

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

满静雅 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080004

邮箱: manjingya@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

从胖东来动作看零售变革浪潮

2024年06月05日

本期内容提要:

- ◆我们认为胖东来模式的成功对于零售业有重要意义,而此次调改步步高、永辉超市等或只是开始。目前消费趋势更加偏向理性、谨慎,供过于求的时代背景倒逼零售行业进行变革,有望带来新一轮的投资机会。投资建议:厂家品牌推荐盐津铺子/劲仔食品/甘源食品,关注好想你;渠道品牌推荐万辰集团/三只松鼠,关注家家悦等。
- ◆胖东来创办于二十世纪90年代。最初是烟酒店,后续为进一步扩大经营范围,与区域内超市建立“四方联采”,扩大货源并降低采购成本。公司依靠13家门店(11家许昌,2家新乡),2023年公司预估营收超过100亿、利润3-4亿。(23年永辉超市营收786亿,归母净利润-13亿)
- ◆胖东来的成功之道。1)创始人的经营理念:创始人的经营理念是公司发展的灵魂,也在一定程度上决定了公司未来的高度和格局。结合创始人早期的发展经历,从公司的文化标语、自有品牌中我们可以看到对利他思维的强调,对“自由、爱”的向往。从实践中看,公司将95%的利润分配给员工,能够有力调动员工的工作积极性和合伙人意识。2)富有特色的商业模式:零售行业强调供应链的降本增效、门店的精细化管理和运营,因此往往存在规模效应边际递减的情况,较多零售企业很难实现全国范围内的扩张。由于其利润来源主要来自销售货物的价差、渠道费用等,因此在消费供需环境变化的当下,较难实现跨越周期的成长。胖东来“利他”的经营理念下,能够实现与产业链上下游、顾客、员工的共赢而非博弈,这体现在公司对毛利率的克制、部分产品在价签上标明进货价、保持供应商的合理利润、做自有品牌等举措,依靠渠道的信用背书实现较高的复购率,从而建立竞争壁垒。3)优质的服务体验:线下零售相较于线上的优势在于不可替代的购物场景和消费体验,在门店运营中,公司对于每个品类都有详细的产品说明,比如对于水果的甜度区分;在商场中设置室温的直饮水、母婴室等以满足不同消费者的购物需求。
- ◆步步高、永辉超市调改或只是开始,零售商&品牌商有望迎来新一轮变革。1)创始人把胖东来定义为“学校”而非“企业”,希望能够将公司的经营理念传递给零售行业。胖东来通过“帮扶”商超,可以大量输出自有品牌,变渠道商为供应商。2)在今年4月公司启动帮扶步步高超市计划。此次调改计划用2~3个月的时间,整改主要分为三个步骤,第一是调整样板店的人员结构和薪酬体系(涨薪50%);第二是调整体制和经营政策,比如缩短经营时间、不设置过高业绩目标等;第三是调整产品结构和动线,商品加价率需保持合理,商品结构将达到胖东来的90%。据联商网报道,5月份步步高调改门店平均日销133万元,调改之前平均日销为15万元。3)5月底,胖东来调改永辉超市,将对商品结构、品质、价格及卖场布局、动线、环境、服务和员工待遇等进行全面整改。
- ◆风险因素:食品安全风险、行业竞争加剧

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。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

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，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

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（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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，并应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。