

食品饮料

证券研究报告/行业专题报告

2024年10月24日

评级： 增持（维持）

分析师：晏诗雨

执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@zts.com.cn

分析师：范劲松

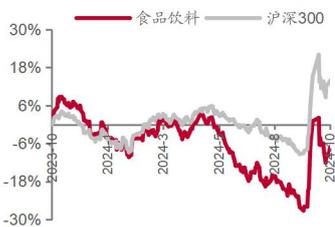
执业证书编号：S0740517030001

Email: fanjs@zts.com.cn

### 基本状况

上市公司数	124
行业总市值(亿元)	49,230.52
行业流通市值(亿元)	48,589.57

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

1、《休闲零食行业深度：解码小零食的大单品之路——从奥利奥说起》

2、《零食量贩渠道专题研究：好风凭借力，轻舟万重山》

### 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS					PE					评级
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
盐津铺子	55.80	2.58	3.39	4.34	5.46	21.63	16.46	12.86	10.22	55.80	2.58	买入
洽洽食品	31.06	1.58	2.08	2.43	2.77	19.66	14.93	12.78	11.21	31.06	1.58	买入
劲仔食品	13.81	0.46	0.66	0.87	1.11	30.02	20.92	15.87	12.44	13.81	0.46	买入

备注：股价取自2024年10月23日收盘价

### 报告摘要

■ **核心观点：**经济下行期的口红效应一直有催生全球品牌的潜质，中式零食大有可为。零食行业变化来源于渠道，但竞争优势最终积累于品类。我们结合对消费环境变化、产业技术突破、产业链利润结构以及公司品类发展的定性与定量分析，深度研究魔芋和鹌鹑蛋2大零食新品类的历史背景与发展空间。从产业视角切入，回顾历史展望未来，看好品类快速发展的中式辣卤零食龙头投资价值。

■ **一、复盘：品类迭代是中国零食发展的主线。**中国零食行业规模整体稳定，甜、咸品类持续迭代。咸味零食备受偏爱，中国引领品类创新。零食行业变化来源于渠道，但竞争优势积累于品类。品类红利根源或来源于农业科技进步，而品类创新的本质是定位的前移。从需求端看，城镇Z世代或是未来零食消费群体的主流，情绪价值和健康功能成消费新趋势。从供给端看，我国在农产品原料品类和产量上具备潜力，农业科技和食品科技在多个方面取得重大进展，为中食零食品类创新奠基。因此，中式零食品类创新具备新的驱动。

■ **二、魔芋和鹌鹑蛋如何脱颖而出？（1）魔芋和鹌鹑蛋零食有何亮点？①魔芋：**中国魔芋种植与初加工产业世界领先，西南地区为核心产区。魔芋零食高速发展，卫龙初步确立龙头地位。**②鹌鹑蛋：**中国鹌鹑养殖与初加工起步较晚但发展迅速。鹌鹑蛋零食系23年明星品类，市场集中度低。**（2）魔芋和鹌鹑蛋零食如何兴起？①从“食材”到“零食”，品类具备认知基础。**魔芋过去是火锅中常见菜品，鹌鹑蛋则是传统的佐茶茶食。**②从粗加工到精深加工，品类实现技术突破。**蒸煮、包装等工艺的进步推动预包装即食魔芋的发展，拉伸膜包装升级赋予鹌鹑蛋休闲零食属性。**③从“垃圾食品”到“健康零食”，品类实现心智突破。**葡甘聚糖被FDA纳入膳食纤维，魔芋逐步与减肥、减脂、代餐等词语产生密切关联。鹌鹑蛋在高蛋白的营养属性之上拓展无抗、富硒等更健康属性。

■ **三、展望：魔芋和鹌鹑蛋潜力多大？（1）目前动销情况：①魔芋：**条状魔芋产品整体动销较好，素毛肚产品铺市和动销都有提升空间；**②鹌鹑蛋：**盐津、劲仔有较大铺货空间，散称装库存良性。**（2）品类空间多大：①供给角度看：**鹌鹑蛋和魔芋零食消费门槛和市场容量接近瓜子、薯片，而产业链利润优于瓜子、薯片。**②需求角度看：**对标成熟品类，魔芋和鹌鹑蛋均有望成为百亿级别品类，跑出十亿级别大单品。

■ **投资建议：看好品类快速发展的中式辣卤零食龙头投资价值。**“口红效应”魔力仍存，零食品类有望受益。经济下行期的口红效应一直有催生全球品牌的潜质，中式零食大有可为。**2个方向值得关注：**（1）全国化的中式零食龙头强者恒强，关注卫龙美味；（2）具备产品力的区域企业推进全国化，推荐盐津铺子、劲仔食品。

■ **风险提示：**宏观经济波动、市场竞争恶化、食品安全问题、市场规模测算不及预期的风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时。

## 内容目录

<b>一、复盘：品类迭代是中国零食发展的主线</b> .....	<b>4</b>
1.1 零食行业竞争优势积累于品类 .....	4
1.2 如何理解零食的品类红利? .....	6
1.3 中式零食品类创新有何新驱动? .....	7
<b>二、追踪：魔芋和鹌鹑蛋如何脱颖而出?</b> .....	<b>11</b>
2.1 魔芋和鹌鹑蛋零食有何亮点? .....	11
2.2 魔芋和鹌鹑蛋零食如何兴起? .....	12
<b>三、展望：魔芋和鹌鹑蛋潜力多大?</b> .....	<b>15</b>
3.1 魔芋和鹌鹑蛋零食动销情况如何? .....	15
3.2 魔芋和鹌鹑蛋零食品类空间多大? .....	15
<b>四、投资建议：看好中式零食企业突围</b> .....	<b>18</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图表 1: 中国零食行业市场规模 (零售额, 亿元)	4
图表 2: 中日美零食行业细分品类市场规模 (2024, 亿美元)	4
图表 3: 中日美零食行业市场集中度 (%)	5
图表 4: 中国休闲零食行业市场份额 (%)	6
图表 5: 泊松分布图像	6
图表 6: 中国葵花籽单产 (kg/公顷)	6
图表 7: 辣条品牌梯度	7
图表 8: 不同消费群体对宏观经济的信心与日常消费贡献占比	8
图表 9: 小红书用户产品购买原因	9
图表 10: 中日年龄标准化的糖尿病发病率趋势	9
图表 11: 健康食品饮料五大典型用户	9
图表 12: 中国部分农产品单产 (2022, 斤/亩)	10
图表 13: 采用不同干燥技术的果蔬干	10
图表 14: 中国农产品的品牌化	10
图表 15: 2020 年全球魔芋产量占比	11
图表 16: 中国辣味休闲食品分品类零售额	11
图表 17: 部分零食企业休闲蔬菜制品销售收入 (亿元)	12
图表 18: 部分零食企业蛋类零食销售收入 (亿元)	12
图表 19: 上海湖心亭鹤鹑蛋茶点	13
图表 20: 阿婆铁蛋	13
图表 21: 魔芋产业链条	14
图表 22: 卤制鹤鹑蛋生产流程	14
图表 23: 各地魔芋&鹤鹑蛋零食新鲜度对比	15
图表 24: 各零食品类产业链利润梳理	16
图表 25: 2023 年零食品类国内市场规模 (亿元)	17
图表 26: 2023 年零食大单品销售规模 (亿元)	17
图表 27: 高昂的消费者自我犒劳消费支出	18

## 一、复盘：品类迭代是中国零食发展的主线

### 1.1 零食行业竞争优势积累于品类

- **中国零食行业规模整体稳定，甜、咸品类持续迭代。**根据欧睿数据，2024年中国零食行业市场规模（零售额口径）约4718亿元，19-24年5年复合增速约为1.2%，14-24年10年复合增速约为2.9%。其中，甜食占比20%，19-24年5年复合增速约为-2%，14-24年10年复合增速约为-2%；风味零食（含薯片膨化、辣卤零食等）占比57%，19-24年5年复合增速约为2%，14-24年10年复合增速约为3%。
- **咸味零食备受偏爱，中国引领品类创新。**嘉吉和 Decision Analysts 曾经发布零食报告，报告显示在调查中，有41%的人更偏爱咸味零食，有38%的人更偏爱甜食，有21%的人更喜欢两者的混合。英敏特全球新产品数据库（GNPD）的数据显示，中国是咸味零食创新领域的领头羊，中国市场推出的新品数量占据2018年全球咸味零食新品总数的11%。美国以8%的新品发布占据第二名的位置，其次为印度7%，印度尼西亚和日本各5%。

**图表 1：中国零食行业市场规模（零售额，亿元）**



来源：欧睿、中泰证券研究所（注：零售额口径，24年系欧睿预测值，统计时点为24年7月）

**图表 2：中日美零食行业细分品类市场规模（2024，亿美元）**

	中国	日本	美国
<b>甜食</b>	129.38	84.65	541.07
—占比	19.65%	28.06%	29.79%
—19-24CAGR	-2.14%	-4.30%	8.74%
—14-24CAGR	-1.98%	-1.43%	11.33%
<b>冰淇淋和冷冻甜食</b>	67.03	56.22	208.69
—占比	10.18%	18.63%	11.49%
—19-24CAGR	0.05%	-1.94%	5.76%
—14-24CAGR	0.53%	0.04%	8.07%
<b>风味零食</b>	377.95	116.17	764.35
—占比	57.41%	38.51%	42.08%
—19-24CAGR	1.77%	-2.34%	8.36%
—14-24CAGR	3.33%	-0.75%	12.28%

甜味饼干、零食棒和果脯	83.96	44.66	302.14
—占比	12.75%	14.80%	16.64%
—19-24CAGR	-0.32%	-3.55%	6.69%
—14-24CAGR	0.10%	-0.83%	10.22%

来源：欧睿、中泰证券研究所（注：零售额口径，24年系欧睿预测值，统计时点为24年7月）

■ **零食行业变化来源于渠道。**（1）从厂家和经销商看，多数零食仍属于小品类，渠道管理难度大，更加偏好“以价换量”。休闲零食作为“长尾”产品，容易出现库存高企的问题，而一旦超过一定库存水位，休闲零食就从“快消品”转变为某种意义上的“慢销品”。若某类商品周转率偏低，厂、商或愿意牺牲利润率换取周转率提升。我们认为，近年来发展势头迅猛的电商、零食量贩等正是抓住了“长尾”的零食品类更偏好“以价换量”的“痛点”。（2）从渠道和终端看，新兴渠道主要品类会从高频低加价的引流品向低频高加价的标品倾斜，休闲零食是相对理想的“产粮”品类。参考中泰食品团队2021年发布的社区团购深度报告《待渠道回归价值，让品牌穿越周期》，不同渠道虽然在信息流、商品流和物流方面存在差异，但是最终将重复相同的逻辑：先通过“引流品”和“爆品”拉高店铺UV和转化率；再通过“差异化”和“基本品”提高客单价和复购率（或留存率）。而零食围绕家庭消费场景，兼备差异化、高利润、高客单、高订单渗透等优点，是相对理想的品类。

图表3：中日美零食行业市场集中度（%）

	CR3 (2015)	CR3 (2019)	CR3 (2024)	③-②	③-①	CR5 (2015)	CR5 (2019)	CR5 (2024)	⑥-⑤	⑥-④	
	①	②	③			④	⑤	⑥			
零食总计	中国	12.5	10.6	11.1	0.5	-1.4	16.8	15	16.5	1.5	-0.3
	日本	18.2	18.4	18.3	-0.1	0.1	27.9	28.6	28.8	0.2	0.9
	美国	31.7	32.4	33.4	1.0	1.7	46.1	46.8	48.5	1.7	2.4
风味零食	中国	10.1	10.7	10.6	-0.1	0.5	14	14.8	14.8	0.0	0.8
	日本	31.1	31.9	31.4	-0.5	0.3	37.6	39	40.1	1.1	2.5
	美国	54.2	55.6	55.4	-0.2	1.2	63.2	66.8	66	-0.8	2.8
甜味饼干、零食棒和果脯	中国	22.7	21.7	26.7	5.0	4.0	28.9	27.8	33.6	5.8	4.7
	日本	31.8	31.2	30	-1.2	-1.8	42.4	42.4	41.8	-0.6	-0.6
	美国	39.8	39	47.3	8.3	7.5	54.5	49.5	56.1	6.6	1.6

来源：欧睿、中泰证券研究所（注：零售额口径，24年系欧睿预测值，统计时点为24年7月）

■ **零食竞争优势积累于品类。**迈克尔·波特在《竞争战略》中提到了检验市场是否存在竞争优势的两个指标——市场份额和盈利能力。如果行业内的企业总是能保持稳定的市场份额且一直都有很高的盈利能力，则这个市场是存在竞争优势的。复盘零食行业的格局变化，过去行业由外资（玛氏）和台资（旺旺、达利）企业主导，但其市场份额近年来有所下降。内资零食企业中，渠道型企业市占率伴随渠道变革而变化，产品型企业市占率伴随品类渗透而提升，随后趋于稳定，形成竞争优势。

图表 4: 中国休闲零食行业市场份额 (%)

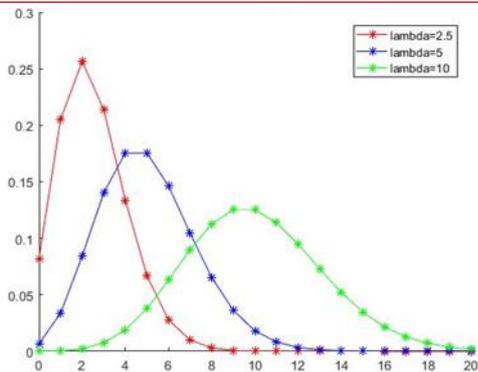
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
玛氏	6.0	5.4	5.2	5.0	4.8	4.5	4.4	4.2	4.3	4.5
亿滋	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.9	2.8	2.9	3.2	3.4
百事	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2
旺旺	3.6	3.4	3.3	3.2	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8
洽洽食品	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
卫龙美味	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
三只松鼠	0.7	1.4	1.7	1.9	2.2	2.1	2.0	1.5	1.3	1.2
达利食品	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
良品铺子	0.7	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.2	1.0
盐津铺子	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
好想你	0.3	0.9	1.0	1.1	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
来伊份	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
劲仔食品	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
甘源食品	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

来源: 欧睿、中泰证券研究所 (注: 零售额口径, 24 年系欧睿预测值, 统计时点为 24 年 7 月)

## 1.2 如何理解零食的品类红利?

- ① 根源或来源于农业科技进步。** 中式零食本质是 2C 的农产品深加工, 家庭端的需求总是相对稳定的。提升投入资本报酬率的关键, 要么是卖得更贵, 要么是卖得更多 (周转更快), 前者靠品牌, 后者靠渠道。一般情况下, 农业技术进步 → 单产/经济效益提升 → 种植面积/养殖规模扩大 → 深加工产能增加行业扩容 → 有渠道优势的厂家提升份额形成品牌。参考中泰食品饮料团队 2024 年发布的零食行业深度报告《解码小零食的大单品之路——从奥利奥说起》, 零食的需求更接近泊松分布, 而伴随均值增加, 泊松分布会接近正态分布, 此时龙头公司在均值正负一个标准差跑量, 长尾市场留给别人。

图表 5: 泊松分布图像



来源: 腾讯云计算、中泰证券研究所

图表 6: 中国葵花籽单产 (kg/公顷)



来源: 联合国粮农组织、中泰证券研究所

- ② 品类创新的本质是定位的前移，“从 1 到 N”的创新通常通过价格分化、功能分化等实现。** 定位是找到差异化的价值点, 当在老品类里

找不到，就需要开创新的品类。在《品牌的起源》一书中，作者艾里斯先生和劳拉里斯女士指出：商业发展的动力是分化；分化诞生新品类；真正的品牌是某一品类的代表；消费者以品类来思考，以品牌来表达；品类一旦消失，品牌也将消亡，企业创建品牌的正道是把握分化趋势，创新品类，创建新品牌，发展品类，壮大品牌，以多品牌驾驭多品类，最终形成品牌大树。以中式辣卤零食为例，传统辣卤零食以豆干为主，后分化出调味面制品、调味菜制品、调味品肉制品、调味水产品、调味禽类制品等等，后在调味面制品中甚至又分化出甜辣、麻辣不同口味和软、脆不同口感等。根据艾瑞消费研究院对辣条品牌梯度的排序，甜辣味的代表卫龙和麻辣味的代表麻辣王子都站上了第一梯度。

**图表 7：辣条品牌梯度**



来源：TMIC、艾瑞消费研究院、中泰证券研究所（注：①根据品类天猫成交金额划分，统计时间段为 2022.4-2023.3；②领先者为始终保持在 TOP3 的品牌，反超者为出现过排名下降的情况但大多数情况均保持在 TOP5 的品牌，逆袭者为出现过排名掉出榜单的情况但整体维持在 TOP10 排行榜内。）

### 1.3 中式零食品类创新有何新驱动？

- ①需求端：消费人群和消费趋势变化。
- 消费者信心持续分化，Z世代和富裕中老年展现出积极的消费观。根据麦肯锡《2024 中国消费趋势调研》，不同消费群体信心与情绪出现明显分化，进而影响其消费支出、预期及品类结构：Z世代、一线富裕银发族、三线富裕中老年明显更为乐观，展现出积极的消费观；一二线新中产、农村中老年最为悲观。

图表 8：不同消费群体对宏观经济的信心与日常消费贡献占比



来源：麦肯锡、中泰证券研究所

注：首列为乐观的受访者占比，次列为日常消费占比（人群所共贡献的消费额占比），总样本数=11930，调研时间为2023年底。

■ 城镇 Z 世代或是未来零食消费群体的主流，情绪价值和健康功能成消费新趋势。

■ 一方面，消费者愿意为情绪价值支付溢价，休闲零食在一定程度上起到“慰藉食品”的功能。根据小红书和尼尔森的小红书用户消费心理研究，消费者购买决策考虑因素中，“情绪价值”占比高达 82%，甚至超过了“性价比”（占比 78%）。在当前经济周期下，多数消费品牌在“性价比”和“实用”的维度里竞争，“情绪价值”仍有很大的发挥空间，而休闲零食切入“情绪经济”赛道具备天然优势。根据亿滋国际发布的《2023 年全球零食现状报告》，尽管经济紧缩，但零食消费依然保持不变。66%的人表示他们虽然更加关注零食价格，但在零食的消费上并未做出重大改变；在过去的五年中，零食帮助消费者渡过了难关，68%的千禧一代和 65%的 Z 世代表示，零食可以帮助他们消减日常生活中的烦恼。70%的人证实，“在这个我们都沉浸在日常杂事中的世界，分享零食让我们找回了与他人沟通的简单快乐”。

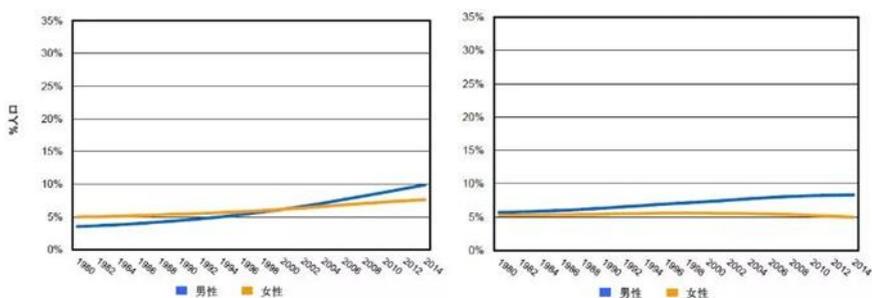
图表 9：小红书用户产品购买原因



来源：小红书、尼尔森、中泰证券研究所（样本数=2036，统计时点为 23 年 1 月）

■ 另一方面，随着人口结构的变化和健康意识的增强，消费者对休闲零食的选择越来越注重健康属性。根据《2024 年京东食品饮料健康趋势白皮书》，认同“健康是生活头等大事”的中国消费者比例高达 60%，中国消费者在健康问题上的认知和重视程度在全球范围内处于领先地位；94%的用户对健康化的食品有购买意向，健康食品饮料的主要消费者为 21 至 45 岁的人群，其中 36 岁以上的消费者、一线城市居民以及硕士及以上学历的人群比例相对较高。根据抖音电商食品健康行业联合欧睿国际和 Foodaily 每日食品发布的《2023 抖音电商健康轻食趋势报告》，2022 年中国低脂低盐低糖食品市场规模已达到 312 亿元人民币，并将在未来持续增长，2026 年预计规模为 512 亿元。

图表 10：中日年龄标准化的糖尿病发病率趋势



来源：世界卫生组织、中泰证券研究所  
注：世界卫生组织 2016 年统计数据，左图为中国，右图为本

图表 11：健康食品饮料五大典型用户

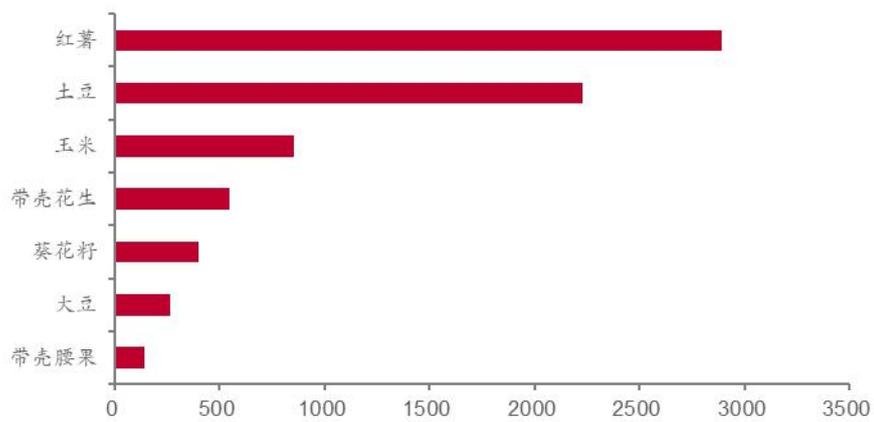


来源：《2024 年京东食品饮料健康趋势白皮书》、中泰证券研究所

■ ②供给端：农业科技和食品科技进步。

■ 原料的“可得性”影响零食的消费门槛，进而是休闲零食“广谱性”的核心。作为典型的大众消费的快消品，零食的消费门槛越低，覆盖人群越广。而由于零食的生产制造门槛并不高，相对应加工环节的溢价也不高。因此，一般而言，零食品类的价格下限主要受农产品价格影响。在土地价格一定的情况下，农产品价格主要受亩产和养护成本影响，价格随着市场需求略有波动，但总体而言会尊重植物的生长规律。

图表 12：中国部分农产品单产（2022，斤/亩）



来源：联合国粮农组织、中泰证券研究所

■ 我国在农产品原料品类和产量上具备潜力，农业科技和食品科技在多个方面取得重大进展，为中食零食品类创新奠基。一方面，我国地大物博，C端市场的白热化竞争开始从原料端的差异化进行内卷，此前小众但应用价值较高的农产品正逐渐被挖掘出新潜力。另一方面，以瞬时油炸干燥技术、锁鲜技术、非热杀菌技术等为代表的食品加工技术和以气调包装、贴体包装等为代表的食品包装技术取得重大进展，食品工业的技术创新为休闲零食品类的诞生和发展产生直接的推力。

图表 13：采用不同干燥技术的果蔬干



来源：火俣龙、中泰证券研究所（注：左图为 VF 技术，右图为 FD 技术）

图表 14：中国农产品的品牌化



来源：黄天鹅、瑞幸、一颗大、中泰证券研究所

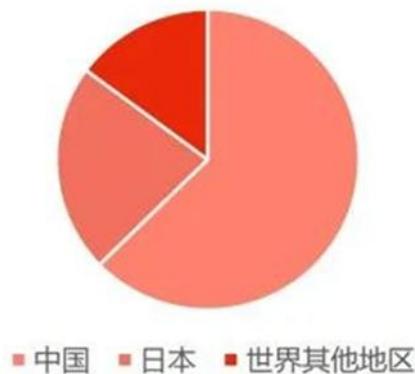
## 二、追踪：魔芋和鹤鹑蛋如何脱颖而出？

### 2.1 魔芋和鹤鹑蛋零食有何亮点？

#### ■ 魔芋：从云贵川土特产到大众化解馋零食

- **中国魔芋种植与初加工产业世界领先，西南地区为核心产区。**魔芋喜温喜湿，我国魔芋主产区为云贵川渝、陕西南部、湖南及湖北西部，其中西南地区为核心产区，此外两广地区、长江中下游丘陵地区也有少量种植分布。从全球范围来看，我国已经成为全球魔芋产量第一的国家。2020年，我国魔芋产量占全球产量的63%，其次为日本占22%，而世界其他地区加起来仅为15%。魔芋精粉主要产出国亦为中国，2020年，中国魔芋精粉产量占全球60%以上，日本约占30%，世界其他地区（主要为东南亚地区）约占10%。

图表 15：2020 年全球魔芋产量占比



来源：中国魔芋协会种植委员会、中泰证券研究所

- **魔芋零食高速发展，卫龙初步确立龙头地位。**在2015年之前，我国魔芋行业以种植和初加工为主导，魔芋原料产品大部分出口国外，2015年之后，在魔芋应用领域，国内市场消费规模逐渐扩大，魔芋深加工产品的市场逐步被挖掘。就魔芋细分品类来看，我国魔芋品类横跨休闲食品、餐饮预制、新式茶饮与美妆用品四大行业，其中休闲食品发展最为快速，魔芋也乘着这股东风，登上舞台被消费者看见。2014年，卫龙首度推出魔芋爽。近两年，魔芋食品热度一路攀升，品牌争相押注，品类家族也空前壮大。2024年，卫龙蔬菜制品上半年营收超14亿，占比超过调味面制品。盐津铺子魔芋制品上半年营收3亿，占比达12.61%；劲仔食品蔬菜制品上半年营收0.38亿，产量同增75.59%。

图表 16：中国辣味休闲食品分品类零售额

	零售额（十亿元）			复合增长率	
	2016	2021	2026E	16~21年	21~26年
辣味休闲肉制品及水产动物制品	33.9	47.6	69.2	7.0%	7.8%
调味面制品	29.1	45.5	69.7	9.4%	8.9%
辣味休闲蔬菜制品	13.3	26.5	58.7	14.8%	17.2%
辣味香脆休闲食品	14.4	20.4	29.3	7.2%	7.5%
辣味种子及坚果炒货	12.8	18.1	26.1	7.2%	7.6%
辣味休闲豆干制品	6.3	9.2	13.5	7.9%	8.0%

其他辣味休闲食品	4.1	5.6	7.2	6.4%	5.2%
辣味休闲食品合计	113.9	172.9	273.7	8.7%	9.6%

来源：弗若斯特沙利文、卫龙美味招股说明书、中泰证券研究所

**图表 17：部分零食企业休闲蔬菜制品销售收入（亿元）**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
卫龙蔬菜制品	3	6.6	11.7	16.6	16.9	21.2	14.6
盐津魔芋制品					2.57	4.76	3.1
劲仔蔬菜类						0.72	0.38

来源：公司公告、中泰证券研究所

### ■ 鹤鹑蛋：从佐餐小食到零食“黑马”

■ **中国鹤鹑养殖与初加工起步较晚但发展迅速。**鹤鹑经过 80 多年的培育，已育成 20 多个品种和自别雌雄配套系，广泛分布于日本、法国、美国、中国等地。欧洲和美洲主要生产肉用鹑，亚洲多生产蛋用鹑。上世纪 70 年代我国先后引进了朝鲜鹤鹑和法国肉用鹤鹑，从此我国正式进入了鹤鹑规模化养殖阶段。2012 年 3 月，“神丹 1 号鹤鹑”配套系通过国家畜禽遗传资源委员会鉴定，是我国首个小型蛋用鹤鹑品系，填补了我国鹤鹑自主培育品种的空缺，并于 2020 年 5 月被列入传统畜禽范畴。目前世界上饲养 10 亿多只，我国饲养量超过 3 亿只，居世界之首。而在鹤鹑蛋加工方面，鹤鹑蛋罐头由辽宁铁岭种畜场罐头厂于 1984 年研制，是我国出口的传统特色农产品。根据大连晚报 2006 年的报道，大连“魁”牌软包装鹤鹑蛋产品占日本同类产品市场的 60% 以上，年销售达 700 万袋。

■ **鹤鹑蛋零食系 23 年明星品类，市场集中度低。**根据弗若斯特沙利文报告，中国蛋制品市场规模 2019 年达到 600 亿元，预计 2023 年达到 800 亿元以上，其中鹤鹑蛋赛道发展迅速，多方企业入局。同时受到食品包装工业技术进步与疫情带来消费习惯转变等因素影响，家庭端包装鹤鹑蛋制品受到进一步催化。而作为 23 年的明星单品，休闲鹤鹑蛋制品行业目前集中度较低，主流企业产品规模均在十亿以下。2023 年，盐津蛋类零食和劲仔鹤鹑蛋零食的销售收入均突破 3 亿元。

**图表 18：部分零食企业蛋类零食销售收入（亿元）**

	2022	2023	24H1
盐津蛋类零食		3.19	2.39
劲仔鹤鹑蛋	年底月销过千万	总销售突破 3 亿	

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 2.2 魔芋和鹤鹑蛋零食如何兴起？

■ ①从“食材”到“零食”，品类具备认知基础。

■ **魔芋：过去主要是火锅中常见菜品。**长期以来，魔芋食用方式主要为粗加工的魔芋豆腐。魔芋本身没有太多的味道，但它能够很好地吸收周围的调味料和汤底的味道，使得它成为了一种非常好的火锅食材。魔芋爽产品也最早出现在火锅食材品类中，上世纪 90 年代，重庆三九火锅底料厂在推出周君记火锅底料的同时，推出了火锅魔芋爽产品。

2009年，卫龙研发人员在四川吃火锅时，偶然发现一道魔芋豆腐在火锅里煮后，口感Q弹爽滑，以此为灵感研发小包装零食。

- 鹤鹑蛋：**过去主要是传统的佐茶茶食。卤鹤鹑蛋传统上是佐茶茶食，在茶歇时食用。在上海传统的茶楼里，茶叶鹤鹑蛋、八珍糕、豆酥糖、伦敦糕等食物是很常见的佐茶小食。上海城隍庙湖心亭茶楼里标配的四色茶食就是：五香豆、豆腐干、火腿小粽子和鹤鹑茶叶蛋。中国台湾的“铁蛋”是较早的包装鹤鹑蛋产品。著名的“阿婆铁蛋”传统上也是乌龙茶的佐茶茶食，后来受到越来越多的人喜爱而成为一种零食。

**图表 19：上海湖心亭鹤鹑蛋茶点**


来源：上海热线、中泰证券研究所

**图表 20：阿婆铁蛋**


来源：那一些看得见的老照片、中泰证券研究所

- ②从粗加工到精深加工，品类实现技术突破。**
- 魔芋：**蒸煮、包装等工艺的进步推动预包装即食魔芋的发展。魔芋走出西南餐桌可以追溯到20世纪80年代，1986年，刘佩瑛教授带领团队研制出中国第一台魔芋精粉机，解决了魔芋产业化最重要的设备难题。伴随食品工业的突破，魔芋又被制成各种魔芋零食。通过脱水、急冻、蒸煮等复杂工序的技术突破，2014年7月，卫龙美味推出魔芋爽产品，并拿到弗若斯特沙利文颁发的首创者证书。2020年，魔芋即食食品团体标准出台，魔芋爽由单品升级为品类。2023年10月，魔芋零食的热度再度蹿升，片状即食魔芋零食受到关注，卫龙推出“小魔女”魔芋素毛肚，盐津铺子推出“大魔王”魔芋素毛肚等。
- 鹤鹑蛋：**拉伸膜包装升级赋予鹤鹑蛋休闲零食属性。过去，加工好的清水鹤鹑蛋主要销往火锅店、食堂、小吃店等，而休闲零食中的鹤鹑蛋主要是带壳鹤鹑蛋。90年代商超就有销售“真空包装带壳鹤鹑蛋”，在真空包装挤压下，鹤鹑蛋的蛋壳已经碎成粉末，甚至蛋白部分都有肉眼可见的形变。2021年，卫龙卤蛋新品上市，一改市面上即食卤蛋常用的单面拉伸包装，采用双面异形独立装，以立体包装使得卤蛋更为完整新鲜，同时也更为美观。拉伸膜包装逐步广泛应用至鹤鹑蛋零食，单颗包装的革命性升级赋予了鹤鹑蛋休闲零食属性，使鹤鹑蛋在便携、口味方面获得极大的提升空间。

图表 21: 魔芋产业链条



来源：一致魔芋、中泰证券研究所

图表 22: 卤制鹌鹑蛋生产流程



来源：佳海产业发展集团、中泰证券研究所

- ③从“垃圾食品”到“健康零食”，品类实现心智突破。
- 魔芋：葡甘聚糖被 FDA 纳入膳食纤维，逐步与减肥、减脂、代餐等词语产生密切关联。2020 年提取自魔芋球茎的葡甘聚糖将被纳入美国 FDA 膳食纤维营养标签，成为第十种新增合规纤维。食品企业在营养成分标签的膳食纤维声明中，可以将这十种纤维的额外添加量计入，这可帮助生产企业获得更具有卖点的标签，以吸引想要摄取更多膳食纤维的消费者。随着保健功效被消费者所普遍认知，魔芋已经与减肥、减脂、代餐等词语产生密切关联。魔芋零食最初也将低热量作为主打属性。卫龙就曾将“热量低了，爽多了”作为魔芋爽的主要卖点。
- 鹌鹑蛋：在高蛋白的营养属性之上拓展无抗、富硒等更健康属性。“鹌鹑蛋”本身就具备高蛋白、富含维生素 A、铁、磷、钙、卵磷脂等的营养特性，大部分休闲零食品牌都在强调其高蛋白的营养属性，比如“4 倍牛奶蛋白”、“比鸡蛋蛋白质含量高 25.2%”等。而随着食品行业健康化趋势的影响，品牌们为了进一步追求“健康”，在此基础上强化健康属性。比如盐津铺子让旗下“蛋皇”荣获可生食鹌鹑蛋认证、无抗生素产品认证、SQF 食品安全与质量认证；劲仔让旗下“小蛋圆圆”鹌鹑蛋产品获得 SGS 无抗生素产品认证，并推出了“富硒鹌鹑蛋”宣称含硒量高达普通鸡蛋的 1.8 倍。

### 三、展望：魔芋和鹌鹑蛋潜力多大？

#### 3.1 魔芋和鹌鹑蛋零食动销情况如何？

- 24年9月，我们在全国多地终端卖场走访，调研魔芋和鹌鹑蛋零食库存，覆盖华北、华东、华南、华中等多地商超与量贩店，结论如下：
- **魔芋：**条状魔芋产品整体动销较好，素毛肚产品铺市和动销都有提升空间。从铺市看，卫龙的魔芋爽和“小魔女”铺市率较高，盐津的魔芋产品在基地市场铺市率高而在其他城市品牌露出有限，仍有全国化的空间。从动销看，卫龙的魔芋爽和盐津的魔芋丝产品日期基本在2个月以内，但卫龙“小魔女”和盐津“大魔王”均出现了2个月以上较长日期的产品，我们预计主要系定价较条状魔芋产品较高，同时消费者教育需要一定时间。
- **鹌鹑蛋：**盐津、劲仔有较大铺货空间，散称装库存良性。从铺市看，盐津和劲仔的鹌鹑蛋在湖南基地市场铺货率较高，但在北京、上海、广州、杭州，2家的鹌鹑蛋产品品牌露出非常有限，仍有较大的铺市空间。从动销看，盐津、劲仔的散称装产品日期基本在2个月以内，而大包装产品均出现了2个月以上较长日期的产品，我们预计主要系大包装终端零售均价与散称装价格相比较高。

图表 23：各地魔芋&鹌鹑蛋零食新鲜度对比

				北京	上海		广州	杭州		长沙		株洲		
				超市发	沃尔玛	盒马	华润万家	物美	联华	大润发	零食很忙	株百	戴永红	
卫龙	魔芋爽	散称装	500g		2024/7			2024/8	2024/8	2024/7	2024/8		2024/8	
		小包装	24g*20			2024/8			2024/7	2024/7				
		大包装	50+30g		2024/8		2024/7	2024/8	2024/7	2024/7				2024/8
			150+75g	2024/8			2024/7	2024/8	2024/8					
		350g	2024/8	2024/5	2024/7	2024/7	2024/8	2024/5				2024/8		
	小魔女	散称装	500g		2024/4									
大包装		50+30g	2024/8			2024/6		2024/5	2024/5					
		150+60g		2024/8		2024/5		2024/8				2024/4		
盐津	魔芋丝	散称装	500g						2024/8		2024/8	2024/8	2024/8	
		大包装	230g							2024/8		2024/7		
	大魔王	散称装	500g						2024/7				2024/7	
		小包装	18/50g							2024/8	2024/8			
		大包装	200g	2024/6		2024/8				2024/8		2024/5		
	盐津鹌鹑蛋	散称装	500g								2024/8	2024/8		
		小包装	25g								2024/5			
	蛋皇	散称装	500g								2024/8		2024/7	
大包装		138g	2024/6							2024/8		2024/7		
劲仔	爆汁鹌鹑蛋	散称装	500g						2024/8			2024/7		
		大包装	120g		2024/7				2024/5			2024/5		

来源：草根调研、中泰证券研究所

注：数据来源于各地各终端门店的草根调研，统计时点为2024年9月上旬，统计口径为在售商品的生产日期。由于相同品牌不同门店仍具备差异，或存在一定统计误差。小魔女和大魔王分别为卫龙和盐津的素毛肚品类品牌，蛋皇为盐津鹌鹑蛋品类品牌。

#### 3.2 魔芋和鹌鹑蛋零食品类空间多大？

- **供给角度看：**鹌鹑蛋和魔芋零食消费门槛和市场容量接近瓜子、薯片，而产业链利润优于瓜子、薯片。
- **①从价格看，魔芋制品和鹌鹑蛋消费门槛足够低。**从原料价格看，马铃薯全粉、葵瓜子和鹌鹑蛋的价格均在1~2万元/吨。魔芋粉的吨价略高，达6万元，但考虑到一般50克魔芋粉可做约5斤魔芋豆腐，实际单吨魔芋制品使用的魔芋粉价格亦是1~2万元。从产成品价格

看，魔芋制品、瓜子、薯片、鹤鹑蛋出厂价均在3万元/吨上下。从终端价格看，瓜子、薯片、魔芋制品的零售价都在4~5万元/吨，鹤鹑蛋零售价略高，吨价在5万元以上，横向比较，魔芋制品、鹤鹑蛋零食和薯片、瓜子等成熟零食品类的消费门槛和市场容量是比较接近的。

- ②从利润看，魔芋制品和鹤鹑蛋是“赚钱”的生意。从上游利润看，魔芋精粉和马铃薯全粉的加工利润都在20%上下，比较平稳；鹤鹑养殖利润在20%以上，葵瓜子种植效益在50%以上，但随行情波动较大。从中游制造利润看，薯片和瓜子的毛利率偏低，一般低于30%，魔芋和鹤鹑蛋的毛利率偏高，一般高于30%。从下游渠道和终端利润看，魔芋、薯片、瓜子渠道利润均在40%以上，鹤鹑蛋渠道利润在50%以上。横向比较，魔芋制品和鹤鹑蛋零食新品类的产业链利润较薯片、瓜子等成熟品类更优。

图表 24：各零食品类产业链利润梳理

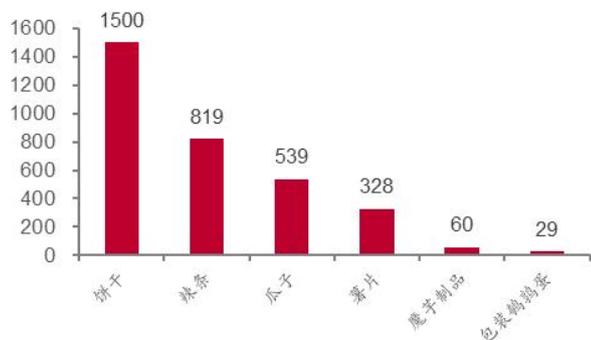
魔芋制品			
产品	魔芋粉	蔬菜制品	魔芋爽
主体	一致魔芋	卫龙等	渠道+终端
毛利率	21.3%	34.8%	48.6%
数据来源	一致魔芋 23 年魔芋粉毛利率	23 年卫龙蔬菜制品毛利率与一致魔芋魔芋食品毛利率均值	1-出厂价/零售价
厂价 (万元/吨)	6.0	2.6	5.0
数据来源	中国青年网 23 年报道	23 年卫龙蔬菜制品均价和盐津魔芋制品均价的均值	淘宝旗舰店
薯片			
产品	马铃薯全粉	薯类零食	薯惑
主体	加工厂	盐津铺子等	渠道+终端
毛利率	19.0%	25.0%	41.5%
数据来源	马铃薯防控物联网	京粮控股 23 年薯类及膨化食品毛利率	1-出厂价/零售价
厂价 (万元/吨)	1.8	2.6	4.4
数据来源	山东马铃薯协会	盐津 23 年薯类制品均价	淘宝旗舰店
鹤鹑蛋			
产品	鹤鹑蛋	蛋类零食	蛋皇
主体	养殖场	盐津铺子等	渠道+终端
毛利率	25.0%	35.3%	56.9%
数据来源	创业管理圈	24H1 欧福蛋业预制蛋品毛利率	1-出厂价/零售价
厂价 (万元/吨)	1.2	3.2	7.5
数据来源	中国鹤鹑网	盐津 23 年蛋类制品均价	淘宝旗舰店
瓜子			
产品	食葵	葵瓜子	洽洽香瓜子
主体	种植户	洽洽食品等	渠道+终端
毛利率	52.0%	28.6%	41.2%

数据来源	华太丰田种业	洽洽 24H1 葵瓜子毛利率	1-出厂价/零售价
厂价 (万元/吨)	1.0	2.9	4.8
数据来源	皮山零距离	洽洽 23 年休闲食品均价	淘宝旗舰店

来源：公司公告、淘宝旗舰店、马铃薯防控物联网、山东马铃薯协会、创业管理圈、中国鹤鹑网、皮山零距离、华太丰田种业、中泰证券研究所  
注：表格选取代表企业毛利率，仅限参考，不同企业实际经营的利润率或不尽相同

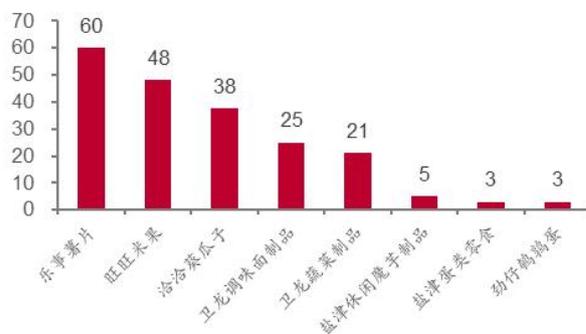
- **需求角度看：对标成熟品类，魔芋和鹤鹑蛋均有望成为百亿级别品类，跑出十亿级别大单品。**
- **从品类规模看，魔芋制品和包装鹤鹑蛋当前市场规模仅十亿级别，辣条、瓜子、薯片等品类规模均在百亿量级。**2023 年，魔芋制品市场规模仅约 60 亿，包装鹤鹑蛋市场规模不到 30 亿，而薯片市场规模在 300 亿以上，瓜子市场规模在 500 亿以上，辣条市场规模在 800 亿以上，饼干市场规模更是达到 1500 亿。综合考虑品类消费门槛和市场容量，鹤鹑蛋和魔芋制品均有望成长为百亿品类。
- **从大单品规模看，盐津和劲仔的魔芋和鹤鹑蛋当前均未突破十亿，卫龙辣条、洽洽瓜子、旺旺米果、乐事薯片均突破 20 亿。**2023 年，劲仔鹤鹑蛋和盐津蛋类零食销售均仅 3 亿，卫龙调味面制品和蔬菜制品销售均在 20 亿以上，洽洽葵瓜子和旺旺米果国内销售约 30~50 亿，乐事薯片国内规模达 60 亿。综合考虑品类渗透率和品类竞争格局，鹤鹑蛋和魔芋制品均有望跑出十亿级别大单品。

图表 25：2023 年零食品类国内市场规模（亿元）



来源：广州日报新花城、艾瑞咨询、智研咨询、共研产业研究院、中国园艺学会魔芋协会、凤凰生活消费、中泰证券研究所

图表 26：2023 年零食大单品销售规模（亿元）

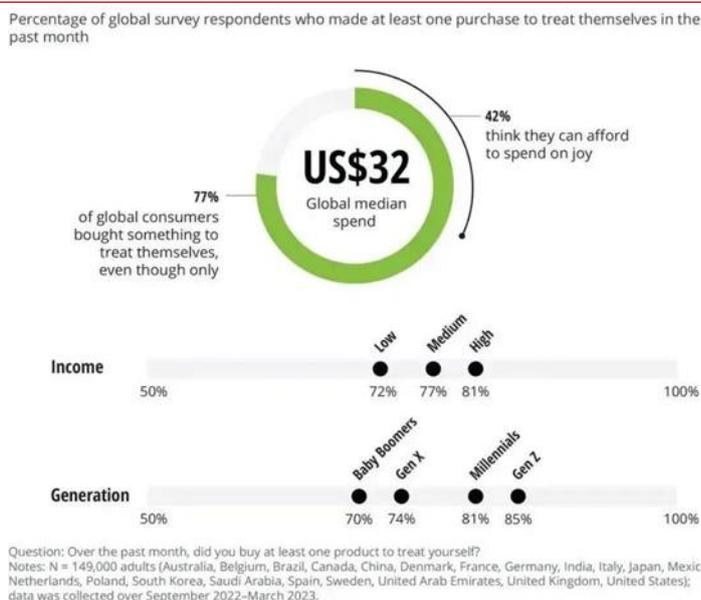


来源：观研天下、公司公告、中泰证券研究所  
注：乐事薯片、旺旺米果、洽洽瓜子仅指国内销售规模

#### 四、投资建议：看好中式零食企业突围

- 查理·芒格曾说，“宏观是我们必须忍受的，微观才是我们可以有所作为的”。
- “口红效应”魔力仍存，零食品类有望受益。这两年，全球范围内兴起一股低价产品偏爱趋势。但这并非经济下行压力下消费的全貌。在尽量低价格的前提下，人们仍旧希望从花出去的钱里买回来一些“实用价值”以外的东西。咨询公司德勤在调研全球 1.5 万名消费者后发现，花钱犒赏自己仍是一种全球性现象，人们希望以此缓解节俭带来的压力和心理落差。德勤在全球消费调研报告《For consumers, splurges aren't just lipstick》中提到，消费者自我犒劳消费支出相当高昂，全球中位价格为 32 美元。报告中还提到一点，最受欢迎的“挥霍”类别不是化妆品，而是食品和饮料，尤其小零食。

**图表 27：高昂的消费者自我犒劳消费支出**



来源：德勤、中泰证券研究所

- 经济下行期的口红效应一直有催生全球品牌的潜质，中式零食大有可为。1970 年代的第一次石油危机，廉价航空鼻祖——美国西南航空开始发展壮大。1970 年代的第二次石油危机，让丰田走出全球化最重要的一步——用经济实惠的小型车征服美国车主。零售巨头 Costco、沃尔玛均是在经济滞胀期迎来发展壮大。优衣库在漫长的日本经济泡沫时期保持逆势增长，并趁经济下行加快全球开店。2021 年，优衣库母公司迅销集团市值超过 ZARA 母公司 Inditex，首次成为全球市值第一的服装公司。反观国内有“时代口红”潜质的本土消费企业们，这两年同样在加快品牌扩张。而休闲零食本质还是一种加工食品，是文化和风味的生意。中国是一个拥有五千年文明历史的国家，其饮食文化更是源远流长，博大精深。相对应的，中国零食具备得天独厚的资源禀赋。
- 期待中式零食大单品突围，看好品类快速发展的中式辣卤零食龙头投资价值，2 个方向值得关注：（1）已经完成全国化的中式零食龙头

强者恒强，关注卫龙美味；（2）具备产品力的区域企业推进全国化，推荐盐津铺子、劲仔食品。

### 风险提示

- **宏观经济波动：**行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响。
- **市场竞争恶化：**行业新进入者不断对现有企业形成威胁，若行业发起价格战可能导致参与者盈利能力受损或市场份额下滑。
- **食品安全问题：**食品安全是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响。
- **市场规模测算不及预期的风险。**
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**本文使用的公开资料均基于历史数据，可能存在一定的滞后或更新不及时。

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

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

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。