

## 休闲食品

2022年11月25日

## 渠道变革引领企业成长，连锁折扣店业态前景广阔

——行业深度报告

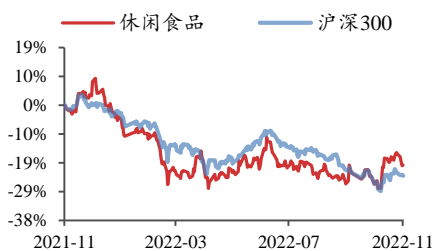
投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

#### ● 休闲食品行业空间广阔，渠道加速变革趋势明显

休闲食品行业赛道空间大，多年以来稳步增长，行业品类丰富，子板块格局相对分散，增速各有不同。休闲食品不同细分品类中，由于各子产品的产品属性及所处产业发展周期不同，呈现出不同竞争格局，整体看仍较分散。对比海外，国内人均零食消费和零食行业集中度仍有提升空间。休闲食品行业赛道规模大，竞争格局较为分散，需求更加可选，零食企业对渠道的依赖更加明显。国内传统商超渠道发展步伐放缓；现代便利店渠道高速成长，有利于零食龙头企业扩张；高端会员店渠道崭露头角，优质零食供应商有望快速成长；另外新兴零食折扣店渠道高速拓店，发展前景广阔。

#### ● 零食连锁折扣店渠道具有深远发展潜力

以零食很忙为代表的新兴零食折扣店渠道高速发展。通过独特的产品定价策略和优秀的门店运营能力以及成熟的供应链能力提升经营效率，零食折扣连锁业态同店模型表现优异。实际上折扣店商业模式在海外多年来持续发展，业态已较为成熟，近年来全球各品牌均成长较快。海外连锁折扣品牌同店增长在经济萧条下表现更佳。连锁折扣店，定位下沉社区，拓店潜力深厚，国内零食折扣店同样空间广阔。

#### ● 渠道变革趋势明显，细分龙头企业拥抱新渠道有望快速成长

随着宏观经济的变化、消费者的消费习惯改变以及新冠疫情事件的冲击，休闲食品的销售渠道也在持续发生变革。国内传统大型商超渠道逐步老化，近年受到疫情冲击较为明显。线上渠道多年来持续发展，但传统天猫淘宝京东渠道近年增速有所放缓，新兴的抖音快手达人直播模式发展迅速。线下新渠道中，现代便利店渠道持续拓店，高端会员店渠道方兴未艾，以零食很忙为代表的新兴零食折扣店渠道欣欣向荣，前景广阔。我们认为能够在稳固自身原有基础上，积极拥抱新兴渠道的细分品类零食龙头企业有望受益渠道变革趋势，获得快速成长。

#### ● 推荐受益渠道变革趋势细分品类龙头企业

我们看好消费分级的宏观背景下，休闲食品渠道变革带来的投资机会。建议关注洽洽食品、盐津铺子，弹性标的关注甘源食品，受益标的劲仔食品、卫龙美味（拟上市）。

● **风险提示：**产品动销不及预期风险，疫情反复影响销售生产风险，原材料涨价影响成本风险，食品安全风险。

## 目 录

1、 行业赛道空间大，竞争格局较分散 .....	4
1.1、 休闲食品行业规模大，稳步增长 .....	4
1.2、 零食行业品类丰富，子板块格局相对分散 .....	4
1.3、 从公司及品牌角度看，各子行业竞争格局各有不同 .....	6
1.4、 对比海外，国内零食行业具有较大发展潜力 .....	7
2、 零食行业渠道为王，加速变革趋势明显 .....	8
2.1、 各渠道发展趋势有所不同，传统渠道发展逐步放缓 .....	8
2.2、 各类新兴渠道快速成长 .....	10
2.2.1、 现代便利店渠道高速发展，有利于零食龙头企业增长 .....	10
2.2.2、 高端会员店渠道方兴未艾，优秀产品力企业有望快速成长 .....	11
2.3、 新兴零食折扣店渠道高速发展，消费分级大环境下前景广阔 .....	13
2.3.1、 零食折扣连锁集合店发展欣欣向荣 .....	13
2.3.2、 零食折扣连锁业态同店模型表现更加优异 .....	14
2.3.3、 优秀门店运营和成熟供应链提升经营效率 .....	16
2.4、 折扣店商业模式在海外多年来持续发展 .....	18
2.4.1、 海外折扣连锁店发展较早，业态成熟，近年来全球各品牌均成长较快 .....	18
2.4.2、 达乐公司门店产品物美价廉，同店增长在经济萧条下表现更佳 .....	19
2.4.3、 定位下沉社区，国内零食折扣店同样空间广阔 .....	20
3、 投资建议：积极拥抱渠道变革趋势的零食品牌将快速成长 .....	23
3.1、 洽洽食品：瓜子坚果细分品类龙头，品牌势能强大 .....	23
3.2、 甘源食品：同时布局高端会员店和零食连锁折扣店，增长潜力较大 .....	23
3.3、 盐津铺子：产品矩阵丰富，布局零食连锁和直播电商渠道 .....	23
3.4、 劲仔食品：休闲鱼制品细分龙头，产品创新布局现代渠道 .....	24
3.5、 卫龙美味（拟上市）：辣味零食龙头，品类和渠道持续扩张 .....	24
4、 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1： 欧睿口径下，2021 年我国休闲食品规模达 4784 亿元 .....	4
图 2： Frost&Sullivan 口径下，2021 年我国休闲食品规模达 8251 亿元 .....	4
图 3： 欧睿口径下 2021 年细分零食品类格局较为分散，其中风味零食占比较高 .....	5
图 4： Frost&Sullivan 口径下 2021 年休闲食品细分类别格局较分散，糖巧占比较高 .....	5
图 5： 各子板块复合增速有所不同，坚果、肉类、面制品、蔬菜保持较快增长 .....	5
图 6： 2021 年国内零食公司 CR10 占市场份额 19.9% .....	6
图 7： 2021 年国内零食品牌 CR10 占市场份额 14.0% .....	6
图 8： 不同细分品类下竞争格局有所差异 .....	7
图 9： 国内人均零食消费额仍有较大提升空间 .....	7
图 10： 美国休闲食品企业 CR4 达 38.0% .....	8
图 11： 日本休闲食品企业 CR4 达 23.8% .....	8
图 12： 永辉超市 2007-2014 年收入保持 20% 以上增长，随后呈现稳中有降趋势 .....	9
图 13： 步步高 2020-2021 年销售收入负增长 .....	9
图 14： 三只松鼠 2020-2022H1 营收增速大幅下降 .....	9

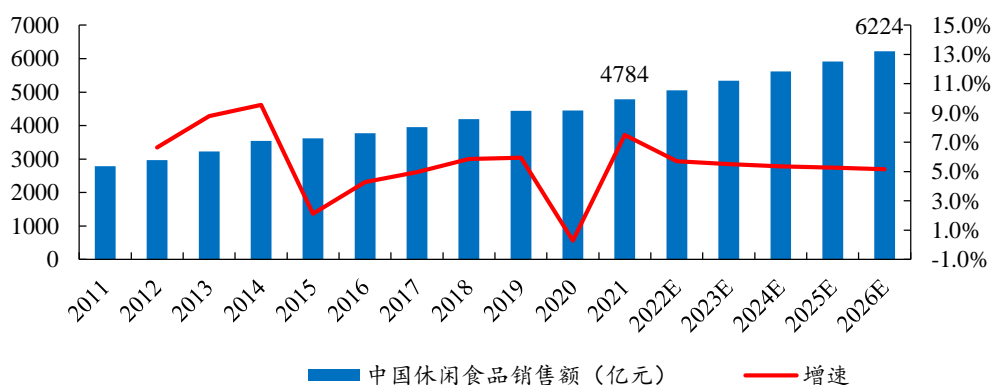
图 15: 良品铺子线上收入增速呈现放缓趋势.....	9
图 16: 不同零售业态在不同维度各有优点.....	10
图 17: 2021 年我国大陆便利店数量突破 25 万家.....	10
图 18: 2013 年以来便利店销售额增速高于其他零售业态.....	10
图 19: 2021 年大陆门店数量前十便利店品牌以石化、外资、区域品牌三类型为主.....	11
图 20: 2016 年以后大陆山姆会员店加速拓展.....	12
图 21: 甘源食品生产的芥末夏威夷果在京东线上山姆会员店累计评价超 10 万.....	13
图 22: 来伊份收入增速趋缓.....	13
图 23: 零食很忙成立以来门店数每年接近翻倍增长.....	13
图 24: 零食很忙解放西路直营店门面开阔明亮.....	15
图 25: 零食很忙长沙人民路门店内购物环境整洁有序.....	15
图 26: 零食很忙通过大牌产品低价引流、其他品牌贡献利润的产品策略提升同店销售和利润.....	17
图 27: 零食很忙在官方公众号向消费者公布门店标准化评分排名.....	17
图 28: 达乐公司营业收入自上市以来持续增长.....	18
图 29: 美元树收入上市以来持续增长.....	18
图 30: 唐吉河德拓店多年来保持增长趋势.....	19
图 31: 达乐公司销售多种品类产品.....	19
图 32: 2019-2021 年达乐销售中消耗品占比最大.....	20
图 33: 达乐公司 2021 年销售额 76.7% 为日常消耗品.....	20
图 34: 达乐公司门店同店销售收入连续 31 年正增长, 经济萧条时同店表现更佳.....	20
图 35: 达乐公司 18000 家以上门店分布全美 47 个州.....	21
图 36: 零食有鸣产品价格对消费者吸引力较大; 赵一鸣开放福建龙岩、三明, 广东韶关、河源, 安徽安庆、池州、铜陵等多个江西周边下沉市场加盟.....	22
表 1: 我国零食行业新兴渠道销售份额有所提升.....	8
表 2: 对比沃尔玛, 山姆会员店和好市多 SKU 数量更精简, 客单价更高.....	12
表 3: 线下折扣连锁业态近年获一级市场青睐, 快速发展.....	14
表 4: 零食很忙对比良品铺子门店终端销售额更高.....	14
表 5: 零食很忙门店产品价格实惠.....	15
表 6: 零食很忙单店模型优质, 回本周期较短.....	16
表 7: 2015-2020 年前 50 增长最快零售品牌中, 7 家为折扣店零售业态.....	18
表 8: 美国社区折扣店双寡头 2021 年总店数约 3.4 万家.....	21
表 9: 各零食连锁折扣品牌在各自区域跑马圈地.....	22
表 10: 可关注洽洽食品、盐津铺子, 弹性标的重点关注甘源食品, 受益标的劲仔食品、卫龙美味 (拟上市).....	24

## 1、行业赛道空间大，竞争格局较分散

### 1.1、休闲食品行业规模大，稳步增长

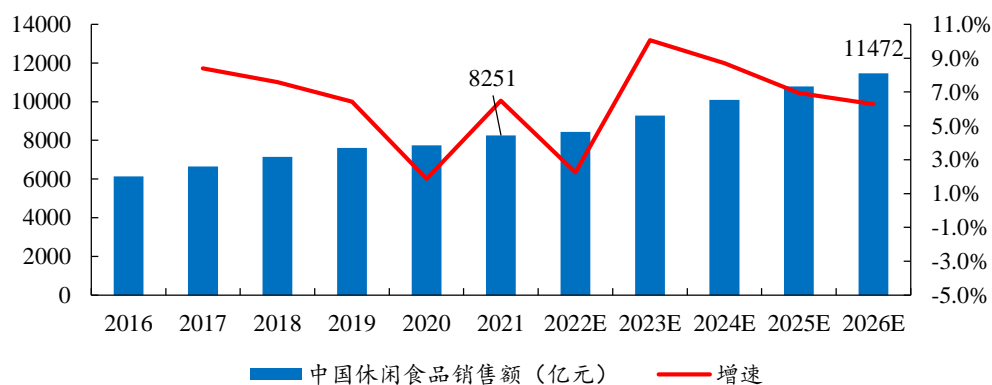
休闲食品行业赛道空间大，多年以来稳步增长。休闲食品是消费者在闲暇、休息时所吃的食品，主要包括干果、坚果、膨化食品、糖果、饼干等。随着经济的发展和消费水平的提高，消费者对于休闲食品的需求不断增长。Euromonitor 口径下不包含烘焙食品、卤制品等板块，2021 年行业规模达 4784 亿元。

图1：欧睿口径下，2021 年我国休闲食品规模达 4784 亿元



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图2：Frost&Sullivan 口径下，2021 年我国休闲食品规模达 8251 亿元

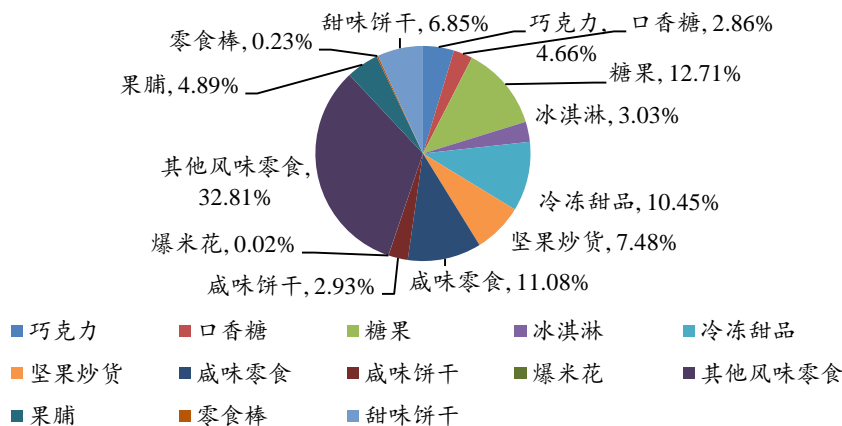


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

### 1.2、零食行业品类丰富，子板块格局相对分散

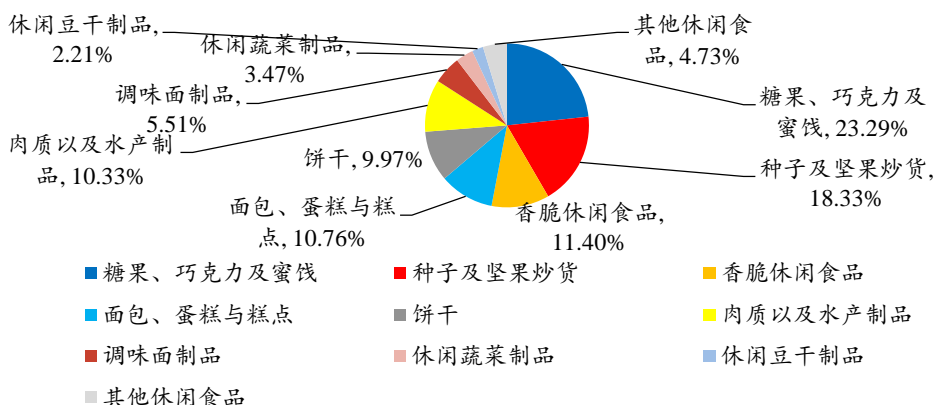
休闲食品子板块格局分散，增速各有不同。休闲食品大赛道内细分子行业较多，不同品类之间存在一定可替代性，其中各子行业所处产业周期阶段及增速有所不同。其中，种子坚果炒货、调味面制品、休闲蔬菜制品以及肉质/水产制品几个细分品类预计到 2026 年保持 7.5% 以上的较高复合增长。

图3：欧睿口径下 2021 年细分零食品类格局较为分散，其中风味零食占比较高



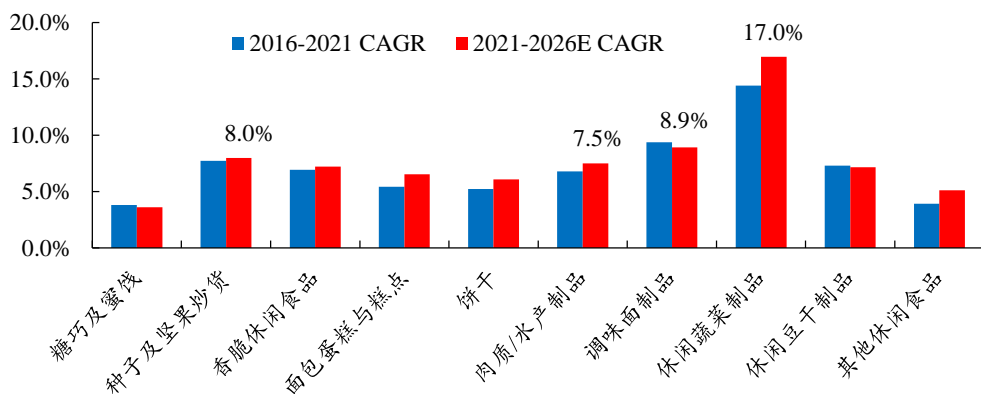
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图4：Frost&Sullivan 口径下 2021 年休闲食品细分类别格局较分散，糖巧占比较高



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图5：各子板块复合增速有所不同，坚果、肉类、面制品、蔬菜保持较快增长

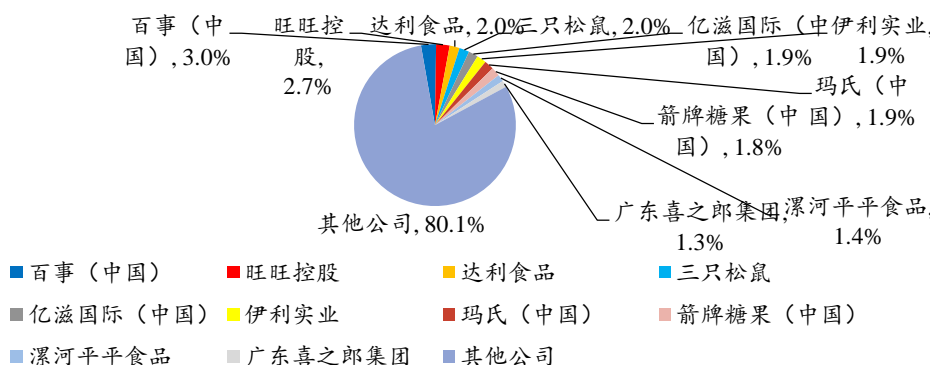


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

## 1.3、从公司及品牌角度看，各子行业竞争格局各有不同

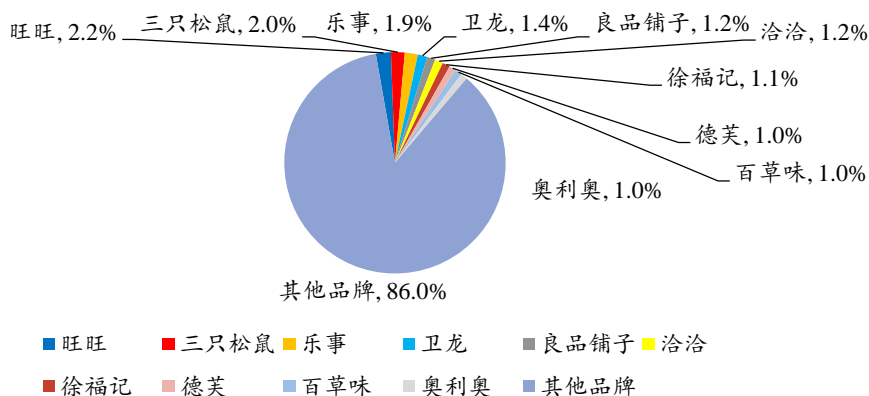
休闲食品行业内各公司股份占比不高，品牌角度看竞争格局则更为分散。海外零食企业进入中国市场较早，经过多年发展后，通常采取多品牌布局；国产品牌经过多年的发展布局后来居上，从公司和品牌份额角度看，外资内资品牌各占据半壁江山，我国休闲食品行业集中度仍然较低，同时头部品牌通常为各细分品类中的龙头。

图6：2021年国内零食公司CR10占市场份额19.9%



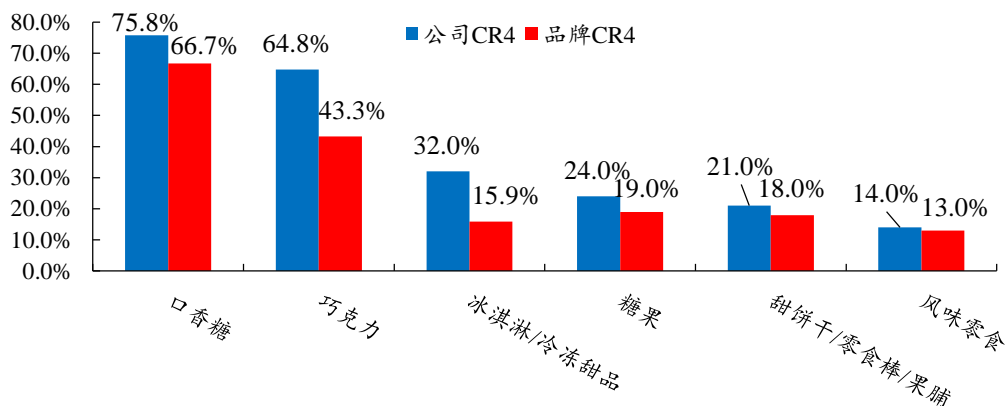
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图7：2021年国内零食品牌CR10占市场份额14.0%



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

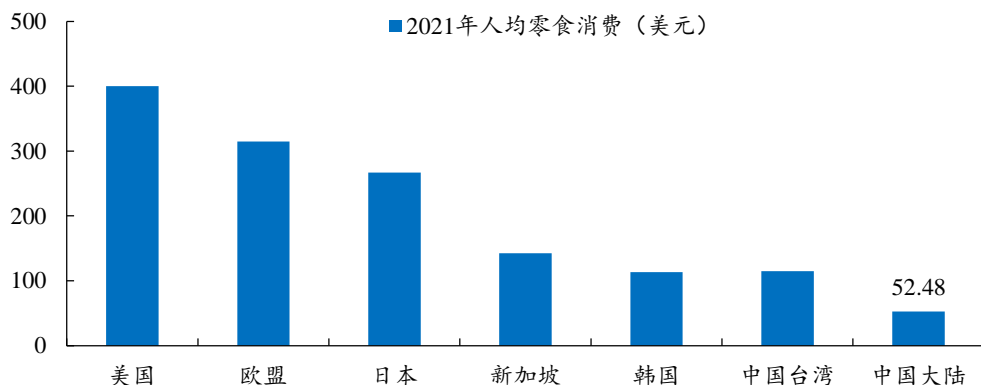
休闲食品不同细分品类中，由于各子产品的产品属性及所处产业发展周期不同，呈现出不同竞争格局。口香糖及巧克力品类消费者需求稳定简单，同时具有一定社交属性，品牌认同感更强，容易形成大单品，同时国际巨头进入时间早，因此形成较高市场集中度。冰激凌品类存在着原材料、冷链等壁垒，进入门槛相对较高，龙头公司具有更多优势，而消费者需求存在不同风味口感偏好，因此和路雪、伊利等企业采取布局品牌矩阵策略，获取更大市场份额。糖果、风味零食等品类由于消费者需求复杂多变，进入门槛不高，小品类之间同时存在一定替代效应，因此市场集中度更低。

**图8：不同细分品类下竞争格局有所差异**


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

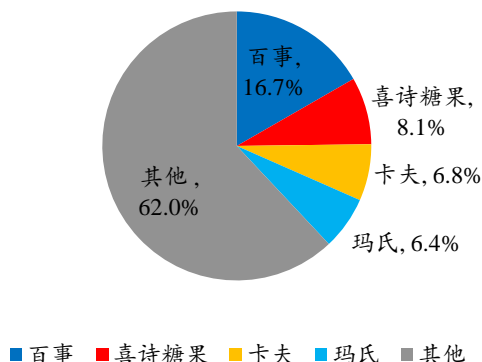
#### 1.4、对比海外，国内零食行业具有较大发展潜力

对比海外，国内人均零食消费仍有提升空间。根据欧睿数据，2021年中国大陆人均零食消费52.5美元，对比饮食文化相近的中国台湾、新加坡、韩国、日本等东亚国家地区仍有2倍以上差距，未来具有较大提升空间。

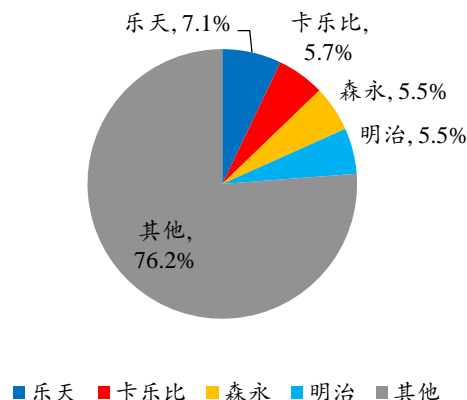
**图9：国内人均零食消费额仍有较大提升空间**


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

发达市场零食行业集中度更高。观察海外成熟市场零食企业竞争格局，美日企业经过多年产业发展，并购联营等资本运作后，形成跨品牌横向品类拓展，同时美日人口数量更少，口味相对统一，零食企业市场集中度更高，相对海外成熟市场，国内休闲食品行业集中度更分散，未来仍有提升空间。

**图10: 美国休闲食品企业 CR4 达 38.0%**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

**图11: 日本休闲食品企业 CR4 达 23.8%**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

## 2、零食行业渠道为王，加速变革趋势明显

### 2.1、各渠道发展趋势有所不同，传统渠道发展逐步放缓

休闲食品行业赛道规模大，竞争格局较为分散，需求更加可选，零食企业对渠道的依赖更加明显。在消费分级的宏观背景下，渠道变革持续加速，传统大 KA 卖场和中小型商超尽管整体占比仍然较大，但经过 20 多年的发展后，近年增速明显放缓，疫情背景下甚至出现闭店份额萎缩现象；而以山姆、盒马、开市客等为代表的高端会员制卖场发展迅速，呈现稳步拓店趋势，另一方面，以零食很忙、零食有鸣、美宜佳等深耕社区街边，主打性价比优势的新兴渠道开店迅猛，高速发展。

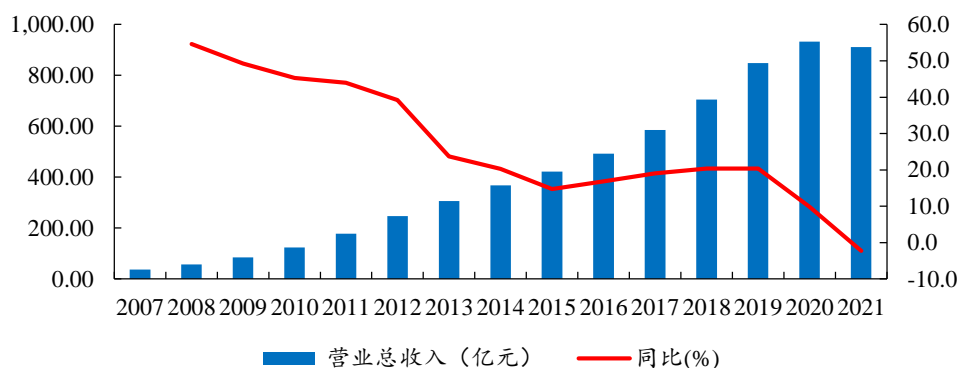
**表1: 我国零食行业新兴渠道销售份额有所提升**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
大商超	58.2%	56.7%	55.8%	55.3%	53.9%	53.1%
便利店	5.2%	5.7%	6.4%	7.3%	7.8%	8.0%
品牌专卖店	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%
折扣店	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%
线上	7.4%	9.3%	10.9%	11.7%	14.4%	14.7%
其他渠道	26.8%	25.9%	24.3%	23.0%	21.1%	21.0%

数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

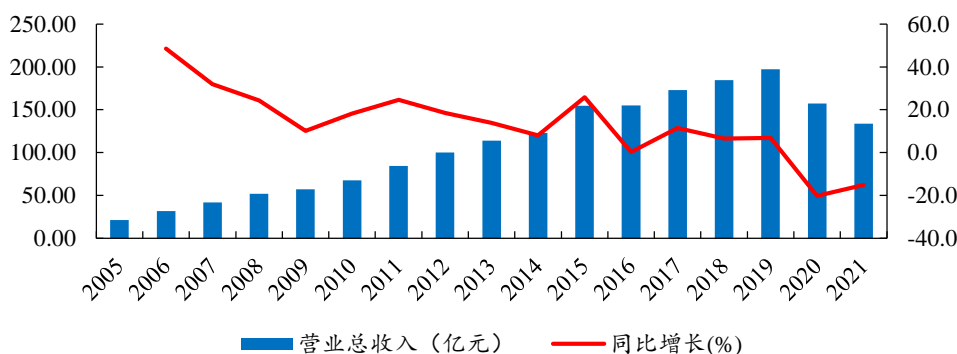
国内传统商超渠道进入产业周期下半场，近年受到疫情冲击较为明显。我国加入世贸组织以来，以家乐福、沃尔玛为代表的大型超市为国内居民带来了新型综合零售业态，并且以先进的经营理念跑马圈地，布局全国；国内一些区域性超市抓住产业发展周期，同样获得快速增长。近年来随着商超产业周期成熟稳定，叠加以品类专营店、会员店、便利店等新型业态对传统渠道的冲击，线下大中型商超增长逐步乏力，2020 年以来的新冠疫情冲击更加剧这一趋势，以永辉、家家悦、步步高为代表的各传统商超企业经营存在较大压力。

图12: 永辉超市 2007-2014 年收入保持 20% 以上增长, 随后呈现稳中有降趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

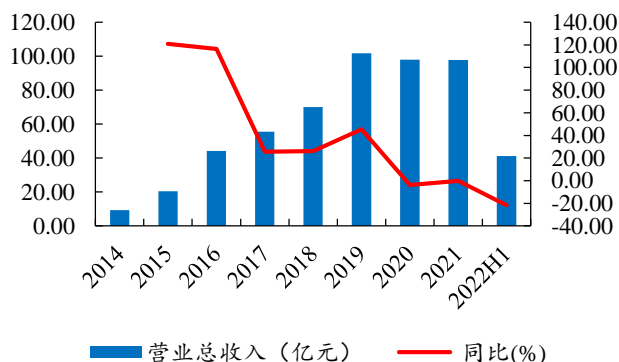
图13: 步步高 2020-2021 年销售收入负增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

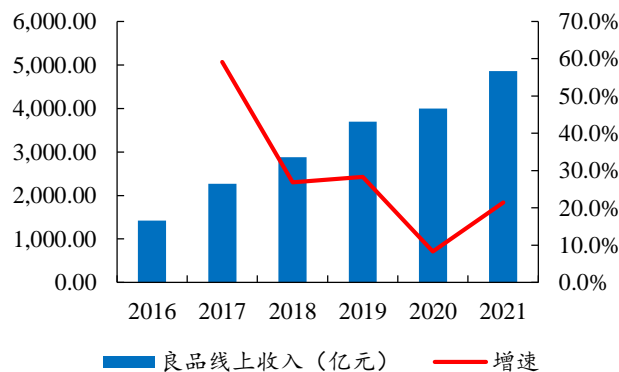
互联网电商革命使得线上渠道快速发展, 培育出多家线上头部零食企业, 但近年增速有所放缓。随着 2010 年前后淘宝、京东等电子商务的快速发展, 我国零食行业线上销售份额占比从 2016 年的 7.4% 提升至 2021 年的 14.7%。互联网的快速发展培育出三只松鼠、良品铺子、百草味等多个大型零食企业, 但该类型渠道企业未能将生产环节掌握在手中, 均采用代工贴牌方式, 近年随着线上红利消退, 流量费用增加, 三只松鼠、良品铺子等线上企业均出现增速放缓趋势。

图14: 三只松鼠 2020-2022H1 营收增速大幅下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 良品铺子线上收入增速呈现放缓趋势

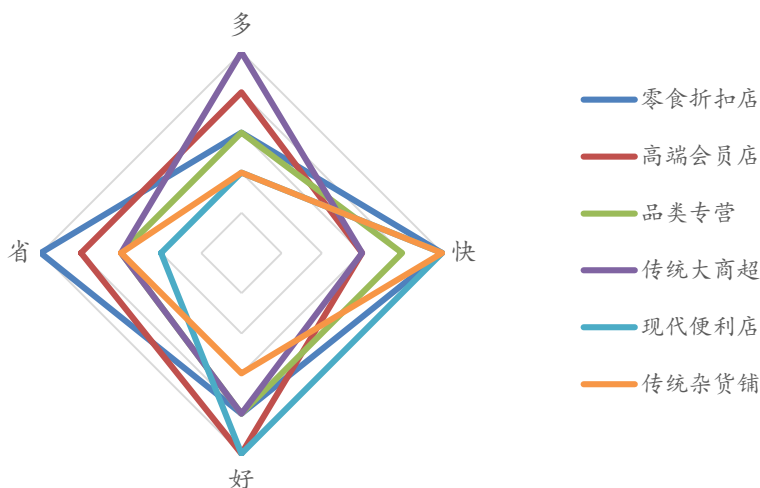


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、各类新兴渠道快速成长

随着经济的持续发展，人民消费水平逐步提升，零售渠道和产品企业也逐步对消费者在人群画像、消费能力、目标客户等方面进行区隔，产生出现代便利店、高端会员店、零食折扣店等新型业态，并获得迅速发展。

图16：不同零售业态在不同维度各有优点

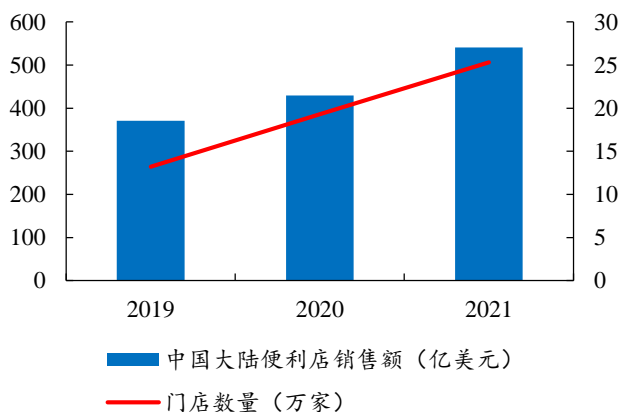


资料来源：开源证券研究所

### 2.2.1、现代便利店渠道高速发展，有利于零食龙头企业增长

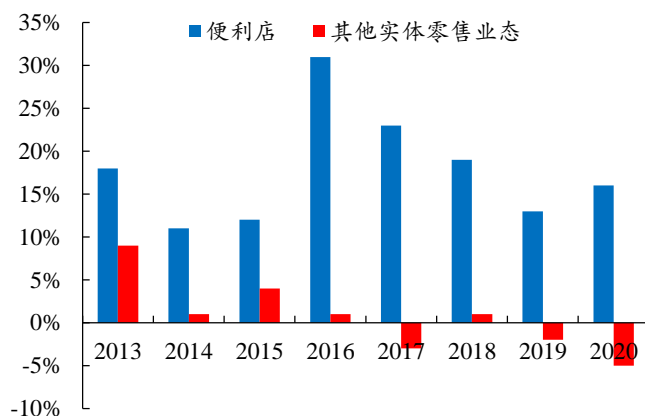
新兴便利店渠道近年来快速发展。从日本、中国台湾等发达区域引进大陆的便利店零售业态自 2010 年左右开始从一线城市逐步向二三线城市渗透；国内石油石化企业依靠自身品类刚需属性和广阔地域分布，建立起龙头规模便利店品牌；南方区域青年流动人口众多，培育出一批本土便利店品牌。便利店业态依靠贴近消费者的点位布局、24 小时的运营时间和优秀的供应链能力，对传统杂货铺夫妻店产生冲击。到 2021 年末，我国大陆便利店门店数量已突破 25 万家，销售额突破 540 亿美元。

图17：2021 年我国大陆便利店数量突破 25 万家

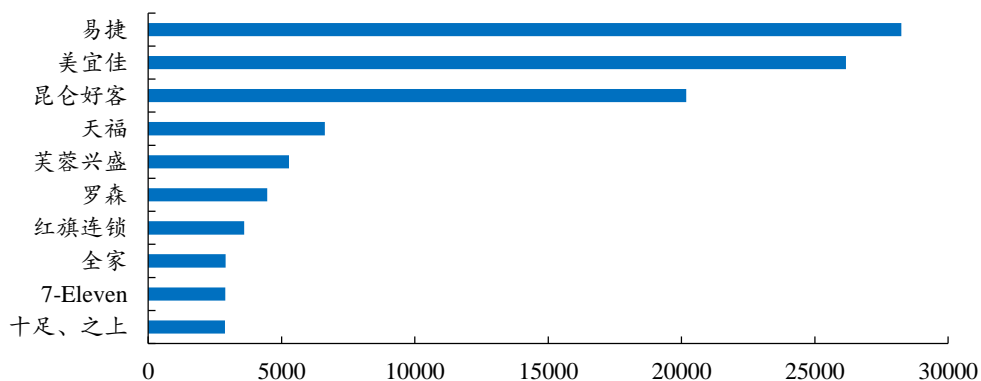


数据来源：KPMG、开源证券研究所

图18：2013 年以来便利店销售额增速高于其他零售业态



数据来源：KPMG、开源证券研究所

**图19：2021年大陆门店数量前十便利店品牌以石化、外资、区域品牌三类型为主**


数据来源：KPMG、开源证券研究所

对于休闲食品行业来说，便利店渠道有利于大单品龙头企业贡献增量。便利店渠道目标消费者以商务白领、现代社区居民、商圈人群为主，对价格敏感度不高，消费者对快捷便利和产品质量方面具有更高偏好，门店面积较小，同时要经营日用品鲜食水饮等产品，可进入的零食SKU数量有限，因此零食各个子行业中龙头企业在产品质量、品牌势能方面更有优势，更有利于进入便利店渠道。可以在线下门店观察到，便利店中零食货架布局均为子品类龙头品牌，包括巧克力中的德芙、费列罗等，瓜子每日坚果中的洽洽、沃隆等，辣味食品中的卫龙、劲仔等，包装规格以中型定量袋装为主。

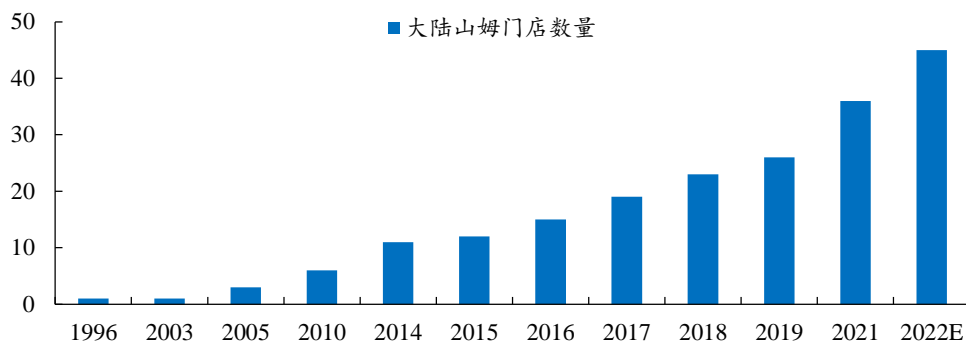
### 2.2.2、高端会员店渠道方兴未艾，优秀产品力企业有望快速成长

大陆山姆会员店快速拓店，高端会员店渠道方兴未艾。1996年山姆会员店作为沃尔玛高端线门店品牌首次入华，但门店扩张速度不快，经过多年市场培育，自2016年开始，大陆山姆会员店开始快速拓店，2016年末门店数量15家，到2021年末山姆门店数量达到36家，另外开市客、Fudi等高端会员店品牌也持续拓店，引发消费者到店购物热潮。相对于传统大商场，以山姆为代表的高端会员超市通常采取会员制模式，消费者只有缴纳会员费后才能够进入购物，同时设定会员店自有品牌，通过SKU聚焦方式带来更高单品销量和更高周转效率。另外由于渠道单品采购量大，渠道商具有更强的采购议价能力，能够为消费者提供高质量同时性价比高的产品。高端会员店目标客户定位为白领人群，消费者通常以家庭为单位采购，客单价更高，同时拥有更高忠诚度，山姆和开市客会员续卡率均超过80%。

**表2: 对比沃尔玛, 山姆会员店和好市多 SKU 数量更精简, 客单价更高**

	沃尔玛	山姆会员店	好市多
特色产品	无	瑞士卷、麻薯包、口味性坚果	优质威士忌、烤鸡、高端牛肉
门店 SKU 数量	20000+	4000+	3700+
线上 SKU 数量		8000-10000	3700+
客单价	100+	500-1000	700-2000
会员数量	无	5.29 万人	20+万人
会员续卡率		80%+	91%
自有品牌	无	Member's Mark	Kirkland
自有品牌 SKU		700+	165+
自有品牌销售额占比		>30%	32%

数据来源: 前瞻产业研究院、山姆官网、沃尔玛官网、好市多官网、开源证券研究所

**图20: 2016 年以后大陆山姆会员店加速拓展**


数据来源: 前瞻产业研究院、山姆官网、开源证券研究所

对于休闲食品企业来说, 高端会员店渠道对产品品质要求更高, 具有优秀产品力的企业有望快速发展。高端会员店由于渠道定位更高, 白领家庭消费为主, 对产品质量要求更高, 通常表现在产品更加新鲜即食、食材更加稀有贵重、口感风味更加创新。以甘源食品为例, 公司 2021 年三季度顺利进入山姆供应商名单, 为山姆自有品牌 Member's Mark 生产芥末风味夏威夷果产品, 为公司带来较大销售增量贡献, 目前公司生产的咸蛋黄口味、芝士口味夏威夷果也在山姆会员店上架, 后续将持续导入其他高端创新口味坚果产品; 另外, 立高食品依靠优秀产品力, 为山姆供应高质量新鲜麻薯、瑞士卷等产品, 同样为公司带来较大收入增长。夏威夷果、现制瑞士卷等产品存在原材料价格高、鲜食产品易损耗等特点, 传统大商场消费者购买力较难支付较高的定价, 而高端会员店渠道正是适合该类型高端产品售卖的优质渠道, 因此具有创新能力、优秀产品力的休闲食品公司有望借助该类型渠道快速发展。

图21：甘源食品生产的芥末夏威夷果在京东线上山姆会员店累计评价超 10 万



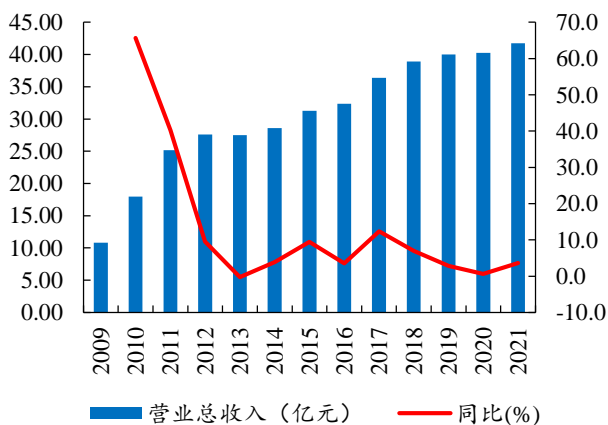
资料来源：京东官网

## 2.3、新兴零食折扣店渠道高速发展，消费分级大环境下前景广阔

### 2.3.1、零食折扣连锁集合店发展欣欣向荣

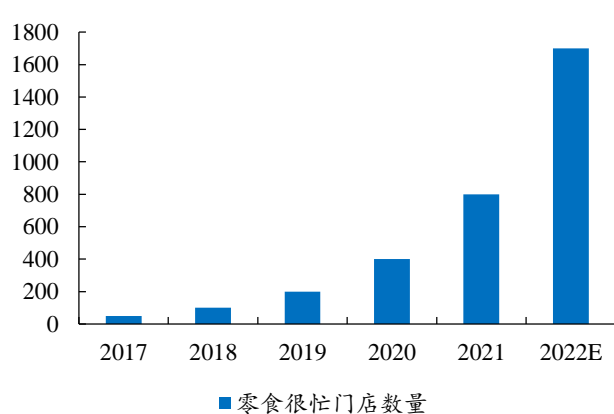
以零食很忙为代表的新兴零食折扣店渠道高速发展。以来伊份、良品线下店为代表的零食门店业态出现较早，经过 2010-2013 年左右的拓店期后，增速明显放缓。而以华中区域零食很忙、赵一鸣、西南区域零食有鸣为代表的新兴零食折扣店发展迅猛，零食很忙自 2017 年成立以来，门店数量从 2017 年末的 50 家门店，预计 2022 年末门店数量将超过 1800 家，收入体量突破 60 亿元，呈现几何级增长趋势。

图22：来伊份收入增速趋缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：零食很忙成立以来门店数每年接近翻倍增长



数据来源：零食很忙官网、开源证券研究所

连锁折扣店业态性价比突出，一级市场看好快速发展阶段的线下折扣业态，各品牌纷纷融资。除零食很忙为代表的零食折扣集合店外，另一类主打性价比的临期食品折扣店同样高速发展，获得一级市场融资，折扣业态能够为消费者带来价廉物美产品，具有较大发展潜力，获得产业界、投资方一致看好。

**表3：线下折扣连锁业态近年获一级市场青睐，快速发展**

业态类型	项目名称	运营总部	融资额	投资方
零食折扣连锁集合店	零食很忙	长沙	2.4 亿	红杉中国、高榕资本、启承资本、明越资本
	零食有鸣	成都	数千万	凯辉基金、青檀资本、云麓资本
	零食魔法	成都	千万元	宸睿资本
临期食品超市	好特卖	上海	未披露	金沙江创投、五源资本、高榕资本、StarVC 等
	嗨特购	北京	未披露	五源资本、嘉远资本、云久资本

资料来源：投中网、FoodTalk、开源证券研究所

### 2.3.2、零食折扣连锁业态同店模型表现更加优异

同为零食门店业态，新兴零食折扣店与传统零食连锁品牌有所不同。尽管同为连锁门店业态，但与良品铺子、来伊份等传统零售连锁店相比，新兴零售折扣集合店在品牌势能、产品策略、定价策略、开店选址、直营加盟选择上均有所不同。零食很忙专注性价比，以加盟为核心，注重供应链效率的运营模式，为公司带来优秀的单店表现，保障加盟商的核心利益，同时为消费者提供价廉物美的产品。

**表4：零食很忙对比良品铺子门店终端销售额更高**

	良品铺子	零食很忙
售卖商业模式	OEM 代工	选品采购
产品品牌	均为良品铺子牌	细分品类中头部品牌
SKU 数量	1500+	1500+
品类布局	散装袋装零食	水饮+零食
门店面积	60 坪左右	100 坪左右
价格区间	高	低
品牌定位	高端零食	高性价比
门店选址	综合体、商圈、高端社区	社区商圈、街边
门店数量	3000+	1800+
直营加盟比例	3 成直营	绝大部分加盟
门店终端销售额	约 200 万/年	约 360 万/年

数据来源：良品铺子官网、良品铺子公告、零食很忙官网、开源证券研究所

**观察线下实地门店，经营表现优异。**以零食很忙长沙解放西路直营门店为例，店铺门面开 10 米左右，纵深 10 米左右。进门是收银柜，冰淇淋柜，右侧贴墙 3 个水饮冰柜。袋装产品挂墙陈列，立柜共 10 个，常温水饮柜 1 个，常温奶柜 0.5 个，定量装产品柜 1 个，其他均为散装产品柜。门店收银员 2 个，理货员 4 个。十一黄金周假期期间下午 15 时 45 分入店，店内客户已有顾客人数 13 人，停留 20 分钟，期间水饮产品补货一次，进店 9 组顾客，每组 2-3 人，包括年轻情侣、年轻女性闺蜜和带小孩家庭，客单价 30 元左右。

表5: 零食很忙门店产品价格实惠

公司名称	产品品类	价格(元/500g)
盐津铺子	焙宁薯片	19.5
	焙宁糕点类	9.9-19.9
	鳕鱼豆腐	24.8
	鱼豆腐	17.9
	魔芋丝	16.9
	素毛肚	17.8
	豆干系列	18.8
	芒果干	29.8
甘源食品	甘源老三样	15.8
	甘源定量装	1.6 元/35g
	甘源罐装	9.9 元/208g

数据来源: 开源证券研究所

图24: 零食很忙解放西路直营店门面开阔明亮



资料来源: 零食很忙官网

图25: 零食很忙长沙人民路门店内购物环境整洁有序



资料来源: 零食很忙官网

**零食很忙单店模型优异，回本周期较短。**以湖南区域零食很忙为例，尽管加盟商整体毛利率约 20% 不高，但低价策略为门店带来高流量和高复购率，二线城市房租水平和人员工资较低，据我们测算加盟商门店月收入在 30 万左右，净利率在 8% 左右，加盟单店初始投资额 50 万左右，整体回本周期在 1.68 年（20 个月）左右。需要强调的是，这一单店表现是在品牌方未对加盟商进行补贴，近年疫情冲击影响消费者支出意愿，其他连锁品牌回本周期大幅拉长甚至出现关店线下的宏观背景下做到的，表现十分优秀。

**表6：零食很忙单店模型优质，回本周期较短**

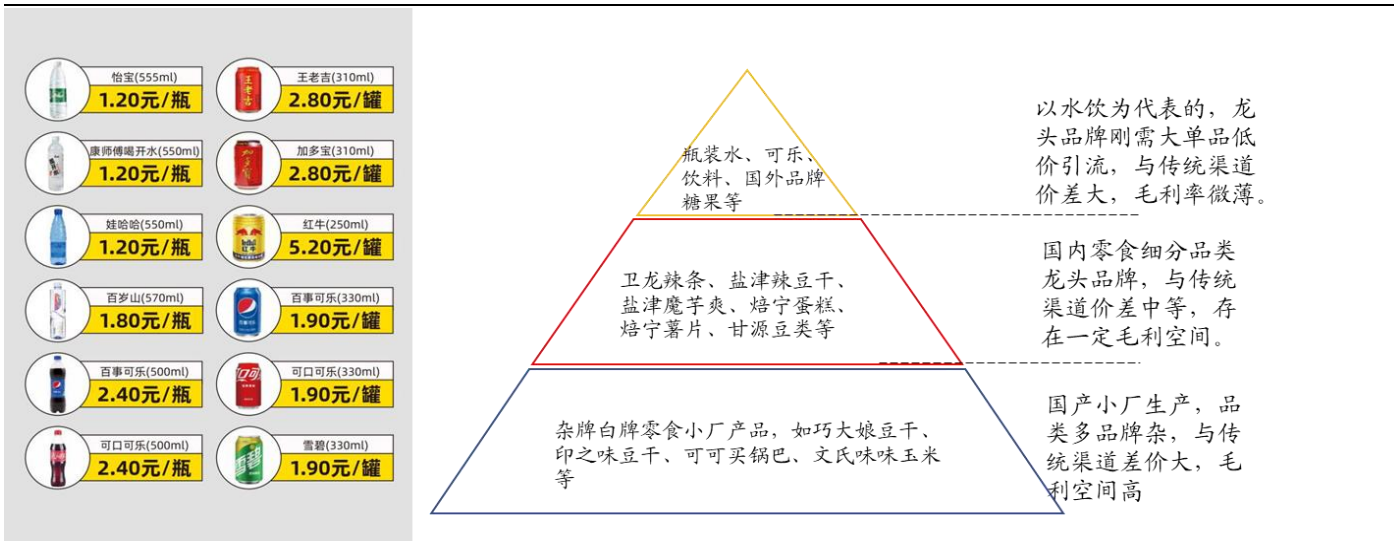
门店收入端		门店初始投入	
工作日单量	250	装修费每平	1000
月工作日	22	面积	100
周末单量	600	装修投入	100000
月休息日	8	加盟费	50000
客单价	30	保证金	30000
月收入	309000	设备等	120000
毛利率	20%	首次备货	200000
月毛利	61800	初始总投入	500000
门店支出端			
房租	14000		
工资	4000		
人数	5		
总工资	20000		
水电杂费	3000		
月净利润	24800	回本周期（年）	1 年 8 个月
净利率	8.03%	回本周期（月）	20.2

数据来源：FoodTalk、零食很忙公司官网、开源证券研究所

### 2.3.3、优秀门店运营和成熟供应链提升经营效率

**产品策略通过大牌低价引流和其他产品贡献利润。**零食很忙产品策略方面做出一定创新。通过水饮+零食的品类策略，水饮产品需求刚性，同时品牌力相对更强，公司通过对这些产品的低价策略来进行引流，对消费者进行价廉物美的心智教育。在选品方面，寻找同品类中头部厂商，并通过门店试销进行优化，渠道规模优势带来较强议价能力，厂家直营或核心大商供货。门店核心单品低价引流，白牌杂牌产品贡献更多毛利。

图26：零食很忙通过大牌产品低价引流、其他品牌贡献利润的产品策略提升同店销售和利润



资料来源：零食很忙官网、开源证券研究所

**评分奖惩措施提升门店运营质量。**门店标准化方面通过线上监控、线下巡店形成对门店完整的评分机制，每月对门店标准化结果评分，并落实到奖惩与改善措施，同时在官方公众号公布评分结果，做到大众监督，从而形成统一门店经营标准，提升整体消费者购物体验。另外获得高分门店的加盟商可以获得优先开店权，配送费、加盟费、保证金减免、信贷支持等各项奖励。

图27：零食很忙在官方公众号向消费者公布门店标准化评分排名



资料来源：零食很忙官方公众号

**供应链为门店运营保驾护航。**零食连锁折扣店内 SKU 数量超 1500 个，丰富的品类要求公司的供应链能力能够保障门店及时准确的订单配送，零食很忙 2021 年投入 5000 万元建设智能化供应链中心，目前设置长沙、衡阳、南昌三大仓储基地，总面积超 6 万平方米，保障门店订单 24 小时内送达。公司预计未来将持续投入 5 亿元建设数字化供应链中心，占地达 117 亩，整体规模达 14 万平米。

## 2.4、折扣店商业模式在海外多年来持续发展

### 2.4.1、海外折扣连锁店发展较早，业态成熟，近年来全球各品牌均成长较快

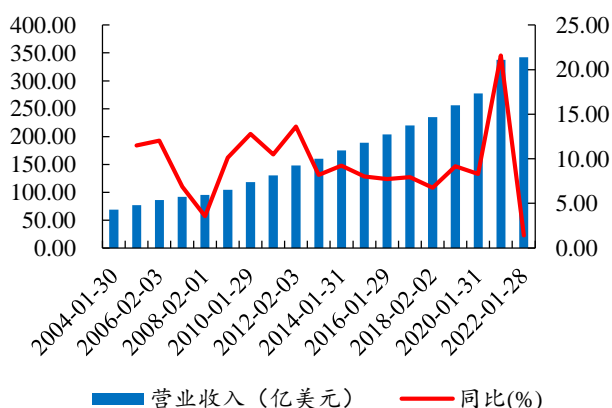
折扣店业态在海外很早就已出现，本质是在经营规模和周转效率的驱动下做到薄利多销，快速拓店，持续增长的一种零售业态。美国 2 大连锁折扣店寡头达乐公司与美元树自 2005 年前后上市以来，营业收入持续增长近 20 年，两家公司门店总数目前均达万店以上规模；日本的百元店品牌大创和软折扣店品牌唐吉诃德同样多年来稳步成长；而根据德勤的数据，全球 2015-2020 年前 50 增长最快零售品牌榜单中，折扣店零售业态有 7 家公司进入。

表7：2015-2020 年前 50 增长最快零售品牌中，7 家为折扣店零售业态

2015-2020 CAGR 增速排名	公司名称	国家	2022 年营收 (百万美元)	2015-2020 CAGR	2020 年收入增速	2020 年净利率
5	A101 Yeni Mağazacılık A.S	土耳其	4536	32.6%	35.4%	-
9	ATB-Market LLC	乌克兰	4552	26.3%	18.1%	3.8%
10	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	土耳其	7891	26.1%	38.0%	4.7%
12	Action Holding BV	荷兰	6425	22.6%	10.2%	4.4%
17	X5 Retail Group N.V	俄罗斯	27310	19.6%	14.3%	1.4%
18	B&M European Value Retail S.A.	英国	6267	18.7%	25.9%	8.9%
22	Pan Pacific International Holdings (唐吉诃德)	日本	15335	17.4%	1.5%	3.2%

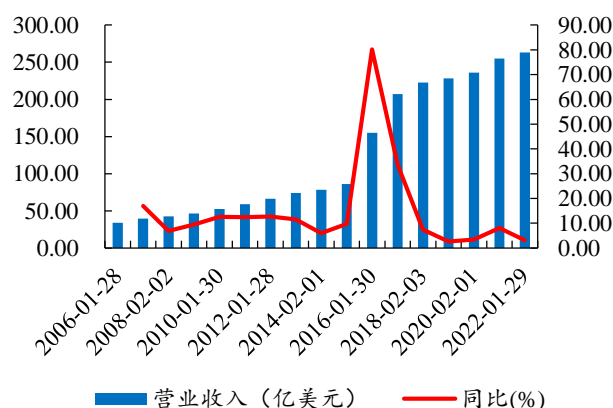
数据来源：德勤、开源证券研究所

图28：达乐公司营业收入自上市以来持续增长



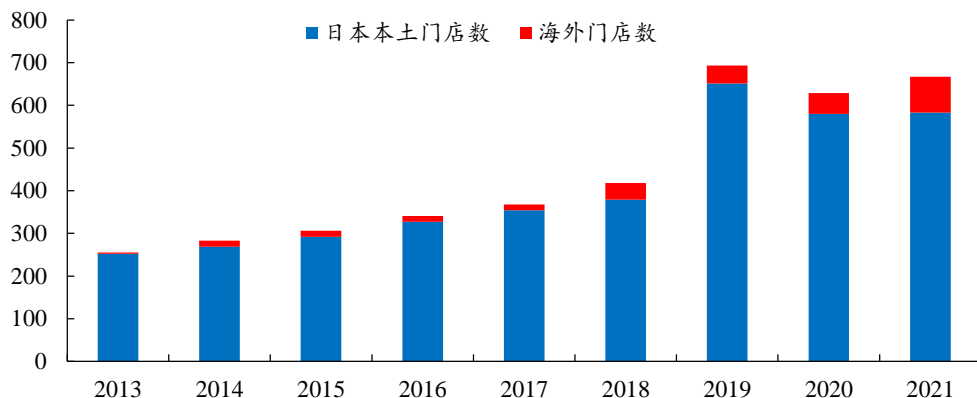
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：美元树收入上市以来持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：唐吉诃德拓店多年来保持增长趋势

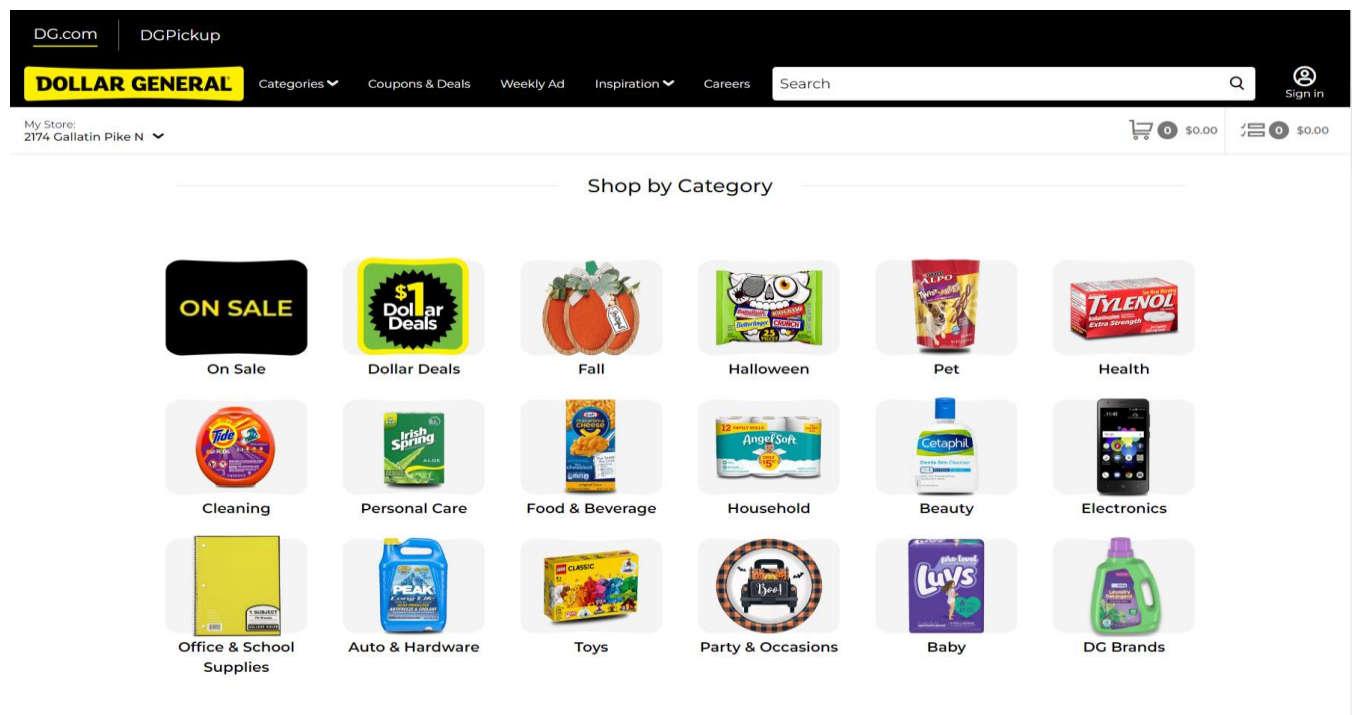


数据来源：唐吉诃德官网、唐吉诃德母公司公告、开源证券研究所

### 2.4.2、达乐公司门店产品物美价廉，同店增长在经济萧条下表现更佳

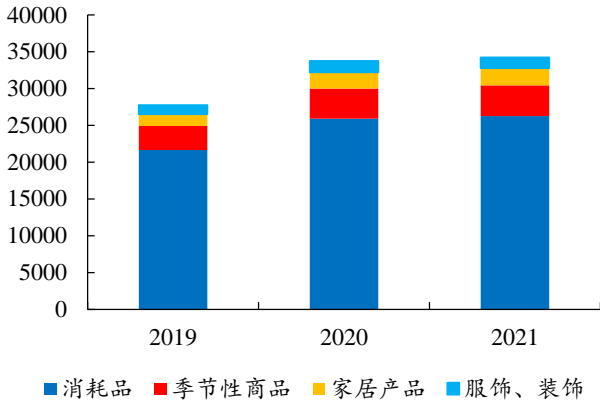
海外成熟连锁折扣店业态门店销售产品丰富多样。以达乐公司为例，门店销售产品中日用消耗品占比最大，通常超过7成，包括各项日化清洁产品、包装食品、健康药品、宠物用品、烟草等，另外还有固定1美元产品和季节性产品吸引客流。公司核心供应商包括可口可乐、百事、玛氏食品、雀巢、宝洁、联合利华、通用磨坊、家乐氏谷物、金佰利纸品、高乐氏洁品、劲量电池等细分品类龙头品牌。

图31：达乐公司销售多种品类产品



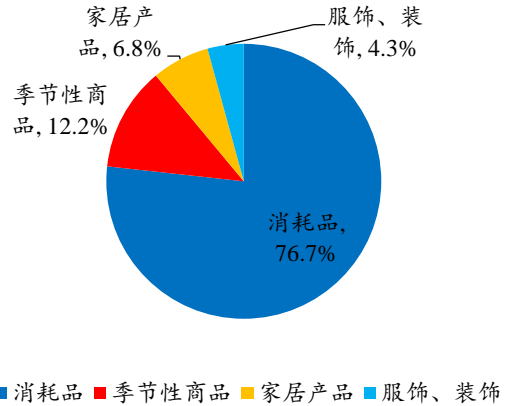
资料来源：达乐公司官网

图32：2019-2021年达乐销售中消耗品占比最大



数据来源：达乐公司年报、开源证券研究所

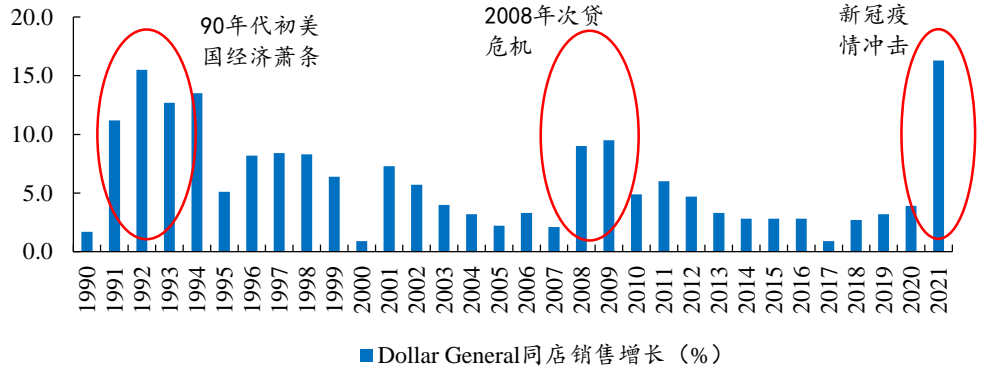
图33：达乐公司2021年销售额76.7%为日常消耗品



数据来源：达乐公司年报、开源证券研究所

同店表现优秀，经济环境较差情况下，同店增速更佳。复盘达乐公司历史同店收入表现，公司同店销售连续31年正增长，并且在90年代初、2008年次贷危机、2021年新冠疫情冲击等美国经济环境恶化情况下，达乐同店销售增速更好。反映出经济衰退影响消费者购买力的情况下，消费者对产品价格敏感度更加提升。

图34：达乐公司门店同店销售收入连续31年正增长，经济萧条时同店表现更佳



数据来源：达乐公司公告、开源证券研究所

### 2.4.3、定位下沉社区，国内零食折扣店同样空间广阔

定位社区折扣店，密集布局，达乐公司与美元树均达万店以上规模。北美连锁折扣店选址定位接近社区，消费者通常居住在距离门店3-4英里，开车10分钟左右路程的半径内，密集布局为消费者提供便利的购物体验。2021年达乐公司门店数量18190家，美元树门店数量16162家，在美国平均每1万人左右覆盖一家社区连锁折扣门店。



华中零食很忙、戴永红、赵一鸣，西南零食有鸣、零食魔法，华东老婆大人，东南锁味等各品牌仍然处在跑马圈地阶段。零食很忙目前在湖南门店数量约 1600 家左右，江西门店数量 200 家左右，布局物流中心长沙、衡阳、南昌，平均每个物流中心覆盖门店 500 家左右，与达乐公司接近。预计未来 3-4 年内零食很忙将在华中三省布局到 3000 家以上门店，拓店空间仍然充足。剔除我国 19 个一线城市和新一线城市人口，国内二线至四线城市共 190 个，人口约 7.4 亿人，国内连锁折扣店仍有深厚的成长潜力，未来国内零食连锁折扣店业态可能成长出类似正新鸡排、蜜雪冰城、绝味鸭脖这样的万店级规模连锁品牌。

表9：各零食连锁折扣品牌在各自区域跑马圈地

	零食很忙	戴永红	赵一鸣	零食有鸣
主要门店区域	湖南、江西、湖北	湖南株洲衡阳等 下沉地级市，进军长沙	江西全省，安徽、广东、福建几省靠近江西的地级市	四川、重庆、河南
经营面积	100 平以上	80-130 平	120 平以上	100 平以上
装修、设备费用	22 万	45 万	20 万左右	20 万左右
首次备货	20 万	20 万	22 万左右	20 万
加盟费	5 万	3 万/年	3.8 万	5 万，限时免收
保证金	3 万	3 万/年	2 万	3 万
SKU	1500SKU，水饮、零食	1200SKU，自有产品 120SKU，鲜食、水饮、零食、日化，根据地利搭配产品品类	1400SKU，零食、水饮、网红产品	1000+SKU，水饮、零食
综合毛利率	18-20%	约 22%	约 20%	约 20%
会员体系	无	有，可积分兑换	有，可积分兑换	无

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

图36：零食有鸣产品价格对消费者吸引力较大；赵一鸣开放福建龙岩、三明，广东韶关、河源，安徽安庆、池州、铜陵等多个江西周边下沉市场加盟



资料来源：赵一鸣官网、零食有鸣官网

### 3、投资建议：积极拥抱渠道变革趋势的零食品牌将快速成长

综上所述，可以观察到随着宏观经济的变化、消费者的消费习惯改变以及新冠疫情事件的冲击，休闲食品的销售渠道也在持续发生变革。国内传统大型商超渠道逐步老化，近年受到疫情冲击较为明显。线上渠道多年来持续发展，但传统天猫淘宝京东渠道近年增速有所放缓，新兴的抖音快手达人直播模式发展迅速。线下新渠道中，现代便利店渠道持续拓店，高端会员店渠道方兴未艾，新兴零食折扣店渠道欣欣向荣，前景广阔。我们认为能够在稳固自身原有基础上，积极拥抱新兴渠道的细分品类零食龙头企业有望受益渠道变革趋势，获得快速成长。

我们看好消费分级的宏观背景下，休闲食品渠道变革带来的投资机会。建议关注洽洽食品、盐津铺子，弹性标的关注甘源食品，受益标的劲仔食品、卫龙美味（拟上市）。

#### 3.1、洽洽食品：瓜子坚果细分品类龙头，品牌势能强大

洽洽食品稳居包装瓜子龙头地位，传统红袋瓜子增长稳定，蓝袋口味创新带来瓜子业务新成长，每日坚果品类拉动公司快速成长。渠道方面，公司线下经销商遍布全国，公司致力未来打造百万终端，完善数字化访销系统，进一步提升公司对线下终端的管理能力；公司品牌力凸显，消费者忠诚度很高，便利店、会员店等新兴渠道在瓜子和坚果品类选品时，洽洽是必配品牌。公司持续推进员工持股计划，组织持续变革，提升一线经营效率，持续稳步增长。

#### 3.2、甘源食品：同时布局高端会员店和零食连锁折扣店，增长潜力较大

甘源食品为豆类坚果细分品类龙头企业，同时布局山姆、盒马等高端会员店和零食很忙等零食连锁折扣店。公司的高端口味性坚果在山姆会员店销售火热，后续将持续导入新品，盒马、Ole、麦德龙等会员店渠道均已合作。零食连锁折扣店方面，公司7-8月通过调整产品、梳理供应链后，9月导入更多单品，零食连锁系统预计将持续放量。公司积极拥抱更具性价比、更碎片化的下沉渠道变革趋势，预计四季度将为公司贡献较大增量。公司2022上半年推出员工持股计划，考核目标2022-2024年收入及利润增长20%、30%、30%，绑定核心员工利益。

#### 3.3、盐津铺子：产品矩阵丰富，布局零食连锁和直播电商渠道

盐津铺子产品聚焦深海零食、烘焙、薯片、辣卤、果干五大品类，产品矩阵丰富多样。后疫情时代休闲食品渠道呈变革背景下，公司聚焦全渠道覆盖的发展策略，积极拥抱零食连锁系统和直播电商渠道，采取多品牌策略销售，产品和渠道实现结构性持续优化，收入利润表现亮眼。

### 3.4、劲仔食品：休闲鱼制品细分龙头，产品创新布局现代渠道

劲仔食品是休闲鱼制品龙头企业，传统流通渠道基础牢固，公司积极拥抱渠道变革趋势，通过大包装产品在连锁超市、便利店等现代渠道持续渗透，大包装产品价格带上移，对有服务能力的经销商提供更多费用支持，提升经销商铺货积极性，通过整组陈列品牌露出，带动公司销量快速增长。除休闲小鱼产品持续增长外，公司在豆制品、禽肉制品品类持续布局，均已获得一定成绩，未来在鹌鹑蛋、魔芋、素肉品类中不断创新，具有较大增长潜力。公司持续推进产能布局，2022年8月新增2250吨鱼制品产品已顺利投产，为公司未来增长保驾护航。

### 3.5、卫龙美味（拟上市）：辣味零食龙头，品类和渠道持续扩张

公司产品品类延伸持续迭代，蔬菜制品和新品类接力增长，后续潜力大。卫龙在面制品品类中占据龙头地位，在辣味赛道上不断扩充品类，推出魔芋爽和海带产品，基于原有渠道，公司资源倾斜，实现高速增长。卫龙线下渠道以商超、连锁便利店等现代渠道和批发市场、小型杂货店、非连锁便利店、夫妻店等传统渠道为主，线上渠道则以经销商分销和自营店直销为主。公司渠道拓展空间广阔，大部分销售来自于低线市场，合作经销商超过2000名，公司产品符合大众消费需求且下沉市场潜力十足。

表10：可关注洽洽食品、盐津铺子，弹性标的重点关注甘源食品，受益标的劲仔食品、卫龙美味（拟上市）

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			EPS		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024
002557	洽洽食品	45.33	229.82	2.01	2.36	2.70	22.55	19.21	16.79
002847	盐津铺子	105.37	135.60	2.34	3.18	4.54	45.03	33.14	23.21
003000	劲仔食品	10.7	43.14	0.30	0.40	0.52	35.67	26.75	20.58
002991	甘源食品	75.97	70.82	2.02	2.94	3.79	37.61	25.84	20.04

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除劲仔食品盈利预测来自Wind一致预期外，其他盈利预测均来自开源证券研究所，股价截至2022年11月24日

## 4、风险提示

产品动销不及预期风险，疫情反复影响销售生产风险，原材料涨价影响成本风险，食品安全风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn