

休闲食品系列报告（一）：终端景气度视角之 零食折扣系统格局初定，重申上游供应商逻辑

行业投资评级：
强于大市|维持

姓名：蔡雪昱
SAC编号：S1340522070001
邮箱：caixueyu@cnpsec.com

姓名：杨逸文
SAC编号：S1340522120002
邮箱：yangyiwen@cnpsec.com

中邮证券

2024年7月4日

- 休闲食品行业正经历多轮变革，零食量贩渠道欣欣向荣，作为系列报告第一篇，本篇报告透过海外成熟市场对比研究、终端市场景气度情况及开店空间，以此印证中上游制造端发展前景。
- **经历大型经济危机后，美国等海外市场折扣零售业态趋于成熟。** 海外零售业经过百年发展，在上世纪经济繁荣时期诞生Kroger、A&P等大型超市，进入21世纪后伴随消费主义降温、经济危机到来致使经济增长放缓等因素，以沃尔玛、Costco、山姆、奥乐齐为代表的折扣零售业态应运而生，发展至今市场成熟、龙头地位稳固。
- **在“经济弱复苏+消费趋于理性”双重背景下，零食折扣专营店兴起，下游格局初具雏形。** 伴随零食专营区域龙头零食很忙和赵一鸣合并，我国零食折扣店终端竞争格局初具雏形（“万辰”和“零食很忙+赵一鸣”），零食折扣市场走向稳定、未来全国万店龙头可期。下游市场总量高增、上游红利仍将持续，我们认为零食供应商如盐津、劲仔等有望借势进一步享受渠道发展。
- **我们通过两种测算方法预测零食量贩开店天花板：**1) 以湖南、江苏头部零食量贩品牌门店数为开店样板，推算全国开店空间；2) 参考海外龙头奥乐齐渗透率，反推我国零食门店开店天花板。结合2种预测方式，我们认为根据我国居民消费习惯以及国内外品牌差异，预测零食量贩行业门店数天花板应在8-10万家。
- **立足不同品类与渠道，零食公司各放异彩，重点推荐盐津铺子、劲仔食品、甘源食品。**（1）**盐津铺子：**公司战略如一，坚持多品类多品牌+全渠道发展，我们认为2024年在高基数下公司仍可保持高速增长。（2）**劲仔食品：**收入端三年倍增目标不变，大单品矩阵清晰、品牌势能持续累积，品类空间进一步打开，盈利能力持续提升。（3）**甘源食品：**24年公司将聚焦产品创新、优化供应链效率、提升组织管理能力，从渠道、产品、运营三角度全面强化自身。
- 风险提示：需求复苏不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；食品安全的风险；成本波动的风险。

目录

- 一 | **观美国百年零售史，辨我国零售折扣新机遇**
- 二 | **全球折扣零售龙头复盘**
- 三 | **两线逻辑测算，我国零食折扣店开店空间广阔**
- 四 | **消费理性背景下，我国零售新业态应运而生**
- 五 | **下游渠道高景气，重点推荐上游零食企业**
推荐标的：盐津铺子、劲仔食品、甘源食品
- 六 | **风险提示**

—

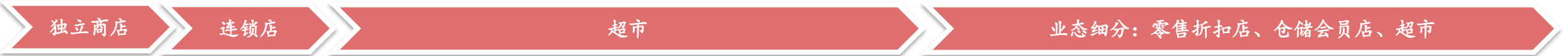
观美国百年零售史，辨我国零售折扣新机遇

1.1 美国零售业发展历史

1.2 中国零售业发展历史

1.1 美国零售业态变迁

图表1：美国零售业态发展史（1859-1990年）



1920前	1920s	1930s	1940s	1950s	1960s	1970s	1980s
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

<p>独立商店盛行，连锁业态由于价格更低开始突围，典型面积为45-55m²，商品种类有限</p>	<p>连锁店提供服务相对较少，成本更低。典型门店仍较小，为93m²，开始引入包装产品</p>	<p>超市开始出现，面积小为470-580m²，大至2000m²以上，销售商品种类丰富，对连锁构成冲击</p>	<p>超市建设加快，销售商品数量进一步增加。超市开始布置金属货架，允许零售商在顾客够得着的范围内有效陈列商品</p>	<p>超市开始发展到郊区，平均门店面积增长至1650m²。超市实力进一步增强，开始向上游收取进场费</p>	<p>超市门店面积进一步扩大到约2800m²。由于消费者回归理性，能给消费者带来比当时传统百货商店更简朴的购物体验的低价的零售折扣店开始出现。</p>	<p>业态开始细分： • 大型超市继续扩张，门店面积达16740m² • 提供有限服务的仓储会员店和硬折扣店开始出现</p>	<p>由于监管放松、物质主义盛行，大超市再度升温，大型购物广场开始出现。</p>
--	--	---	--	---	---	--	--

<p>A&P公司于1859年成立</p>	<p>1930年底，A&P、American、First National、Kroger、Safeway、National Tea 合计拥有超过3万家门店</p>	<p>1930年，美国第一家超市King Kullen开业，1932年Big Bear开店</p>	<p>大型连锁门店减少31%让位给效率更高的超市，从1936年到1941年，连锁店A&P关闭了大约10000家门店，转而开发替代的超市门店</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 大型超市数量急剧增加，从1950年的14000家增加到1960年的33000家 • H-E-B、Fed Mart Safeway分别开设了旗下的第一家超市 	<ul style="list-style-type: none"> • 1962年，沃尔玛、凯马特和塔吉特三家将对行业产生巨大影响的零售商开启了折扣零售模式。 • 1976年，第一家仓储会员店Price Club开业 • 1976年，Aldi开设了第一家美国硬折扣商店 	<p>1988年，沃尔玛开设了第一家购物广场（Supercenter）</p>
--------------------------	---	---	---	--	--	---

<p>1927年家乐氏推出燕麦片、米花糖，在连锁店风靡一时</p>	<p>1930年Frank Mars推出士力架；1937年卡夫推出通心粉在超市和连锁店销售</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 超市引入非食品商品，进一步增强了超市的经济稳定性和商品多样性 • 冷冻食品持续增长 	<ul style="list-style-type: none"> • 超市引入塑料薄膜包装肉制品，不再使用纸质包装 	<ul style="list-style-type: none"> • 轻怡百事可乐、家乐氏的Pop Tarts、卡夫亨氏的Cool Whip、帮宝适和佳得乐相继问世 	<ul style="list-style-type: none"> • 自有品牌产品开始更频繁地出现在门店中，作为知名品牌的替代品 	<ul style="list-style-type: none"> • 超市开始引入餐饮服务，1989年哈根成为第一家在店内提供星巴克的超市
-----------------------------------	---	--	--	---	---	--

资料来源：红商网，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

1.1 美国零售业态变迁

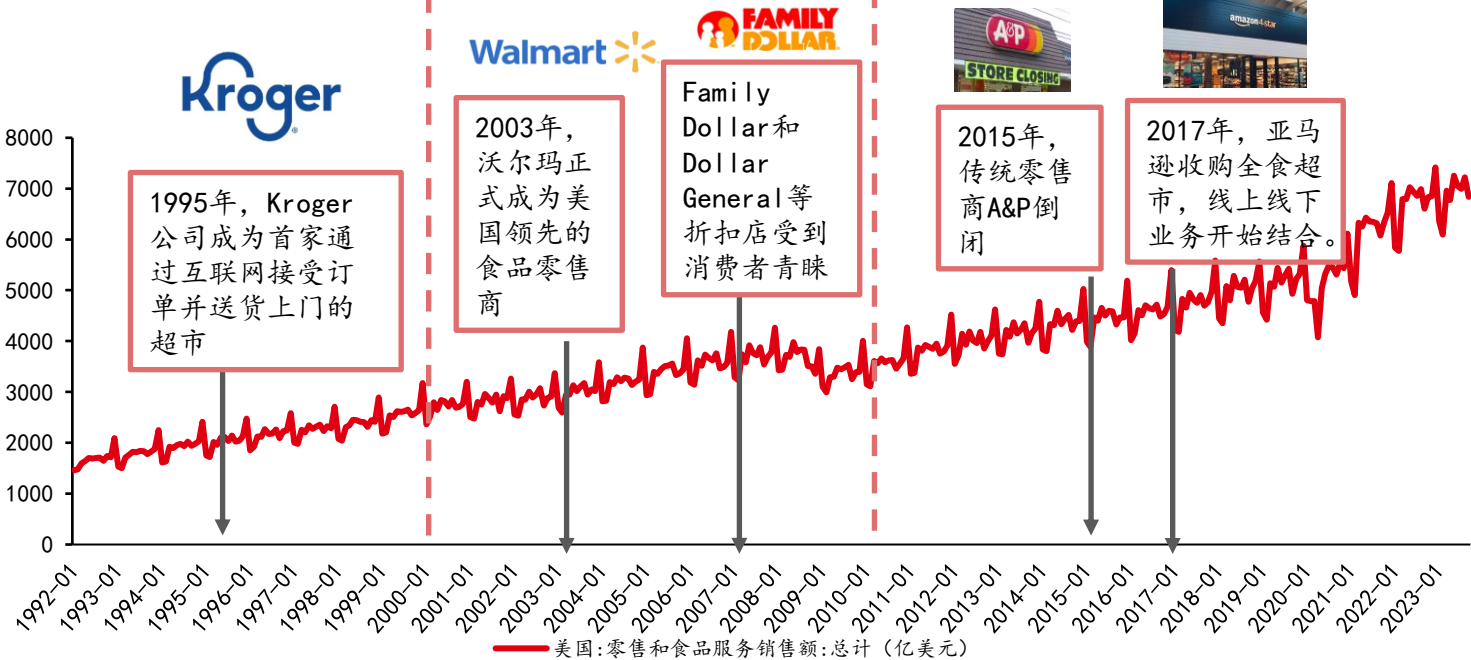
图表2：美国零售业态发展史（1990年-至今）

在线零售、折扣零售兴起

过多零售商导致行业饱和和开始出清，1996-1999发生了385起食品零售店合并案

2007年经济开始衰退，美国零售和食品销售规模下降，消费者购买了更高比例的打折商品，转向在折扣店进行购物。

- 零售商意识到在线零售的重要性
- 日用百货零售起家的零售商已经成为食品销售的主要渠道，仓储会员店、折扣店及大型超市的销售表现更加突出

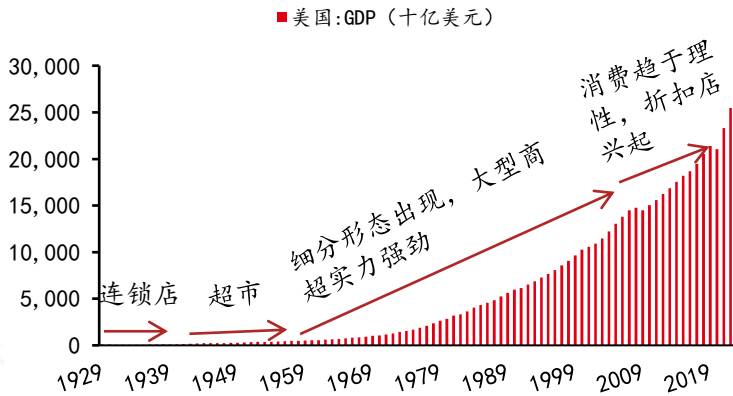


资料来源：红商网，iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

■ 消费水平与预期改变美国零售业态，高效零售渠道逐渐取代低效零售渠道。复盘美国零售业态发展史，当上世纪经济上行时大型商超开始崛起，逐步替代独立商店和连锁；而当经济放缓、消费者趋于理性时提供有限服务的折扣店和仓储会员店与高效的在线零售则开始兴起，进一步挤压低效渠道市场空间。

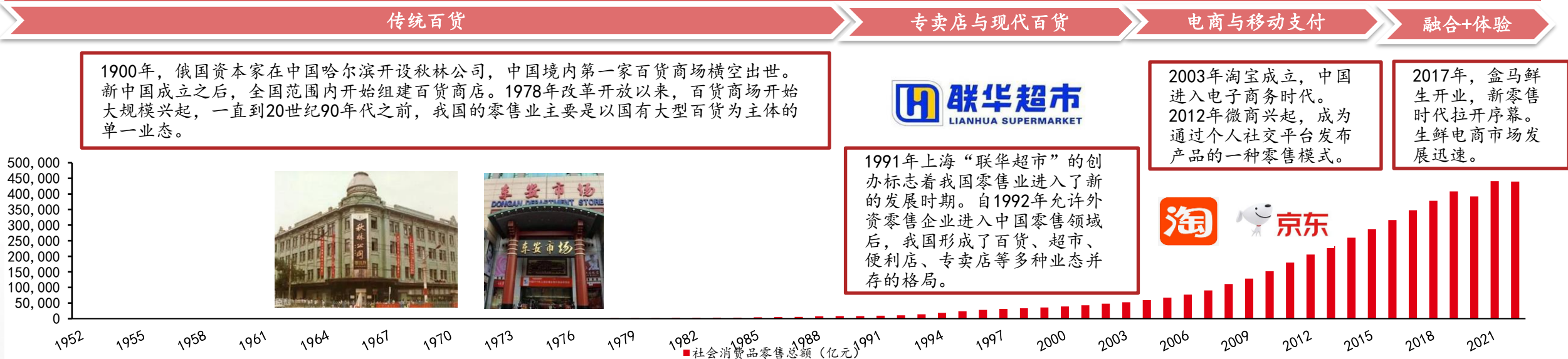
图表3：美国GDP及对应业态



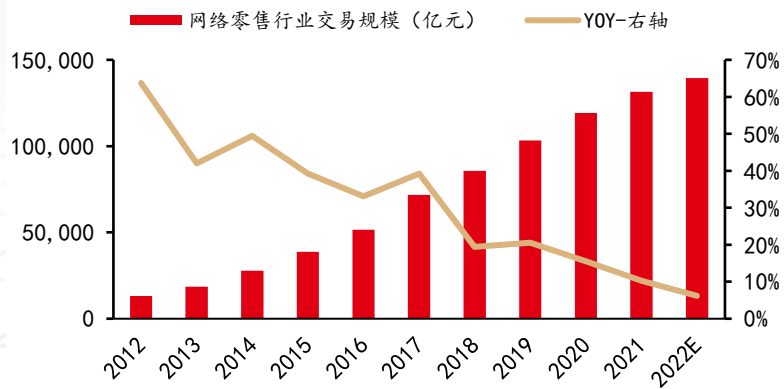
资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 中国零售业业态变迁

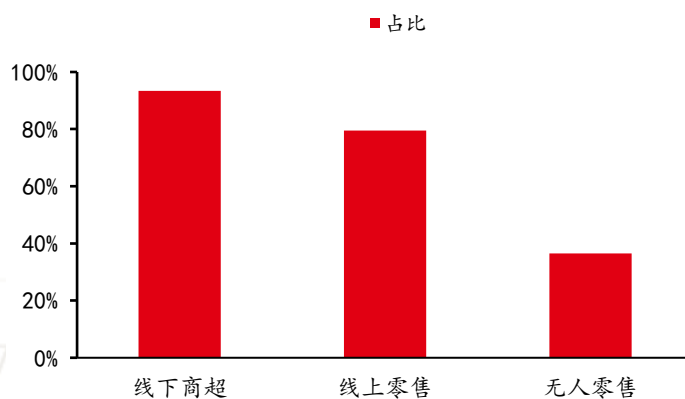
图表4：中国零售业业态发展史



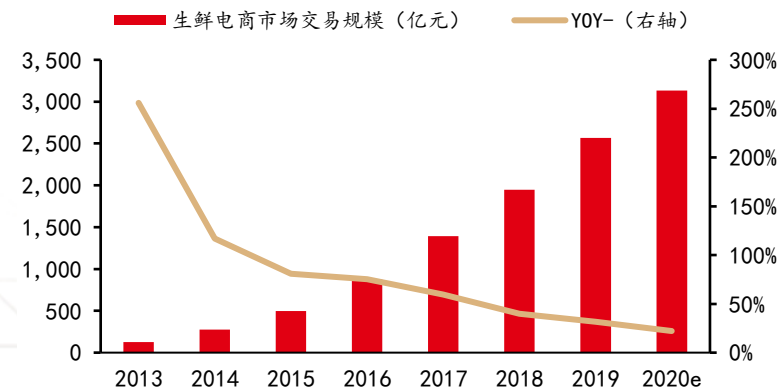
图表5：网络零售行业交易规模



图表6：2017中国零售消费场景分布



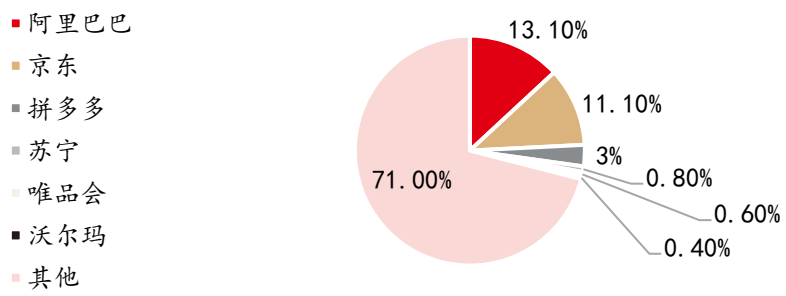
图表7：中国生鲜电商市场规模



1.2 中国零售业态变迁

- **分零售渠道，过去五年是电商的崛起之路：**根据欧睿国际，伴随电子支付系统日益完善、物流基础配套设施健全，我国电商渠道市场规模由2017年的31603.6亿元快速上涨至2022年的74534.3亿元，五年CAGR为18.72%，占比由2017年的16.44%增至2022年的31.43%。为零售渠道中增速最快的子赛道。
- **看市场份额，电商渠道更易抢占市占率：**根据欧睿国际，2022年我国零售市场中市占率前五的公司均为电商公司，阿里巴巴旗下的淘宝与京东分庭抗礼市占率均超10%，线下超市中沃尔玛市占率最高，但并未突破1%。

图表8：电商公司市场份额更高



资料来源：欧睿国际、中邮证券研究所

图表9：我国零售渠道结构（单位：人民币亿元）



资料来源：欧睿国际、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

二

全球折扣零售龙头复盘

- 2.1 仓储会员店发展启示
- 2.2 零售折扣店发展启示
- 2.3 零售业态发展启示

2.1 仓储会员店发展启示

- **从海外零售龙头看新零售生意经：美国的Costco、山姆和德国的Aldi分别代表了仓储会员店和折扣零售店两种典型的新零售业态，均在成为本国龙头基础上利用自身优良模型和商业模式快速出海。通过借鉴他国龙头，可以展望我国新零售业态未来。**
- **（一）仓储会员店：聚焦细分市场，提供高性价比商品**
- **（1）划分不同客户，采用目标聚焦战略。Costco将客户群体差异化定位于客单价在100-200美元的中产阶级，而山姆则将客户群体定位于常复购的家庭消费者，通过深耕各自客户领域建立良好品牌形象，做到细分市场内的规模效应。为贴合中产阶级的品质追求，仓储会员店门店装潢通常较明亮宽敞、店型通常较大，面积往往在10000平米以上。**
- **（2）主推自有品牌，强调高性价比。仓储会员店奉行“宽SPU、窄SKU”原则，SKU数均在4000个左右。同时Costco、山姆分别主推自有品牌Kirkland Signature和Member’ s Mark，为消费者提供更高性价比商品的同时降低自身选品成本。**

图表10：仓储会员店店型通常较大

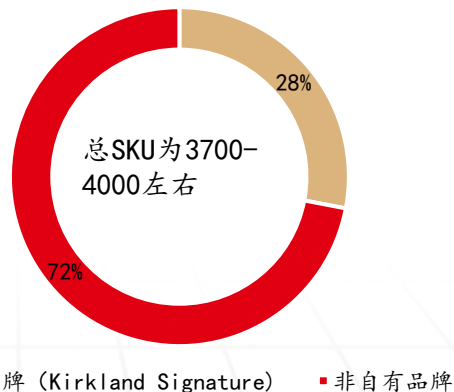


COSTCO 门店面积为1.5 万平方米左右，和家乐福等大型商超面积相似

山姆门店面积通常为1万平米以上，在上海最大门店面积超7万平米



图表11：Costco SKU及自有品牌



资料来源：零售商业财经，红星新闻，中邮证券研究所

图表12：山姆自有品牌情况

山姆自有品牌贡献

自有品牌Member’ s Mark占山姆全部商品的25%~30%，2022年为山姆中国贡献约40%营业额。另据德勤数据，沃尔玛在全球每年30%的销售额、50%以上的利润来源于自有品牌。

山姆中国细分自有品牌情况

惠宜	包装食品、日用品和冷冻鲜食
沃集鲜	烘焙食品
George	服饰类产品

资料来源：知乎，中邮证券研究所

资料来源：新浪财经，知乎，轻盈话零售，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.1 仓储会员店发展启示

- **Costco及山姆在经济增速放缓期间往往逆势增长。**经济高增期间中产阶级往往消费升级，而在经济增速放缓期间过于高溢价的消费将被高性价比的品质消费替代，利好Costco及山姆等主要客户群体为中产阶级的仓储会员店。在2008-2010及2020-2022全球经济放缓期间，仓储会员店营收增速均实现逆势增长。
- **中国成为仓储会员店龙头新增长极，Costco和山姆纷纷加码中国区布局。**山姆于1996年进入中国，发展至今有46家门店，经历和盒马的价格战后未来将继续加大力度布局中国市场；Costco进入中国时间较晚，未来计划加快开店进程。

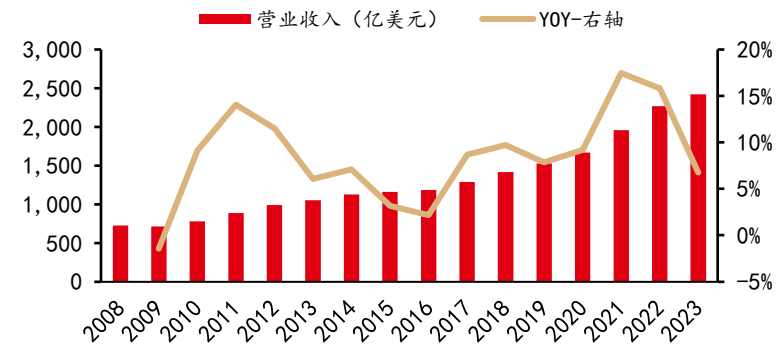
图表15：仓储会员店在中国表现及未来规划

	进入中国时间	现有门店数	中国区营业收入	中国未来规划
	2019年8月27日，Costco（开市客/好市多）正式进入中国，在上海落户首店。	目前，Costco在中国大陆已开设5家门店，分别为上海闵行店、上海浦东店、苏州店、宁波店及杭州店。	根据中国连锁经营协会发布的《2022年中国连锁百强榜单》，2022年Costco在中国总营收30亿。	公司2024年计划在中国大陆新开设4家门店，并在2025年建立一座8层楼的中国总部。
	在中国，第一家山姆会员商店于1996年8月12日诞生于深圳。	沃尔玛中国微信号公布，截止2023年12月，山姆在中国已有46家门店。	参考晚点、零售商业财经、新经销，中国山姆会员店2022年营收660亿左右。	根据沃尔玛中国微信公众号，山姆在中国预计未来每年都有6至7家新店开业。

资料来源：新浪财经，36氪，红星新闻，中邮证券研究所

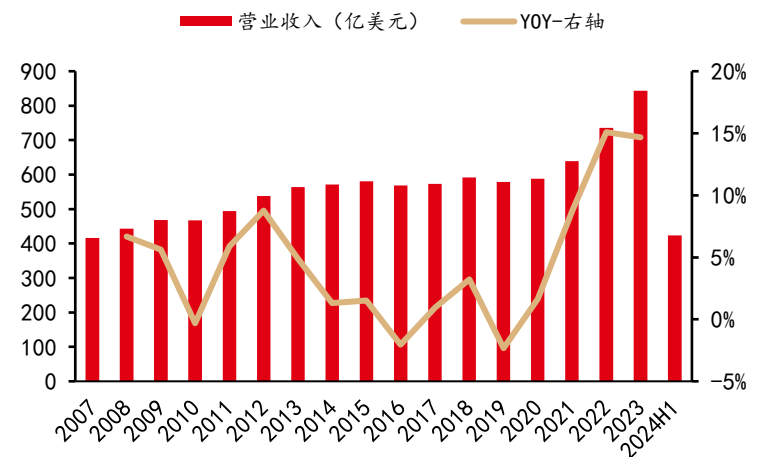
请参阅附注免责声明

图表13：Costco营业收入



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表14：山姆会员店营业收入

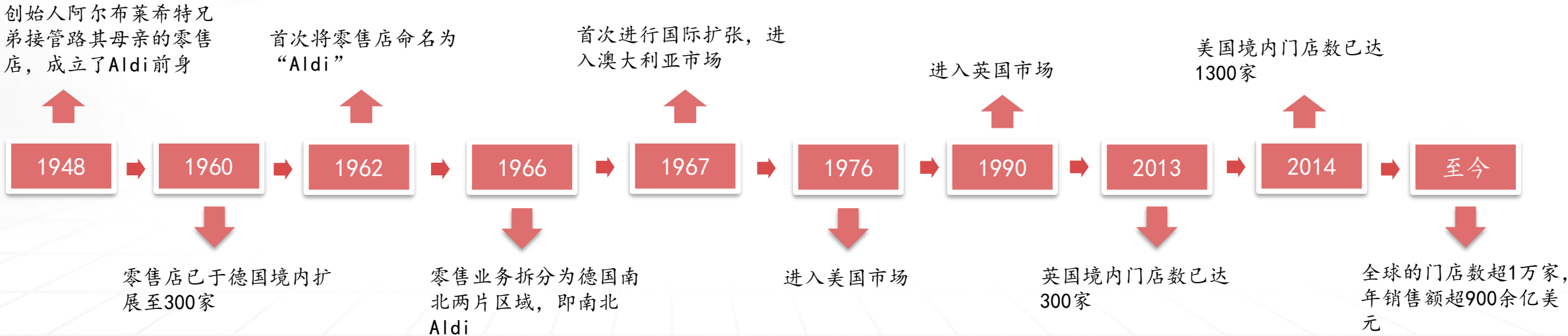


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2.2.1 零售折扣店发展启示——德国龙头奥乐齐

- (二) 德国龙头奥乐齐：有限服务降低运营成本，低价好物打出口碑吸引消费者
- 1、历史沿革：起步于矿区旁食品零售店，稳坐德国零售龙头
- 奥乐齐(Aldi)是德国一家以经营食品为主的连锁超市，它的前身是1948年阿尔布莱希特兄弟接管其母亲在德国埃森市郊矿区开办的食品零售店。1962年该店进行了改组，第一家以奥乐齐命名的食品超市在多特蒙德诞生。奥乐齐取自Albrecht和Discount的前两个字母，意为“由阿尔布莱希特家族经营的廉价折扣商店”。目前，奥乐齐仍属于阿尔布莱希特家族的泰欧和卡尔兄弟二人所有，分别经营奥乐齐在北德地区的北店和南德地区的南店。奥乐齐的年营业收入达到340亿美元，成为德国最大的食品连锁零售企业。

图表16: Aldi发展历程



资料来源：新零售财经，中邮证券研究所

2.2.1 零售折扣店发展启示——德国龙头奥乐齐

- **2、出海历程：遭遇挫折后快速重整爬起，南北奥乐齐携手出海**
- **坐稳国内龙头后稳扎稳打出海：**自1968年奥乐齐在奥地利开设第一家海外门店，北方奥乐齐逐步扩展到丹麦、法国、荷兰、比利时和卢森堡，南方奥乐齐进入了英国、澳大利亚和美国。尽管由于希腊对生鲜食品要求高导致南方奥乐齐于2010年被迫退出，但奥乐齐将力量集中投放于新兴市场，目前已经成为一家实力强劲的跨国零售商：根据德勤《2019全球零售力量》排名，奥乐齐世界排名第八位。
- **持续加码中国市场：**2019年，奥乐齐在上海开出了两家试点店正式进驻中国市场；据窄门餐眼，截止2023年12月奥乐齐在中国已拥有50家门店。2023年12月6日，奥乐齐宣布针对中国市场上市全新“超值”系列、并加大和本地供应商合作力度，彰显对中国地区业务之重视。

图表17：2017年北方Aldi海外业务

国家	进入时间	门店数量	销售额（十亿欧元）
荷兰	1974	494	2.9
比利时/卢森堡	1976	459	3.2
丹麦	1976	188	0.6
法国	1988	888	3.1
波兰	2008	124	0.3
葡萄牙	2006	57	0.2
西班牙	2002	272	1.2
合计	--	2482	11.5

资料来源：《大道至简》(德)尼尔斯.布兰德斯、(德)迪特尔.布兰德斯，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表18：2018年南方Aldi海外业务

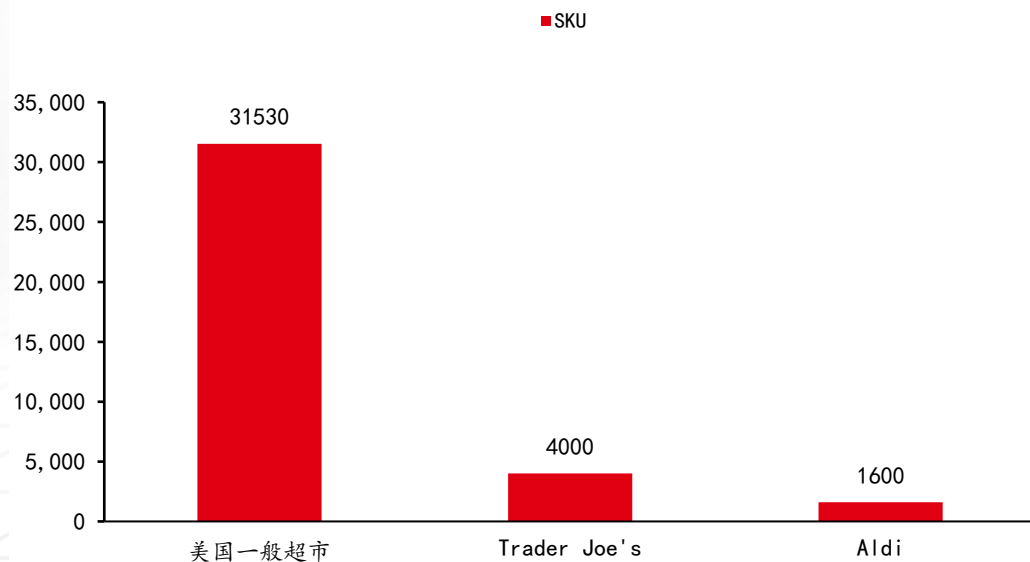
国家	进入时间	门店数量	销售额（十亿欧元）
美国	1978	1739	9.3
澳大利亚	2001	502	5.5
奥地利	1968	485	4.3
瑞士	2005	189	1.5
英国	1990	762	11.5
爱尔兰	1998	130	1.7
匈牙利	2008	127	0.5
斯洛文尼亚	2005	83	0.5
意大利	2018	45	--
合计	--	4062	34.8

资料来源：《大道至简》(德)尼尔斯.布兰德斯、(德)迪特尔.布兰德斯，中邮证券研究所

2.2.1 零售折扣店发展启示——德国龙头奥乐齐

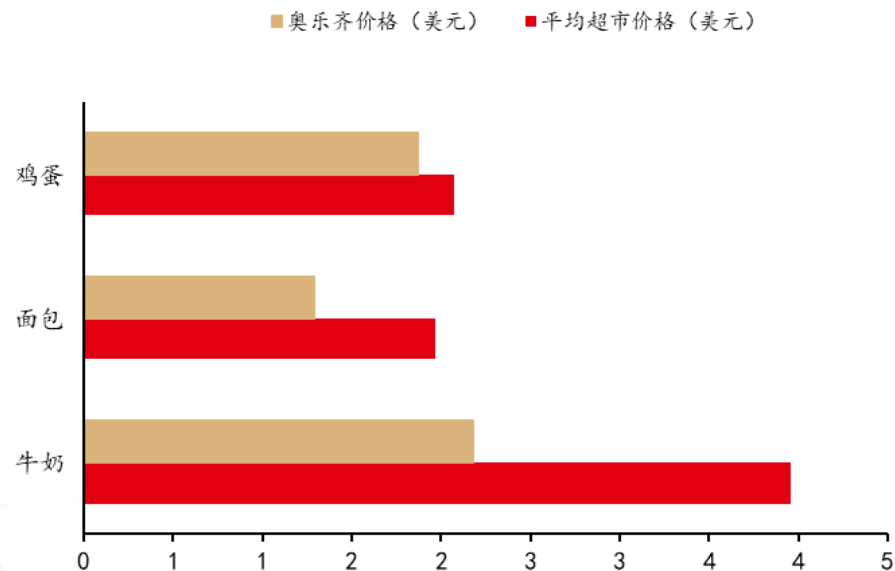
- **3、产品策略：低SKU+低价，打造奥乐齐折扣产品矩阵**
- **(1) 奥乐齐提供的商品和服务较传统商超较少：**在美国，一般商超提供的SKU多达31530个，经营模式与奥乐齐相似的Trader Joe's 平均SKU为4000个，而Aldi仅提供1600个常见商品，减少选品成本、高效帮助顾客购物。同时，奥乐齐仅经营商品零售，不提供店内餐饮等服务，打造“快进快出、节省顾客时间”的形象，以高效购物方式吸引消费者。
- **(2) 瞄准下沉市场专注折扣，奥乐齐商品价格显著低于平均：**公开资料显示，奥乐齐鸡蛋/面包/牛奶价格平均为1.87/1.29/2.18美元，较平均超市价格分别-9.66%/-34.52%/-44.95%，作为折扣零售店的代表，奥乐齐名副其实用低价在下沉市场打下坚实基础。

图表19：美国奥乐齐SKU数量低于平均



资料来源：Food Industry Association，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图表20：奥乐齐商品价格显著更低



资料来源：Bureau of Labor Statistics，中邮证券研究所

2.2.1 零售折扣店发展启示——德国龙头奥乐齐

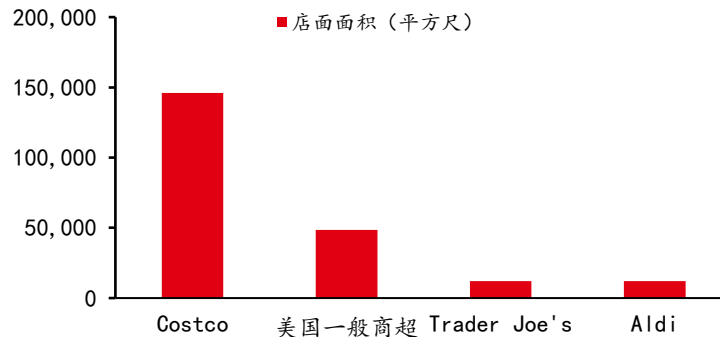
4、门店策略：小店面高坪效，以小博大锻造优质单店模型

(1) “与邻而居”，选取靠近消费者地区快速加密小店。奥乐齐门店选址集中在生活和商业片区，最大限度接近消费者。同时，奥乐齐专注小店店型，公开资料显示，Aldi平均店面面积仅1.2万平方尺，远低于美国平均商超的4.8万平方尺，小店面积减少开店压力，也有利于在高价地皮城市扩张。

(2) 独特陈列方式最大限度利用空间，高坪效孕育优良盈利模式。“门店虽小，五脏俱全”，奥乐齐采用独树一帜的“纸盒式”陈列，在有限空间内摆放足够多商品提高坪效：奥乐齐在2016年坪效已接近1.3万美元/平方米，高于大多数同行。考虑单月平均月销50万欧元，奥乐齐在人工成本极高的德国单店净利润可达2万欧元，彰显小店模式的强大生命力。

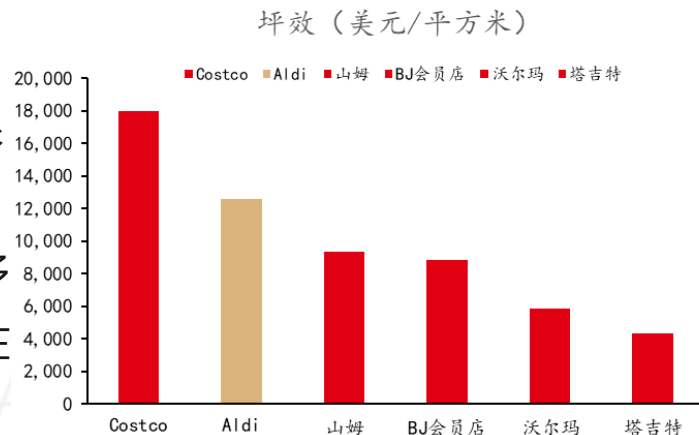
请参阅附注免责声明

图表21：美国奥乐齐店面较小



资料来源：Food Industry Association，中邮证券研究所

图表23：奥乐齐坪效较高¹



资料来源：零售商业财经，中邮证券研究所
注1：Aldi数据为2016年，其余均为2021年

图表22：奥乐齐采用纸盒式陈列



资料来源：联商论坛，中邮证券研究所

图表24：奥乐齐单月经营数据

项目	金额/占比	
单店平均营业额	500000欧元	
单个员工营业额绩效	75000欧元	
运营成本	门店人力成本	100000欧元/20%
	行政、物流和管理成本	15500欧元/3.1%
	门店租金	6500欧元/1.3%
	其他费用	12000欧元/2.4%
公司总成本	55000欧元/11%	
毛利润 (含增值税)	75000欧元/15%	
净利润 (含增值税)	20000欧元/4%	

资料来源：《大道至简》(德)尼尔斯.布兰德斯、(德)迪特尔.布兰德斯，中邮证券研究所

2.2.1 零售折扣店发展启示——德国龙头奥乐齐

- **5、供应链策略：高效配送节约库存成本，90%以上自有品牌形成良好口碑**
- **(1) 重视本地供应链，致力于打造短链配送体系：**以美国奥乐齐为例，根据公司官网奥乐齐在美国建立22个配送中心，基本每个超市所在州均有配送中心。短链配送体系使快速的商品周转成为可能，降低公司库存成本。此外，奥乐齐致力于将全球采购和本地直采相结合，保障商品成本和运输成本较低的同时贴合本地消费者口味偏好。
- **(2) 严选全球供应链打造自有品牌推好物，低价绝不代表低质：**异于一般商超20%-30%的自有品牌率，奥乐齐自有品牌占比高达93%。以中国奥乐齐为例，目前中国奥乐齐主打“超值”品牌系列，伴随奥小熊、奥家一品等细分品类自有品牌，共同构成了中国奥乐齐“低价+高性价比”的自有品牌矩阵。通过严选全球供应链，奥乐齐自有品牌均进行严格品控保证产品质量，以良好口碑支撑公司长久运营。

图表25：美国奥乐齐配送中心覆盖经营区域



图表26：奥乐齐自有品牌占比高

品牌	自有品牌情况
奥乐齐	据奥乐齐北方集团2015年持续发展报告，其自有品牌占比高达93%。
山姆	2020年，山姆会员商店中国首席采购官张青表示，山姆自有品牌的销售占比达到30%，且仍在不断提高。
Costco	从1999年至2020年，公司自有品牌Kirkland销售占比已经从12%提升至28.17%。
Kroger	2020年，Kroger的自有品牌一共产生了262亿美元的销售额，占Kroger整体销售额近30%。
盒马	2022年，盒马自有品牌销售额占比达到35%。

图表27：中国奥乐齐自有品牌矩阵

自有品牌	包含品类
超值	果蔬、生鲜、零食、个人洗护、家庭清洁
Market Place	鸡翅中、鸡腿排、牛排等冷冻调味肉蛋水产；进口果蔬
奥小熊	冰淇淋
奥家一品	家庭清洁用品
Lacura	个人洗护、保健品
Dentitex	牙齿用品
Aldi Home	厨房用品、家居日用、纸品湿巾、清洁用品
Choceur	巧克力

2.2.1 零售折扣店发展启示——德国龙头奥乐齐

图表28：奥乐齐营收和门店快速增长

年度/地区	年营业额（百万欧元）	门店数量（个）
1955年德国	15	100
1974年德国	3000	1000
1985年德国	9000	2000
1995年德国	15000	3000
2000年德国	19000	3400
2010年德国	26000	4300
2010年全球	55000	9300
2017年德国	30000	4140
2017年全球	82000	10600

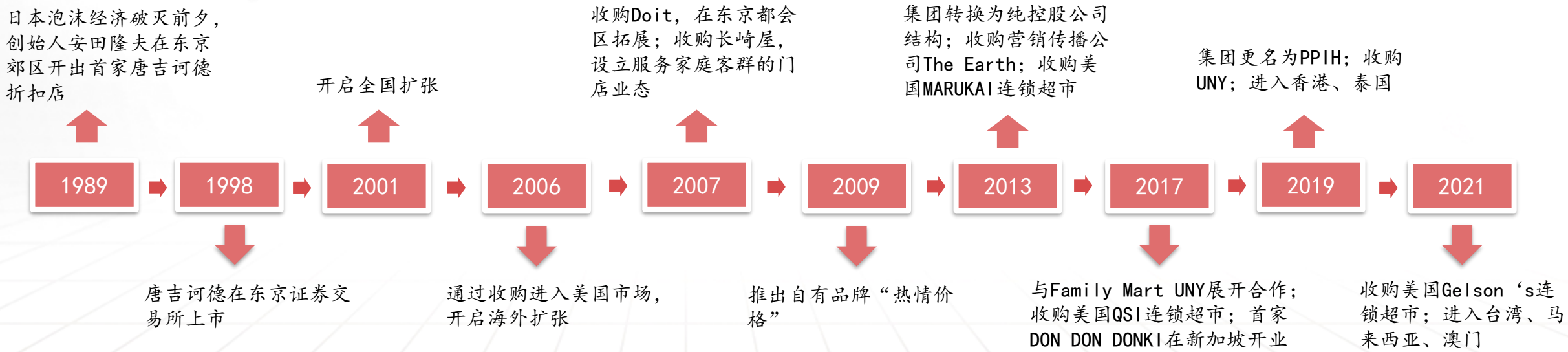
资料来源：《大道至简》（德）尼尔斯·布兰德斯、（德）迪特尔·布兰德斯，中邮证券研究所

- **总结奥乐齐成功经验，“有限服务+低价好物”为奥乐齐屹立龙头之基。**
1) **有限服务**：奥乐齐采取诸多措施减少不必要的开支，如用“25美分购物车押金”鼓励顾客将购物车自行放回原处减少人工整理成本、减少营销和采访降低销售费用、不上市以降低投资者维护费用等，仅提供基本的有限服务以最大程度简化管理流程，从管理挤出利润让利于消费者。
2) **低价好物**：奥乐齐自有品牌价格显著低于其他品牌为奥乐齐立身之本，而全球严选供应链打造的高品质产品积累下的好口碑构成了奥乐齐长久发展的源动力，高性价比品牌定位也契合当前全球理性消费浪潮，吸引更多顾客前来消费。
- **简单的经营理念搭配高效的管理措施，辅之以德国对产品精益求精的一贯严格，助力奥乐齐年营业额不断增加，全球总门店数已破万。**
根据《大道至简》，截止2017年，奥乐齐全球营业额已达820亿欧元，2010-2017年营业额CAGR为5.87%。门店方面，2017年奥乐齐全球门店突破10000家，稳坐德国零售超市龙头，在全球折扣零售店中名列前茅，成为广大零售品牌值得借鉴的对象。

2.2.2 零售折扣店发展启示——日本龙头唐吉诃德

- (三) 日本龙头唐吉诃德：泡沫经济破灭前夕诞生的日本探宝式体验零售折扣龙头
- 1、历史沿革：由销售尾货崛起的日本零售折扣骑士
- 唐吉诃德的前身——“小偷市场”由安田隆夫1978年在东京创立，最初是一家售卖尾货的折扣店。1989年，安田隆夫回到零售端，用塞万提斯著名小说中的主人公名字作为品牌名，在东京郊区开出首家唐吉诃德折扣店。三十余年栉风沐雨，自我定义为“一家从日用品到高级品牌一应俱全，为顾客带来新鲜刺激购物体验的综合折扣店”的唐吉诃德这一日本零售骑士由最初的尾货小店，发展成为拥有800家以上门店的跨国大型折扣零售连锁。

图表29：唐吉诃德发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

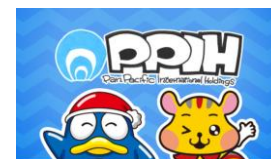
2.2.2 零售折扣店发展启示——日本龙头唐吉诃德

- 2、门店策略：开设多种店型、延长开店时间便捷消费者，独特装潢增加消费乐趣
- (1) 便利性：1) 开设众多类型门店，覆盖细分市场消费者需求。根据公司2016年财报披露数据，除三类大小不一的传统零售折扣门店外，唐吉诃德还开设了Picasso、Essence、Doit等药妆、家具、DIY专营门店。三类传统门店负责“广撒网”，专营门店负责在各自的细分市场内“钓大鱼”，在满足普通消费者日常购物需求基础上牢牢抓住细分市场需求，为细分市场特殊需求提供便利。2) 延长闭店时间，开创夜间市场，便利打工族与国外游客。唐吉诃德创始人早在20世纪90年代便注意到日本打工族和旅日游客夜晚购物的需求，在日本连锁超市/便利店普遍闭店时间为晚上10点~11点大背景下，率先将营业时间延长至凌晨2-3点，开创“夜间市场”先河，便利打工族和游客夜晚购物的需求的同时挖掘市场增量需求，在日本“失落的十年”中挖掘夜晚的“第一桶金”。

图表30：唐吉诃德门店类型众多

门店类型	营业面积 (平米)	SKU数量	商品特征	目标客群
唐吉诃德	1000-3000	4-6万	种类丰富、充满娱乐元素	年轻人
新唐吉诃德	3000-5000	4-8万	食品、日用品、服装	家庭/家庭主妇
MEGA唐吉诃德	8000-10000	6-10万	食品、日用品、服装	家庭/家庭主妇
小型门店	300-1000	1-2万	专门品类，如药妆店、便利店、小杂货铺	年轻人
Doit	2000-7000	4-8万	DIY相关、家具用品	工匠、DIY爱好者、家庭

图表31：唐吉诃德闭店时间较晚



相较传统零售连锁，唐吉诃德将营业时间推迟到了凌晨2-3点，如今，有很多城市的唐吉诃德店甚至可以实现24小时营业。

最初制定营业时间为早上7点-晚上11点，后发展为24小时营业，2019年后宣布部分门店回归早7晚11的营业时间

一般闭店时间为20:00到22:00，不同地区略有差异

2.2.2 零售折扣店发展启示——日本龙头唐吉诃德

■ (2) **探宝式体验**：1) **密集陈列，有限空间提供海量商品**。唐吉诃德店内1000-3000平米的空间可陈列4-6万个SKU，为消费者提供了广阔的“探宝”空间，弱化消费者理性思考时间，诱使消费者深入商场内部挑选心仪但非刚需商品，以“大量供给创造超额需求”。2) **别出心裁标签设计，趣味横生同时推销商品**。唐吉诃德标签使用为零售连锁典范。对于主推商品，每一家门店在价格标签之外附上员工“心声”，无形之中拉近消费者和员工的距离，变“销售员”为“朋友”，化“推销商品”为“推荐商品”。而诙谐幽默又一针见血的标签即构成探宝本身，让本身只是为了满足刚需的刚需转变为休闲娱乐的购物，用“探宝式体验”增加顾客购物频次、打消顾客对于低价商品顾虑，一箭双雕。

图表32：唐吉诃德门店陈列极为密集



资料来源：联商网，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图表33：独特设计打造探宝式体验



标签上写有“今天从大田批发市场自己去收来的，所以特别便宜！”，以标签说明价格较低原因打消消费者顾虑

标签上写有“这个坑我踩过了，大家抄底吧”，诙谐标签让逛超市成为故事会，充满情趣



资料来源：虎嗅，中邮证券研究所

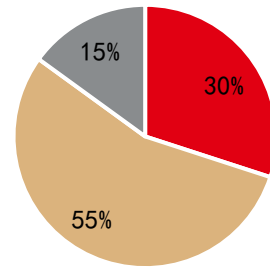
2.2.2 零售折扣店发展启示——日本龙头唐吉诃德

- 3、产品策略：尾货掘金，低价为王
- 1) 从尾货中掘金，微瑕品带来高盈利。泡沫经济破灭后，日本大量企业破产，唐吉诃德及时“抄底”购买大量低成本尾货，再以低于市场价的价格水平销售给顾客从中获利。公开资料显示，2010年唐吉诃德尾货商品占比高达30%。
- 2) 及时开创自有品牌热情价格，接续折扣供应。抄底尾货库存消化后，为保证折扣商业模式，唐吉诃德推出自有品牌热情价格，自有品牌定价较低，有效延续低价格带。
- 4、供应链策略：给予门店采购权，与供应商双赢
- 1) 先筛选后合作，“委托式库存”与供应商取得双赢。唐吉诃德委托供应商进行库存管理实现零库存风险，降低库存成本。
- 2) “集权又分权”，充分调动门店智慧。总部筛选商品后将部分采购权下放给门店，门店可根据自身特点灵活采购，打造每家门店的独特低价好物。

请参阅附注免责声明

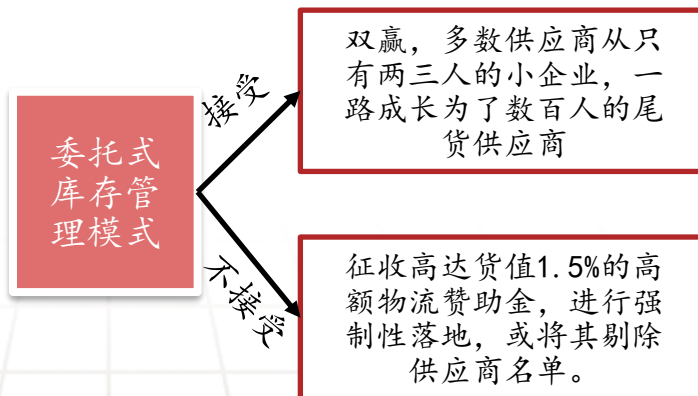
图表34：唐吉诃德尾货占比高

■ 尾货商品 ■ 普通商品 ■ 自有商品



资料来源：知乎，中邮证券研究所

图表36：与良好供应商双赢



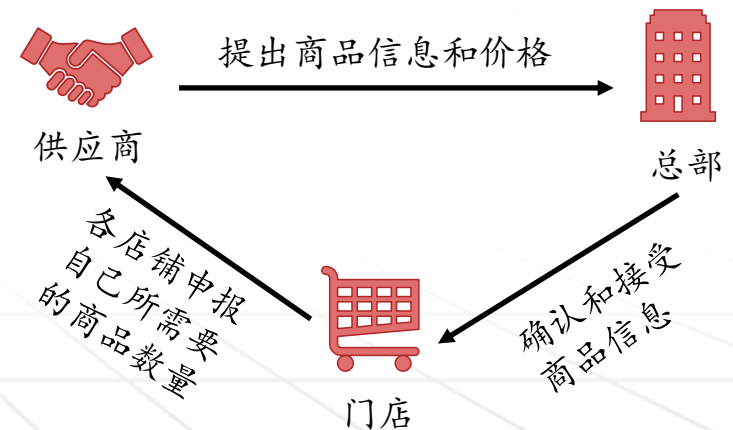
资料来源：《零售商业财经》，中邮证券研究所

图表35：自有品牌保证折扣供应



资料来源：36氪，中邮证券研究所

图表37：采用独特线上直采模式

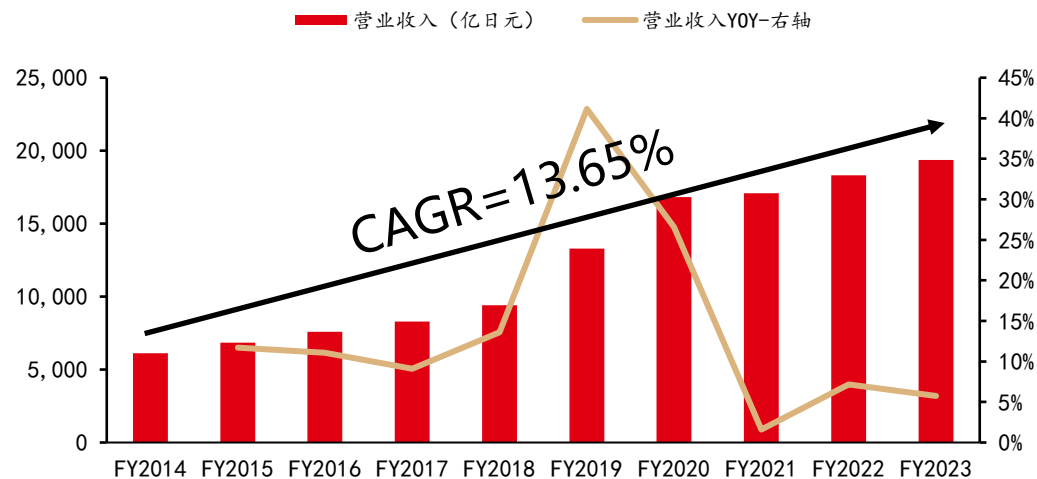


资料来源：中邮证券研究所整理

2.2.2 零售折扣店发展启示——日本龙头唐吉诃德

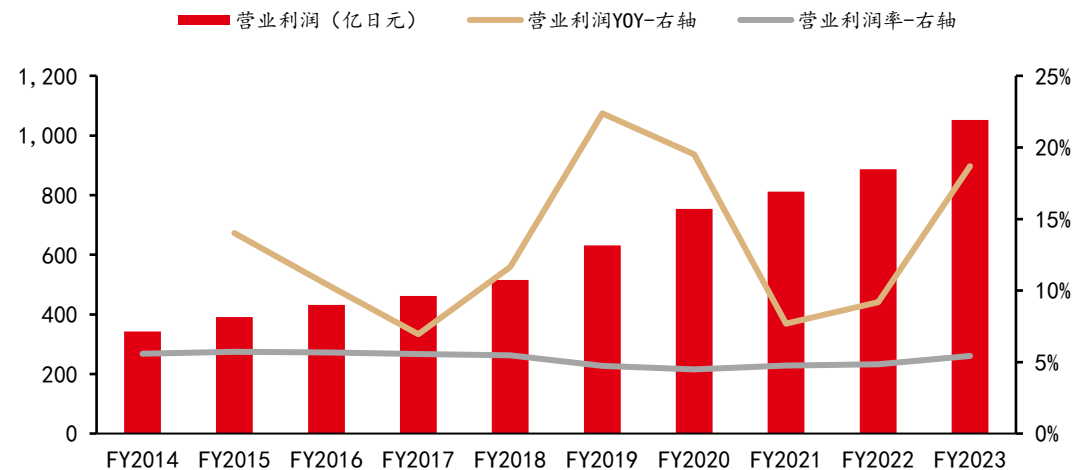
- **总结唐吉诃德成功经验，“CV（便利）D（折扣）+A（体验）”独特公式解锁零售龙头生意经。**
 - 1) 便利：**由于日本市场相对较小，想要真正成为龙头难以采取目标聚集战略，因此唐吉诃德开设的店型从10m²的MEGA到300-1000m²的专卖小店，多角化经营门店以覆盖尽可能多的日本消费者，同时延长经营时间，满足日本消费者全方位需求，以“便利”深入人心。
 - 2) 折扣：**唐吉诃德从尾货起家，后通过自有品牌“热情价格”维持产品低价，在当前经济增速放缓的大背景下更贴合消费者对高性价比的需求。
 - 3) 娱乐：**深受日本亚文化熏陶，唐吉诃德主打探宝式体验，从陈列到装潢均充斥冒险与娱乐，增加消费者探店乐趣。
- 综合以上原因，唐吉诃德营业收入与利润双双取得高增，2023年取得营收近2万亿日元、伴随利润率持续修复，在当前消费背景下唐吉诃德这一“零售折扣骑士”有望更上一层楼。

图表38：唐吉诃德营业收入



资料来源：公司公告，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图表39：唐吉诃德营业利润



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 零售业态发展启示

- 从折扣零售龙头吸取经验，成功之共性可总结为：
 - 1) 经济发展降速下理性消费趋势的受益者，四家零售折扣龙头均在经济危机和经济发展降速期间享受中产阶级理性消费红利。
 - 2) 独特选品逻辑+自有品牌推好物，四家龙头均有自己独特的选品逻辑，且均增加自有品牌商品占比以寻求产品差异化，吸引消费者。
 - 3) 从供应链和管理层要效益，高性价比商品吸引顾客。四家龙头均因其规模效应天然享受低成本采购优势，且和供应链有独特合作模式，加之高效的门店运营方式，四家龙头均从供应链和管理处倒挤效益让利于民，实现高性价比折扣的根基。

图表40：各大零售品牌经营情况一览

品牌	门店大小	单店收入	毛利润	毛利率	净利润	净利率	坪效
奥乐齐 ¹	1200m ² 左右	50万欧元/月	单月75000欧元	15%	单月20000欧元	4%	接近13000美元/m ²
唐吉诃德 ²	超过3000m ²	日均600万日元，折合人民币30万元	单月270万元左右	30%	单月28.8万元	3.2%	超80万日元/m ²
Costco ³	15000m ² 左右	2.43亿美元/年	0.3159亿美元/年	13%	0.15亿美元/年	6.3%	17985美元/m ²
山姆 ⁴	12441m ²	15亿元/年	3亿元/年	20%	--	--	9337美元/m ²

资料来源：《大道至简》(德)尼尔斯.布兰德斯、(德)迪特尔.布兰德斯，知乎，36氪，商业地产头条，中邮证券研究所整理

注1：奥乐齐资料来源于《大道至简》中披露的2017年相关经营数据，其中坪效数据为2016年数据

注2：唐吉诃德数据利润率情况来源于2023财年年报，其余来源于公开资料整理

注3：Costco单店收入与利润数据来源于2021年财报估算数据，坪效来源于《零售商业财经》2021年披露数据

注4：山姆数据选取2021年中国区估算数据

三

两线逻辑测算，我国零食折扣店开店空间广阔

3.1 以湖南、江苏为样板，推算全国开店空间

3.2 参考海外龙头，预测我国零食折扣店开店空间

3.1以湖南、江苏为样板，推算全国开店空间

图表41：我国分地区零食折扣店开店空间

地区	人口调整系数	人均可支配收入调整系数	人口密度调整系数	人均消费支出调整系数	预期门店数
北京	0.33	1.28	0.53	1.07	610
天津	0.21	0.98	1.87	0.84	808
河北	1.12	0.91	1.00	0.90	7811
山西	0.53	0.59	1.64	0.61	786
内蒙古	0.37	0.72	0.93	0.80	495
辽宁	0.64	0.72	0.83	0.66	644
吉林	0.36	0.56	0.97	0.66	327
黑龙江	0.47	0.57	2.29	0.59	926
上海	0.38	1.32	1.67	1.15	2423
江苏	1.00	1.00	1.00	1.00	2546
浙江	1.00	1.00	1.00	1.00	2546
安徽	0.93	0.66	1.17	0.69	1258
福建	0.64	0.86	1.49	0.93	1945
江西	0.69	0.65	1.56	0.69	1216
山东	1.54	1.00	0.74	0.97	9409
河南	1.49	0.83	1.00	0.82	8706
湖北	0.89	0.66	1.30	0.78	1516
湖南	1.00	1.00	1.00	1.00	8525
广东	1.92	1.00	1.00	1.00	16339
广西	0.77	0.56	1.06	0.60	698
海南	0.16	0.62	1.06	0.72	187
重庆	0.49	0.72	0.96	0.78	668
四川	1.27	0.90	1.00	0.94	9193
贵州	0.59	0.51	0.97	0.60	444
云南	0.71	0.54	1.40	0.70	965
西藏	0.06	0.53	0.70	0.71	38
陕西	0.60	0.60	2.27	0.67	1417
甘肃	0.38	0.47	1.38	0.67	414
青海	0.09	0.54	1.23	0.63	97
宁夏	0.11	0.59	1.32	0.67	148
新疆	0.39	0.54	1.40	0.65	492

资料来源：ifind，中邮证券研究所测算

请参阅附注免责声明

- 测算假设：**（1）一个地区零食量贩市场规模与地区人口数、人口密度、人均可支配收入以及人均消费支出有关。（2）我们以湖南地区为样板城市，湖南地区头部量贩零食品牌，零食很忙、乐尔乐、幸福松鼠、爱零食、零食优选在湖南地区门店数约为1500家、2500家、800家、700家、700家，总计约6200家，假设湖南头部品牌占市场份额约80%，假设距离省份开店天花板还有10%的增长空间，则湖南量贩零食店全部门店数约为7750家，则预计未来湖南量贩零食店全部门店数约为8525家。

（3）江苏地区头部量贩零食品牌，好想来、恰货铺子、赵一鸣在江苏地区门店数约为900家、100家、150家，总计约1550家，假设江苏头部品牌占市场份额约70%，则江苏量贩零食店全部门店数约为2214家，假设距离省份开店天花板还有15%的增长空间，预计未来江苏量贩零食店全部门店数约为2546家。（4）基于浙江人口数将所有省份分为两组，A组基于湖南测算，B组基于江苏测算。
- 调整系数计算方式：**（1）A组：处于湖南和浙江之间的，赋值为1，高于区间的，除以区间最高值，低于区间的，除以区间最低值。（2）B组：处于江苏和浙江之间的，赋值为1，高于区间的，除以区间最高值，低于区间的，除以区间最低值。

根据假设测算下，预期全国量贩零食店预期门店数约为8万家以上。

3.2参考海外龙头，预测我国零食折扣店开店空间

图表42：我国零食折扣店渗透率及开店空间测算

渗透率	折扣零食店市场（亿元）	门店空间（个） ¹
1%	129	4300
5%	645	21500
10%	1290	43000
20%	2580	86000
30%	3870	129000
40%	5160	172000
50%	6450	215000

资料来源：《大道至简》(德)尼尔斯.布兰德斯、(德)迪特尔.布兰德斯，中邮证券研究所测算
注1：单店年销量以300万元为基数进行测算

- **对标德国奥乐齐，零食很忙等折扣店大有可为。**（1）渗透率天花板：根据《大道至简》，折扣店市场份额约占德国零售行业的50%，其中奥乐齐相关市场份额为30%左右。（2）现有市场份额：根据弗若斯特沙利文数据，预计2022年我国休闲食品市场规模为1.56万亿，其中83%为线下消费，则零食线下市场规模为 $1.56 \times 0.83 = 1.29$ 万亿。
- 根据以上条件，假设平均零食量贩门店年营业额300万，2022年我国零食折扣店数量约为1.3万家，当前折扣店渗透率约为3%左右，远低于德国的50%。若未来渗透率提高到5%，门店空间有2.15万家；渗透率提高到20%，则门店开店空间有8.6万家；若渗透率达到德国的50%，则门店开店空间能达到21.5万家。
- **根据两种测算方式，我们认为根据我国居民消费习惯以及国内外品牌差异，零食量贩行业门店数天花板应在8-10万家。**

四

消费理性背景下，我国零售新业态应运而生

- 4.1本土化的仓储会员店：扎根北京的fudi放眼全国
- 4.2全国性的零食折扣店：零食很忙+万辰系大有可为
- 4.3区域性的零食折扣店：幸福松鼠与乐尔乐差异突围

4.1 本土化的仓储会员店：扎根北京的fudi放眼全国

- **新业态一：“会员在左，传统在右”，fudi闯出本土化仓储会员店之路**
- **扎根北京，大步向前。**2021年，首家fudi会员店落地北京东四环窑洼湖公园，在不到3年时间里，fudi已在北京开设4家会员店、2家fudi+精选店，在京门店超山姆。fudi会员数同样高歌猛进，据fudi公开数据显示，截止2023年8月，fudi会员数已达18.8万，增速喜人。展望未来，fudi2024年计划在北京新增5家fudi会员商店和10家fudi+精选超市，至2025年走出北京、布局全国市场。
- **介于传统商超与仓储会员店之间，fudi探索出具有本土特色的仓储会员店模式。**fudi不断摸索国人偏好，在传统商超和仓储会员店中找准自身定位：fudi门店较山姆更小、但比永辉大卖场更大；选址类似传统商超偏好商场住宅区；SKU较山姆更多，但略少于传统商超。

图表43：fudi保持稳健开店节奏

开店时间	门店	门店地址
2021年5月18日	第一家fudi会员店	北京东四环窑洼湖公园附近
2022年1月	第二家fudi会员店	北京顺义祥云小镇
2022年10月1日	第三家fudi会员店	北京东五环外朝阳北路
2023年9月28日	第四家fudi会员店	北京五棵松万达广场
2023年5月1日	首家fudi+精选店	北京五道口购物中心
2023年6月18日	第二家fudi+精选店	京西大悦城
2024年	新增5家fudi会员商店、10家fudi+精选超市	北京
2025年		走出北京

资料来源：FBIF，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表44：fudi在传统商超与仓储会员店之间寻求平衡

	山姆	Costco	盒马x会员	fudi	永辉超市
占地面积	山姆顺义店：3.6万平米	Costco杭州店：1.8万平米	1.8万平米	fudi五棵松店：1.5万平米；fudi+京西大悦城店：3000平米	1万平米左右
选址	市郊区域向城市中心拓展	市郊区域向城市中心扩展	靠近商场、住宅区	靠近商场、住宅区	靠近商场、住宅区
SKU	3000-4000种	4000种	3000种	fudi：5000种 fudi+：超7000种	8000-9000种
会员费	260、680元	299元	258元	188、365、680元	无

资料来源：FBIF，中邮证券研究所

4.1 本土化的仓储会员店：扎根北京的fudi放眼全国

- **新业态一：“会员在左，传统在右”，fudi闯出本土化仓储会员店之路**
- **母公司主营为果蔬生鲜，直采模式省钱又保质。**
 fudi供应链王牌为母公司北京尧地农业，成立于2014年的尧地农业是一家集生鲜零售、智慧农业、仓储物流等业态的农业科技公司，目前种植面积已达26.9万亩。因此，fudi果蔬农产品可从母公司种植基地直采，省去中间环节并全程在公司体系内把控，让fudi的生鲜产品相比其他零售店更具竞争力。
- **调研本地偏好自研供应链，并开放全球合作。**作为土生土长的中国零售店，fudi最大化程度满足国人偏好，如在烘焙区制作售卖酱香饼、馒头等中式主食。fudi也坚持自研供应链，除生鲜和烘焙外，fudi已在肉禽蛋类、方便速食、油粮调味等品类上实现了自建供应链。自建供应链不等于故步自封，fudi积极拥抱全球优质供应商，目前已和澳洲零售品牌客澳市达成合作，为顾客提供全球优质产品。

请参阅附注免责声明

图表45：母公司即为生鲜供应链



资料来源：新浪财经，中邮证券研究所

图表47：fudi自研供应链



资料来源：FBIF，中邮证券研究所

图表46：fudi烘焙区扎根本地



资料来源：商业那点事儿，中邮证券研究所

图表48：fudi全球化供应链



资料来源：FBIF，中邮证券研究所

4.2全国性的零食折扣店：零食很忙+万辰系大有可为

- **新业态二：全国性零食折扣店方兴未艾，高效购物方式替代传统商超**
- **头部零食量贩企业整合，缓解激烈竞争环境：**今年以来，万辰生物宣布将旗下来优品、好想来、吡啱吡啱、陆小馋零售品牌正式合并，统一为“好想来品牌零食”；2023年11月平价零食集合店品牌“零食很忙”与“赵一鸣零食”完成合并。此轮并购有望推动零食量贩行业集中度提升、遏制此前激烈的价格战，有利于让加盟商获得更稳健的利润，长期看良性促进头部企业以更大的规模效应从区域扩张至全国。
- **下游行业整合利好上游供应商：（1）保证上游供应商利润：**下游头部玩家整合有望减少压价，上游进行议价时有望提升自身盈利空间。**（2）提高选品效率：**上游供应商和下游头部企业均有合作，此轮并购有利于下游零食量贩渠道向上游零食供应商集中选品。**（3）加快上游渗透下游渠道的速度：**上游供应商此前和部分头部下游品牌达成良好合作，伴随下游整合，头部品牌可将上游供应商品类推至合并的品牌，提高上游渗透效率，有望快速达成高质量合作。

请参阅附注免责声明

图表49：头部零食量贩企业开始合并



2023年11月平价零食集合店品牌「零食很忙」与「赵一鸣零食」完成合并，零食很忙创始人晏周将出任新公司董事长。

资料来源：零售商业财经，界面新闻，中邮证券研究所

4.2全国性的零食折扣店：零食很忙+万辰系大有可为

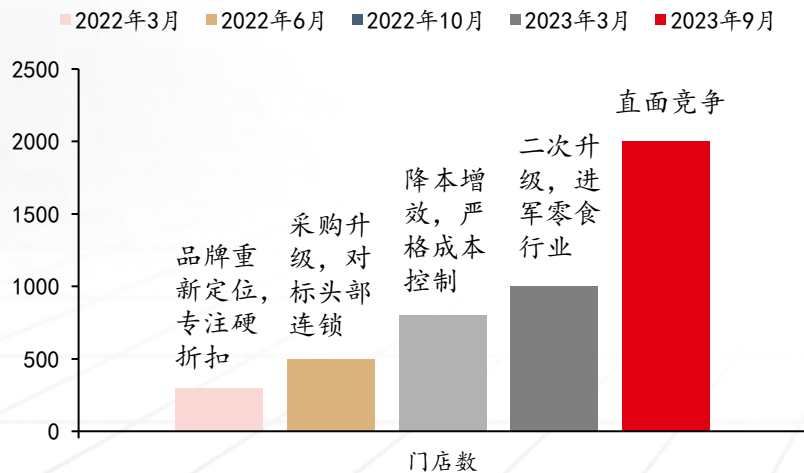
图表50：各区域零食品牌龙头一览

	万辰零食	零食很忙	赵一鸣	零食有鸣	糖巢	零食优选
门店数量	6000+ (截至24年6月官网显示)	5000+ (截至24年6月官网显示)	5300+ (截至24年6月官网显示)	2000+ (截至24年6月官网显示)	1400+	1700+ (截至24年6月官网显示)
根据地	江苏	湖南	江西	四川	福建	湖南
成立时间	2022	2017	2015	2019	2011	2018
人均	30+元	39.56元	37元	36.91元	43.88元	27.33元
覆盖省份	12个	10个	14个	14个	3个	15个
SKU	2000+	1600+	2000+	1500+	3000+	1800+
毛利率	20%，其中据万辰生物2023年7月发布的定增说明书，直营门店毛利率约为27%	官网18%，第五代店15%-20%，白牌毛利率30%	18%-19%，白牌毛利率30%-40%	22%，白牌毛利率25%-30%	20%-23%	22%
净利率	约8%-10%					
选品采购	超百人选品团队，厂家直供，华东地区最大体量零食品牌服务商	选品仅找同类行业前列厂商	百大厂商，零中间商，专业团队精准选品	与新希望乳业、洽洽食品达成战略合作	直接沟通品牌方	拥有1000+优质厂商资源
仓储物流	自营仓储物流，仓储中心面积超15万，自有300+物流车队，7仓协同配送，合并后仓配中心数量达17个，全行业第一	建有六大物流仓，仓储面积超12万平方米，全国门店货物24h必达	高效仓储配送	20万平方米智能仓配一体化系统		超4万平方米现代化仓储物流中心，建有三大仓储
门店管理	定制ERP门店管理系统	形成线上+线下结合的管理评分体系，每月公布标准化评分	新店专人指导，门店标准化化管理	专业运营督导管理		线上线下全程监督，综合考评奖励
折扣促销	每月8号88节，商品88折	灵活进行88折活动	每月8号88节，商品88折	不做会员不打折		结合门店情况定制营销方案
形象IP	高辨识度的卡通形象	卡通形象“零小忙”，品牌代言人张艺兴	卡通形象“SUPER MING”	卡通形象“YUMMY”		卡通形象“优仔”
线上流量	抖音2.4万粉丝	抖音40万粉丝，微博60万粉丝	抖音40万粉丝，微博3.2万粉丝	抖音、微博粉丝数未超2000		抖音1.5万粉丝

4.3 区域性的零食折扣店：幸福松鼠与乐尔乐差异突围

- **新业态三：区域性零食折扣店渗透下沉市场，主打硬折扣王牌差异化突围**
- **在乡镇中掘金，幸福松鼠门店数超2600。**幸福松鼠由乡镇食杂店起家，2023年3月正式进军零食折扣店，据浪潮新消费报道，和布局三四线城市的全国性零食折扣连锁不同，获得两轮数千万融资的幸福松鼠目前已布下2600多家门店，其中70%在乡镇，30%在县城。
- **开店模型优良，吸引中小乡镇加盟商。**由于幸福松鼠主攻下沉市场，加盟商实力较高线城市大加盟商弱。因此，幸福松鼠免去加盟费、保证金等费用，最大限度减少加盟商前期投入，开店合计费用仅需30万元左右，为普通零食店一半，支持加盟商加入、快速抢占乡镇市场。
- **专注硬折扣不打折，薄利多销。**与其他零食连锁不同，幸福松鼠通过精进供应链和管理成本，通过降价而非打折的方式以低价的商品吸引顾客到店消费。尽管降价的方式造成幸福松鼠毛利率较低，但通过足够的客流仍能保证绝对的利润。

图表51：幸福松鼠开店历程



图表52：幸福松鼠开店模型优良

	其他零食店 (120㎡)	幸福松鼠 (120㎡)
加盟费(元)	50000	0
品牌管理费(元) /年	9800	6800
保证金(元)	30000	0
装修费(元)	150000	50000
货架、设备、物料(元)	150000	60000
首批进货(元)	300000	15000
物流费用	实际费用结算	实际费用结算
合计	60万-80万	30万左右

资料来源：新经销，中邮证券研究所

图表53：幸福松鼠专注硬折扣

幸福松鼠

定位食杂硬折扣店，克制增长，坚持底线

- 降价格，不涨价不打折
- 降毛利，毛利率低于5%
- 降账期，货到店再付款
- 降费用，人员少租金低

资料来源：新经销，中邮证券研究所

资料来源：新经销，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

4.3 区域性的零食折扣店：幸福松鼠与乐尔乐差异突围

- **新业态三：区域性零食折扣店渗透下沉市场，主打硬折扣王牌差异化突围**
- **起源湖南，剑指万店。**乐尔乐于2011年开设第一家门店，号称湖南硬折扣领域的赛道开拓者，经过十余年时间发展，目前已拥有3800多家门店，销售规模突破百亿。2024年元旦，乐尔乐宣布成立乐尔乐汇盟招商团队，进军全国零售市场，目标在未来3-5年达到2-3万家门店。**万店目标依赖优质模型**，和幸福松鼠类似，乐尔乐同样致力于降低前期投入，据乐尔乐官方公众号公布数据，加盟商开设一家100m²乐尔乐门店前期投入仅需25万元，显著低于行业平均水平。
- **十二年供应链为王牌，供应体系发展成熟。**号称“价格屠夫”的乐尔乐之所以能做到硬折扣，原因在于其强大的供应体系。乐尔乐不仅在采购端自建仓储供应链中心，更是在商超的运输、收银、货架、装修、营销各方面自建支持系统，保证全方位降本以支持硬折扣商业模式。

图表54：乐尔乐取得的成就



资料来源：新经销，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图表55：乐尔乐前期投入少

	其他零食店 (100m ²)	乐尔乐 (100m ²)
加盟费 (元)	38000	20000
保证金 (元)	20000	10000
管理费 (元)	800	0
道具设备 (元)	70000-100000	27000
首次进货 (元)	180000-250000	160000-180000
装修费 (元)	80000-120000	25800
投资金额	50w左右	25w

资料来源：乐尔乐公众号，中邮证券研究所

图表56：乐尔乐商超供应体系成熟



资料来源：魔方云销，中邮证券研究所

五

下游渠道高景气，重点推荐盐津、劲仔、甘源

5.1 立足不同品类与渠道，零食公司各放异彩

5.2 零食企业营收利润高增，控费效果显著

5.3.1 盐津铺子盈利预测

5.3.2 劲仔食品盈利预测

5.3.3 甘源食品盈利预测

5.1 立足不同品类与渠道，零食公司各放异彩

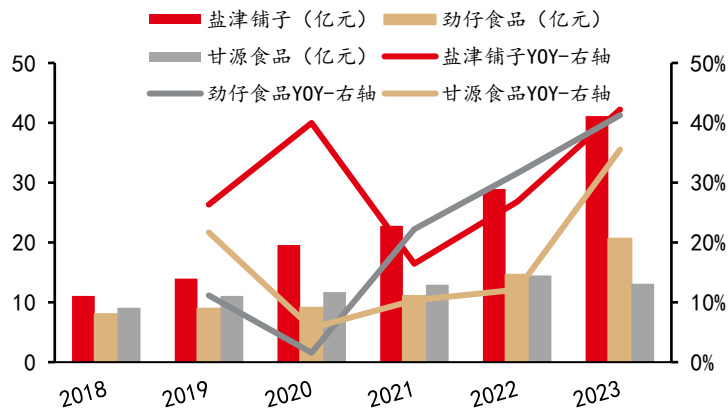
图表57：盐津、劲仔、甘源三大零食龙头产品、渠道策略

	产品结构		渠道结构
	产品系列	产品策略	渠道发展路径
盐津铺子	七大核心品类：辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食以及果干坚果	多sku产品打法，七大核心品类共同发力，以子品牌“大魔王”为突破，致力做到“品牌即品类”。针对大单品：1) 魔芋丝：拥有海外原料供应商，具备成本优势，并切入部分卤味品牌进行合作。此外，成立子品牌“大魔王”专注魔芋丝，做到“品牌即品类”，未来可期；2) 鹌鹑蛋：23H1在供货紧张情况下营收近亿，伴随未来自建供应链与下一轮鹌鹑蛋周期到来，加之鹌鹑蛋具备的休闲与健康双重属性，未来有望成为十亿级别大爆品；3) 蒟蒻：坐拥健康属性，主打宝宝宝妈市场，下半年将进一步放量，有望成为传统果冻的健康替代。	坚持做各渠道的引领者，提前布局零食专营渠道，目前在零食渠道增速最快：（1）电商渠道：采取全平台政策，在抖音、淘宝、京东等平台定制选品，通过自营团队以低销售投入换取高盈利水平；（2）零食量贩渠道：重点发力板块，未来通过扩点位+扩SKU还有一定增长空间；（3）定量流通渠道，弱势地区持续发力。依赖三大单品在华东、华中、四川、广东等区域实现突破；（4）直营渠道，处于战略调整期。未来存在进一步开设会员店的可能性
劲仔食品	三大品类：鱼制品、禽肉制品、豆制品 五大零食系列：鱼类零食、豆干零食、肉干零食、素肉零食、禽蛋零食	一个十亿级超级大单品小鱼+一个十亿级储备大单品鹌鹑蛋+大单品类（肉干、豆干、魔芋、素肉）。1) 超级大单品中小鱼干始终保持了稳定增长，在这个细分品类里保持了市占率第一。同时公司启动品牌升级战略，在西安试点高端小鱼产品，目前反馈积极。公司未来继续聚焦鱼类零食，挖掘深海鳀鱼的品牌价值，树立更加营养健康的鱼类零食品牌形象，为今后的整体品类的价值升级打基础。2) 鹌鹑蛋从推出到现在大概一年半的时间一直处于高速增长的状态，今年已经突破了一个亿的大关，是公司在小鱼干之后未来会布局的第二个十亿级的一个单品，从产品工艺、配方、包装等多方面不断升级迭代鹌鹑蛋产品，打通产业链上下游，一方面加强与上游养殖合作、保证原料品质与稳定性，另一方面通过鹌鹑蛋打开散称渠道，不断加强终端铺货率	经销渠道为公司传统优势渠道，公司不断扩大网点布局、提升单店产出，与经销商合力加强市场推广、效果显著；除了线下传统流通优势渠道外，公司也不断的去布局新零售渠道，包括线上渠道在抖音快手、美团等新媒体平台，和零食专营渠道，在不影响整体价盘、利润空间的前提下，积极去拥抱零食新渠道
甘源食品	老三样：瓜子仁、青豌豆、蚕豆； 新系列：综合果仁及豆果、烘焙、膨化	1) 老三样方面：以老三样（瓜子仁、青豌豆、蚕豆）为基础，在优势领域持续拓展；2) 新产品方面：扩充散装豆果、花生和薯片，加速推进坚果和冻干水果，针对各SKU进行品类聚焦，精选一些定量产品进行推广。	以线下经销渠道为主，覆盖大卖场、仓储式会员店、超市、连锁便利店、生鲜水果店、交通站等多个场景，实现从核心商圈到流通门店的多层次覆盖

5.2 零食企业营收利润高增，控费效果显著

■ **收入端：**2022年以来盐津铺子、劲仔食品、甘源食品收入均迎来高增，2023年前三季度受益于零食量贩渠道高景气，在高基数情况下零食公司收入增速均在30%以上。

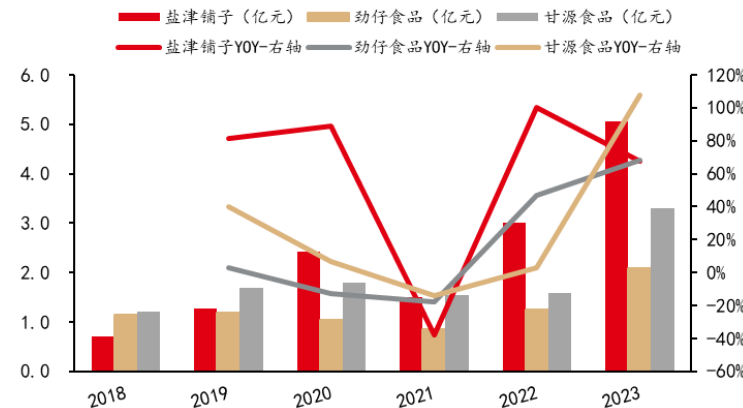
图表58：零食企业营业总收入对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

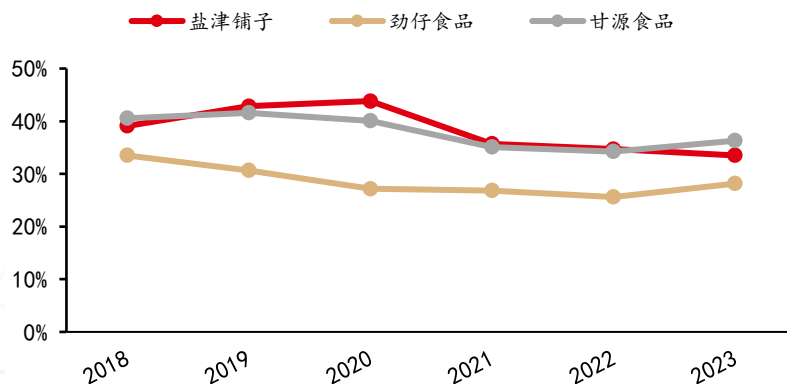
■ **利润端：**零食企业归母净利润在2021年探底后，在2022年实现高增，2023年前三季度延续22年势头，归母净利润也迎来修复，其中甘源食品归母净利润突破15%大关。

图表59：零食企业归母净利润对比



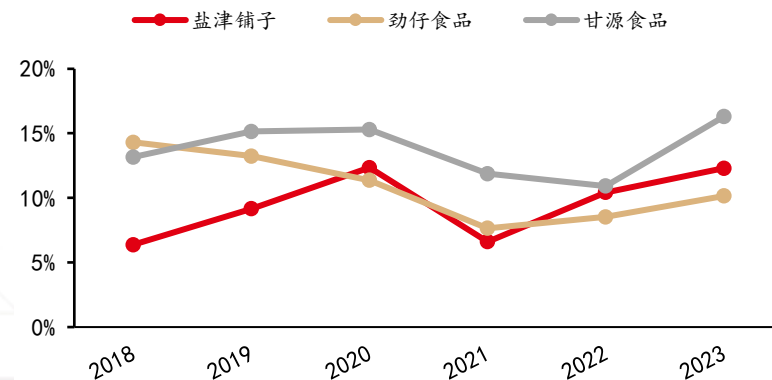
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表60：零食企业毛利率对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表61：零食企业归母净利率对比

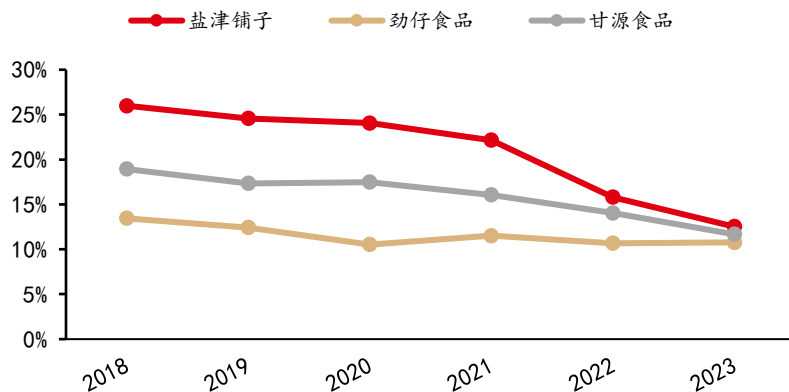


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5.2 零食企业营收利润高增，控费效果显著

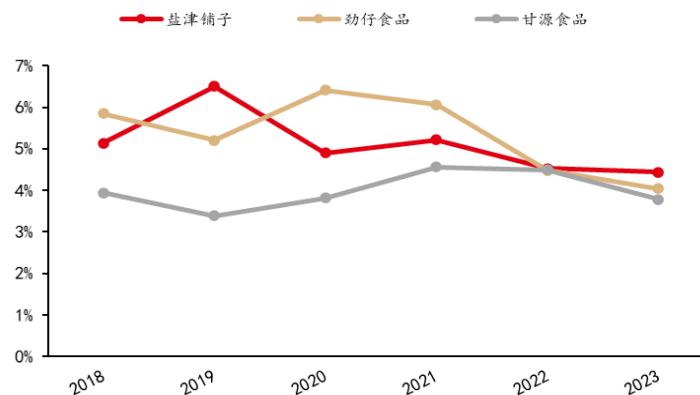
- **费用端：1) 规模效应释放势能，零食企业销售、管理费用率显著下降：**伴随收入进一步增长，各大零食企业产能利用率进一步上升，加之各企业在拓点位、扩渠道时精准投放费用、提升费用效率，自2020年以来，三家零食企业销售费用率、管理费用率呈下降趋势：2023年盐津铺子/劲仔食品/甘源食品销售费用率分别为12.53%/10.76%/11.50%，管理费用率分别为4.44%/4.04%/3.78%，均下降至历史较低水平。**2) 做足战略储备，研发费用稳健：**三家零食企业均在研发上保证合理投入，以确保后续孕育大单品、延续高成长性。23年前三季度盐津铺子/劲仔食品/甘源食品研发费用率分别为1.94%/1.92%/1.26%。
- 请参阅附注免责声明

图表62：零食企业销售费用率对比



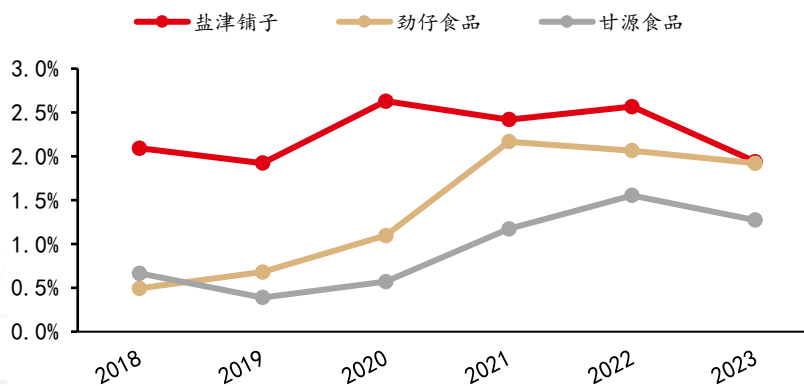
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表63：零食企业管理费用率对比



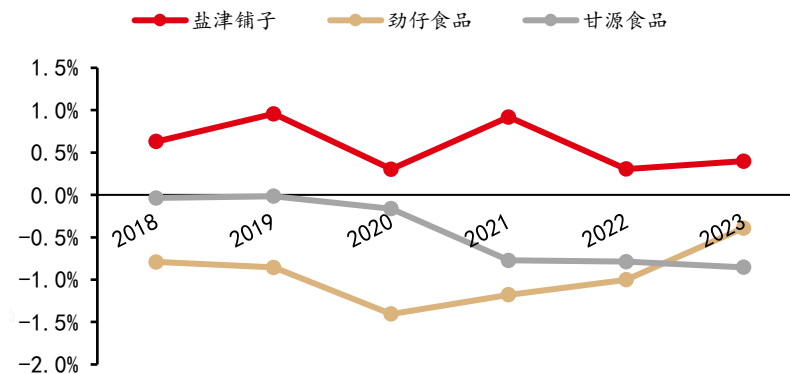
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表64：零食企业研发费用率对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表65：零食企业财务费用率对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5.3 盈利预测与投资建议

5.3.1 盐津铺子：Q1迎来开门红，盈利能力持续提升

- 公司战略如一，坚持多品类多品牌+全渠道发展，我们认为2024年在高基数下公司仍可保持高速增长。**7大核心品类持续扩容，同时战略上推出品类叠加品牌打法，母品牌盐津强化消费者心智，子品牌打造差异化竞争，在休闲零食赛道提升品牌占有率。利润端来看，24年主要原材料通过多种方式成本降低、叠加规模效应体现，利润将展现较高弹性。1) 供应链端：在核心品类上公司致力于保持成本优势，通过原产地自建供应链、自动化智能制造水平提升、降低人工成本，规模效应体现。2) 原材料端：对核心原料如油脂、魔芋精粉、马铃薯粉，通过低于23年价格取得战略合作协议、或者锁定全年较大比例用料等方式去稳定价格。例如鹤鹑蛋自产模式达到满产后成本相较于市场平均采购价有明显成本端优势。3) 渠道端精准定价，由于生产前端优化带来的毛利增量可抵消终端个别价格竞争损益。
- 盈利预测：**预计2024-2026年收入预测至52.93/66.94/81.99亿元，同比+28.62%/+26.47%/+22.49%，预计2024-2026年归母净利润预测至6.87/9.59/12.15亿元，同比+35.74%/+39.73%/+26.65%。未来三年EPS分别为2.5/3.5/4.43元，对应当前股价PE为17/12/10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧风险；原材料价格波动；食品安全风险。

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4115	5293	6694	8199
增长率(%)	42.22	28.62	26.47	22.49
EBITDA(百万元)	755.51	883.87	1212.63	1558.20
归属母公司净利润(百万元)	505.77	686.54	959.28	1214.94
增长率(%)	67.76	35.74	39.73	26.65
EPS(元/股)	1.84	2.50	3.50	4.43
市盈率(P/E)	23.25	17.13	12.26	9.68
市净率(P/B)	8.13	6.25	4.73	3.61
EV/EBITDA	18.47	13.67	9.67	7.19

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（收盘价截至2024年7月3日）

5.3 盈利预测与投资建议

5.3.2 劲仔食品：线下渠道领增长，Q1利润弹性十足

■ **收入端三年倍增目标不变，大单品矩阵清晰、品牌势能持续累积，品类空间进一步打开，盈利能力持续提升。**一方面，核心品类持续扩张，公司将进一步打磨传统大单品小鱼干、同时稳步推进鹌鹑蛋，发掘优势渠道、形成品牌合力。另一方面，在渠道上，通过定量大包装切入线下优质渠道、提升品牌溢价、反哺散称的策略延续。线上作为补充性渠道在经历了产品梳理后，盈利能力明显改善。零食量贩渠道谨慎基调下合作范围加大，目前基数较小可期待其高成长性。2024年小鱼干原材料稳定、毛利率预期平稳，全年费用预算把控严格，收入增长带来的规模效应下利润率预计上行。Q1小鱼成本环比去年年尾基本稳定，二季度以来略有波动，公司将不断加强与上游养殖合作、保证原料品质与价格稳定性。全年费用预算严格把控，随着规模效应体现后，整体盈利能力有望持续提升。

■ **盈利预测：**预计2024-2026年分别可实现收入27.11/34.27/41.22亿元，同比+31.27%/+26.42%/+20.28%，预计2024-2026年归母净利润预测至3.1/3.97/4.8亿元，同比+48.1%/+27.96%/+20.89%。未来三年EPS分别为0.69/0.88/1.06元，对应PE估值分别为18/14/12倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全风险；下游需求不及预期；原材料价格波动风险。

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2065	2711	3427	4122
增长率(%)	41.26	31.27	26.42	20.28
EBITDA(百万元)	299.67	398.64	497.61	587.55
归属母公司净利润(百万元)	209.58	310.39	397.18	480.14
增长率(%)	68.17	48.10	27.96	20.89
EPS(元/股)	0.46	0.69	0.88	1.06
市盈率(P/E)	27.11	18.31	14.31	11.83
市净率(P/B)	4.35	4.00	3.63	3.26
EV/EBITDA	17.01	13.26	10.56	8.84

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（收盘价截至2024年7月3日）

5.3 盈利预测与投资建议

5.3.3 甘源食品：规模效应下利润率表现亮眼，24年延续高成长性

- 24年公司将聚焦产品创新、优化供应链效率、提升组织管理能力，从渠道、产品、运营三角度全面强化自身。从渠道角度来看：大客户将继续围绕高端会员店和大B定制化服务展开，深入与山姆、Costco合作；电商渠道在人员调整完毕后、配合现有产品突破（不再局限于老三样），预计今年有较大增长空间；量贩渠道已基本实现主流品牌覆盖，今年随着市场本身扩容开店、增加进场SKU数量，可实现高速增长；传统渠道经过23年新中岛战略调整后，坪效有明显提升，今年将继续围绕高效能柜台做组合陈列、带动坪效持续提升。产品上将进一步强化和升级老三样产品，同时发展豆果、花生、薯片，通过四大品类合力提升空白网点覆盖率。运营角度，建立人才梯队、加强成本管控，持续提升物流、仓储配送及费控能力。棕榈油已在Q1提前锁价，后续仍将通过囤货锁价锁量方式平抑成本波动，24年利润率有望持续向好。
- **盈利预测：**我们预计2024-2026年收入分别为24.63/31.30/37.0亿元，同比+33.29%/27.09%/18.22%，预计2024-2026年归母净利润分别为4.11/5.29/6.37亿元，同比+24.81%/28.81%/20.37%。对应未来三年EPS分别为4.41、5.68、6.83元，对应PE分别为14/11/9倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；下游需求不及预期；原材料价格波动风险。

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1848	2463	3130	3700
增长率(%)	27.36	33.29	27.09	18.22
EBITDA（百万元）	448.70	565.35	713.28	838.93
归属母公司净利润（百万元）	329.06	410.71	529.04	636.81
增长率(%)	107.82	24.81	28.81	20.37
EPS（元/股）	3.53	4.41	5.68	6.83
市盈率（P/E）	16.95	13.58	10.55	8.76
市净率（P/B）	3.31	2.91	2.51	2.16
EV/EBITDA	13.02	7.89	5.79	4.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（收盘价截至2024年7月3日）

重点公司盈利预测 (三表)

盐津铺子财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率				
财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表				
营业收入	4115	5293	6694	8199
营业成本	2735	3448	4295	5200
税金及附加	33	47	59	74
销售费用	516	662	817	984
管理费用	183	241	295	353
研发费用	80	116	134	164
财务费用	16	12	5	-3
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
营业利润	584	786	1111	1455
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	11	8	8	8
利润总额	574	779	1105	1448
所得税	61	94	133	217
净利润	513	686	972	1231
归母净利润	506	687	959	1215
每股收益 (元)	1.84	2.50	3.50	4.43
资产负债表				
货币资金	310	529	748	1434
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	211	347	438	537
预付款项	145	180	228	279
存货	594	729	908	1099
流动资产合计	1304	1896	2463	3521
固定资产	1161	1155	1238	1404
在建工程	33	161	189	116
无形资产	198	192	185	179
非流动资产合计	1566	1695	1792	1879
资产总计	2870	3591	4255	5400
短期借款	300	293	0	0
应付票据及应付账款	320	492	613	743
其他流动负债	756	879	1097	1331
流动负债合计	1376	1664	1710	2073
其他	32	32	31	28
非流动负债合计	32	32	31	28
负债合计	1408	1696	1741	2102
股本	196	196	196	196
资本公积金	458	458	458	458
未分配利润	793	1227	1833	2601
少数股东权益	15	14	27	43
其他	0	0	0	0
所有者权益合计	1462	1895	2514	3299
负债和所有者权益总计	2870	3591	4255	5400

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

劲仔食品财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率				
财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表				
营业收入	2065	2711	3427	4122
营业成本	1484	1906	2402	2886
税金及附加	13	16	20	25
销售费用	222	295	370	445
管理费用	83	108	137	161
研发费用	40	52	65	74
财务费用	-8	1	-2	-3
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	267	365	466	566
营业外收入	0	5	5	5
营业外支出	7	8	8	8
利润总额	260	363	464	564
所得税	48	54	70	79
净利润	212	308	394	485
归母净利润	210	310	397	480
每股收益 (元)	0.46	0.69	0.88	1.06
资产负债表				
货币资金	747	640	737	869
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	9	15	19	23
预付款项	10	17	21	26
存货	367	466	588	706
流动资产合计	1239	1332	1610	1919
固定资产	419	407	402	400
在建工程	23	33	30	17
无形资产	40	39	37	36
非流动资产合计	579	564	544	527
资产总计	1818	1897	2154	2446
短期借款	150	0	0	0
应付票据及应付账款	108	150	189	226
其他流动负债	217	295	373	448
流动负债合计	476	445	561	674
其他	30	28	25	23
非流动负债合计	30	28	25	23
负债合计	505	472	586	697
股本	451	451	451	451
资本公积金	505	505	505	505
未分配利润	350	464	610	787
少数股东权益	6	4	1	6
其他	0	0	0	0
所有者权益合计	1313	1425	1568	1749
负债和所有者权益总计	1818	1897	2154	2446

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

甘源食品财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率				
财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表				
营业收入	1848	2463	3130	3700
营业成本	1178	1571	1994	2348
税金及附加	19	25	31	37
销售费用	212	281	351	407
管理费用	70	91	113	129
研发费用	23	30	31	37
财务费用	-15	-3	-4	-6
资产减值损失	-5	-6	-8	-9
营业利润	406	504	648	780
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	403	501	645	777
所得税	74	90	116	140
净利润	329	411	529	637
归母净利润	329	411	529	637
每股收益 (元)	3.53	4.41	5.68	6.83
资产负债表				
货币资金	648	1009	1403	1857
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	29	34	43	51
预付款项	32	43	55	65
存货	177	233	295	348
流动资产合计	1262	1709	2195	2726
固定资产	530	519	513	511
在建工程	157	164	132	79
无形资产	98	95	92	88
非流动资产合计	833	815	763	705
资产总计	2095	2524	2958	3432
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	111	186	236	278
其他流动负债	186	307	390	459
流动负债合计	297	493	626	737
其他	113	112	112	112
非流动负债合计	113	112	112	112
负债合计	410	605	738	849
股本	93	93	93	93
资本公积金	941	941	941	941
未分配利润	650	884	1186	1548
少数股东权益	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
所有者权益合计	1685	1919	2220	2583
负债和所有者权益总计	2095	2524	2958	3432

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- **需求复苏不及预期的风险：**国内经济形势整体向好，但需求仍处于弱复苏阶段，导致部分地区消费需求波动并影响相关行业及公司营收增长。
- **行业竞争加剧的风险：**若行业竞争加剧，出现价格战等现象，公司盈利能力将受到影响。
- **食品安全的风险：**食品安全事件将影响消费者信心，将对相关行业和公司造成影响。
- **成本波动的风险：**原材料、能源等成本波动将增加推荐标的的盈利不确定性。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

蔡雪昱 (首席分析师)

SAC编号: S1340522070001

邮箱: caixueyu@cnpsec.com

杨逸文 (分析师)

SAC编号: S1340522120002

邮箱: yangyiwen@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048