

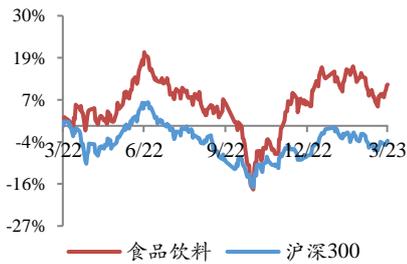
## 量贩零食多快好省特征凸显，零售业态低毛利高周转属性强化

### ——休闲零食行业系列专题报告（一）：量贩零食风起

行业评级：增持

报告日期：2023-04-03

#### 行业指数与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

#### 主要观点：

##### ●量贩零食业态：线下平价零食集合店，零售属性较强

量贩零食专卖是指通过开设线下门店售予C端消费者平价休闲零食产品的经营模式。近两年量贩零食业态崛起，零食很忙、零食有鸣、老婆大人、戴永红、赵一鸣、糖巢等代表品牌快速开店，其中龙头零食很忙门店数量在2022年突破2000家，全国门店零售营业额64.45亿元。量贩零食专营店内通常有1000+SKU，所售产品一般包含盐津铺子、甘源食品、乐事等头部知名零食品牌及大量小牌白牌，通常不掌握产品的生产端，在零食产业链中处于流通销售环节，故可视为零售业态中的一种。

##### ●量贩零食满足多快好省消费需求，实现更高效的货品流转

回顾零售渠道发展历史，零售渠道经历了从百货商场为主导，到商超为主导，此后电商兴起，对商超发起冲击，近年来渠道创新加快，呈现去中心化、多元化、细分化趋势。零售渠道持续变迁，但总是往供需匹配效率提升的方向行进。聚焦休闲零食产业链，量贩零食专营业态的诞生更大程度满足了广大零食消费群体对商品消费“多快好省”的需求，而零食专营企业则是在更扁平渠道层级+更低各环节加价率的设置中，得以实现以更便宜的价格将商品出售给消费者，最终实现更高效的货品流转。故零食专营业态的崛起契合零售渠道变迁方向，业态发展具备可持续性。

##### ●量贩零售渠道将部分替代其他食品销售渠道，未来市场空间广阔

零食专营渠道具有价格实惠、便利性高、商品选择丰富、购物体验佳等特征，相较于其他细分渠道在一个或多个方面具备优势，预计量贩零食渠道作为一种（在特定场景下）更高效的渠道，将承接部分消费需求从其他食品购买渠道的转移。测算未来量贩零食市场规模近千亿元，全国门店数量超3万家。

##### ●极致效率比拼，区域龙头泛全国化突围中

目前量贩零食品牌主要围绕其发源地进行门店布局，行业呈现区域品牌群雄并立的格局。但在过去几年持续加密门店之后，部分品牌开始面临大本营市场门店密度较高的问题，外埠市场扩张自然成为了门店数量突破瓶颈的选择。相比于基地市场饱和和开店，量贩零食企业的外埠市场扩张客观存在难度，对公司的资源、能力都提出了更高的要求。本质上，量贩零食专营的盈利模式是通过更低的产品售价追求更高的周转率及更大的销售规模，因此量贩零食业态的核心竞争因素并不限于选址与店铺资源、选品与供应商资源、供应链基础设施建设、降本增效能力。我们观察到行业内已出现综合竞争实力突出的品牌，其在前中后端的资源及能力储备有望支撑其在外埠市场的扩张，故判

断未来行业或呈现一家或少数几家泛全国化龙头与区域品牌并存的格局。

● **风险提示**

量贩零食品牌门店扩张不及预期；量贩零食行业竞争加剧；量贩零食行业出现食品安全问题。

## 正文目录

1 量贩零食业态概述：线下平价零食集合店，零售属性较强 .....	5
2 零售渠道持续更迭，量贩零食乘势而起 .....	6
2.1 零售渠道变迁历史回顾：供需匹配效率提升是主旋律 .....	6
2.2 量贩零食低价特征是货品流通效率提升的结果 .....	7
2.3 部分替代其他食品销售渠道，量贩零食市场空间仍广 .....	9
3 极致效率比拼，区域龙头泛全国化突围中 .....	10
3.1 极致效率比拼，前端门店运营+后端供应链建设共同发力 .....	10
3.2 区域品牌群雄并立，异地扩张存在难度 .....	11
3.3 规模化可增强价格优势，行业具备出现泛全国化龙头的潜在可能 .....	13
4 投资建议 .....	14
5 风险提示 .....	14

