

万亿零食赛道全图谱：品类、渠道与竞争

零食行业深度报告（系列一）

食品饮料行业 **推荐**

分析师：刘光意 分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

2024年9月25日

CHINA GALAXY
SECURITIES

金融报国·客户至上
股票代码: 601881.SH 06881.HK

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

核心观点

引言：消费步入质价比新时代，万亿零食行业迎来新机遇。2023年以来随着国内经济步入高质量增长阶段，消费者对品质与价格的要求发生明显变化。在这一背景下，零食行业因其空间足够广阔，不同细分品类所处生命周期各有差异，其中部分品类能够较好地契合当前消费变化趋势，具备自身α红利，推动行业迎来新一轮结构性增长。站在当前时点，我们重点从品类、渠道、竞争三个维度分析零食行业目前的主要成长逻辑与未来的投资方向。

品类：结构性增长红利仍存，关注健康化、新中式、代餐化。横向来看，零食行业属于具备万亿空间的大市场，并且呈现需求碎片化+品类繁多+口味多元的特征；纵向来看，零食行业整体过去40年经历两大阶段：1) 早期甜味零食快速增长，外资品牌具备先发优势；2) 近年来以辣味为主的地方特色小吃蓬勃发展，本土品牌实现规模化制造与泛全国化扩张。具体来看，不同子赛道生命周期各有不同，糖巧相对成熟，而坚果等仍在成长期。空间上看，我们认为相较于海外平均消费量/渗透率，国内零食行业具备较大提升空间，长期有望实现稳健增长。趋势上看，结合质价比消费风格与消费者的情感诉求，我们认为未来品类发展将呈现健康化、新中式、代餐化三条主线，重点关注坚果、魔芋、鹌鹑蛋、小鱼干与面制品等品类。

渠道：下游渠道开启新一轮变革，为上游品牌起势创造新机会。零食行业渠道结构多元化，过去40年先后经历三个发展阶段（流通渠道为主→现代渠道+流通渠道→线上+线下）；当前随着消费转向质价比时代，下游渠道已进入全渠道2.0阶段，折扣量贩+会员店+内容电商共同兴起，实现对传统渠道的效率革新。趋势上看，我们认为当前量贩万店模型已经跑通，会员仓储店实现全国扩张，抖音电商规模逐渐比肩传统电商，新兴渠道流量可推动上游零食品牌实现规模增长，同时也可驱动上游品牌打磨产品力与供应链。

竞争：集中度提升空间较大，“多品类大单品+全渠道布局”更易长青。零食行业竞争格局呈现区域竞争+品类竞争的特征，其中甜味零食由国际龙头引领，集中度较高+格局较稳固，而本土风味零食集中度仍有提升空间，参与玩家可分为制造型VS渠道型。展望未来，我们认为多品类大单品+全渠道布局的公司长期有望实现较好发展：1) **品类上**，短期通过口味差异化等突围，长期则通过打造大单品，与场景深度绑定形成护城河，并沉淀为品牌势能。2) **渠道上**，依托量贩等新渠道红利实现规模扩张，利用下游渠道的高标准打磨自身供应链效率，同时捕捉消费者新需求，进而立足高势能渠道向全渠道进行扩张。

重点公司：卫龙美味：响应新兴渠道变革，助/辅销深化渠道精耕；大单品稳健成长，加速推新完善产品矩阵。**劲仔食品：**品规改革与量贩红利引导增长，鹌鹑蛋第二曲线持续验证。**三只松鼠：**重塑商业模式、积极探索线下，为全渠道适配全品类产品；布局坚果上游与供应链提效，总成本领先将强化高端性价比壁垒。**甘源食品：**量贩等渠道红利仍将延续，当前渠道与团队调整暂告段落，产品矩阵与渠道有望持续共振。**盐津铺子：**率先拥抱新兴渠道，多品类品牌战略收获颇丰，有望通过供应链建设和新中式布局充分受益品类红利。**洽洽食品：**调整产品量价应对市场挑战，探索第三曲线与渠道增量空间，上游供应链合作持续释放规模效应，盈利能力有望上行。

风险提示：渠道增长不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；原材料成本波动的风险；食品安全风险。

目录

CONTENTS

- 一、引言：消费步入质价比新时代，万亿零食行业迎来新机遇
- 二、品类：结构性增长红利仍存，关注健康化、新中式、代餐化
- 三、渠道：下游渠道开启新一轮变革，为上游品牌起势创造新机会
- 四、竞争：集中度提升空间较大，多品类大单品+全渠道布局更易长青
- 五、重点公司分析
- 六、风险提示

01

引言：

消费步入质价比新时代，万亿零食行业迎来新机遇

引言：零食行业历经四十年变迁

80年代：中外零食共同发展

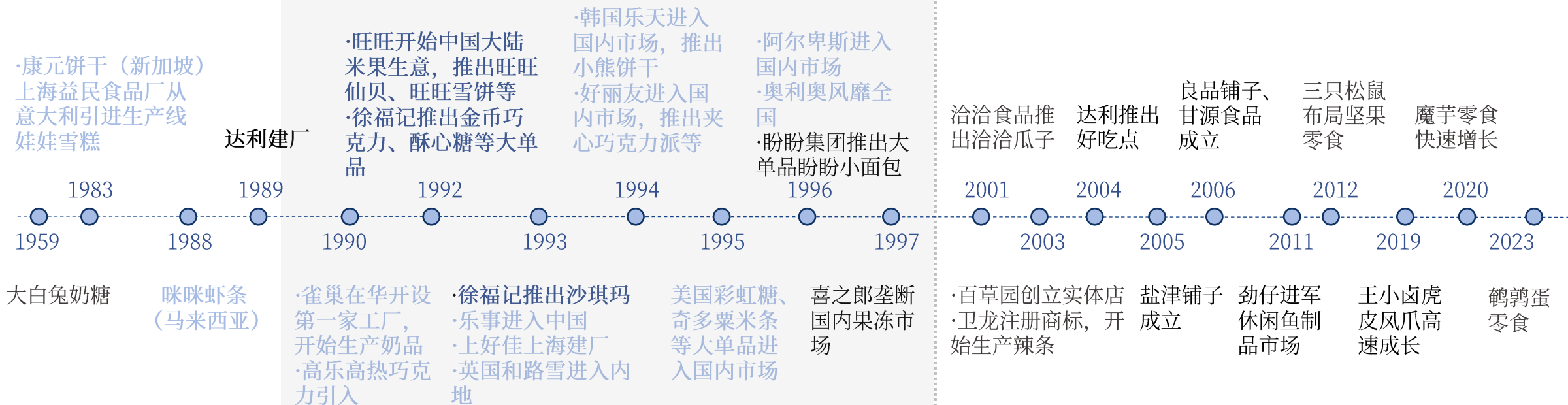
90年代：外资与台资主导，进口品类风靡

21世纪：电商助力国产零食突围，向风味化、健康化发展

商超渠道

电商渠道

本轮渠道变革



企业本土（小作坊）→ 企业西方化（工业供应）

品类西方化，甜味零食

企业+品类本土化，风味零食

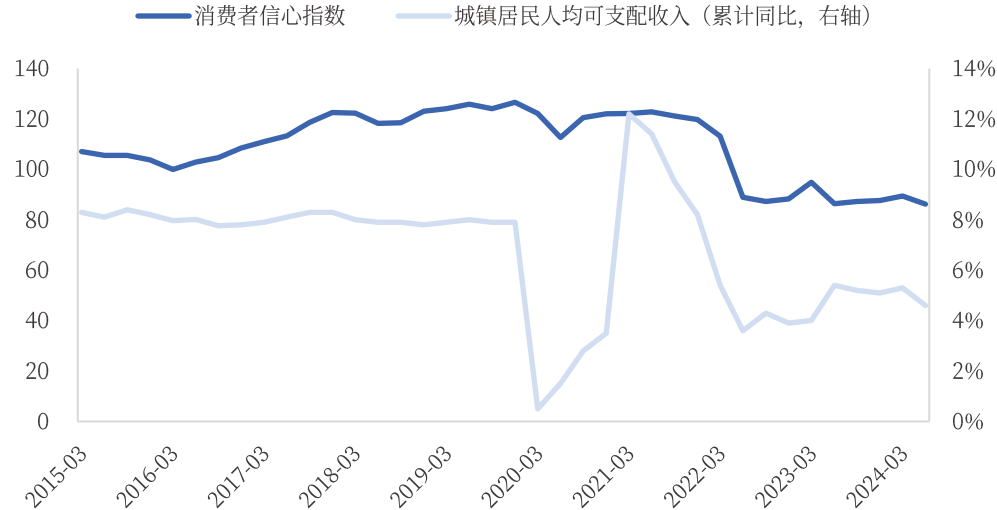
引言：步入质价比新时代，零食行业迎来新机遇

随着国内经济步入高质量增长阶段，消费者对品质与价格的要求发生明显变化。相较其他消费品，零食行业空间广阔+品类多样，其中部分细分品类能够顺应消费趋势挖掘自身α红利，进而推动行业整体实现稳健增长，表现为零食行业连续两年增速均高于快消品的平均增速水平。

2022-2023年消费者信心指数处于低位，边际储蓄倾向的增加致使折扣概念起风。尼尔森IQ调研结果显示，2023年价格敏感型消费者占比明显增加。

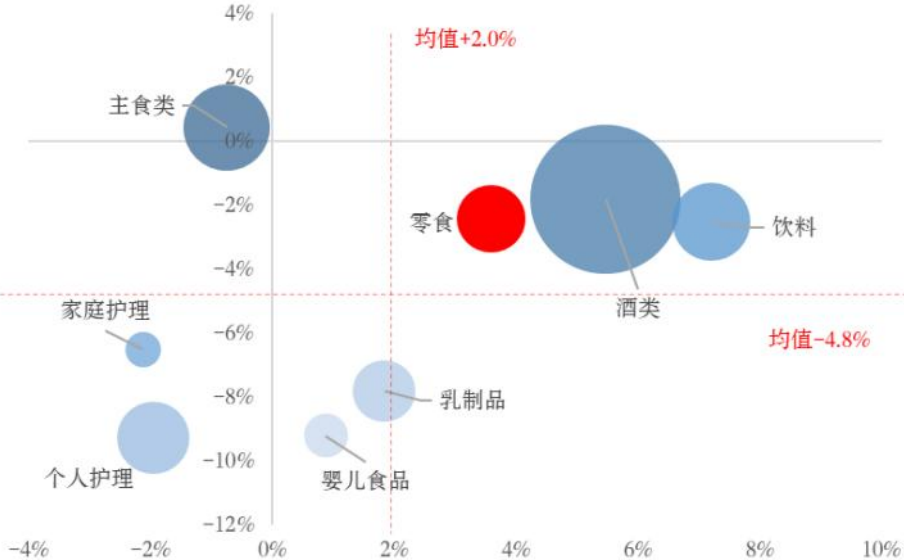
与此同时，随着教育水平与收入水平的提高，消费者逐渐向马斯洛需求层次上移，对产品价值提出更高要求。

图：人均可支配收入和消费者信心指数2022年同比回落



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图：2021-2022年快消品增速对比



注：横轴为22年vs21年增速，纵轴为21年vs20年增速，气泡大小代表行业规模。

资料来源：NielsenIQ，Euromonitor，中国银河证券研究院

02

品类：

结构性增长红利仍存，关注健康化、新中式、代餐化

(一) 横向：寻找零食品类的底层属性

1.消费群体广泛，女性与年轻人为主

零食消费者共性与特性均指向“多元”，头部企业经历初期跑马圈地后，步入“多品类”、“全渠道”阶段以实现消费者触达。休闲零食为可选品类，现代零食的兴起源于城市发展与休闲娱乐活动，其后演化出满足情感交流、健康营养等多样化需求。从用户画像来看，女性消费者占比67.7%、22-30岁消费者占比34.9%，从地域分布看，消费者在各线城市较为平均。

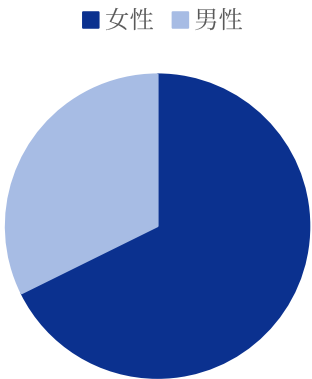
他们的消费特点？

- 普遍较为年轻→消费偏好切换较快、消费场景多元
- 分布较为广泛→消费需求多样



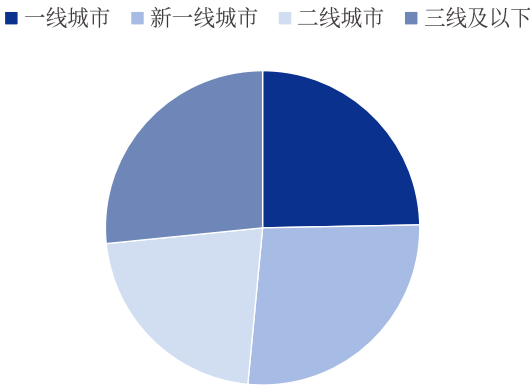
渠道上：多品规布局深化渠道，拓展第一曲线受众
品类上：加码新品类，寻找契合新偏好的第二曲线

图：休闲食品消费者性别画像（2023年）



资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院

图：休闲食品消费者城市画像（2023年）



资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院

图：企业逐渐借力大单品势能完善产品矩阵

	第一曲线	第二曲线	新品协同
卫龙	辣条	魔芋爽	
劲仔食品	小鱼	鹌鹑蛋	
洽洽食品	瓜子	坚果	
三只松鼠	坚果	多元发展	跨界
甘源食品	籽类	口味坚果	
盐津铺子	咸味零食	烘焙点心	跨界

资料来源：卫龙、劲仔食品、洽洽食品、三只松鼠、甘源食品、盐津铺子公司公告，中国银河证券研究院

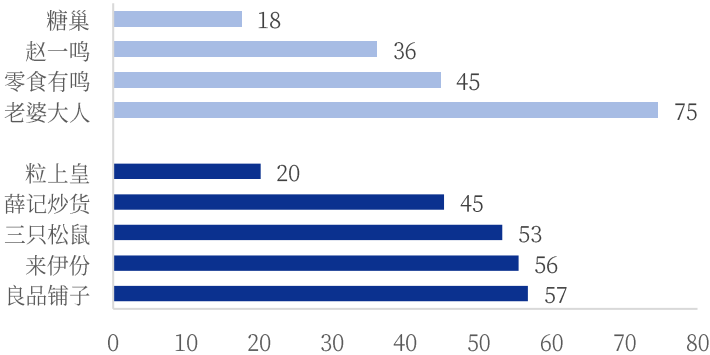
(一) 横向：寻找零食品类的底层属性

2.消费场景碎片化，门槛较低与频次较高

91.3%的单次购买金额集中于10-100元。
消费者对休闲零食的**单次消费金额较低，倾向于高频多次购买。**

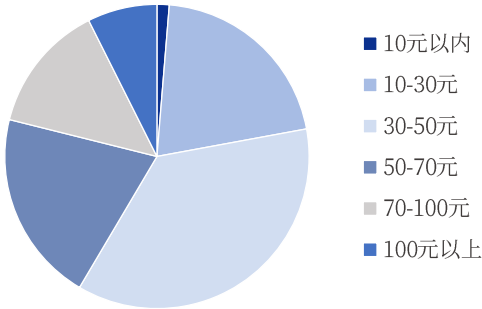
- 考虑更多为冲动型消费
- 大包装锁定客户，散装满足尝试搭配

图：主要零食门店人均消费（2024年，元/人）



资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

图：2023年消费者单次购买休闲零食金额



资料来源：iiMedia，中国银河证券研究院

图：消费零食主要场景与消费动因

↑ 休闲为主 ↑ 二者兼具 ↓ 饱腹为主	具体场景	用户占比	各场景考虑因素								偏好品类
			幸福感	饱腹	解压	解馋	方便食用	便携	补充营养	无气味	
	看剧	65.20%	73.70%	15.60%	45.70%	58.40%	27.40%	10.40%	5.90%	5.30%	膨化食品71.2%>卤味55.6%>坚果炒货37.3%
	聚会	19.00%	72.80%	20.70%	45.90%	49.50%	31.30%	32.90%	11.10%	14.80%	膨化食品61.9%~糕点60.1%>卤味51.0%
	周末	39.60%	76.00%	21.80%	49.60%	52.60%	22.80%	12.80%	10.20%	5.40%	膨化食品62.3%~糕点63.4%>卤味49.1%
	下班后	34.40%	67.90%	29.40%	40.90%	46.90%	24.00%	8.50%	9.20%	5.00%	膨化食品51.4%~糕点50.2%~卤味49.1%
	宵夜	20.50%	68.40%	33.50%	30.60%	58.50%	31.10%	9.00%	5.80%	4.60%	卤味60.7%~膨化食品57.5%>糕点40.5%
	出游	16.40%	62.30%	39.50%	37.30%	43.40%	47.00%	52.10%	19.00%	14.20%	糕点65.7%~卤味63.0%>膨化食品57.8%
	办公室茶歇	30.20%	58.70%	39.80%	48.10%	47.00%	34.40%	33.90%	12.70%	25.40%	饼干53.7%>糕点48.4%~卤味47.0%
	早餐	7.40%	52.70%	53.30%	32.00%	29.30%	34.70%	22.70%	32.70%	14.70%	糕点76.0%>饼干43.3%>坚果炒货30.7%

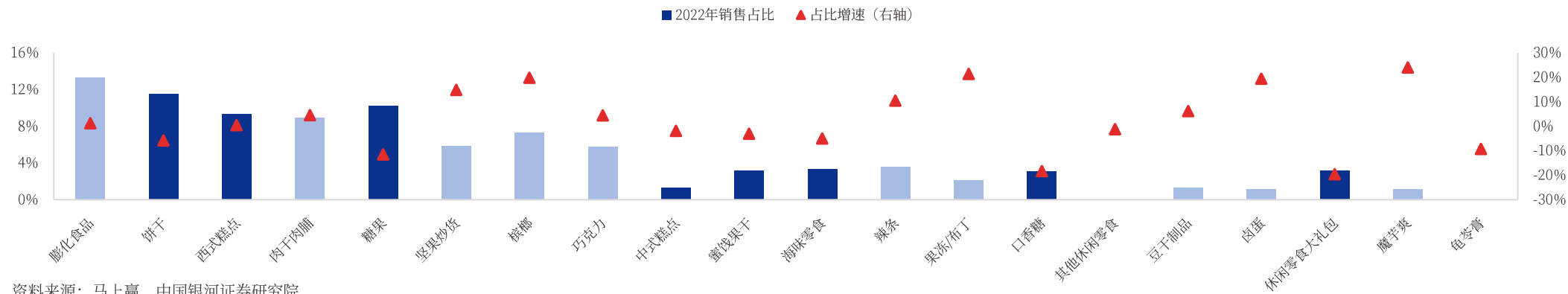
资料来源：小红书《零食行业用户洞察报告》，中国银河证券研究院

(一) 横向：寻找零食品类的底层属性

3.细分品类繁多，产品口味丰富

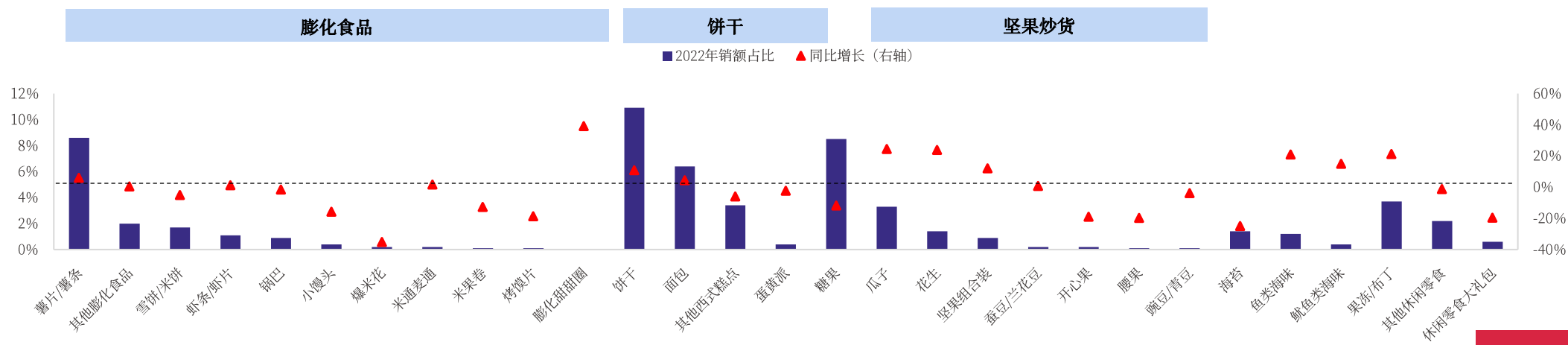
细分品类数量众多，风味零食、烘焙糕点与糖巧为前三大品类，甜味与风味零食增速分化。

