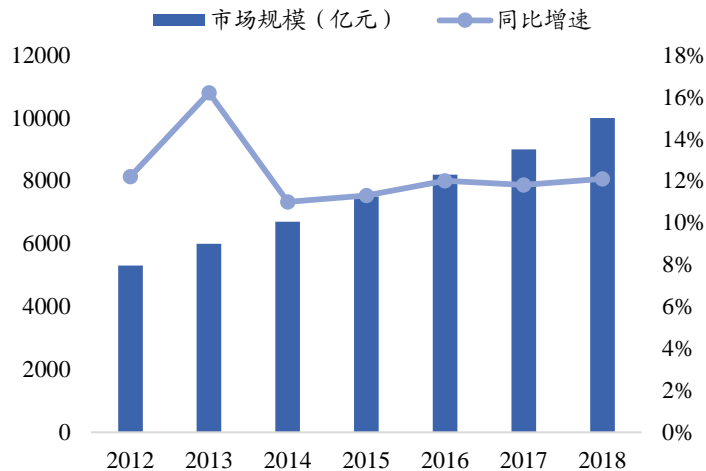
- 01 休闲零食线上三强格局稳固，龙头市占率进一步提升
- 02 三只松鼠：2019继续扩张，年货节价格战或有放缓
- 03 良品铺子：高端战略稳扎稳打
- 04 百草味：保持高增速，积极应对性价比竞争
- 05 线上三强主要数据对比

1 休闲零食线上行业空间大，龙头市占率提升

休闲零食行业空间大，电商渠道增长快

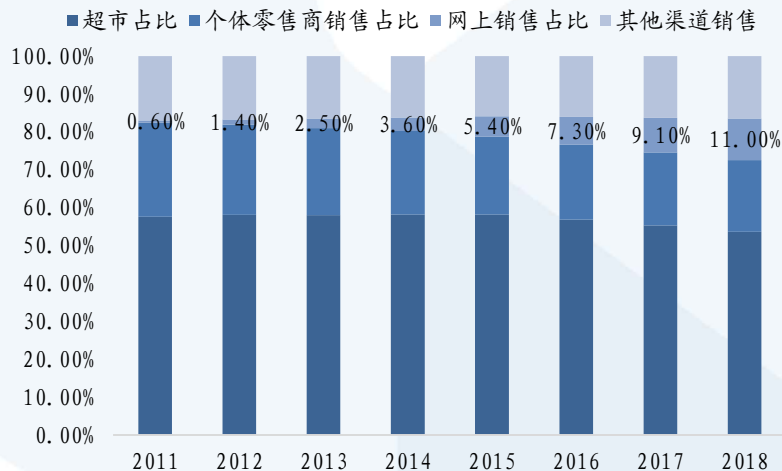
- 休闲零食行业市场规模持续扩大，电商渠道增长快。中国休闲零食行业规模2018年超过万亿，行业增速12%左右。随着三只松鼠、百草味为代表的线上企业崛起，国内休闲零食行业线上渗透率已超过10%。

图：休闲零食行业市场空间巨大



数据来源：弗若斯特沙利文，国泰君安证券研究

图：休闲零食行业的线上渗透率持续提升



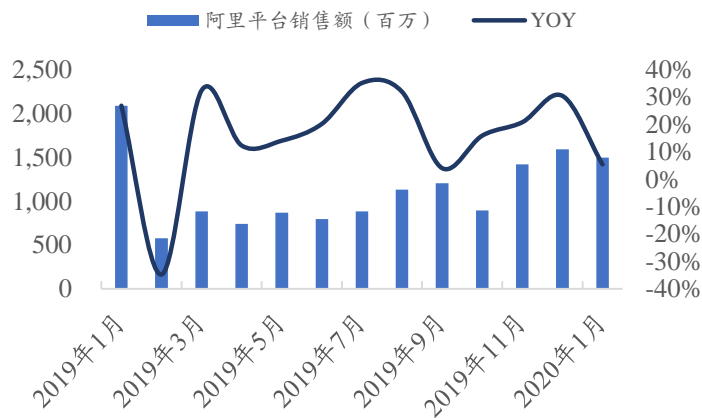
数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

1

线上市场规模巨大，龙头市占率进一步提升

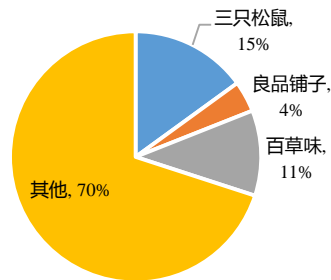
- 休闲零食行业线上市场规模巨大，头部企业市占率持续提升。2019年中国休闲零食行业阿里平台线上规模接近700亿，全年增速18%。头部企业市占率持续提升，截至2020年1月，三只松鼠市占率18%，同比提高3pct；良品铺子市占率6%，同比提高2pct；百草味市占率11%，同比提高1pct。

图：休闲零食行业线上市场空间巨大

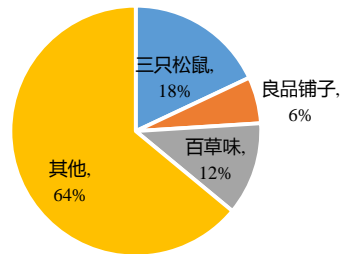


图：头部企业线上市占率提升


休闲零食阿里平台分品牌市占率
(2019.1)



休闲零食阿里平台分品牌市占率
(2020.1)



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究


国泰君安证券 | 诚信·责任·亲和·专业·创新

注：1、淘数据数据口径为阿里平台下品牌销售数据，包括旗舰店、淘宝店、天猫超市等；2、根据淘数据的规则，店铺宝贝的销售总额，等于页面促销价格*销售量（销售额不包含邮费、满减、优惠券、拍下立减等），因为休闲零食线上销售满减活动多，所以会与公司真实营收额有出入，仅供参考。下同

请参阅附注免责声明

1

渠道：休闲零食龙头均实现线上线下全渠道布局

- 休闲零食龙头纷纷补强渠道、实现线上线下全渠道融合。三只松鼠线上电商起家、近年来加码线下、自营+加盟稳步拓店；好想你收购百草味，线下+线上强强联合，完善电商渠道布局建设。良品铺子线下起家，但线上线下最为均衡，全渠道全品类推进高端化战略。

	门店数量	直营店	加盟店	线上收入 (亿元)	线上收 入占比	线下收入 (亿元)	线下收 入占比
良品铺子 (2019H1)	2200	765	1435	15.84	45.19%	19.21	54.81%
三只松鼠 (2019H1)	151	73	78	40.39	89.54%	4.72	10.46%
好想你 (2018)	800左右	未披露	未披露	40.73	82.30%	8.76	17.70%

1

线上市场规模持续扩大，头部企业线上增速高于行业平均水平

- 休闲零食行业线上市场规模持续扩大，头部企业增速高于行业平均水平。根据阿里平台线上销售数据显示，2019年1月至2020年1月，休闲零食行业线上市场规模持续扩大，2019全年增速18%，其中头部企业增速高于行业平均水平，三只松鼠线上全年增速39%，良品铺子线上全年增速25%，百草味线上全年增速39%。

表：休闲零食行业阿里平台线上营收增速

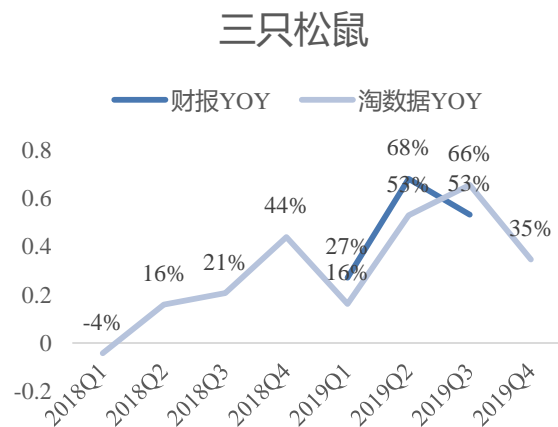
	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月	2019年5月	2019年6月	2019年7月	2019年8月	2019年9月	2019年10月	2019年11月	2019年12月	2020年1月
三只松鼠	39%	-55%	63%	41%	41%	70%	92%	70%	43%	43%	21%	36%	19%
良品铺子	-4%	-39%	43%	27%	15%	25%	81%	37%	39%	25%	24%	25%	59%
百草味	37%	-59%	53%	25%	37%	31%	77%	73%	36%	78%	56%	33%	14%
休闲零食行业	27%	-35%	32%	12%	14%	20%	35%	32%	4%	16%	21%	30%	5%

数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

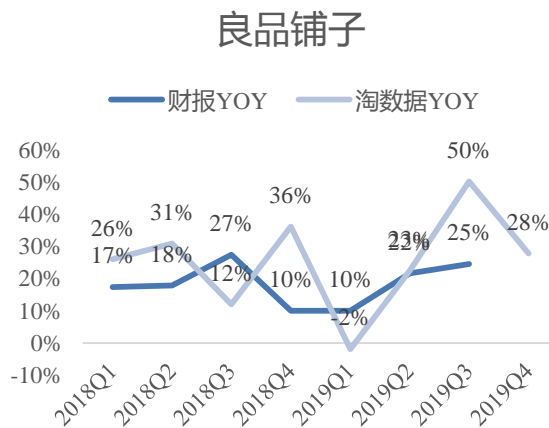
休闲零食头部企业：财报增速、淘数据增速拟合对比

- 头部企业财报增速和淘数据增速拟合较好，淘数据营收增速可作为领先指标。线上占比极高的三只松鼠和百草味，财报营收增速和淘数据营收增速拟合较好；良品铺子线下扰动，但2019年开始趋同度加强。

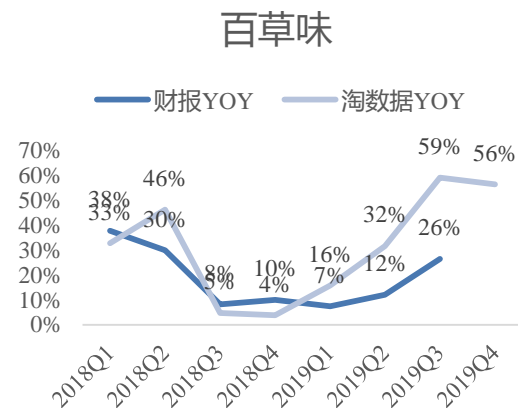
图：三只松鼠财报和淘数据增速拟合较好



图：良品铺子2019年后趋同加强



图：百草味历史同步率高



数据来源：弗若斯特沙利文，国泰君安证券研究

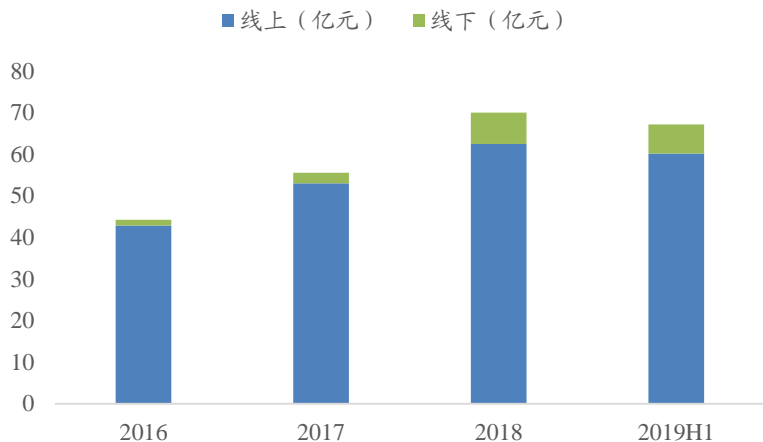
2

线上头部企业：三只松鼠，2019继续扩张，年货节价格战或有放缓

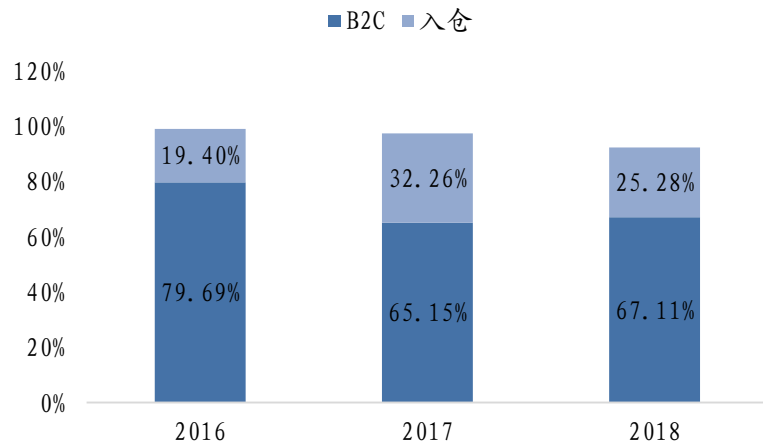
2 三只松鼠-休闲零食线上龙头

- 公司的核心销售渠道是线上销售，渠道红利深度挖掘。公司在前五大销售平台的营业收入占总收入的80%以上。由于渠道的多元化发展，2018年平台营收占比较之2017年同比下降8.56%，但2019年上半年第三方平台营收占比又有所回升，同比增长达7.31%。三只松鼠布局线上线下协同，构建多层次销售网络，目前线上销售依然是核心，其中B2C为主，入仓为辅。

图：线上营收为核心，线下快速发展



图：B2C为主，入仓为辅



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

2 三只松鼠-线上多平台合作

- 线上销售包括**在线B2C模式+统一入仓模式+自营手机APP**。目前，公司的线上销售主要通过和第三方平台合作实现。公司已经与多家头部电商平台达成了稳定友好的合作关系，如天猫商城、京东、苏宁易购、当当网、拼多多等，以在线B2C模式及统一入仓模式为主的渠道覆盖了全网主流平台。同时，公司推出了APP平台、微信商城等，移动APP端最高月销售流水已经突破1600万元人民币，成为了公司重要的线上销售渠道。

图：线上多平台合作，渠道优势明显

平台	平台接入类型	开始合作时间	主要合作模式
天猫商城	网页、WAP、APP等	2012年6月	公司自营模式
天猫超市	网页、WAP、APP等	2015年6月	统一入仓模式
京东	网页、WAP、APP等	2012年12月	公司自营模式
京东自营	网页、WAP、APP等	2016年3月	统一入仓模式
唯品会	网页、WAP、APP等	2013年12月	公司自营模式、统一入仓模式
苏宁	网页、WAP、APP等	2014年2月	公司自营模式
当当	网页、WAP、APP等	2013年9月	公司自营模式
拼多多	WAP、APP等	2017年12月	公司自营模式

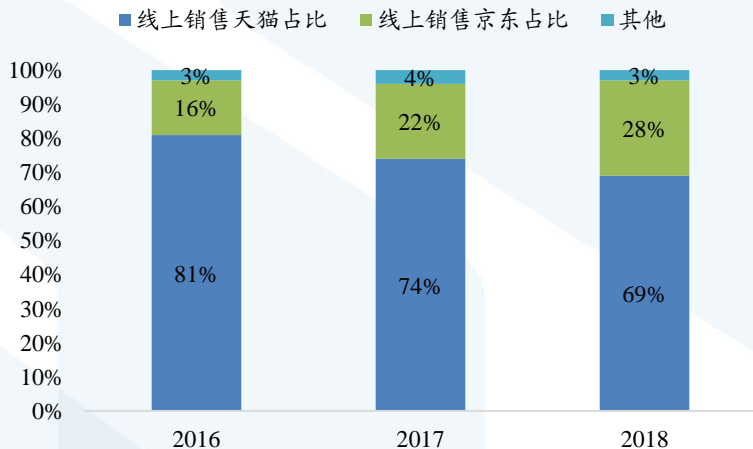
数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

2

三只松鼠-线上阿里平台占据主流，京东占比快速提升

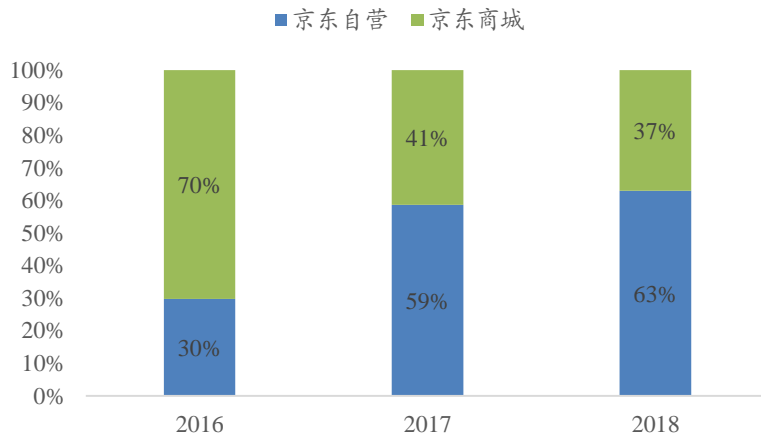
- 线上分平台看，天猫平台是主流，京东平台占比快速提升。线上阿里平台是营收主要贡献者，2016年至2018年，天猫平台线上占比保持在69%以上。随着公司和京东深入合作，京东平台线上占比快速提升，2016年至2018年占比由16%提升至28%，其中京东自营发展迅速，2016年至2018年在京东平台的占比由30%提升至63%。

图：天猫是主流，京东平台占比快速提升



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

图：与京东深度合作，京东自营迅速发展



2

三只松鼠-分平台销售数据

天猫平台是主流，京东平台快速提升。分平台看，天猫平台销售占比最大，其中天猫商城维持50%以上占比，天猫超市维持10%以上占比；京东平台占比快速提升，2016年至2018年占比由16%提升至28%。

图：三只松鼠分平台销售数据（百万）

平台	店铺	2016年度		2017年度		2018年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
天猫	天猫商城	2817	71%	2932	58%	3315	57%
	天猫超市	379	10%	779	16%	682	12%
京东	京东自营	189	5%	645	13%	1025	18%
	京东商城	446	11%	455	9%	602	10%
其他	唯品会	/	0%	205	4%	/	0%
	零售通	/	0%	/	0%	158	3%
	1号店	137	3%	/	0%	/	0%
合计		3967	100%	5016	100%	5782	100%

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

2

三只松鼠-阿里平台销售数据，市占率持续提升

- 持续促销，扩张市场份额。2019年三只松鼠保持高强度促销模式，快速提升市场份额，2019年2月至2019年7月，公司市占率由10%提升至17%。年货期间，三只松鼠市占率进一步提升至18%。

图：春节期间，三只松鼠线上销售市占率进一步提升

月份	销售额	YOY	销量	YOY	单价	YOY	市占率
2019-01	1,514	39%	31	7%	49	30%	15%
2019-02	237	-55%	7	-50%	34	-10%	10%
2019-03	417	63%	12	42%	34	15%	10%
2019-04	381	41%	11	14%	34	24%	9%
2019-05	491	41%	14	1%	36	40%	12%
2019-06	715	70%	20	20%	36	42%	15%
2019-07	792	92%	24	41%	33	36%	17%
2019-08	749	70%	20	24%	37	37%	13%
2019-09	814	43%	21	24%	40	15%	10%
2019-10	662	43%	17	14%	39	26%	12%
2019-11	1,410	21%	31	-2%	46	24%	16%
2019-12	1,243	36%	25	5%	49	30%	15%
2019合计	9,426	37%	232	10%	41	25%	14%
2020-01	1,806	19%	31	0%	59	19%	18%

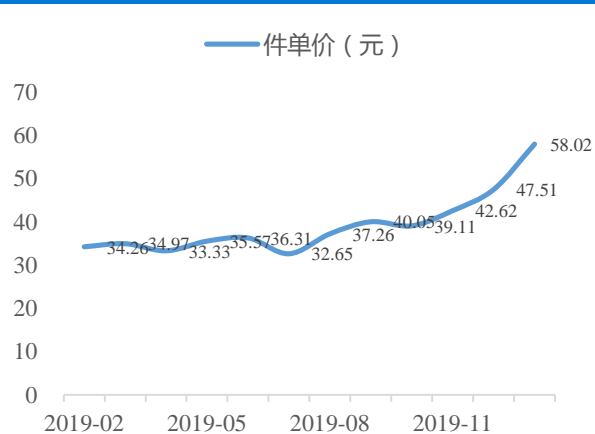
数据来源：淘数据、国泰君安证券研究

2

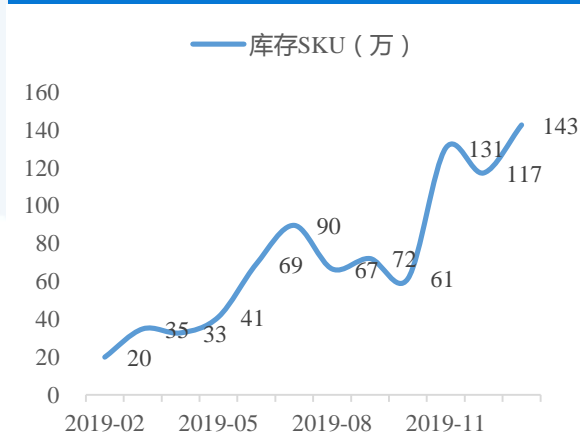
三只松鼠-用户粘性持续提升，消费频次稳步提高

- 消费频次提高，用户粘性持续提升。从长期看，2016年至2018年，用户消费频次在逐步提高，高消费频次占比持续提升，2019年四季度至年货期，休闲零食销售旺季，件单价稳步提升，SKU震荡上升，目前件单价58元，SKU143万。

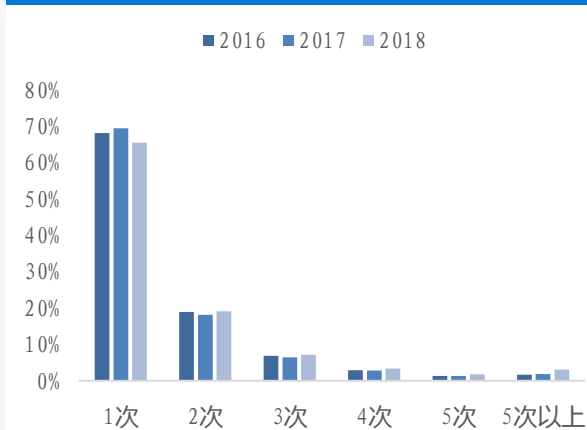
图：四季度件单价稳步提升



图：SKU持续提升



图：高消费频次占比逐年提高



数据来源：三只松鼠招股书、淘数据、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

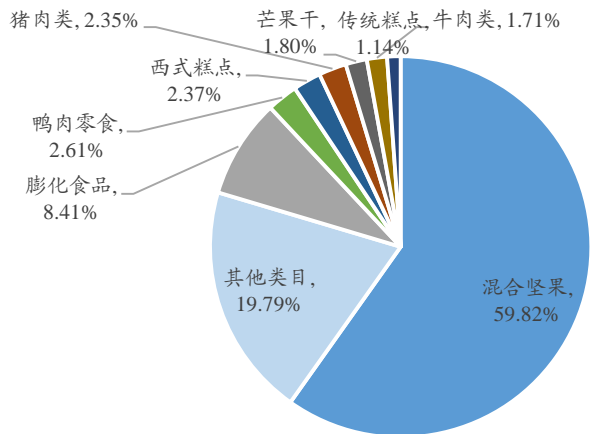
请参阅附注免责声明 16

2

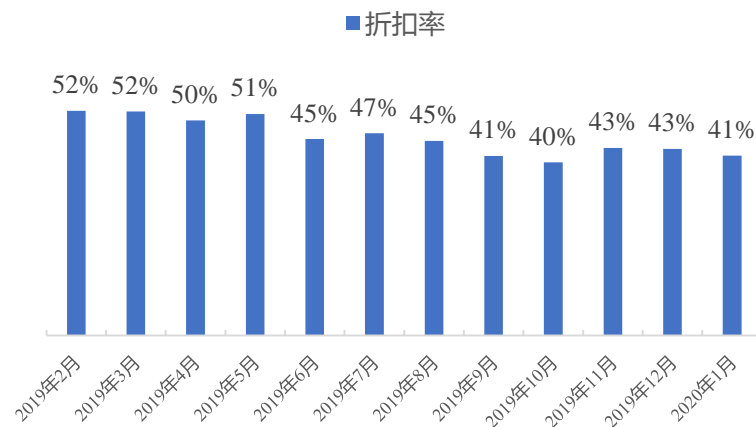
三只松鼠—线上坚果是主要消费品类，高折扣率逐步下降

- 坚果类产品是线上销售核心品类，高折扣率逐步下降。分品类看，公司坚果类产品为最核心品类，占比达到60%，膨化食品为第二大品类，占比8%；其次肉铺、糕点、果干其他品类占比在2-3%，相对较低。折扣率看，公司折扣率水平较高，2019年2月达52%，至2020年1月折扣率下降至41%，但折扣率依然处于较高水平。

图：分品类销量，坚果类占据绝对份额



图：折扣率下降趋势，但依然处于高水平



数据来源：淘数据、国泰君安证券研究，注：折扣率数据口径为淘数据店铺宝贝销售数据，折扣率=1-折扣价/原价，计算每月所有宝贝折扣率，取平均值

2 三只松鼠-线上毛利率呈下降趋势

- 公司2016-2018年线上毛利率呈下降趋势，市场份额先行战略阶段成果达成。公司为抢占市场份额，持续推出爆款产品，提高销售费用，2016-2018年，公司为拓展零食产品市场份额，推出零食爆款产品来加快零食产品推广节奏，2016-2017年，公司推出爆款猪肉脯产品来满足消费即食、休闲的需求；2017年起，公司抓住年轻消费者消费习惯，推出爆款面包单品来满足消费者需求。

图：线上毛利率零食类最高，坚果和果干类次之

产品	渠道	2016年度	2017年度	2018年度
坚果产品	线上平台	28.14%	26.74%	27.86%
	直营	37.98%	37.49%	39.18%
	加盟	-	-	17.23%
	大客户团购	32.69%	32.92%	31.20%
	合计	28.32%	27.09%	28.34%
零食产品	线上平台	34.46%	31.73%	28.23%
	直营	43.22%	41.80%	46.19%
	加盟	-	-	20.24%
	大客户团购	28.23%	35.72%	26.65%
	合计	34.41%	31.90%	28.95%
果干产品	线上平台	29.83%	28.47%	23.97%
	直营	42.84%	40.95%	41.22%
	加盟	-	-	14.99%
	大客户团购	35.70%	35.54%	25.36%
	合计	29.92%	28.89%	24.61%

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

2 三只松鼠-2020年年货节线上折扣收窄

- 2020年货节期间，公司整体折扣率收窄。春节前两个月三只松鼠淘系推算折扣率在41%-43%，低于2019年同期水平，同时，从淘数据检测来看，最畅销产品每日坚果大礼包，实际到手价98元，折扣率49%。

表：三只松鼠日常期间线上明星单品

爆品	品类	价格	克数	单价/100克	月销量
三只松鼠	每日坚果	99	750	13.2	35W+
三只松鼠	拉面丸子	4.7	85	5.53	130W+
三只松鼠	爆浆果汁软糖	5	40	12.5	50W+
三只松鼠	中秋零食大礼包	149	1533	9.72	35W+
三只松鼠	锅巴	3.3	60	5.5	120W+

表：三只松鼠年货期间线上明星单品

热销宝贝	原价	折扣价	到手价	销量(万)	销售额(万)	收藏量(万)
【三只松鼠_坚果大礼包1428g/8袋】零食干果礼盒每日坚果混合送礼	188	98	98	247	24188	246
【三只松鼠_零食大礼包】休闲食品网红爆款坚果小吃饼干年货送礼	80	59.9	59.9	49	2930	310
【三只松鼠_坚果大礼包1633g/9袋】零食每日坚果干果混合送礼礼盒	300	148	138	45	6227	55
【三只松鼠_坚果大礼包2348g/13袋】零食每日坚果混合送礼礼盒	360	198	188	44	8268	42
【三只松鼠_夏威夷果265gx2】零食食品坚果干果特产奶油每日袋装	80	46.2	42.7	40	2087	34

数据来源：淘数据、公司招股说明书、国泰君安证券研究

2 三只松鼠-春节后逐渐恢复发货

- 春节后2月10号物流恢复发货，满减活动开启，有168元减10、268元减20元、聚划算、前300份半价等活动。巨型零售大礼包，内含30包休闲小吃，原价399元，聚划算活动价188元，折扣率达53%，平均每小包零食6元。

图：三只松鼠天猫最新促销活动



数据来源：淘宝

3

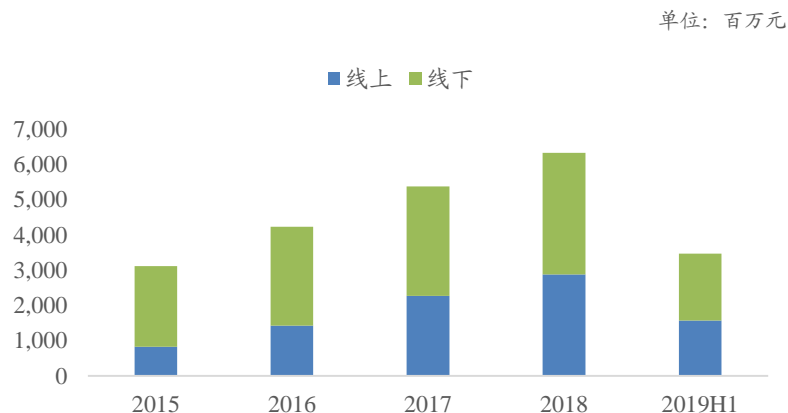
线上头部企业：良品铺子，高端战略稳扎稳打

3

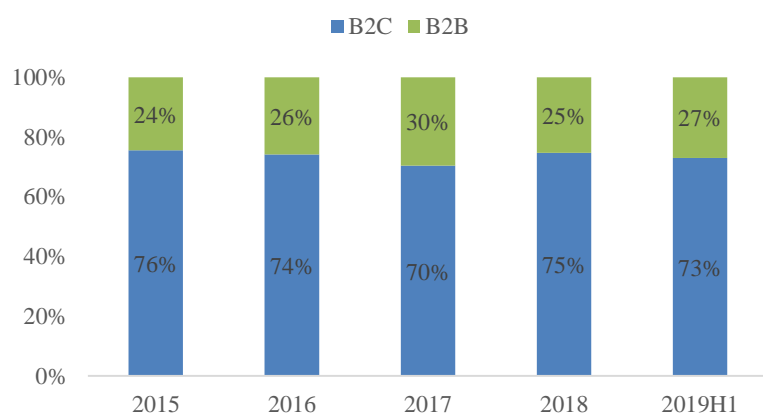
良品铺子-线上发展先疾后稳，B2C中坚力量

线上发展先疾后稳，营收占比持续提升，线上百花齐放，2C为主，2B为辅。B2C模式分为平台旗舰店模式和自营平台模式两种，前者通过天猫、京东、微信商城等第三方销售平台，开始品牌旗舰店，后者通过公司自营 APP 等自营途径进行销售；B2B 模式主要分为线上代销和线上经销两种，前者主要包括京东自营及电商平台的线上经销商，后者主要包括天猫超市、一号店等平台。对线上平台，公司坚持“平台电商+社交电商+自营APP”的多线布局的发展策略，随着线上渠道全覆盖，线上规模持续上升，2C为主，2B为辅，并逐渐发力，2015年至2019年6月，B2C占比持续保持在60%以上，B2B占比由24%提升27%。

图：线上发展先疾后稳，营收占比接近50%



图：B2B小幅提升，B2C中坚力量



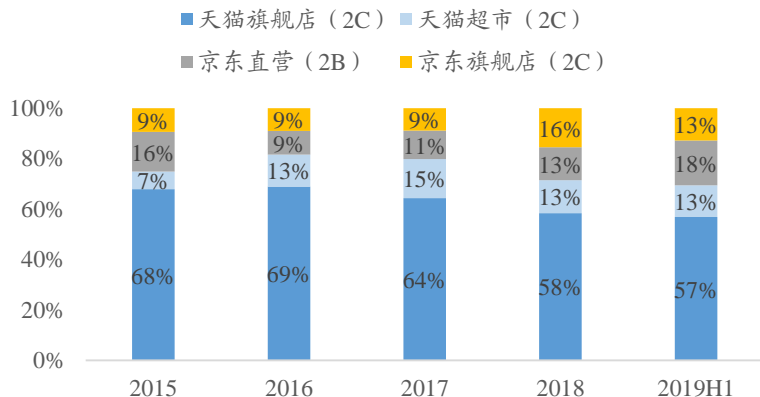
数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

3

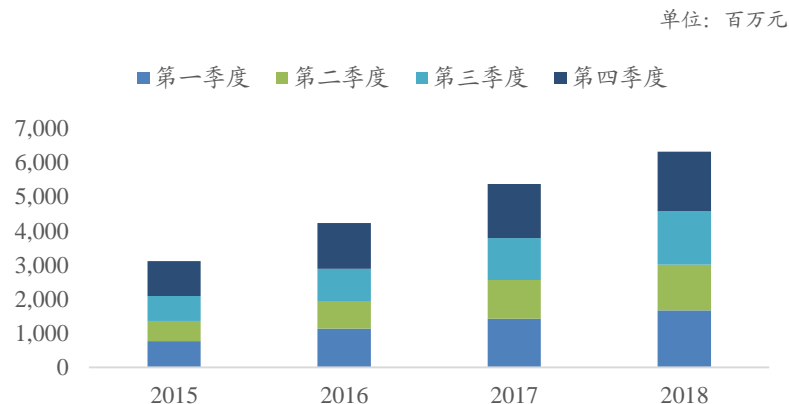
良品铺子-线上天猫平台占据主流，京东平台占比快速提升

线上天猫平台占据主流，京东占比迅速提升。天猫是线上销售主流平台，占比保持平稳上升，2015年至2019年，天猫旗舰店占比稳定保持在55%以上。2015年至2019年，随着良品铺子和京东达成战略协议，京东平台占比快速提升，其中直营店占比由7%提升至18%，旗舰店占比由9%提升至13%。

图：天猫平台占据主流，京东平台占比快速提升



图：线上销售受季节影响，第一、四季度销售占比高



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

3 良品铺子-分平台销售数据

线上发展迅速，2C主力，2B销售占比持续提升。在休闲食品行业及互联网行业飞速发展的背景下，公司积极布局线上线下销售渠道，门店数量持续增加，线上平台合作深入开展，销售规模持续扩大。其中，2C是线上销售核心，2016年至2019年6月，天猫旗舰店销售占比保持在47%以上。

图：良品铺子分平台销售数据，2C为主，2B为辅

项目	店铺	2016年度		2017年度		2018年度		2019年1-6月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
B2C	天猫旗舰店	76,237.81	53.48%	123,529.28	54.46%	147,527.72	51.26%	75,143.12	47.93%
	京东旗舰店	10,022.01	7.03%	17,076.78	7.53%	39,269.58	13.65%	16,978.75	10.83%
	良品APP商城	-	-	618.56	0.27%	3,174.35	1.10%	2,015.66	1.29%
	其他	19,518.71	13.69%	18,501.20	8.16%	24,892.23	8.65%	20,279.88	12.94%
B2B	京东自营店	10,352.30	7.26%	21,695.17	9.57%	32,966.34	11.46%	23,431.17	14.95%
	天猫超市	14,012.96	9.83%	29,730.92	13.11%	32,884.68	11.43%	16,773.39	10.70%
	唯品会入仓店	687.55	0.48%	4,332.57	1.91%	2,891.83	1.00%	-	-
	线上经销	8,228.18	5.77%	9,138.16	4.03%	600.06	0.21%	-	-
	其他	3,481.37	2.44%	2,187.05	0.96%	3,574.69	1.24%	2,152.82	1.36%
合计		142,540.89	100.00%	226,809.69	100.00%	287,781.48	100.00%	156,774.79	100.00%

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

3

良品铺子-阿里平台销售数据，市占率稳定提升

阿里平台市占率稳健提升。从阿里平台线上销售数据看，公司2019年线上市占率稳步提升，1月至10月，市占率由4%提升至7%，截止2020年1月，市占率稳定保持在6%。

图：良品铺子阿里平台线上销售市占率稳定提升

月份	销售额	YOY	销量	YOY	单价	YOY	市占率
2019-01	352	-4%	12	-5%	30	7%	4%
2019-02	105	-39%	4	-26%	24	-18%	4%
2019-03	234	43%	9	43%	27	0%	5%
2019-04	225	27%	8	11%	29	14%	6%
2019-05	233	15%	8	-7%	29	24%	5%
2019-06	334	25%	12	0%	28	26%	7%
2019-07	336	81%	11	31%	31	38%	7%
2019-08	317	37%	10	4%	30	32%	5%
2019-09	342	39%	10	4%	33	34%	7%
2019-10	324	25%	10	4%	34	20%	7%
2019-11	567	24%	17	3%	33	20%	6%
2019-12	447	25%	11	-77%	40	39%	5%
2019合计	3,815	24%	122	3%	31	20%	6%
2020-01	561	59%	12	5%	46	52%	6%

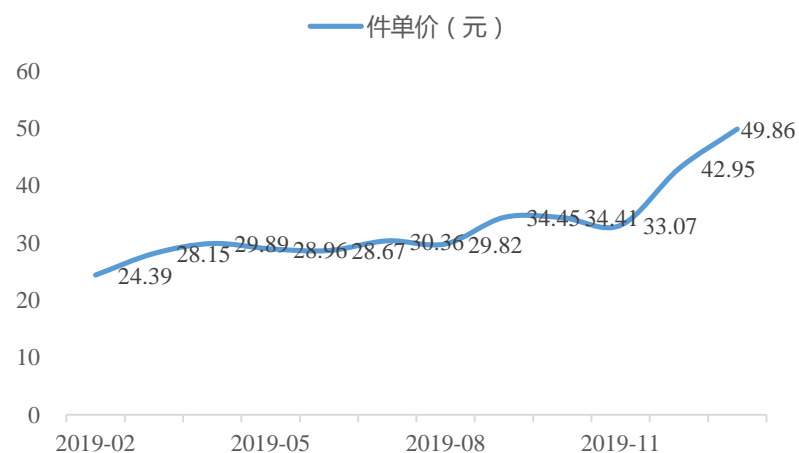
数据来源：淘数据、国泰君安证券研究

3

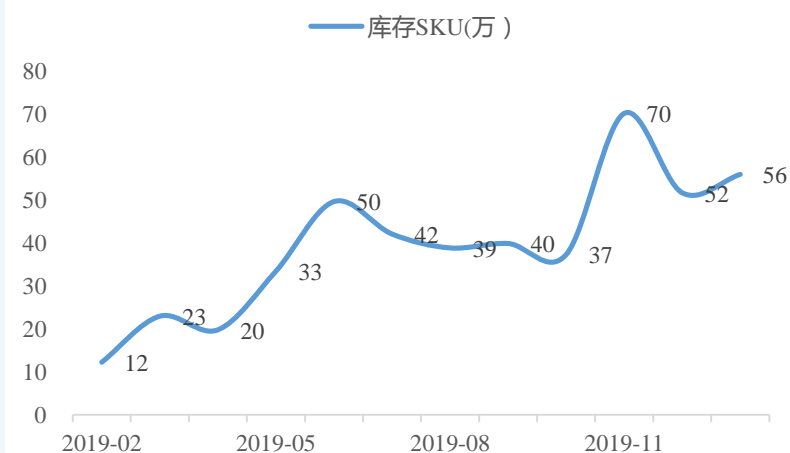
良品铺子-高端战略差异化竞争，件单价提升，SKU稳定

- 高端战略差异化竞争，件单价提升，SKU快速上升后稳定。**2019年公司继续聚焦高端战略，差异化竞争，保证高端健康品质和高端用户体验。一季度和四季度销售旺季，平均件单价稳步提升，2019年9月至2020年1月，平均件单价由34元提升至50元，提升幅度接近一倍；同时，SKU稳定维持在50万左右的高水平。

图：高度战略差异化竞争，件单价持续提升



图：SKU数迅速上升



数据来源：淘数据、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

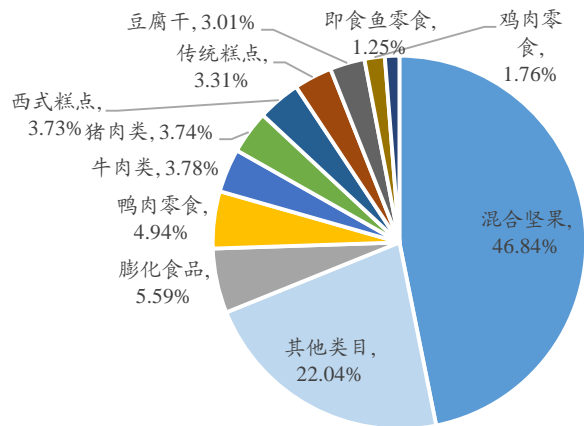
请参阅附注免责声明 26

3

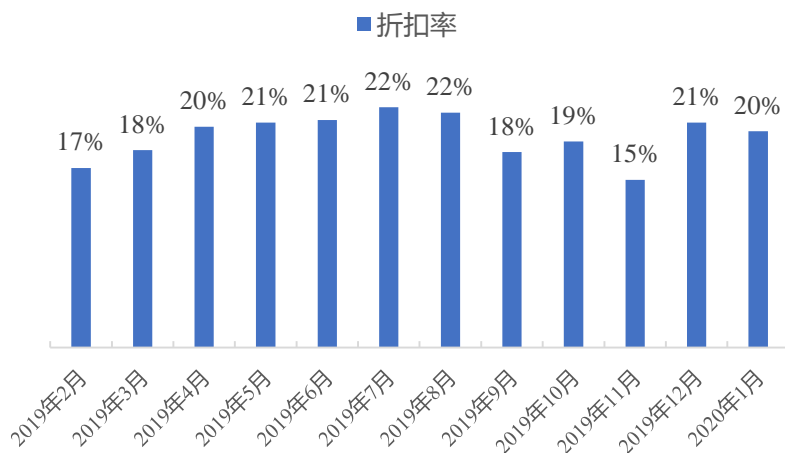
良品铺子-品类销量占比均衡，折扣率保持较低水平

- 线上产品混合坚果是明星品类，折扣率保持较低水平。公司具有天然全品类优势，其中混合坚果类销售依然第一，占比47%，膨化食品第二占比6%，肉制品占比明显较高，平均占比在4%左右。良品所以商品平均折扣率保持较低水平，平均折扣率20%（主要系品类多，不打折的产品占比高）。

图：分品类销售占比，良品结构更均衡



图：折扣率保持在较低水平



数据来源：淘数据、国泰君安证券研究，注：折扣率数据口径为淘数据店铺宝贝销售数据，折扣率=1-折扣价/原价，计算每月所有宝贝折扣率，取平均值

3 良品铺子-线上毛利率稳步提升

- **公司对线上、线上销售渠道所售产品采取差异化策略。**即线上、线下模式所销单品除部分全渠道推广单品外，均为不同规格商品，线上、线下渠道分别制定价格策略，单独定价，维护相关渠道价格稳定性。线上销售模式定价：①线上B2C渠道根据终端零售定价毛利率，以产品成本为基础计算终端零售价；②线上B2B渠道以线上终端零售指导价的一定折扣为基础确定供货价。电商渠道为实现不同品类的均衡发展，并改善渠道毛利率水平，将更多的折扣、宣传资源由坚果炒货向糖果糕点、素食山珍等品类倾斜。

图：良品铺子线上分品类毛利率

	2015	2016	2017	2018	2019H1
肉类零食	24%	28%	27%	27%	
坚果炒货	7%	13%	17%	26%	
糖果糕点	27%	33%	29%	29%	
果干果脯	29%	33%	31%	31%	
素食山珍	37%	40%	38%	37%	
线上合计	18%	24.70%	25.63%	28.44%	28.83%

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

3 良品铺子-2020年货季折扣率略有增加

- 2020年货节期间，公司线上折扣率略有增加。春节前两个月良品铺子淘系推算折扣率在20%，略高于年前水平，这与公司年货加强线上销售策略有关。从淘数据检测来看，最畅销产品每日坚果大礼包，实际到手价98元，折扣率44%。

图：良品铺子日常期线上明星单品

爆品	品类	价格	克数	单价/100克	月销量
良品铺子	每日坚果	89	750	11.9	10W+
良品铺子	爆米花	4.9	68	7.21	50W+
良品铺子	山楂片	19.8	175	11.31	30W+
良品铺子	零食大礼包	99	836	11.84	35W+
良品铺子	锅巴	9.7	90	10.78	80W+

图：良品铺子年货期线上明星单品

热销宝贝	原价	折扣价	均价	销量(万)	销售额(万)	收藏量(万)
【良品铺子坚果零食大礼包】每日坚果混合干果整箱装礼盒情人节	176	108	98	69.1553	6777.2194	36.106
【良品铺子坚果大礼包1484g/9袋】每日干果零食混合整箱礼盒	222	148	138	25.7847	3558.2886	9.6918
【良品铺子-岩焗乳酪吐司500g】早餐食品面包整箱蛋糕网红小零食	45	39.5	32.1	19.4511	622.585388	26.94
【良品铺子-猪肉脯100g】猪肉铺熟食肉类小吃零食休闲食品满减	40	28.9	25.34	17.7696	450.313561	26.5454
【良品铺子麻辣零食大礼包】网红小吃整箱充饥夜宵休闲小食品一箱	55	54.9	44.98	15.7036	706.358468	61.6458

数据来源：淘数据、国泰君安证券研究

3 良品铺子-春节后2月14日开始恢复发货

- 春节后2月14号全国物流恢复正常发货，满减活动开启，有98元减10、200元减20元、爆款满300元减180元，聚划算等活动。情人节零食大礼包，内含20包休闲小吃，原价235元，聚划算活动价139元，叠加优惠券满139元减20元，到手价109元，折扣率达54%，平均每小包零食5.5元。（不考虑天猫优惠券，则折扣率41%，略低于松鼠，平均每包7元，略高于松鼠）。

图：良品铺子天猫最新促销活动



数据来源：淘宝、天猫

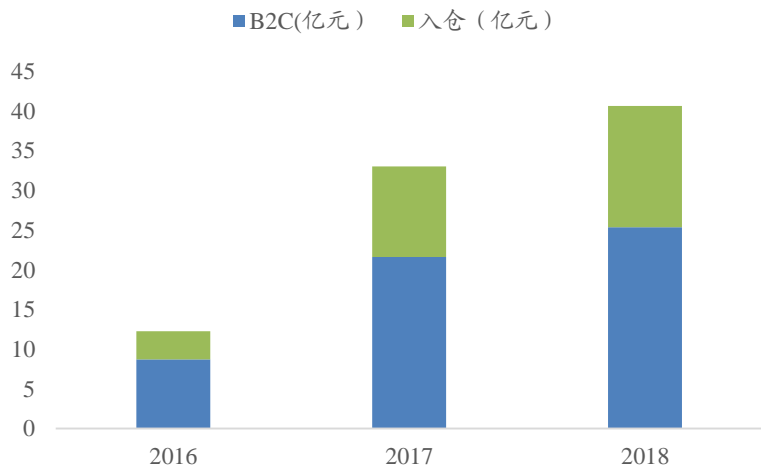
4

线上头部企业：百草味，保持高增速，积极应对性价比竞争

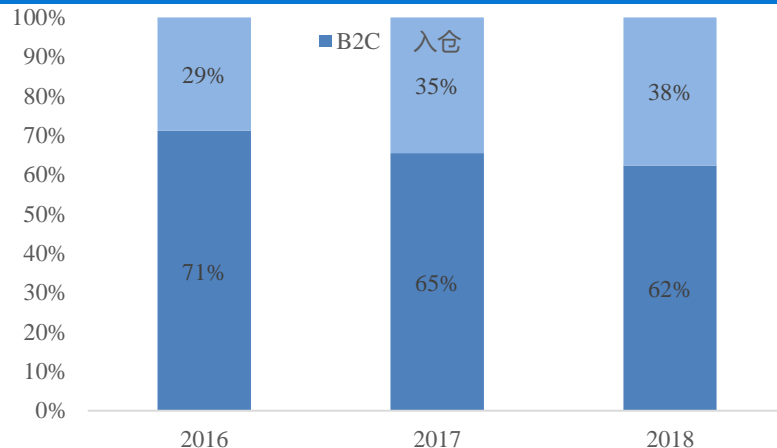
4 百草味-线上2c为主，入仓为辅

- 公司线上销售持续提升，B2C为主，入仓为辅。在B2C模式下，公司通过天猫商城所获营收占比在所有电商平台中位列前三，2016年至2018年，销售额由8.7亿提升至25.35亿。除B2C模式以外，公司还与第三方平台以统一入仓模式开展合作，对在线B2C模式造成了一定的分流影响。该模式主要合作对象为天猫超市和京东自营，2016年至2018年，销售额由3.5亿提升至15.3亿。其中，B2C平均占比65%，入仓平均占比35%。

图：线上销售以亿计，持续提升



图：B2C为主，入仓为辅



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

百草味-阿里平台销售数据，市占率小幅提升

- 百草味巩固线上市场，避免价格战。2019年，百草味改变战略，不再进行价格战，对已有市场份额进行巩固，全年市占率稳定保持在7%左右，年货期礼盒销售火爆，市占率一度提升至12%。

图：百草味阿里平台线上销售市占率小幅提升

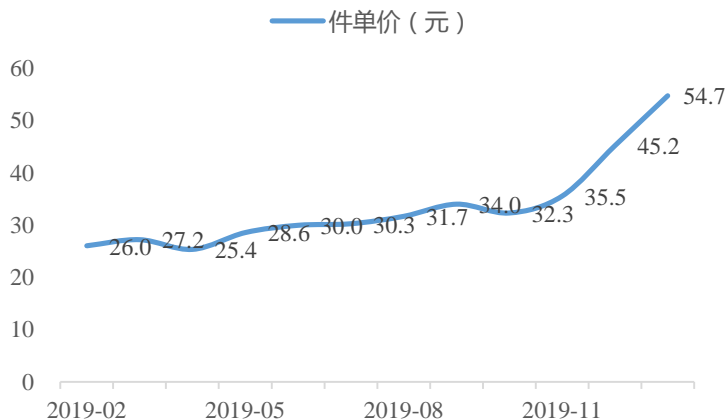
月份	销售额	YOY	销量	YOY	单价	YOY	市占率
2019-01	1,070	37%	23	16%	46	18%	11%
2019-02	128	-59%	5	-45%	28	-25%	5%
2019-03	267	53%	9	45%	29	6%	6%
2019-04	239	25%	9	25%	26	1%	6%
2019-05	303	37%	11	13%	28	21%	7%
2019-06	351	31%	12	5%	30	25%	8%
2019-07	330	77%	11	42%	29	25%	7%
2019-08	405	73%	13	38%	32	26%	7%
2019-09	392	36%	12	20%	34	14%	8%
2019-10	381	78%	12	47%	32	21%	7%
2019-11	712	56%	19	26%	37	24%	8%
2019-12	624	33%	14	1%	44	32%	7%
2019合计	5,202	37%	150	18%	35	16%	8%
2020-01	1,222	14%	21	-7%	57	23%	12%

数据来源：淘数据、国泰君安证券研究

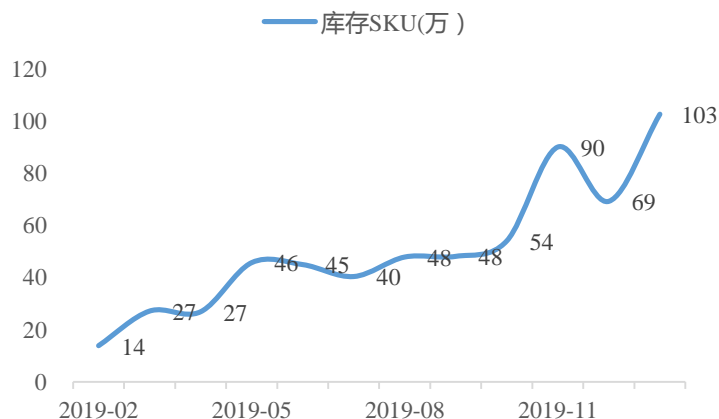
4 百草味—四季度件单价和SKU提升

- **四季度件单价大幅提升，SKU跟随上升。**2019年二季度和三季度，公司件单价保持稳定，件单价平均30元左右，SKU稳定在45左右，四季度至年货期，件单价大幅提升至54元，SKU跟随上升，目前维持100万左右水平。

图：件单价逐步上升



图：四季度SKU提升



数据来源：淘数据、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

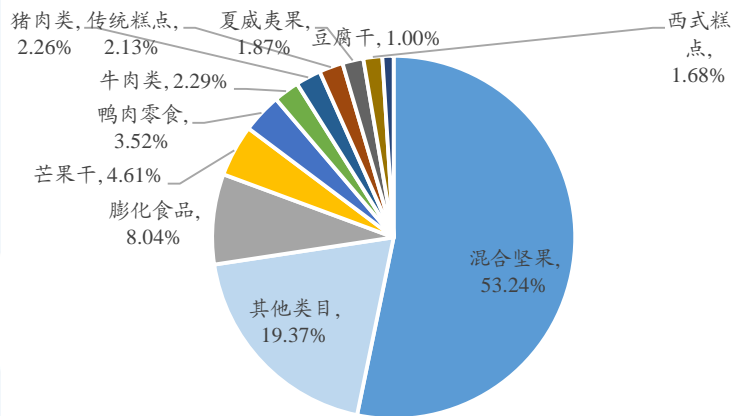
请参阅附注免责声明

4

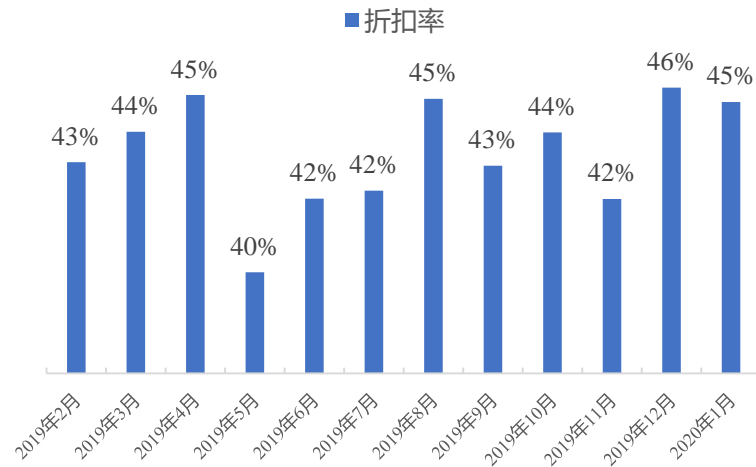
百草味-品类结构以坚果为主，折扣率保持较高水平

- 线上坚果是主流，折扣率整体保持较高水平。从销售额占比看，混合坚果位列第一，占比53%，膨化食品第二，占比8%；果干产品占比5%；从折扣率看，公司全年保持较高折扣率水平，平均折扣率43%左右。

图：坚果占比高，果干产品较突出



图：折扣率保持较高水平



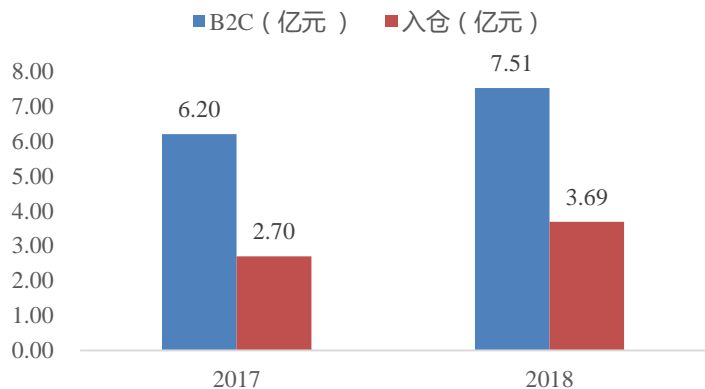
数据来源：淘数据、国泰君安证券研究，注：折扣率数据口径为淘数据店铺宝贝销售数据，折扣率=1-折扣价/原价，计算每月所有宝贝折扣率，取平均值
 请参阅附注免责声明 35

4

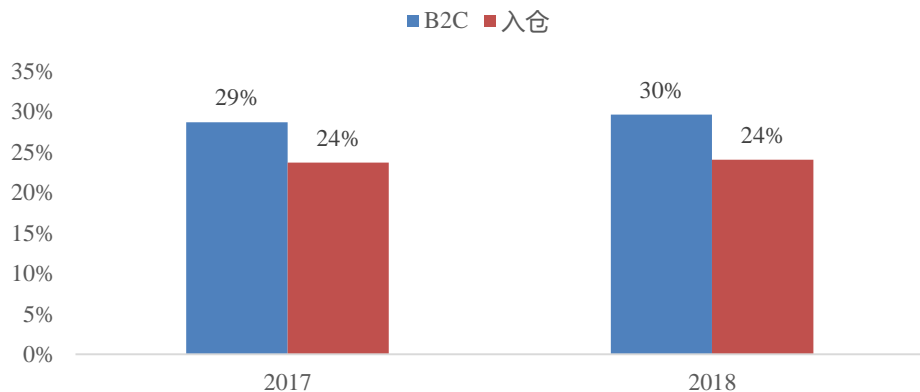
百草味-线上B2C毛利率最高，是毛利额主要贡献者

- 毛利主要来自线上B2C模式，其毛利率水平最高。从毛利额来看，B2C是毛利主要贡献者，2017年至2018年，毛利额分别为6.2亿、7.5亿，入仓毛利额分别为2.7亿、3.7亿；从毛利率来看，B2C毛利率最高，2017年至2018年，毛利率分别是29%、30%，入仓毛利率分别是24%、24%。

表：B2C是毛利主要来源，入仓为辅



表：毛利率B2C最高，入仓次之



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

4 | 百草味-线上明星产品价格表

表：百草味日常期间线上明星单品

爆品	品类	价格	克数	单价/100克	月销量
好想你（百草味）	每日坚果	149	750	19.87	20W+
好想你（百草味）	夏威夷果	17.9	200	8.95	130W+
好想你（百草味）	肉干肉脯	23.9	100	23.90	95W+
好想你（百草味）	红枣	21.9	175	12.51	15W+
好想你（百草味）	锅巴	11.9	160	7.44	15W+

表：百草味年货期间线上明星单品

热销宝贝	原价	折扣价	均价	销量（万）	销售额（万）	收藏量（万）
【百草味-年货坚果大礼包1507g/9袋】每日干果过年零食混合礼盒	168	98	104.5	187	19464	171
【百草味-年的味道大礼包1058g/6袋】年货坚果礼盒过年置办必备礼品	198	118	108	58	6308	9
【百草味-年货零食大礼包】网红爆款休闲充饥夜宵小吃组合一整箱礼品	99.8	58.9	58.9	46	2695	192
【百草味水果干大礼包】年货零食网红品蜜饯混合装芒果脯休闲小吃	59.8	39.9	39.9	31	1228	38
【百草味-夏威夷果】2019年新货坚果奶油味干果零食送开口器	69.9	32.04	35.93	22	798	15

数据来源：淘数据、国泰君安证券研究

4 百草味-春节后2月10日恢复发货

- 2月10号除湖北省外物流恢复正常，满减活动开启，有300元减100元、168元减10元、五折礼盒，聚划算等活动。春节零食大礼包，内含16袋休闲小吃，原价178元，聚划算活动价138元，叠加五折礼盒活动，到手价为69元，折扣率达61%，平均每小袋零食4元。

图：百草味天猫最新促销活动



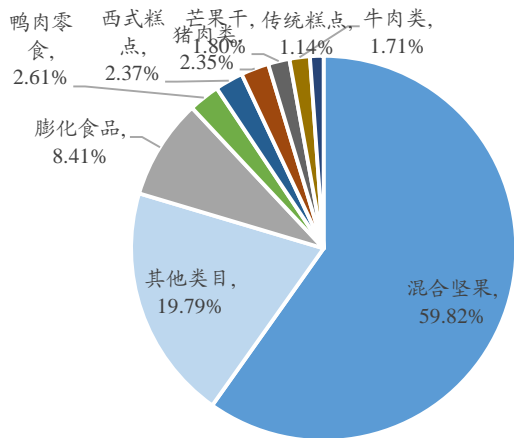
数据来源：淘宝

5

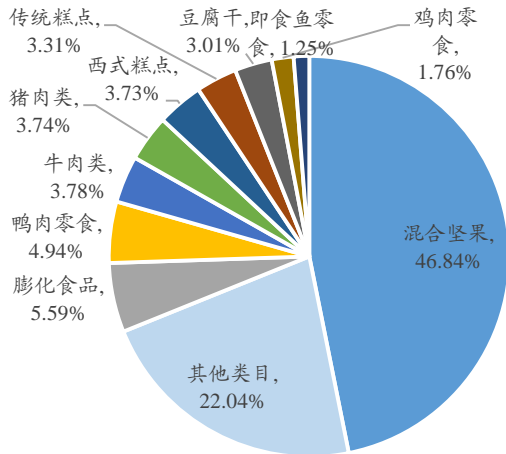
休闲零食行业情况概览

5 行业情况：头部三强线上品类结构

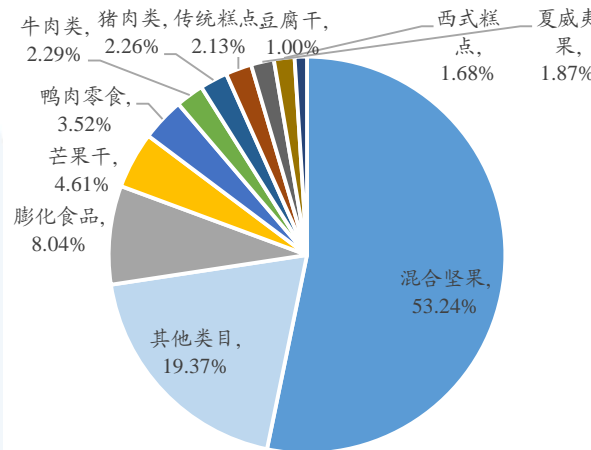
图：三只松鼠，坚果类占比较高



图：分品类销售占比，良品结构更均衡



图：百草味坚果占比高，果干产品较突出



数据来源：淘数据、国泰君安证券研究

5

行业情况：品类结构——线上日常爆款对比

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

数据来源：慢慢买、天猫、国泰君安证券研究（括号内为活动限量/满减后价格）



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

数据来源：慢慢买、天猫、京东、国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

5 行业情况：线上三强淘系平台折扣率对比

公司名称	2019年2月	2019年3月	2019年4月	2019年5月	2019年6月	2019年7月
三只松鼠	52%	52%	50%	51%	45%	47%
良品铺子	17%	18%	20%	21%	21%	22%
百草味	43%	44%	45%	40%	42%	42%
	2019年8月	2019年9月	2019年10月	2019年11月	2019年12月	2020年1月
三只松鼠	45%	41%	40%	43%	43%	41%
良品铺子	22%	18%	19%	15%	21%	20%
百草味	45%	43%	44%	42%	46%	45%

数据来源：淘数据、国泰君安证券研究，注：折扣率数据口径为淘数据店铺宝贝销售数据，折扣率=1-折扣价/原价，计算每月所有宝贝折扣率，取平均值

5

休闲零食头部企业：三只松鼠、良品铺子线上分品类毛利率对比

- 从线上毛利率看，坚果品类目前竞争激烈，毛利率均在26%左右，2018年数据看，良品线上坚果毛利率还低于三只松鼠。零食品类和果干品类数据三只松鼠扩展进攻品类，整体毛利率水平在往下靠，但凭借产品差异化，良品在果干品类上保持了较好的毛利率水平，同时，良品进一步拓展素食山珍品类保持了较高毛利率水平。

表：三只松鼠线上零食类毛利率最高

三只松鼠	2016	2017	2018
坚果类	28.14%	26.74%	27.86%
零食类	34.46%	31.73%	28.23%
果干类	29.83%	28.47%	23.97%
合计	30.07%	28.45%	27.54%

表：良品铺子线上营销重心由坚果类转向素食山珍

良品铺子	2016	2017	2018	2019H1
坚果类	13.06%	17.38%	25.50%	24.14%
零食类	27.75%	26.70%	27.08%	26.71%
果干类	33.46%	31.47%	31.10%	33.43%
糖果糕点	33.10%	29.48%	29.37%	33.01%
素食山珍	40.38%	37.74%	36.99%	36.30%
合计	24.70%	25.63%	28.44%	28.83%

数据来源：Wind，公司招股书，国泰君安证券研究

5

公司报表：相较传统零食企业，净利率水平仍有较大提升空间

- 休闲零食龙头企业营收增速较高、尚处快速发展阶段，2016-2019年价格战压缩盈利空间。随着头部三强线上市占率稳固，竞争将逐渐由单一的价格竞争过度到差异化品牌化竞争，相关公司净利率相较于传统零食企业仍有较大提升空间。

	年份	营业收入	营业收入增速	净利润	净利润增速	净利率
良品铺子	2016	42.89	36%	1.05	121%	2%
	2017	54.24	26%	0.43	-59%	1%
	2018	63.78	18%	2.48	477%	4%
	2019Q1-Q3	54.60	20%	3.18	81%	6%
三只松鼠	2016	44.23	116.47%	2.37	2535.44%	5.35%
	2017	55.54	25.58%	3.02	27.70%	5.44%
	2018	70.01	26.05%	3.04	0.61%	4.34%
	2019Q1-Q3	67.15	43.79%	2.96	10.40%	4.40%
好想你	2016	20.72	86.14%	0.39	1309.10%	1.89%
	2017	40.70	96.47%	0.97	149.07%	2.39%
	2018	49.49	21.59%	1.09	11.94%	2.20%
	2019Q1-Q3	40.41	13.44%	1.29	35.68%	3.20%
洽洽食品	2016	35.13	6.09%	3.59	-1.68%	10.22%
	2017	36.03	2.55%	3.22	-10.40%	8.93%
	2018	41.97	16.50%	4.42	37.27%	10.52%
	2019Q1-Q3	32.19	10.64%	4.02	30.70%	12.49%



投资建议

- **休闲零食行业线上三强格局稳固，头部市占率稳步提升。**从淘宝系平台看，2019年休闲零食线上增速18%，线上高增速红利时代基本结束，头部三强格局已经显现：三只松鼠市占率18%，同比提高3pct；良品铺子市占率6%，同比提高2pct；百草味市占率11%，同比提高1pct，头部企业已经拉开与其他企业差距。
- **差异化竞争逐渐开启，行业盈利提升大势所趋。**头部企业中，三只松鼠从2017-2019年以市场规模为主要战略目标，尤其2019年进一步加大了扩张力度，目前已经率先突破百亿规模，获得了领先的市占率；良品铺子2018年以来专注定位高端，不以规模为首要目标，尤其线上毛利率水平提升显著。展望2020年，随着松鼠品类持续扩展，重心兼顾线下，良品继续坚持高端、注重盈利，行业整体盈利水平有望进一步得到提升。2020年1月年货季三只松鼠等企业折扣率来看，这一趋势也得到印证。
- **投资建议：**线上格局日渐稳固，头部差异化竞争，盈利能力提升大势所趋，建议增持：三只松鼠；受益标的：良品铺子、好想你等。

公司代码	公司名称	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价	投资评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
300783.SZ	三只松鼠	0.99	1.33	1.80	57.79	43.02	31.78	80.00	增持

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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

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

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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

国君零售誉猛团队

Thank you for listening