## 图表目录

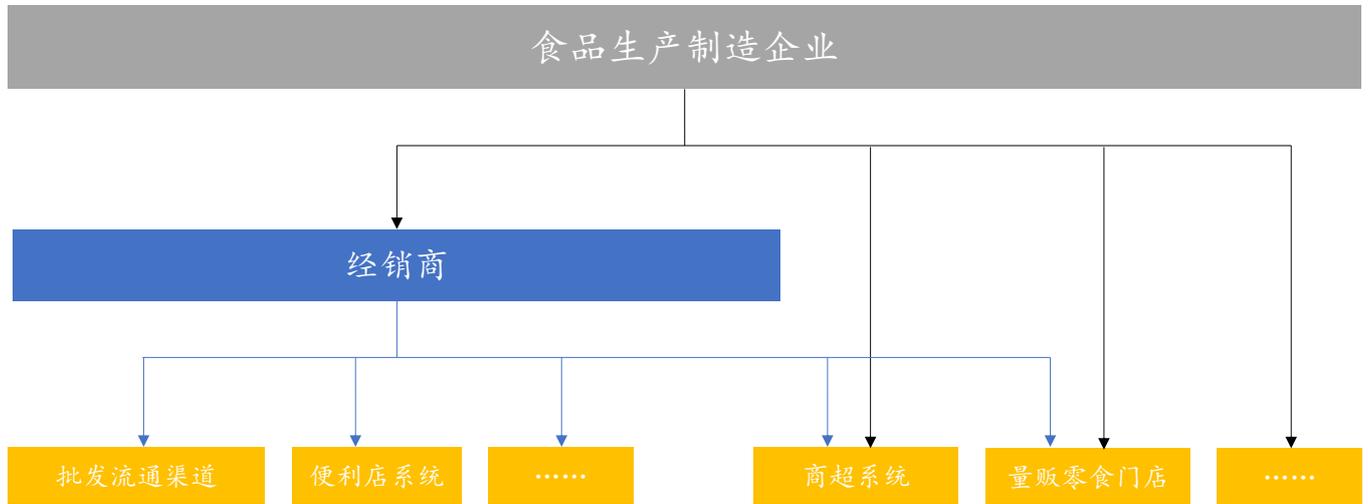
图表 1 零食量贩企业主要位于休闲零食产业链中的流通环节，可视为零售业态中的一种.....	5
图表 2 零食专营门店模型对比 .....	6
图表 3 中国网络零售交易额在 2010s 快速增长 .....	7
图表 4 中国百家重点大型零售企业零售额同比增速在 2010s 显著下滑 .....	7
图表 5 量贩零食门店中产品具有价格优势 .....	8
图表 6 量贩零食渠道通过渠道层级扁平化及更低的各环节加价率而实现低价销售 .....	9
图表 7 2020 年中国休闲零食按渠道市场规模占比 .....	9
图表 8 量贩零食业态市场及门店空间测算 .....	10
图表 9 量贩零食专营行业区域品牌群雄并立 .....	12
图表 10 量贩零食品牌在基地市场门店数量占比高 .....	12
图表 11 量贩零食赛道投融资情况梳理 .....	13

## 1 量贩零食业态概述：线下平价零食集合店，零售属性较强

量贩零食专卖是指通过开设线下门店售予 C 端消费者平价休闲零食产品的经营模式。近两年量贩零食业态崛起，出现了零食很忙、零食有鸣、老婆大人、戴永红、赵一鸣、糖巢等具有一定规模的连锁品牌，头部品牌快速开店，其中龙头零食很忙门店数量在 2022 年突破 2000 家，全国门店零售营业额 64.45 亿元。线下零食专营店也并非新鲜事，国内市场在 2000 年代初便开始出现百草味、来伊份、良品铺子等零食专卖店。零食很忙等量贩零食品牌借鉴“量贩”概念（“量贩”一词最早源于日语，指代商品大量批发以实现低价销售的模式），对线下零食专营店进行前端门店及后端供应链的优化升级，实现所售零食产品“好吃不贵”。

一个典型的量贩零食专营店内通常有 1000+ SKU，不同于良品铺子、来伊份主要销售自有品牌的产品，量贩零食专营店所售产品一般包含大量零食品牌，包括盐津铺子、甘源食品、乐事等头部知名零食品牌及大量小牌白牌，因此量贩零食专卖店又可称为零食集合店。量贩零食品牌经营方通常不掌握产品的生产端，在零食产业链中处于对接产品供应商再将产成品销售至终端门店（消费者）的流通销售环节，因此可视为零售业态中的一种。

图表 1 零食量贩企业主要位于休闲零食产业链中的流通环节，可视为零售业态中的一种



资料来源：华安证券研究所整理

终端门店是量贩零食品牌的经营核心之一，当前量贩零食品牌的拓店主要由加盟商来完成，门店运营亦由加盟商主导，但量贩零食企业对门店运营有成熟的运营规范作为指导。与其他线下连锁加盟业态类似，线下快速拓店的关键因素之一是门店投资回报可观。从头部品牌零食很忙、零食有鸣的单店模型来看，量贩零食门店投资回报周期多数在 18-24 个月，与连锁卤味门店投资回报期（疫情前 12-18 个月，疫情期间 18-24 个月）相近，较传统零食门店投资回本周更短（通常 24 个月以上）。

图表 2 零食专营门店模型对比

	零食很忙(官网)	零食很忙第五代店	零食有鸣	赵一鸣零食
门店面积(平方米)	100	120	100	150
初始投资额(万元)				
转让费		3-5		5
加盟费	5	8		3.8
保证金	3	2	3	3.2
装修设备费	22	15.6-18	21	24
首次备货	18-20	25	20	20-30
其他营运资金			2	3-5
合计	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>46</b>	<b>80</b>
收入端				
客单量		280+人次/天		
客单价(元)		35-40		
日均销售额(万元)	<b>1-1.5</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	
月均销售额(万元)		<b>30-33</b>		<b>50</b>
成本费用端(万元/月)				
租金		1.5-3		2
人工成本		2		2.4
水电费				0.3-0.4
运输费				0.5
其他费用项目				
合计		5万以内		5.4-5.5
盈利能力与投资回报期				
毛利率	<b>18%</b>	<b>15-20%</b>	<b>22%</b>	<b>18-19%</b>
净利率		<b>8-10%</b>	<b>10%</b>	<b>9.5-10%</b>
投资回报周期(月)	<b>18-24</b>	<b>18-24</b>	<b>18-24</b>	<b>12-18</b>

资料来源：各品牌官网，渠道调研，华安证券研究所整理

注：渠道调研内容仅代表调研区域情况，其他区域或有差异，仅供参考

## 2 零售渠道持续更迭，量贩零食乘势而起

### 2.1 零售渠道变迁历史回顾：供需匹配效率提升是主旋律

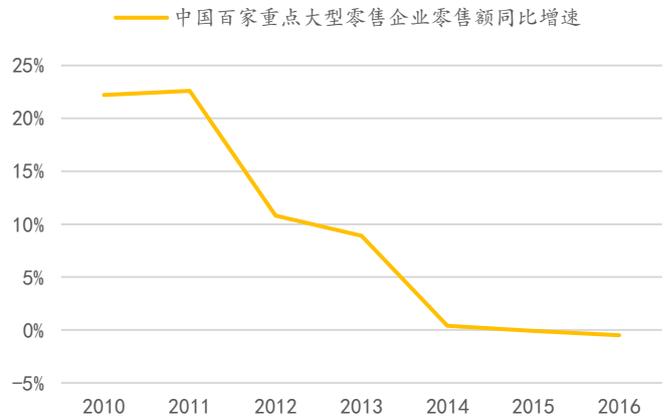
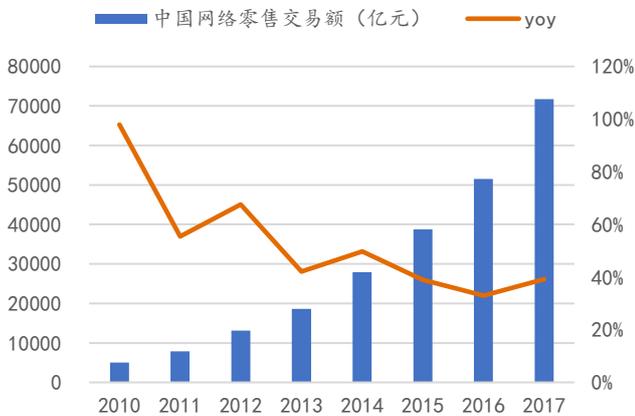
新中国成立至 20 世纪 90 年代中期，百货商场主导。彼时处于供给相对短缺的时代，国家对商品统购统销，供给高度集中，百货商场可提供较多别处无法购买的商品，成为当时零售渠道体系的中心。消费者通常需要在百货商场排队凭票购买所需商品。

20 世纪 90 年代中后期，超市业态逐渐取代百货商场成为主导。20 世纪 90 年代中后期，外资超市家乐福、沃尔玛等相继进入中国，凭借其供应链优势为中国消费者带来更丰富的商品供给，也给消费者创造了开放陈列、自由选购、统一收银结算的新型购物体验；此外，相较于百货商场，商超所售商品价格更加低廉。同时外资商超在管理、技术、营销等方面具备先进的经验，帮助其在零售业的市场竞争中取得优势，并为其在全国范围内扩张奠定基础，商超逐渐取代百货商场成为主导零售渠道。

**2010 年之后，电子商务冲击商超的核心地位。**2010 年起，得益于互联网技术的发展、网上支付环境成熟、快递物流体系逐渐完善，电子商务迎来高速发展期。电商为中国消费者带来了更加丰富的商品选择，足不出户便可选购并取得海量商品，购物便利性大大提升；此外，电商平台利用信息技术高效匹配商家与买家，一定程度上减少中间加价环节，且消费者可以在线上充分比价，因此电商成为更加经济实惠的购物渠道。电商渠道在 2010s 高速成长，商超在中国零售体系中的核心地位受到较大冲击。据国家统计局数据，2010-2017 年，我国网络零售交易额从 5035 亿元增长至 71751 亿元，CAGR 达到 46.16%。据中华全国商业信息中心数据，2010 至 2016 年中国百家重点大型零售企业（包含超市与百货等）零售额同比增速从 22.2% 跌至-0.5%。

图表 3 中国网络零售交易额在 2010s 快速增长

图表 4 中国百家重点大型零售企业零售额同比增速在 2010s 显著下滑



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

资料来源：中华全国商业信息中心，华安证券研究所

**2016 年后，零售模式创新加快，零售渠道去中心化、多元化、细分化。**线下有便利店、仓储式会员超市、社区生鲜超市、量贩零食专营店等业态兴起，线上模式也进一步创新，传统 B2C、C2C 外出现 O2O、社交电商、直播电商等新零售业态。零售渠道呈现去中心化趋势，细分渠道更加精准匹配细分客户群体的需求，通常在价格、品质、便捷性、及时性方面较其他渠道有优势，如便利店更好满足及时便捷的需求，仓储式会员超市具备高品质、较低单价的特征，社交电商、社区团购等渠道满足更低价格的需求。

回顾零售渠道发展历史，零售渠道总是基于当时的消费大环境往供需匹配效率提升的方向变迁。在供给短缺且高度集中的年代，商超的出现有效解决了有效供给不足、商品售价高的矛盾。随着供给逐渐丰富，线上电商利用互联网技术将海量商品供给呈现在消费者面前，快递物流网络逐步发达，大幅降低消费者的综合购物成本（商品采购价格+搜索比价成本）。新零售渠道则是瞄准更加细分的目标消费群体及消费场景，更好满足消费者在特定消费场景下的消费需求。

## 2.2 量贩零食低价特征是货品流通效率提升的结果

聚焦休闲零食产业链，量贩零食专营渠道的崛起是产业链下游一轮不可小觑的

渠道变革。量贩零食专营业态的诞生更大程度满足了广大零食消费群体对商品消费“多快好省”的需求，其在供应链多个环节进行效率优化使其能够实现更高效的货品流转。

**需求端，量贩零食专营店满足消费者“多快好省”的消费需求：**1) **多**：量贩零食专营店通常拥有 1000+ SKU，代表企业零食很忙门店 SKU 数量达 1600 个，可为消费者提供丰富的零食品类、价格档次、包装规格等选择；2) **快**：相较于同样拥有大量 SKU 的商超，量贩零食专营店的分布更为广泛和分散，消费者覆盖密度更高。以长沙市为例，多数市民可在社区门口进入量贩零食专营店自由选购所需商品，无需出行至更远的购物中心进入商场选购。更快的消费者触达亦符合休闲零食冲动型消费属性，因此量贩零食专营店较商超在获取人流方面具备更明显的优势。3) **好**：更高品质、更好购物体验是永恒的消费诉求。量贩零食连锁店通过专业的选品、门店设计及规范的产品陈列为消费者提供优质的零食产品及良好的购物体验。同时设立食品安全红线，严控产品品质风险；且及时调整产品组合，确保进店消费者可触达最新、最好吃的产品。4) **省**：在量贩零食专营店中，我们走访门店发现，一瓶 500 毫升的零度可口可乐售价 2.3-2.4 元，一瓶怡宝矿泉水售价 1.1-1.2 元，一袋 40g 乐事薯片售价 2.55-2.9 元，部分品牌散称烘焙零食售价 13.8 元/斤。综合来看，量贩零食店产品的价格优势明显，通常比超市售价便宜 20-30%。

图表 5 量贩零食门店中产品具有价格优势

商品	零食很忙	KA 商超	美宜佳
可口可乐 (500ml)	2.3-2.4	3.5	4
雪碧 (330ml)	1.9	3	3.5
怡宝矿泉水 (555ml)	1.1-1.2	2	2.5
伊利纯牛奶 (250ml)	2.7	4.5	4.8
乐事无限 40g	2.55-2.9	4.3	5.5
卫龙辣条大面筋 (65g)	3.9	4.5	4.6
丽芝士威化饼 (56g)	2.4	3.8	4.5
波力海苔原味 (6g)	4.5	6.5-7	-
汤达人日式豚骨拉面 (83g)	4.9	6.5	7.5
软小白三明治蛋糕 (500g)	13.8	20-40	-

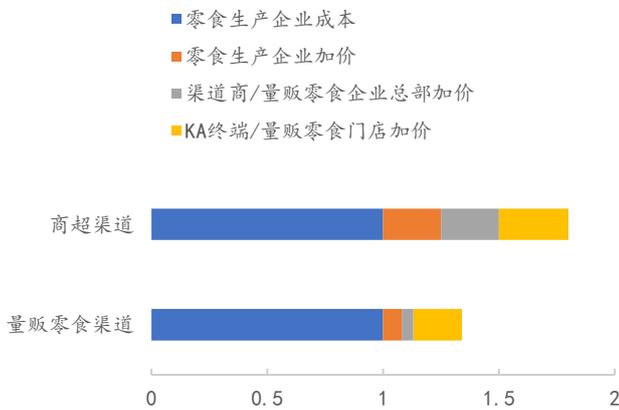
资料来源：草根调研，美团，华安证券研究所整理

**供给端，压缩渠道层级+减少品牌方/渠道商费用负担：**量贩零食专营模式在前端卖场的营销方式、销售方式、支付方式方面与传统商超模式相比并无显著改变，但两者在终端售价上呈现显著差异，量贩零食专营模式的优越性主要体现在与供应商合作模式的改变。商超模式下，多数商品从产品生产方（零食品牌方）出厂后，经由渠道供应至商超卖场，再销售给终端消费者。其中零食品牌方、渠道商（一批商、二批商）、商超层层加价，尤其是商超渠道索取合计较高的进场费、条码费、上架/陈列费、促销人员费等费用，零食品牌方及渠道商为保障自己的利润空间要求更高的毛利水平，这便导致终端消费者需要承担更高的商品零售价格。与之不同的是，量贩零食连锁品牌凭借其更充分的客流量及更高效的客流转化所带来的更大销售体量，可绕过中间经销渠道，直接与零食品牌方洽谈合作；此外，量贩零食品牌不收进场费、条码费等费用，仅要求品牌方低价供货。

为更好说明量贩零食专营渠道的低价特征，我们假设如下情景：（1）某商品的

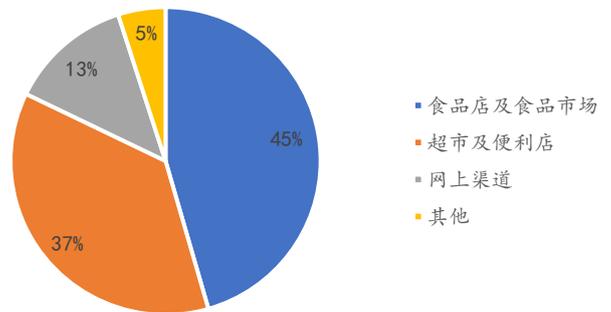
生产成本为 1，量贩零食品牌给予零食生产企业 8-10% 毛利率空间但不收取其他费用，零食生产企业也与产品生产制造商直接对接合作而不经中间渠道商，量贩零食品牌再加价 8% 出售给下游门店，门店端加价 20-22% 卖给终端消费者，则消费者经由量贩零食渠道购买此商品的价格约 1.34 元。(2) 同样假设某商品的生产成本为 1，由于商超渠道需要更高的费用用于进场及渠道维护，且零食生产企业也将产生一定的渠道维护及促销费用，因此各流通环节索要的毛利率水平相应更高，假设零食生产企业加价 25% 出售给经销商，经销商或直接销售给 KA 卖场，或通过二批商销售至 KA 卖场，假设渠道商(一批商+二批商)加价率 25%，最终 KA 卖场再加价 30% 出售给消费者，则消费者通过商超渠道购买此商品的价格约 1.8 元。对比来看，量贩零食渠道受益于更扁平的渠道层级及更低的各环节加价率，相同产品能够以更便宜的价格出售给消费者。

图表 6 量贩零食渠道通过渠道层级扁平化及更低的各环节加价率而实现低价销售



资料来源：华安证券研究所测算

图表 7 2020 年中国休闲零食按渠道市场规模占比



资料来源：红星资本局，华安证券研究所

### 2.3 部分替代其他食品销售渠道，量贩零食市场空间仍广

零食专营渠道相较于其他细分渠道在一个或多个方面具备优势，符合广大零食消费者多快好省的需求，预计在零食销售渠道体系中的重要性将持续提升。如前文所述，量贩零食专营店相较于商超渠道有价格实惠、便利性高的优势；相较于便利店有价格便宜、商品选择丰富、购物体验佳的优势；相较于食品批发市场具有购物环境更优、便利性更高的优势；相较于个体零售商具有更丰富更专业的选品、更舒适购物体验的优势；相较于线上电商渠道具有消费者可及时获取以满足零食冲动型消费需求的优势；而相较于同类型的传统零食专卖店，充分展现“好吃不贵”经营理念的量贩零食专营店有更明显的价格优势，未来还将有更高的消费者覆盖密度。因此我们判断量贩零食专营渠道在零食销售渠道体系中的重要性将持续提升。

量贩零食门店未来的增长主要依靠承接零食消费需求从其他渠道的转移。考虑到量贩零食专营店的消费者也是过去主要在商超/便利店/食品店/个体零售商店/线上电商等渠道购买零食产品的大众消费者，且零食专营渠道售卖的产品本身与其他渠道售卖产品并无本质上差异，因此我们判断量贩零食专营店并非是一个典型的增

量渠道，而是凭借更高效的供需匹配，作为一种（在特定场景下）更高效的渠道，将承接部分消费需求从其他食品购买渠道的转移。

**预计未来量贩零食市场规模近千亿元，全国门店数量超 3 万家。**据中国食品报，截至 2022 年末，国内量贩零食门店总数达 1.3 万家。我们按照平均单店销售额 0.9 万元/日，假设零食类产品占门店销售比重为 90%（量贩零食门店中通常有部分水饮产品作为引流品，门店销售额占比 10-15%），估算当前量贩零食市场规模约 380 亿元（其中龙头零食很忙 2022 年销售额超 60 亿元）。休闲零食行业市场规模近万亿，据 Frost & Sullivan 数据口径，2021 年中国休闲食品市场规模 8251 亿元，2016-2021 年 CAGR 约 6.1%。假设 2021-2024 市场规模 CAGR 维持 6% 左右，预计 2024 年休闲零食行业市场规模达到 9800 亿元。据红星资本局《2022 年中国休闲零食行业研究报告》，2020 年中国休闲零食分渠道计算市场规模占比，零食店及食品市场/超市及便利店/网上渠道/其他分别占 46%/37%/13%/3%。假设未来量贩零食业态通过承接其他渠道的流量转移，在休闲零食行业中的市场规模占比达到 10%，则对应约 980 亿元的零售规模。假设未来全国量贩零食门店店均收入 1.0 万元/日（目前在零食消费水平相对较高的二线城市如长沙市，以及量贩零食门店密度低的地级市/县级市核心商圈门店，店均已达 1.0 万元/日以上），假设零食部分占比为 85%，测算得未来全国量贩零食门店数量可达 3.2 万家。

图表 8 量贩零食业态市场及门店空间测算

	2022E	2024E	CAGR
休闲零食行业市场规模（亿元）	8746	9827	6.0%
其中：量贩零食市场规模	379.1	982.7	61.0%
渠道占比	4.3%	10.0%	
门店数量（万家）	1.3	3.2	57.2%
店均零食销售额（万元/年）	291.6	306	2.4%
店均销售额（万元/日）	0.9	1.0	
零食销售额占比	90%	85%	

资料来源：Frost & Sullivan，中国食品报，华安证券研究所测算

## 3 极致效率比拼，区域龙头泛全国化突围中

### 3.1 极致效率比拼，前端门店运营+后端供应链建设共同发力

本质上，量贩零食专营的盈利模式是通过更低的产品售价追求更高的周转率及更大的销售规模。因此我们围绕门店运营效率及拓店出发，探析量贩零食业态的核心竞争因素：

- **选址与店铺资源：**门店位置直接决定进店人流量，对门店模型中的客流量、单店收入产生直接影响，从而影响门店盈利能力及投资回报周期，是门店扩张难易程度的重要影响因素。
- **选品与供应商资源：**门店是否有最符合当地消费者偏好的产品组合决定了进店人流量、人流转化率以及客单价，同样将影响门店盈利能力、投资回报周期，进而影响品牌是否能大量扩店。选品能力进一步拆分为两个角度：从静态角度来看，量贩零食品牌需要设置科学合理的品牌组合，既能充分

吸引人流（如使用更低毛利率的头部品牌商品引流），又能保障门店及公司总部的合理利润空间（如使用更高毛利率的小牌白牌产品增厚利润）；从动态角度来看，高周转模式要求量贩零食品牌运营方及时调整门店产品组合，淘汰动销速率慢的产品，留出货架资源给更受消费者喜欢的产品。丰富的供应商资源可为量贩零食企业提供充足的品类组合优化调整空间。

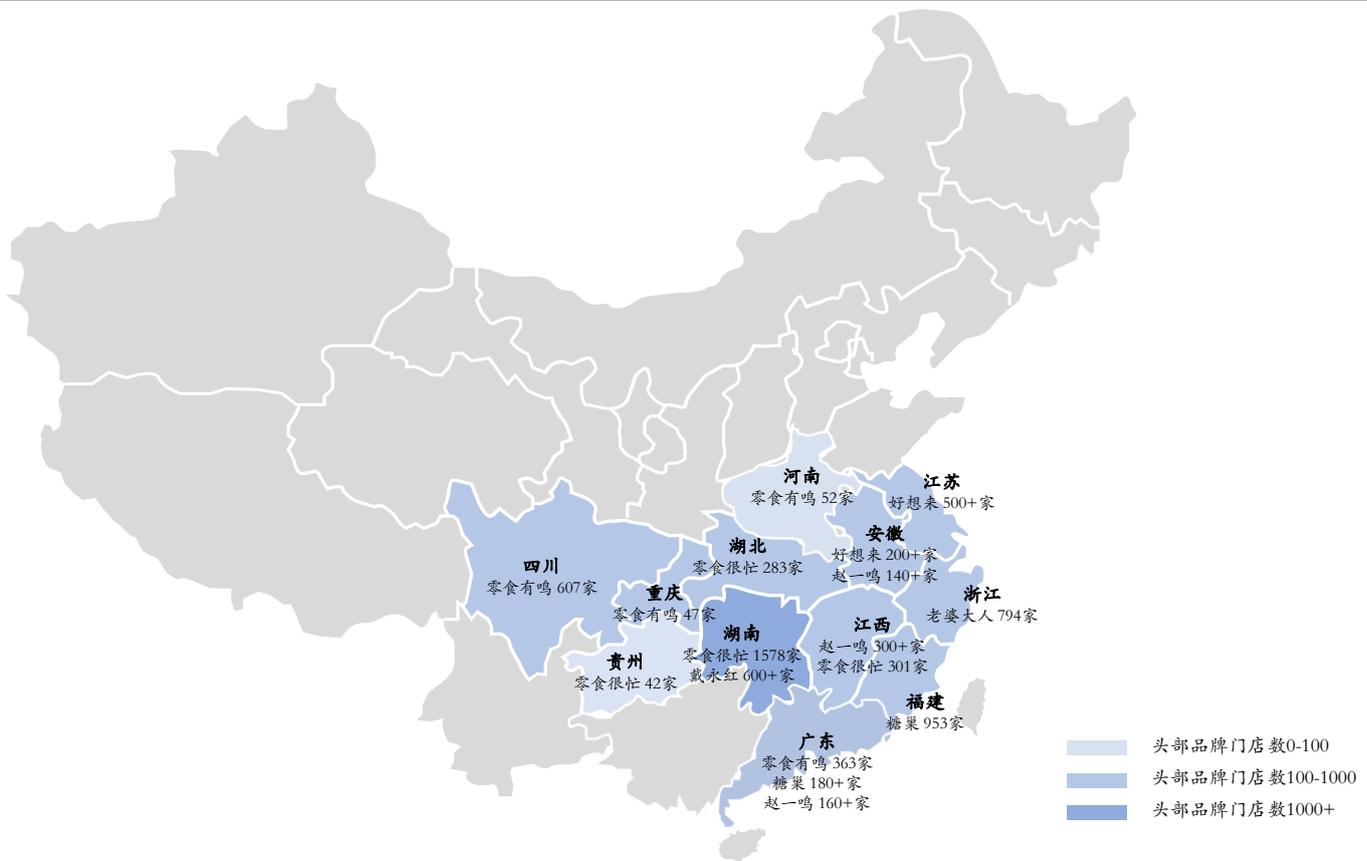
- **供应链基础设施建设：**门店的全国扩张需要有坚实的供应链基础，后端仓库的数量及分布、物流运输体系的建设均需跟上前端门店扩张的步伐。
- **降本增效能力：**低毛利高周转模式下，每个环节设置较薄，降本增效则尤其重要。参考海外零售巨头沃尔玛的发展经验，沃尔玛在 1980s 便在门店管理中投入先进的卫星网络系统，利用计算机技术对门店库存、上架、销售量等情况进行跟踪和管理，大幅提高管理效率；1990s 为其配送中心引入传输带、自动补货系统、激光识别系统等先进的信息化系统，有效降低其运营及配送成本。

综合来看，前端门店运营优化与后端供应链基础夯实、效率提升是量贩零食企业做大做强的关键。

### 3.2 区域品牌群雄并立，异地扩张存在难度

目前量贩零食品牌主要围绕其发源地进行门店布局，量贩零食业态发展较早的省份已经形成当地龙头品牌，行业呈现区域品牌群雄并立的格局。零食很忙创立于湖南长沙，此后逐步深耕湖南省市场，并逐步往湖南省周边的江西省、湖北省拓展。2022 年末零食很忙门店数量突破 2000 家，其中湖南省内门店数量占比有绝对优势。据百度地图数据，目前零食很忙在湖南省拥有门店数量 1578 家，在江西省/湖北省分别拥有 301/283 家，在贵州省拥有 42 家，共计 2234 家门店。零食有鸣创立于贵州贵阳，运营总部位于四川成都，其门店分布以川渝贵区域为主导，在广东省、河南省亦有布局。类似地，老婆大人品牌从浙江余姚起步，目前门店分布主要集中在浙江省；糖巢起源于福建，目前在福建省拥有门店 900+家，另在广东省拥有门店 180+家。

图表 9 量贩零食专营行业区域品牌群雄并立



资料来源：各品牌官网，百度地图，腾讯地图，华安证券研究所整理

图表 10 量贩零食品牌在基地市场门店数量占比高

品牌	基地市场	基地市场门店数量	总门店数量
零食很忙	湖南省	1500+	2200+
零食有鸣	四川省	600+	1000+
老婆大人	浙江省	790+	1000+
好想来	江苏省	500+	1000+
糖巢	福建省	900+	1100+
赵一鸣	江西省	300+	900+
戴永红	湖南省	600+	600+

资料来源：各品牌官网，百度地图，腾讯地图，华安证券研究所整理

**量贩零食赛道热度提升，2023 年龙头品牌拓店计划积极。**近两年量贩零食业态因符合消费者对于高性价比零食产品的追求收获消费者的喜爱与好评，布局早的品牌如零食很忙在门店数量及收入规模上展现较强成长性（5 年时间实现门店数量突破 2000 家，销售额超 60 亿），量贩零食赛道红利正在释放，也吸引了众多产业玩家与资本的关注。头部企业也在资本加持下计划加速拓店，零食很忙计划 23 年开店约 1000 家，零食有鸣预计新开店 2000 家以上。但在过去几年持续加密门店之后，部

分品牌开始面临大本营市场门店密度较高的问题，外埠市场扩张自然成为了门店数量突破瓶颈的选择。如零食很忙今年将重点发力江西省和湖北省，同时开始加大贵州省、广东省、广西壮族自治区的布局。

图表 11 量贩零食赛道投融资情况梳理

名称	时间	金额	投资方
零食很忙	2021.05.06	A 轮, 2.4 亿人民币	红杉中国、高榕资本、启承资本、明越资本
赵一鸣	2023.02.22	A 轮, 1.5 亿人民币	黑蚁资本、良品铺子
	2022.11.21	B+轮, 金额未披露	草根知本、嘉御资本
	2022.03.22	B 轮, 金额未披露	昕先资本
零食有鸣	2021.11.23	A 轮, 数千万人民币	凯辉基金、青檀资本
	2021.08.12	pre-A 轮, 数千万人民币	雨堕投资、云麓资本、凯辉汽车基金
	2021.04.02	战略融资, 数千万人民币	云麓资本、个人投资者
爱零食	2021.07.27	战略融资, 千万级美元	未披露
零食女孩	2021.12.09	A 轮, 数千万人民币	联创资本
邻食魔法	2022.11.08	pre-A 轮, 数千万人民币	优康宝贝
	2022.05.10	天使轮, 近千万人民币	未披露

资料来源: 企名片, 华安证券研究所整理

**异地扩张对于量贩零食企业的资源统筹能力及运营管理能力要求更高。**1) 量贩零食品牌外埠市场扩张面临优势门店点位资源有限的限制, 通常本地品牌先入为主抢占优势点位, 因此在已拥有本地强势品牌的区域, 其他品牌入场竞争面临一定的难度。2) 异地扩张需要借力加盟商进行门店开拓及管理, 加盟商与门店管理半径将放大, 对量贩零食企业的运营管理能力提出了更高的要求。3) 为支撑外埠市场门店扩张, 此前以基地市场为核心的仓储物流体系需要进一步完善优化, 否则量贩零食企业将在扩张过程中面临显著的供应成本增长。4) 消费者对于食品品类及口味的偏好有一定的地域特征, 不少区域有本地特色零食小吃, 因此零食专营品牌进入新市场时, 为当地门店挑选最合适的产品组合需要对当地零食消费习惯有较为深入的理解且需要积累相对应的产品供应商资源。综合来看, 相比于基地市场饱和开店, 量贩零食企业的外埠市场扩张客观存在难度, 对公司的资源、能力都提出了更高的要求。

### 3.3 规模化可增强价格优势, 行业具备出现泛全国化龙头的潜在可能

规模扩大可增强成本费用优势, 量贩零食企业有加速扩张扩大规模的动力。量

贩零食品牌在其优势区域有先发优势，异地扩张存在一定的难度，扩张初期或影响门店及公司总部的盈利能力。但与超市等线下零售业态相似的是，量贩零食连锁企业可享受规模效益，在一定条件下，更大的销售规模可带来采购成本降低（对上游的议价权提升）及总部运营成本摊薄，因此企业仍有初期优先追求规模扩张、后续通过运营优化来提升盈利能力的较强动力。

如上文所述，量贩零食业态偏零售属性，赛道本身将高性价比作为卖点，因此在消费者定位、产品品类、售卖方式等方面可差异化程度不高，本质上是极致效率的比拼。企业需要在前中后台的运营管理方面做好基础设施建设并充分提高效率。目前，行业内几家头部量贩零食品牌已展现出供应链、门店运营管理、信息化自动化水平等方面的优势。如零食很忙已在全国拥有 4 座仓库，包括 1 个长沙总仓及衡阳、南昌、荆门 3 个分仓，为其在江西省、湖北省市场的竞争奠定较强基础。门店运营方面，公司在门店分区设计、品类选择及动态调整、陈列规范等方面均已形成成熟体系，基地市场在门店持续加密的同时仍能收获店均收入的持续提升则是验证了零食很忙的门店运营管理能力。信息系统方面，零食很忙拥有 ERP、OMS、WMS、TMS 等多个软件进行科学管理，实时记录数据，打通订单流、信息流和物流，其长沙总仓已可实现日均 30 万件吞吐量。故尽管异地市场扩张客观存在难度，行业内已出现综合竞争实力突出的品牌，其在前中后端的资源及能力储备有望支撑其在外埠市场的扩张，从而在行业中形成一家或少数几家泛全国化龙头。而综合能力位于第二梯队的企业或在某一方面仍有欠缺，全国化之路或面临较大阻碍。因此我们判断，随着头部品牌在资金加持下积极拓展外部市场，未来行业或呈现一家或少数几家泛全国化龙头与区域品牌并存的格局。

## 4 投资建议

当前处于量贩零食行业快速扩张红利期，上游零食生产制造商可借此渠道扩张之势实现收入与利润的确定性增长，重点推荐与量贩零食品牌合作较早的食品生产制造品牌盐津铺子。盐津铺子较早与总部同在湖南的量贩零食龙头零食很忙建立深度合作关系，两家企业由总部直接对接合作，一方面零食很忙与盐津铺子的合作使得其门店利用优质的品牌零食盐津铺子进行引流，另一方面盐津铺子与零食很忙的合作帮助其销售规模迅速增长并促进其进行全渠道的战略转型，两家企业因此实现了互惠共赢，合作基础稳固。截至 2022 年，盐津铺子仍为零食很忙系统的第一大供货商。2022 年下半年，盐津铺子进一步加大与其他零食专营品牌的合作，目前已与零食很忙、零食有鸣、戴永红、好想来、老婆大人、糖巢、零食优选等主流量贩零食品牌均有合作。看好盐津铺子转型红利持续释放，公司完成供应链转型升级，坚定“高品质、高性价比”的产品理念，可从容与量贩零食渠道进行合作，充分享受赛道红利。

## 5 风险提示

量贩零食品牌门店扩张不及预期；量贩零食行业竞争加剧；量贩零食行业出现食品安全问题。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

**分析师：**杨苑，剑桥大学经济学硕士，2年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。