

休闲食品行业研究报告



休闲食品行业研究报告

报告编号：

报告概要

时间：2020 年 12 月 25 日

分析师：

刘哲 郭蕾

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

休闲食品作为一种冲动性购买的非必需消费品，可以满足消费者线下享受、情感交流和健康等多样化需求，2015—2019 年实现年均两位数以上增长。随着人均可支配收入增长和消费理念转变，消费者开始更加关注个性化需求的表达，并且对休闲零食健康等功能性要求越来越高，老中青三代消费者需求不断细化。

中国已出台多项法律法规及相关政策规范食品制造行业，休闲食品作为食品制造工业中的重要组成部分，产品质量受到高度关注。该行业产业链上游多以企业研发撬动原材料采购，中游为生产和物流仓储流程，下游对接各种消费终端，不同企业在产业链各环节参与程度不同。经营模式，主要存在渠道型和制造型两种商业模式，近年来，头部企业借助电商渠道快速完成市场推广和品牌建立；另外，电商渠道打破经营时间和空间的限制，在休闲食品产业链地位、品牌营销等方面作用逐步加重。

自 2011 年以来，休闲食品行业发债企业有限，发债企业的主体级别主要以 AA 为主，民企参与度较高；近年来除个别主体较为活跃外，其余大多已完成兑付，已发债企业资产负债率多在低位运行，整体流动性较充裕。受疫情影响，2020 年一季度食品饮料行业整体承压，而休闲食品营收出现反向增长态势，随着疫情得到有力控制，群众居家期间通过电商平台远程已建立采购习惯，头部企业或可达近年峰值。未来发展或考验在不同经营模式的驱动下，休闲食品企业的生产制造、渠道扩张、品牌推广等综合竞争能力。

主要风险关注：宏观经济下行风险、食品安全风险、政策风险、原材料价格波动风险、消费偏好风险。

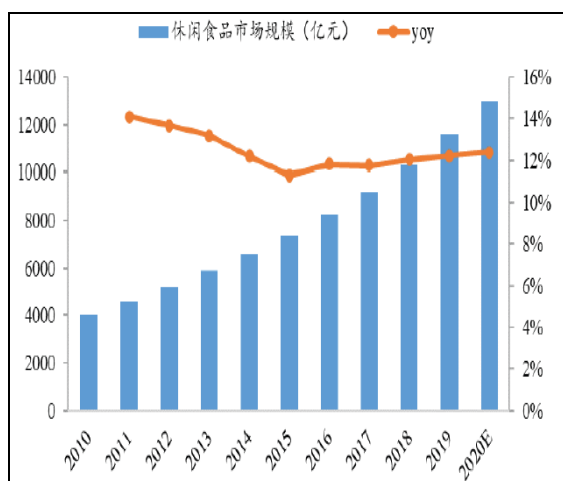
一、行业概况

1.行业简介

休闲食品是指正餐以外，与“主食”相对应的食品集合，是一种冲动性购买的非必需消费品，可以满足消费者线下享受、情感交流和健康等多样化需求。通常而言，休闲食品主要包括烘焙、糖果、坚果、膨化、饼干和卤制品等几大品类。随着人均可支配收入增长，人们对生活品质更加关注，不仅满足于“吃饱”，而且要“吃好”，休闲食品消费支出逐年增长。

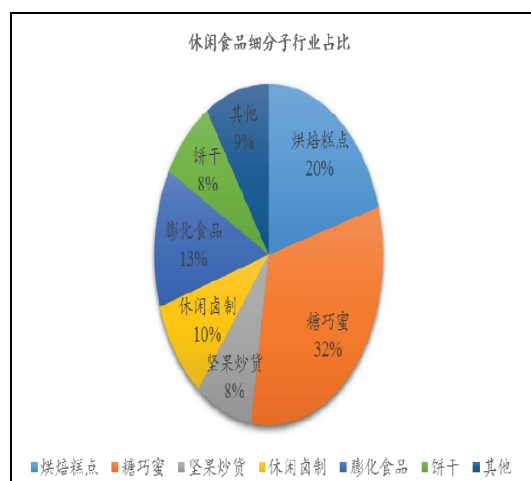
从历史发展看，该产业是从食品工业分流而来，至今已形成成熟品类西化定格，增速放缓；而新兴本土品类成长红利犹在，市场分散，形成竞争激烈的局面。根据 Frost&sullivan¹统计，2019 年中国休闲食品市场规模达到 11555 亿元，2015—2019 年年均复合增长率（Compound Annual Growth Rate）为 11.96%，实现年均两位数以上增长，到 2020 年将进一步达到 12984 亿元。

图 1 休闲食品市场规模及增长率



资料来源：Frost&Sullivan

图 2 休闲食品细分子行业占比



资料来源：Frost&Sullivan

从品类上看，由于各子行业发展阶段的差异，传统的糖果品类在休闲食品中的市场份额占比最大，占比达到 31.95%，排在之后的分别是烘焙蛋糕、膨化食品、休闲卤制

¹ 全球最大的企业增长咨询公司，1961 年成立于纽约，其在中国的研究板块主要包括了化工与材料、医疗与生命科学、能源与电力系统、工业与机械、冶金矿产、建筑材料、测量与测试、信息和通讯技术、汽车与交通、航空航天、环保、食品与餐饮、服装服饰、奢侈品与收藏品、房地产、其他服务业等各个细分板块。