图：2022年休闲零食占比情况（销售额口径）



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院
备注：浅蓝色柱状表示同比增长，深蓝色柱状表示同比下降

图：2021-2022年休闲零食细分赛道占比情况



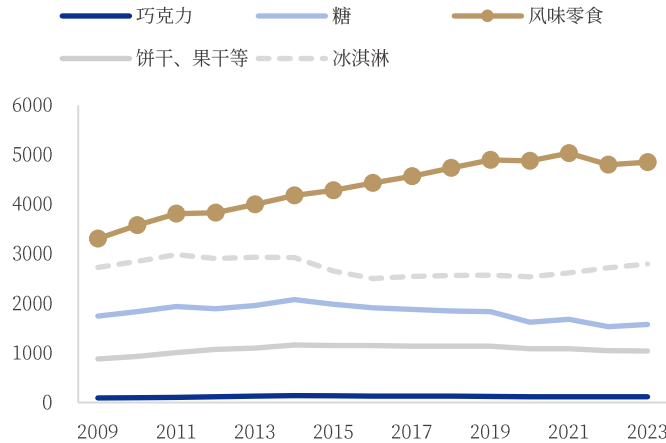
资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

（二）纵向：40年共经历两大阶段，从甜味零食为主到风味零食崛起

阶段一：早期甜味零食快速增长，外资品牌具备先发优势。在20世纪末的招商引资浪潮中，外资大单品进驻中国市场，并凭借规模工业化的供应链与甜味在竞争中崭露头角，带动以糖巧、膨化和饼干品类为主的第一发展阶段。1989年玛氏公司引入德芙巧克力、1993年百事食品公司引入乐事薯片、1996年亿滋国际引入奥利奥，快速掀起风潮，品类实现高增。

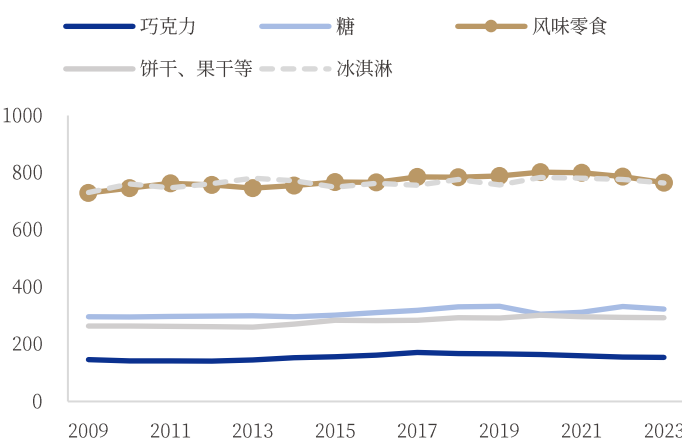
阶段二：需求向本土风味拓展，内资本土品牌快速成长。2000年起，各品牌创始人开始将地方特色小吃零食化并带出所属省份，相较海外品味更契合国人口味，行业进入本土化发展阶段，本土品牌逐渐实现规模化制造与泛全国化扩张。复盘近15年零食消费量，结构上，中国对巧克力的消费占比更少；趋势上，美国、日本糖巧行业仍然在低速增长，而中国步入成熟后期，人均消费量开始下降；与此同时，风味零食持续展现出高成长力。

图：中国2009-2023年零食消费量（千吨，零售口径）



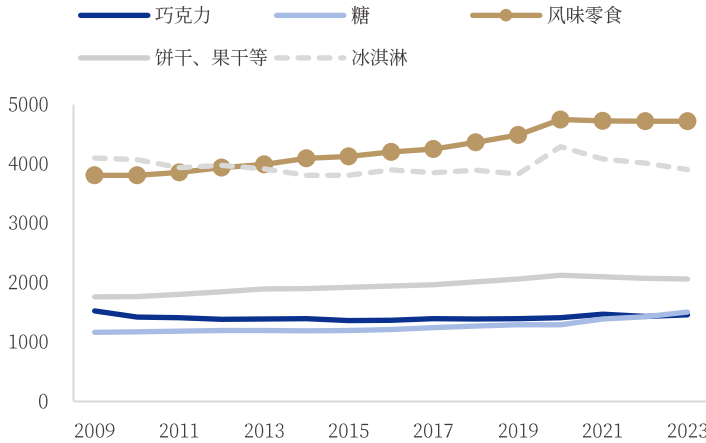
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院
备注：冰激凌的单位为百万升

图：日本2009-2023年零食消费量（千吨，零售口径）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院
备注：冰激凌的单位为百万升

图：美国2009-2023年零食消费量（千吨，零售口径）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院
备注：冰激凌的单位为百万升

(二) 纵向：40年共经历两大阶段，从甜味零食为主到风味零食崛起

地方风味打破“甜味零食”垄断格局，为什么风味零食出现了发展机会？持续程度如何？

因素一：对糖（甜味）需求的减少，减糖仍为未来趋势

- 受众群体变化：儿童对糖敏感度低，对甜食有特别嗜好，伴随消费人群年龄增长，对糖/甜味偏好降低。
- 健康意识提升：肥胖、龋齿、糖尿病为高发疾病，人们逐渐认知到过量摄入糖的危害，开始通过饮食控制限制糖的摄入。

因素二：对地方风味的接触与接受度提高，以辣味为例，辣椒产业数据显示，能吃或爱吃辣的人口超过6.5亿，辣味/非辣味零食2016-2021CAGR约8.7%/5.5%。

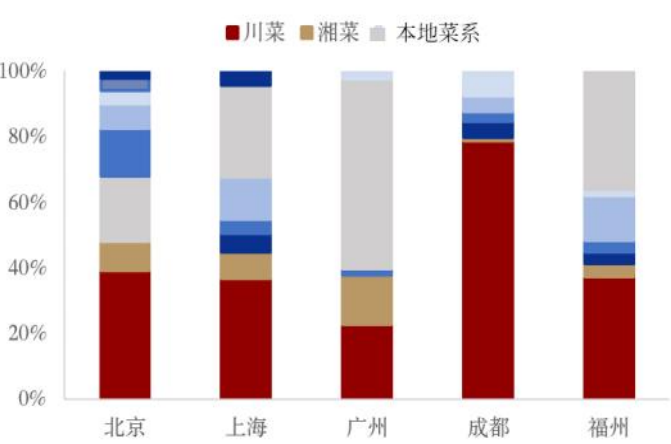
- 人口流动+传播进步实现初次触达：城镇化进程加速，四川、重庆等通过劳务输出拓展地方口味；物流设施完善，电商进一步驱动辣味食品向全国推广。
- 辣味成瘾特性促成复购：辣椒素可激活口腔/咽喉部位受体，激发内啡肽释放，产生欣快感，超八成辣条消费者每周至少消费一次，其中57.2%每周消费2-3次。

图：人口流动与劳务输出带动地方口味全国化（2022年）

	省份/ 直辖市	户籍人口/ 常住人口		省份/ 直辖市	户籍人口/ 常住人口
华东	上海	0.607	华南	广东	0.794
	江苏	0.924		海南	0.959
	浙江	0.777		广西	1.138
	福建	0.946			
	山东	0.998			
西南	重庆	1.062	华中	湖北	1.049
	四川	1.083		江西	1.113
	贵州	1.201		湖南	1.092
	云南	1.029		安徽	1.162
	西藏	0.949		河南	1.169

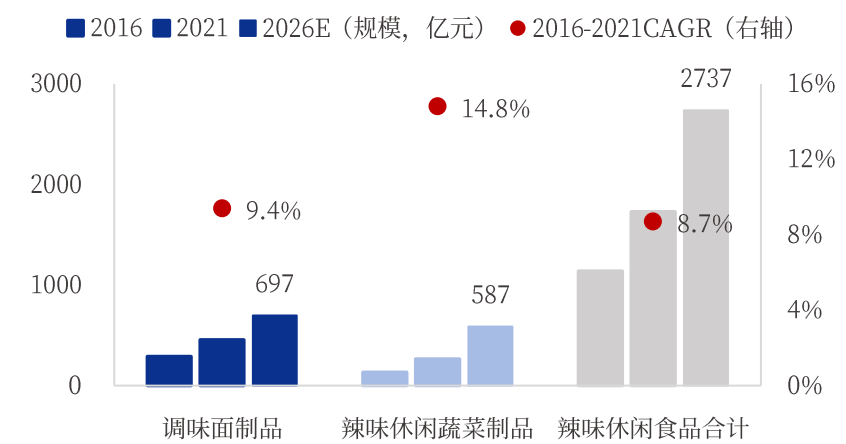
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：地方菜门店数top10菜系



资料来源：中国连锁经营协会，中国银河证券研究院

图：辣味休闲食品快速增长



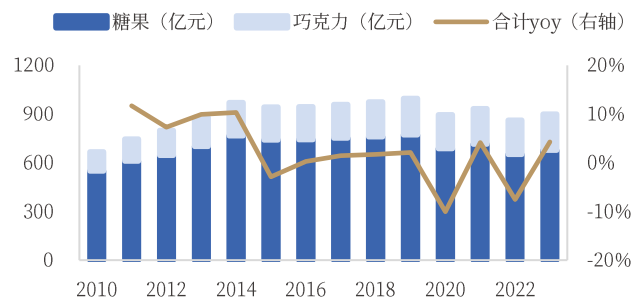
资料来源：卫龙招股说明书，中国银河证券研究院

(三) 品类图谱：细分类目众多，生命周期各异

1. 甜味零食-糖巧（成熟期）：传统糖果步入成熟，海外企业市场地位稳固

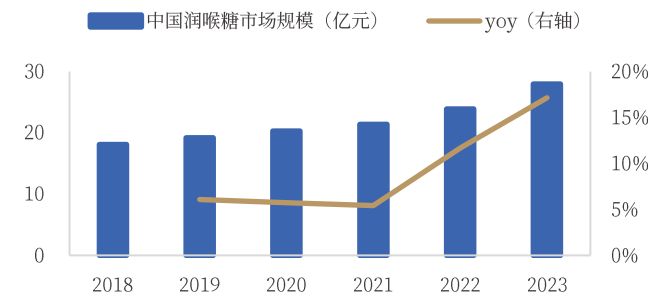
- **市场规模**：欧睿零售口径，2023年糖巧市场规模近900亿元。传统糖果步入成熟期，2023年行业销售额增长5%主要由价格驱动，对应单次购买量同比-7%。近几年国内产销均有下滑，伴随健康消费观念加强，新空间需要借助品类创新。中国大陆巧克力人均消费量较中国台湾、中国香港仍有提升空间。
- **增长逻辑**：代糖化、功能化的创新或将带动行业重新增长，如保健品零食化（营养软糖、益生菌）、润喉糖、无糖巧克力等。
- **竞争格局**：行业已经过横向一体化（2014雀巢收购徐福记；好时收购金丝猴），主要依靠品牌力自然动销，属于巨头公司现金牛产品。

图：中国糖巧市场规模趋于稳定（零售口径）



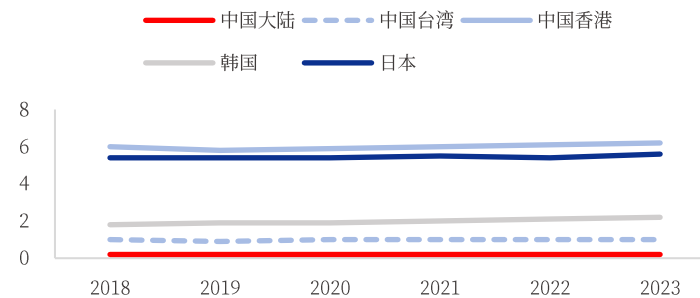
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图：润喉糖等细分品类存在结构性机会



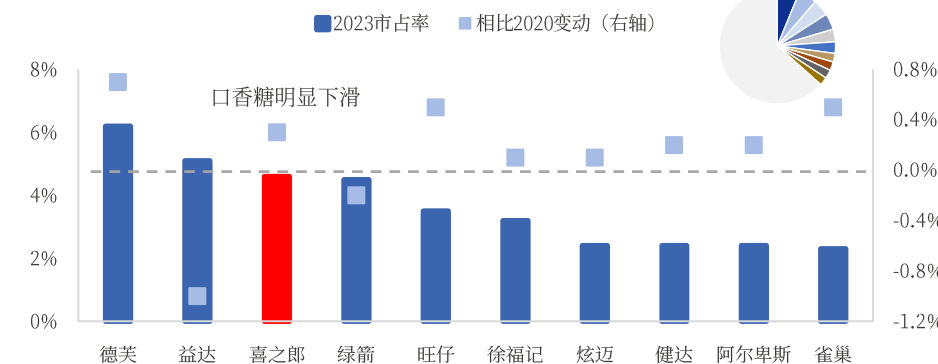
资料来源：智研咨询，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图：巧克力人均消费量仍有提升空间（千克/人）



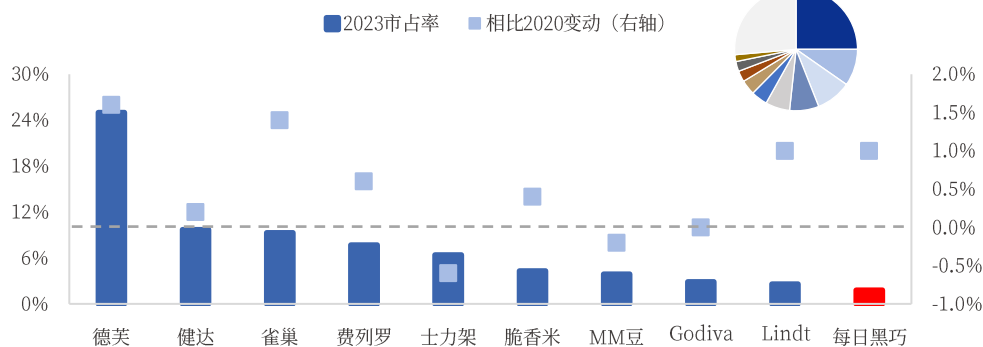
资料来源：Statista，FBIF，中国银河证券研究院

图：2023年中国糖果品牌市场份额



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图：2023年中国巧克力品牌市场份额



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

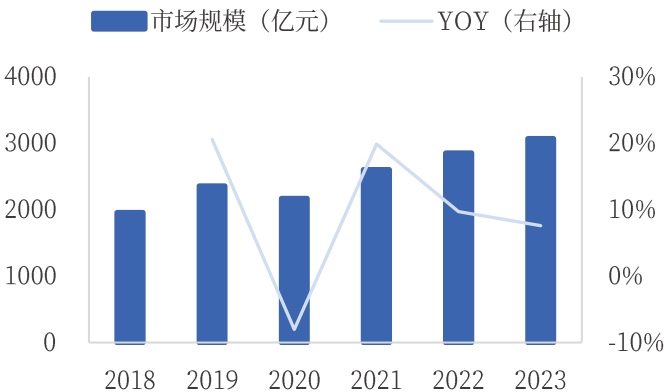
(三) 品类图谱：细分类目众多，生命周期各异

2. 甜味零食-烘焙糕点（成长期）：正餐化场景需求带动总量增长潜力，产品结构持续向高新鲜度升级

- **市场规模：**烘焙行业2023年市场规模超3000亿元，6年CAGR约为9.4%，零食为主要消费场景。
亚洲区域，中国/日本/新加坡人均烘焙消费8/22/18千克，主要系现代烘焙起步相对较晚且三十年间处于饮食文化融合阶段。
- **增长逻辑：**早期正餐场景较弱，代餐属性将契合高速增长的工作节奏与压力；中式糕点持续成长。
- **竞争格局：**我国烘焙行业集中度较低，下游行业可分面包/蛋糕/糕点、包装/非包装、短保/中保/长保等。

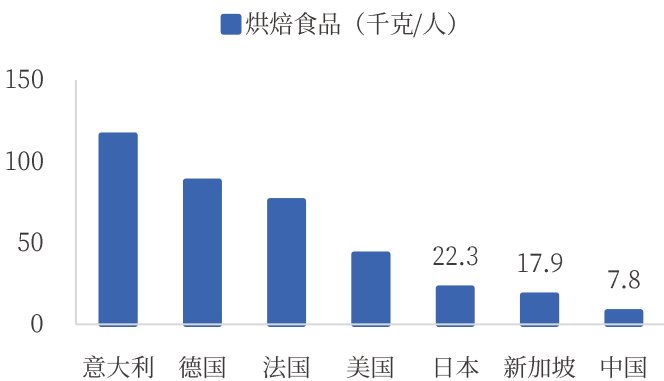
烘焙需求结构与消费能力高度相关，向新鲜度提升发展。从代餐与正餐化的场景来看，南方经济发展水平相对较快，预包装面包向南拓展将直面便利店饭团、咖啡店现制面包等的竞争，后者具备更高的新鲜度与产品更新迭代能力。

图：烘焙行业市场规模与增速



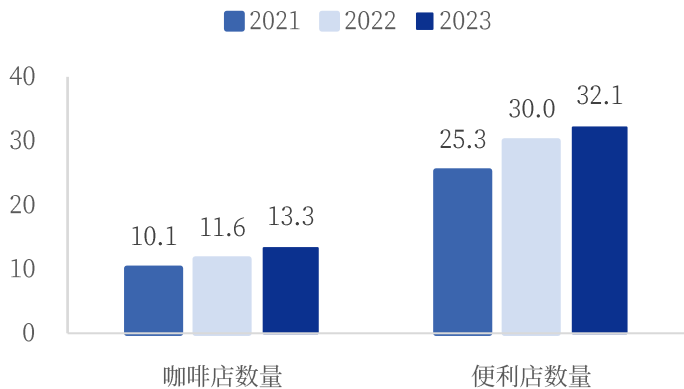
资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院

图：烘焙人均消费仍有提升空间（2023年）



资料来源：餐饮界，中国银河证券研究院

图：便利店与咖啡店门店数量增长（万个）



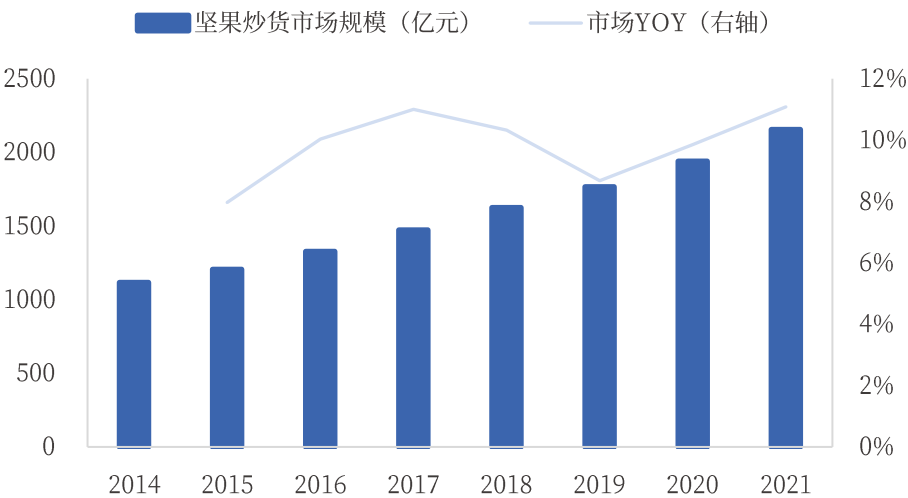
资料来源：CBNDATA，美团数据，KPMG，中国银河证券研究院

(三) 品类图谱：细分类目众多，生命周期各异

3. 风味零食-坚果炒货（成长期）：品类契合健康趋势，企业从产品与价格双向突围竞争

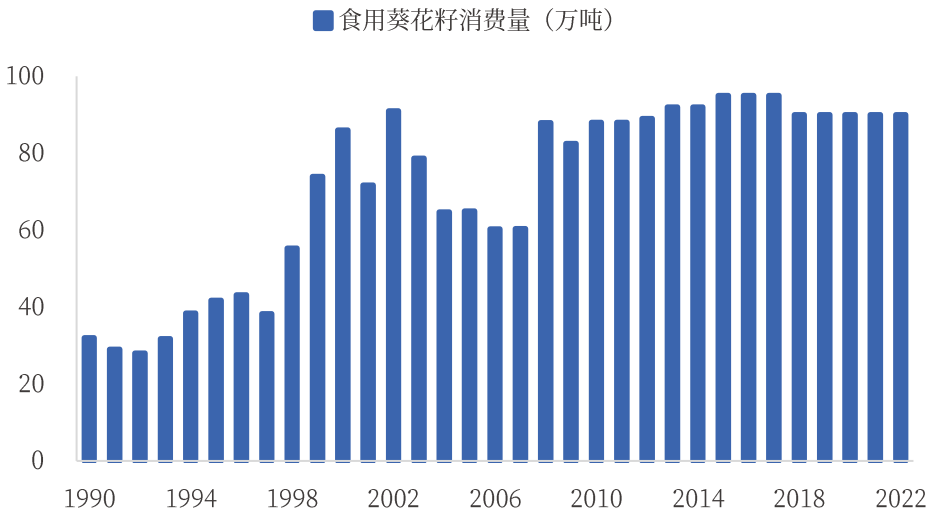
- **市场规模：**美国农业部口径，2023年我国坚果市场规模约2800亿元，收入增加+健康意识使得坚果行业爆发出巨大成长潜力，2017-2021CAGR=10.2%。
分结构看，籽坚果（葵花籽、花生、蚕豆、青豆）与树坚果（核桃、腰果、榛子、夏威夷果）二类销售额占比**4：1**。
- **籽坚果（成熟期）：**我国食用葵花籽消费量稳定在90-95万吨区间，包装瓜子：散装瓜子接近1：1；洽洽瓜子在包装瓜子中市占率近50%。
- **增长逻辑：**包装化程度提升。

图：坚果炒货行业市场规模



资料来源：中国食品工业协会坚果炒货委员会，中国银河证券研究院

图：中国食用葵花籽消费量



资料来源：Wind，USDA，中国银河证券研究院

(三) 品类图谱：细分类目众多，生命周期各异

3. 风味零食-坚果炒货（成长期）：品类契合健康趋势，企业从产品与价格双向突围竞争

- **树坚果（成长期）增长逻辑：**部分树坚果品类相较海外人均消费存在提升空间。
- **竞争趋势：**树坚果产品同质化程度高，行业整体呈现垄断竞争格局，甘源通过口味化布局形成差异；长期来看原料自产率低，依赖进口，看好率先实现自主生产、打通上游，完善质量+成本控制的企业。

图：坚果炒货与海外消费差距（千克/人/年）



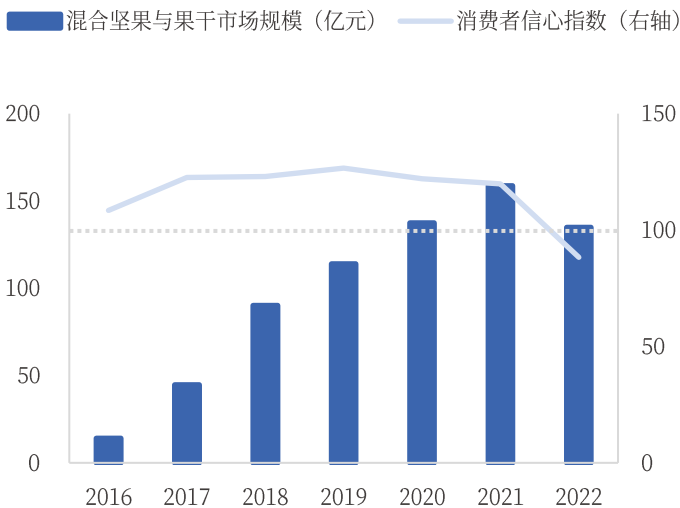
资料来源：国际坚果和干果委员会，中国银河证券研究院

(三) 品类图谱：细分类目众多，生命周期各异

3. 风味零食-坚果炒货（成长期）：品类契合健康趋势，企业从产品与价格双向突围竞争

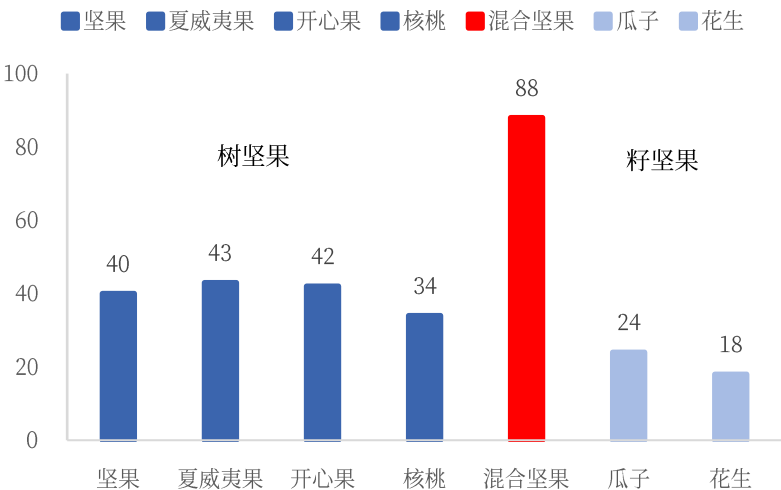
- **混合坚果**：2016年沃隆推出每日坚果，至2021年混合坚果与果干市场由14亿美元增长至158亿美元，但因客单价较高，与消费力联结较强，2022年规模有所回落。长期来看，混合坚果有望伴随经济修复重回增长。
- **竞争格局**：头部企业均已入局，2022年洽洽/三只松鼠/沃隆/良品铺子市占率分别为9.9%/8.7%/ 7.3%/6.0%。
- **坚果行业增长逻辑**：1) 礼赠需求（礼盒装）；2) 人均消费与推荐摄入量及成熟市场消费量差距较大；3) 现制饮品等新场景的原料需求。
- **行业企业增长逻辑**：1) 供应链提效，实现高端产品性价比；2) 打造差异化口味/新品。

图：混合坚果市场规模和消费信心高度关联



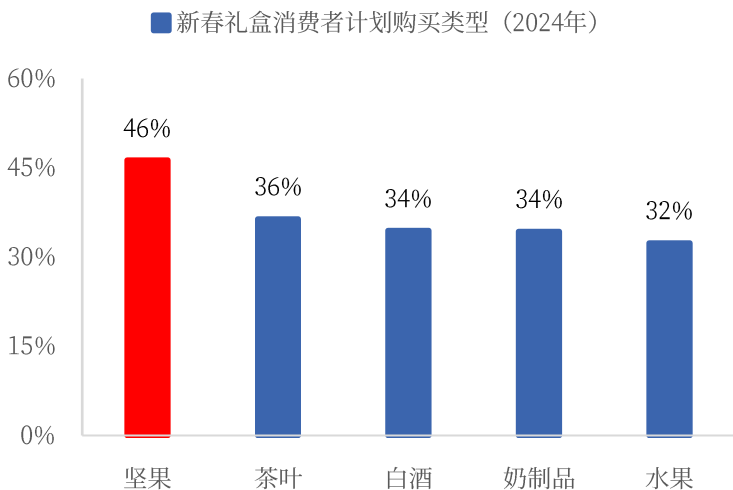
资料来源：USDA，中国银河证券研究院

图：部分坚果客单价（元）



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

图：坚果礼赠需求超越传统品类



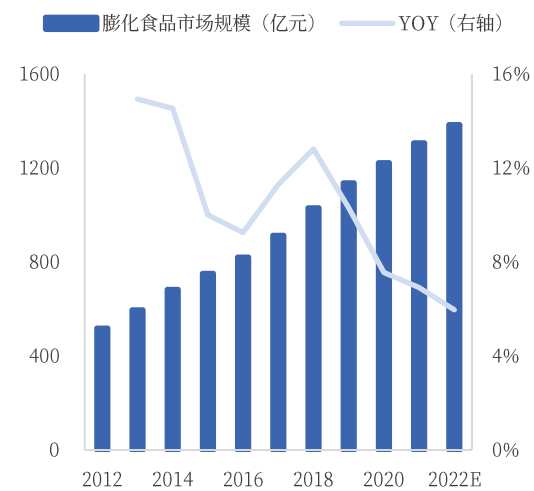
资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，中国银河证券研究院

(三) 品类图谱：细分类目众多，生命周期各异

4. 风味零食-膨化食品（成长期）：巨头割据，健康化与本土化贡献增长

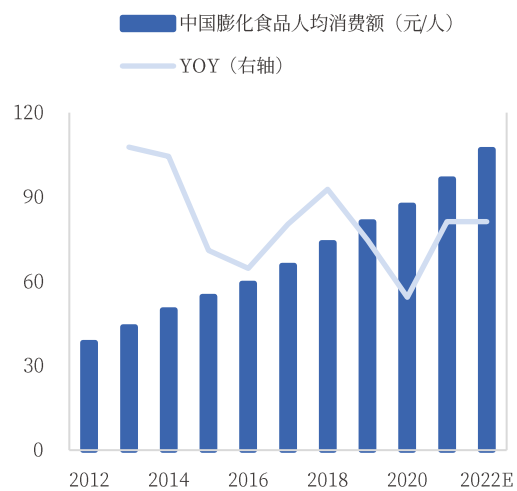
- **市场规模**：2022年中国膨化食品（广义）市场规模达1380亿元，同比增长6.8%，人均消费额增速稳定。薯片为膨化中第一大品类。
- **增长逻辑**：**本土化（中式口味，中式食材）** 乐事：推出壮美广西螺蛳粉味、山东淄博烧烤味薯片；推出山药片、香芋片、红薯片
健康化（非油炸/减饱和脂肪、原料升级） 乐事：核心产品配方升级，减少50%饱和脂肪；推出肉类薯片空气鸡胸肉脆，采用非油炸烘焙方式
发力新品类 乐事：2024年9月推出6大零添加的米饼新品“鲜焙裸米饼”
- **竞争格局**：膨化食品2023年CR5为40%，乐事与旺旺分别以14.4%、13.3%市占率领跑。薯片市场高度集中且由外资主导，新的“家乐比”存在突围机会。

图：2012-2022年广义膨化食品市场规模



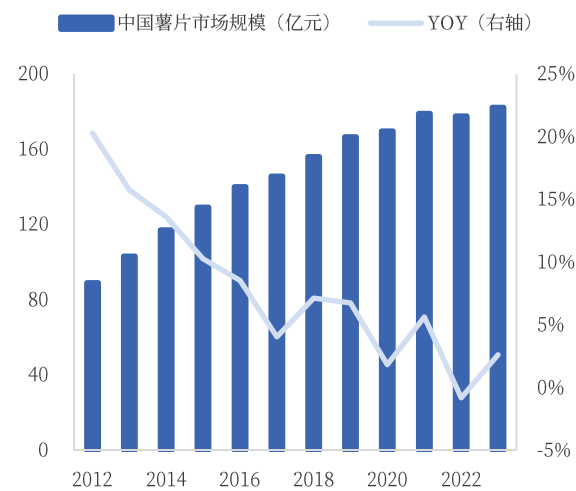
资料来源：共研网，中国银河证券研究院

图：2012-2022年膨化食品人均消费额



资料来源：共研网，中国银河证券研究院

图：中国薯片市场规模



资料来源：FBIF，中国银河证券研究院

图：非油炸食品市场份额提升

2024Q1膨化食品市场份额变动情况		
品类	制法	同比变动方向
米通麦通	非油炸	增长
烤馍片	非油炸	增长
苦荞片	非油炸	增长
雪饼米饼	非油炸	下降
米果卷	非油炸	下降
薯片薯条	油炸	下降
小馒头	非油炸	下降
虾片虾条	油炸	下降
膨化甜甜圈	油炸	下降
锅巴	部分油炸	下降
爆米花	非油炸	下降

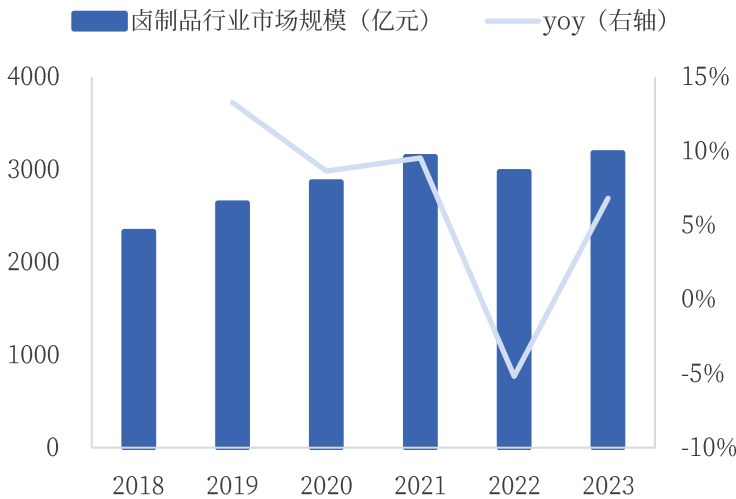
资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

(三) 品类图谱：细分类目众多，生命周期各异

5. 风味零食-膨化食品（成长期）：巨头割据，健康化与本土化贡献增长

- **行业规模**：2023年中国卤制品行业规模3180亿元，同比增长6.8%。行业可依据消费场景分为佐餐卤味与休闲卤味，2022年佐餐卤味约占卤制品市场64%，2018-2022年CAGR为11.9%；休闲卤味约占市场36%，以绝味食品、周黑鸭、煌上煌为代表。
- **增长逻辑**：产品更新（禽/畜/素菜/水产品等）；辣味/嚼食具备成瘾性；行业整合加速/市场集中度提高
- **竞争格局**：休闲卤原料多为禽副产品，2022年CR3约为9.6%，行业集中度与原料成本密切相关。2015年国家食品安全标准提高，清退不达标中小作坊；近年来受养殖成本增加、产能受限等导致加速洗牌（上游原材料价格始终处于高位，粮食、饲料、鸭苗价格显著上升），整合趋势明显。

图：中国卤制品行业市场规模



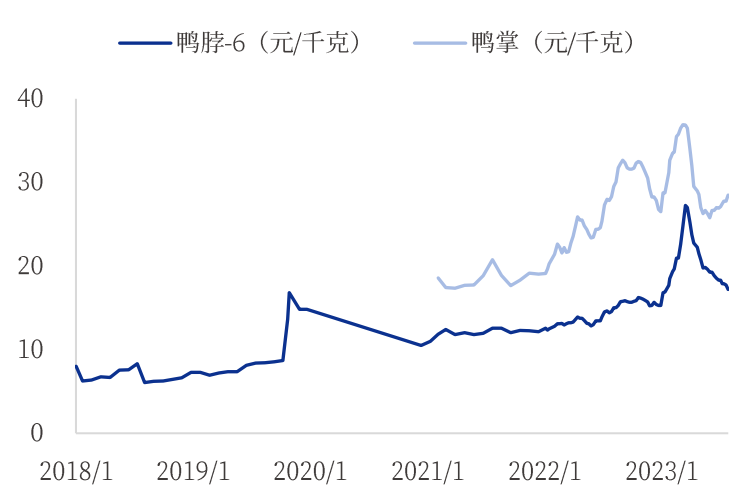
资料来源：红餐大数据，中国银河证券研究院

图：禽制品为卤味核心产品

美团线上卤味高销菜品（2021年）		
	金额排名	份数排名
鸭脖	1	2
窑鸡	2	15
鸭肠	3	6
鸭锁骨	4	3
鸡爪	5	7
鸭头	6	1
鸭掌	7	9
鸭翅	8	5
夫妻肺片	9	16
藕片	10	4

资料来源：美团餐饮数据观，中国银河证券研究院

图：2021-2022年鸭副价格价格显著上升



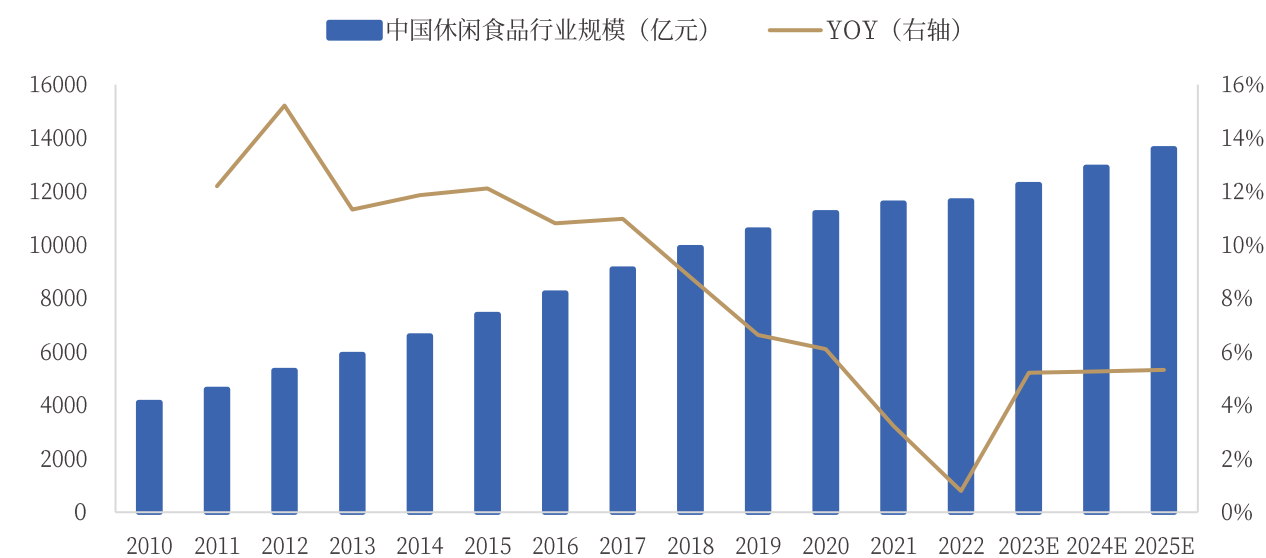
资料来源：水禽网，中国银河证券研究院

(四) 发展趋势：万亿赛道仍有望稳健增长，关注健康化、新中式、代餐化

1.行业空间：远期渗透率空间充裕，万亿赛道有望稳健增长

- 零食人均消费提升空间充裕，预计未来三年行业整体维持5%+复合增速；具备“平价+高质”的质价比细分品类将在短期享受品类红利。2022年我国人均休闲零食消费量14千克，对应全球/美国/日本27/70/42千克；尽管细分品类因不同起源文化、消费偏好会存在结构性差异，但零食本质均是对休闲娱乐+功能需求的满足，总量角度可供参考。
- 空间测算：据前分析，分别给予糖巧、烘焙（代餐/中式）、坚果炒货（代餐/健康）、膨化（健康/中式）、肉类零食（代餐/健康/中式）、其他子行业未来三年1%、6%、3%、7%、10%、5%增速，则2025年零食整体行业规模13596亿元，从量价角度看，量增贡献主要增长。

图：我国休闲食品行业规模及预测



资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院

图：我国休闲食品细分行业增速拆分

品类	增速	理由
糖巧	1%	行业成熟，给予日本平均增速
烘焙	6%	行业增长，但现烤将更加受益，考虑其不在零食标的，给予略微放缓但仍超越GDP的增速
坚果	3%	行业增长，考虑坚果本身具有高端属性，短期给予略低于GDP的增速
膨化	7%	行业增长，给予略缓于过去5年CAGR的增速
肉类零食	10%	行业加速增长，维持高增预期
其他	5%	给予GDP增速

资料来源：中国银河证券研究院

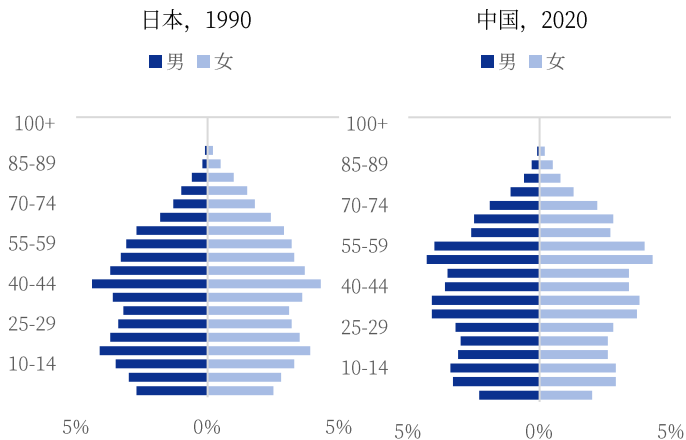
(四) 发展趋势：万亿赛道仍有望稳健增长，关注健康化、新中式、代餐化

1.行业空间：远期渗透率空间充裕，万亿赛道有望稳健增长

增长点一：消费人群成长，年轻人继续壮大，老年人亦有潜力

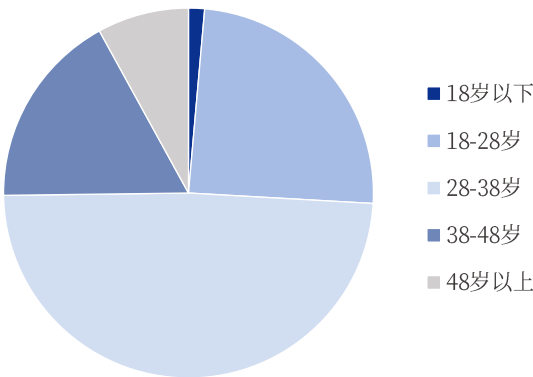
- 昔日休闲零食消费主力90后、00后逐渐成长为购买者，零食消费群体从儿童延伸向成人化，增加市场需求。亿滋2020年《零食现状报告》显示，全球88%的成年人在疫情期间比以前享用了更多（46%）或相同数量（42%）的零食。千禧一代和中年办公室人士更喜欢零食，零食消费已成为后疫情趋势。
- 驱动年轻人消费零食的因素来自群体自身与市场培育，具备可持续性：
 - 因素一：从小培养的零食消费习惯/怀旧
 - 因素二：提供情绪价值，通过休闲食品舒缓压力、调整状态（Credit Karma：超1/3 Z世代群体消费行为受到情绪影响）
 - 因素三：休闲食品产品策略与品牌定位聚焦年轻群体，进一步深化年轻化趋势
- 此外，银发经济崛起，我国兼备功能性特点和松软口感的老年休食市场尚处空白。

图：中国2020年人口结构比例与1990年日本相似



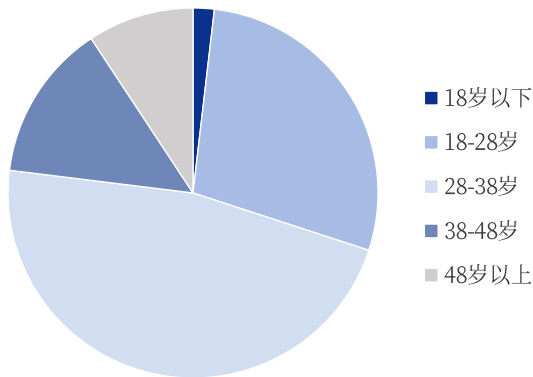
资料来源：populationpyramid, 中国银河证券研究院

图：2020年中国休闲零食消费者年龄分布



资料来源：华经产业研究院, 中国银河证券研究院

图：2021年中国休闲零食消费者年龄分布



资料来源：商务部, 中国银河证券研究院

(四) 发展趋势：万亿赛道仍有望稳健增长，关注健康化、新中式、代餐化

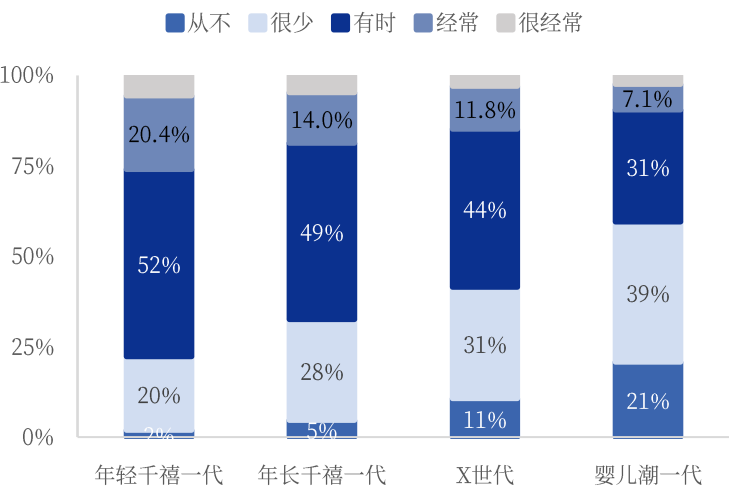
1.行业空间：远期渗透率空间充裕，万亿赛道有望稳健增长

增长点二：消费场景延伸，零食代餐化，餐饮零食化

- 伴随零食消费群体逐渐成人化，全球零食代替正餐的趋势仍在持续。2021年64%的全球受访者表示愿意将每日正餐部分换成小食，比例相较2019年增加5%。62%的人每天至少用零食代替一餐，包括大多数Z世代（75%）和千禧一代（69%）。
- 为什么会出现零食正餐化的需求？
减肥人群、健身人群、加班人群饮食习惯改变，将早餐（面包、牛奶、饼干等）解决方案迁移至午/晚餐场景
- 真正的需求并非正餐，而是具有高纤维、低热量、便捷化、能饱腹等特点的食品。

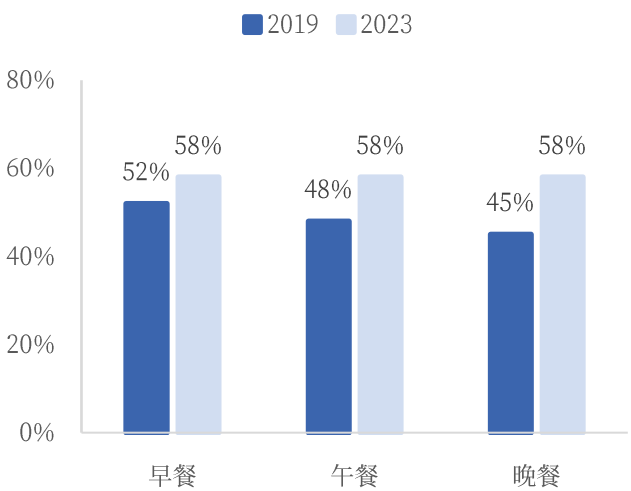
如零食（**能量棒、坚果、肉类零食、烘焙、燕麦**）；茶饮店、咖啡店（现烤烘焙）；便利店模式转型成功承接部分需求

图：用零食替代正餐在年轻一代的美国消费者间风靡（2020年）



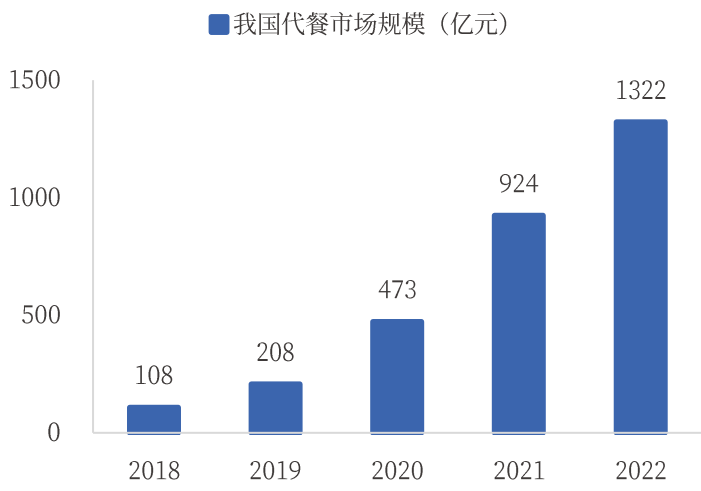
资料来源：Statista, FBIF, 中国银河证券研究院

图：全球消费者三餐零食化情形增加（2023年）



资料来源：亿滋国际, 中国银河证券研究院

图：代餐市场规模快速扩大



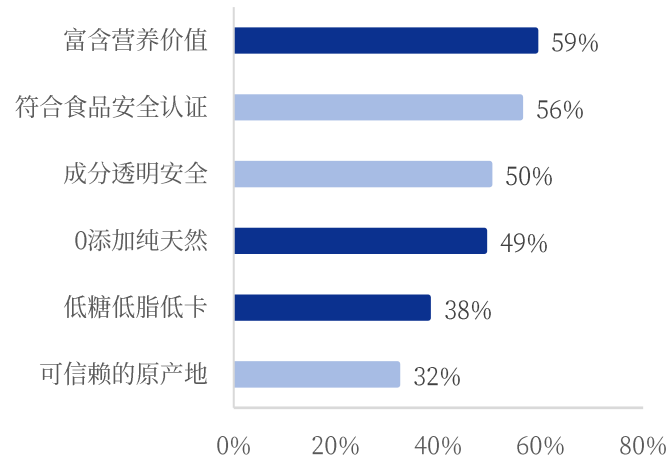
资料来源：艾媒数据中心, 中国银河证券研究院

(四) 发展趋势：万亿赛道仍有望稳健增长，关注健康化、新中式、代餐化

2. 三大主线：健康化、功能化

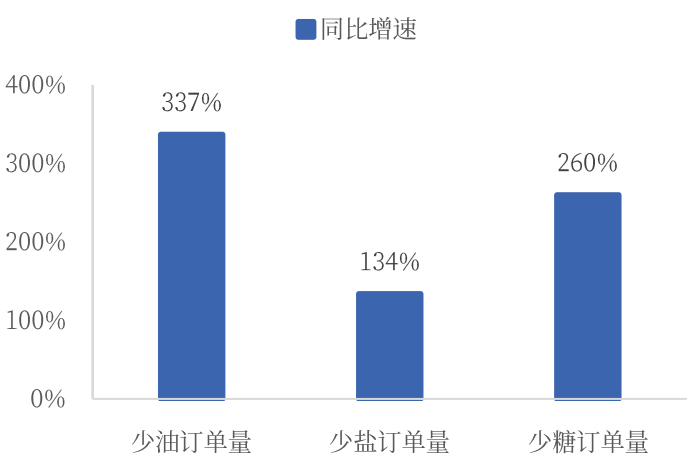
- 正餐化场景对零食健康性提出新要求，鸡胸肉、谷物能量棒、全麦杂粮饼干等领域出现头部玩家。
- 疫情与生活习惯的变化加速催化健康、养生概念，消费者对配料表成分的关注提升，减糖/油/添加剂、加功能营养成为新趋势。据三联数据，2024年1月-7月0添加食品商品数量同比增长46%，奶制品零食、坚果炒货的成交额同比增长超2倍。
 - **新的健康化、功能化品类出现**（**魔芋**：低热量高纤维、**鹌鹑蛋/海味零食**：高蛋白质）
 - **已有大单品向健康方向迭代重做，市场格局洗牌，形成国产替代**（eg. 木糖醇等代糖，每日黑巧-巧克力；元气森林-碳酸饮料）
 - **营养保健品向剂型零食化发展，细分功能实现品类拓展**。一方面，2022年中国营养软糖市场规模约30亿元，年均增速超30%。另一方面，据商务部数据，日本加工食品占特殊功能食品56%，国内市场的功能零食形态仍以糖果、果冻和饮品为主，其他品类存在发展机遇。

图：消费者对健康食品的关注要素调研（2023年）



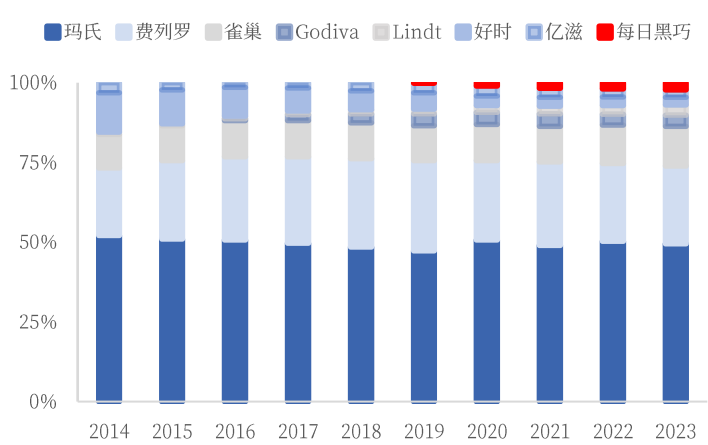
资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

图：少油、少盐、少糖外卖订单同比大幅增长（2023年）



资料来源：央视网，中国银河证券研究院

图：通过零糖零卡，每日黑巧市场占有率提升



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

(四) 发展趋势：万亿赛道仍有望稳健增长，关注健康化、新中式、代餐化

2. 三大主线：新中式

- 综合国力强盛培育年轻一代文化自信，新中式为2024年最受瞩目概念之一。近年“国风”在衣食住行、文旅消费等各方面频繁出圈。据新华网，社科院重大创新项目《数字时代文化强国建设研究》阶段性成果显示，90后和00后持有高度文化认同和文化发展信心的人数比例在各代际之中最高，或主要源于其成长过程中充分享受物质增长、教育水平提升、城镇化的时代红利；因此年轻一代已初步培养起中式审美与价值观认同。
- 中式零食天然适应本土消费习惯与需求，较舶来品更具备消费潜力。本土化为各国零食行业必经历程，盐津铺子董事长在2024年两会明确提出新中式零食概念，各大品牌逐渐聚焦中式品类与中式叙事。

中式食材：包括传统品类食材替换，如中式糕点（烘焙）、山药薯片（膨化）

中式口味：如辣味零食、卤味零食等

药食同源：零食市场逐渐分流滋补保健品，如黑芝麻丸、阿胶糕、秋梨膏等

图：药食同源细分市场同比高增（2024年）

MAT2024销售额同比增速		
养生茶	玉米须	32%
	酸枣仁	54%
养生膏	阿胶	73%
	八珍膏	49%
养生丸	枸杞	359%
	灵芝	752%

资料来源：魔镜洞察，中国银河证券研究院

图：新中式零食价值主张

“5+1”新中式零食文化价值主张		
5	中式原料	中国特色食材：五谷、蔬果、禽肉蛋等；原产地食材
	中式味道	辣、鲜、咸等；地域风味：川、湘、鲁
	中式工艺	中国传统技艺：炖、卤、煮，古法结合现代科技
	中式文化	药食同源；礼、福、旺、寿、孝、节庆等
	中国品牌	中华老字号、国潮品牌、新生品牌、经典品牌
1	世界共享	出口至东亚、东南亚、非洲、欧美等地

资料来源：糖烟酒周刊，食业家，中国银河证券研究院

03

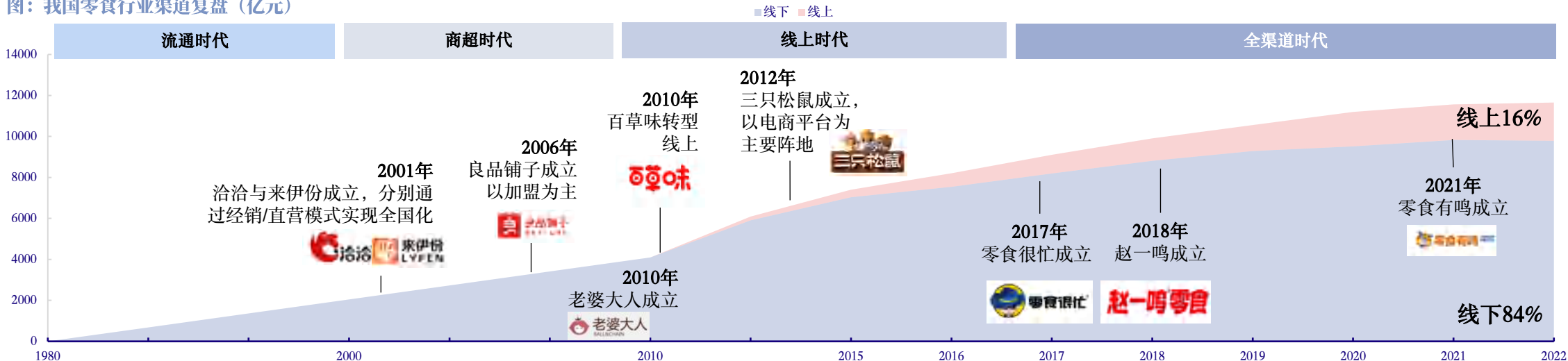
渠道：

下游渠道开启新一轮变革，为上游品牌起势创造新机会

(一) 纵向：渠道历经四度变迁，逐渐演变为多元结构

休闲零食行业商业模式持续创新，总体趋向去中心化、线上线下全渠道布局。

图：我国零食行业渠道复盘（亿元）



	流通时代 1980-2000	商场及品牌连锁 2000-2010	线上时代 2010-2019	全渠道时代			
				社区团购 20	仓储会员21-	直播电商21-	量贩零食 22-
时代成因	改革开放初期商品经济发展，以夫妻店为主	95年家乐福、沃尔玛入驻，带动永辉等业态发展	互联网红利爆发，OEM轻资产弯道超车，三只松鼠双十一问鼎天猫类目榜首	疫情产物	线上传统流量增长放缓，疫后经济引发“质价比”取向		
				中高端	中低端	中低端	中低端
优势	近场	合作关系稳定、依靠大商超市场份额取得竞争优势	平台引流帮助销售增长 线上运营成本压力低于线下	信任度高、高复购率、触达“最后一公里”	到店体验好	精准推送 高性价比 互动性强	进场费用减少 专注零食行业 高周转 复制能力强
劣势		渠道费用高企	销售费用略有抬升 存在售后/质量问题降低消费者体验	信息不对称 供应效率低	进入门槛与价格较高	——	——

资料来源：洽洽食品官网，灼识咨询，CMAU，中国银河证券研究院

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

金融报国·客户至上

26

(二) 现状：线下变革+线上转型，全渠道2.0时代到来

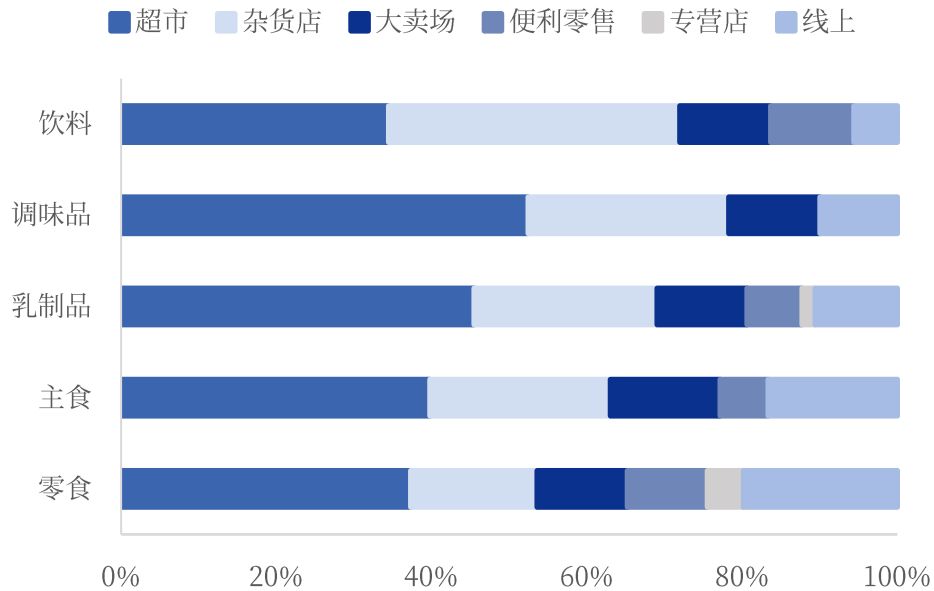
零食行业消费场景较多，渠道分散多元。 尼尔森IQ数据显示，2024H1线下仍为最主要渠道，大卖场升级版会员店正在兴起；量贩仍为市场热点。线上渠道，相比传统电商，直播电商更擅长通过营销创造需求，帮助消费者种草零食并刺激购买行为。

为什么渠道竞争从线上高增转向全渠道？

- 原因一：传统电商红利退坡，线上引流成本攀升，逐渐步入存量竞争，需要寻找新的增量空间
- 原因二：线上下单可能具备冲动属性，但存在退货缓冲，无法满足即时性消费
- 原因三：零食行业产品迭代快，单纯陈列的线上模式存在离场距离，体验性不足 → **解决方案：线下近场+线上场景化推广（内容电商：抖音）**

重提线下重要性的同时，线上仍在增长 → 抖音与拼多多完成下沉市场培育，消费品渗透率提升，同时通过情景视频模拟，带来与线下相似体验

图：零食行业渠道去中心化程度较高



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图：不同渠道模式对比

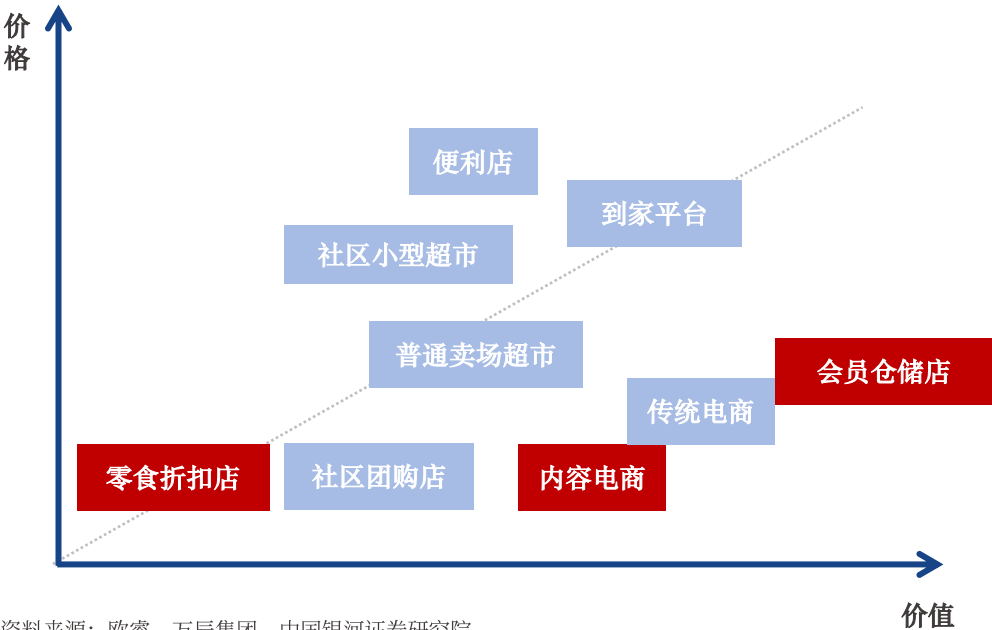
渠道		代表企业	触达客群	零食品类	零食价格
线下	零食专卖	零食很忙、赵一鸣良品铺子	高	高	低
	会员店	山姆、Costco	低（仅限会员）	低	中
	KA/ CVS	沃尔玛/全家	高	中	高
	其他渠道	夫妻店等	高	中	低
线上	电商	淘宝、京东 抖音	中（网民）	高	中
	私域	微信群	低（存量人群）	低	中

资料来源：尼尔森IQ，零食很忙官网，中国银河证券研究院

(三) 趋势：质价比为发展主线，回归产品与效率竞争

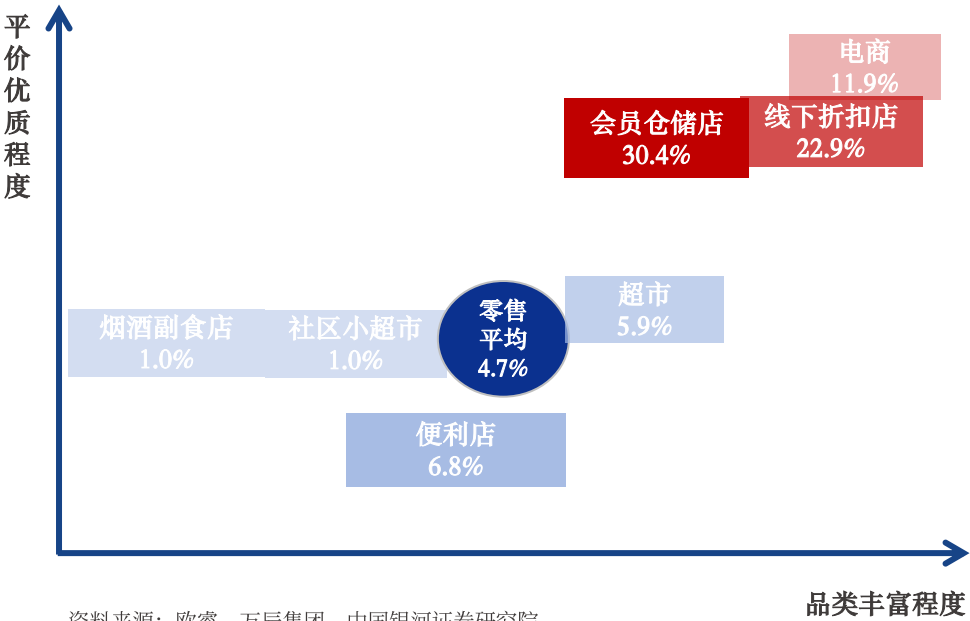
质价比为当前零售渠道的核心竞争力。仓储会员店/线下折扣店/电商在2020-2022年间分别实现30.4%/22.9%/11.9%增长，远超零售行业平均增速，其共同特点是具备有竞争力的价格与更好的消费体验（更为丰富的品类等）。当前可选消费总体消费意愿较为保守与理性，消费者定价锚定机制偏向平价优质。

图：渠道回归产品与价值本身



资料来源：欧睿，万辰集团，中国银河证券研究院

图：价格为竞争力的业态快速增长（渠道2020-2022CAGR）



资料来源：欧睿，万辰集团，中国银河证券研究院

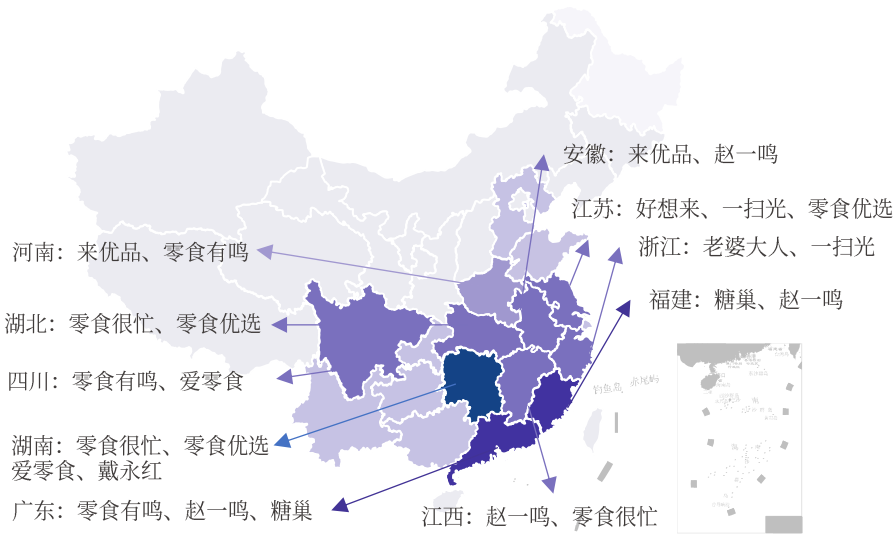
(三) 趋势：质价比为发展主线，回归产品与效率竞争

1. 量贩渠道：资本入局叠加质价比，催化渠道快速增长

区域竞争阶段（2023年9月前）：2010年左右福建、湖南、浙江等地已有区域零食量贩店成立，2021-2022年湖南零食很忙、四川零食有鸣、江苏好想来分别获得融资，通过较为优秀的单店模型快速在区域市场深耕，各区域新龙头林立。疫情后消费风格向平价优质切换，进一步催化渠道成熟，2022全年零食量贩实现销售额419亿元。

全国化扩张：万辰集团并购的4个品牌统一翻牌为好想来，11月零食很忙与赵一鸣宣布战略合并，很忙系与万辰系两超格局形成。

图：零食量贩店地域市场分布（2023年）



资料来源：环球网，DoNews，中国银河证券研究院

图：零食量贩店拓展情况（2024年）

名称	成立时间	成立地点	主要布局	门店数
零食很忙	2017	湖南长沙	湖南、江西、湖北、重庆、广东、广西、贵州	6000+
赵一鸣	2019	江西宜春	江西、湖南、广东、福建、安徽、湖北	6500+
好想来	2011	江苏泰州	江苏、安徽、河南、山东、浙江、湖北、河北	5000+
老婆大人	2010	浙江宁波	浙江	1000+
零食有鸣	2021	四川成都	四川、重庆、江西、河南、贵州、广东	2500+
糖巢	2011	福建厦门	福建、广东、广西	1500+

资料来源：零食很忙官网，赵一鸣零食官网，艾媒咨询，中国银河证券研究院

(三) 趋势：质价比为发展主线，回归产品与效率竞争

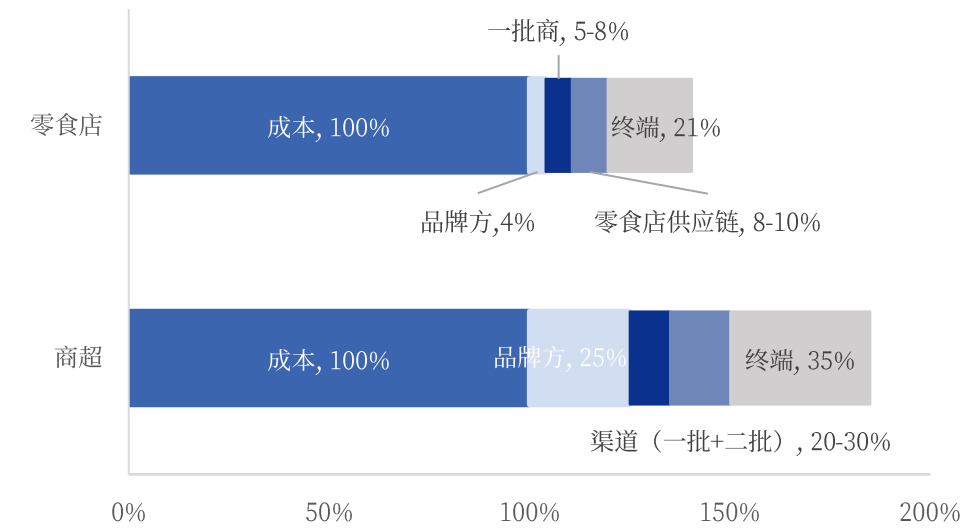
1. 量贩渠道：平价核心为更高效率，或促成企业供应链与品牌打磨

量贩商业逻辑为更高的效率：参考海外经验，在理性消费时代渠道因率先接触到消费者，将通过层级精简等方式完成效率改革，以实现终端“质价比”。另一方面，高效供应链与契合消费趋势的布局保障动销与周转速度，推动高上新频次，进一步提升消费者体验。

量贩渠道自身具备盈利诉求，或驱动上游品牌企业供应链提效并加深品牌塑造：据欧睿/万辰集团，量贩渠道商品结构中，通常一线品牌（引流产品）毛利率低于10%，SKU占比低于10%；二线品牌（特色零食）毛利率10%-15%，SKU占比低于30%；白牌与散装毛利率高于30%，为门店盈利关键。

24Q1/24Q2万辰集团量贩零食业务净利率分别为2.50%、2.72%。考虑系统自身盈利诉求，借助品牌产品建立平价心智后，渠道或将布局自有品牌与白牌拉高盈利能力；量贩系统在竞争整合的过程中亦有可能强化对上游议价权。因此，渠道效率改革在一定程度上将倒逼企业供应链提效（留出利润区间，**三只松鼠**），或强化品牌声量（作为品牌商品留在场内并享受品牌溢价，**盐津铺子蛋皇**）。

图：零食店与商超的产品价值链对比



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图：商品SKU与上新频次（2023年）

名称	平均SKU	选品上新
零食很忙	约2000	每月3-5次上新/商品调整
赵一鸣	约2000	每月更新100+新品
万辰集团	约1600	月度更新100-150 SKU
零食有鸣	1500+	——
零食优选	约1800	与优质食品厂商合作推新
零食魔法	约1500	每月上新100-150 SKU

资料来源：欧睿，万辰集团，中国银河证券研究院

(三) 趋势：质价比为发展主线，回归产品与效率竞争

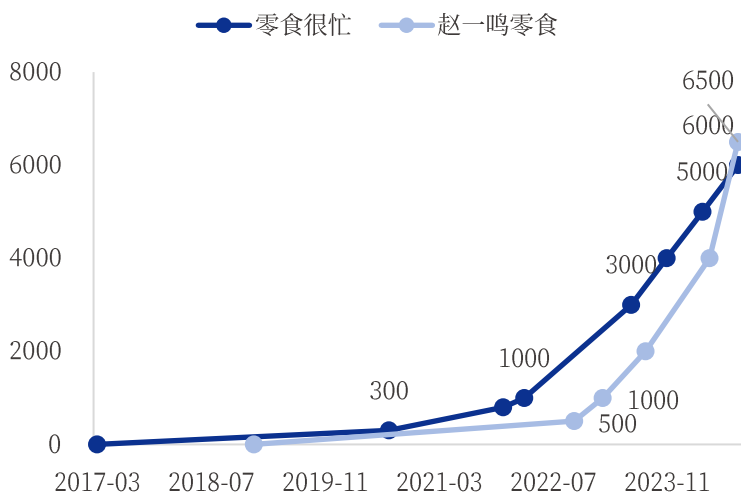
1. 量贩渠道：万店模型跑通，进入两超竞争下半场

量贩系统万店模型跑通：零食量贩门店快速成长，2024年6月12日零食很忙集团全国门店总数破万（其中赵一鸣4000+家）并更名为鸣鸣很忙；万辰旗下好想来计划2025年实现万店目标，截至2024上半年万辰门店总数仅6618家，或加快展店进度。

加盟竞赛仍较为激烈，两超已逐步形成品牌与资源壁垒，竞争进入下半场，延伸向更高维度。区域扩张与展店仍为各企业核心诉求，加盟或成为短中期常态化竞争，两超玩家受益资源优势，将持续巩固领先地位。此外，量贩系统逐渐上升至以模型迭代、生态繁荣为核心的综合价值评判。24年五一“超级零食很忙”与“零食很大”双店分别创下国内零食单店单日营收纪录与零食行业的坪效记录。

从空间/时间周期看，量贩渠道仍然存在较大增长潜力。当前零食系统在一线城市与北方市场相对空白，华中、华北渗透率仍有提升空间，预计渠道红利将持续一年以上，量贩渠道深度合作的企业将受益渠道增长与自身供应链强化，与零食量贩宣布合作后一年后业绩增长明显加速。

图：鸣鸣很忙系门店数量（个）



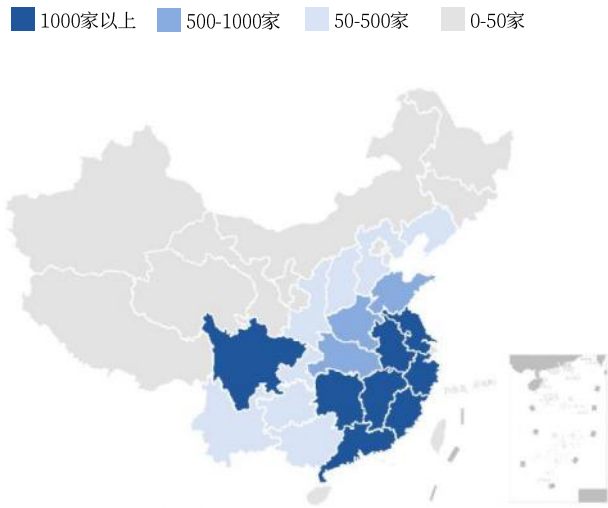
资料来源：零食很忙官网，赵一鸣零食官网，中国银河证券研究院

图：鸣鸣集团2024年第三季度加盟政策

加盟优惠	
5个“0”政策	0加盟费、培训费、管理费、服务费、装修利润
开店补贴	一次性补贴10万；门店开间和面积达标补贴7万；位置招牌达标补贴3万
大招牌补贴	300元-500元/m²
促销补贴	凡门店遭遇竞品门店恶意打折促销，距离符合高竞争门店标准，公司全力支持竞争补贴毛利至15%
高竞争补贴	针对竞品高销店50米范围内开店经提前报备，并获得公司审批通过一店一议，不设上限
高势能门店	规划内高势能点位，经提前报备，获得公司审批通过，一店一议，不设上限

资料来源：鸣鸣很忙集团，中国银河证券研究院

图：量贩零食在省区渗透率对比（2023年9月）



资料来源：欧睿，万辰集团，中国银河证券研究院

(三) 趋势：质价比为发展主线，回归产品与效率竞争

2. KA渠道：传统KA流量下滑，商超开启内部革新

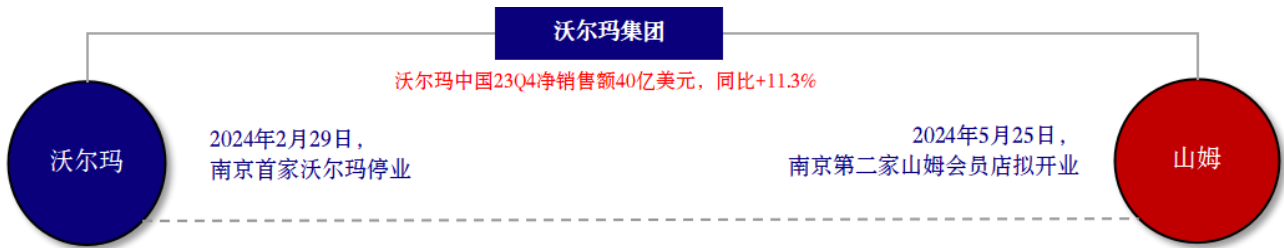
伴随消费习惯与模式转变，传统大卖场受到制约。大卖场多采用单店20年租约，2000年扩张高峰期部署门店进入关店潮。

原因一：商超渠道成本偏高，品牌入局需要进场费、条码费 原因二：固定成本高，坪效较低 原因三：到店消费客群持续流失

仓储/高端会员店加快拓展速度。会员制成为零售业追逐热点，将有效承接传统KA溢出的流量；渠道自身也在进行多业态布局与存量卖点重构。大润发母公司高鑫零售表示，24年3月起将在多个区域布局大润发、大润发super、M会员店。我们认为这种业态的更迭为行业自然轮动，类似天猫等流量退坡而新媒体起势，二者在交错替代中，总盘仍会保持增长。

2024年9月17日，来伊份旗下全国首家仓储会员店在上海市松江区开业。但目前其在SKU、会员费模式与差异化爆品等方面与成熟仓储会员体系还存在距离。

图：仓储会员店将有效承接传统商超流量



2023年	山姆	Costco	盒马X会员店
门店数量（个）	47	6	10
会员数量	超400万	约60万	超300万
基础会费（元）	260	299	258
自有品牌占比	超30%	超30%	40%
供应链能力	全球供应链支持，差异化商品供应	超低SKU+规模采购+严选模式的运营策略	核心优势在于生鲜供应链，全球拥有超7万亩地
产品包装	大盒包装，面向家庭	大盒包装，面向家庭	小盒包装，面向个人
线上电商	门店+云仓模式，线上占比已达55%	由第三方服务商运营	“前置仓+门店+配送员”三层架构，一小时可达

资料来源：南京新知，观潮新消费，CBNData，36氪，零售商业评论，中国银河证券研究院

(三) 趋势：质价比为发展主线，回归产品与效率竞争

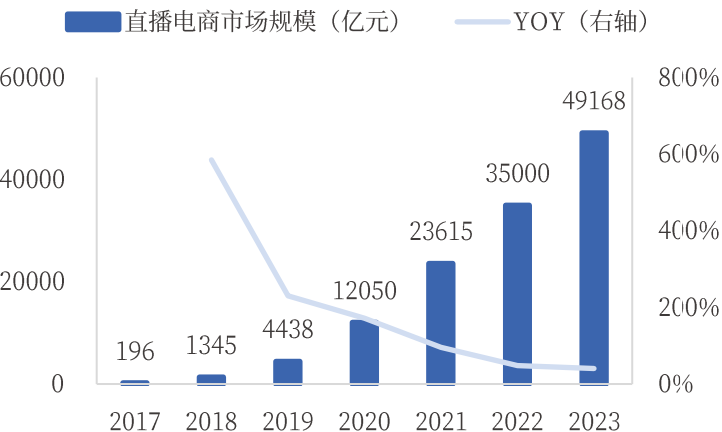
3. 线上：流量红利释放，步入货架与直播电商全域竞争阶段

直播电商供需两端迎来发展机会。供给端，中国互联网络信息中心（CNNIC）数据显示，截至2023年6月我国短视频用户规模达到10.26亿人，转换为直播电商的人群基础较为完备。需求端，抖音与拼多多自身为下沉业态，与平价消费理念一致，同时通过情景视频模拟，带来与线下相似体验。据36氪报道，2023年抖音电商GMV约为2.2万亿，2024年目标近3万亿，涨幅约为36%。

货架电商匹配零食生意模式，上一轮渠道变革中参透线上打法的企业有望延续优势，渠道对GMV诉求提升。传统电商业态无限货架供应与零食行业长尾格局、企业SKU多元的特征契合。抖音直播模式多出达人层级，天然无法做到极致性价比；2023年货架场景GMV占比达30%，未来有望进一步提升，24H1零食板块货架场景MAC增长超60%。拓展货架电商意味着与淘天、京东等正面竞争，年初抖音将价格力置于第一优先级，GMV增速快速收窄（24年1-2月/3月/Q2分别同比+60%/40%/30%）。当前多平台已无法通过价格竞争实现差异化，开始优化低价相关动作，进行不同程度的策略调整。

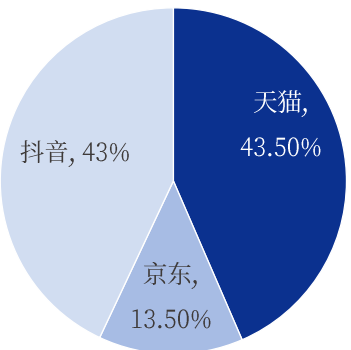
费用投放压缩企业盈利能力，高价值品类更适应电商模式。蝉妈妈数据显示，零食品类自播中付费/推荐/关注/短视频引流/个人主页流量占比分别为52%/33%/7%/3%/2%，电商投流费用高企叠加价格控制，厂家盈利空间被显著压缩，将考验其供应链与SKU打造能力；另一方面，坚果、肉类零食等高单价休食相对具备利润空间。

图：直播电商市场规模



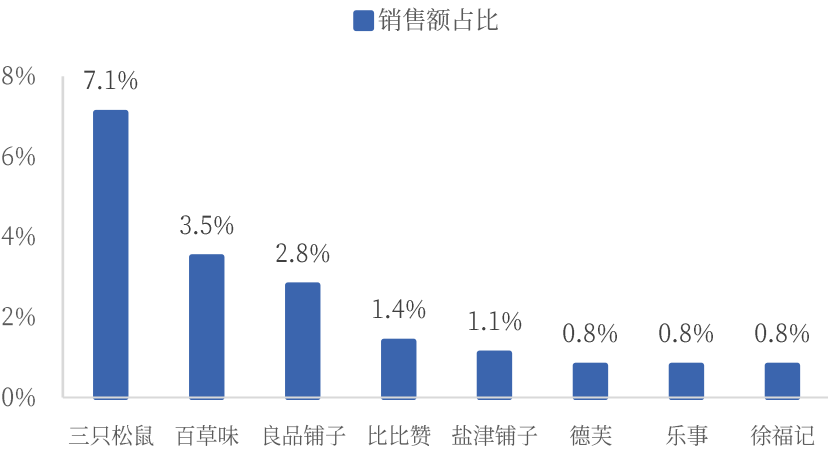
资料来源：网经社，中国银河证券研究院

图：天猫、京东、抖音销售额占比



资料来源：商派·久谦中台，中国银河证券研究院

图：休闲零食品牌天猫/京东/抖音聚合销售占比（2024年9月）



资料来源：商派·久谦中台，中国银河证券研究院

04

竞争：

集中度提升空间较大，“多品类大单品+全渠道”更易长青

(一) 竞争格局：大行业小企业，集中度有提升空间

休闲零食行业空间广阔，但细分赛道种类繁多，导致竞争格局较为分散。

欧睿口径，前十大品牌：玛氏、百事、**伊利**、旺旺、亿滋、雀巢、三只松鼠、良品铺子、洽洽、联合利华

为什么行业集中度相对较低？

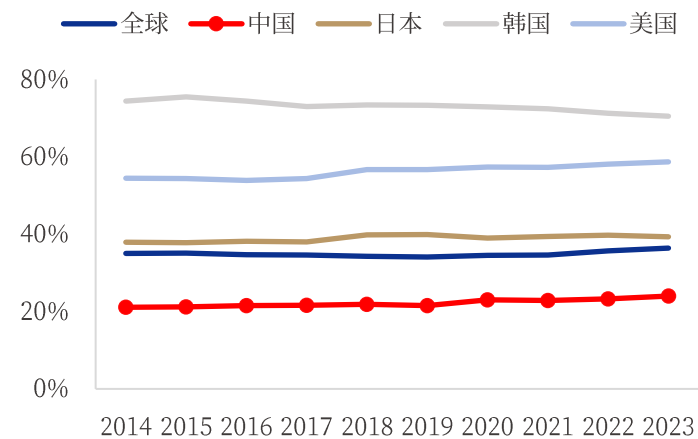
- 原因一（区域特征）：各地有独特原料或偏好口味，细分赛道多但单体规模小，尽管存在隐形冠军，但难以统一全国市场
- 原因二（消费者特征）：子品类内部单品同质化高，品类之间的可替代性强，消费者对于零食天然拥有不断尝新的心态
- 原因三（行业特征）：行业准入门槛低、投资成本小
- 原因四（头部企业特征）：伴随行业规模扩张，头部企业面临渠道转型，短期内增速可能无法跟上行业突然繁荣

对应优质企业的跟踪框架

- 产品更广泛的接受群体
- 新品更突出的创新能力
- 供应链更先进的制造技术
- 管理层更卓越的战略视野

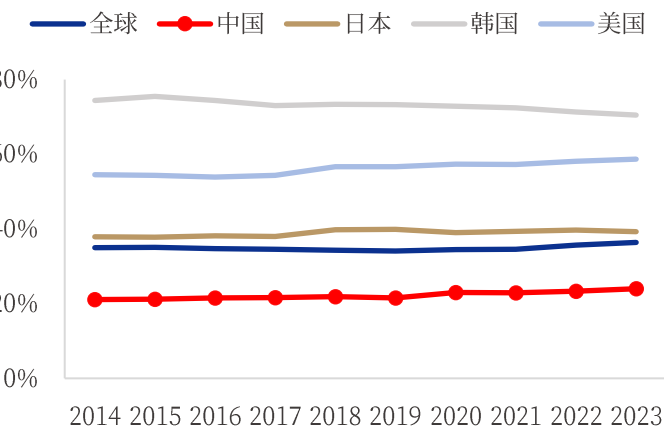
未来集中度仍有较大提升空间。横向对比饮品/海外零食，本土空间广阔；纵向看集中在途，19-23年中国CR5由13.8%升至15.8%，CR10由21.5%升至24.0%。

图：休闲零食行业CR10较海外仍有较大差距



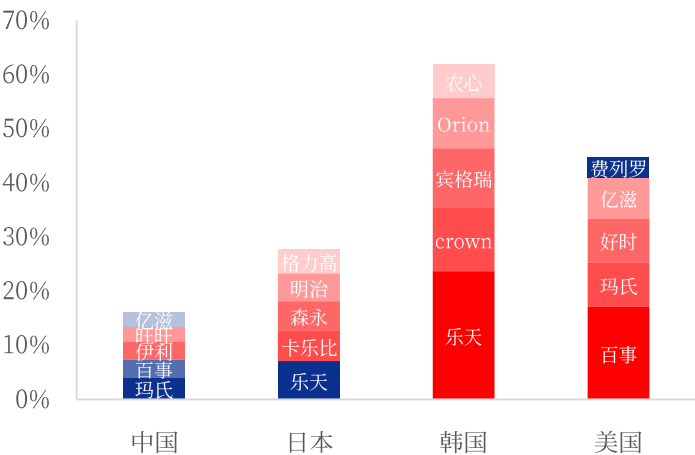
资料来源：Euromonitor，商务部流通产业促进中心，中国银河证券研究院

图：休闲零食行业CR5较海外仍有较大差距



资料来源：Euromonitor，商务部流通产业促进中心，中国银河证券研究院

图：中国品牌本土化空间较大（2023年）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

(一) 竞争格局：大行业小企业，集中度有提升空间

区域化竞争明显，华中+长三角+珠三角为主

从地域市场看，大部分省份针对不同大众品类，均有当地品牌。历史相对悠久的本地品牌能以先占优势换得消费者复购，因此增加大众品类做成全国性大单品的难度。

增长点1：南方品牌向北方市场拓展（沿海城市经济发展水平较高、率先享受舶来品，培育了零食消费习惯，渗透率更高）

增长点2：内陆反包沿海（由于地区资源禀赋不同，内陆的饮食习惯与沿海有差异，考虑品类和风味的全国拓展）

图：传统零食企业主要发家于南方沿海城市



资料来源：企查查，中国银河证券研究院

图：风味零食主要集中在内陆省份



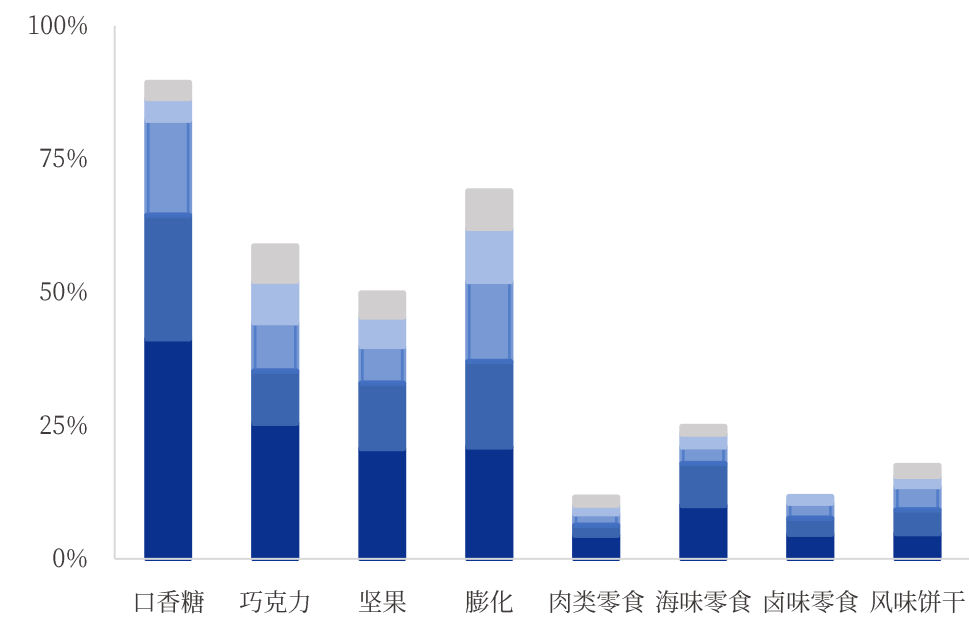
资料来源：企查查，中国银河证券研究院

(一) 竞争格局：大行业小企业，集中度有提升空间

舶来零食格局较为稳固，本土风味零食集中度仍有提升空间

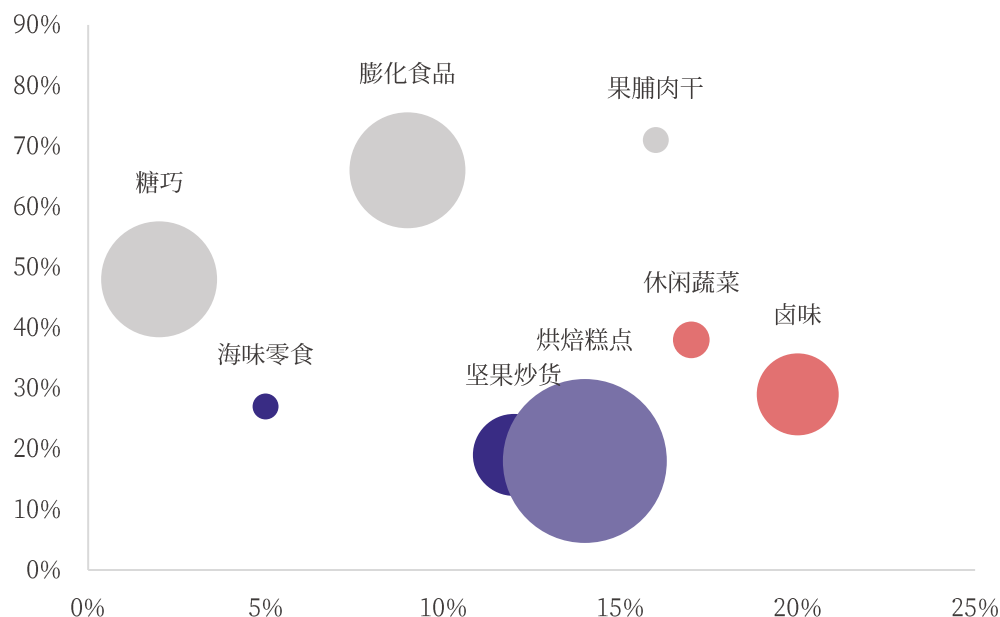
由舶来品领衔的细分赛道（糖果、部分膨化）已经步入成熟期，存在具备垄断优势的头部企业，市场格局趋于稳定，在存量市场中寻求低速增长。以国货为主导的子行业处在成长期，尚未有企业在市场覆盖和品类数量上形成绝对优势。

图：风味零食市场集中度仍然较低（2023年）



资料来源：欧睿，Frost & Sullivan，中国银河证券研究院
备注：膨化食品与卤味零食为Frost & Sullivan2018年口径，其余品类为欧睿2023年口径

图：优选高成长性、低集中度的品类赛道（横轴：复合增长率，纵轴：CR5，2022年）

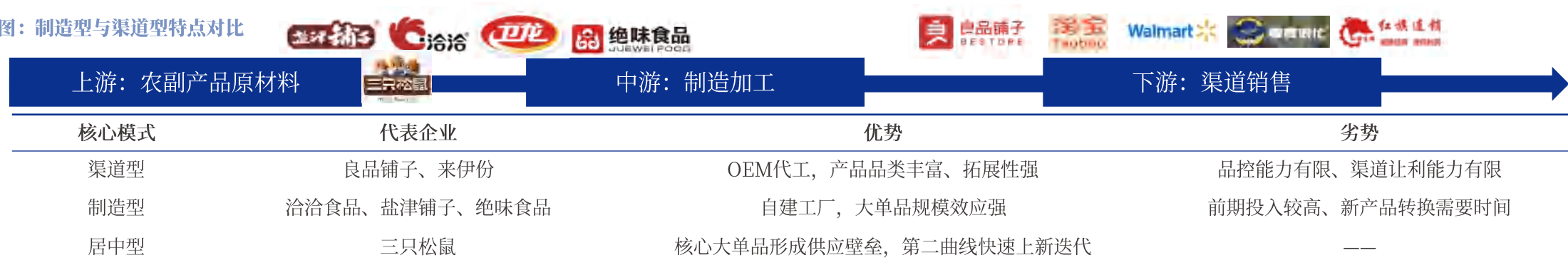


资料来源：MobTech，中国银河证券研究院

(二) 公司类型：企业竞争策略差异化，制造型vs渠道型各有千秋

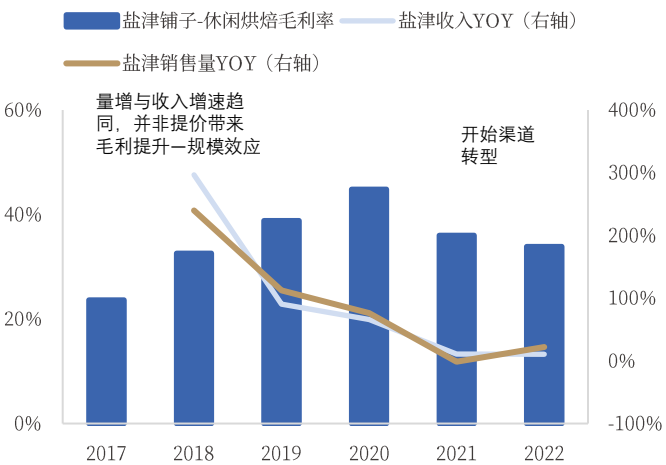
根据不同休闲食品企业在生产和渠道两个核心环节的布局选择，市场主流休闲食品经营模式可分为制造型和渠道型。制造型企业在上游有较大的资源倾斜，通常核心产品体量较大（大单品），同时在品类拓展上更为谨慎。

图：制造型与渠道型特点对比



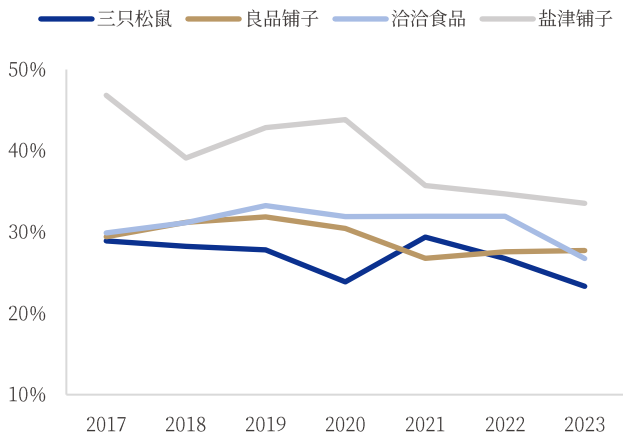
资料来源：良品铺子、来伊份、洽洽食品、盐津铺子、绝味食品、三只松鼠、零食很忙、红旗连锁、沃尔玛公司官网，中国银河证券研究院

图：制造型企业在产品放量后会迎来毛利提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：渠道型与制造型企业净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表：制造型与渠道型企业ROE拆分

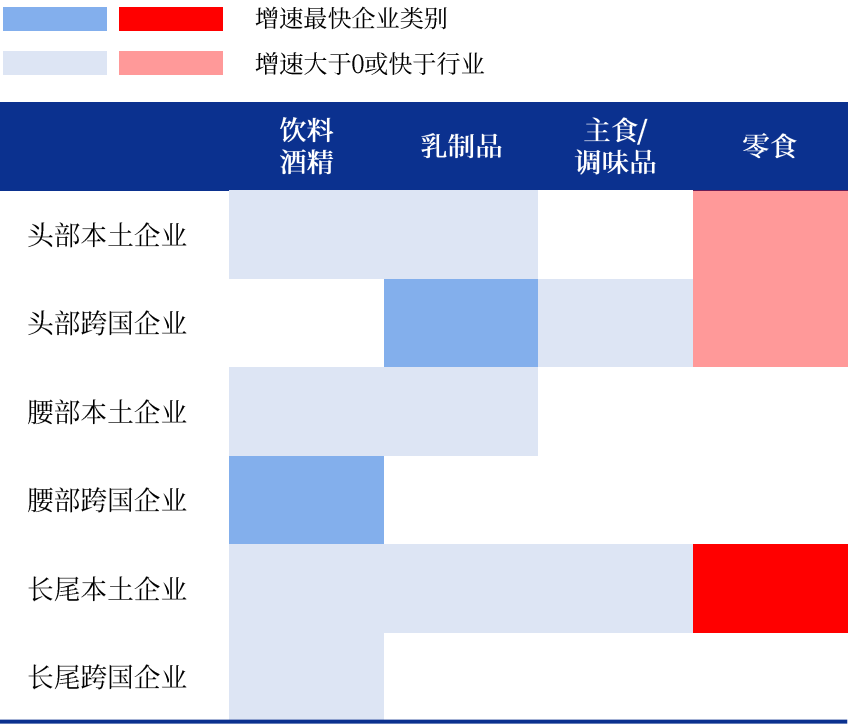
	2019	2020	2021	2022	2023
洽洽食品					
ROE	17.0%	21.6%	20.8%	19.1%	14.9%
净利润率	12.5%	15.2%	15.5%	14.2%	11.8%
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
权益乘数	1.5	1.7	1.7	1.6	1.7
三只松鼠					
ROE	15.4%	13.7%	19.4%	5.2%	9.1%
净利润率	2.3%	3.1%	4.2%	1.8%	3.1%
总资产周转率	2.6	2.1	2.1	1.5	1.4
权益乘数	2.6	2.1	2.2	1.9	2.1
良品铺子					
ROE	26.0%	17.2%	14.8%	13.4%	7.4%
净利润率	4.5%	4.4%	3.0%	3.5%	2.2%
总资产周转率	2.2	2.0	1.9	1.8	1.5
权益乘数	2.6	2.0	2.5	2.1	2.2

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

低行业集中度并非定局，复盘过去五年，零食行业企业通过不同策略一度实现业绩增长，我们将其归纳为**产品-渠道、短期-长期两个维度的四象限模型**。

图：2023年尾部品牌受益渠道变革表现亮眼



资料来源：尼尔森NIQ，中国银河证券研究院

图：四象限增长模型



资料来源：中国银河证券研究院

(三) 行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

1. 短期产品

● **口味化裂变：**消费者对零食的需求正在向多个维度扩展，同时厂家面临同质化问题。就非正餐场景、非健康需求的娱乐伴侣而言，国内一线零食品牌主要进行口味竞争。地域风味：川渝麻辣、麻酱铜锅、泰式冬阴功味、韩式泡菜味等；猎奇风味：蜂蜜薯片、芥末瓜子等。

● **做口味裂变的原因/优势：**

原因一：年轻人有猎奇心理，喜欢新鲜事物

原因二：口味创新在产业链较为简单（消费者调研）

原因三：口味创新易于横向复制（企业端：更多的企业是追随者；产品端：口味的成功可以跨类，薯片、面包、糖果等）

没有包括形态裂变，主要是考虑到产品形态的改变往往伴随生产工艺变化，且在消费者认知中更可能是一个全新大单品

图：洽洽股价复盘



资料来源：Wind，洽洽食品公司官网，中国银河证券研

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

(三) 行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

1. 短期产品 口味化是乐事全球长青的秘诀之一

图：乐事全球口味化布局

中国：2024年新品图鉴		乐事在全球口味化布局		
	9月：小吃系列 街头风味 葱油饼味 酱香饼味 梅干菜饼味	俄罗斯	鱼子酱味 蘑菇奶油味	俄罗斯由于地理优势盛产鱼子酱。
	6月：大波浪薯片“辣味” 红油辣条味 香辣臭豆腐味	英国	腌洋葱味	腌洋葱搭配切达干酪和面包是常见的英国餐点。
	5月：区域限定 地方风味 壮美广西螺蛳粉味 贵州遵义羊肉粉味 齐鲁山东煎饼大葱味 石家庄牛肉板面味 东北三省棒骨炖酸菜味	西班牙	挪威海蜇虾味 橄榄油味	挪威海蜇虾是经典的西班牙海鲜；橄榄油是西班牙常用调料。
	2月：春季限定 御膳风味 烤乳猪味 红烧狮子头味 鲍汁烩明虾味	印度	Magic Masala	Masala是印度一种由多种香料混合起来的调味，含大蒜、姜、茴香、洋葱及以印度辣椒酱。
		澳大利亚	Vegemite	Vegemite是澳洲传统酱料，是澳洲饮食文化的著名象征。
		泰国	海苔味 Miengkam	Miengkam是一种泰国小吃,融合了柠檬和虾的味道，带有特殊香料味。
		美国	BLT 酸奶油葱味	BLT 灵感来源于三明治，该口味混合了番茄的酸甜、生菜的清新，以及培根的咸香。
		墨西哥	ADOBADAS 青柠海盐味	Adobada是墨西哥传统烹饪方法，该口味在墨西哥畅销 青柠海盐味从墨西哥龙舌兰获得灵感，混合柠檬酸甜和海盐咸香

资料来源：FBIF，小食代，Foodaily，中国银河证券研

(三) 行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

2. 短期渠道 抓住渠道变革风口将会起势

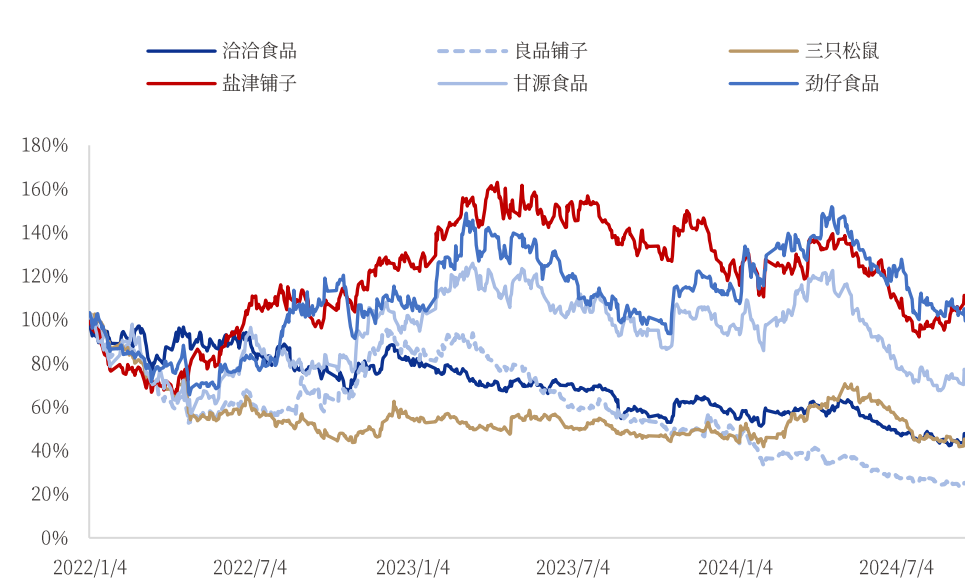
- 没有壁垒的口味改良会导致跟风，同质化竞争下渠道商具有更高的话语权，叠加消费者价格敏感程度提升，新的渠道模式-极致性价比应运而生。先前的渠道复盘已经表明，每一次渠道的迭代都是经济、环境、新的消费者特征共同作用的结果，率先拥抱顺应时代的渠道的品牌将率先突围。
- **最新一轮渠道变革是量贩、会员店和内容电商的兴起，及时布局传统渠道转型的品牌表现更加具备弹性。**盐津铺子在此轮风口首发，21年推进渠道战略转型，加速线下零食系统布局；劲仔、甘源亦快速响应渠道机遇。

图：与零食量贩宣布合作后一年后业绩增长明显加速

半年度 收入同比	合作时间 T	T-1	T-0.5	T	T+0.5	T+1	T+1.5	T+2
盐津铺子	21H2	33.6%	12.5%	20.1%	13.7%	38.3%	56.5%	31.9%
劲仔食品	22H1	4.6%	39.6%	31.3%	31.8%	49.1%	35.5%	22.2%
甘源食品	22H1	10.9%	10.0%	12.9%	11.5%	34.6%	22.1%	26.1%
西麦食品	22H2	2.2%	14.6%	15.5%	10.9%	26.2%	38.8%	-
洽洽食品	23H1	12.5%	16.7%	0.3%	-2.0%	7.9%	-	-
卫龙美味	23H1	-1.8%	-5.0%	3.0%	7.3%	26.3%	-	-

资料来源：盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、西麦食品、洽洽食品、卫龙美味公司公告，Wind，中国银河证券研究院
备注：“-”代表尚未到达该时点，如卫龙23H1正式进驻量贩渠道，则T对应23H1，T+1对应24H1，为最新报告期

图：头部品牌股价表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

3. 长期产品 大单品是最好的商业模式

- 短期口味化的痛点：乐事销量最高的薯片仍然是经典口味（原味、黄瓜味、番茄味、青柠味、烧烤味、意大利红绘味等）。
- **大单品是餐饮行业最好的商业模式。** 零食行业整体大而多元，大单品能够帮助企业建立心智，在消费者选定品类后优先想到该品牌（瓜子=洽洽，辣条=卫龙，果冻=喜之郎，雪饼=旺旺）。此外，大单品背后是强大的供应链体系，在品牌产品竞争中规模效应相对更加显著。
- 传统的制造型和渠道型的企业，从另一角度看，其实正是大单品与多品类的战略。大单品企业拥有更强的盈利能力、也更容易在渠道下沉中胜出。因此我们更加看好制造型企业做大单品，通过研发/外购打开第二增长曲线。

图：对比饮料行业，零食行业国有大单品稀缺

饮品行业 >100亿（部分）



零食行业 >20亿



资料来源：卫龙美味、洽洽食品、三只松鼠公司公告，食品板，中国银河证券研究院

（三）行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

3. 长期产品 本土化风味零食潜力充分

● 十亿大单品是怎么产生的？做大单品的三个必要条件：

1. **足够大的细分市场**（体量太小的品类会限制企业的发展空间，eg. 馍片：米多奇）
2. **市场为新进入者留有空间**（被龙头垄断的市场可能在结构性转型中有小品牌异军突起，但难以为继）
3. **企业拥有独特的竞争优势**（高效供应链、配方优势等）

● 无论新做还是重做，哪些赛道有机会？**本土化的风味零食**

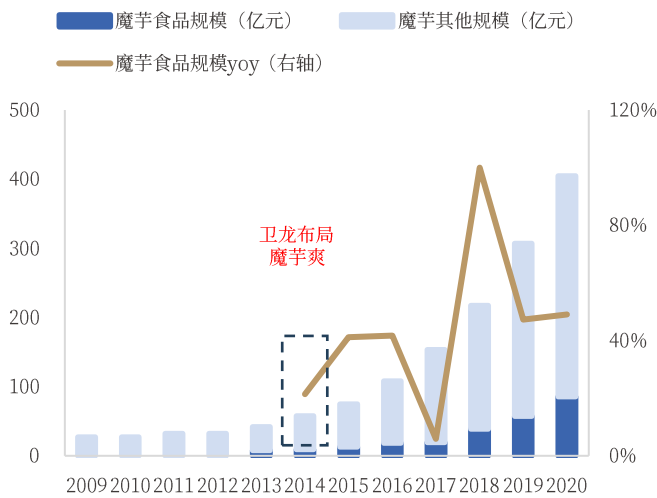
我国糖巧等西式零食在外资早期布局后已基本打通“品类-品牌”的认知，后续突围存在一定难度。而许多特色品类销售规模、工业化生产均未成气候，集中度较低，国际巨头尚未且未来难以形成优势地位（兼并收购），是有巨大发展机遇的蓝海领域。对内资企业来说，本土化的风味零食本身成长性更高，配合做品类延伸的发挥空间也更大，典型包括魔芋零食、肉类零食等。

(三) 行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

3. 长期产品 魔芋：健康属性和美味双击，低渗透+高增速

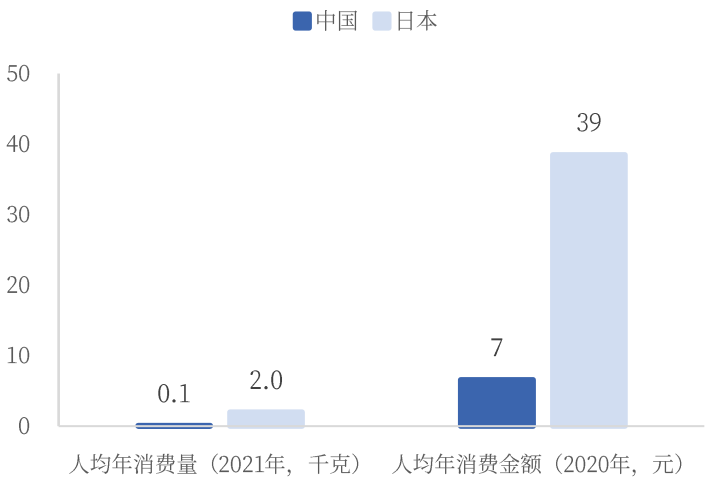
- 市场规模：中国魔芋产量反超日本全球第一，行业市场规模有望持续增长。日本人均年消费量2.0千克，中国人均消费0.1千克，渗透率有较大提升空间。
- 卫龙在2014年已经布局魔芋爽，为什么近期再次出现增长机会？（两大品类路径）
- 原料健康：魔芋制品具有高膳食纤维、低碳水化合物、低脂肪的健康属性→魔芋麦片、魔芋酸奶
- 口味优势：口感软弹，能够与辣味有机融合，放松享受式需求崛起→魔芋爽、魔芋素毛肚
- 新的品类出现：蒟蒻果冻

图：中国魔芋市场规模



资料来源：中国魔芋协会，中国银河证券研究院

图：魔芋消费渗透空间较大



资料来源：日本魔芋协会，卫龙招股说明书，中国银河证券研究院

图：魔芋零食复盘



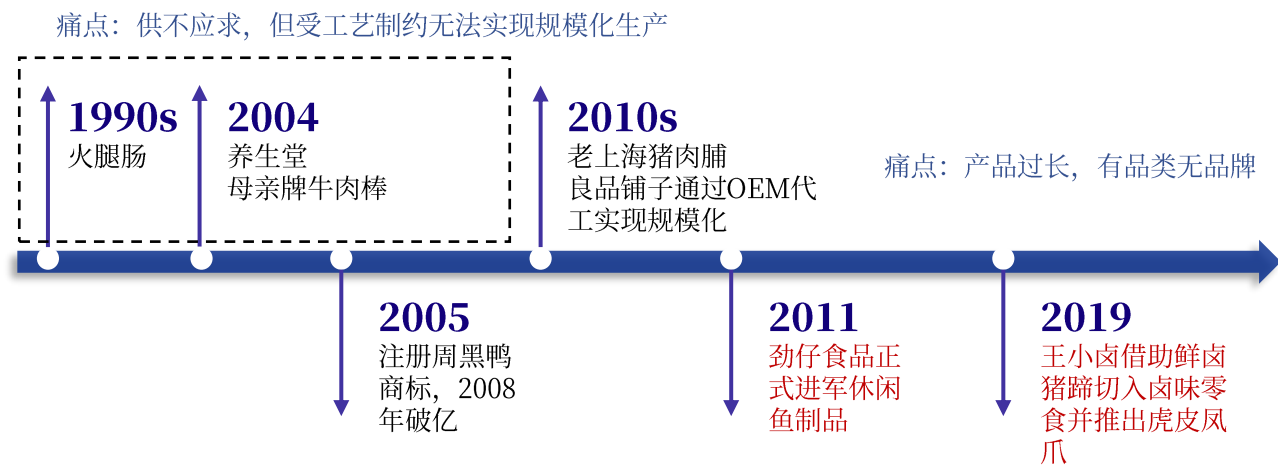
资料来源：卫龙美味、盐津铺子公司公告，Foodtalks，中国银河证券研究院

(三) 行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

3. 长期产品 肉类零食/海味零食：品类已存，谁能率先跑出品牌

- 肉类零食自带高蛋白特性，符合营养/健康要求；细分赛道广阔，容易出现品类创新并做出大单品。欧睿零售口径显示，2023年中国广义肉类零食市场规模达724亿；据中国水产流通与加工协会，休闲鱼制品2020年零售总额约为200亿元，预计2030年将达到600亿元。
- 竞争格局分散，龙头企业市占率低。22年中国海味零食龙头劲仔市占率为6.4%，日本龙头企业那多利市占率为20.3%；中国肉类零食龙头周黑鸭和良品铺子市占率分别为4.6%和3.9%，美日龙头市占率分别为49.6%、27.5%。
- 海味零食：小鱼干有望成为大单品，具备高营养价值，且多种风味能够满足不同口味化需求（契合健康化、代餐佐餐化、新中式主线）
- 蛋类零食：鹌鹑蛋为当前景气品类，**对应标的：劲仔食品、盐津铺子、三只松鼠**

图：肉类零食复盘



图：劲仔鳀鱼具有较高营养价值

食物名称	脂肪 (g/100g可食部)	脂肪酸/总脂肪酸(%)	
		DHA	EPA
三文鱼	15.8	4.9	3.5
鳀鱼	12.8	13.9	5.2
河鳗	10.8	6.2	2.6
鲈鱼	7.4	12.7	4.4
海鳗	5	8.3	3.7
带鱼	4.9	5.3	1.9
鲑鱼	3.4	4.1	5.4
大黄花鱼	2.5	5.1	2.7
鳙鱼	2.2	4.2	3.6

资料来源：养生堂、良品铺子、周黑鸭、劲仔食品、王小卤公司官网，中国银河证券研究院

资料来源：中国疾病预防控制中心营养与健康所《中国食物成分表》，中国银河证券研究院

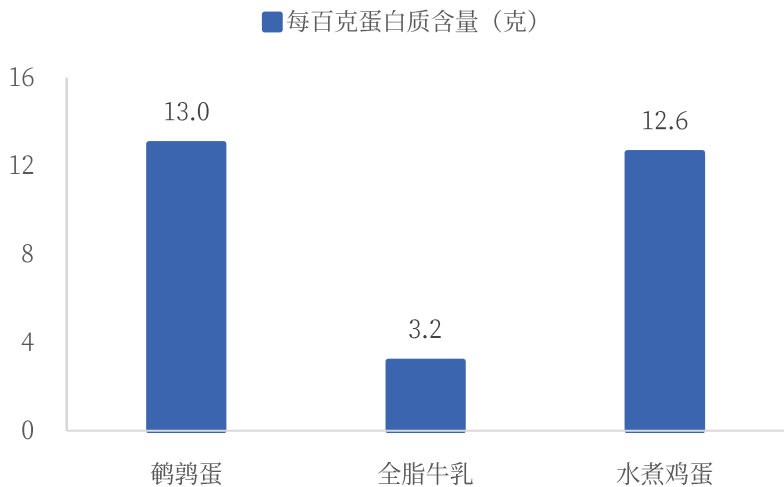
(三) 行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

3. 长期产品 肉类零食/海味零食：品类已存，谁能率先跑出品牌

● 鹌鹑蛋为什么起量？

- 原因一：蛋制品拥有广泛的消费基础，同时口味美味多元（盐焗、泡椒、山椒、酱香），符合全国多区域饮食习惯
- 原因二：新包装符合便捷特性，易撕膜不脏手，定量装、小包装、量贩装等多种规格满足不同消费场景
- 原因三：高质价比，鹌鹑蛋具备一定营养属性，且对比其他蛋白零食具备单价优势。
- 行业痛点：1) 鹌鹑蛋的原料产能有限；2) 部分鹌鹑蛋制品存在品控问题；3) 口味裂变易而形态裂变难
- 看好头部企业通过供应链布局形成大单品。原料降价背景下多方加速布局，头部品牌开始形成壁垒。23Q4鹌鹑蛋原料成本下行，竞争对手进入造成一定挤压。但我们认为一方面，玩家涌入说明行业本身具备盈利能力，另一方面，从中长期看影响有限：1) 养殖业由供给周期驱动，预计24H2原料价格会随着供给调整转好；2) 头部企业纷纷开始加码上游产能建设，有利于质量控制与供应链管理，长期形成规模效应与竞争壁垒。

图：鹌鹑蛋具有较高营养价值



资料来源：USDA，FBIF，中国银河证券研究院

图：鹌鹑蛋在品类内具备性价比优势

细分品类	品牌	规格	售价（元）	单价（品类内，元）	最小开袋单价（元）
鹌鹑蛋	劲仔食品	28g*10袋（40颗）	18.9	0.5	0.6
		348g富硒 桶装散装	31.9	0.6	
	盐津铺子	30颗	11.8	0.4	
	无穷	12颗，合计70g	10.24	0.9	
	贤哥	40颗	15.9	0.4	
猪肉脯	良品铺子	70小包，合计500g	49.9	0.7	4.7
	百草味	45g*3袋	25.9	8.6	
凤爪	有友食品	70g*2袋	15.9	8.0	5.1
	王小卤	2个*5袋	48.9	4.9	
	亚玛亚	24包，合计500g	59.9	2.5	
牛肉干	良品铺子	50g	21.6	21.6	15.2
	三只松鼠	26-27袋，合计400g	69	15.1	
	母亲牛肉棒	22g*8袋	71.2	8.9	

资料来源：劲仔、盐津、无穷、贤哥、良品铺子、百草味、有友、王小卤、亚玛亚、良品铺子、三只松鼠

(三) 行业迎来发展新机遇，四象限模型助力跑马圈地

4. 长期渠道：渠道持续演化，核心为向高效供应升级

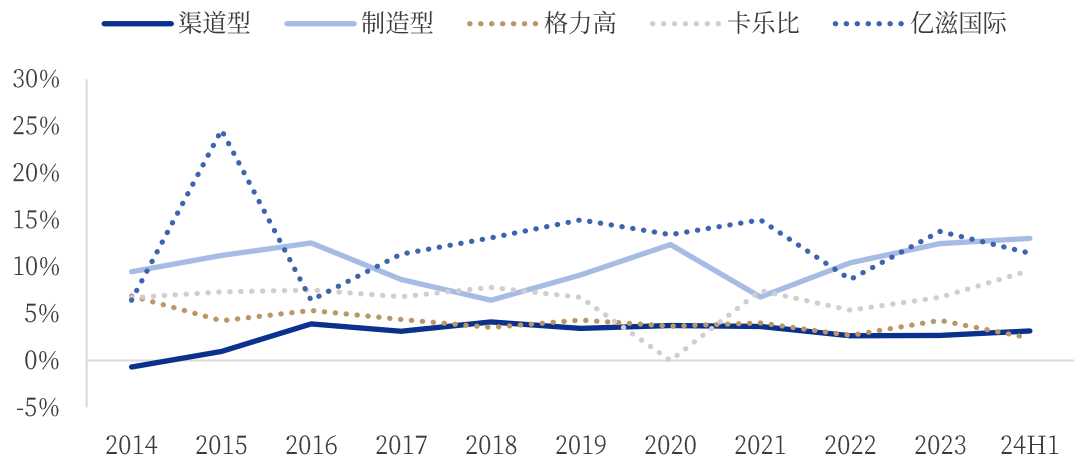
- 短期捆绑渠道可能不具有持续性。我们认为1-2年内零食系统门店总量增长仍将持续，后续伴随消费环境改变，市场开启新一轮渠道变革。
- **零食渠道步入中场**：开在大客流区域的零食量贩店模式能跑通的关键是持续不断的高质价比产品，总利润率主要由白牌产品贡献。随着下游并购整合，议价权加强，可能1) 压低品牌产品进价，保证消费端价格有竞争力（对此，零食企业通过设计渠道定制规格规避）；2) 利用品牌产品引流与“性价比”标签建设完成，渠道开始打造自有产品，品牌陈列减少；3) 消费者逐渐认识到白牌并非廉价，渠道系统开始自然汰换。
- 解决方案：**质价比时代下**，中国食饮市场更大的空间在渠道下沉，真正的质价比为通过布局产业链形成规模效应、通过高效供应链实现总成本领先。
- **对应标的：制造型企业、三只松鼠**

图：2023年零食量贩店价格显著低于其他渠道

产品	零食量贩店 价格	线下超市 价格	零食量贩折 扣率	电商价格	零食量贩折 扣率
格力高百醇饼干	5.9元	8.5元	69折	6.6元	89折
趣多多曲奇	5.2元	7.5元	69折	7.3元	71折
奥利奥蛋糕饼干	5.4元	9.0元	60折	6.9元	78折
德芙巧克力	6.5元	9.5元	68折	7.0元	92折
士力架花生巧克力	2.8元	3.5元	80折	3.0元	93折
悠哈特浓牛奶糖	3.9元	6.9元	57折	5.9元	66折
好丽友好多鱼	3.7元	4.9元	76折	4.3元	86折
怡宝矿泉水	1.2元	2.0元	60折	1.3元	92折
星巴克咖啡	4.9元	10.8元	45折	5.5元	89折

资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图：制造型、渠道型平均中枢与国际巨头净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

05

| 重点公司分析



（一）卫龙美味：渠道优化红利释放，全品类矩阵稳健成长

卫龙为国内罕见的已成型双大单品的零食企业，产品与品牌打造能力优异。复盘成长历程，卫龙数次化行业危机为成长机遇，通过领先的质量监管、产品打造、广告宣传，差异化破局同质市场，持续塑造“品牌=品类”心智，领航辣味休闲食品赛道。公司19年前后的增长分别由面制品与蔬菜制品大单品驱动，当前品类发展均衡。期间业绩出现短期波动，但伴随魔芋爽等产品加量不加价的调整，销量显著提振，叠加渠道共振，2024H1公司营收29.8亿元，同比增长25.9%，全品类矩阵稳健成长；蔬菜制品占总收入比由2019年19.6%提升30pcts至49.7%。

新渠道覆盖红利逐步释放，辅销+助销部分精耕，渠道结构全面健康。新兴渠道，23年5月公司开始积极拥抱零食量贩，6月即与62家零食系统达成合作，覆盖重点市场零食门店数万家；目前绝大部分品规为针对系统定制，梳理后的差异化产品组合更加贴合渠道需求，24H1量贩占比由个位数增长至双位数。传统渠道，22年推行“高线城市辅销+低线城市助销”策略，一二线城市建立内部销售团队，提高重点渠道、重点门店执行能力；低线城市挑选优质经销商，协助其雇佣销售专员推进终端覆盖。

长期来看，辣味成瘾性与接受度提高决定赛道空间广阔。除场景拓展的饱腹需求，零食本质仍为休闲消费、追求愉悦，低客单价下能够引发高复购意愿的细分赛道具备做大基因，对应1) 持续咀嚼的行为、2) 有记忆性的口感口味。且辣味为本土风味，外资头部尚未占位，有望形成国民品牌主导格局。

新品补缺“面菜双雄”，产品与品类矩阵持续完善。2023年9月以来公司推新明显加速，其中1) 霸道熊猫定位正宗川味麻辣，受益口味增长，同时IP强化形象，助推产品向外。2) 小魔女可对标魔芋爽，定位运营更加成熟。3) 脆火辣片入局，通过较辣条更脆、较膨化更辣，有望分享膨化品类空间。其他品类亦积极调整，包括更新为“风吃海带爽”并升级包装；优化卤蛋产品定价，改善供应链与产能效率等，长线来看或具备大单品基因。

（二）劲仔食品：大单品战略路径明晰，渠道加码增长动能

符合正确的大单品+多渠道发展主线，纵横拓展通路顺畅，三年倍增目标完成。劲仔为鱼类零食第一股，自主生产、研发，产品端，形成休闲鱼制品、豆制品、禽制品三大品类，小鱼、豆干、肉干、鹌鹑蛋、魔芋、素肉六大产品系列布局；口味上，以湖湘卤味工艺为基础，研发出香辣、麻辣、酱汁、糖醋等符合全国消费者口味的休闲卤味零食。公司的营销网络基本覆盖全国各省、自治区和直辖市，合作经销商3057家，已出口法国、日本等40个国家与地区。

短期看渠道持续放量，业绩高增有持续性。起家于流通渠道，劲仔具备触达全国基层终端的能力；在零食量贩兴起风口，成功在全渠道战略指导下放量增长，24H1鱼制品/禽制品/豆制品销量同比+17.1%/+65.4%/+10.2%；同时通过小包装、大包装、散称装匹配流通渠道、现代渠道与零食专营，迅速拓宽市场。核心品类鱼制品动销良好，渠道结构持续优化，高势能渠道迅速增长。

长期看产品第二曲线，小鱼干成功向优质蛋白类拓展，第二个潜力十亿大单品在途。公司坚持品质为先打造大单品，22年公司核心单品“劲仔小鱼”突破十亿营收，销售规模稳居休闲鱼制品领域行业第一，龙头地位不断夯实。同时协同布局优质蛋白鹌鹑蛋，相似口味豆干、肉干、魔芋等，开启新增长曲线。蛋制品拥有广泛的消费基础，23年“小蛋圆圆”爆汁鹌鹑蛋销售收入突破3亿元，跻身公司第二大单品，十亿成长路径清晰。新成长极动力充沛，各细分赛道均有充足空间。

成本端，盈利能力边际改善趋势确定。1) 小鱼已具备一定规模优势，公司全球供应链建设取得突破，前期布局鲢鱼生产基地部分鱼胚陆续投产，后续产能规划清晰；2) 鹌鹑蛋自建养殖基地，北海生产基地鹌鹑蛋产能24上半年陆续投产运营；3) 大豆价格自22年逐步回落，豆制品原材料成本压力释放。长短期逻辑兼备，产品与渠道双通，期待后续营收/利润持续增长。

（三）三只松鼠：全面战略转型，收入重回百亿可期

全面启动战略转型，“高端性价比”与全渠道布局重新起航。我们在前文所述更看好制造型龙头，原因在于借助市场某种渠道成功的企业往往陷入模式惯性，对市场新变化的响应速度有待商榷。三只松鼠自22年底以来开启一系列转型举措，高端性价比（社交电商+零食量贩）+线下新分销跳出原有渠道框架；同时，公司自建每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类制造工厂并已正式投产，实现从原料到生产发货的供应链纵深，逐步打破与“制造型”企业的壁垒，“渠道型”松鼠正重新起航。

核心品牌布局契合健康化，有望同步受益行业增长与集中度提升。坚果炒货作为休闲食品中的核心品类，符合健康化的长期趋势，当前我国人均坚果消费量相较成熟市场仍有较大空间，且消费习惯逐渐向日常化、膳食化演进。公司坚果品类拥有强大的创新能力，成功打造每日坚果、夏威夷果、巴旦木、碧根果等亿级大单品，叠加全国化品牌认知，市占率有望持续提升。松鼠已构建起覆盖全链路的供应链管理体系，或将进一步释放规模效应，打造更有差异化、价格更亲民的高品质产品。2024年9月19日，松鼠旗下**高端滋补食养品牌**—东方颜究生携首发新品秋梨膏上线，**子品牌小鹿蓝蓝**亦重新定位为“儿童高端健康零食”，在健康功能化谋求更远发展。

聚焦发力线下分销，高端性价比强化核心竞争力。短期来看，松鼠具备成熟的线上知识积淀，短视频爆款打造方法成型，带动货架电商基本盘企稳增长，线上或持续高增。线下分销已储备多款适配的全品类、硬折扣新品；同时全面补充价格带与场景覆盖，预计正式上线后将为日销贡献增量。下半年多节亦有望催化礼盒旺销。长期来看，公司D+N、B+N造品模型跑通，G+N规模化定制业务有序开展，伴随生产基地与集约基地持续落地，总成本领先、全链路提效将护航高端性价比，进一步深化产品核心竞争力，有望在零食线下大本营探索更广阔空间。

投资建议：预计2024~2026年归母净利润分别为3.8/5.3/7.0亿元，同比+73.0%/38.3%/32.4%，EPS为0.95/1.31/1.74元，对应PE为18/13/10X，考虑到下游渠道竞争与拓展节奏存在不确定性，维持“谨慎推荐”评级。

（四）甘源食品：口味化坚果领军企业，期待调整成果释放

深耕坚果积极拓展，多品类布局。甘源为口味化坚果领军品牌，公司调味坚果产品覆盖多款类别、融合创新口味，在坚果业务外积极扩充烘焙、膨化类食品，成功从“老三样”逐步切换向多品类战略，品类与SKU加速扩容。24H1综合果仁及豆果系列/青豌豆系列/瓜子仁系列/蚕豆系列/其他系列收入同比+48.5%/+16.9%/+12.8%/+12.0%/+24.2%，综合果仁及豆果快速放量，占营业收入比例提升5.0pcts至32.8%。另一方面，公司产品结构不断精进，合理设计以散称、定量装等品规匹配零食量贩渠道。

坚持全渠道战略，加深拥抱增量渠道，老三样强品牌力有效应对渠道压力。公司终端门店实现从核心商圈到流通门店的多层次覆盖，线上入局多电商平台。22H2甘源从销售团队拆出“零食直营部”对接零食专营渠道，对渠道产线进行梳理，24H1销量快速增长，且受益老三样产品强品牌力，对渠道议价能力较强。KA渠道在渠道整体革新的背景下积极调整，甘源作为头部品牌，在渠道SKU提效过程中有望实现份额提升，零售价格调整亦有望提振销量。此外，公司大力发展线上电商，24年5月引入电商负责人，团队调整后有望快速整合平台资源，深化与达播合作，梳理产品布局，引导线上实现良性增长。

税收优惠释放盈利弹性。公司23年12月被评为高新技术企业，税收红利释放，24Q2在费率提升、低毛利产品放量影响产品结构的情况下，净利率同比+1.7pcts至16.5%，盈利能力有所增强。伴随内部因素转好、新管理人员到位，24H2渠道与产品矩阵有望持续共振。

（五）盐津铺子：积极拥抱新渠道红利，品类品牌势能向上

率先积极拥抱新渠道红利，品类品牌势能向上。2021年公司按照“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”的中长期战略，全面启动供应链转型升级提升产品力，同时率先认知到理性消费理念的回归，抓住平价零食量贩风口。2022年起规模效应逐步显现，产品从“高成本下的高品质+高性价比”逐渐升级为“低成本之上的高品质+高性价比”。产品和渠道结构持续优化，叠加上游生产基地布局供应链提效，打造出多款质价比单品，2022/2023/24H1收入同比+26.8%/+42.2%/+29.8%。

聚焦七大品类，占位新中式零食，发力品牌建设。盐津锚定新中式零食，梳理出辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻、蛋类零食以及果干坚果七大品类。2023年公司开启品牌建设之路，跟踪鹌鹑蛋与魔芋两大已被验证的景气品类，设立品类品牌“蛋皇”“大魔王”，通过差异化在品类红利期快速成长。其中大魔王完成形态裂变，且与六必居老字号联名打造出麻酱口味；蛋皇获得首张可生食鹌鹑蛋标准，实现品质升级，大单品初现雏形。

与头部量贩品牌深度合作，全渠道结构均衡。公司直营商超起家，2017年收入占比过半，转型后24H1直营商超单渠道占比收缩至4.4%。公司持续加深与头部渠道企业战略合作，23年底出资3.5亿元参股零食很忙，全年量贩占收入比约20%；23年电商渠道占比亦同比提升5.7pcts至20.1%，新兴渠道快速发展，渠道结构更加均衡。

供应链布局提效，实现高品质+性价比。公司销售的休闲零食95%以上来自自产，核心产品向上游延伸布局，拥有国内规模最大的鹌鹑养殖农场，保障品质的同时保持原料成本优势。伴随供应链建设带来的成本节约，公司主动下调零食很忙“盐津铺子鹌鹑蛋”价格，充分考虑产品性价比，实现升级化与大众化双重路线发展。

(六) 洽洽食品：激励提振信心，期待旺季来临

第二成长曲线验证大单品打造能力，逐步推进渠道拓展。公司瓜子业务起家，积极拓展产品外延，“每日坚果”成功释放第二增长曲线，产品力得到市场验证。渠道端，公司加速推进量贩零食店、会员店、餐饮渠道拓展，持续开展渠道精耕、县乡下沉，24H1渠道数字化平台掌控终端网点数量近37万家；线上通过抖音、拼多多等电商平台不断突破；立足东南亚，向外辐射近50个国家和地区。

成本红利释放，经营改善可期。23Q2公司葵花籽原料成本高位运行，叠加终端需求承压，业绩略有波动。公司多举措应对挑战，**短期来看**，四季度将重回礼赠旺季，公司积极应对行业竞争，蓝袋系列产品采用加量不加价促销，量贩系统推出散装小包装产品，强化竞争能力。利润端，葵花籽种植面积总体提升，预期24H2采购价格延续下行，为竞争策略提供空间，且助力盈利能力步入修复通道。**长期来看**，公司试行薯片、花生、坚果乳等品类合伙，探索第三曲线增量空间；渠道精耕、线上电商与餐饮渠道多元发展有望提升各品类在不同场景的渗透率。作为瓜子行业龙头，公司加大葵花种子联合研发和推广合作，持续打磨供应链优势，伴随瓜子与坚果规模效应逐步释放，长期有望穿越周期。

此外，2024年9月18日，公司发布2024年股票期权激励计划（草案），相较前期滚动员工持股计划，此次29名激励对象集中于管理团队与核心技术/管理员工，考核目标收入锚定较高增速区间，更有助于坚定团队信心，谋定长远发展。预计2024~2026年归母净利润分别为9.8/11.2/12.7亿元，同比+21.6%/14.8%/13.5%，EPS为1.9/2.2/2.5元，对应PE为13/11/10X，维持“推荐”评级。

风险提示

- 渠道增长不及预期的风险。
- 行业竞争加剧的风险。
- 原材料成本波动的风险。
- 食品安全风险。

分析师承诺与简介



分析师：刘光意

分析师登记编码：S0130522070002

经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、饮料、乳品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn