

证券研究报告

行业研究

行业周报

食品饮料

投资评级 看好

上次评级 看好

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号：S1500520110001

邮箱：[mazheng@cindasc.com](mailto:mazheng@cindasc.com)

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号：S1500523110003

邮箱：[chenglili@cindasc.com](mailto:chenglili@cindasc.com)

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 折扣零售起势，零食垂类先行

2024年3月21日

## 本期内容提要：

◆**硬折扣业态能够穿越周期。**国内的零售变化很快，资本市场会担忧折扣业态或者性价比只是经济下行周期的特别产物，因为硬折扣往往在经济下行周期兴起，那么我们发现每经历一轮经济周期下行周期，折扣业态的市占率会有进一步的提升，但在经济上行周期中，折扣业态的市占率并不会下降。我们认为背后的核心原因在于折扣业态底层的驱动是供需要素关系的变化以及消费者变得更为理性，工业化社会中，消费品的供需关系往往会先经历供不应求，供求关系平衡到供大于求的变化，由于工业的本能是生产产能，消费品进入到供大于求的阶段后，供需关系通常不会突然反转。在需求端，消费者在能够购买到更有性价比的产品的前提下也不会因为收入提升转而买更不具备性价比的产品，所以折扣业态并非经济下行周期的特定产物，尤其是消费者在经历几轮经济周期后会变得更为理性，折扣业态的市占率也往往在经济下行周期中得到进一步提升，成为零售业态偏终局的模式。

◆**量贩零食拉开国内折扣业态发展的序幕。**为何国内折扣业态是以零食量贩为代表的模式先行？1) 零食赛道大且散，细分品类丰富。且零食属于衣食住行基本需求满足后的更高层级的需求，发展阶段慢于偏必需品的消费，消费者对于部分零食品类的认知仍处于有品类无品牌的阶段，从而厂商对于渠道的依赖度也相对更高。2) 零食传统零售渠道中往往充当利润产品的角色，零供关系复杂且转运次数多，履约成本高，效率提升空间更为充足。3) 零食为工业化产品，三只松鼠、良品铺子等品牌过去几年体量的快速提升加速了上游供应链的发展，上游供给充分且大部分为长保产品，规模效应明显，门店终端标准化程度高，损耗少，采用加盟连锁模式易在全国实现快速扩张，所以我们认为零食量贩作为优化效率最为明显的垂直品类折扣业态最先开始爆发。

◆**如何演绎量贩零食行业的发展？**目前零食量贩在零食垂直品类里面优化了采购和周转环节，以往的超市往往由于规模的限制，采购上环节较多以及存在显著的零供关系博弈，导致采购效率低；并且中间物流的周转效率也并不高，而量贩零食采用总仓整车配送，分拣和仓储环节精简，物流效率更高，量贩零食在采购和周转环节上显著提升了渠道效率。那么如何看待零食量贩行业后续的演绎，短期来看，量贩零食拉开硬折扣的序幕，在采购和仓配环节提升了渠道效率，并且借助加盟商的社会杠杆实现模式的正向反馈，具备强竞争力。长期来看，硬折扣业态需要较强的商品的开发能力和内部的组织能力，目前量贩零食通过渠道效率提升开始逐步倒逼上游供应链效率提升，但距离具备较强的商品开发能力、与上游深度共创仍有很长的一段路需要走。从投资机会的角度上来讲，我们认为量贩零食行业目前竞争格局或已基本形成，头部品牌在采购和仓配上具备显著的规模效应。往后展望，关注头部品牌的组织效率及商品开发能力的提升。

◆**风险因素：**出现更高效率的零售业态、行业非理性快速扩张、食品安全问题。

## 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，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**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。

**娄青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

**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。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。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）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**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（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。