

证券研究报告|行业专题研究

休闲食品

行业评级 强于大市（首次评级）

2024年12月11日



休闲零食行业专题

从渠道变革看休闲零食行业发展

证券分析师：

刘畅 执业证书编号：S0210523050001

张东雪 执业证书编号：S0210523060001

研究助理：

李妍冰

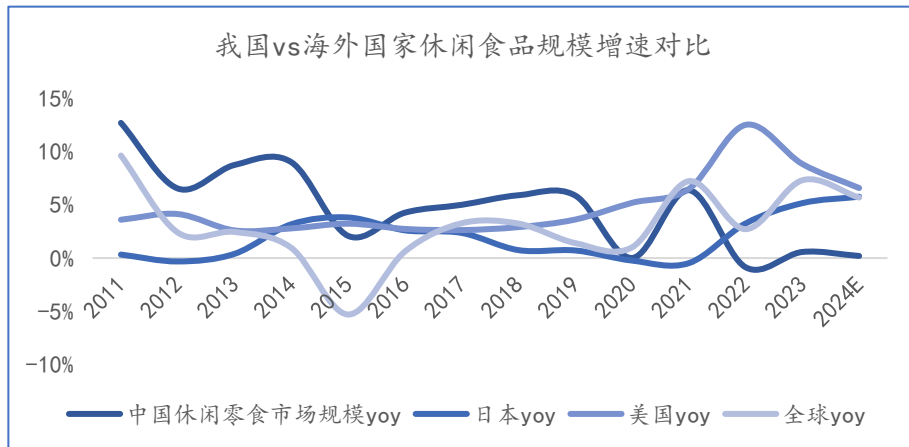
请务必阅读报告末页的重要声明

- 我国休闲零食行业分散，品类之间集中度差异较大，部分品类已形成龙头，但本土综合龙头尚未形成。我国本土企业在烘焙等品类上虽占据了头部主导地位，但在巧克力、饼干果干等偏西式的品类上，外资企业仍相对领先，中西式壁垒尚未打开。由于我国人口和面积庞大，区域间经济水平、口味差异较大，在信息流通快的时代、复制成本较低的行业里，打造全国性大单品难度高，需要长期培育。
- 由于休闲零食行业供需两端分散，单品上量需要时间，导致生产端企业对渠道的依赖性较大，想实现产品的广覆盖和深穿透需要借助渠道资源。复盘来看，我国零食行业21世纪以来主要经历了三轮较大的渠道变革，分别是2012年之前的外资进场，商超崛起阶段、2013-2019年的电商爆发阶段，以及2019年之后的性价比渠道受青睐的多元渠道阶段。
- 具体来看，商超渠道兴起于90年代，2012年开始整体增势有所下降，业态从单一到多元。便利店2013年后迎来快速发展，目前仍在快速扩容阶段，对标海外来看距天花板还有较高水平，但短期内有一定量增价减的趋势，且受到一定量贩零食店的冲击。线上电商渠道2003年在非典蔓延的情况下迎来增长，随着网民数量、政策落实和资金涌入，电商渠道占零食行业销售的比重持续提升，从2012年之前的不到1%增长到2024年的20%以上。但随着电商渗透率提升、获客成本提升，线上零售额2017年以来增速放缓，同时消费品企业在电商渠道的主阵地增量困难、利润侵蚀、品牌形象受损、叠加电商壁垒较低等问题也浮出水面。我们认为，长期来看，线上渠道仍是零食品牌销售和品宣的重要基地，但预计线下渠道仍为零食销售的主导渠道。
- 量贩零食最早由80年代的炒货店和街边小商铺衍化而来，疫情以来迎来快速发展。从消费者端来看，量贩零食店满足了消费者“多好快省”的消费诉求。其中，“多”体现在SKU数量多、宽度高；“好”包括好选品、好品质和好消费体验；“快”符合社区近场零售业态兴起并呈现品牌化趋势，也极大程度上贴合了零食冲动性、高频复购性的特性；“省”的来源包括1) 压缩渠道层级，控制采购成本；2) 减少品牌方和渠道商费用，获得低价；3) 产品矩阵分级，打造低价形象；4) 维持高周转、低库存；5) 精细化管理。
- 从量贩零食的竞争端来看，2023年前量贩零食玩家的主要竞争对手为转型慢、难的传统商超等非零食赛道玩家，当时量贩品牌在区域内快速扩张，随后零食很忙、好想来、零食有鸣、赵一鸣等头部品牌逐步成为区域龙头。随着行业不断发展，现有玩家的竞争对手逐渐过渡到以同类型为主的量贩零食专业型玩家，目前量贩零食行业，呈现出两超多强的竞争态势，行业格局逐渐趋于稳定。此外，由于量贩的核心模式在于用规模杠杆撬动更大的资源，生意模式上难以构成天然的壁垒，因此在区域市场抢占先发优势、跑马圈地也是必行之路。分区域看，湖南、江西、四川区域已相对成熟，西南门店密度较高，北方区域偏空白；下沉市场空间广阔，中低线城市是量贩零售布局重心。
- 参考目前量贩零食最为成熟的湖南市场，我们测算湖南省门店天花板数量可达近5000家。用湖南市场推算全国市场空间，预计理论上全国量贩零食门店天花板7万+家。短期内虽然量贩零食门店开店较为迅猛，但也仅为远期天花板的32%。虽然量贩零食增长空间广阔，但参考便利店业态虽早在20世纪90年代就已引入国内市场，但直到2013年之后开始进入快速发展期，2013年便利店渠道占比6.7%，23年占比提升到10.1%，可见任何发展中的新兴渠道即使长期空间虽大，但占比提升不会一蹴而就，需要时间。
- 风险提示：国内零食需求不及预期风险、市场规模天花板测算偏差、量贩零食门店扩张不及预期、食品安全问题。

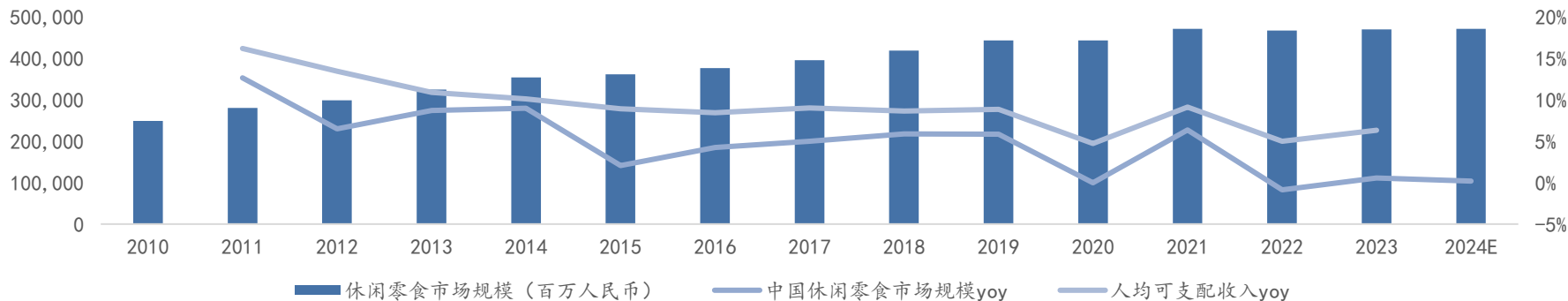
- 1. 我国零食行业目前处于稳步扩容阶段
- 2. 休闲零食行业格局分散，我国不同品类集中度差异较大
- 3. 休闲零食渠道分散，行业整体受渠道衍化影响较大
 - 3.1 商超渠道2012年开始增势下降，业态更加多元
 - 3.2 便利店渠道持续扩容，势能向上
 - 3.3 线上电商崛起迅速，但不会成为零食的主导渠道
- 4. 量贩零食格局逐渐清晰，目前门店数距天花板数量距离尚远
- 5. 风险提示

中国零食行业已过快速增长期，进入稳步扩容阶段

- 我国休闲食品行业经过多年发展，目前已经过了快速增长期，进入稳态扩容阶段。
- 作为可选消费品，休闲零食市场规模与经济情况相关，2015年后我国休闲食品规模增速随着人均可支配收入的增速放缓而有所下降。
- 根据欧睿数据，2012年开始中国休闲食品行业规模增速下滑到个位数，预计2010-2024年行业CAGR为5%，目前行业规模接近五千亿。
- 对比海外，2019年之前，我国零食行业每年的增速基本高于全球和成熟的美国和日本市场，疫情以来出现降速，2022年以来受疫情和消费降级影响，行业规模增长放缓。

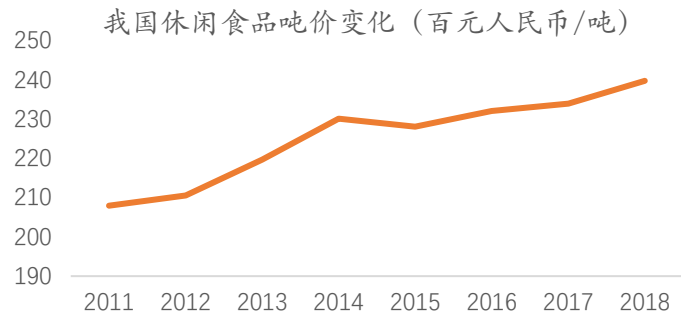
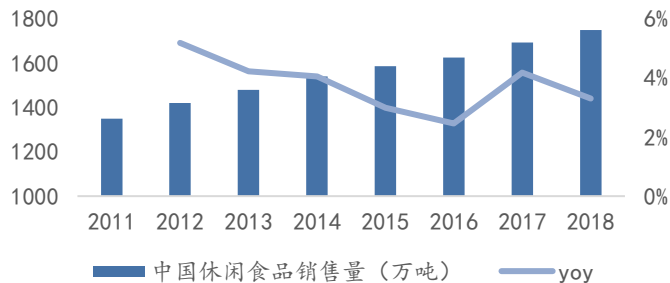


我国休闲食品行业规模及增速vs人均可支配收入变化



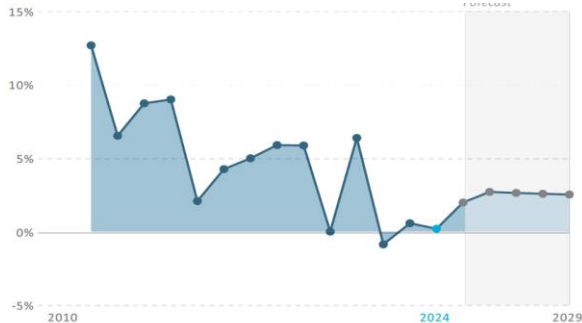
过去行业价增贡献>量增，现阶段消费降级出现量增价减

- **2018年之前：**根据前瞻产业研究院的数据，2011-2016年中国休闲食品销售量CAGR为4%，销售量从2011年的1350万吨增长至2016年的1625万吨。同期，根据欧睿数据，2011年-2016年行业整体销售额CAGR为6%，说明整体来看行业增长已经进入价增>量增。

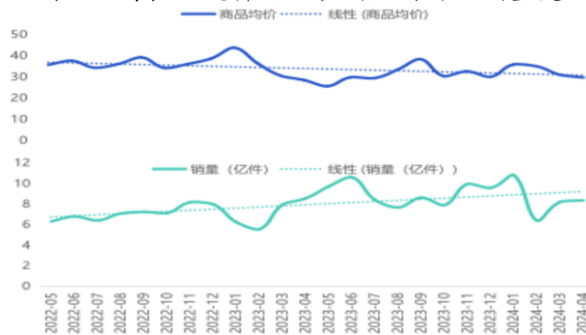


- **2018年之后：**从淘宝平台线上数据来看，休闲零食在非即时消费的线上渠道逐步从量价齐升转向量增价减，价格出现下降的趋势，线上头部商家的促销活动愈发频繁，同质化竞争严重。

欧睿零食零售价格同比增长率

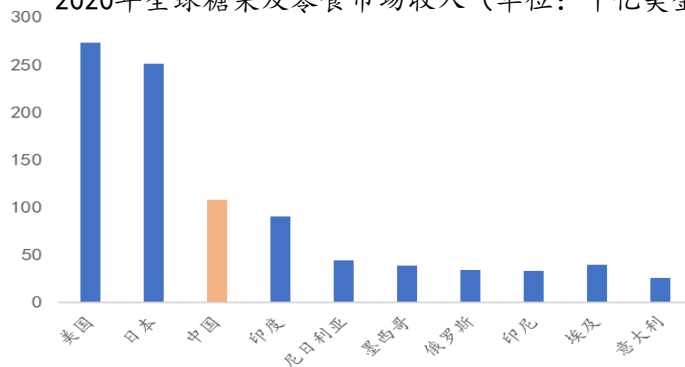


线上电商食品饮料（不含酒）均价及销量变化

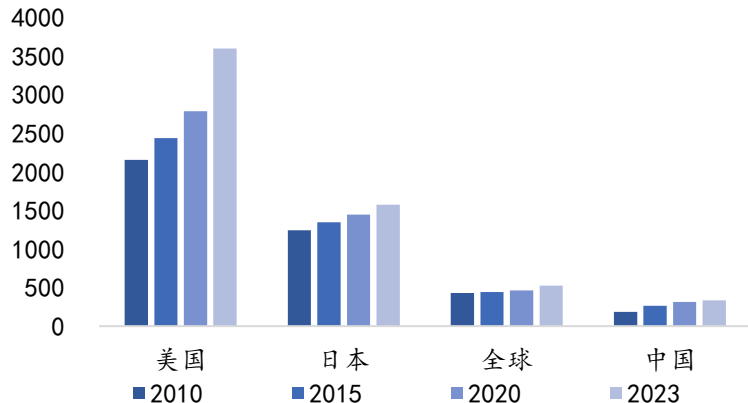


- 根据艾媒咨询数据，在全球糖果&零食市场中，美国与日本份额领先，收入分别是第三名中国的2.5和2.3倍。
- 根据欧睿数据，从人均消费情况来看，截至2023年，中国休闲零食消费量/消费额分别为7kg/334元。我国无论是消费量还是消费额，还低于全球平均水平，与成熟国家有较大差距。

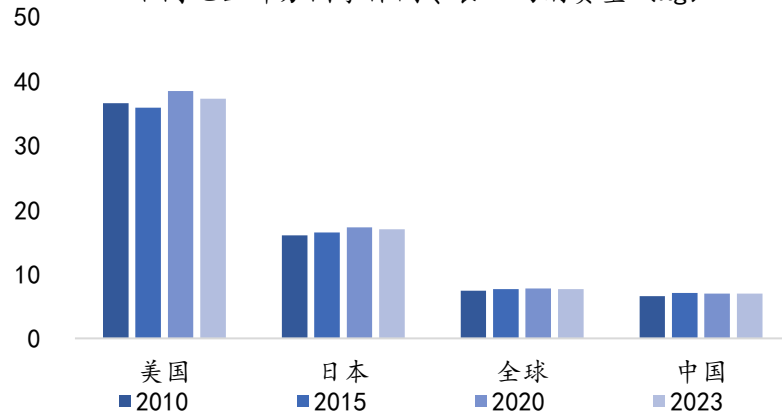
2020年全球糖果及零食市场收入（单位：十亿美金）



不同地区部分国家休闲零食人均消费额（元）



不同地区部分国家休闲零食人均消费量（kg）

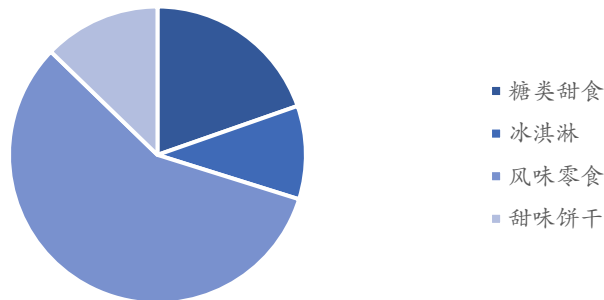


- 1. 我国零食行业目前处于稳步扩容阶段
- 2. 休闲零食行业格局分散，我国不同品类集中度差异较大
- 3. 休闲零食渠道分散，行业整体受渠道衍化影响较大
 - 3.1 商超渠道2012年开始增势下降，业态更加多元
 - 3.2 便利店渠道持续扩容，势能向上
 - 3.3 线上电商崛起迅速，但不会成为零食的主导渠道
- 4. 量贩零食格局逐渐清晰，目前门店数距天花板数量距离尚远
- 5. 风险提示

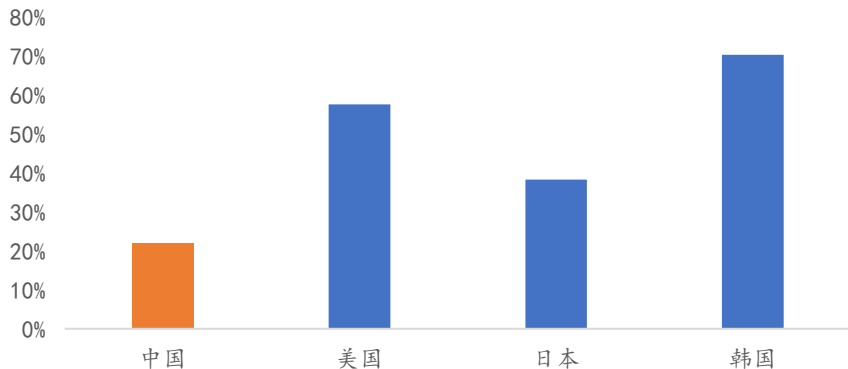
整体来看，我国休闲零食行业分散，品类之间集中度差异较大

- **整体集中度：**我国休闲食品市场较分散，整体CR10在22%左右。对标海外，我国集中度较海外有较大差距。
- **分品类看，**根据欧睿数据，我国多数品类过去几年集中度持续提升，品类之间集中度差异较大（见下页）。
- **品类结构：**根据欧睿数据，风味零食在我国休闲零食中占据主导地位，占比超50%，其中咸味零食占大头。西方国家德国、英国，以及日本，则以糖果、巧克力等甜食为主。国家间饮食偏好不同导致各国休闲零食结构差异较大。

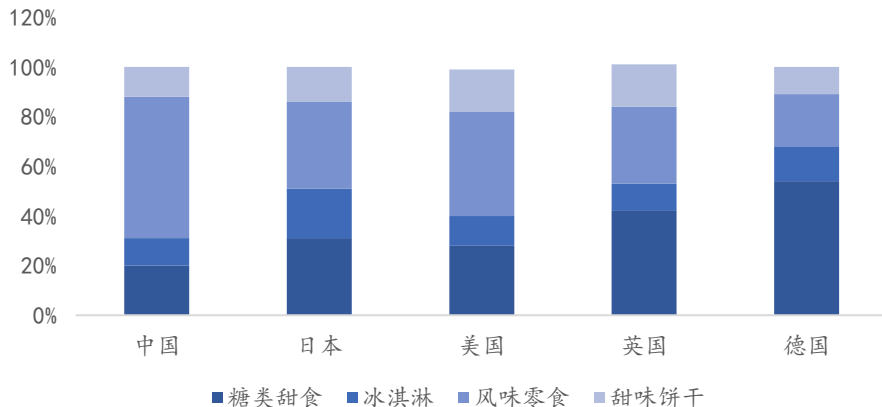
我国休闲食品品类结构



我国休闲食品行业集中度（CR10）低于日美韩



我国以风味（咸味、辣味等）零食为主



不同品类竞争格局差异大，部分品类已形成龙头，但本土综合龙头尚未形成

集中度较高的品类：

- ①糕点糖果的市场集中度较高，2023年CR5为40.9%。其中，玛氏占超过20%；其余包括雀巢6.9%、喜之郎4.6%、旺旺4.5%和费列罗4.3%；
- ②冰淇淋：2023年CR5为50%。其中，伊利的市占率达到25.3%，蒙牛和联合利华市占率较为接近，分别为9.9%和9.8%；
- ③燕麦：西麦和百事旗下的桂格市占率分别为24%/20%；家乐比、志强和家乐氏之间的市占率差距较小，2023年行业CR5达63.4%。

品类	休闲零食竞争格局（按品类）									
	2019		2020		2021		2022		2023	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
糕点糖果	玛氏	21.40%	玛氏	22.20%	玛氏	22.10%	玛氏	22.40%	玛氏	20.60%
	雀巢	5.80%	雀巢	6.10%	雀巢	6.20%	雀巢	6.70%	雀巢	6.90%
	费列罗	4.40%	喜之郎	4.30%	喜之郎	4.40%	喜之郎	4.50%	喜之郎	4.60%
	喜之郎	3.90%	费列罗	3.90%	费列罗	4.30%	费列罗	4.30%	旺旺	4.50%
	旺旺	2.30%	旺旺	3.00%	旺旺	3.10%	旺旺	3.40%	费列罗	4.30%
	CR5	37.80%	CR5	39.50%	CR5	40.10%	CR5	41.30%	CR5	40.90%
	伊利	17.40%	伊利	18.60%	伊利	20.10%	伊利	23.90%	伊利	25.30%
冰淇淋	蒙牛	8.20%	蒙牛	8.30%	蒙牛	9.20%	蒙牛	10.00%	蒙牛	9.90%
	联合利华	7.10%	联合利华	8.30%	联合利华	8.70%	联合利华	10.00%	联合利华	9.80%
	沈阳德氏	2.30%	浙江五丰	2.40%	浙江五丰	2.40%	沈阳德氏	2.30%	沈阳德氏	2.50%
	浙江五丰	2.30%	沈阳德氏	2.30%	浙江五丰	2.30%	浙江五丰	2.30%	浙江五丰	2.50%
	CR5	37.30%	CR5	39.90%	CR5	42.70%	CR5	48.50%	CR5	50%
	亿滋国际	13.80%	亿滋国际	15.00%	亿滋国际	15.70%	亿滋国际	17.20%	亿滋国际	18.30%
	雀巢	4.20%	雀巢	3.80%	雀巢	3.60%	雀巢	3.90%	雀巢	4.00%
甜味饼干、零食棒、水果零食	溜溜果园	3.10%	溜溜果园	3.20%	溜溜果园	3.20%	溜溜果园	3.50%	溜溜果园	3.50%
	广东嘉士利	3.00%	广东嘉士利	3.00%	纳宝帝	3.00%	好想你	3.20%	好想你	3.40%
	纳宝帝	2.70%	纳宝帝	2.80%	好想你	2.80%	纳宝帝	3.10%	纳宝帝	3.20%
	CR5	26.80%	CR5	27.80%	CR5	28.30%	CR5	30.90%	CR5	32.40%
	旺旺	3.60%	乐事	5%	乐事	5.20%	乐事	5.40%	乐事	5.20%
	安徽三只松鼠	3.60%	安徽三只松鼠	3.50%	旺旺	3.20%	旺旺	3.20%	旺旺	3.10%
	乐事	3.50%	旺旺	3.40%	安徽三只松鼠	3.20%	合肥华泰	2.40%	合肥华泰	2.40%
咸味零食	合肥华泰	2.10%	平乎食品	2.30%	平乎食品	2.40%	安徽三只松鼠	2.40%	平乎食品	2.30%
	平乎食品	2.00%	合肥华泰	2.20%	合肥华泰	2.20%	平乎食品	2.30%	安徽三只松鼠	2.10%
	CR5	14.80%	CR5	16.50%	CR5	16.30%	CR5	15.70%	CR5	15.10%
	良品铺子	2.00%	良品铺子	2.00%	良品铺子	2.10%	良品铺子	2.20%	良品铺子	1.70%
	周黑鸭	1.60%	周黑鸭	1.10%	周黑鸭	1.30%	周黑鸭	1.10%	周黑鸭	1.20%
	有友	0.50%	有友	0.50%	有友	0.50%	劲仔	0.50%	劲仔	0.60%
	劲仔	0.40%	劲仔	0.30%	劲仔	0.40%	王小卤	0.40%	王小卤	0.40%
咸味零食（肉类、海鲜零食）	王小卤	0.00%	王小卤	0.10%	有友	0.20%	有友	0.40%	有友	0.40%
	CR5	4.50%	CR5	4.00%	CR5	4.50%	CR5	4.60%	CR5	4.30%
	百事	17.80%	百事	16.80%	桂林西麦	18.50%	桂林西麦	22.20%	桂林西麦	24.00%
	桂林西麦	16.60%	桂林西麦	16.70%	百事	17.70%	百事	18.80%	百事	20.00%
	桂林志强	7.50%	桂林志强	6.80%	桂林志强	7.10%	桂林志强	7.00%	家乐比	7.30%
	家乐氏	5.00%	家乐比	5.50%	家乐比	6.50%	家乐比	7.00%	桂林志强	6.60%
	家乐比	4.30%	家乐氏	5.00%	家乐氏	5.10%	家乐氏	5.30%	家乐氏	5.50%
CR5	51.20%	CR5	50.80%	CR5	54.90%	CR5	60.30%	CR5	63.40%	

日本经过多年发展，日资已全品类占据头部，我国中西式壁垒尚未打开

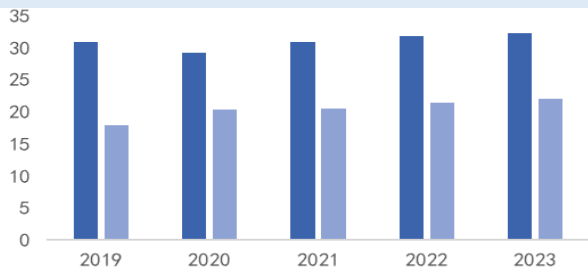
- **日本：**休闲食品行业从明治时代发展至今，经过多年本土化融合，无论是否是舶来品，日本本土企业均已成为品类领袖。明治时代（1868-1912年）以来，日本开始从封建社会向现代化国家转型，西方零食和零食制造技术与西方的政治、军事、经济、文化等思潮一同涌入日本。随着行业持续发展，日本的本土企业从挑选西方市场的畅销产品进行照抄，到逐渐进行本土化改造和创新（例如日本虾巧克力、鲑鱼冰淇淋和清酒味糖果等），行业发展至今，无论品类是否为舶来品，日本企业均已占主导。
- **中国：**对标中国来看，虽然我国企业在烘焙等品类上也占据了头部主导地位，但在巧克力、饼干果干等偏西式的品类上，外资企业仍相对领先。

中日品类龙头内资vs外资对比

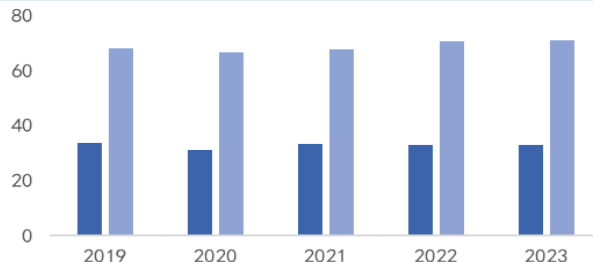
	日本	中国		日本	中国
糖果甜食	森永	喜之郎	巧克力	乐天	玛氏
	Kanro	雀巢		明治	费列罗
	朝日	旺旺		森永	雀巢
烘焙	山崎烘焙	福建达利食品	饼干果干	格力高	亿滋国际
	富士烘焙	沈阳桃李		波路梦	雀巢
	敷岛制面包	福建盼盼		明治	安徽溜溜果园

对标海外成熟市场，我国多数品类龙头集中度仍有望提升

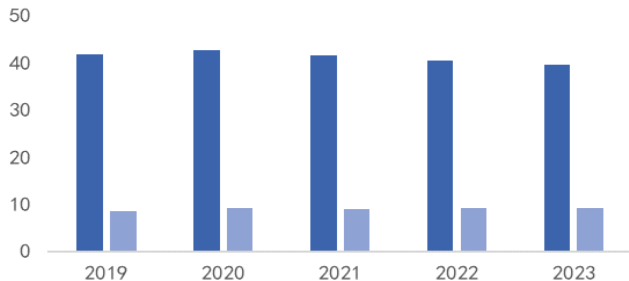
- 日本休闲食品品类龙头份额均高于我国，我国龙头份额仍在稳步提升中，对标日本看多数品类龙头集中度提升空间较大。选取糖果、烘焙、巧克力和饼干果干四个品类，我们发现在四个品类中，除了巧克力以外，日本品类龙头CR3的份额均高于我国CR3。
- 方向：**此外，过去五年中，我国糖果、烘焙、巧克力和饼干果干的CR3市场份额均在持续稳步提升，趋势明晰；而日本的烘焙、巧克力、饼干果干的前三名龙头份额则没有明显增长趋势或略有波动下滑。考虑到两国休闲零食行业的发展阶段的差异，我国多数零食品类的龙头份额还有望持续提升，但像成熟的日本市场一样，出现龙头份额稳定或波动还有较远距离。
- 程度：**由于我国人口和面积庞大，区域间经济水平、口味差异较大，在信息流通快的时代、复制成本较低的行业里，打造全国性大单品难度高。



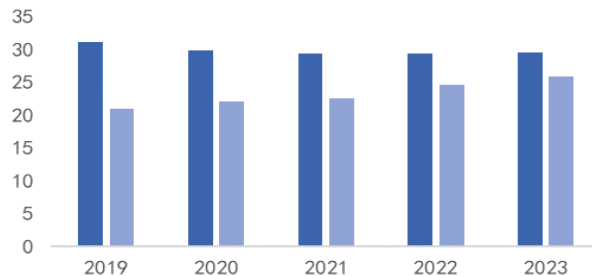
■ 日本糖果CR3 ■ 中国糖果CR3



■ 日本巧克力CR3 ■ 中国巧克力CR3



■ 日本烘焙CR3 ■ 中国烘焙CR3



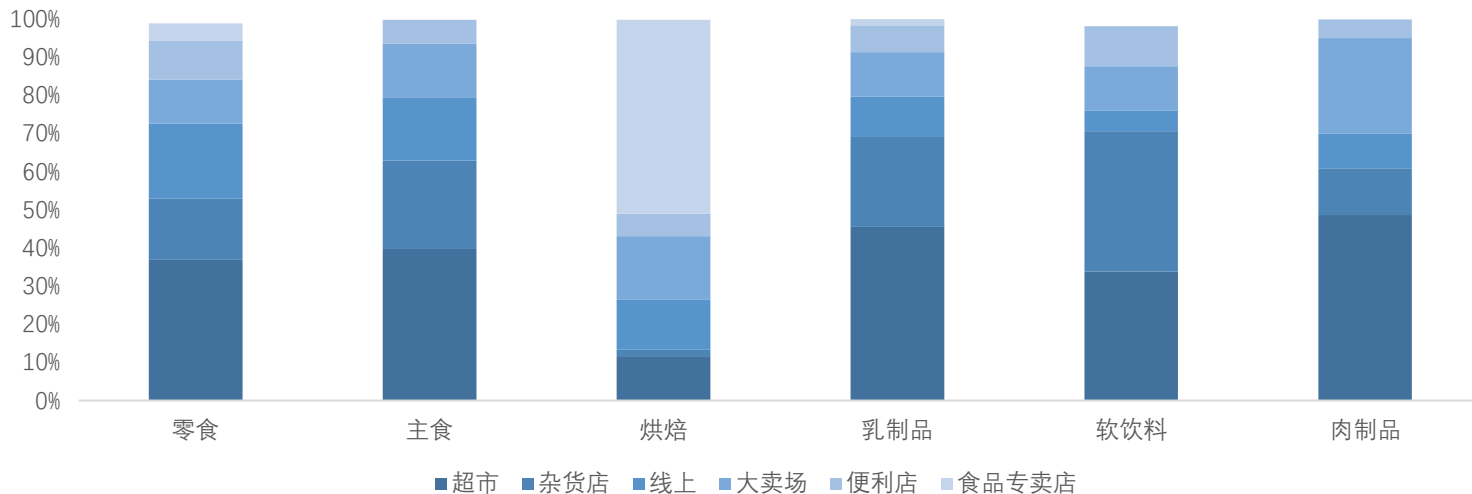
■ 日本风味饼干CR3 ■ 中国风味饼干CR3

- 1. 我国零食行业目前处于稳步扩容阶段
- 2. 休闲零食行业格局分散，我国不同品类集中度差异较大
- 3. 休闲零食渠道分散，行业整体受渠道衍化影响较大
 - 3.1 商超渠道2012年开始增势下降，业态更加多元
 - 3.2 便利店渠道持续扩容，势能向上
 - 3.3 线上电商崛起迅速，但不会成为零食的主导渠道
- 4. 量贩零食格局逐渐清晰，目前门店数距天花板数量距离尚远
- 5. 风险提示

零食受渠道影响较大，渠道行化是行业的beta

- **需求端**：从零食属性来看，作为正餐的补充，零食的首要功能是口味的满足，而个人之间喜好差异较大，多元化的需求使得市场上需要有更多样化的产品来满足不同消费者的口味和需求，故需求端的分散给予了休闲食品行业百花齐放的空间。
- **供给端**：休闲食品行业进入门槛较低，多数品类原料成本较易获得，企业铺货的流量成本和获客成本也相对较低。
- **与其他食品饮料品类相比，休闲食品渠道更为分散**。行业供需两端分散，单品上量需要时间，导致行业生产端企业对渠道的依赖性较大，想实现产品的广覆盖和深穿透需要借助渠道资源，导致零食销售渠道多元，无法仅依靠一两个渠道。目前在各类渠道中，占比最大的是超市渠道（2023年占比36.9%）；占比较小的食品专卖店渠道23年占比4.6%。

