



Research and
Development Center

量贩零食店兴起，新零售自由

2022年12月7日

证券研究报告

行业研究

专题报告

零食连锁 行业

投资评级

上次评级 -

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号：S1500520110001

邮箱：mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

量贩零食店兴起，新零食自由

2022年12月7日

本期内容提要：

◆**投资建议：**当前零食零售端正在发生较大的渠道变迁，零食量贩店供给端和需求端模型跑通，将高效承接来自传统卖场商超的流量转移，该业态有望迎来高速发展，当前行业门店数量总共过万家，后续业态跑出多家万店连锁品牌可期。对于上游零食厂商，在该渠道能够实现一定的盈利，通过积极拥抱该渠道，有望尽享渠道快速发展红利，其次零食量贩店下沉能力强，零食厂商拥抱该渠道将更好进入下沉市场。

◆**零食量贩店底层逻辑跑通，供给端单店模型好，高性价比切中需求。**当前来看，零食量贩店走低毛利高周转的生意模式，供给端渠道价值链条分配跑通，相比传统的商超卖场等业态无陈列费、条码费等渠道费用，通过更高效的选品组合在终端的高周转实现盈利，终端低价下仍能保障零食厂商和业态单店模型的跑通，零食很忙等头部品牌单店能实现8%的净利率，供给端商业模式良性。需求端，高性价比和品类丰富度切中消费者尤其是低线消费市场的需求，同样走高质低价路线的蜜雪冰城验证了性价比需求存在的扎实土壤。综合供给端和需求端，零食量贩店的底层逻辑良性且可持续。

◆**行业方兴未艾，后续跑马圈地加速开店可期。**市场质疑这个业态以性价比为切入点，会不会很快导致严重的同质化竞争和打价格战。当前来看，零食量贩店专注于做零售端的生意，这个生意的核心在于效率，而零食量贩店相比传统的KA等业态效率更高，因此当前行业仍处于瓜分传统零售业态释放的市场份额阶段，内部品牌以跑马圈地为主，赛道远未到针锋相对打价格战的恶性竞争程度。行业品牌当前正处于快速跑马圈地阶段，比如零食很忙，成立5年开出近2000家门店，零食有鸣当前600家门店，年底我们预计有望突破1000家。

◆**赛道空间广阔，零食厂商积极拥抱，尽享渠道发展红利。**按照零食很忙门店开拓计划，开拓空间将突破3万家，零食量贩店赛道有望孵化出多家万店连锁业态。对于零食厂商而言，伴随着零食量贩店的发展，有望实现渠道扩张，其次，零食量贩店主打性价比，在广袤的下沉市场具备扎实的消费土壤，通过拥抱零食量贩店，零食厂商有望加速品牌下沉。市场担忧渠道做大做强会不会对零食厂商进行反制，首先当前零食量贩店重心在于加速跑马圈地，供应链整合并非其战略重心，其次，对于品类加工深并且品类品牌相对强势的情况下，零食量贩店向上整合供应链不符合商业逻辑。

◆**投资建议：**盐津铺子，零食量贩先行者，品类矩阵丰富，渠道转型敏锐度高，持续受益零食量贩渠道高景气度。甘源食品，2022Q3全面拥抱零食量贩店，强产品力，高端会员店和零食量贩店双线齐驱，放量弹性好。良品铺子，线下零食连锁资深品牌，供应链管理和门店运营经验丰富，若公司介入高景气度的零食量贩店，高端主业和性价比零食量贩店双轮驱动，未来可期。

◆**风险因素：**食品安全问题、行业竞争加剧、连锁管理半径有限。

目录

1.效率取胜，零食店乘势而上.....	4
1.1. 渠道演变：零食量贩兴起，渠道红利正当时.....	4
1.2. 底层逻辑：供给端模式跑通，高性价比切中需求.....	5
1.3. 迭代趋势：向食杂店演变，单店更具生命力.....	7
2.天高海阔凭鱼跃，跑马圈地正当时.....	8
2.1. 门店空间广阔，头部品牌加速开店.....	8
2.2. 渠道红利释放中，厂商积极拥抱将受益.....	10
3.受益标的.....	11
3.1. 盐津铺子：零食店先行者，持续受益.....	11
3.2. 甘源食品：调整渠道战略，全面拥抱.....	11
3.3. 良品铺子：零食连锁资深品牌，调整定位积极入局.....	12
3.4. 劲仔食品：鱼类零食领军品牌，华中区域有望加速发展.....	13
4.风险因素.....	14

表目录

表 1: 零食很忙为代表的零食量贩店单店模型跑通.....	5
表 2: 零食量贩店具备价格优势.....	6
表 3: 零食量贩店和零食品类店的对比.....	7
表 4: 零食量贩店方兴未艾，品牌仍处于跑马圈地阶段.....	8
表 5: 零食很忙在长沙人均保有量约为 2.5 万人/家.....	10

图目录

图 1: 流量红利下，线上零食份额过去十年快速提升.....	4
图 2: 超市卖场市场向折扣店/品类店业态转移.....	5
图 3: 主打性价比的蜜雪冰城近年快速开店.....	7
图 4: 零食市场近万亿规模增速高，需求扎实.....	7
图 5: 零食连锁店区域群雄并起.....	8
图 6: 零食很忙湖南起家.....	8
图 7: 零食很忙成立五年开出近 2000 家门店.....	9
图 8: 零食优选目前门店数量超 700 家.....	9
图 9: 盐津铺子在零食量贩店持续放量.....	11
图 10: 盐津铺子在零食很忙的陈列位.....	11
图 11: 零食量贩店放量将助力公司股权激励完成.....	12
图 12: 甘源全面拥抱零食量贩渠道.....	12
图 13: 目前我国拥有 300+家会员类超市.....	12
图 14: 零食店、会员店及电商等渠道在 23 年有望明显放量.....	12
图 15: 良品全渠道拥抱，线上线下营收各占一半.....	13
图 16: 良品线下门店突破 3000 家.....	13
图 17: 疫情影响单店受损，疫情恢复，单店具备较好的弹性.....	13
图 18: 大包装放量推动劲仔加速发展.....	14
图 19: 劲仔积极拥抱零食店有望加速华中发展.....	14

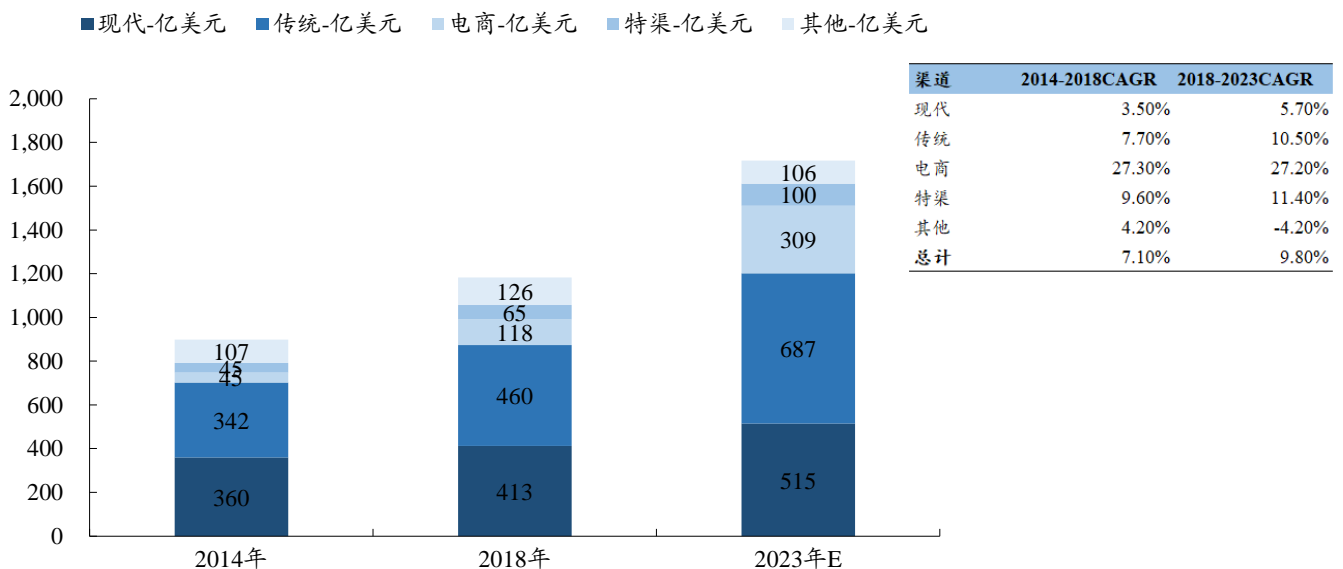
1. 效率取胜，零食店乘势而上

1.1. 渠道演变：零食量贩兴起，渠道红利正当时

2000-2010年，以商超渠道切入的零食品牌实现快速发展。随着改革开放后经济的蓬勃发展，中国内地的超市行业逐步起步，国际商超巨头纷纷转战中国市场，包括家乐福、沃尔玛等品牌。在外资品牌的推动下，我国商超业态快速增长。这一阶段，商超渠道红利下，洽洽、有友等零食品牌亦实现了快速发展。

2010-2020年，商超景气度有所降低，线上零食品牌快速放量。2013年之后整体商超的景气度受到线上的冲击有所降低，线上凭借流量红利成为零食售卖的重要渠道之一，三只松鼠、良品铺子等积极拥抱线上渠道的品牌，在这一阶段尽享零食渠道变革的红利，规模体量实现快速提升。在该阶段末期，部分省会城市逐步出现少量零食折扣店品牌，这些业态主打便宜低价，布局在一些大型购物中心周边。

图 1：流量红利下，线上零食份额过去十年快速提升



资料来源：上好佳招股说明书，信达证券研发中心

2020-2022年，商超等业态被分流，向外释放市场份额，零食量贩店凭借效率异军突起。线上受到拼多多等价格体系的冲击，线下受到社区经济的冲击，近年传统商超业态人流量下滑明显。2000-2010年是国内大卖场发展的黄金期，当时拿店租金普遍低，当前大卖场逐步面临租约到期，在当前高房租、高人力成本的发展压力下，商超业态的市场份额我们预计将逐步向外释放。零食量贩店应势在湖南、江西等省会开始兴起，承接部分商超释放的市场份额，零食很忙、赵一鸣等品牌乘势而上。线上易比价及疫情造成经济短期承压的催化下，更多的消费者对于价格更为敏感，加速了主打高性价比的零食量贩店的发展。同时零食店经过行业内部的演变和迭代，逐步脱离了原有的临期折扣、杂牌多的固有印象，加大了与零食头部品牌的合作力度，零食量贩店概念兴起。

图 2: 超市卖场市场向折扣店/品类店业态转移


资料来源: 无届资本微信公众号, 信达证券研发中心

1.2. 底层逻辑: 供给端模式跑通, 高性价比切中需求

供给端: 低毛利高周转的商业模式跑通。零食连锁整体走的是高周转低毛利率的商业运作模式, 目前主流零食品牌的毛利率约为 20%左右。整体来看, 零食量贩店的最终零售价相对于传统的商超、夫妻老婆店、便利店的竞争力非常强, 同样的商品他们能够比其他类型的零售业态低 20-30%, 价格竞争优势非常明显, 核心在于 1) 零食量贩品牌和上游厂商通常采用直接合作的模式, 2) 能够去掉传统商超中繁琐的中间环节产生的费用, 比如陈列费、条码费等, 通过更高效的选品组合在终端的高周转实现盈利。因此, 零食量贩渠道能够打造“性价比”, 在于渠道运作效率上高于传统的卖场商超, 而非烧钱补贴消费者的低价。而对于上游供货商来说, 零食渠道不需要收取高额各类渠道费用并且账期短, 能够保证供货商在终端低价的情况下, 仍能实现较好的盈利能力。当前来看, 零食量贩店的低毛利高周转的渠道价值分配链条持续跑通, 厂商能够实现一定的盈利, 零售终端单店端盈利能力亦表现较好。以零食很忙为例, 零食很忙当前平均日销能够达到 13600 元, 选品上兼顾盐津、甘源等引流品牌及毛利率高的白牌产品, 门店盈利能力能够达到 8%左右, 加盟商的投资回收期表现优秀, 单店模型基本跑通。而对于连锁业态而言, 核心就在于单店模型的跑通。良性健康的单店模型下, 零食量贩店后续有望快速复制, 实现跑马圈地。













表 1: 零食很忙为代表的零食量贩店单店模型跑通

零食很忙		
选址	大型社区/成熟商圈	备注
单店面积-平米	100-120, 不低于 100	
门店销售额-元/日	12,500	门店日销 10000-15000 元
客单价-元/人/天	38	
客单数-人	327	
毛利-元/月	68625	
毛利率	18%	
租金-元/月	14000	
人工-元/月	20000	4-5 人

水电等杂费-元/月	4000	
净利润-元/月	30625	
净利率	8.17%	
前期投资	60-80 万元	加盟费 5 万+保证金 3 万+装修 10 万+设备 12 万+首次备货 18-20 万+租金转让费等
投资回收期-年	1.5-2	
坪效-万/平米	4.1	按照 110 m ² 来算

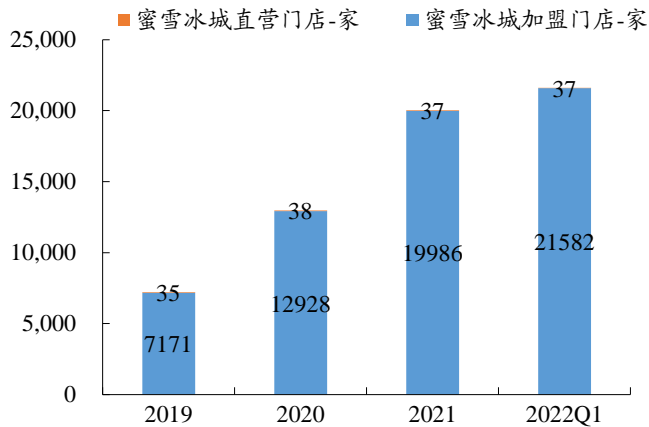
资料来源:零食很忙官网,信达证券研发中心

表 2: 零食量贩店具备价格优势

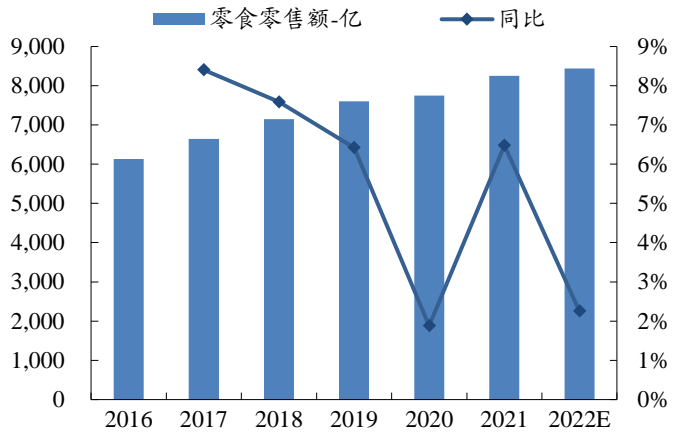
零食优选	美宜佳	华润万家
 <p>甘源 蟹黄味瓜子仁 40g/袋 ¥2.5</p>	 <p>甘源蟹黄味瓜子仁40g/包 2人想买 ¥3</p>	 <p>甘源蟹黄瓜子仁75g ¥7.99/75克</p>
 <p>真果粒 牛奶草莓味饮品 盒 4人想买 满119减20 领券 ¥3.5</p>	 <p>蒙牛草莓真果粒牛奶饮品250ml 月售0 用券满119减20 领取 ¥5/250克</p>	 <p>蒙牛康美包真果粒草莓果粒250 ¥4/250克</p>
 <p>洽洽 山核桃味瓜子 108g 3人想买 满39减7 领券 ¥7</p>	 <p>【世界杯满30减5】洽洽山核桃味瓜子108g/包 月售4 满30减5 领券 ¥9.5</p>	 <p>洽洽山核桃瓜子108g 用券满129减30 领取 ¥8.99/108克</p>
 <p>元气森林 王林青苹果味饮料 0糖0脂0卡路里苏打气泡水 果味汽水 无糖 瓶装 月售1 ¥5.43</p>	 <p>元气森林白桃味苏打气泡水480ml 月售3 ¥6.5/480克</p>	 <p>元气森林白桃味苏打气泡水480ml 月售0 ¥5.5/480克</p>

资料来源:美团外卖,信达证券研发中心 注:选择了相同地址下配送距离相似的不同店铺的价格

需求端: 产品丰富度和高性价比切中消费者需求。对于消费者来讲,零食消费属于可选消费,是持续消费升级的衍生需求。而国内经过过去多年的经济发展,消费水平显著提升,消费者对于零食等可选消费需求进一步提升。尤其是低线城市的消费者对于休闲零食的需求逐步涌现,品类丰富和主打性价比的零食量贩店则精准切中消费者的嘴巴和口袋。主打性价比的大众消费需求毋庸置疑,蜜雪冰城近年快速开店可见一斑。其次,在零食品类的丰富度上,量贩店相比其他的业态发展更为全面。对比同样价格相对低的线上,零食量贩店在物理距离上离消费者更近,更能满足零食消费的冲动式购买。因此,依托高性价比、品类丰富度等核心优势,零食量贩店在需求端具备扎实的基础。

图 3: 主打性价比的蜜雪冰城近年快速开店


资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 信达证券研发中心

图 4: 零食市场近万亿规模增速高, 需求扎实


资料来源: 卫龙招股说明书, 信达证券研发中心

如何看待该业态的持续性和生命周期? 市场质疑这个业态以性价比为切入点, 会不会很快导致严重的同质化竞争和打价格战。当前来看, 零食量贩店售卖的为其他品牌厂商的产品, 专注于做零售端的生意, **这个生意横向对比的核心在于效率, 而零食量贩店相比传统的 KA 等业态效率显著更高**, 高效率下保障该业态的持续性和长生命周期。当前行业仍处于瓜分其他零食零售业态的发展初期, 内部品牌以跑马圈地为主, 赛道远未到争锋相对打价格战的恶性竞争程度。

零食量贩店相比一般的夫妻老婆店具备更好的规模效应。 零食量贩店降低了无效费用的投放, 在效率上显著高于 KA 等业态, 那么如何去看待零食量贩店与夫妻老婆店等零售业态的竞争优势? 零食量贩店在规模优势上是好于夫妻老婆店等业态的, 这也是零食量贩店能够在价格上更有优势的核心原因。

1.3. 迭代趋势: 向食杂店演变, 单店更具生命力

为何以来伊份为主的零食连锁形态先出现, 而零食量贩店后兴起? 零食品类店、连锁店的兴起伴随着消费者对于食品安全的关注度提升, 在 2010 年前后, 国内食品安全问题频发, 饱受争议, 消费者更为关注食品安全。其次, 零食消费属于可选消费, 率先实现零食自由的往往是经济水平较高的消费者。以来伊份为代表的自主品牌零食连锁店, 顺应了当时的时代消费需求, 率先在市场上兴起。其次, 我们可以看到线上电商在过去十年经历了快速的发展, 零食量贩店的出现有线上电商平台发展旺盛的推动, 电商零售让消费者对于零食的品类、价格、性价比等全方位都有突破性的认知。而随着更多的消费者消费能力的提升, 在这样的认知基础上, 他们期待能够实现自己的零食自由。当前正处于这样的一个趋势节点, 所以消费者首先将目光投向了自己能够消费的平价零食, 在需求端给予零食很忙等主打性价比的业态发展的土壤, 从而零食量贩店近年应运而生, 快速扩张。

表 3: 零食量贩店和零食品类店的对比

项目	零食很忙等零食量贩店	来伊份等初代零食品类店
生意模式	渠道品牌, 专注渠道终端零售	代工+贴牌模式+自建渠道端
售卖产品	甘源、劲仔等零食品类品牌	自主品牌
价格定位	主打性价比	中端价位
SKU	1600+	800+
门店分布	兴起于二三线城市, 以街边店、社区店为主	以社区店、购物中心等店型为主

资料来源: 零食很忙官网, 来伊份官网, 信达证券研发中心

零食量贩店以散装产品切入，品类深度和宽度持续迭代。从零食售卖形态上来看，散称产品对于零售终端的面积和场景要求更高，对于品牌的要求弱于定量装。零食店以散称产品差异化切入，散装产品的销售占比显著高于便利店等其他零售业态。从演变趋势上看，零食量贩店的品类从次高频向高频不断迭代，从定量装、散称零食逐步延升到方便食品、水饮、牛奶、乳制品等，必需高频的产品占比越来越高。这带来的是购物覆盖时间段的延长，门店逐步能够去满足更为多样化的消费需求。在迭代的过程中，零食店也逐渐拓宽了自己面向的消费群体，从面向某些个人转向更多年龄阶段的人群，包括偏向家庭消费的老年群体、爱潮流的年轻人等，广泛的消费群体在此都能够找到适合自己的零食。整体从趋势上来看，国内的零食量贩店逐步在向国外的食杂店、折扣店演进，在单店的打造上也将更具生命力。

2. 天高海阔凭鱼跃，跑马圈地正当时

2.1. 门店空间广阔，头部品牌加速开店

零食量贩店当前万家门店，区域群雄并起。业态当前主流的品牌成立时间大多在 2010 年前后及近些年，区域上大多起源于湖南、浙江、江苏等南方城市，定位上主打性价比，品类丰富度高。当前来看，零食量贩店单店模型良性，门店终端标准化程度高，业态主流商业模式为加盟连锁，适合前期快速实现跑马圈地。行业门店总数已过万家，区域内群雄并起，比如湖南有零食很忙、戴永红，浙江有老婆大人，厦门有糖巢等等。零食量贩品牌的门店当前主要聚焦在大本营及周边市场，比如零食很忙门店主要聚焦湖南、江西布局少部分门店，赵一鸣门店聚焦江西、零食有鸣门店聚焦四川等。

图 5：零食连锁店区域群雄并起



资料来源：食品商微信公众号，信达证券研发中心

图 6：零食很忙湖南起家



资料来源：零食很忙官网，信达证券研发中心

表 4：零食量贩店方兴未艾，品牌仍处于跑马圈地阶段

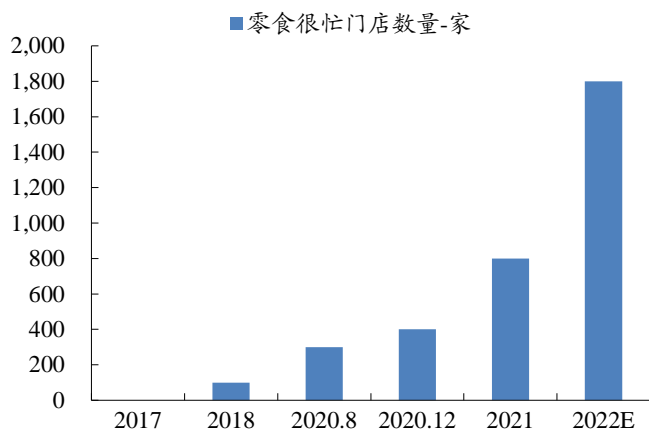
公司名称	基本介绍	品牌定位	门店数量	主要区域	销售模式
贪吃小站	贪吃小站于 2008 年在安徽省成立以来，公司主要经营休闲食品的研发、生产、加工和销售，致力于打造休闲食品的精致化、生活化。	性价比	2600+	安徽/苏州/扬州/盐城/淮安/无锡等	加盟
零食很忙	零食很忙于 2017 年在长沙创立，定位于普通老百姓大众需求的零食品牌，以社区门店为主，打造老百姓家门口的零食连锁品牌。	性价比	1800+	湖南(800+)/江西(100)	直营+加盟

公司名称	基本介绍	品牌定位	门店数量	主要区域	销售模式
糖巢量贩零食	2011年创立于厦门，主要以休闲食品专卖为主，公司将继续本着“一切为人民省钱”的经营理念服务于各位新老客户。	性价比	1000+	福建(300)/广东(40+)	加盟
悠百佳	悠百佳成立于2005年，总部位于上海宝山。主要经营品种有鱼制品、肉制品、干货、炒货等。	性价比+自有品牌	1000+	江苏(150+)/浙江(150+)/湖南(75)	加盟
零食优选	2018年成立于长沙，“零食优选”是一家以开设在家门口的专业零食店作为全新解决方案的品牌公司。	性价比	700+	湖南(100+)	加盟
老婆大人	老婆大人量贩零食店在2010年创立于宁波，汇集全球国内外3000种特色休闲零食，品质同步国际潮流，真正实现“低价优质”。	性价比	600+	浙江(510+)	加盟
赵一鸣	赵一鸣创立于2015年，总部位于江西。赵一鸣凭借行业积累，通过整合优质供应链资源，与厂商直接合作，为消费者提供真正意义上物美价廉的产品。	性价比	600+	江西(600+)	直营+加盟
好想来	好想来零食店创立于2011年，总部位于江苏。在售产品包括坚果炒货、烘培糕点、果脯蜜饯等12大类，4000多个品种。	性价比	600+	江苏(600+)	加盟+直营
戴永红	戴永红始创于1996年，总部位于湖南。现发展成为一家集农产品加工、仓储物流和连锁服务于一体的商业连锁企业。	性价比	500+	湖南(500+)	加盟
爱零食	爱零食创立于2020年，总部位于湖南。致力将美味、健康、营养、精致的零食带给广大美食爱好者，更为购物者在精心挑选零食的同时享受更好的购物体验。	性价比	500+	湖南(500+)	加盟
舌尖零食	舌尖零食创立于2012年，总部在湖南。公司主营东南亚、欧美及全球各地进口食品、进口牛奶、休闲食品酒水、饮料、熟食及各地特产。	性价比	500+	湖南(400+)/贵州(50+)	加盟

资料来源：各公司官网等，信达证券研发中心 备注：括号内为门店数量，单位-家。

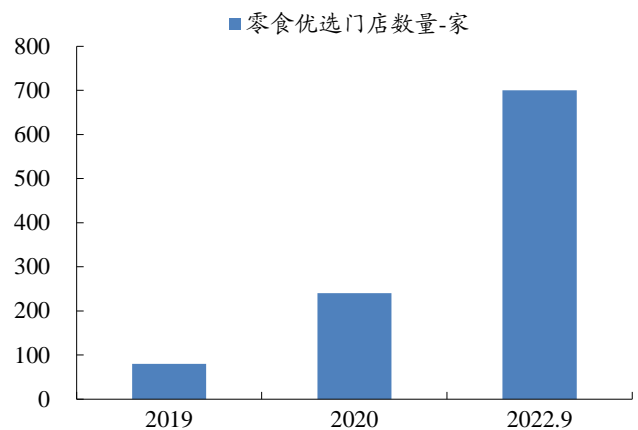
行业处于加速跑马圈地阶段。行业当前仍处于发展初期，门店密度仍有较大提升空间，品牌大多处于快速跑马圈地当中。比如湖南的零食很忙2017年于长沙成立，2018年门店数量突破100家，2021年门店数量突破800家，今年全年净开门店超1000家，5年时间开门店近2000家。同样地，起源于四川的零食有鸣于2019年创立，目前门店约为600家，今年年底公司门店数量有望突破1000家，2026年零食有鸣规划达到2万家店规模，行业加速开店可见一斑。

图7：零食很忙成立五年开出近2000家门店



资料来源：零食很忙官网，信达证券研发中心

图8：零食优选目前门店数量超700家



资料来源：零食优选官网，信达证券研发中心

如何看待零食量贩店后续的开店空间？当前行业处于发展初期，讨论这个问题其实为时尚早，但希望通过简单的测算，希望对于这个业态长期的发展能有一定的指引。以零食很忙官网披露的数据来看，当前零食很忙在长沙、岳阳、南昌等地门店布局较多，按照零食很忙官网披露的最终发展目标“省会饱和 300 店、下面每个地市 15-30 家店、每个地市下面县城 3-5 家店、每个县城下面 40% 乡镇开 1 家店”进行估算，**对应未来门店规划超过 3 万家，这仅为零食很忙一家品牌的门店目标。**长沙市为零食量贩店业态发展靠前的城市，除了零食很忙，还有戴永红（11 家）、零食优选（24 家）、爱零食（300 家）等知名品牌，谨慎估计，长沙零食量贩店当前保有量超过 800 家，对应人均保有量高于 1.5 万人/店，零食量贩业态适应性好，下沉市场亦能跑通单店。按照当前全国总人口粗略估算，**中期全国零食量贩店数量有望超 10 万家。**

表 5: 零食很忙在长沙人均保有量约为 2.5 万人/家

	常驻人口-万人	零食很忙门店数量-家	人均保有量-万人/店
长沙	1023.93	416	2.5
岳阳	504.22	118	4.3
益阳	382.78	65	5.9
南昌	643.75	102	6.3
湘潭	270.9	42	6.5
娄底	382.7	56	6.8
邵阳	646.83	82	7.9
怀化	455.95	54	8.4
株洲	388.33	45	8.6
衡阳	662.1	75	8.8
萍乡	180.59	18	10.0
常德	523.8	50	10.5
张家界	151.03	14	10.8
永州	519.05	30	17.3
郴州	465.79	21	22.2
湘西	247.63	7	35.4
九江	456.07	7	65.2
咸宁	261.27	2	130.6
抚州	357.94	2	179.0
合计		1206	

资料来源：零食很忙官网，信达证券研发中心 备注：由于公司当前开店速度快，官网门店数量未实时更新，仅供参考，当前公司门店数量约为 1800+家。

2.2. 渠道红利释放中，厂商积极拥抱将受益

如何看待上游厂商和下游零食量贩店的合作以及厂商在其中的竞争优势？零食厂商和量贩店合作是共赢的关系。对于零食厂商来说，零食量贩店蕴含着巨大的渠道红利，积极拥抱有望实现弯道超车。市场质疑，会不会零食量贩店逐步做大之后反制零食厂商？零食量贩生意核心为单店模型的跑通，跑马圈地是其当前要义，中短期进行自有品牌的推出概率低，尤其是当这个零食品类本身加工相对附加值高并且具备头部厂商，比如洽洽的瓜子、甘源的青豆、劲仔的小鱼等。因此对于零食厂商来说，积极拥抱该渠道将更为充分享受到该渠

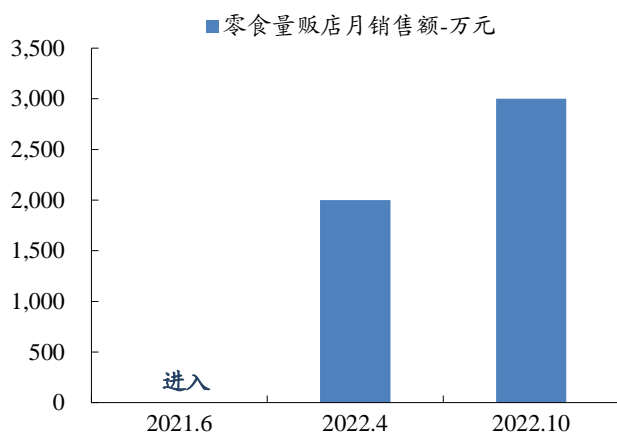
道扩张的红利，从而加速提升市场终端的份额。其次，零食量贩店主打性价比，渠道下沉能力好，零食厂商品牌通过进入零食量贩渠道将加速其在下沉市场的开拓。

3. 受益标的

3.1. 盐津铺子：零食店先行者，持续受益

调整迅速，率先拥抱零食店渠道，持续享受渠道扩张红利。受到 KA 人流量下滑的影响，21Q2 公司业绩短期承压。春江水暖鸭先知，21Q3 起公司迅速进行战略转型升级，由渠道驱动增长升级为产品、渠道双轮驱动增长，聚焦面包、薯片等核心品类。在供应链改造到位的基础下，公司开始全面拥抱零食很忙等零食店渠道，经过小半年爬坡，2022 年 4 月，公司在零食很忙的销售额突破 2000 万/月，SKU 也由初期的 2 个逐步增加至 29 个。当前来看，公司在零食量贩渠道的销售额近 3000 万/月，作为拥抱零食店的先行者，公司将持续享受零食量贩渠道快速扩张的红利。展望后续，公司渠道转型敏锐度高、执行力强，率先拥抱高景气度的零食店渠道，电商渠道推出合伙人计划完善激励机制，零食量贩店和电商渠道将持续贡献业绩增量，助力公司高成长。

图 9：盐津铺子在零食量贩店持续放量



资料来源：盐津铺子微信公众号，信达证券研发中心

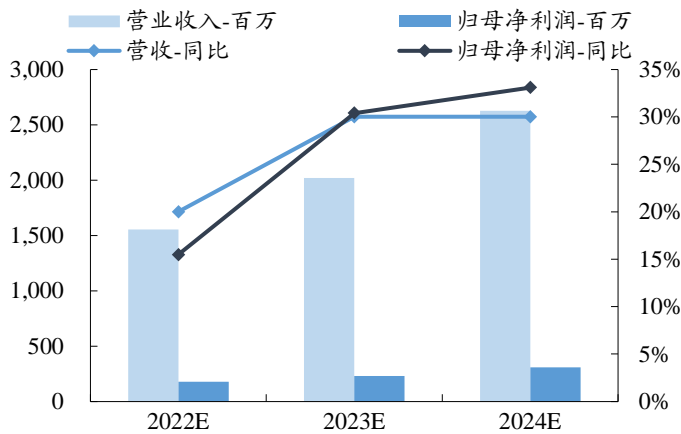
图 10：盐津铺子在零食很忙的陈列位



资料来源：盐津铺子微信公众号，信达证券研发中心

3.2. 甘源食品：调整渠道战略，全面拥抱

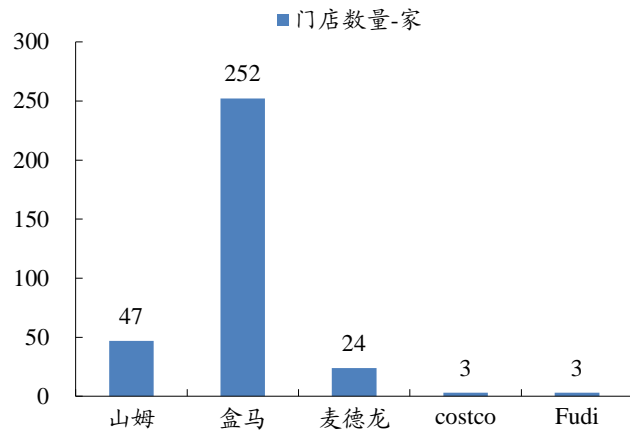
渠道重心转向零食店，渠道红利下，放量可期。甘源此前基于价盘管控的考虑，对于全面拥抱零食量贩渠道有所疑虑。随着量贩零食模式的持续发展，公司充分认知到该渠道的发展机遇，于今年 Q3 公司调整渠道重心，调整供应链全面拥抱零食量贩渠道，当前公司已和零食很忙、赵一鸣等多个零食连锁品牌达成合作，后续有望充分享受零食渠道发展红利。其次，零食量贩店产品主打性价比，产品矩阵亦适应流通渠道，甘源营收主要来源 KA/BC 等渠道，流通渠道占比低，后续适应的产品导入流通渠道，亦有望带来可观增量。公司产品力强，产品进入山姆、盒马等高端会员类超市，销售情况亮眼。当前零食渠道向会员类超市和零食量贩店变革的趋势显著，公司产品既能做高端也能走性价比，高度契合渠道变迁趋势，渠道红利将提振公司业绩。

图 11: 零食量贩店放量将助力公司股权激励完成


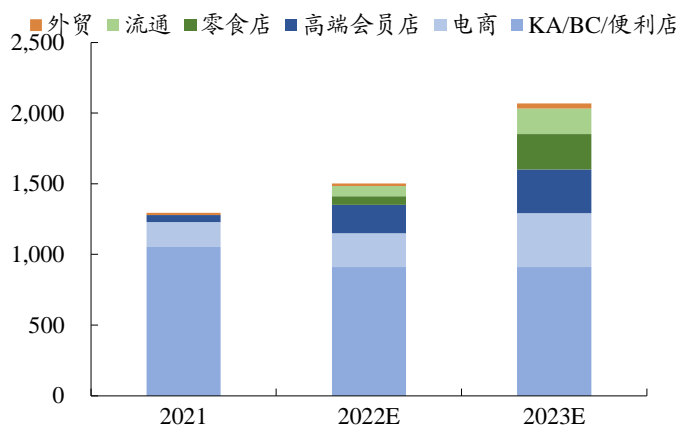
资料来源：甘源食品公司公告，wind，信达证券研发中心 公司股权激励目标，股权激励费用根据公司计划摊销计算

图 12: 甘源全面拥抱零食量贩渠道


资料来源：信达证券研发中心

图 13: 目前我国拥有 300+家会员类超市


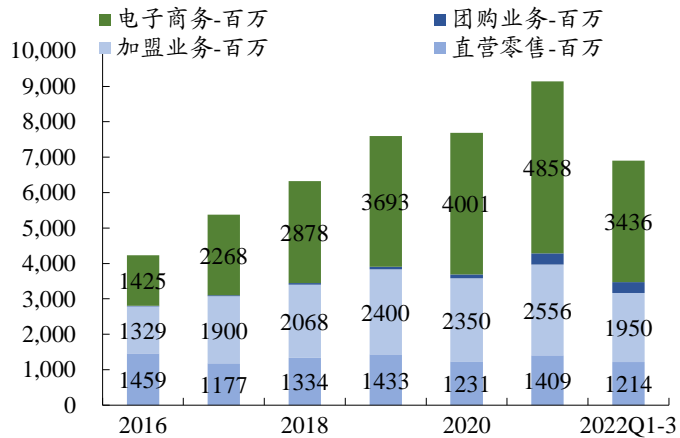
资料来源：窄门餐眼、21 世纪商业评论、Costco 小程序、美团到家、信达证券研发中心

图 14: 零食店、会员店及电商等渠道在 23 年有望明显放量


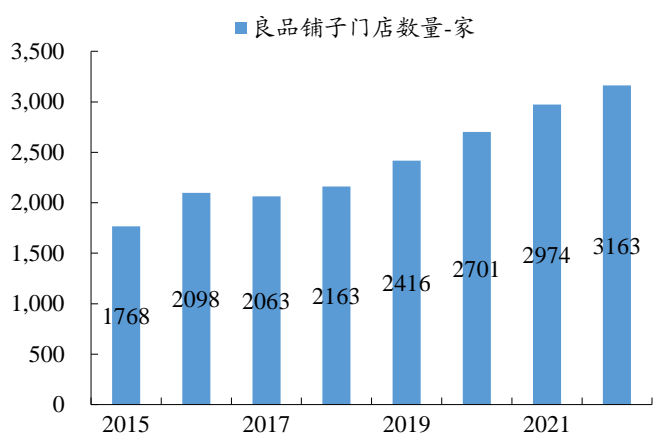
资料来源：信达证券研发中心 单位：百万元

3.3. 良品铺子：零食连锁资深品牌，调整定位积极入局

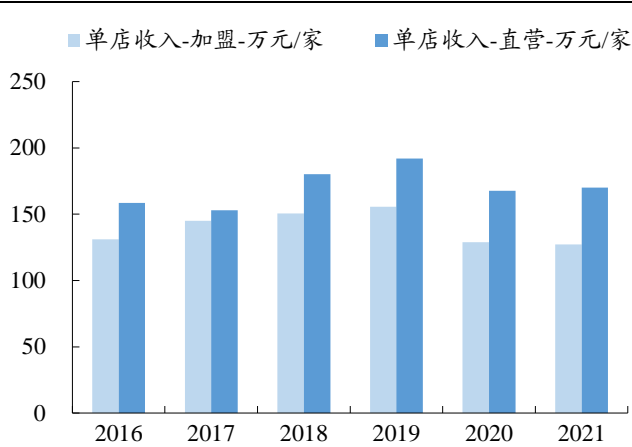
零食连锁深耕多年，入局具备加盟管控优势。良品线下门店起家，线上流量兴起时积极拥抱，当前线上线下营收贡献各占一半，全渠道拥抱能力强。公司具备丰富的**线下零食连锁运营经验和加盟商资源**，入局零食量贩赛道，将在主业高端定位之外形成强有力的补充。当前零食量贩行业高景气度，仍处跑马圈地阶段。公司在单店运营及加盟商管理上具备核心优势，此时入局为时不晚，第二成长曲线路径清晰。主业当前单店受到疫情影响短期被压制，长期门店扩张和单店提升空间仍大。线下门店卡位高端和性价比，定位互补，双轮驱动，高成长可期。

图 15: 良品全渠道拥抱, 线上线下载营收各占一半


资料来源: 良品铺子公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 良品线下门店突破 3000 家


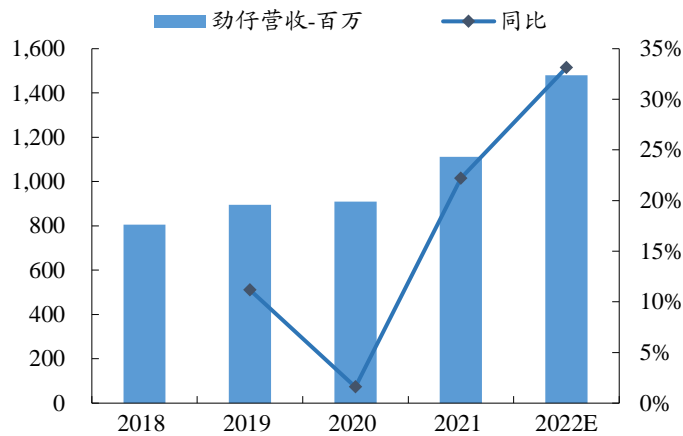
资料来源: 良品铺子公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 疫情影响单店受损, 疫情恢复, 单店具备较好的弹性


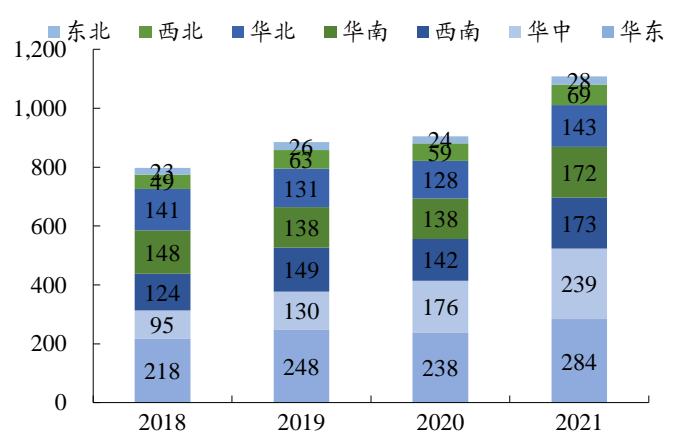
资料来源: 良品铺子公司公告, 信达证券研发中心

3.4. 劲仔食品: 鱼类零食领军品牌, 华中区域有望加速发展

品牌进入渠道放量期, 拥抱零食量贩店加速华中市场份额提升。公司流通渠道起家, 渠道空白点仍多, 尤其是现代渠道, 本质在于公司通过多年的口碑积累, 当前进入品牌推动渠道放量期。核心在于公司推出合适的产品规格提高渠道的铺设率, 公司的大包装产品适应现代渠道, 有望持续放量。其次, 小鱼品类起源于湖南, 湖南大本营市场竞争尤为激烈, 公司在华中的市占率仍有很大的提升空间, 而零食很忙等零食量贩店兴起于湖南等地, 渠道变迁给予劲仔加速提升华中市占率的机会, 公司当前积极拥抱该渠道, 逐步进入小鱼等核心 SKU, 后续华中市场有望进入加速发展期。

图 18: 大包装放量推动劲仔加速发展


资料来源: 劲仔食品公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 劲仔积极拥抱零食店有望加速华中发展


资料来源: 劲仔食品公司公告, 信达证券研发中心 注: 分区域收入, 单位-百万元。

4. 风险因素

食品安全问题。零食量贩店白牌产品售卖占比高, 对于食品安全管控要求较高。

行业竞争加剧。当前行业内部处于快速开店阶段, 门店加密下, 微观竞争格局将加剧。

连锁管理半径有限。零食量贩店品牌主要采用加盟连锁业态, 对于加盟管理能力要求高, 渠道管理半径有限将对门店扩张造成拖累。

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒、水、饮料行业，深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。