品、坚果炒货、饼干和其他，占比分别达到 20.51%、13.01%、9.51%、8.11%、7.83%和 9.08%。

从细分子行业的复合年均增速来看，新兴的休闲卤制品增速最快，2015-2019 年年均复合增长率为 18.8%；其次是膨化食品，年均复合增长率达到 16.6%；接下来是烘焙、坚果炒货、糖果和饼干，2013-2019 年年均复合增长率分别为 11.4%、10.6%、9.9%和 9.8%，整体来看，基本也都实现了两位数以上的增长。

2. 行业发展历程

随着人们消费模式逐渐从生存型向享受型转变，消费者对休闲食品的需求也从过去纯粹追求口感逐步向多元化方向发展，消费者开始更加关注个性化需求的表达，并且对休闲零食健康的功能性要求也越来越高，老中青三代消费者需求不断细化。休闲食品的发展大致可分为三个阶段：

外资品牌主导，单品为王，渠道单一。改革开放后，投资和技术进步极大促进了中国经济增长，食品工业迅速发展，人们匮乏的物质需求释放。这一阶段旺旺、统一等企业来大陆建厂，凭借旺旺仙贝、旺旺雪饼、小当家方便面等爆品零食成为家喻户晓的品牌。同时期，徐福记也进入大陆市场，1992—1998 年占据商超散装糖果市场头把交椅。喜之郎 1993 年进入果冻行业，5 年后实现了细分行业垄断。这一阶段销售渠道单一，人们基本通过杂货店、传统百货购买零食，“大单品+大生产+大渠道+大零售”为主要特点。

品类多元，品牌连锁店崭露头角。2001 年，中国加入 WTO 促进了工业发展，国内千禧一代消费力逐渐提升，需求更加多元。这一时期洽洽瓜子成为瓜子品类龙头，盐津铺子也从蜜饯炒货起家发力其他品类。同时，零食专业门店这一新兴渠道出现，零食连锁品牌来伊份、良品铺子、百草味先后在线下拓展。

线上消费崛起，全渠道运营。随着电商渠道的快速发展，打破经营时间和空间的限制，物流、冷链技术发展成熟，为渠道流通提供支持，休闲食品线上渗透率快速提升，代表品牌有三只松鼠、百草味、良品铺子等。2018 年，三只松鼠从线上转为线上线下融合发展，“新零售”趋势下的全渠道运营时代到来。休闲食品行业主要分为制造型和渠道型两种不同运营模式。

表 1 中国休闲食品行业发展简史

项 目	第一阶段 (1990—1999)	第二阶段 (2000—2011)	第三阶段 (2012 至今)
主要特征	内外资同台竞争，外资大单品渗透	本土企业发力，与外资差异化竞争	成熟品类西化定局，新型本土品类市场分散，线上与线下渠道逐渐打通
主要品类	饼干、糖巧、膨化食品	饼干、糖巧、膨化食品、坚果炒货、烘焙糕点（长保）	饼干、糖巧、膨化食品、坚果炒货、烘焙糕点、休闲卤制品
渠道特征	个体零售为主	传统商超主导	主打新零售概念
主驱动力	居民消费水平 招商引资浪潮	工业发展 居民消费水平	居民消费水平 消费升级
代表企业	雀巢、卡夫、百事、旺旺、上好佳等	恰恰、盐津铺子、绝味、桃李面包、好想你等	良品铺子、百草味、三只松鼠

资料来源：公开资料整理

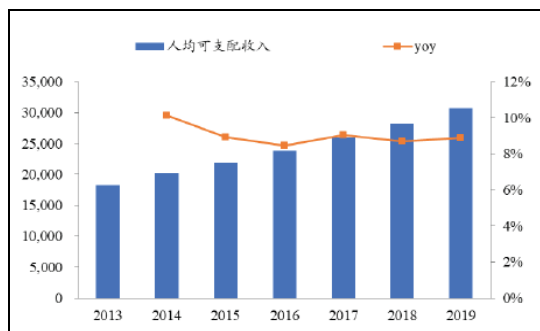
3.行业周期及竞争格局

3.1、消费升级驱动，休闲食品行业量、价均有提升空间，正处于快速发展阶段

中国休闲食品产业本土化 21 世纪初起步，目前尚处行业红利期。随着居民收入水平稳步增长，互联网和物流、冷链技术日趋完善及工业水平日渐提高，以及消费者对食品口味、营养性、健康性等个性化需求的不断释放，2019 年中国休闲食品市场规模达到 11555 亿元，2015—2019 年年均复合增长率为 11.96%，实现年均两位数以上增长，未来仍将以高于中国 GDP 平均增速的方式继续扩张。支持行业快速发展的主要因素如下：

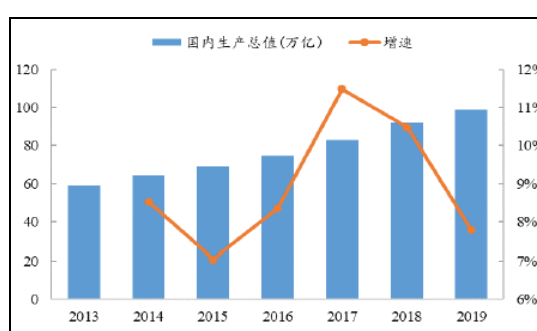
经济增长和人均可支配收入的提高。根据国家统计局数据显示，中国的国内生产总值由 2015 年的 68.6 万亿元增长至 2019 年的 99.1 万亿元，期间年均复合增长率为 9.63%。经济的增长带动着中国可支配收入不断提高，2019 年中国城镇及农村家庭人均可支配收入分别为 4.24 万和 1.60 万，2020 年底将达到 4.96 万和 1.95 万。自 2015 年以来，中国休闲食品行业年均复合增长率为 11.96%，已超过中国国内生产总值以及人均可支配收入增速。

图 3 人均可支配收入情况



资料来源：wind

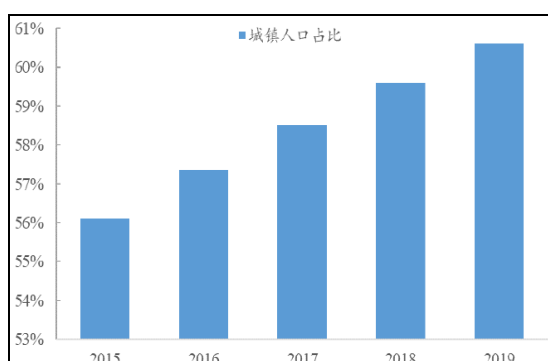
图 4 中国 GDP 增速情况



资料来源：wind

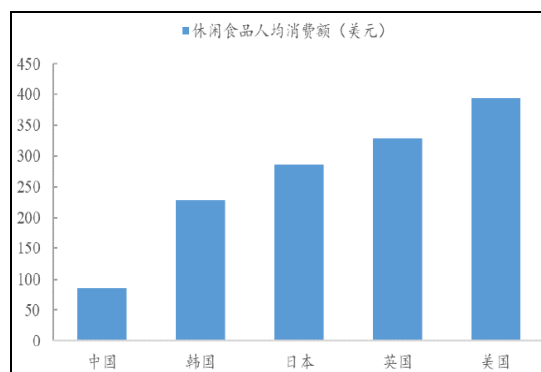
城镇化率的提升。由于中国经济发展迅速以及人口由农村迁移至城镇地区，2015—2019 年，城镇人口占总人口由 56.1%增至 60.6%，预期将进一步增长，在当今越来越快的生活节奏下，休闲食品将会以代餐的形式或者更多地出现在餐与餐之间，形成新的增长，此外，在城市化的带动下，交通、物流、冷链技术的不断发展，促进了休闲食品公司以及休闲食品行业整体地不断发展。

图 5 城镇人口占比变化情况



资料来源：Frost&Sullivan

图 6 全球主要经济体休闲食品人均消费额

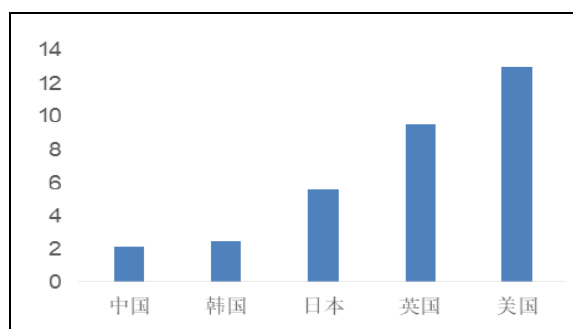


资料来源：Frost&Sullivan

休闲时间以及闲暇开支增加。随着闲暇时间的增加、人均收入的提高，中国国民的闲暇开支正不断上涨。但即使这样，中国与发达国家相比，休闲食品市场仍有较大的发展空间。以 Frost&Sullivan 的统计为例，目前中国休闲食品的人均开支为 86.2 美元，而韩国、日本、英国、美国的休闲食品人均开支为 228.5 美元、286.3 美元、327.5 美元和 394.2 美元。

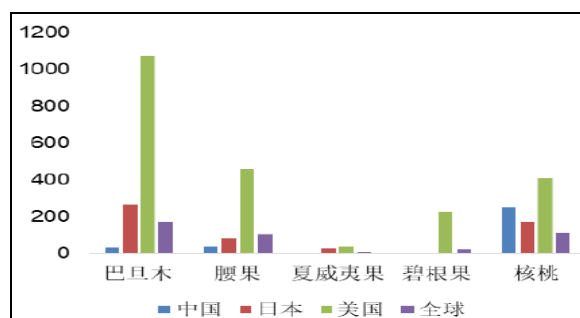
中国休闲食品人均消费量与发达国家仍有一定差距，特别是在坚果炒货、烘焙蛋糕这两个细分的领域上。据 Frost&Sullivan 统计数据，中国休闲食品人均消费量为 2.15kg/年，远不及英美等发达国家水平，市场规模存有较大空间。中国烘焙糕点人均消费量 6.9kg/年，低于世界平均水平，坚果各子品种人均消费了亦低于全球均值，对比美国更是难以望其项背，中国休闲食品潜在市场巨大。

图 7 休闲食品人均消费量对比 (Kg)



资料来源：Frost&Sullivan

图 8 中国树坚果人均消费量对比 (g)

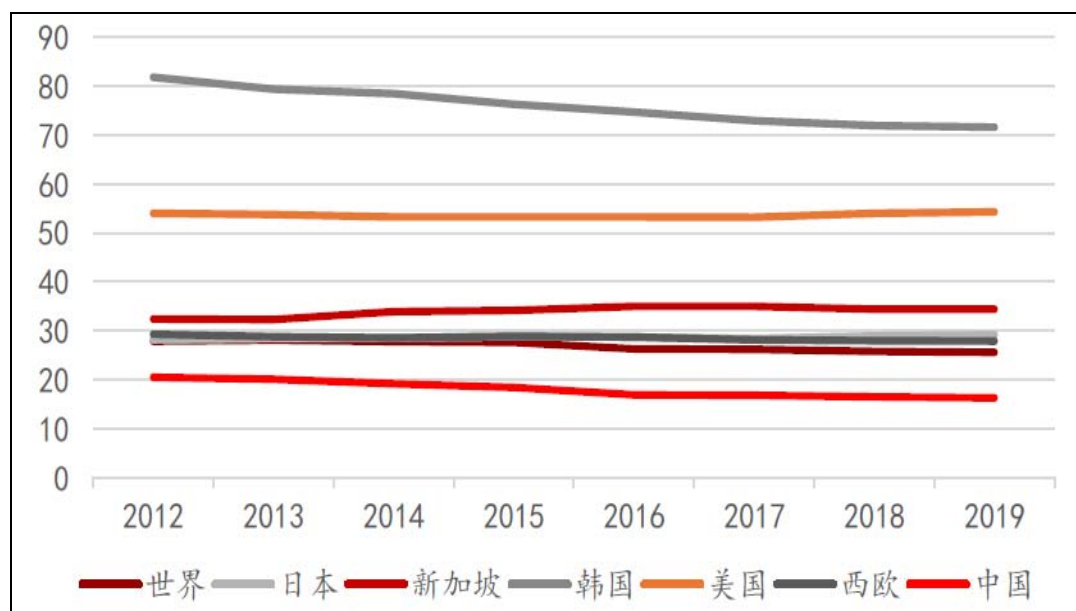


资料来源：INC

3.2、竞争格局

小品类休闲食品行业主体数量众多，产品具有同质性特点，进出行业门槛较低，信息基本互通，消费者覆盖面广；但是，也存在着一定的技术壁垒，在一些细分领域有一些龙头企业的市场影响超越其它同行业企业，品牌影响和差异化程度逐步加大。小品类休闲食品行业存在多个子行业，部分细分子行业属于垄断竞争市场；但是由于行业处在发展初期，垄断竞争的程度分散，更接近完全竞争市场，市场竞争程度激烈。中国休闲食品行业整体集中度低，产品仍显同质化，根据 2019 年国家统计局数据显示网络零售额前 20 名，主要为三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份、乐事、德芙、洽洽、沃隆、费列罗等。2019 年，全球休闲食品行业 CR5（行业集中度、Concentration Rate）为 25.6%，而中国休闲食品行业 CR5 仅为 16.3%，远低于韩国、美国、新加坡等发达国家和地区，行业集中度低，未来提升空间大。从各细分行业集中度来看，截至 2018 年底，坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品集中度较低，CR5 分别为 17.2%、17.3%和 20.2%；膨化食品、饼干、糖果巧克力集中度较高，CR5 分别为 69.4%、63.7%和 48%。

图 9 各国休闲食品行业集中度情况（单位：%）



资料来源：Euromonitor International

3.3、行业政策

中国出台多项法律法规及相关政策规范食品制造行业，休闲食品作为食品制造工业中的重要组成部分，产品质量得以高度关注。

表 2 中国食品制造业相关政策情况

时间	部门	法律法规及相关政策	基本情况
2016 年 5 月	国家食品药品监督管理总局	《食品生产经营日常监督检查管理办法》（国家食品药品监督管理总局令 23 号）	加强食品生产经营活动的日常监督检查，规范日常检查事项、要求及法律责任等
2016 年 12 月	国家食品药品监督管理总局	《食品生产经营风险分级管理办法（试行）》	食品生产经营风险分级，程序要求，结果运用
2017 年 4 月	国家食品药品监督管理总局	《关于食品生产经营企业建立食品安全追溯体系的若干规定》	对食品生产经营企业建立食品安全追溯体系，各类企业应当记录的基本信息以及信息记录、保存和衔接等方面做出具体规范
2018 年 10 月	全国人大常委会	《中华人民共和国农产品质量安全法》	对农产品质量安全标准，农产品产地，农产品生产，农产品包装和标识，农产品质量安全监督检查等方面进行规范
2018 年 11 月	国家卫生健康委员会	《关于印发 2018 年度食品安全国家标准立项计划的通知》	制定了食品相关产品标准食品产品标准及食品添加剂质量规格标准、食品添加剂质量规格标准及检验方法标准等，最新且更加严格的标准会使食品安全行业更加健康发展
2018 年 12 月	全国人大常委会	《中华人民共和国食品安全法》	对食品生产经营中涉及的视频安全风险监测和评估，食品安全标准，食品生产经营，食品检验，食品进出口，食品安全事故处置，食品安全监督管理等方面进行规范
2019 年 9 月	国家市场监督管理总局	《关于规范使用食品添加剂的指导意见》	对食品生产者使用食品添加剂作出具体规则
2019 年 12 月	国务院	《中华人民共和国食品安全法实施条例》	进一步进行一定的补充和完善，其中包括严控源头风险、严查掺杂掺假、严格“处罚到人”严惩失信失德以及严打恶意违法等重要内容
2020 年 3 月	国务院	《食品生产许可管理办法》	对食品生产许可的申请、受理、审查、决定及其监督检查等方面做出具体规定

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3.4、行业关注

宏观经济下行风险。消费升级是由人均可支配收入提升推动的，受新冠肺炎疫情影响，宏观经济下行会导致收入下降，进而延缓消费升级进程。另外，伴随人均可支配收入的提高，人们在快速消费品上分配的可支配收入比例存一定程度降低。若收入增加，愿意为其增加支出的消费者增加缓慢，其中食品饮料增加支出的明显增速减缓，而愿意增加生活服务与娱乐的支出的消费者增加明显。

食品安全风险。食品安全问题造成国内外消费者对中国的信任危机，将直接影响食品生产企业产品的市场需求。近年来，国内爆发一系列食品安全事件，如苏丹红事

件、三聚氰胺事件等。同时，公众的食品安全意识逐步提高，对食品行业要求越来越高，若出现食品安全方面的突发事件，将对整个行业带来经营与声誉等重大不利影响。

政策风险。食品安全问题愈发严重，中国各级政府机构陆续出台法规和政策，以规范执业行为与操守，引导企业规范运营，从整体上对行业走向、经营情况产生重大影响。

原材料价格波动风险。主要原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供应等因素的影响而产生浮动，如果原材料价格上涨而产品销售价格保持不变，产品毛利率水平或将下降，对其生产经营造成一定不利影响。

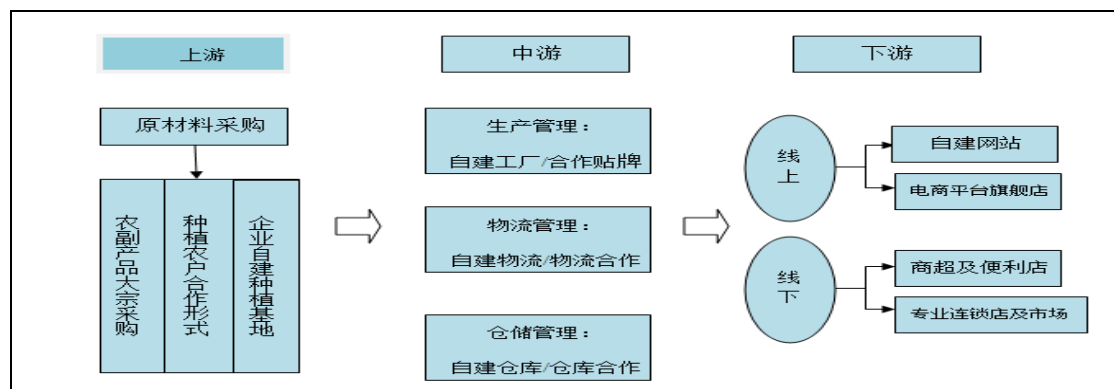
消费偏好风险。休闲食品属于典型的快速消费品，广大终端消费者是直接客户，个人消费者的口味偏好、消费习惯和购买力等因素对休闲食品行业具有直接影响，公司需要及时了解市场消费偏好和客户喜好变动，在产品工艺、产品种类、产品口味以及营销方式上快速响应，满足不断变化的消费者需求。如果对消费者需求存在偏差，或者市场需求短时间内出现重大变化而公司未及时采取有效的应对措施，则可能会对经营指标产生不利影响。

二、产业链介绍及不同商业模式对比

1. 产业链介绍

休闲食品产业链上游多以休闲食品企业研发撬动原材料采购，中游为生产和物流仓储流程，下游对接各种消费终端，不同企业在产业链各环节参与程度不同，经营模式不同，因此存在多样的商业模式。

图 10 休闲食品产业链



资料来源：联合资信根据公开资料整理

休闲食品行业产业链包括上游的种植和养殖，中游的食品加工，以及下游的终端消费。从上游来看，分为种植和养殖，主要产出休闲食品所需的原材料，包括坚果、水果、肉类、水产和五谷等。从中游来看，通过休闲食品加工厂的加工，生产出可以直接食用的烘焙食品、糖果、饼干、膨化食品和坚果炒货等。从下游来看，加工后的产品主要经过线上（电商平台、自建网站）和线下（连锁店、商超等）两大渠道，最终流通到终端消费者手中。

2、商业模式对比：制造型 VS 渠道型

休闲食品企业有两条不同的品牌发展路径：一类是从产业链的中游切入，完成产品的自主研发和加工生产，打造产品品牌，我们将这一类企业统一归纳为制造型企业；另一类是从产业链的下游进入市场，自建零售终端，打造渠道品牌，我们将这一类企业称为渠道型企业。不同的发展路径，就决定了企业在发展的不同阶段核心任务和使命是不同的，进而在运营方式和财务数据的体现上亦会有所不同。

表 3 休闲食品企业不同模式特点对比

项 目	制造型	渠道型
原材料来源	自行采购或自建原材料种植基地	主要由合作工厂采购，部分特殊原材料自行采购后委托合作工厂加工
生产	产业链中游进入，以自建工厂生产；具备大单品，单品类规模效应明显。	产业链下游进入，主要依靠合作工厂生产；产品品类丰富，拓展性强。
销售渠道	通常以线下“经销商+商超”模式为主，铺货速度快，依靠成熟的经销网络可实现跨区域全国销售布局；2012 年以来，随着电商兴起，开始借助电商平台等进行线上销售。	品牌连锁店：通过直营、加盟模式在商超以外建立品牌连锁店，品类丰富，可满足一站式购物体验；但渠道建设成本高，区域扩张较慢，依赖门店选址；线上借助电商平台迅速实现全国化销售，与消费者互动频繁，形象亲切。
代表企业	洽洽食品、盐津铺子、绝味食品	三只松鼠、良品铺子、来伊份

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从表 3 可以看出，制造型和渠道型企业切入休闲食品产业链的环节存在显著差异，这也决定了两种类型企业之后的发展路径以及侧重点有所不同。制造型企业大多以某一单品起家（如洽洽食品，以瓜子为主），以自建工厂进行加工生产，此后不断扩充品类，普遍具有重资产、产品研发周期长、品控能力强、盈利能力的提升依赖规模效应以及推出爆款单品等特征，但受制于自建产能速度以及品控要求，营业增速不易出现爆发式增长。渠道型企业往往下游流通环节进入，尤其是随着互联网电商的兴起，具有互联网基因的企业依托线上购买大数据，更容易根据消费者需求推陈出新，产品更迭周期短，更加注重消费者消费体验；不同品类产品寻找对应的合作 OEM 工厂可以做到快速生产，

免去产能布局的长周期，具有轻资产、高周转、易于调节产品结构以及品控相对较弱等特征。

我们选取了 71 家食品饮料上市公司作为研究样本，并将相关数据作为参照基准。同时，主要选取洽洽食品和三只松鼠分别作为制造型和渠道型代表企业进行财务分析，可以得出以下结论：

①渠道型企业营业收入增速显著高于行业增速。

表 4 营业收入及变化率对比（单位：亿元）

名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	CAGR
洽洽食品	33.11	35.13	36.03	41.97	48.37	9.94%
三只松鼠	20.43	44.23	55.54	70.01	101.73	49.38%
行业收入	1592.44	1825.19	2040.28	2195.33	2490.99	11.83%

注：行业总收入为 71 家样本企业当年合计收入

资料来源：Wind、联合资信根据公开资料整理

以三只松鼠为代表的渠道型企业不依赖单品类驱动，产品品类更多，迭代更快，在电商快速发展的红利期迅速扩张，逐步发展成为多品类综合休闲食品零售商。而以洽洽食品为代表的制造型企业在规模扩张速度上基本保持了行业平均增速，这主要是因为单一品类易触碰增长瓶颈，当单一爆品增速放缓后需要打造新的产品增长曲线，借助完善的分销网络扩大经营规模。

②ROE 构成中，制造型企业的净利率水平显著高于渠道型企业，而渠道型企业的资产周转率显著高于制造类企业。

制造型和渠道型企业在费用构成及占比方面存在较大差异。制造型企业由于资产较重且依赖传统经销体系，因此折旧摊销、差旅费、业务推广及招待费等管理费用较高。渠道型企业由于自建销售渠道、仓储配送体系，因而运输费、包装费、平台服务及推广费等销售费用较高。通常情况下，制造型企业的期间费用率要低于渠道型企业，而固定资产占比要显著高于渠道型企业。正因如此，渠道型企业融资方式主要依赖股权融资，公开发行债券的渠道型企业几乎没有。

表 5 期间费用率和固定资产占比情况（单位：%）

项目	名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
期间费用率	洽洽食品	19.34	18.26	19.67	19.20	19.21
	三只松鼠	26.24	23.30	21.48	22.84	24.66
	行业加权平均值	24.52	24.28	22.77	23.38	22.27
固定资产占比	洽洽食品	21.44	25.12	21.74	19.85	20.95

² Wind 中筛选的 CS 食品饮料

	三只松鼠	8.26	8.07	12.19	8.24	8.18
	行业平均值	27.49	27.03	25.53	24.26	24.11

资料来源：Wind、联合资信根据公开资料整理

表 6 ROE 构成分析（单位：%、次、倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
洽洽食品					
ROE	13.04	12.19	10.62	13.55	17.29
净利率	11.03	10.22	8.93	10.52	12.48
总资产周转率	0.75	0.80	0.81	0.86	0.92
权益乘数	1.59	1.52	1.48	1.53	1.51
三只松鼠					
ROE	4.15	52.01	42.72	31.66	15.88
净利率	0.44	5.35	5.44	4.34	2.35
总资产周转率	2.36	2.76	2.57	2.65	2.56
权益乘数	4.00	3.53	3.05	2.75	2.64

资料来源：联合资信根据公开资料整理

净利率方面，以洽洽食品为例，它的净利率基本维持在 10%左右，而三只松鼠的净利率基本保持在 5%以下。制造型企业新推出单品在规模效应驱动下净利率会持续改善，而渠道型企业由于目前仍处于成长期，期间费用侵蚀其净利润，导致净利率处于较低水平。

营运效率方面，由于渠道型企业从产业链下游渠道建设进入，其核心竞争力在于供应链响应效率，整体运营效率较高。上表中三只松鼠的总资产周转率均值在 2.50 次，且保持平稳，而洽洽食品的总资产周转率均值为 0.83 次。

表 7 样本企业电商渠道占营业收入比重对比表（单位：年、%）

年份	2016	2017	2018	2019
洽洽食品	5.55	5.45	5.70	6.65
三只松鼠	--	--	--	97.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

③核心经营性运营资本³出现分化。

由于经营模式不同，行业内企业核心经营性运营资本表现有所分化，以洽洽食品与三只松鼠为例，洽洽食品和三只松鼠的核心经营性运营资本分别为 2.10 亿元和 1.11 亿元，核心经营性运营资本与所有者权益的比值分别为 5.48%和 5.38%，而核心经营性运营资本增长率/营业收入增长率分别为 1.18%和 1.81%。

渠道型企业要求资金周转率和供应链响应速度；负债端，三只松鼠通过应付账款对

³ 具体释义见“核心经营性运营资本在休闲食品行业中的应用探索”

上游的资金形成一定占用，较好缓解了大额存货给自身带来的资金压力。从核心经营性营运资本角度看，综合两项指标，三只松鼠表现好于洽洽食品。

表 8 2019 年底洽洽食品和三只松鼠核心运营资本构成与比较（单位：亿元、%）

项目名称	洽洽食品	三只松鼠
应收票据	0.00	0.00
应收账款	1.38	3.74
预付款项	0.91	1.00
存货	6.67	8.04
应付票据	0.59	0.00
应付账款	3.03	9.68
预收款项	0.00	0.80
核心经营性营运资本	2.10	1.11
核心经营性营运资本/所有者权益	5.48	5.38
核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率	1.18	1.81

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、偿债能力与债券市场表现

1. 债券发行与兑付情况

自 2011 年以来，休闲食品行业发债企业较为集中，以合肥华泰集团股份有限公司和青岛啤酒集团有限公司较为活跃外，其余大多已兑付，并无新增发行计划。

截至 2020 年 11 月 18 日，从广义角度看⁴休闲食品行业，累计发行债券 35 支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同），发行额度 162.05 亿元，当前余额 42.81 亿元；以中长期可转债和短期融资券为主，存续债券期限结构较为合理，集中偿付压力不大；从级别分布看，发债企业的主体级别主要以 AA 为主，民企参与度较高。

从募集资金需求看，主要用于项目建设以及补充流动资金，同时印证前述制造型企业重资产，追求规模效应，对资金的渴求度较高；2020 年，新冠肺炎疫情的加剧扩散，休闲食品行业龙头获得加速发展契机，陆续发行可转换公司债券，如洽洽转债和安 20 转债等。

2. 偿债能力

⁴ 由于发债样本较少，对休闲食品企业扩容。见附件一

近年来5，休闲食品行业样本企业存量规模持续增长，于2020年达到顶峰74.81亿元。2016—2019年，样本企业中全部债务均值相对稳定在115亿元，短期债务占比呈现逐年增长态势，分别为49.71%、54.96%、57.35%和62.93%，主要系外部融资环境变化所致。

偿债能力方面，2016—2019年，休闲食品行业样本企业现金短期债务比在2016年底达到2.14倍，其后三年持续增长至3.39倍，比值始终维持在2以上，行业流动性较充裕，短期偿债能力强。从长期偿债指标看，2016—2019年，休闲食品行业样本企业EBITDA分别为46.28亿元、45.12亿元、52.10亿元和67.37亿元，全部债务/EBITDA波动下降至1.69倍，在样本企业受总体营业收入持续增长的影响下，长期债务压力得到缓解。从杠杆水平看，样本企业资产负债率保持低位运行，除合肥华泰集团股份有限公司主营业务中涵盖房地产，拉高整体资产负债水平，其余企业历年均未超过50%。

表8 样本企业债务规模（单位：亿元、倍）

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
新增规模	6	17.5	12	13	8	5.15	10
存续规模	6	23.5	35.5	43.5	43.5	46.15	53.15
短期债务	--	--	--	--	--	58.39	64.9
长期债务	--	--	--	--	--	59.06	53.19
现金类资产/短期债务	--	--	--	--	--	2.14	2.14
EBITDA	--	--	--	--	--	46.28	45.12
全部债务/EBITDA	--	--	--	--	--	2.54	2.62
年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
新增规模	10	34	46.4	--	--	--	--
存续规模	47.15	59.15	74.81	42.81	25.5	22.4	22.4
短期债务	63.62	71.48	15.72	--	--	--	--
长期债务	47.32	42.11	7.27	--	--	--	--
现金类资产/短期债务	2.83	3.39	--				
EBITDA	52.1	67.37	--	--	--	--	--
全部债务/EBITDA	2.13	1.69	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

⁵ 由于发债样本较少且扩容后多已兑付，偿债能力分析中以当年含有存续债企业为例，其余企业实际参考价值不大。

四、核心经营性营运资本在休闲食品行业中的应用探索

经营性营运资本在数值上等于经营性流动资产和经营性流动负债的差额，反映了一个企业与经营相关的营运资本对其整体资金的占用情况。本文中，我们使用简化后的“核心经营性营运资本”概念，即

$$\text{核心经营性营运资本} = \text{核心经营性流动资产} - \text{核心经营性流动负债}$$

表9 评级应用中的资产负债划分建议

核心经营性流动资产	核心经营性流动负债	核心经营性非流动资产	其他资产	全部债务	其他经营性债务
应收票据	应付票据	无形资产和开发支出	其他应收款	短期借款	其他应付款
应收账款	应付账款	固定资产（合计）	可供出售金融资产	应付票据	应付利息
应收款项融资	预收款项	在建工程（合计）	长期应收款	应付债券	专项应付款
预付款项	合同负债	生产性生物资产	长期待摊费用	长期借款	递延所得税负债
存货	应付职工薪酬	使用权资产	长期股权投资	租赁负债	递延收益
合同资产	应交税费	投资性房地产	其他	其他	其他

资料来源：联合资信工商一部定义

注：现实应用中应付职工薪酬和应交税费相对较小，且已经合并计入其他应付款（合计）因此可以免于纳入核心经营性流动负债

通常情况下，在所处供应链中处于较为强势地位的企业具备如下特征：

- A. 核心经营性营运资本相对公司所有者权益较小或为负值；
- B. 核心经营性营运资本对营业收入不敏感，弹性系数小于 1 或为负值。

即：核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率 < 1

相反，在所处供应链中处于较为劣势地位的企业具备如下特征：

- A. 核心经营性营运资本相对公司所有者权益较大；
- B. 核心经营性营运资本对营业收入敏感，弹性系数大于 1。

即：核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率 > 1

具体到上文提及的 71 家样本企业，从核心经营性营运资本的存量来看，2019 年，样本企业中核心经营性营运资本超过 5 亿元的 18 家，10 亿元以上的 6 家，平均值和中位数分别为 2.25 亿元和 1.56 亿元；从核心经营性营运资本占所有者权益的比重来看，样本企业核心经营性营运资本/所有者权益的平均值和中位数分别为 11.94%和 9.93%，占比很低；在核心经营性营运资本对营业收入的弹性方面，样本企业中，核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率为负值的有 30 家，小于 1 的有 18 家，以上两类占比

67.60%，中位数为 0.50。样本企业核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率的平均值达到 71.58，主要系巴比食品（-300.23）、维维股份（113.22）以及 ST 西发（159.75）数据与其他企业存在显著差异，剔除上述异常数据后样本均值为 1.45。

表 10 2019 年底样本企业核心经营性营运资本及相关指标（单位：亿元、%）

	核心经营性营运资本	核心经营性营运资本/所有者权益	核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率 ⁶
最大值	21.38	71.07	113.22
最小值	-13.47	-62.47	-300.23
平均值	2.25	11.94	71.58
中位数	1.56	9.93	0.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

样本企业中核心经营性运营资本存量不大，占所有者权益的比重很低且弹性系数的中位数小于 1，联合资信认为休闲食品企业整体在其所处的供应链中处于强势地位。

五、行业展望

在新冠肺炎疫情肆虐下，经济下行不可避免对企业带来短期影响，产业链中供求关系地位和运营策略的差异均有不同程度体现，企业的核心竞争力以及抗风险能力在突发公共卫生事件中得到进一步验证。2020 年一季度市民出行受阻，多采取网络购物，三只松鼠依靠供应链快速响应速度，营业收入同比增长 19.00%，高于洽洽食品的增速，但盈利水平远低于洽洽食品，自二季度开始，中国疫情防控政策放开，洽洽食品得益于逐步扩大产品线和有力的品质保证，持续发力，利润总额同比增长 37.88%并有望创新高，同时企业抓住市场机遇，发行债券融资，获得良好的市场认可度及相对低廉资金以匹配自身经营模式。

休闲食品行业发展顺应人们对品质、健康生活的向往，消费群体以年轻女性为主，购买行为具有冲动性且消费频次高的特点，行业整体市场空间大并且仍处于成长阶段，2019 年中国休闲食品市场规模达到 1.16 万亿元，预计至 2022 年行业规模仍保持在年度复合增长率 11%达到 1.30 万亿元，线下渠道年均复合增长率约为 10.00%，线上渠道年均复合增长率为 18.00%；而细分品类众多，同质化程度较高、品牌黏性不足以及行业格局分散将制约行业整体发展水平。从长期看，休闲食品未来发展或考验在不同经营模式的驱动下的生产制造、渠道扩张、品牌推广等综合竞争能力，但整体运营较为稳健。

6 此处以及下文核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率均为 2018 年数据

附件一

休闲食品发债企业部分债项及其信用状况

序号	企业名称	债券名称	存续期间	发行规模	当前余额	主体级别	债项级别
1	洽洽食品股份有限公司	洽洽转债 128135.SZ	20201118-20261020	13.40	13.40	AA	AA
2	合肥华泰集团股份有限公司	16 华泰 01 112474.SZ	20161219-20211108	5.15	1.31	AA	AA
3		17 华泰 01 112551.SZ	20171101-20220926	5.00	3.10	AA	AA
4	桃李面包股份有限公司	桃李转债 113544.SH	20191015-20200918	10.00	--	AA	AA
5	福建安井食品股份有限公司	安 20 转债 113592.SH	20200731-20260708	9.00	9.00	AA	AA
6	中信国安葡萄酒业股份有限公司	15 国安葡萄 PPN001 031571043.IB	20150818-20180817	4.00	--	A+	AA
7	国投中鲁果汁股份有限公司	12 国投中鲁 CP001 041269006.IB	20120416-20130410	2.00	--	A+	A-1
8	广州珠江啤酒股份有限公司	12 珠啤 MTN1 1282014.IB	20120116-20150108	2.50	--	AA	AA
9	维维食品饮料股份有限公司	11 维维 MTN1 1182142.IB	20110503-20140424	6.00	--	AA-	AA-
10	青岛啤酒集团有限公司	20 青岛啤酒 SCP003 012001738.IB	20200509-20210127	4.00	4.00	AAA	AAA
11		20 青岛啤酒 SCP004 012002079.IB	20200610-20210301	4.00	4.00	AAA	AAA
12		20 青岛啤酒 SCP005 012003901.IB	20201112-20210805	4.00	4.00	AAA	AAA
13		20 青岛啤酒 SCP006 012004156.IB	20201203-20210519	4.00	4.00	AAA	AAA
14							
合计				162.05	42.81		

资料来源：Wind、联合资信根据公开资料整理、单位亿元