2023年食品饮料细分板块渠道结构



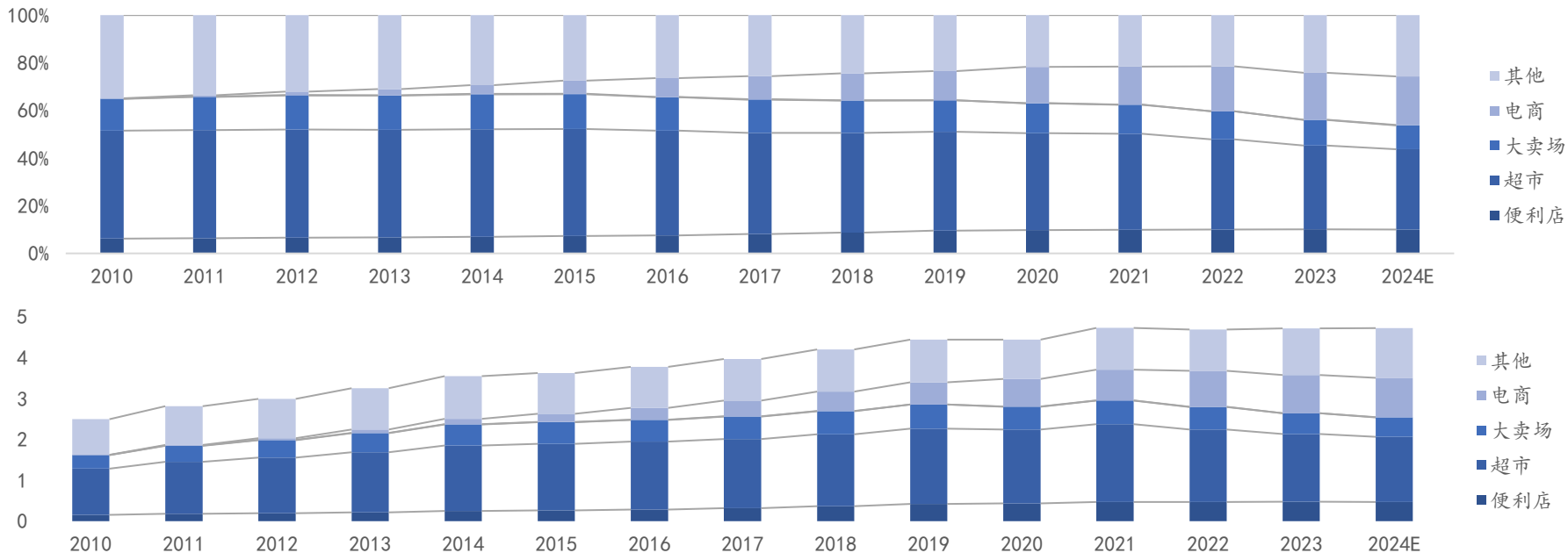
零食受渠道影响较大，渠道衍化是行业的beta

- 零食受渠道影响较大，以大的阶段来划分，零食代表品牌在三轮渠道变革下持续更替：

2004-2012年：外资进场，商超崛起
背景：2004年中国放开外资准入限制，外资连锁超市大举进入国内市场。
特征：零食市场主要以品类竞争为主，依靠商超渠道进行渠道扩张。
代表企业：盼盼、达利、好丽友等。

2013-2019年：电商爆发带动新一波渠道红利
背景：智能终端的普及、高速无线网络的部署、App应用的爆发增长推动线上零售快速渗透。
特征：更熟悉中国市场的本土品牌获得新机遇，企业聚焦流量运营，通过代工实现品牌快速积累。
代表企业：三只松鼠、良品铺子、百草味等。

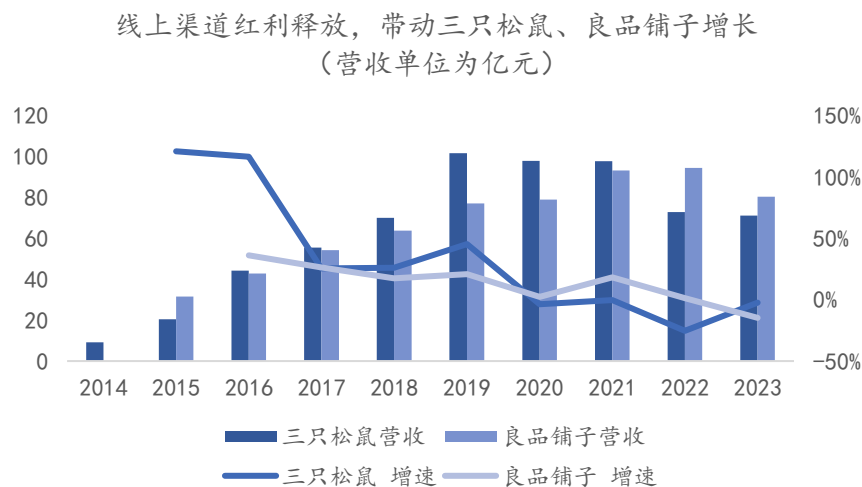
2019年至今：渠道多元，性价比渠道受青睐
背景：新零售兴起，O2O、抖音电商、团购兴起；线下渠道分化，会员店、量贩店快速发展。
特征：品牌间的竞争不仅是产品与营销的竞争，也是资源配置效率、供应链能力的竞争。
代表企业：盐津铺子、劲仔、甘源等。



来源：欧睿，华福证券研究所（备注：下图单位为亿元）

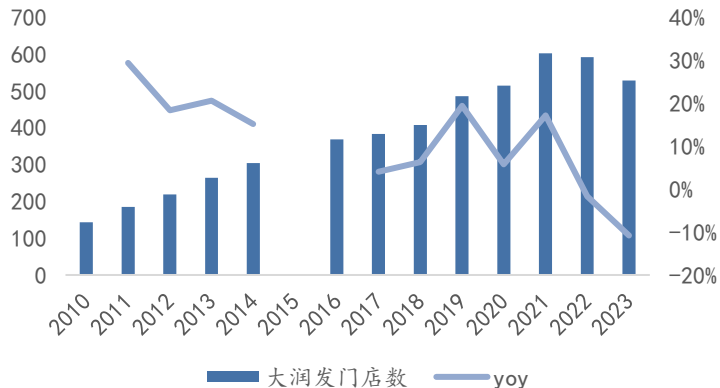
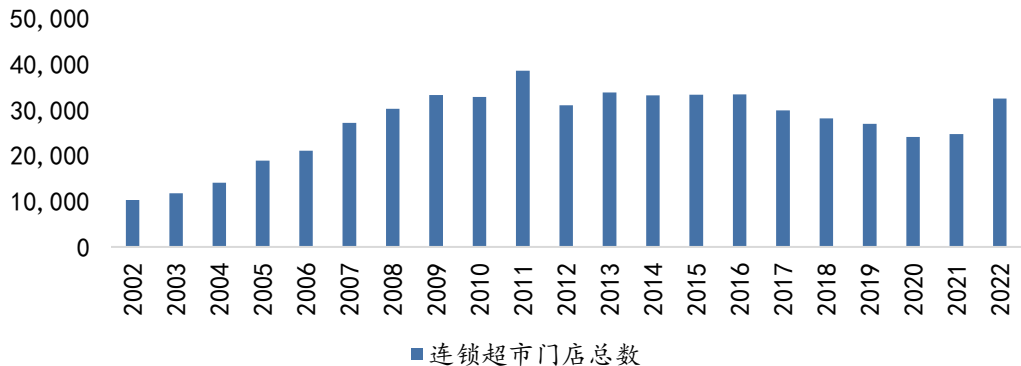
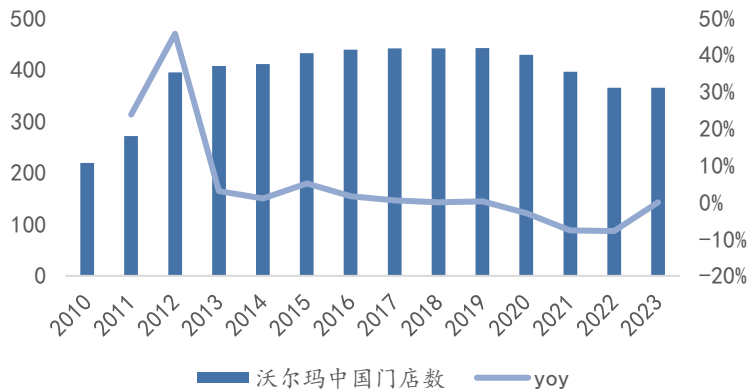
零食受渠道影响较大，渠道衍化是行业的beta

- 在休闲食品行业中，品类红利和渠道变迁往往蕴含着机会。对行业整体来说，某一渠道崛起红利释放后，能够积极拥抱该机遇的企业往往能够实现较好的增长。
- 举例来说，2012年以前，休闲食品企业基本着重研发少数的SKU商品，通过将其大规模量产，再借助成庞大的经销商网络，在家乐福、沃尔玛等国际商超巨头转战中国市场的时代浪潮下，借助商超渠道的崛起，最终将商品触达到全国的消费者。
- 2012年之后，线上渠道快速兴起，这一阶段，以三只松鼠、良品铺子为代表的企业借助线上渠道红利，以轻资产的经营方式迅速吸引资本，规模体量实现了快速提升。



- 1. 我国零食行业目前处于稳步扩容阶段
- 2. 休闲零食行业格局分散，我国不同品类集中度差异较大
- 3. 休闲零食渠道分散，行业整体受渠道衍化影响较大
 - 3.1 商超渠道2012年开始增势下降，业态更加多元
 - 3.2 便利店渠道持续扩容，势能向上
 - 3.3 线上电商崛起迅速，但不会成为零食的主导渠道
- 4. 量贩零食格局逐渐清晰，目前门店数距天花板数量距离尚远
- 5. 风险提示

- **超市业态最早出现在1930年的美国。**彼时的美国已是一个汽车社会，家中有大容量冰箱，为一次性购买食品提供了条件。自助购物的方式给顾客带来了便利，迎合了顾客的消费心理，增强顾客的购买欲望。
- **我国发展历程：**我国80年代中期引入超市业态，90年代得益于零售业逐步对外开放和行业空白，外资连锁超市纷纷进入中国市场，家乐福、麦德龙、沃尔玛等相继进入中国。2011年之前，行业呈现外资和国有主导，迅速扩张，民营企业呈弱势的状态。随着竞争不断加剧，2011年左右行业门店总数触顶。
- **业态从单一化向多样化发展：**上世纪90年代初以标准超市为主导，90年代中后期以综合超市为主导，1997年以后大型超市连锁公司开始关注生鲜食品经营，以后出现了生鲜超市、高端超市、折扣超市、社区超市等多种业态。在电商冲击下，2011年后，以标品为供应链优势的外资超市企业和经营效率偏低的国有超市企业逐渐衰退，而以非标品（如生鲜）供应链为优势、经营效率领先的民营龙头超市企业进入黄金发展时期。



- 在商超主导的阶段内，渠道内部和其他线下渠道的变革和创新也在延续。

渠道内部进行的微创新：品牌仍然扮演生产者角色

- 在零食企业通过新品和广告增营收的过程中，因为依赖于商超大卖场和街边小店零售渠道，并未完全挖掘出市场需求。很多消费者都是在看到广告之后，才知道某某品牌有新产品，然后再到大卖场或小卖铺购买。在此背景下，徐福记等企业率先推行“专柜模式”，提升产品曝光和关联销售。
- 针对中国春节有大量采购散装花生、瓜子、糖果的传统消费习惯，零食厂商们与大型商超合作，推出了散装称重的销售方式。一方面像品牌专柜一样，让更多产品在销售终端得到陈列展示，另一方面通过散装销售的方式，满足不同消费人群的品类和口味偏好，最大化刺激消费者的购买需求。

徐福记“专柜模式”



我国传统消费习惯衍生出散称模式



渠道新变革：线下自有店铺

- 诞生于1999年主营炒货的来伊份基于炒货店自有店铺的基因，通过扩充产品线，从炒货转型为全品类零食零售商。其专营店模式满足了消费者对多样化零食的需求，逐渐受到欢迎。对比以商超为主的零售渠道模式，来伊份覆盖全品类的零食专营店模式，迎合了零食消费者的需求，在消费体验上更加聚焦。来伊份自身也从原先基于炒货的自产自销模式，逐步过渡到产品代工、专营连锁渠道的经营模式。
- 以来伊份的模式为代表的的生产、只经营渠道和品牌的轻资产策略对传统零食企业构成挑战，此类新玩家在资本市场推动下获得高速发展。根据欧睿数据，2011年食品饮料专卖店在零食渠道占比约5.1%。

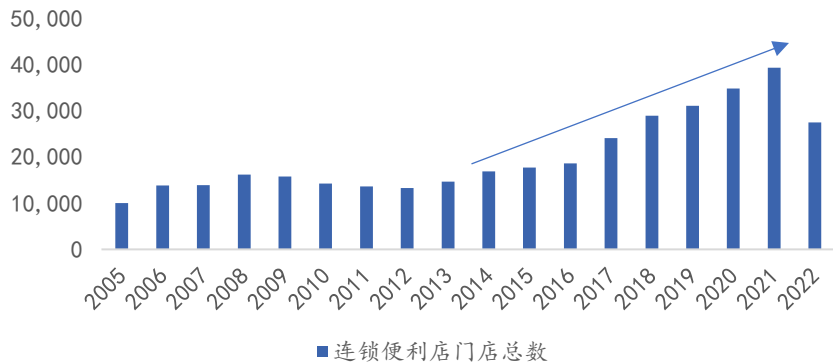
来伊份零食专营店



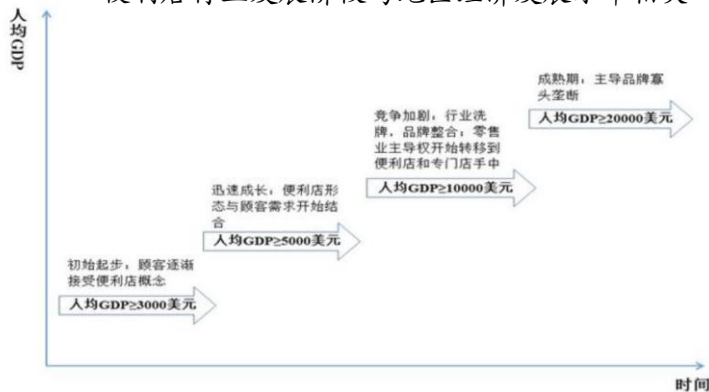
- 1. 我国零食行业目前处于稳步扩容阶段
- 2. 休闲零食行业格局分散，我国不同品类集中度差异较大
- 3. 休闲零食渠道分散，行业整体受渠道衍化影响较大
 - 3.1 商超渠道2012年开始增势下降，业态更加多元
 - 3.2 便利店渠道持续扩容，势能向上
 - 3.3 线上电商崛起迅速，但不会成为零食的主导渠道
- 4. 量贩零食格局逐渐清晰，目前门店数距天花板数量距离尚远
- 5. 风险提示

- 我国便利店开始于20世纪90年代初，1992年全球便利店龙头7-Eleven首次进入中国市场，由此开启了外资便利店进驻中国的序幕。便利店业态虽引入国内较早，但2013年后才进入快速发展期。
- 根据国际便利店行业经验，当人均GDP达1万美元时，进入行业快速发展阶段；当人均GDP大于2万美元时，便利店进入成熟阶段，市场集中度将提升明显。2012年，我国首度有直辖市以外的省份进入到“一万美元俱乐部”，其中江浙沪人均GDP皆突破一万美元；2014年，我国有9个省市人均GDP超过一万美元。
- 从海外经验来看，1973-1995年日本便利店的飞速发展与日本人均GDP也具有一定相关性。1974年日本第一家7-Eleven成立；1987年，日本人均GDP约2万美金，彼时7-Eleven突破3000家；1995年，日本人均GDP达到高峰4万美金左右，7-Eleven突破6000家门店。

