

休闲食品行业竞争白热化，产品品质和渠道优势为支撑点

——休闲食品行业深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2023 年 9 月 4 日

分析师：陈雅雯

执业证书：S1100523070001

联系方式：chenyawen@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 休闲食品行业简述

休闲食品行业可细分为熟食、零食和烘焙产品三大类，熟食主要是指休闲卤制品，零食包括果脯蜜饯、坚果炒货、膨化食品等各小品类产品，烘焙产品主要指的是日常可代正餐食用的面包、糕点、饼干等具有饱腹感的产品。行业政策出台、消费者性价比要求等将促使行业产品更加精细化发展，随着消费购买力的不断释放，休闲食品行业具有很大的提升空间，行业规模已达万亿。

休闲食品的发展历程也是渠道的变迁历史，可分为路边摊和批发市场类的大流通场景、大型超市的即时销售场景、品牌企业的线下食品专营店、互联网时代的电商渠道以及近几年快速兴起的新型零食量贩店这五类。

❖ 市场格局分散，细分子行业大有可为

休闲食品细分子行业的发展状况各异：卤制品行业仍存在较多规模以下企业，竞争激烈，行业保持增长趋势；休闲零食赛道众多，新产品、新品类发展机会不断涌现，其中果干蜜饯产品不断创新，坚果行业参与者众多，具有较大发展空间；烘焙食品需求较旺，参与企业数量正逐渐增加。

❖ 行业竞争激烈，产品和渠道塑造成长逻辑

休闲食品是一个“大而全”但“小企业”的行业，行业集中度较低，竞争者众多，产品优势的塑造和销售渠道的选择帮助企业在行业拥有一定的品牌话语权，从而逐步脱颖而出。产品方面，无论是单品类持续深耕还是多品牌共同发展，产品本身品质的塑造是最根本的盈利驱动；在纷繁复杂的市场中，差异化产品能够帮助企业崭露头角，赢得竞争优势。渠道方面，从传统电商到兴趣电商，从线上到线下正在兴起的零食量贩店，优质渠道能够帮助企业打开销售局面。

❖ 投资策略及关注标的

行业处于成长期，渠道加速变革带来成长机会，企业应挖掘差异化竞争优势，提升全渠道运营能力，以优质产品获得品牌口碑，以销售渠道赢得盈利机会，抢占市场份额，实现快速增长。建议关注产品+渠道双轮驱动的盐津铺子、劲仔食品，品类齐全，定位高端，积极布局线下渠道的良品铺子，产品创新+全方位渠道触达消费主力群体的周黑鸭。

❖ 风险提示

食品安全风险、原材料成本波动风险、渠道成本增加风险、市场复苏进度不及预期风险。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

一、中国休闲食品行业简述	5
1.1 休闲食品行业品类繁多，市场具备成长空间	5
1.2 休闲食品渠道变迁过程	9
二、市场格局分散，细分子行业大有可为	13
2.1 卤制品行业规模保持增长，竞争压力较大	13
2.2 休闲零食赛道众多，发展机会不断涌现	14
2.3 烘焙食品尚未饱和，市场将进一步扩容	16
三、行业竞争激烈，产品和渠道塑造成长逻辑	18
3.1 现有市场竞争格局分散，逐步向优势品牌集中	18
3.2 “大而全”行业，产品+渠道塑造核心竞争力	19
3.2.1 不同产品打造差异化竞争优势	20
3.2.2 多个渠道助推企业盈利增长	21
四、重点关注标的	23
4.1 盐津铺子：“产品+渠道”双轮驱动，抓住渠道变革红利	23
4.2 劲仔食品：大单品+大包装，第二增长曲线呼之欲出	23
4.3 良品铺子：线下门店+分类产品，构筑品牌影响力	24
4.4 周黑鸭：“三新战略”+全方位渠道，提升品牌渗透率	25
五、投资建议	26
风险提示	27

图表目录

图 1：休闲食品可分为熟食、零食和烘焙产品	5
图 2：休闲食品产业链包括上游原材料、中游食品加工及下游销售方式	5
图 3：《关于培育传统优势食品产区和地方特色食品产业的指导意见》目标解读	6
图 4：2023 年消费者单次购买休闲食品金额集中在 10-100 元	7
图 5：休闲食品消费场景丰富，多在娱乐活动场合	7
图 6：2018 至今社会消费品零售总额（亿元）	8
图 7：居民人均消费支出与人均食品烟酒支出不断提升	8
图 8：中国休闲食品行业规模已超万亿，增长速度逐步放缓	8
图 9：休闲食品已进入需求多样化、渠道多样化的发展阶段	9
图 10：各大超市成为休闲食品的新流通渠道	10
图 11：良品铺子不断布局线下门店	10
图 12：完成快递业务量较快增长	11
图 13：三只松鼠线上销售占比更高	11
图 14：零食很忙门店已突破 3000 家	11
图 15：零食量贩店各环节提效	11
图 16：2018-2023 年中国卤制品行业市场规模及预测	14
图 17：休闲零食各细分品类占比	14
图 18：果干蜜饯行业市场不断增长	15
图 19：消费者更加注重果干蜜饯的口感、口味及质量安全	15
图 20：坚果炒货行业规模保持增长	15
图 21：坚果炒货行业供需平衡	15
图 22：烘焙市场快速成长	17
图 23：烘焙食品行业企业注册量增长强劲	17
图 24：2022 年休闲零食企业格局	18
图 25：中国休闲食品厂商区域分布图	18
图 26：2022 年高端零食市场销售额占比更高	19
图 27：劲仔食品 2023 年上半年新媒体平台收入占比较高	22
图 28：盐津铺子、甘源食品和劲仔食品营业收入保持较高增速	22
图 29：周黑鸭 2023 年上半年自营门店收入占比高（单位：万元）	22
图 30：包含零食很忙等连锁超市、便利店等的经销渠道是盐津铺子营收主要来源 ..	22

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 31：盐津铺子 2018-2023 上半年经营状况	23
图 32：盐津铺子主营业务占比情况	23
图 33：劲仔食品禽肉制品收入增速最快	24
图 34：直营 KA 渠道收入不断增加	24
图 35：良品铺子产品品类丰富	25
图 36：良品铺子线下销售占比	25
图 37：周黑鸭产品创新	26
图 38：周黑鸭线下门店不断扩张	26
表 1：《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》相关要求	6
表 2：主要品牌零食量贩店在各自区域内发展	12
表 3：休闲食品行业常见销售模式一览	12
表 4：卤制食品可分为佐餐卤制食品和休闲卤制食品两大类	13
表 5：坚果（树生）行业竞争格局分散	16
表 6：2020-2022 年我国混合坚果行业市场份额 TOP5	16
表 7：烘焙食品各细分市场部分领先企业	17
表 8：2022 年上市公司零食 15 强	19
表 9：单品类企业和综合企业的 2023 年上半年经营情况	20
表 10：差异化产品企业 2022 年收入分布	21

一、中国休闲食品行业简述

1.1 休闲食品行业品类繁多，市场具备成长空间

休闲食品是人们闲暇、休息时所吃的食品，按照同花顺 iFinD 的分类方式，行业可细分为熟食、零食和烘焙产品三大类，熟食主要是指休闲卤制品，零食包括果脯蜜饯、坚果炒货、膨化食品等各小品类产品，烘焙产品主要指的是日常可代正餐食用的面包、糕点、饼干等具有饱腹感的产品。休闲食品的产品种类纷繁复杂，涉及到多个品牌。

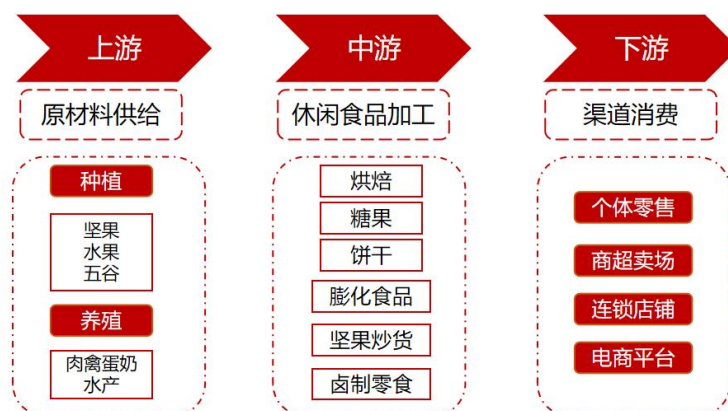
图 1：休闲食品可分为熟食、零食和烘焙产品



资料来源：iFinD，川财证券研究所，各公司官网

作为食品饮料行业的细分行业之一，休闲食品产业链也同其他食品一样，包括上游原材料的种植和养殖，中游食品的加工生产，下游休闲食品的流通与消费。上游主要提供产品所需的原材料，种植坚果、五谷，养殖肉禽、水产等；中游便是加工厂直接生产出可售卖的商家产品；下游即线下线上包含的销售渠道，建立与消费者的直接联系。对于企业来说，其选择的销售渠道并不一致，产品定位也各有侧重或全面覆盖，在加工方式上也会选择自主生产或是代工生产，由此对企业的经营带来不同的影响。

图 2：休闲食品产业链包括上游原材料、中游食品加工及下游销售方式



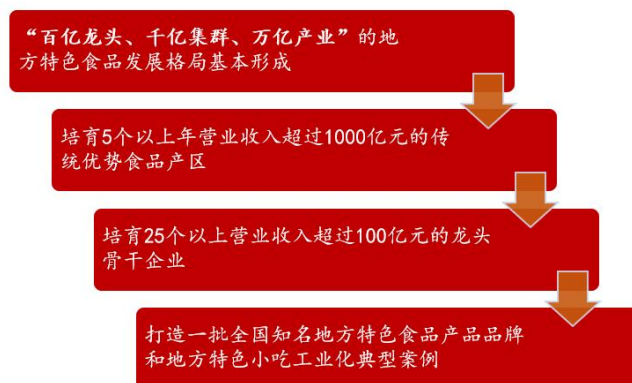
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

休闲食品作为食品的细分品类自然受到国家的监管，我国各部门也出台一系列政策促进

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

休闲食品行业消费升级。2022年12月，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》，纲要旨在倡导提升我国国内产品供给质量水平，主要增加健康、营养的农产品和食品供给，推动餐饮业健康发展，促进形成强大国内市场。2023年3月，工业和信息化部等十一部门联合发布了《关于培育传统优势食品产区和地方特色食品产业的指导意见》，引导地方充分发挥资源禀赋优势，推动形成“百花齐放”的特色食品产业发展格局，培育食品产业发展新动能，为稳定工业经济增长发挥更重要的作用。政策指导和要求为休闲食品行业的发展提供了有力支撑，未来地方特色食品品牌将成为重要布局内容，产品将更加健康、安全、高品质。

图 3：《关于培育传统优势食品产区和地方特色食品产业的指导意见》目标解读



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

表 1：《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》相关要求

规划	重点内容
增加食品供给	加强引导，强化监管，支持创新，推动增加高品质基本消费品供给，推进内外销产品同线同标同质。倡导健康饮食结构，增加健康、营养农产品和食品供给，促进餐饮业健康发展。
完善食品基础设施网络	加快建设农产品产地仓储保鲜冷链物流设备，提高城乡冷链设施网络覆盖水平，推动食品产销供的冷链全覆盖。
严格食品监管	健全适应消费新业态新模式发展特点的新型监管机制，严格食品药品监管，确保安全，强化重点商品和服务领域价格监管，维护市场价格秩序。

资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

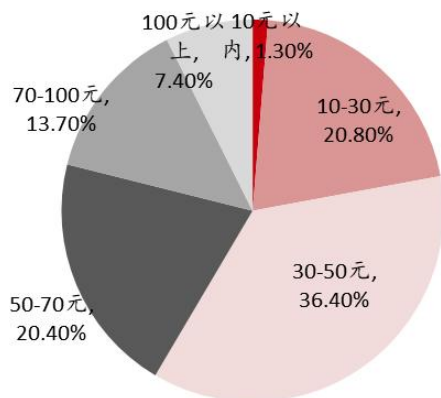
休闲食品行业发展受到消费者购买力和消费偏好的影响。随着人民收入水平的提升、营

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

销结构的多元化发展和消费的升级，对休闲食品的需求只增不减，市场发展前景广阔。艾媒咨询 2023 年 3 月中国休闲食品消费者画像显示，中国休闲食品女性消费者占比 67.7%，男性为 32.3%；近 7 成的消费者月收入集中在 5 千元到 1.5 万元，分别有 19.3%，43.5%，27.2%的消费者月收入处于 5k 及以下、5-10k 元、10-15k 元；各线城市消费者比例较为平均，一线城市消费者占比 24.7%、新一线城市占比 26.8%、二线城市 21.9%，26.6%的消费者位于三线及以下线城市；分别有 3.4%、34.9%、50.4%、8.7%和 2.6%的消费者年龄处于 21 岁及以下、22-30 岁、31-40 岁、41-50 岁及 50 岁以上，中青年是休闲食品消费的主力人群。¹

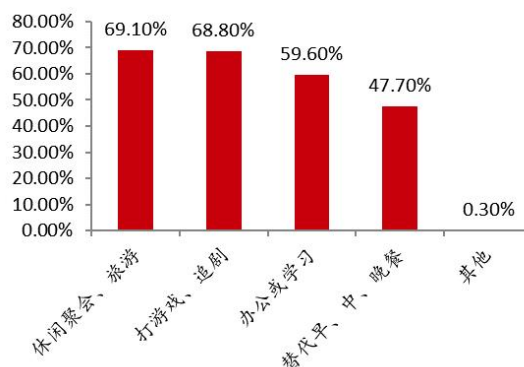
综合来看，我国休闲食品消费者更多为女性，近 8 成消费者的年龄集中在 22-40 岁，年轻群体思想活跃，热爱新鲜和有趣的事物，这促使商家推出更加个性、玩趣类型的产品；休闲食品单次购买金额通常不高，集中在 10-100 元，消费者倾向于高频多次的购买，这就促使商家在产品定价时可设计合理的规格；休闲食品应用场景多样、丰富，无论是休闲聚会还是宅家追剧，都离不开零食增加的愉悦感，企业可通过实际调研设计产品品类、规格等精细化内容，打造与实际消费场景相符合的多种产品。

图 4：2023 年消费者单次购买休闲食品金额集中在 10-100 元



资料来源：元祖股份 2022 年报,艾媒咨询,川财证券研究所

图 5：休闲食品消费场景丰富，多在娱乐活动场合



资料来源：元祖股份 2022 年报,艾媒咨询,川财证券研究所

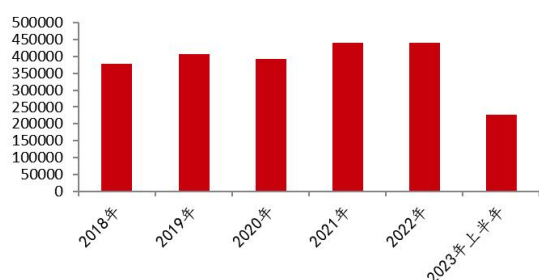
休闲食品行业正处于渠道变革的成长阶段，当前我国消费支出水平是驱动休闲食品行业发展的主要因素，行业发展潜力较大。我国居民可支配收入逐年上涨，成为休闲食品行业发展的经济驱动力。2015 年至 2022 年，我国居民人均消费支出整体保持上涨趋势，2022 年上涨至 24538 元，我国居民人均食品烟酒支出也逐年递增，2022 年上涨至 7481

¹ 资料来源：艾媒咨询，2023-2024 年中国休闲食品产业现状及消费行为数据研究报告 (baidu.com)
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1766850765351791608&wfr=spider&for=pc>

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

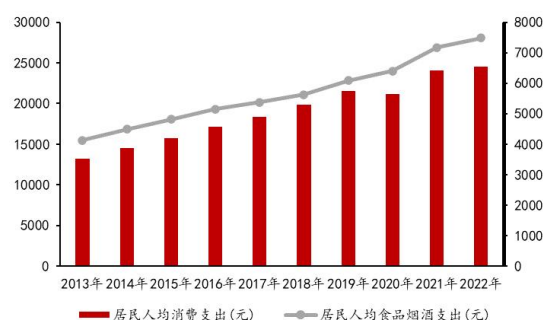
元。经济条件的改善，消费者的休闲食品消费意愿提高，为休闲零食行业的发展带来广阔的发展空间。数据显示，2021 年中国社会消费品零售额出现明显回升，达到 44.1 万亿元；2022 年中国社会消费品零售额维持在 44.0 万亿元，与 2021 年基本持平；2023 年上半年，全国社会消费品零售总额达到 22.8 万亿元，同比增长 8.2%；除 2020 年受疫情影响有所下降，中国社会消费品零售额呈上升态势。市场消费潜力正在逐步释放，给行业带来发展动力。

图 6：2018 至今社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

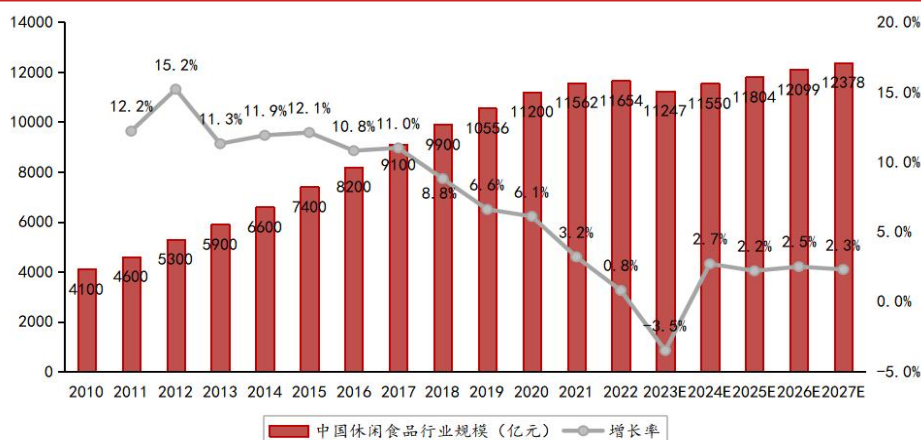
图 7：居民人均消费支出与人均食品烟酒支出不断提升



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

休闲食品行业规模已达万亿。当前休闲食品行业规模呈现出长期稳定增长的态势，iiMedia Research（艾媒咨询）调查测算显示，近十年来我国休闲食品行业市场规模持续增长，从 4100 亿元增长至 11654 亿元，预计 2027 年中国休闲食品行业市场规模将达到 12378 亿元，休闲零食将由快速增量市场转向微增市场。

图 8：中国休闲食品行业规模已超万亿，增长速度逐步放缓



资料来源：艾媒咨询，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

1.2 休闲食品渠道变迁过程

从发展历程来看，休闲食品的消费层次逐渐升级，销售渠道也由分散化的店铺售卖到更加集中的零食专营店创新发展。休闲食品从上世纪 70 年代开始兴起，出现简单的饼干、糖果、水果罐头等小零食；90 年代国外零食品牌乐事、亿滋国际等进入中国，舶来品占据着大部分的零食市场；到了 21 世纪，百草味、良品铺子、卫龙等品牌相继成立，本土品类开始兴起；2010 年之后，互联网的普及使得零食品牌铺开电商渠道，乘借东风获得飞速发展；近几年来，随着人们对零食追求的不断变化，直播平台、零食专卖店等线上线下销售渠道的强劲发展，休闲食品的发展日趋多样。

图 9：休闲食品已进入需求多样化、渠道多样化的发展阶段



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

休闲食品的发展历程也是渠道的变迁历史，通过回溯时间线，休闲食品行业的渠道可分为路边摊和批发市场类的大流通场景、大型超市的即时销售场景、品牌企业的线下食品专营店、互联网时代的电商渠道以及近几年快速兴起的新型零食量贩店这五类，不断迭代的销售方式是休闲食品企业共同选择的结果。

上世纪 70 年代至 90 年代，路边摊等大流通形式：改革开放带来了我国经济发展的新局面，物质生活需求缓慢恢复，在这一百业待兴的时期，零食行业主要以散装产品为主，流通渠道为路边摊或街边小商店。

上世纪 90 年代至 21 世纪，商超场景起步：得益于中国零售业对外开放的步伐逐步放开，外资连锁超市纷纷进入中国市场，沃尔玛、家乐福、麦德龙等国际巨头开始涉足国内市场，利用相对廉价的租金开始大规模抢占市场。随着时间的推移，国内超市品牌如永辉超市、联华超市、大润发等也得以发展壮大。超市的广泛布局为消费者带来选购商品的新体验，使得本土零食品牌达利园、徐福记、盼盼、洽洽等迅速提升知名度，打开销售市场。

进入 21 世纪，头部企业小店铺逐渐成长为大门店，品牌影响力得到强化，零食专营店出现：它主要指的是企业自己建立线下门店售卖独立品牌产品，如卤味食品赛道的周黑

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

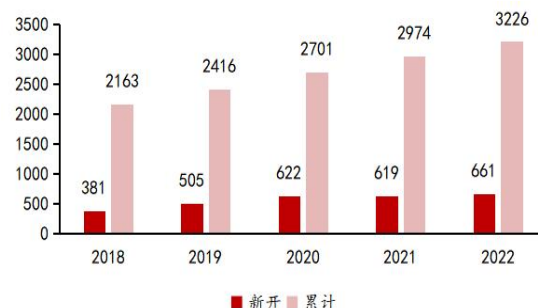
鸭、绝味食品，休闲零食赛道的良品铺子、来伊份等。零食专营店相当于是企业的自有品牌零食店，对品牌的知名度和覆盖度要求更高。成立于 2006 年的良品铺子最先选择进入门店零售渠道，其产品覆盖坚果炒货、糖果糕点、海味素食、肉类速食、饼干面包、糖巧饮料等 15 个品类，能够支撑起线下专营店的销售。随着线下门店数量的不断增加，其管理更加精细化，7 月 28 日，良品铺子在武汉开出其全国最大门店——经开永旺“零食王国店”，汇聚了主品牌、旗下子品牌和孵化的零食连锁品牌，店面空间超过 1000 平方米，内有 3000 多款产品，包括进口零食，开业三天，“零食王国店”累计销售额超 76 万元²。

图 10：各大超市成为休闲食品的新流通渠道



资料来源：各公司官网，川财证券研究所

图 11：良品铺子不断布局线下门店



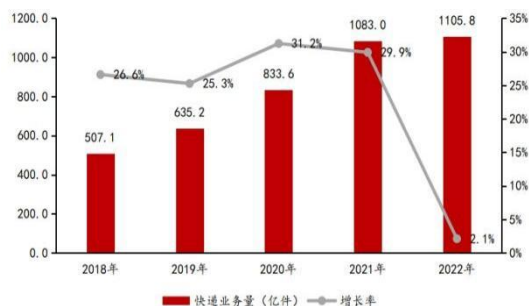
资料来源：良品铺子各年度报告，川财证券研究所

2010 年以来，互联网经济的快速发展使得线上电商平台成为产品销售的主阵地：淘宝和京东作为电商平台的先驱者，开启了网上购物的新风潮，也孕育出许多电商零售品牌，三只松鼠便是其中的杰出代表。完善的仓储物流体系是电商渠道发展的辅助，我国物流企业网络覆盖的广度和深度不断延伸，配送范围逐年扩大，商品配送效率显著提升，为休闲食品行业的发展提供了有力支撑。疫情期间线下活动受限，直播电商快速发展，抖音、快手这类直播带货类渠道也成为了线上销售的另一种选择，其娱乐兴趣属性更强，满足了消费者的互动需求和性价比需求，形成即时冲动消费，成为企业新的销售布局点。

² 资料来源：伯虎财经 V，良品铺子打造全国最大门店，零食行业迎来渠道之变 (baidu.com)
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1774999004601773475&wfr=spider&for=pc>

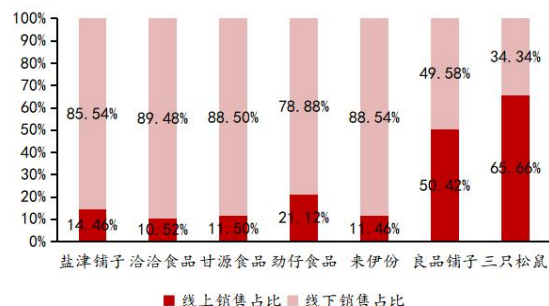
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 12：完成快递业务量较快增长



资料来源：国家邮政局官网，川财证券研究所

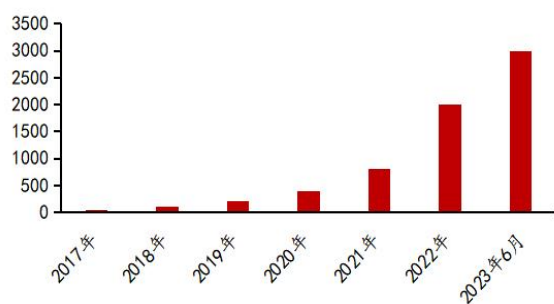
图 13：三只松鼠线上销售占比更高



资料来源：各公司 2022 年年报，川财证券研究所

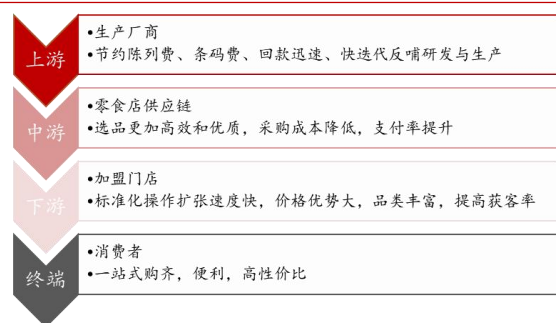
2020 年至今，零食量贩店成为线下渠道的新分支：消费者对价格更加敏感，零食很忙、糖巢等高性价比的零食量贩品牌乘势而起。零食量贩店的营销方式、销售方式、支付方式与传统商超模式相比并无显著改变，仅仅是品类更加聚焦于零食，但终端售价的差异较大。其可以凭借更加充分的客流量和更高效的客流转化所带来的更大销售体量，来绕过中间经销渠道直接与零食品牌方洽谈合作，不收取进场费、条码费等费用，换得品牌方低价供货。赛道知名企业零食很忙于 2017 年在湖南成立，6 年时间门店已突破 3000 家，贪吃小站、零食优选、赵一鸣、零食有鸣等量贩店也正在各自专注的区域扩张发展，零食量贩店为小品牌企业带来了新的销售阵地，盐津铺子、劲仔食品、甘源食品等小体量公司正积极拥抱零食量贩渠道，获得销售收入的增长。

图 14：零食很忙门店已突破 3000 家



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 15：零食量贩店各环节提效



资料来源：观研报告网，川财证券研究所



表 2：主要品牌零食量贩店在各自区域内发展

公司名称	基本介绍	品牌定位	主要区域	销售模式
贪吃小站	2008 年成立于安徽省，主要经营休闲食品的研发、生产、加工和销售，致力于打造休闲食品的精致化、生活化。	性价比	安徽/苏州/扬州/盐城/淮安/无锡等	加盟
零食很忙	2017 年创立于长沙，定位于普通老百姓大众需求的零食品牌，以社区门店为主，打造老百姓家门口的零食连锁品牌。	性价比	湖南/江西	直营+加盟
糖巢量贩零食	2011 年创立于厦门，主要以休闲食品专卖为主，公司本着“一切为人民省钱”的经营理念服务于各位新老客户。	性价比	福建/广东	加盟
悠百佳	2005 年成立，总部位于上海宝山，主要经营品种有鱼制品、肉制品、干货、炒货等。	性价比+自有品牌	江苏/浙江/湖南	加盟
零食优选	2018 年成立于长沙，是一家开设在家门口的专业零食店作为全新解决方案的品牌公司。	性价比	湖南	加盟
老婆大人	2010 年创立于宁波，汇聚全球国内外 3000 种特色休闲零食，真正实现“低价优质”。	性价比	浙江	加盟
赵一鸣	2015 年创立，总部位于江西，为消费者提供真正意义上物美价廉的产品。	性价比	江西	直营+加盟

资料来源：观研报告网，川财证券研究所

综上所述，历经几十年的发展，休闲食品可供选择的销售渠道已经百花齐放，行业品牌数量较多，企业也会选择不同的渠道策略，来打造出可持续的渠道优势。例如绝味食品、周黑鸭、煌上煌等直接参与食品加工的企业，主要的销售渠道为线下；而产品为代工贴牌类的良品铺子、三只松鼠、百草味等企业，主要的销售渠道为线上。疫情的影响和零食量贩店的发展，休闲食品行业竞争愈发激烈，各企业也不局限于一种销售方式，而是积极寻求融合，多渠道共同发展来开拓经营的新局面。

表 3：休闲食品行业常见销售模式一览

销售模式	具体形式	特点
经销商模式	经销商从企业进货后，再转卖给各地连锁超市、小型超市、便利店、批发市场等渠道	渠道辐射面广，快速铺开产品市场，实现资金回笼
个体零售模式	以个体门店为销售渠道，无品牌、无包装	卫生质量难以保证，局限于本地市场
直营商超模式	通过借助超市、卖场以及便利店推广产品	与商家合作扩大销售渠道，搭建线下销售网络
连锁经营模式	采用连锁专卖店的形式专业化销售休闲食品	统一采购、统一配送、统一管理
电商销售模式	使用互联网拓宽销售渠道、扩大品牌影响力	成本低、方便快捷，满足消费者足不出户逛商超的需求

资料来源：甘源食品招股说明书，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

二、市场格局分散，细分子行业大有可为

2.1 卤制品行业规模保持增长，竞争压力较大

卤制食品是以畜禽肉类、蔬菜、豆制品、水产品等食材，通过卤烹加工使其具有“色、香、味、型”俱全的特点，行业多年发展呈现的市场格局十分分散，非品牌化的小加工厂占据了大量市场份额，较具规模的生产企业数量较少。20 世纪 90 年代以来，随着自动化生产理念的逐步普及、食品保鲜技术的进步和冷链物流行业的快速发展，消费者食品安全意识也逐步提高，规模化卤制食品企业成长空间会有所提升。³

根据食用的场景差异以及客户群体的定位差异，卤制食品可分为佐餐卤制食品和休闲卤制食品，其主要区别如下表所示：

表 4：卤制食品可分为佐餐卤制食品和休闲卤制食品两大类

项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
产品定位	作为凉菜用于佐餐	非正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐	休闲、娱乐
品牌效应	无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存	多为品牌连锁店经营
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流量较旺的地区（社区、商场、交通枢纽、公园景点等）
代表产品	夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉为主，以及各种凉拌菜	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭锁骨等
代表品牌	紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等	周黑鸭、绝味、煌上煌等

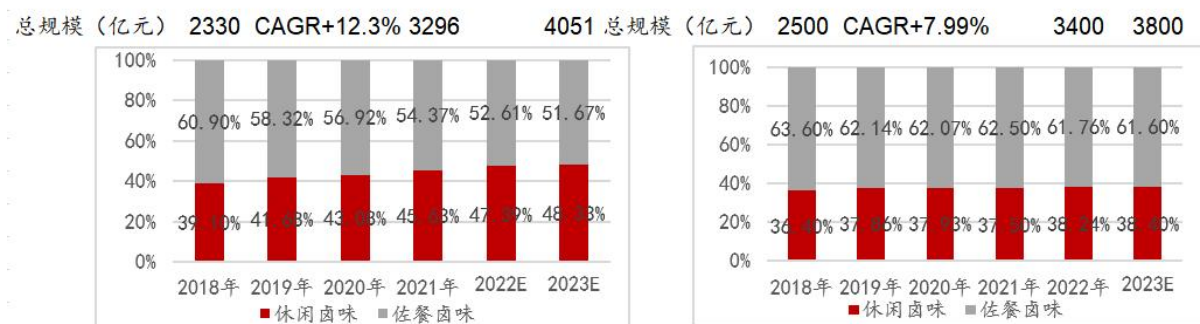
资料来源：紫燕食品招股说明书，川财证券研究所

基于不同的消费场景进行分析，佐餐卤制食品领域的市场竞争主要来自已有规模的企业对家庭作坊类的小企业的挤压，已有规模的企业数量较少，彼此之间的竞争相对缓和；而在休闲卤制食品领域，产品口味难形成较大差别，生产技术也相类似，导致越来越多的企业进入赛道，久久丫、王小卤等新品牌不断涌现，市场集中度不断提升，品牌企业间竞争更加激烈。艾媒咨询、Frost&Sullivan 的数据显示，卤制品行业的规模保持增长趋势，且休闲卤味行业的增速快于佐餐卤味。

³ 资料来源：紫燕食品招股说明书 p150，巨潮资讯网 (cninfo.com.cn)

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 16：2018-2023 年中国卤制品行业市场规模及预测



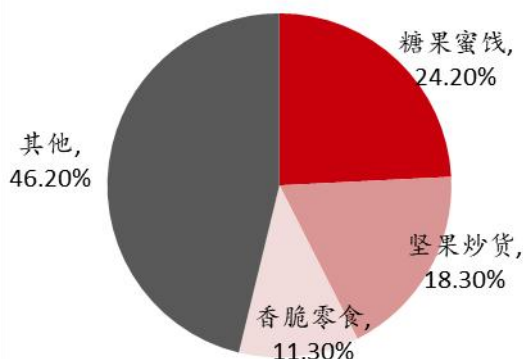
资料来源：绝味食品 2022 年报,艾媒咨询 (左图), Frost&Sullivan (右图), 川财证券研究所

过去三年,卤制品行业线下消费需求不确定性较大,行业上游原材料价格始终处于高位,粮食、饲料价格攀升,鸭苗价格上升显著,上游养殖成本不断增加,产能受限等导致行业洗牌加速,腰部以下企业加速退出,市场份额进一步向头部企业集中,行业竞争格局发生变化,整合趋势愈加明显,机会与挑战并存。

2.2 休闲零食赛道众多,发展机会不断涌现

休闲零食赛道主要包括糖果巧克力、膨化食品、坚果炒货、海味零食、果脯果干等多种品类,具有旺盛的市场需求,欧睿国际数据显示,狭义的包装休闲零食(不含非包装、烘焙等)市场规模达 4,823 亿元,行业处于中高速发展阶段,新产品、新品类发展机会不断涌现。⁴根据 Frost&Sullivan 的统计数据计算,2021 年我国休闲零食占比最高品类为糖果蜜饯类 24.2%,其次是坚果炒货,占比 18.3%。

图 17：休闲零食各细分品类占比



资料来源：Frost&Sullivan, 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

⁴ 资料来源：良品铺子 2022 年报 P13, 巨潮资讯网 (cninfo.com.cn)

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

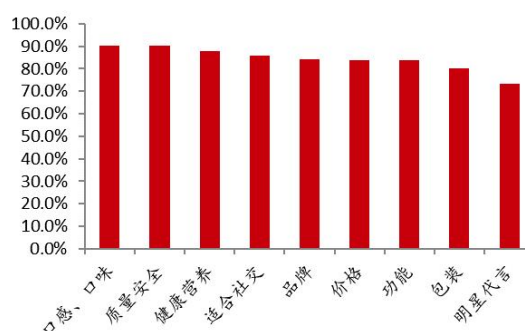
果干蜜饯作为即时零食，具有多种休闲聚会、旅游、办公下午茶等多种消费场景，消费者也更加注重口感、口味，质量和营养健康，这使得各企业在该品类产品的生产过程中不断进行技术创新，2013-2022 年中国果干蜜饯类产品相关专利共有 3020 项，平均每年新增 302 项。品类创新的同时行业规模也在不断成长，全拓数据显示，2022 年中国果干蜜饯产品市场规模达 1102 亿元，2025 年该市场规模有望达 2460 亿元，中国果干蜜饯行业将迎来市场增长新契机。⁵

图 18：果干蜜饯行业市场不断增长



资料来源：全拓数据, 川财证券研究所

图 19：消费者更加注重果干蜜饯的口感、口味及质量安全



资料来源：全拓数据, 川财证券研究所

以坚果炒货为例，其作为众多企业涉及的品类，消费量高速增长，2022 年我国坚果炒货行业规模达到了 2889.4 亿元，同比增长 12%。根据原材料的不同，坚果可分为籽坚果和树坚果两大类，近几年多种类型的坚果混合在一起形成的混合坚果也深受大众喜爱，呈现出稳步增长的趋势。消费者在坚果品类更愿意为好品质的产品买单，行业从量的供需平衡转向质的供需平衡。

图 20：坚果炒货行业规模保持增长



资料来源：观研报告网, 川财证券研究所

图 21：坚果炒货行业供需平衡



资料来源：观研报告网, 川财证券研究所

⁵ 资料来源：全拓数据，果干蜜饯产品不断创新升级，行业迎来市场增长新契机 (baidu.com)
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1773631592074663639&wfr=spider&for=pc>

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

坚果各品类的主要企业份额占比存在差异。根据前瞻产业研究院的调研，坚果（树生）行业竞争格局整体较为分散，2022 年三只松鼠市占率为 4.68%，排名第一，百草味排名第二，市占率为 2.97%，沃隆食品排名第三，市占率为 2.34%，竞争格局较为分散。相比较来说，混合坚果市场已基本形成洽洽食品、三只松鼠和沃隆食品三足鼎立的竞争格局，未来集中度将进一步提升：2021 年，洽洽食品市占率达到 9.7%位列第一，其次三只松鼠，2022 年，洽洽食品市占率有所提升，达到 9.9%，其次三只松鼠市占率降低为 8.7%，2022 年混合坚果市场份额前五名加总升高。总体来说，坚果行业参与者较多，进入门槛相对较低，行业集中度不高，具有较大的发展空间。

表 5：坚果（树生）行业竞争格局分散

品牌	2020 年	2021 年	2022 年
三只松鼠	5.80%	5.54%	4.68%
百草味	3.08%	2.96%	2.97%
沃隆食品	1.96%	2.22%	2.34%
洽洽食品	2.16%	2.85%	2.31%
良品铺子	1.95%	2.18%	2.15%
其他品牌	85.05%	84.25%	85.55%

注：只包含树生坚果的营收，不包含瓜子等炒货

资料来源：前瞻产业研究院,川财证券研究所

表 6：2020-2022 年我国混合坚果行业市场份额 TOP5

品牌	2020 年	2021 年	2022 年	2020-2022 年 3 年平均
洽洽食品	8.70%	9.70%	9.90%	9.40%
三只松鼠	10.20%	9.10%	8.70%	9.30%
沃隆食品	7.60%	7.20%	7.30%	7.40%
良品铺子	5.60%	5.70%	6.00%	5.80%
百草味	5.40%	5.10%	5.80%	5.40%
其他品牌	62.50%	63.20%	62.30%	\

注：接近三年平均市占率倒序排列

资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

2.3 烘焙食品尚未饱和，市场将进一步扩容

烘焙食品是以面粉为基本原料，添加适量鸡蛋、添加剂等，经过复杂的工艺手段烘焙而成的具有一定饱腹感的方便食品。当前，A 股烘焙食品板块上市公司数量已达 8 家，包括：桃李面包、广州酒家、元祖股份、南侨食品、青岛食品、桂发祥、西麦食品、立高食品。企业数量多，市场主要被中小品牌瓜分，各公司发力点不尽相同，市场集中度较

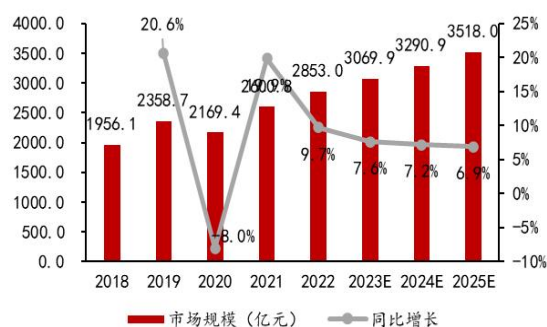
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

低。桃李面包核心收入来源为面包；广州酒家主要业务为月饼、糕点、餐饮产品；南侨食品主营业务是烘焙油脂；立高食品主营业务为烘焙食品及烘焙食品原料；元祖股份主营业务为蛋糕、月饼、糕点等；西麦食品主营业务是燕麦；青岛食品主营业务为饼干、花生酱；桂发祥主营业务为糕点、麻花。

表 7：烘焙食品各细分市场部分领先企业

细分市场	烘焙食品企业	主要业务产品
糕点、面包市场	上海元祖梦果子股份有限公司	以麻薯起家，主要生产裱花蛋糕、中西糕点、月饼等产品
	北京好利来食品有限公司	蛋糕、面包、西点、中点、咖啡饮料、月饼、粽子等产品
	稻香村集团	糕点、节日食品、面包主食等产品
	桃李面包股份有限公司	以传统代餐面包为主，短保质期类型，面包、月饼、粽子三大类
	西安米旗食品有限公司	糕点的生产（烘烤类、油炸类、蒸煮类、熟粉类、月饼）等
饼干及其他市场	中国旺旺控股有限公司	米果、乳品、饮料、休闲食品及酒类
	新疆麦趣尔集团有限责任公司	以乳制品生产业务和烘焙食品的连锁经营业务为核心

消费者对新鲜、健康、营养的食物的追求使得烘焙食品趋于向健康口感、低糖和少油的路径发展，烘焙行业市场进一步扩容。数据显示，2022 年我国烘焙食品行业市场规模为 2853 亿元，同比增长 9.7%，国内市场虽起步较晚，但由于消费需求的旺盛态势，上下游产业快速发展，艾媒咨询数据显示 2022 年中国大陆地区已有 29345 家企业注册，随着越来越多的企业加入赛道，市场具有很大的发展空间。

图 22：烘焙市场快速成长


资料来源：元祖股份 2022 年报,艾媒咨询,川财证券研究所

图 23：烘焙食品行业企业注册量增长强劲

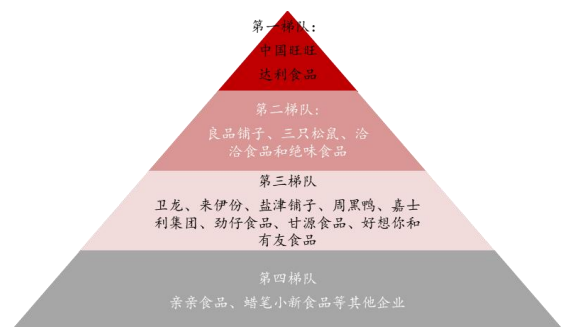

资料来源：元祖股份 2022 年报,艾媒咨询,川财证券研究所

三、行业竞争激烈，产品和渠道塑造成长逻辑

3.1 现有市场竞争格局分散，逐步向优势品牌集中

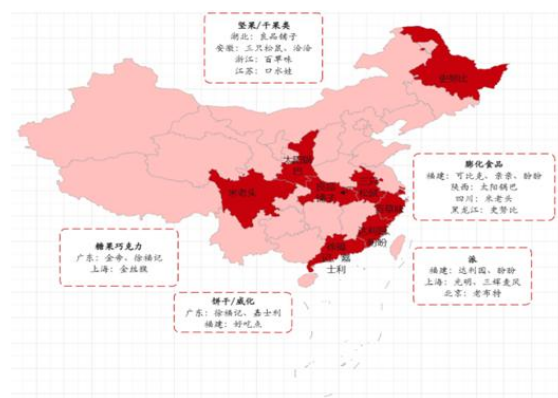
依据各休闲零食企业公布的 2022 年营业收入进行分类，港股上市公司中国旺旺(229.28 亿元)、达利食品(199.57 亿元)都实现了百亿元级别的营收，位于行业的第一梯队。良品铺子、三只松鼠、洽洽食品和绝味食品营业收入均超过 50 亿元，位于第二梯队。卫龙、来伊份、盐津铺子、周黑鸭、嘉士利集团、劲仔食品、甘源食品、好想你和有友食品营业收入均超过了 10 亿元。中国旺旺和达利食品都属于综合消费食品领域，产品覆盖的品类较多，涵盖了薯片、副食、甜点、果冻、坚果等多种细分零食品类，良品铺子和盐津铺子也属于综合类的企业，能够满足消费者的多种需求。

图 24：2022 年休闲零食企业格局



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

图 25：中国休闲食品厂商区域分布图



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

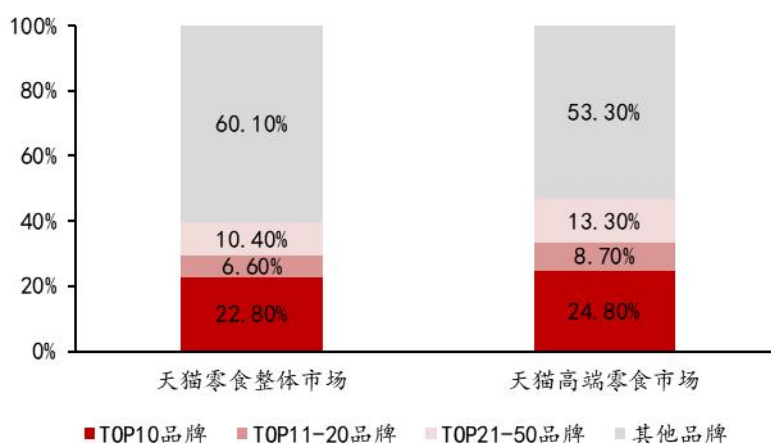
从各品牌企业所在的地理位置来看，休闲食品企业较为集中的分布在长三角和珠三角地区，依靠于得天独厚的地理位置和先进的工艺技术，但总的来说，品牌的分布依然较为分散，西南、西北、东北等地也有知名企业分布。

东方快消品中心按品类并通过主要经营指标-营业收入公布了 TOP15 零食公司，其 2022 年总营收为 531.3 亿元，总净利润为 24.7 亿元。休闲食品行业 A 股 21 家企业营业收入合计 726.4 亿元，除去卫龙、周黑鸭、嘉士利集团、亲亲食品和蜡笔小新食品这五家港股上市公司，top10A 股休闲食品企业的市场份额为 59%。数据显示，2022 年淘宝天猫平台高端休闲零食 CR10 品牌销售份额为 24.8%，高于整体市场 2 个百分点，CR30 则高于整体市场 4.1 个百分点，市场正在向优势品牌集中。

表 8：2022 年上市公司零食 15 强

公司名称	营业收入 (亿元)	营业收入 同比 (%)	净利润 (亿元)	净利润 同比 (%)	排名
良品铺子	94.4	1.2	3.4	19.2	1
三只松鼠	72.9	-25.4	13.0	-68.6	2
洽洽食品	68.8	15.0	9.8	5.1	3
绝味食品	66.2	1.1	2.3	-76.3	4
卫龙	46.3	-3.5	1.5	-81.7	5
来伊份	43.8	5.0	1.0	229.1	6
盐津铺子	28.9	26.8	3.0	100.0	7
周黑鸭	23.4	-18.4	0.3	-92.6	8
嘉士利集团	16.6	4.2	0.6	-50.6	9
劲仔食品	14.6	31.6	1.2	46.8	10
甘源食品	14.5	0.1	1.6	3.0	11
好想你	14.0	9.3	-1.9	-407.8	12
有友食品	10.2	-16.0	1.5	-30.1	13
亲亲食品	9.6	11.3	0.0	98.3	14
蜡笔小新食品	6.8	5.6	-0.8	-15.5	15

资料来源：东方快消品中心，川财证券研究所

图 26：2022 年高端零食市场销售额占比更高


资料来源：中华全国商业信息中心，川财证券研究所

3.2 “大而全”行业，产品+渠道塑造核心竞争力

休闲食品行业细分赛道众多，参与玩家不计其数但大品牌企业的市占率却较低，是一个“大而全”但“小企业”的行业。研究大品牌逐步脱颖而出的路径，正是产品优势的塑

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

造和销售渠道的选择，帮助其在行业拥有一定的品牌话语权。

3.2.1 不同产品打造差异化竞争优势

梳理休闲食品行业不同企业的主营业务，可大致分为两类：一种是聚焦于某一单品，不断深耕扩充品类，例如绝味、周黑鸭专营卤制品，桃李主营面包及糕点，劲仔食品拥有超级大单品“劲仔深海小鱼”等，在各自领域留下深入人心的品牌印象；一种是超多品类布局，成为综合休闲食品企业，例如良品铺子、三只松鼠、来伊份、盐津铺子等，产品覆盖坚果炒货、各类零食、果脯果干等多个产品，赢得了更多盈利空间。

2023 年上半年休闲食品企业的经营数据显示，盐津铺子实现营业收入 18.94 亿元，同比增长 56.54%（调整后）；净利润为 2.46 亿元，同比增长 90.69%，公司聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果等七大核心品类实现了快速发展；“卤味三巨头”之一的周黑鸭实现收入 14.15 亿元，同比增长 19.8%；股东应占期内利润 1.02 亿元，同比增长 453.6%，产品创新成为业绩增长的动因之一。无论是单品类持续深耕还是多品牌共同发展，产品塑造是最根本的盈利驱动。

表 9：单品类企业和综合企业的 2023 年上半年经营情况

公司名称	主要产品	营业收入 (亿元)	YOY	净利润 (亿元)	YOY	资产负债 率
周黑鸭	主营鸭及鸭副产品，其他食品 主要包括卤制红肉、卤制蔬菜 产品等。	14.15	19.79%	1.02	453.64%	23.19%
桃李面包	主要产品为“桃李”品牌面包， 此外还生产月饼、粽子等产 品，主要是针对传统节假日开 发的节日食品。	32.07	0.03%	2.92	-18.46%	26.19%
劲仔食品	核心单品“劲仔小鱼”，逐步 形成“鱼制品、豆制品、禽类 制品”三大品类，“小鱼、鹤 鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、 素肉”六大产品系列。	9.25	49.07%	0.83	46.97%	20.50%
盐津铺子	辣卤零食、深海零食、休闲烘 焙、薯类零食、蛋类零食、蒟 蒻果冻、果干坚果等七大品 类。	18.94	56.54%	2.46	90.69%	50.47%

资料来源：iFinD，川财证券研究所

推出差异化产品探索新的业务增长点。休闲食品行业由于品类口味很难产生巨大差别，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

所以产品同质化严重，而良品铺子、三只松鼠、盐津铺子等企业能够成为业内知名品牌，依靠的正是差异化产品的推出，从受众类型出发打造个性子品牌，例如良品铺子的“小食仙”、“良品飞扬”和“控多卡”，三只松鼠的“小鹿蓝蓝”、“养了个毛孩”、“铁功基”、“喜小雀”等，基本各类群体都能找到符合心意的产品，也带动企业从大同小异的产品中脱颖而出，多品类的产品给了企业更多发展创造空间，可以进行不同组合来满足消费者的不同需求，从而增加了抵抗风险的能力。

表 10：差异化产品企业 2022 年收入分布

良品铺子			三只松鼠			盐津铺子		
营业收入	94.40 亿元		营业收入	72.93 亿元		营业收入	28.94 亿元	
收入项目	收入 金额	占比 (%)	收入项目	收入 金额	占比 (%)	收入项目	收入 金额	占比 (%)
其他	21.59	22.87	坚果	41.07	56.32	辣卤零食	9.92	34.27
肉类零食	20.97	22.22	烘焙	11.34	15.55	休闲烘焙点心 类（含薯片）	6.52	22.53
糖果糕点	20.56	21.78	综合	8.73	11.97	休闲深海零食 （含鱼豆腐等）	5.59	19.33
坚果炒货	15.67	16.60	肉制品	6.96	9.55	薯片产品	2.77	9.58
果干果脯	8.25	8.74	果干	3.38	4.64	果干类	1.94	6.72
素食山珍	6.13	6.50	其它	1.44	1.98	其他	2.19	7.56
其他业务	1.21	1.28						

资料来源：iFinD，川财证券研究所

3.2.2 多个渠道助推企业盈利增长

前述分析可知，休闲食品行业的终端销售渠道经历了路边商贩、超市、品牌专营店、电商渠道和零食量贩店五个阶段，现在零食量贩店势头正盛，线上兴趣电商渠道的贡献也不容小觑，行业正处于全渠道的全方位营销发展时代。企业应该评估市场形势，抓住渠道红利，进行产品的合理销售布局，从而实现盈利的增长。

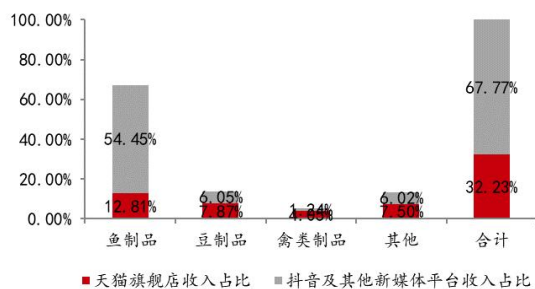
随着快手、抖音等短视频软件的普及，全民上网时代已然来临，相比于淘宝、京东的传统线上购物渠道，短视频直播带货的销售方式更具流量，消费者从趣味性的直播中获得乐趣，在高性价比的直播链接下单商品，足不出户又具备线下冲动消费的体验，成为企业营收的主要渠道之一。以劲仔食品为例，其积极布局微博小红书等社交平台、快手及抖音直播互动平台等新兴渠道，2023 年上半年新媒体渠道同比增长 580.48%，抖音及其他新媒体平台线上直销销售 0.50 亿元，占线上直营收入的 67.77%。⁶与传统电商平台孵化的三只松鼠相比，盐津铺子、甘源食品和劲仔食品等小体量公司抓住了兴趣电商

⁶ 资料来源：劲仔食品 2023 年半年度报告 P12、P16，巨潮资讯网 (cninfo.com.cn)

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

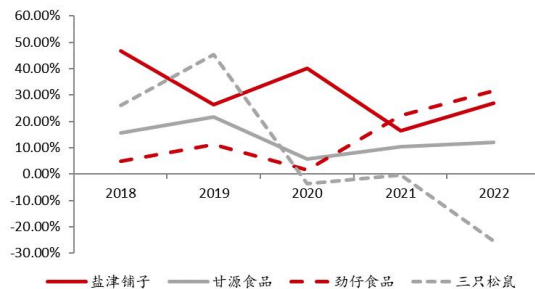
的渠道流量，迅速开展抖音、快手等线上直播模式，实现了营业收入的持续增长。

图 27: 劲仔食品 2023 年上半年新媒体平台收入占比较高



资料来源：劲仔食品 2023 年半年报，川财证券研究所

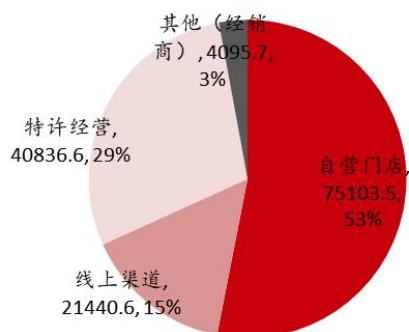
图 28: 盐津铺子、甘源食品和劲仔食品营业收入保持较高增速



资料来源：iFinD，川财证券研究所

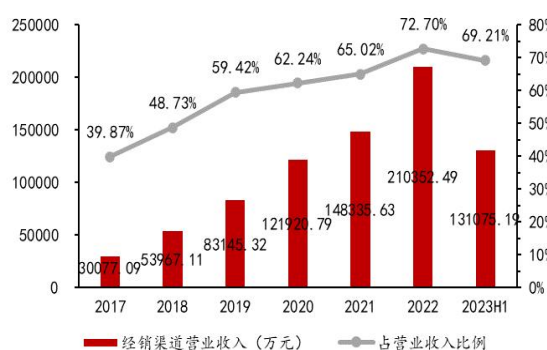
线下销售仍旧是休闲食品企业的主流渠道。良品铺子 2022 年年报指出整个休闲食品行业线下渠道仍占据 85.9%，保持着主流渠道地位⁷，公司 2022 年线下渠道的营收占比 49.58%，三只松鼠也积极对线下门店进行调整，盐津铺子 2023 年上半年净利增逾九成主要是与零食量贩品牌零食很忙、零食有鸣和赵一鸣零食等深度合作，甘源食品 2023 年上半年业绩预增的公告中也提到了加深与量贩零食、直播电商等新兴渠道的合作；而对于卤制品来说，门店本就是其主要的销售渠道，2023 年上半年，周黑鸭自营门店加上特许经营，分别贡献 7.5 亿元和 4.1 亿元，合计贡献收入 11.6 亿元，在总收入中的占比达 82%。随着消费场景的恢复，企业线下门店的布局至关重要，能够切实为企业带来业绩增长。

图 29: 周黑鸭 2023 年上半年自营门店收入占比高（单位：万元）



资料来源：周黑鸭 2023 年半年报，川财证券研究所

图 30: 包含零食很忙等连锁超市、便利店的经销渠道是盐津铺子营收主要来源



资料来源：盐津铺子 2023 年半年报，川财证券研究所

⁷ 资料来源：良品铺子 2022 年度报告 P14，巨潮资讯网 (cninfo.com.cn)

四、重点关注标的

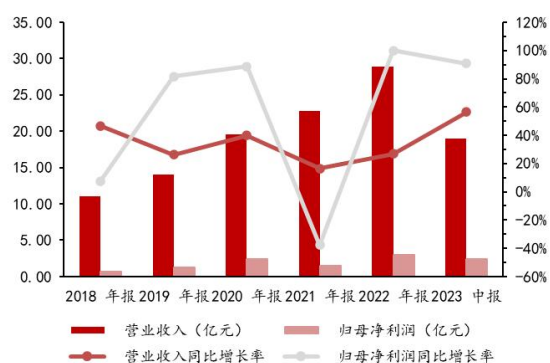
4.1 盐津铺子：“产品+渠道”双轮驱动，抓住渠道变革红利

公司以具有地方特色的凉果蜜饯发轫，成长为产品品类较为齐全的咸味休闲食品代表企业，现主要产品包括深海零食、休闲豆制品、蜜饯炒货、休闲素食和肉鱼产品等，以及中保类休闲烘焙点心。公司不断转型升级，完善“产品+渠道”双轮驱动增长模式，努力实现“产品领先+效率驱动”。其营业收入不断增长，除 2021 年处于转型期净利润有所下滑外，历年净利润也实现较大幅度的增长。分产品来看，2023 年上半年占公司营业收入 10% 以上的辣卤零食营业收入 7.14 亿元，同比增长 95.63%；休闲烘焙营业收入 3.04 亿元，同比增长 11.47%；深海零食 2.90 亿元，比上年同期增长 18.00%。

公司产品品类齐全，具备差异化竞争优势。其聚焦辣卤零食、薯类零食、深海零食、休闲烘焙、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果等七大品类，发展小量散称包装和定量装包装多种规格，满足了不同地区、不同偏好的消费者多样化采购需求。发展的小品类休闲零食能够占据一定的市场地位，助力广覆盖、差异化的竞争策略落到实处。

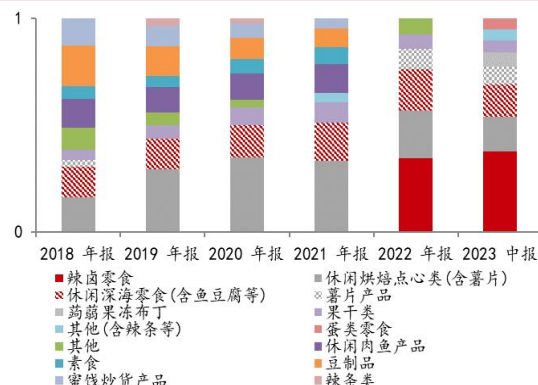
公司注重营销渠道的建设，直营商超、经销商、线上电商和新兴零食量贩店营销全渠道发展，抓住渠道变革的红利。在保持与大型连锁商超合作的同时，积极与热门零食量贩品牌零食很忙等展开深度合作，经销商销售带来营业收入的大幅提升；线上发展兴趣电商，在抖音平台与主播种草引流，洞察市场变化，提升市场竞争力。

图 31：盐津铺子 2018-2023 上半年经营状况



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 32：盐津铺子主营业务占比情况



资料来源：iFinD，川财证券研究所

4.2 劲仔食品：大单品+大包装，第二增长曲线呼之欲出

公司以湖湘卤味工艺为基础，研发出符合全国消费者口味的休闲卤味零食，主要产品有鱼制品、禽类制品、豆制品等系列，“劲仔小鱼”具有较高的知名度，2017 至 2022

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

年销售规模在休闲鱼制品领域稳居行业第一，公司以核心单品出发，逐步打开其他品类市场。营业收入和净利润增速均加快，2023 上半年实现营业收入 9.25 亿元，同比增长 49.07%，实现归属于上市公司股东的净利润 8,312.91 万元，同比增长 46.97%。细分三大品类来看，2023 年上半年休闲鱼制品、禽类制品、豆制品分别同比增长 35.01%、155.05%、29.23%。

大单品打造知名度，大包装策略铺开销售网络。公司首先通过“劲仔小鱼”产品打开知名度，拓宽品牌影响力，占据鱼制品细分领域的消费者心智，再逐步发展其他品类产品，培养第二增长曲线。2023 年上半年，禽类制品同比增长 155.05%，成长为公司的第二大品类，“超十亿级”大单品劲仔深海小鱼和多个“亿元级”单品鹤鹑蛋、豆干等加深品牌竞争力。

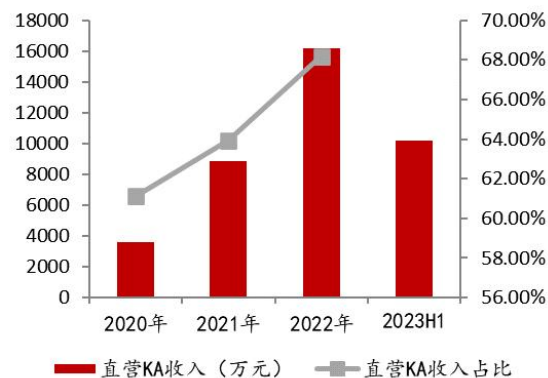
公司曾经主要在流通渠道售卖 1-2 元的小包装产品，品牌效应微弱，“大包装+散称”的产品组合，让产品陈列更加明显，覆盖范围更加广阔。盒装、袋装大容量的产品销售和推广，主要投放在之前的空白渠道，完善了直营商超渠道布局，从而实现销售收入的增加。直营模式是指公司通过线上 B2C（天猫旗舰店、抖音小店、京东专卖店、快手小店等）、线上 B2B（京东“京喜通”、天猫超市、京东自营等平台）、线下直销商超系统、线下终端客户合作销售的模式，因此直营商超的收入可大约视为直营收入与直营电商收入的差值，该渠道收入占比逐年增加，2022 年直营 KA 渠道收入占比将近七成。

图 33：劲仔食品禽肉制品收入增速最快



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 34：直营 KA 渠道收入不断增加



资料来源：iFinD，川财证券研究所

4.3 良品铺子：线下门店+分类产品，构筑品牌影响力

公司经营全品类零食，拥有丰富的产品线，包括坚果、海味零食、肉类零食、炒货系列、果干果脯、烘焙糕点、礼品礼盒、儿童零食等 17 个产品线。公司以消费者需求为主导

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

对产品进行细分，打造出适宜不同消费群体的子品牌，例如满足儿童健康零食的“小食仙”，为减脂瘦身人群提供减脂全餐的“控多卡”，为糖尿病患者提供无糖食品“解唐忧”，以及坚持现炒现卖的坚果品牌“坚果鲜森”；在门店试水短保面包、现烤烘焙、现制咖啡等，多品类加深企业印象值，形成高端零食领导品牌心智。

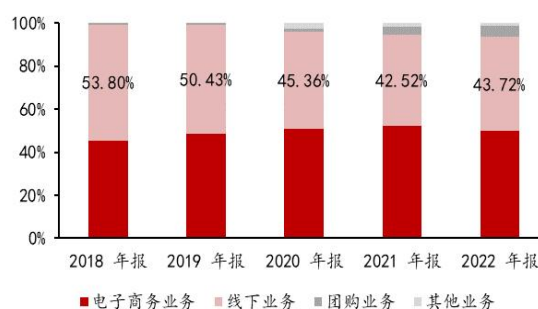
公司以线下零食门店起家，2022 年拥有超过 3200 家门店，实现了多场景布局，专营店体系成熟、发展稳健，在线下市场拥有了一定的话语权。公司在武汉经开永旺打造全国最大的零食王国店，从传统的销售主导型门店向以用户需求为中心的服务主导型门店过渡。面对零食量贩店的兴起，公司推出同等性质的“零食顽家”拓展新型零食连锁业务，2023 年 2 月与投资机构黑蚁资本联合投资量贩零食企业“赵一鸣”，可打开业绩增长的新局面。

图 35: 良品铺子产品品类丰富



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 36: 良品铺子线下销售占比



资料来源：IFinD，川财证券研究所

4.4 周黑鸭：“三新战略”+全方位渠道，提升品牌渗透率

公司是卤味市场“三巨头”之一，其产品主要包括鸭及鸭副产品、卤制红肉、卤制蔬菜产品及其他卤制家禽，主要分布领域在华中及华南。2023 年上半年，公司实现总营业收入 14.15 亿元，同比增长 19.8%；实现净利润 1.02 亿元，同比大增 453.6%。分产品来看，鸭及鸭副产品收入 11.08 亿元，占比 78.3%。

创新产品战略服务核心消费者，“年轻化”赢得市场青睐。公司深入了解主力消费人群的消费特点，开发适应 Z 世代年轻人需求的新产品，带来业绩的显著增长。新口味聚焦巨量微辣人群推出微辣产品，上市仅 45 天终端销售破亿⁸；新品类持续探索非鸭系列产

8 资料来源：餐饮 020 公众号，半年净赚 1 个亿！这个中国最会做“卤味”的品牌，用四招实现营收大增！（qq.com）
https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MjM5MzMwNjk2MA==&chksm=bd524fa98a25c6bfe4d7447da61d5e5e683ecb acb8592405dc16b6054414645b8314b6a23a66&idx=1&mid=2654990230&sn=52cf45e3b97b9434422fd047a55b59cb

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

品，打造虾球系列大单品；新价格带符合消费者“性价比”要求，推出 9.9 元低价产品鸡副、素菜以及小鸡腿等引流，降低产品购买门槛，提高购买率。

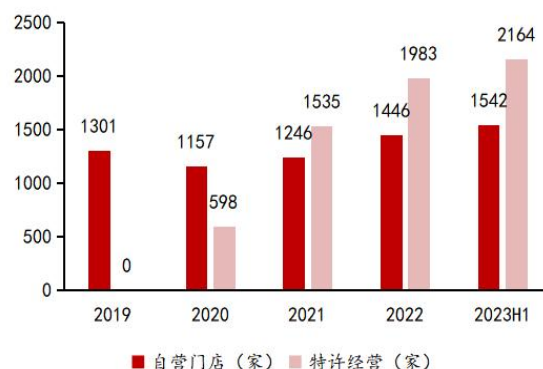
多维度渠道布局，全方位触达消费者。线下门店是品牌的主战场，从自营到放开加盟，公司加速扩张，截至 2023 年 6 月，周黑鸭总门店数量已达 3706 家，相比于 2019 年末增加了 2405 家，其中仅加盟门店就新增了 2164 家，贡献门店接近 90% 增量；地理位置上，门店位于年轻人常去的交通枢纽、商业地带及社区等场景，加深消费者印象。线上布局多个社交平台，微博、小红书、抖音；外卖平台美团，饿了么；同时还发力电商平台天猫、京东、拼多多；零售渠道朴朴超市等，全方位触达消费客群。直营+特许+O&O 三轮驱动，显著提升公司盈利能力。

图 37：周黑鸭产品创新



资料来源：餐饮 O2O 公众号，川财证券研究所

图 38：周黑鸭线下门店不断扩张



资料来源：公司财报，川财证券研究所

五、投资建议

休闲食品行业细分赛道众多，产品品类多样，具备发展空间。行业市场格局较为分散，规模以上企业互相竞争，同质化产品难以构建发展壁垒，渠道加速变革带来成长机会，企业应挖掘差异化竞争优势，提升全渠道运营能力，以优质产品获得品牌口碑，以销售渠道赢得盈利机会，实现快速增长。

综上分析，企业应突出发展核心品类，建立品牌印象，同时拓展多样品类，顺应消费者需求，挖掘新的成长曲线。行业成长期，应积极拥抱线上线下全渠道融合发展时代，布局线上兴趣类内容平台和线下市场，抢占市场份额，实现流量变现。建议关注产品+渠道双轮驱动的盐津铺子、劲仔食品，品类齐全，定位高端，积极布局线下渠道的良品铺子，产品创新+全方位渠道触达消费主力群体的周黑鸭。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

风险提示

食品安全风险：外界环境不确定性增加，食品加工企业在采购、生产、运输、流通等环节都有可能因为企业管控不力、或企业无法管控存在食品安全风险。白牌食品或代工食品若发生食品安全事故也会影响到行业企业的声誉。

原材料成本波动风险：肉类、坚果、蔬果、粮食等原材料的价格波动可能会对公司的毛利率和盈利能力产生影响。原材料供给不足、需求增加等均会导致原材料价格上涨，若公司无法控制上游价格或许会将增加的成本转移至下游客户，成本端承压，对经营造成不利影响。

渠道成本增加风险：新兴零食量贩店以量换价，可能会压缩产品的利润空间，过分依赖某一渠道导致企业议价能力变弱，渠道费用上升，线上线下用于渠道布局的相关成本大幅波动将影响公司盈利能力。

市场复苏进度不及预期风险：当前我国多个产业处于疫情后的逐步复苏阶段，复苏趋势虽然明显但仍有疫情波动、通胀高企、海外冲突等不利因素存在，若其对市场的作用程度超过预期，或许会影响市场复苏进程。

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

28/29

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明