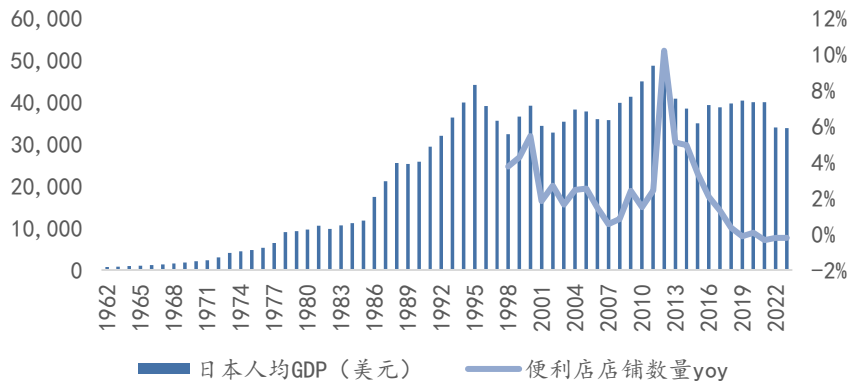
2013年后我国便利店门店总数高速增长



便利店行业发展阶段与地区经济发展水平相关



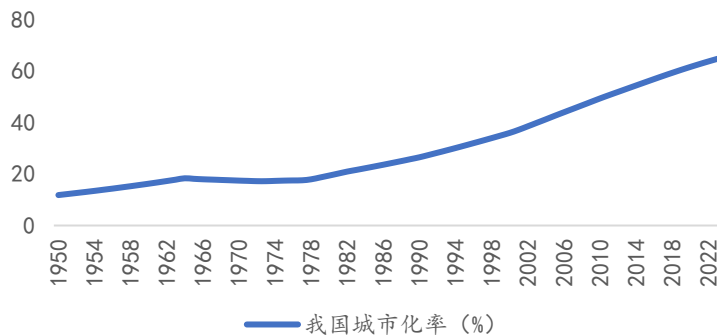
日本便利店店铺数增速与人均GDP



来源：iFind，苏宁金融研究院，界面财经，星图金融研究院，华福证券研究所

- 便利店是满足消费者“便利”需求、为城市而生的业态，是高度城市化的产物，在时间/空间/品类上都尽量贴近消费者，相比其他线下零售渠道具有小而美特征。城市化水平的提升促使城市人口增多，城市面积增加，适合便利店经营的区域不断增多，为连锁便利店行业发展奠定了基础。
- 此外，无论是从我国还是海外经验来看，家庭往往率先作为消费主体，带动超市和大卖场发展；便利店则是个体消费兴起后，为满足消费者的便利性需求分化出的新业态。

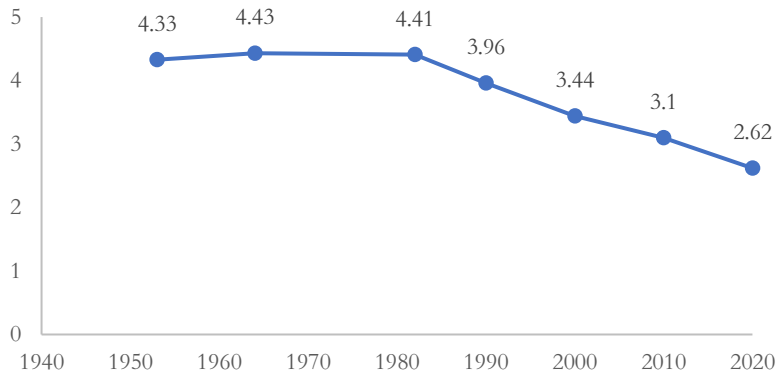
我国城市化率提升带动便利店业态发展



便利店较超市卖场的优势

便利	便利店商品有小容量、急需性的特点，SKU少，且陈列简单。同时，单店小面积小、客流少量高频的特点，也避免了结账排长队的情况
距离	相比地处郊区或商业中心的超市与卖场，便利店在距离上更靠近消费者
时效	便利店营业时间长，一般便利店的营业时间为16-24小时，全年无休，因而能满足消费者购物的时效性
服务	很多便利店提供即时性食品的辅助设施，并开设多项服务项目

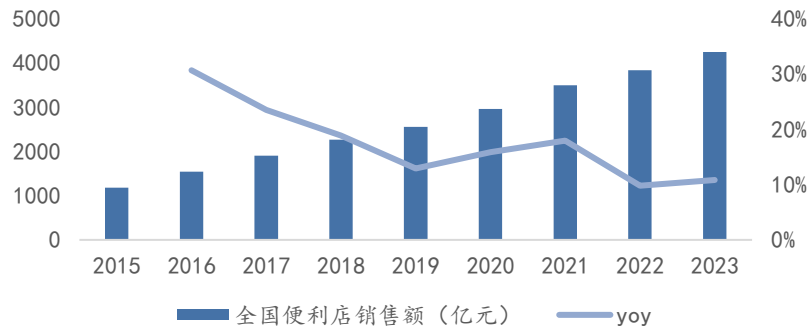
我国家庭户规模缩小，个体需求兴起



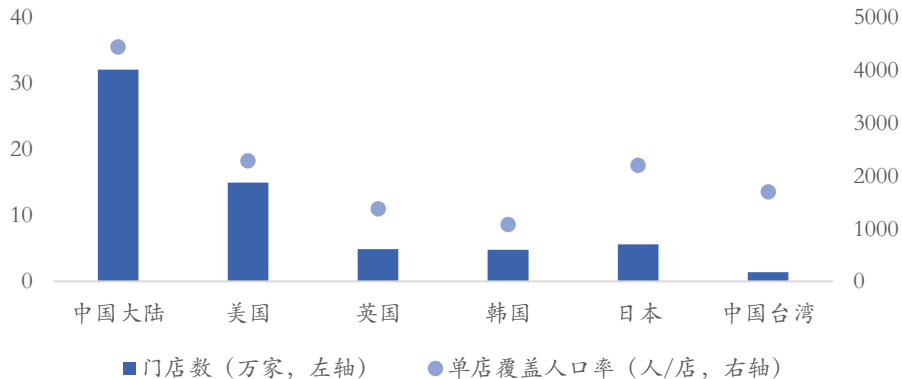
便利店：2013年后快速发展，目前仍在扩容，对标海外距天花板还有较高水平

- **我国便利店业态目前仍在快速扩容阶段：**2023年全国便利店销售额为4248.0亿元，同比增长速度为10.8%，近9年间便利店销售规模CAGR高达17.4%。
- **即使是海外较成熟的市场，在便捷化、快节奏社会趋势下，便利店行业也仍未到天花板。**从行业规模来看，对标便利店业态出现的更早的海外市场，目前英、美、日、韩、台湾地区中，除韩国以外，行业销售规模都还在增长中。
- **在渗透率方面，对标海外，我国还在较低水平：**韩国领跑全球，平均每1077人就拥有一家便利店。相较之下，2023年中国大陆便利店覆盖人数为4441人/店，与2022年的数据（4751人/店）相比，便利店网络覆盖增长势头明显。

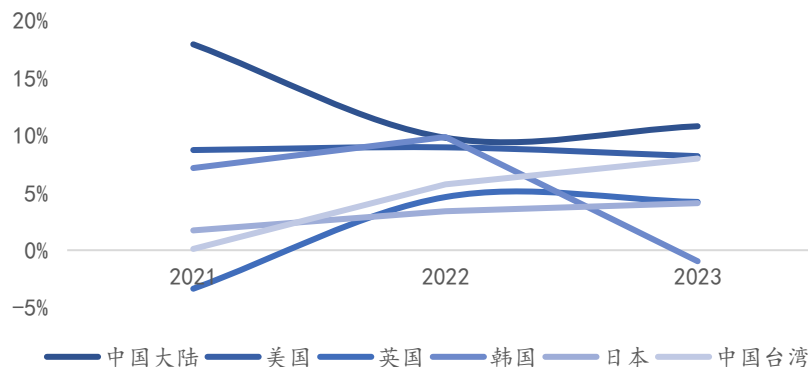
我国便利店行业仍在持续扩容



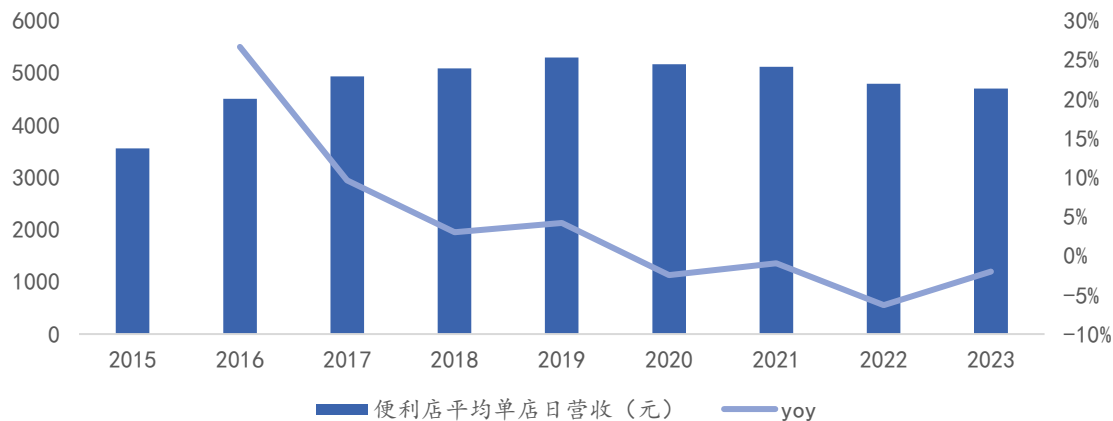
2023年各国便利店门店数与单店覆盖人口



我国与海外市场便利店销售额增速

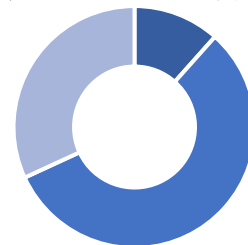


便利店：目前仍在扩容，但23年量增价减，客单价有所回落



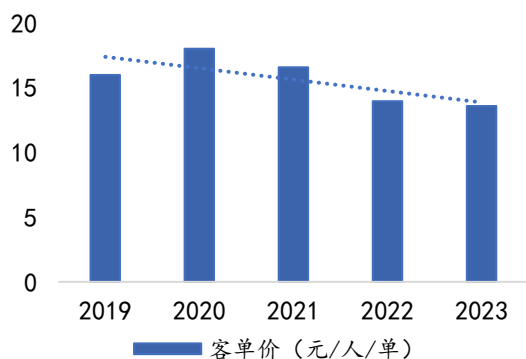
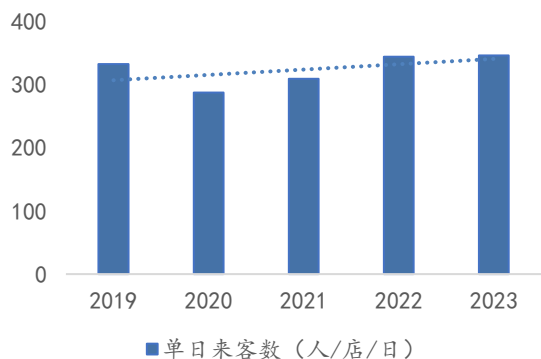
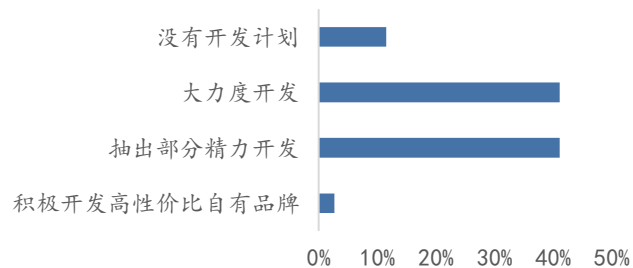
- 根据《2024年中国便利店发展报告》，68%的便利店认为零食折扣店对门店销售影响较大或很大。在此背景下，41%的便利店正在大力度开发性价比更高的自有品牌。

零食折扣店对便利店销售的影响



■ 影响很大 ■ 影响较大 ■ 影响较小

便利店对自有品牌开发的意愿较高

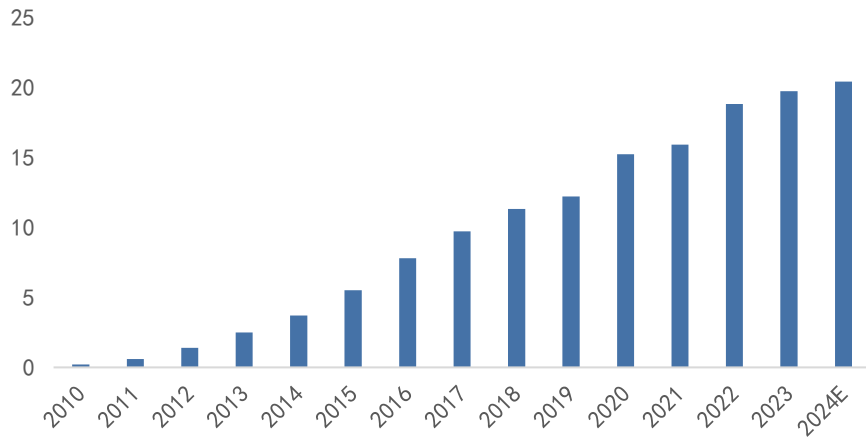


- 1. 我国零食行业目前处于稳步扩容阶段
- 2. 休闲零食行业格局分散，我国不同品类集中度差异较大
- 3. 休闲零食渠道分散，行业整体受渠道衍化影响较大
 - 3.1 商超渠道2012年开始增势下降，业态更加多元
 - 3.2 便利店渠道持续扩容，势能向上
 - 3.3 线上电商崛起迅速，但预计无法成为零食的主导渠道
- 4. 量贩零食格局逐渐清晰，目前门店数距天花板数量距离尚远
- 5. 风险提示

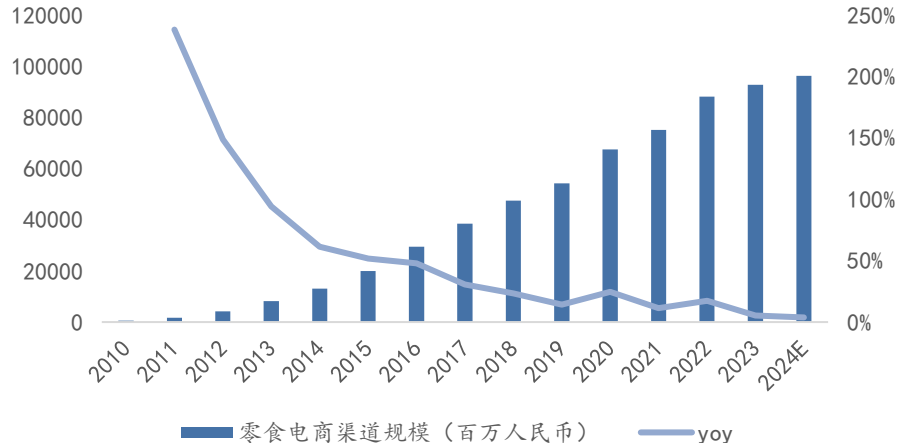
线上渠道：2010年后开始快速发展，电商渠道逐步抢占线下渠道份额

- **早期萌芽期：**2003年，非典蔓延为电子商务的发展创造了契机。但由于国内互联网普及率仍较低、用户总量较少、线上消费习惯还未被培育起来、网上现金流的安全支付尚未解决，因而电商渠道对线下渠道的影响仍较小。
- **快速成长期：**随着网民数量大幅增长、国家政策的逐步落实以及大量传统企业和资金进入，电商渠道快速发展。2010年后，随着电商进入快速发展期，中国快递业务量也开启同比50%+的高速增长时代。2012年淘宝和天猫交易额突破万亿；2014年阿里巴巴、京东、聚美优品相继上市；2018年电子商务法推出，我国电子商务行业进入相对成熟阶段。
- **随着线上消费的发展，电商渠道占零食行业销售的比重持续提升，从2012年之前的不到1%增长到2024年的20%以上。**

电商渠道占比 (%)



休闲食品电商渠道规模及增速



线上渠道：获客成本提升，线上零售额2017年以来增速放缓

- 随着电商渠道增长放缓，品类渗透率经过持续提升，传统电商引领增长的时代已经结束，消费品企业电商渠道的痛点也随之浮出水面。

电商主阵地增量困难

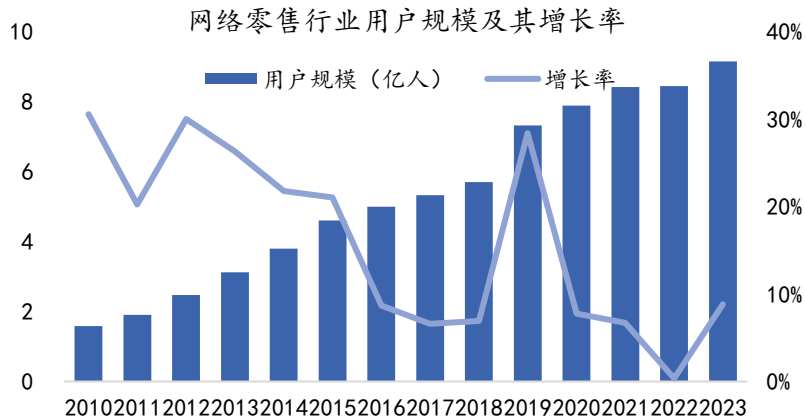
传统电商平台（阿里和京东）仍是品牌电商的主阵地，然而随着网络零售行业用户规模增速下滑，品牌之间的竞争逐渐变成存量客户的竞争。品牌通过开店或参与大促就能实现的爆发性增长已一去不返

利润侵蚀

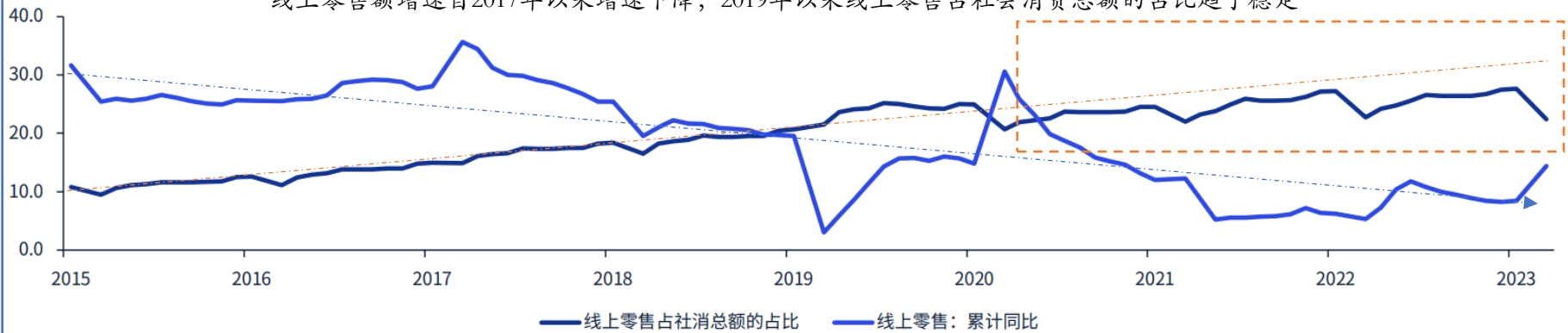
平台获客和维护成本持续提升，线上渠道以价换量导致利润率不断降低，对品牌的整体盈利造成侵蚀，传统电商渠道的毛利率普遍低于其他渠道

品牌形象受损

早期不少品牌视线上渠道为低价促销渠道，高频打折导致品牌价值下降，进而影响线下门店销售和经销商关系



线上零售额增速自2017年以来增速下降，2019年以来线上零售占社会消费总额的占比趋于稳定

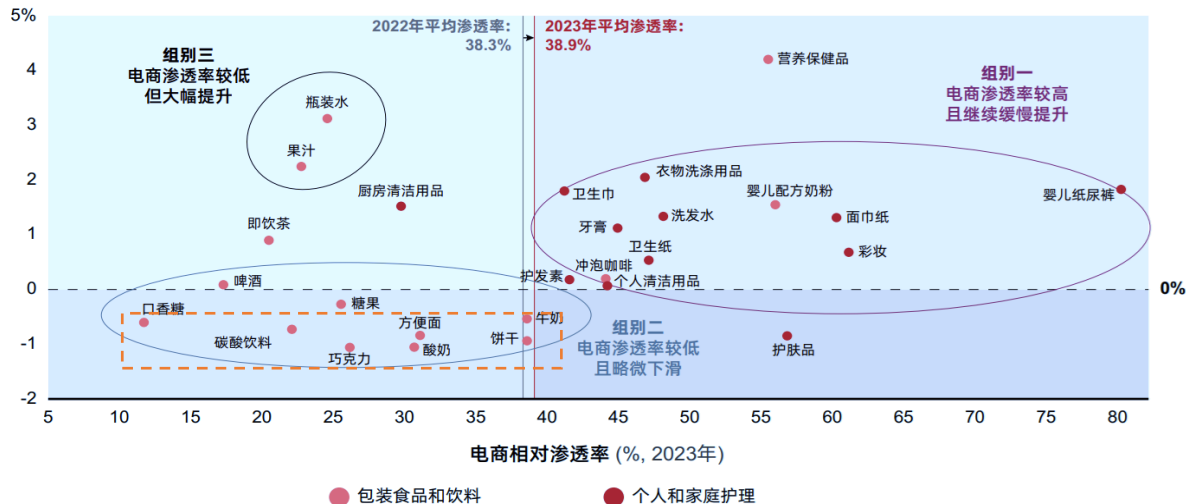


长期来看，线上是销售和品宣的重要平台，但预计线下渠道仍为主导

- 一方面，从消费者端看，与数码产品、珠宝、化妆品等高价值、高决策成本的商品相比，零食具有较低的购买决策成本和试错成本，消费者在线上购买时仍会将零食作为购物的补充。对企业来说，电商渠道流量大、份额集中，能与企业线下资源形成有效营销协同，作为企业重要的产品分销通路，提升产品规模的优势不会变。此外，作为非刚需类商品，零食品类的许多消费者需求都是被创造出来的，而直播电商则更擅长帮助消费者种草，让消费者愿意尝试不同品类的零食，因此线上对企业来说也是重要的品宣和消费者培育平台。
- 另一方面，零食具备即时消费属性，经常是线下门店冲动购买的对象，且配送成本相对于价格而言较高，导致品类整体线上渗透率不高，因此虽然线上渠道销售持续增长，但长期预计线下仍为主导。根据贝恩数据，婴儿用品和护肤品、日用品等适合批量采购、低运输损耗、易存储的消费品类电商渗透率最高，而零食、即饮饮品等线上渗透率有限。在休闲食品中，巧克力和饼干的电商渗透率较高，主要系大包装和礼盒装推动所致。

休闲食品电商渗透率较低

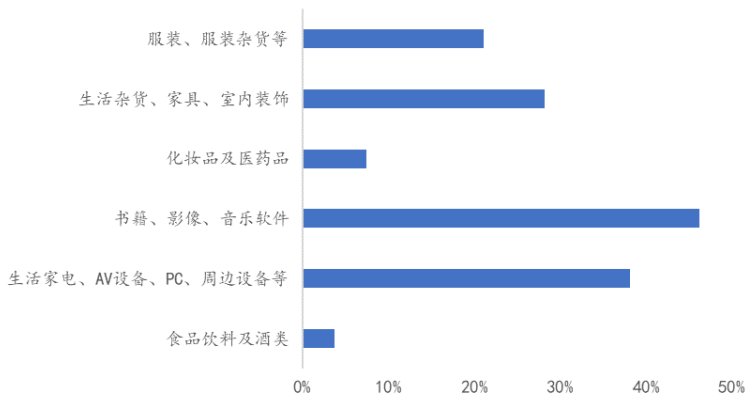
电商相对渗透率变化(%, 2023年对比2022年)



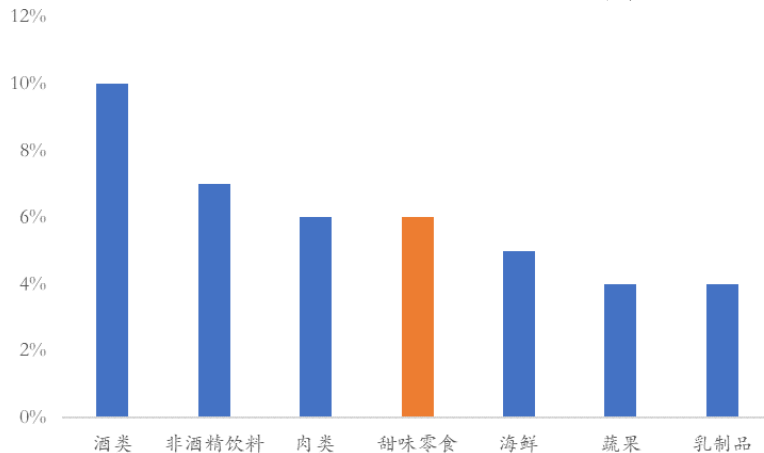
长期来看，线上是销售和品宣的重要平台，但预计线下渠道仍为主导

- 从海外成熟市场的经验来看，休闲食品的电商渗透率较其他品类也不高，与国内情况大致相似：
- 在日本，餐饮类消费在电商消费中占比相对较高，但休闲食品的线上化率在食品饮料品类中排名不高。截至2021年，日本线上B2C电商分品类市场规模超2兆日元的品类从大到小依次为食品饮料、生活家电及电子设备等、服装杂货、生活杂货及家具室内装饰，食品饮料线上销售规模排名第一；根据《亚洲电子商务白皮书》，日本食品个护在线上电商销售的占比虽然不断提升，但根据NZTE的数据，2021年日本餐饮线上化率仅为7%，整体仍处于较低水平，低于中国、英国、美国等多个国家。其中，在食品饮料品类内部来看，休闲食品作为包装食品的线上化率水平（6%）也低于食品饮料整体，低于酒类及饮料等品类，高于蔬果海鲜等品类。

2021年日本不同品类线上化率



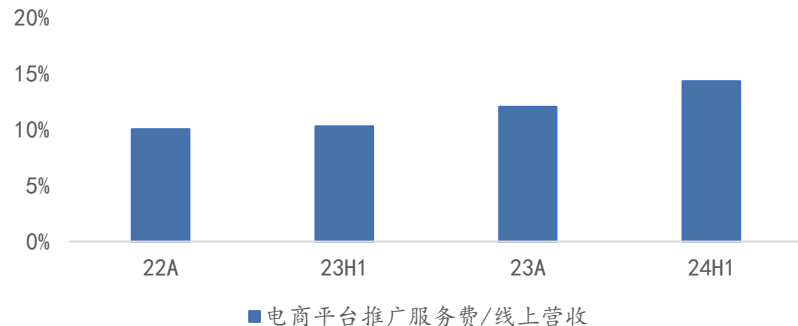
日本休闲食品线上化率在食品饮料中不高



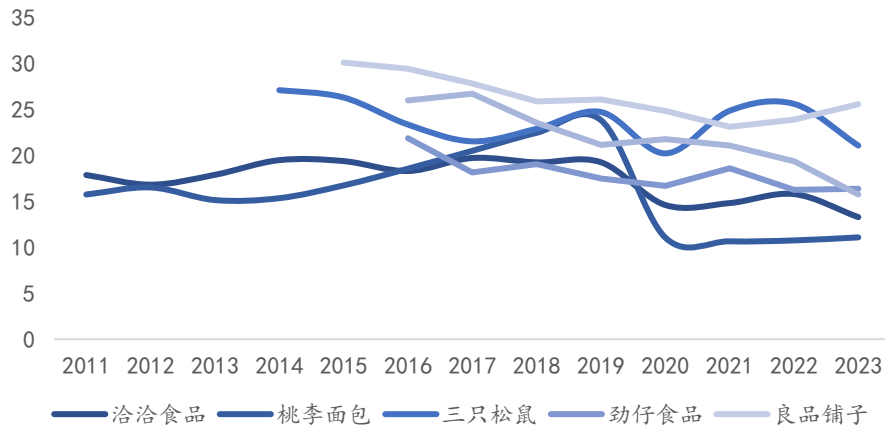
线上渠道壁垒较低，流量费用高，线上价格优势有所减弱

- 线上渠道壁垒低，导致新兴品牌的异军突起往往从线上开始。电商渠道相较于传统商超和流通渠道，平台集中度高、标准化运营程度高，各企业在平台上的客流量获取主要受平台推荐顺序影响，在管理上难以拉开差距。以与线上渠道适配度较高的坚果品类为例，2017-2019年TOP10品牌份额持续下滑。
- 流量费用较高。举例来说，主要依赖线上渠道的三只松鼠销售费用率常年保持在20%以上的水平；而线下起家的劲仔食品随着线上渠道布局，电商平台推广费用占线上营收的比重也在持续上升。

劲仔食品电商平台推广服务费率持续提升



对线上渠道依赖较大的企业销售费用率较高（单位：%）



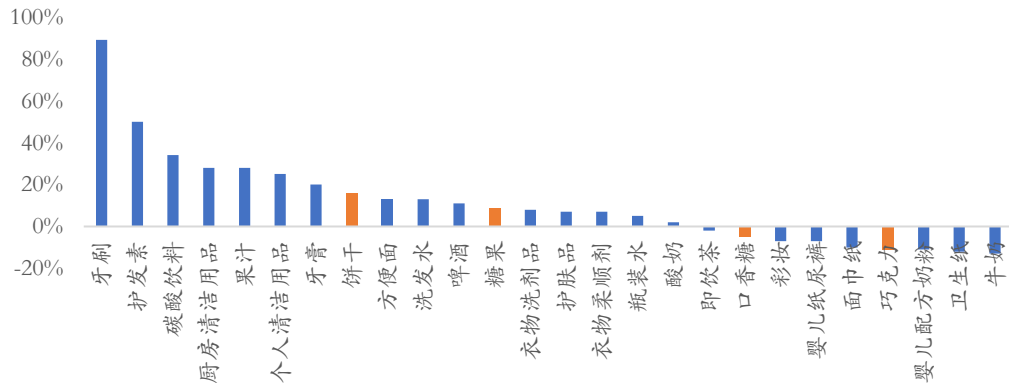
天猫平台坚果TOP10品牌份额下滑



线上渠道壁垒较低，流量费用高，线上价格优势有所减弱

- 线上渠道凭借其便捷性和价格优势，迅速吸引了大量用户，实现了快速增长。然而随着平台推广费用提升带来的销售费用率上升，线上渠道逐渐失去了原有的低价竞争力。
- 根据贝恩《2019年中国购物者报告》，虽然企业在线上促销活动较多（在所有线上快速消费品销售中，约有40%通过促销实现，而线下销售促销比例仅为22%），有时促销让利可以抵消平均售价的收益，但线上销售产品整体来说比线下销售产品平均售价更高。
- 在线上价格优势逐渐减弱的环境下，线下零食销售网点深入社区，同样提供了便捷和高性价比的购物体验，从而获得了与线上渠道竞争乃至分流部分线上顾客的能力。

线上平均售价与品类平均售价的差距（2018年数据）



量贩零食渠道vs电商价格对比

散装产品	重量	零食有鸣 价格/元	赵一鸣零食 价格/元	零食很忙 价格/元	好想来 价格/元	线上零食店 价格/元	官方价格 500g元
麻辣王子辣条	500g	17.8	17.8	17.8	17.8	16.0	27.2
卫龙大面筋经典香辣味	500g	13.5	13.5	13.6	13.5	12.5	17.6
雀巢脆脆鲨涂层威化饼干	500g	21.8	21.8	/	23.8	23.6	28.9
旺旺仙贝	500g	19.8	19.8	/	19.8	15.9	23.5
旺旺黑白配	500g	/	21.8	21.8	22.8	16.0	37.2
旺仔小馒头	500g	21.8	21.8	21.8	22.8	15.3	53.3 (罐装)
纳帝帝丽芝士威化饼干奶酪味	500g	15.8	15.8	/	15.8	13.7	18.6
盐津铺子大片芒果干	500g	29.8	29.8	29.8	/	24.2	40.8
卫龙亲嘴烧	500g	13.5	13.5	13.5	13.5	13.2	20.7
喜之郎果冻果肉散装	500g	12.0	12.0	12.0	12.6	11.6	11
盐津铺子鲑鱼豆腐香辣味	500g	24.8	24.8	24.8	/	20.8	29.3
卫龙魔芋爽	500g	19.8	19.5	19.5	19.6	18.9	27.5
洽洽瓜子	500g	13.8	13.8	12.8	13.8	14.9	24.1
溜溜梅系列	500g	27.8	27.8	27.8	27.8	30.2	27.6
爱尚咪咪虾条	500g	10.8	10.8	10.8	12.5	12.3	12.4
如惠惠香绿豆糕	500g	/	11.8	12.8	11.8	12.4	/
徐福记多嘟棒糖综合果味	500g	19.8	19.8	19.8	19.8	15.1	15.7
春光椰子糖	500g	19.8	19.8	19.8	19.8	18.2	25.5

- 1. 我国零食行业目前处于稳步扩容阶段
- 2. 休闲零食行业格局分散，我国不同品类集中度差异较大
- 3. 休闲零食渠道分散，行业整体受渠道衍化影响较大
 - 3.1 商超渠道2012年开始增势下降，业态更加多元
 - 3.2 便利店渠道持续扩容，势能向上
 - 3.3 线上电商崛起迅速，但预计无法成为零食的主导渠道
- 4. 量贩零食格局逐渐清晰，目前门店数距天花板数量距离尚远
- 5. 风险提示

从街边炒货店到量贩折扣店，渠道随时代变革



80年代： 炒货店和街边小商铺

- 品类较少、市场高度分散、未形成连锁化，加价幅度高，主要凭店主主观判断进行采购后销售。
- 早期以裸货为主，有较强的季节性；后期开始搭配销售休闲包装类食品如炒货、坚果、肉类等。裸货利润较低，但通过走量仍可实现增长；同时包装食品较新颖，因此加价幅度较大（40%-50%），产品价格透明度低。

2000年后： 以良品铺子、来伊份为代表的 高客单价、品牌化、连锁化 高端零食集合店

- 主要采取渠道品牌模式，采用代工模式，用强渠道背书提升毛利率水平；由于需维持品牌形象，装修要求严格，故成本也相对较高。
- 较量贩零食店而言，高端零食集合店的产品选择较少、加价较高。当需求减少、门店效率下降时，后端出货压力增加明显。

2010年左右： 以老婆大人、糖巢等为代表的 量贩零食连锁门店

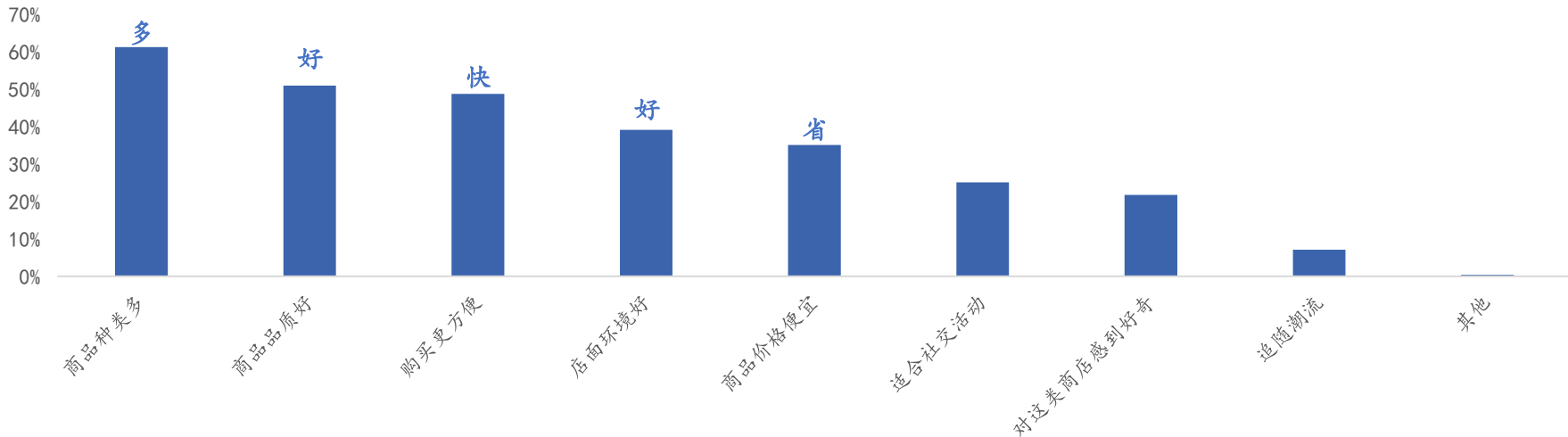
- 通过直接与厂家对接采购地方或全国品牌商品，去价差，提供多选择的低价产品。
- 本阶段内，零食量贩店带有明显的区域特征，例如22年以前的湖南分布5000-6000家零食集合店；门店缺乏标准化运营，散落在居民区，主要用低价实现规模化销售。

2019年左右： 以零食很忙、好像来等为代表的 量贩零食连锁门店

- 低价不再是唯一的竞争优势。除了压缩渠道层级，还通过规范化、数字化门店管理提升门店效率、优化供应链、高周转，实现高性价比。
- 店面现代化、标准化改造，运营管理规范化。
- 对产品矩阵进行更多元和标准化管理，采取白牌+腰部产品+引流品的模式。

- 总结来说，量贩零食店满足了消费者“多好快省”的消费诉求。根据艾媒咨询的调研，消费者最看重的五个因素可以归纳为“多好快省”，其中“好”包括了商品消费满意度和购物过程中的服务体验感。

消费者选择去零食集合店购物的原因



1) 多：SKU 数量多、宽度高

- 量贩零食店的SKU数量通常在1500-2000个，高于便利店及大部分传统线下零食店、几乎涵盖食品饮料所有子品类，能够为消费者提供不同品类、档次、规格的产品，且产品迭代速度相对较快，能够持续满足消费者多元的消费需求。例如零食很忙每个月都会更换最后5%的产品，大约每个月会更新70款产品。
- 相较于专注零食的量贩零食店而言，便利店由于还销售日用品等其他品类，休闲食品获得的面积及货架数量有限；零食门店中，良品铺子等高端零食门店以自有品牌为主，在战略上有聚焦深耕的SPU品种。

量贩零食渠道商品迭代速度较快

零食品牌	平均SKU数量	选品及上新策略
万辰旗下零食品牌	2000+	月度更新100-150个SKU
零食很忙	2000+	与各品类头部厂家合作，每月5次上新/商品调整
零食有鸣	3000+	与知名品牌形成战略合作，商品厂家直供
赵一鸣	2000+	与百大厂企合作，每月更新100+新品
零食优选	2000+	主打零食+便利性产品/家用品类，与优质食品厂商合作推新

2) 好：好产品&好消费体验

- **好的产品-选品：**产品组合更新调整，把最新、最好吃的产品送上货架，满足消费者购买零食的底层需要。例如好想来有20%的SKU会根据不同地区消费者的习惯做出调整，如在西南地区的店铺中辣味零食更多，在北方门店面食产品更多。
- **好的产品-产品质量把控：**由于零食量贩系统合作的商家众多，若个别厂商产品出现食品安全问题可能会对量贩品牌整体的形象和销售产生影响。因此，设立食品安全红线，严控品质是龙头长期维持行业地位的重要工作。
- **好的购物体验：**量贩零食店明亮宽敞的店面，数百种商品选择，配备整齐的货架，营造了自由挑选的购物氛围，为消费者带来更为愉悦的购物体验。此外，例如零食很忙开设的零食很忙“社区公园”主题概念店、超级零食很忙门店，以年轻新颖的方式增强了消费者的购物体验。

零食很忙“社区公园”主题概念店和超级零食很忙门店



来源：FBIF食品饮料创新，华福证券研究所

零食很忙把品质安全设立多条防线

#1: 合作厂家选择

- 零食很忙对有意合作的厂商，零食很忙会对厂商的生产资质、车间环境、工艺控制、工厂商誉、原料把控等方面进行审核，通过零食很忙40多项系统化评分后才能达成合作。



#2: 上架前门店试吃

产品上架前，公司会先在门店安排试吃试卖，在有同品类商品消费习惯的顾客群体中进行口味测试、评估，经由消费者自主筛选、认可后的产品，且在试卖中动销，才会被搬上货架，进行正式售卖。



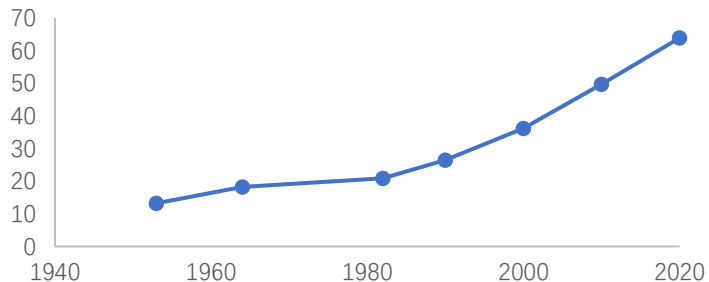
#3: “双重质检系统”

后期产品上架还需要通过“双重质检系统”：1) 通过中检集团的专业检测；2) 零食很忙自主品控实验室会对仓库内每个要发往门店的产品进行抽检

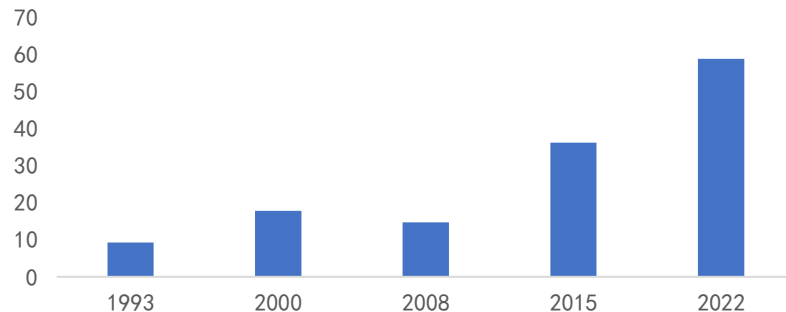
3) 快：符合社区近场零售业态兴起并呈现品牌化趋势

- 在传统商业竞争加剧，城市级商业风险增大的背景下，随着城镇化率水平的持续提升，2011年总人口城镇化率突破50%，2019年常住人口城镇化率突破60%，所有社区住户都跳不出“生活最后一公里”的圈子，商家与顾客拥有无缝对接的近距离优势，社区逐渐成为城镇化的重要载体。例如作为重要社区基础设施的社区服务机构数2011年开始快速扩张，一系列以社区作为主要渠道的品牌，例如绝味食品、蜜雪冰城等在这一阶段开始加速扩张，同时大量品类从商超系统中独立出来，便利性+更高效率、更低价格推动垂直零售业态出现并快速扩张。
- 基于社区人群高频需求的专业店或社区超市是拥有巨大市场容量的、最具复制性的超级生意。传统大商超虽然品类丰富，但通常离家不会太近；而街边便利店、夫妻店选择范围相对有限，难以满足及时性、个性化需求。量贩零食店则以居民区为中心多点开花，广泛分布在楼下底商或者小区三五百米半径范围之内，消费者覆盖密度更高，多数市民可在社区门口进入量贩零食专营店自由选购所需商品，无需出行至更远的购物中心进入商场选购，极大程度上贴合了零食冲动性、高频复购性的特性。

我国城镇化率提升为社区零售发展提供依托
(单位：%)



我国社区服务机构数量

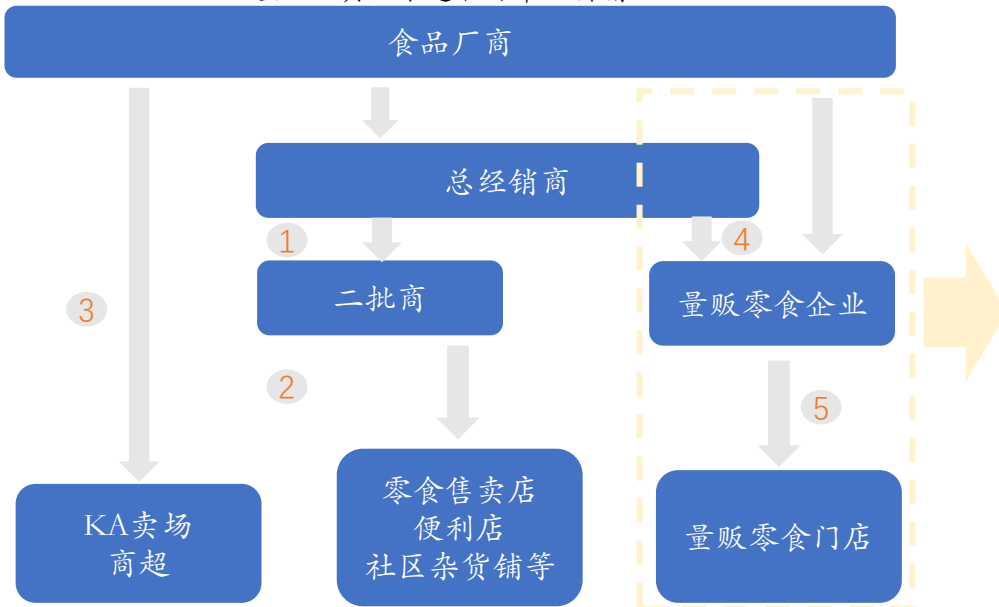


需求端：量贩零食店满足消费者“多好快省”的消费诉求

4) 省：低价、高周转、精细化管理，用规模做杠杆撬动更大资源

• 综合来看，量贩零食店产品的价格优势明显，通常比商超售价便宜20-30%左右，部分产品价格也低于线上。

量贩vs其他渠道各环节加价情况



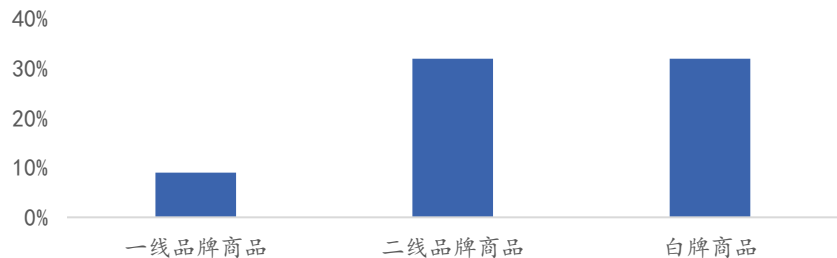
- | | |
|---------------------|----------------|
| 1: 经销商（一批+二批）：10%以上 | 4: 量贩企业：8-10% |
| 2: 门店：20-35% | 5: 量贩门店：18-20% |
| 3: 超市：30%以上 | |

量贩零食行业的采购数量巨大，但毛利率较低，经营成本将直接影响公司的价格竞争力，从而影响公司的盈利能力：

- 1) 压缩渠道层级，控制采购成本：** 销售额=流量*转化率*客单价，量贩企业凭借高客流量和高转化带来的大销售体量绕开中间环节，直接与品牌厂商或者更上游的代理商对接供货，甚至通过加大货需提高工厂的生产规模，集中降低成本。
- 2) 减少品牌方&渠道商费用负担：** 量贩零食品牌不收取入场费、条码费和线上平台的入驻费、扣点提成等隐形费用，仅要求对方低价供货。
- 3) 产品矩阵分级，打造低价形象：** 用低价大牌引流品塑造高性价比形象，用低成本的白牌产品获取利润（见下页）。
- 4) 高周转、低库存：** 商超账期较长，拿货价较高；零食渠道则会通过现结、高周转将加价率降低。此外商超与经销商有紧密联系，当经销商某产品库存较高时会强配给商超；而量贩零食渠道与经销商没有绑定关系，只根据货品的销售数据来选单品，故周转更高。
- 5) 管理更精细，人员成本更加优化：**
 - 1) 降低租金成本：相较于商超或购物中心内的门店，量贩零食门店租金更低，且在同等位置上流量转化效率更高，租金在总成本中的占比更低；
 - 2) 对人员素质能力要求不高，店内无需雇佣导购员，减少人员费用支出。

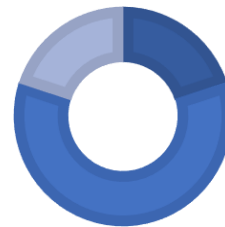
需求端：量贩零食店满足消费者“多好快省”的消费诉求

量贩零食不同类别产品平均毛利率

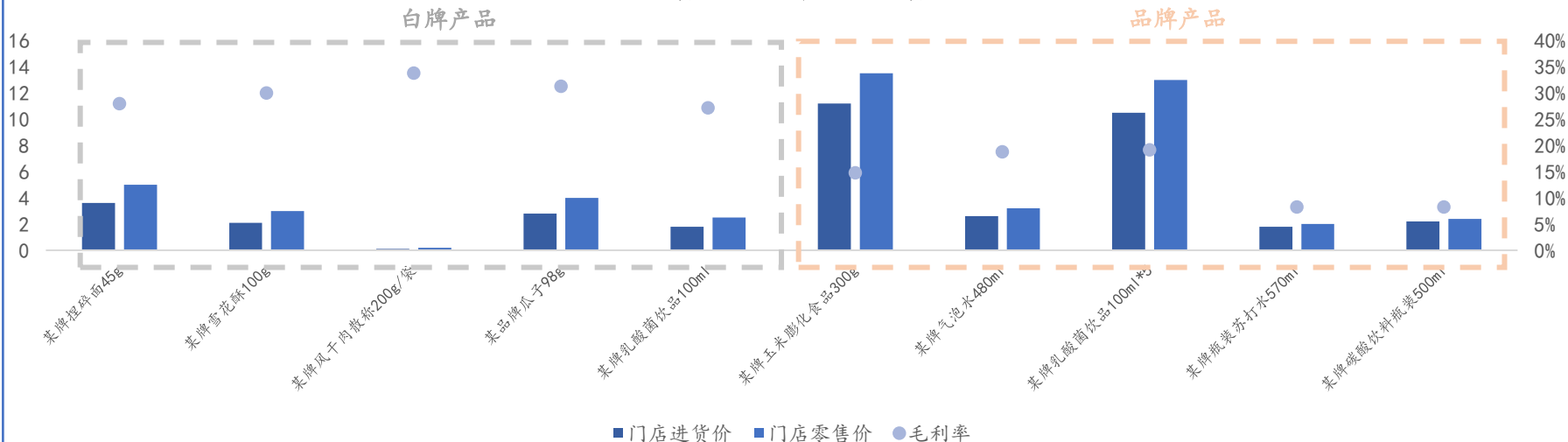


量贩零食不同类别产品销售占比

- 一线品牌商品
- 二线品牌商品
- 白牌商品



白牌产品毛利率高于品牌产品



需求端：量贩零食店满足消费者“多好快省”的消费诉求

- 日本折扣店唐吉诃德采取“CV+D+A”的经营方针，其中CV (Convience)代表“便利”，D (Discount)代表“折扣”，A (Amusement)代表“娱乐性”，和前文提炼的“多好快省”异曲同工。
- 便利方面：**1) **空间便利：**唐吉诃德在日本经济下滑、资产贬值的背景下，低价接手了许多位于地铁口和十字路口附近的位置的空铺，实现低成本快速开店。2) **时间便利：**也不同于其他业态竞争对手，唐吉诃德开创性的将其黄金营业时间延长，大部分店铺24小时营业。根据公司01年披露的数据，唐吉诃德客户到店数量占比峰值在晚上10点左右。
- 折扣方面：**唐吉诃德在店铺陈列上会突出强调折扣商品，过季商品会有3-4折的优惠。此外，唐吉诃德的店铺对于商品销售有着很大的自主权。在唐吉诃德分店的销售额构成中，60%是总公司采购的常规库存商品，40%是分店自主采购的限量供应的产品。在获取充分的决定权之下，唐吉诃德分店的商品有着更强的本地适配性，从而获得当地人青睐，同时员工也更具有主观能动性，把店铺当做自己的经营场所，进行更为灵活的商品组合和排列。
- 娱乐性方面：**唐吉诃德“杂乱无章”的商品陈列让消费者产生寻宝心理，压缩产品的可触及距离让消费者感觉自己被各类产品紧密包裹。同时，公司通过手写POP广告卡、音乐氛围感营造等方式，增强购物趣味性，刺激消费者感官

Convenience 便利性

- 品类维度：**产品丰富，涵盖从食品和、杂项家居用品到电器和名牌产品在内的各类产品；
- 地点维度：**门店地点多元广泛
- 时间维度：**店铺延长营业时间



唐吉诃德“CV+D+A”

Discount 低价

- 折扣力度大，确保产品价格较竞争对手具有性价比

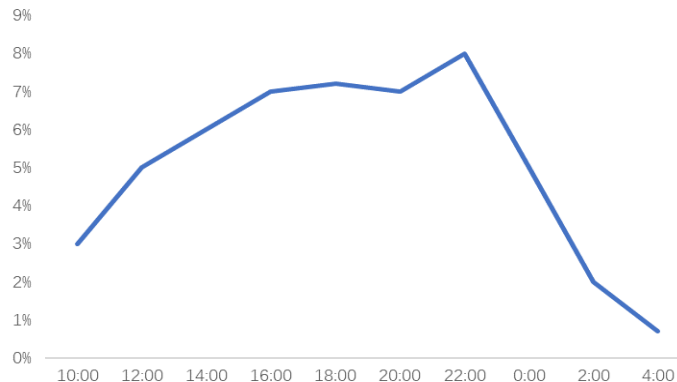


Amusement 娱乐性

- 环境方面，消费者被各类产品紧密包裹，压缩产品的可触及距离
- 通过手写POP广告卡等方式，增强购物趣味性，刺激消费者感官



唐吉诃德按时间划分的客户到店数量



供给端：跑马圈地收购合并，从区域群龙四起到全国性龙头出现

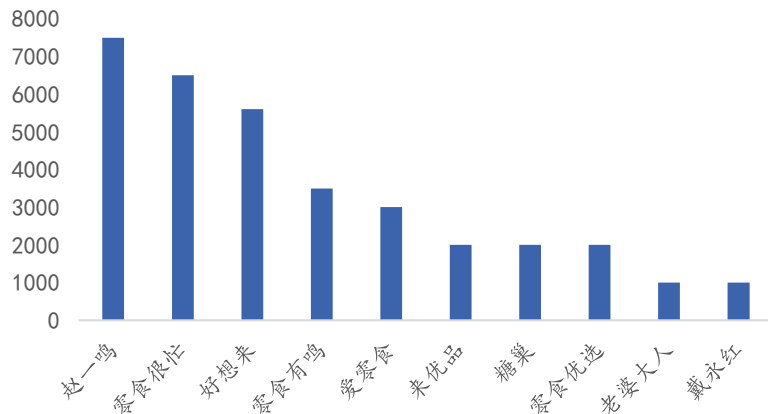
- 2023年前，量贩零食玩家的主要竞争对手为转型慢、难的传统商超等非零食赛道玩家，当时量贩品牌在区域内快速扩张，零食很忙、好想来、零食有鸣、赵一鸣等头部品牌逐步成为区域龙头。随着行业不断发展，现有玩家的竞争对手逐渐过渡到以同类型为主的量贩零食专业型玩家，目前量贩零食行业，呈现出两超多强的竞争态势，行业格局逐渐趋于稳定。此外，由于量贩的核心模式在于用规模杠杆撬动更大的资源，生意模式上难以构成天然的壁垒，因此在区域市场抢占先发优势、跑马圈地也是必行之路。
- 万辰系：23年9月，万辰集团合并五家量贩品牌（好想来、老婆大人、来优品、吡滴吡滴、陆小馋）。23年6月底，对5家进行整合之前，万辰集团门店数量有1920家，规模小于零食很忙和赵一鸣。整合后，好想来、来优品、吡滴吡滴、陆小馋统一以“好想来品牌零食”的全新品牌形象统一面对消费者，合并后好想来凭借近4,000家门店成为零食量贩“两超”之一。
- 2023年11月，“零食很忙”与“赵一鸣零食”正式进行战略合并。合并后，两家公司在人员架构上保持不变，并保留各自的品牌和业务独立运营。整合后，零食很忙+赵一鸣的总门店数量达到了6500家。

量贩零食行业竞争格局



■ 万辰系 ■ 零食很忙 ■ 零食有鸣 ■ 赵一鸣 ■ 糖巢 ■ 其他

量贩头部系统门店数



供给端：湖南江西四川已相对成熟，西南门店密度较高，北方区域偏空白

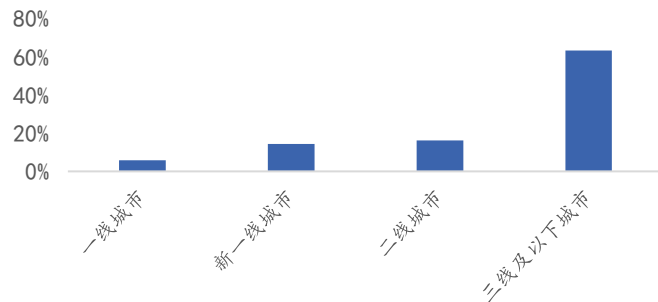
地区	区域情况
湖南	休闲食品上游资源丰富，中游厂商较多，产业链条完整，依托于长沙高桥批发市场，长沙本土量贩零食品牌数量众多，至少有10家以上平台总部位于长沙市，其中包括龙头零食很忙、爱零食、戴永红零食，好想来招商中心也在长沙。
江西	赵一鸣的发源地，被好想来品牌零食整合的叮嘀叮嘀也源于江西。江西省竞争激烈，零食很忙、糖巢零食、好想来等头部平台均有一定份额。
四川	四川休闲食品行业注册企业在全国各省中排名前列，本身又是全国排名前五的人口大省，下沉市场足够广阔。目前成都龙头包括零食有鸣等，其他平台的门店也大都开设在成都市及周边。
广东	广东地区人力、店租成本普遍较高，且优质商铺开店需要较高昂的转让费，因此头部量贩零食平台在此扩张相对缓慢。目前广东量贩零食品牌数量众多，但头部力量缺失，目前广东的量贩零食平台总部主要分布在广州、佛山、东莞和深圳。
福建	在福建地区龙头糖巢一家独大，门店数量超2000家。在头部平台中，糖巢零食是少有的深耕区域而没有快速“跑马圈地”的平台。早在2022年底，糖巢零食就在下沉市场的深耕中卓有成效，在厦门的一个村子里就能有3-4家糖巢门店。
湖北	湖北省，尤其是其省会武汉，拥有较高的消费水平，孕育了良品铺子、周黑鸭等众多曾定位高端的连锁品牌。零食很忙2022年6月进军湖北市场，首选咸宁作为拓展首站，2023年5月正式布局武汉市场。
贵州	由于距离湖南省较近，量贩零食业态发展较早，区域品牌胡卫红，统一为爱零食等已被收购整合。
云南	云南作为边疆地区，是量贩零食品牌出海布局东南亚市场的重要跳板。例如新客隆零食已在老挝等地区布局门店，未来将继续深耕东南亚市场。
广西	由于距离湖南省较近，量贩零食业态发展较早，零食很忙、零食优选等品牌占据一定份额；区域品牌如恰货铺子已被好像来通过战略投资进行整合。
重庆	重庆区域龙头主要包括嘴上零食、零零食代、零食家族等本土平台。重庆地区消费者口味偏好上具有明显区域特征，本土平台在选品上能够针对性满足当地消费者需求。
江苏	江苏是万辰集团-好想来品牌零食的总部所在地。在万辰集团最开始整合的四大平台之中，有两家平台发源于江苏，分别是发源于江苏泰州的好想来零食工厂和江苏南京的陆小馋零食。
浙江	万辰旗下的2010年成立的老婆大人作为行业先驱者创立于浙江宁波。浙江多个城市均有本地代表量贩零食平台，如杭州的木佬佬零食、嘉兴的养饽记、宁波的老婆大人和好幸福零食、湖州的消闲果儿、衢州的桔子花开和悠悠零食码头、温州的小象很忙等，是量贩零食平台区域深耕的模板省份。
河南	零售业发展成熟，胖东来等传统区域零售巨头实力雄厚。量贩零食市场前景看好，同时巡物社、折扣牛、汪哥折扣等硬折扣新业态也展现出良好的发展势头。巨大的人口基数提供了各类零售业态持续增长的空间。
安徽	多为经销商等渠道转型升级成立，安徽区域量贩品牌包括烘焙司令、零嘴港、憨小憨零食等。
山东	区域量贩品牌鸿壹行零食为本地经销商转型升级后的品牌；悦记好零食则是家家悦集团的对于新业态的尝试。
河北	多为经销商等渠道转型升级成立，区域量贩代表品牌包括积极的零食、零食下凡、零食诸葛等。
天津、北京、上海	租金相对较高，区域品牌如天津的茁尔零食、上海的卡塔尔亚均根据本地情况进行了业态调整。
其他省份	主要为西北、东北、内蒙和海南等地区，因受地理位置影响，物流配送成本较高，量贩行业发展较晚较慢，外部平台导入较慢，本土渠道升级的脚步也相对较慢导入难度较大。

来源：界面新闻，36Kr，食业家，斑马消费，央广网，华福证券研究所（顺序大体按量贩零食在当地的业态成熟度和竞争程度排序）

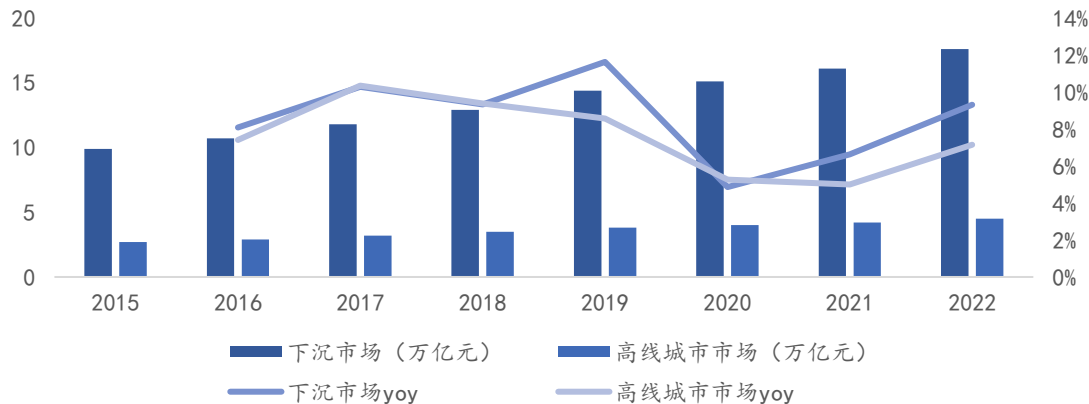
供给端：下沉市场空间广阔，中低线城市是量贩零售布局重心

- 目前我国一二线城市的零售业成本爬升以及门店存量趋近饱和，下沉市场具人口规模优势，消费力稳步提升，同时下沉市场的零售交易场景更多发生在线下，叠加低线城市门店丰富度相对较低，存在需求缺口。
- 人口：2023年我国三线以下城市消费人口占比63%，城乡消费群体规模巨大。
- 零售市场规模：2022年我国中国低线城市零售市场总规模近20万亿，是高端城市零售市场的四倍，且现阶段增速快于高线城市。
- 居民边际消费倾向高：从近期的情况来看，24H1一线城市消费相对稳定，新一线城市居民消费健康度下滑，二三四线城市居民的消费健康度逐步提升，店铺经营稳定性不断增强。

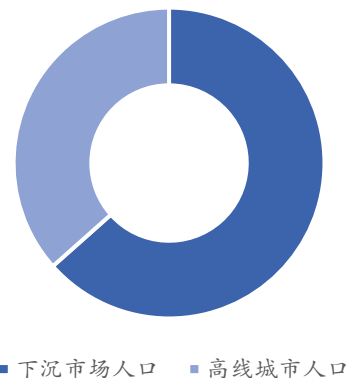
2023年我国各线城市人口占比



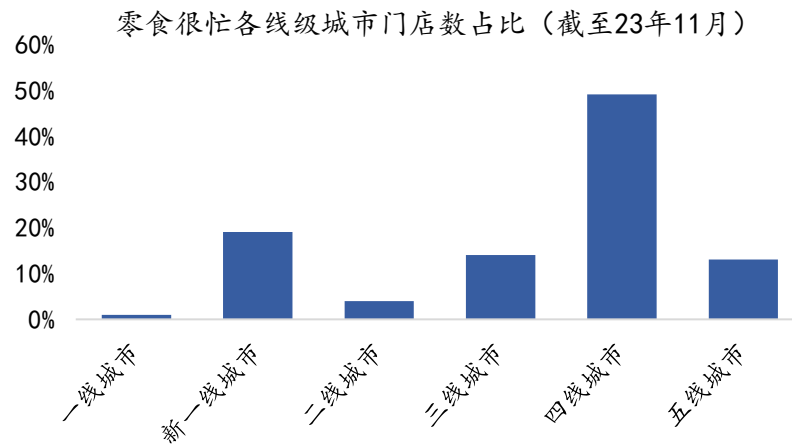
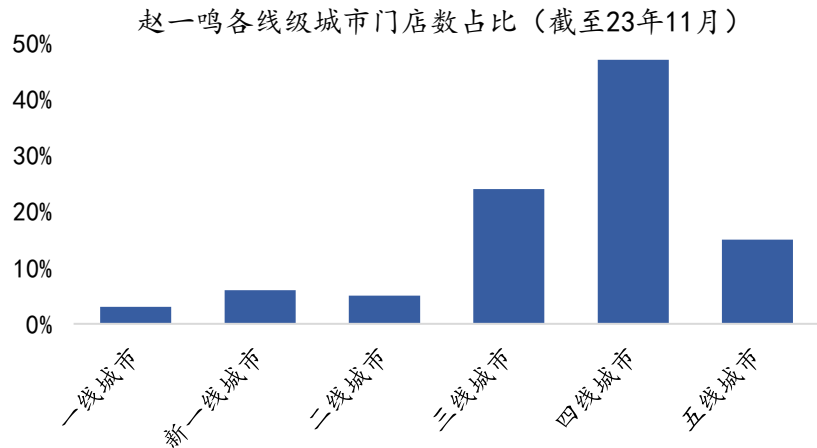
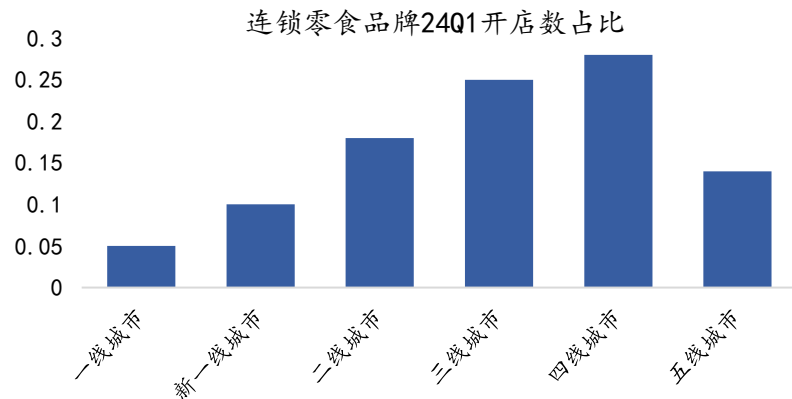
我国高线vs下沉零售市场规模及增速



2023年我国下沉市场人口占比60%+



- 未来中期内，我们预计量贩门店加密仍会以低线城市为主，同时在成本更高的偏高线城市会有更多大店出现，但预计不会是加密的重点：
- 休闲零食消费偏高频、即时性特征较强，属于非目的性消费，“逛”这一行为的形成带动了购物行为的发生。生活节奏偏慢、生活成本相对较低、购买高性价比产品欲望更强的低线城市与量贩零食模式的天然契合度更高。
- 此外，从成本端看，低线城市的租金、人员用工成本都相对较低，门店更容易实现回本和盈利。



天花板测算：目前零食很忙在湖南共有近2000家门店，折合约0.3家/万人

- 以目前量贩零食最为成熟的湖南市场为例，截至2024年10月，零食很忙在湖南共有1994家门店，其中在长沙有563家门店，长沙每万人拥有0.54家零食很忙门店。

零食很忙在湖南省内各地区的门店数量及对应每万人占有数

	人口（2023年，万人）	零食很忙门店数	每万人占有数
长沙市	1,051.31	563	0.54
岳阳市	499.14	187	0.37
常德市	518.70	114	0.22
株洲市	385.20	99	0.26
衡阳市	649.70	164	0.25
邵阳市	635.88	144	0.23
湘潭市	270.12	72	0.27
郴州市	460.05	111	0.24
娄底市	374.32	122	0.33
益阳市	375.92	105	0.28
怀化市	447.21	118	0.26
永州市	507.62	113	0.22
湘西州	243.20	46	0.19
张家界市	149.70	36	0.24
合计/均值	6,568.07	1,994.00	0.28

天花板测算：长沙市场目前每万人1.2-1.5家，天花板预计在1.7左右

- 进一步拆解长沙市场，截至2024年10月，长沙头部量贩零食企业零食很忙、零食优选、爱零食、戴永红合计共有近1000家门店。参考量贩零食TOP 4在全国的市占率水平，若这四家企业在长沙的市占率在60%-70%，则对应长沙市每万人拥有1.2-1.5家量贩零食店。
- 考虑到量贩零食业态目前仍在发展期，若目前长沙市场门店数量是理论上的完全饱和期的门店数量的70%-90%，则长沙量贩零食门店数量天花板均值为1700-1800家左右，对应天花板为每万人拥有1.7家量贩零食店。

长沙市人口（2023年，万人）	1,051.31
-----------------	----------

	长沙市门店数 (截至2024年10月)
零食很忙	563
零食优选	176
爱零食	89
戴永红	88
CR4门店数量合计	916
CR4每万人占有数（2024年）	0.87



	CR4市占率假设	对应全市门店数量	对应每万人占有数
偏低集中度假设	60%	1527	1.5
中性集中度假设	65%	1409	1.3
偏高集中度假设	70%	1309	1.2

天花板测算：用长沙天花板推算湖南市场，预计湖南门店天花板近5000家

- 按照长沙天花板为每万人1.7店来测算，假设省内其他城市的天花板与长沙等比例增长，则湖南省量贩零食门店数量理论上的天花板为将近5000家门店

	人口 (2023年, 万人)	每万人占有数	门店数
长沙市	1,051.31	1.70	1787
岳阳市	499.14	0.81	407
常德市	518.70	0.48	248
株洲市	385.20	0.56	215
衡阳市	649.70	0.55	357
邵阳市	635.88	0.49	313
湘潭市	270.12	0.58	157
郴州市	460.05	0.52	241
娄底市	374.32	0.71	265
益阳市	375.92	0.61	228
怀化市	447.21	0.57	257
永州市	507.62	0.48	246
湘西州	243.20	0.41	100
张家界市	149.70	0.52	78
合计/均值	6,568.07	0.75	天花板 = 4,898.95

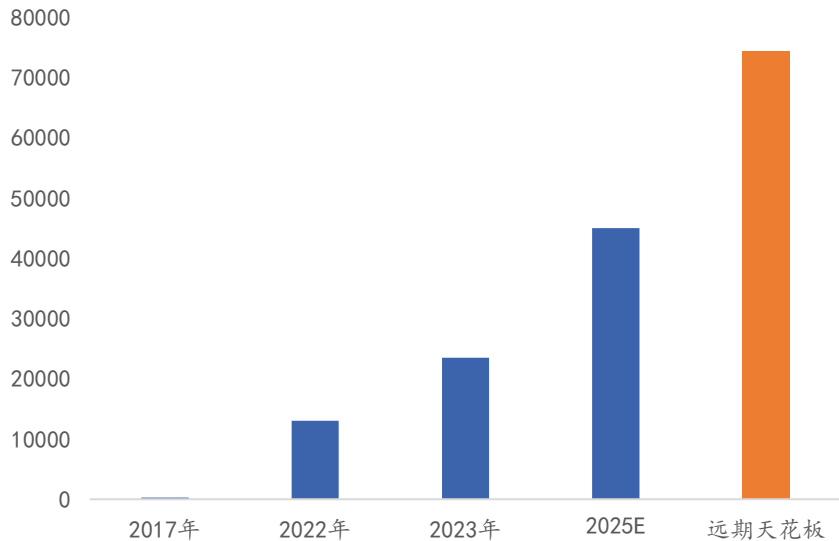
天花板测算：用湖南市场推算全国，预计全国天花板门店数超7万家

	人口 (万人)	需求参数: 人均食品烟酒消费支出 (元)	需求参数vs湖南	供给参数: 二手房价格(元/㎡)	湖南vs成本参数	参数*每万人占有数	门店天花板数量
广东	12,706	12,129.76	1.44	36,245.00	0.29	0.31	3984
山东	10,123	7,702.80	0.91	16636	0.64	0.43	4392
河南	9,815	6,680.95	0.79	12,652.00	0.84	0.49	4856
江苏	8,526	9,967.63	1.18	26,089.00	0.41	0.36	3052
四川	8,368	9,358.49	1.11	17,427.00	0.61	0.50	4211
河北	7,393	7,104.40	0.84	12352	0.86	0.54	3984
浙江	6,627	12,105.63	1.43	35,255.00	0.30	0.32	2132
湖南	6,568	8,443.50	1.00	10,607.00	1.00	0.75	4899
安徽	6,121	8,924.93	1.06	17,881.00	0.59	0.47	2863
湖北	5,838	8,783.56	1.04	14,901.00	0.71	0.55	3224
广西	5,027	7,172.31	0.85	10,018.00	1.06	0.67	3372
云南	4,673	8,090.46	0.96	11,313.00	0.94	0.67	3131
江西	4,515	8,102.09	0.96	11,423.00	0.93	0.66	3001
福建	4,183	11,144.77	1.32	20,523.00	0.52	0.51	2128
辽宁	4,182	8,426.45	1.00	9,158.00	1.16	0.86	3605
陕西	3,952	6,796.48	0.80	14,588.00	0.73	0.44	1725
贵州	3,865	3,903.09	0.46	8,032.00	1.32	0.46	1760
山西	3,466	6,007.00	0.71	9,732.00	1.09	0.58	2005
重庆	3,191	10,100.94	1.20	10,815.00	0.98	0.88	2793
黑龙江	3,062	7,240.58	0.86	8,581.00	1.24	0.79	2421
新疆	2,598	7,811.40	0.93	8,358.00	1.27	0.88	2275
上海	2,487	12,880.28	1.53	65,780.00	0.16	0.18	456
甘肃	2,465	7,530.29	0.89	10,041.00	1.06	0.70	1732
内蒙古	2,396	7,208.36	0.85	9248	1.15	0.73	1750
吉林	2,339	6,405.99	0.76	8,245.00	1.29	0.73	1703
北京	2,186	9,644.52	1.14	55,363.00	0.19	0.16	357
天津	1,364	9,873.93	1.17	19,007.00	0.56	0.49	664
海南	1,043	9,656.75	1.14	15,682.00	0.68	0.58	602
宁夏	729	5,643.86	0.67	7,223.00	1.47	0.73	534
青海	594	7,187.73	0.85	8,805.00	1.20	0.76	454
西藏	365	9,109.18	1.08	11,676.00	0.91	0.73	267
合计							74332

- 人口是影响人流量的最大因素，因此我们以地区人口为核心锚点进行测算。
- 需求端参数：人均食品烟酒消费额，与量贩零食消费水平成正比，与门店天花板数量成正比。参数 = 当地消费水平/湖南水平，若 >1 说明消费力大于湖南。
- 供给端参数：房租对初始投资成本和回本周期的影响较大，与门店天花板数量成反比。我们用各省省会城市房价代表区域租金水平，选取各省份的省会城市二手房价数作为参数 = 湖南二手房价格/各省会价格，若 >1 说明成本低于湖南。
- 测算方法：湖南每万人占有数天花板 * 需求端参数 * 供给端参数 = 当地天花板占有数。* 人口 = 门店天花板。

来源：iFind，国家统计局，央广网（其中，贵州省家庭人均食品烟酒消费支出由居民人均*第七次人口普查平均家庭人数得来），零食很忙官网，高德地图，观研天下（全国市占率数据截至23H1），聚汇数据（房价截至2024年10月），华福证券研究所测算（港澳台地区门店不计算在内）

量贩零食行业门店数量



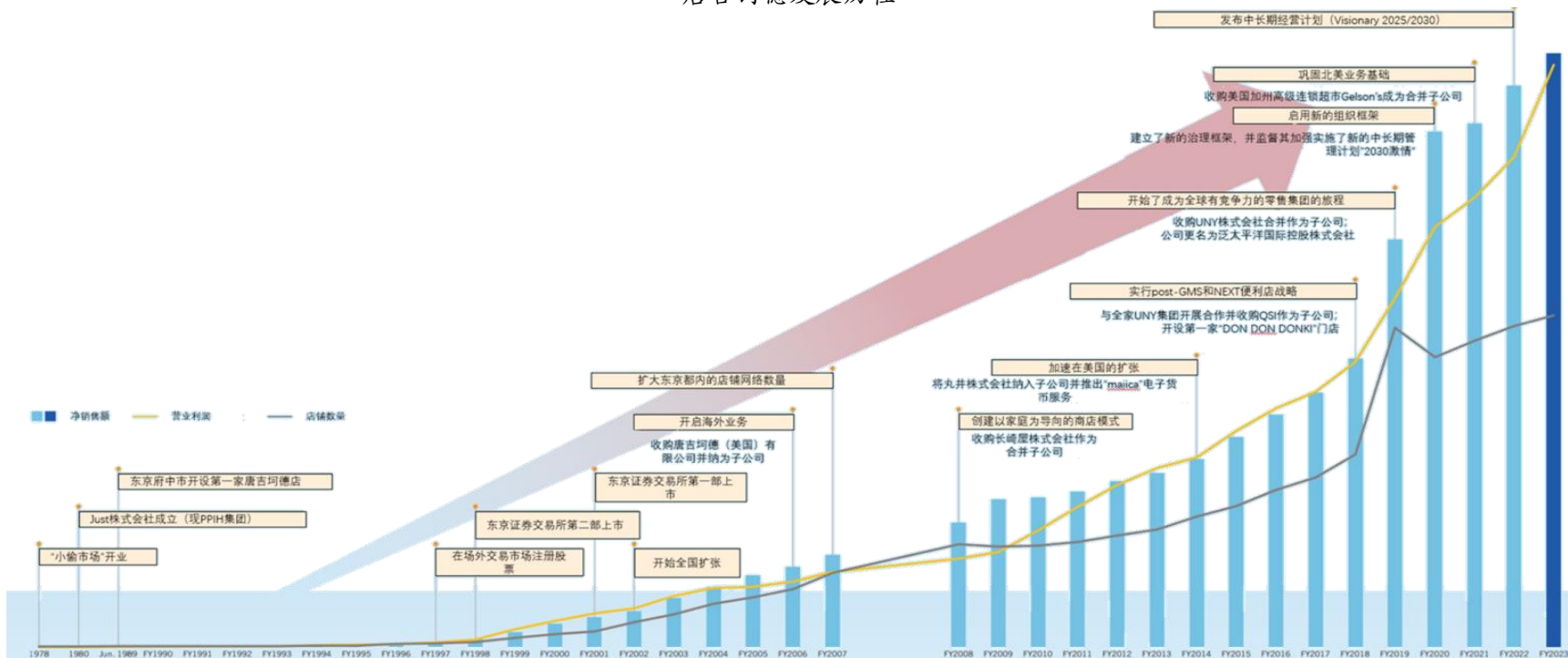
量贩零食渠道观点总结与展望

- **需求总量：**我国零食行业整体消费仍在增长，对比海外成熟市场，我国零食行业仍在早期阶段，总量仍在提升。
- **量贩零食赛道：**零食店和折扣店都并非新兴业态，但商业变革的底层需求是未来降本、提率、增收，零食量贩店对于消费者“多好快省”需求的满足目前仍相对高效，具备持续抢占其他渠道市场份额的能力。
- **其中：**大卖场和超市的持续份额让出；电商增速放缓、价格优势下降；零食传统夫妻店的升级，都是量贩渠道持续扩容的增量来源。
- **从22年1.3万家，到23年的2.2万家，短期内虽然量贩零食门店开店较为迅猛，但也仅为我们测算的7.4万家的远期天花板的32%。**
- **时间与空间：**虽然量贩零食增长空间广阔，但参考便利店业态虽早在20世纪90年代就已引入国内市场，但直到2013年之后开始进入快速发展期，2013年便利店渠道占比6.7%，23年占比10.1%。可见量贩长期空间虽大，但达到天花板道阻且长，需要时间。
- **渠道增长与宏观环境：**短期内我国消费降级对量贩零食的发展起到一定催生作用，但长期来看，参考海外唐吉诃德经验，龙头企业若能内外兼修、持续优化，在任何经济环境里仍可保持持续增长。
- **关于竞争：**我们认为，目前全国市场区域品牌林立，竞争激烈，短期用规模做杠杆、跑马圈地是必然选择，长期需要提升品牌和服务附加值、保持供应链优势、深挖消费者需求、在扩张的同时精修内功，保障收购企业间的协同增长。

海外经验：唐吉诃德虽诞生于经济下滑期，但后续在各种经济环境中持续增长

- 短期内我国消费降级对量贩零食的发展起到一定催生作用，怎么看长期量贩零食渠道发展？
- 从海外经验来看，唐吉诃德从第一家店铺诞生到今天成为日本四大零售集团之一，其发展一方面与时代背景息息相关，另一方面也是唐吉诃德内外兼修持续优化的结果。公司自诞生以来三十余年收入持续增长，1997年至今营收/利润CAGR分别为20%/99%。虽然公司诞生于日本经济降速之际，但在公司对外加大版图，对内修炼内功的努力下，在不同经济环境下均维持了成长。

唐吉诃德发展历程



海外经验：从唐吉河德的经验看折扣龙头通过收并购做区域扩张

- 随着公司的持续增长和日本折扣零售行业逐渐成熟走入跑马圈地阶段，唐吉河德也开始通过收并购进一步丰富自身的店铺数量和形式。从区域布局的角度看，2002年之前公司一直主要在东京大都市区开设店铺，模式经过打磨后，02年开始全国化扩张。公司充分考虑区域之间的差异特征，进一步根据商业区域、规模和位置特征，启动与这些特征相匹配的店铺来实现持续增长。

唐吉河德内生外延，收并购打造有所差异的门店&实现区域扩张



唐吉河德 (传统店铺)
创立时间：1980
面积：1000-3000平方米
SKU：4-6万
商品特征：种类多样、娱乐元素丰富
目标客群：年轻消费者



PAW
创立时间：2002年
面积：4000-5000平方米
商品特征：品类丰富，以唐吉河德为主要租户，并且存在各类零售商和服务提供商。以“全天候”和“娱乐”为核心理念的商业综合体形式。
目标客群：大范围商业区内的消费者



PICASSO
创立时间：2001年
面积：300-500平方米
SKU：1-2万
商品特征：食品、日用品、服装、非处方药、家电用品
目标客群：小范围商业区内的消费者



MEGA唐吉河德* (主要店铺)
创立时间：2008
面积：8000-10000平方米
SKU：6-10万
商品特征：服装、食品、日用品
目标客群：家庭



新唐吉河德 (主要店铺)
面积：3000-5000平方米
SKU：4-8万
商品特征：食品、日用品、服装、家电
目标客群：女性消费者、家庭



唐吉河德UNY
创立时间：2018
面积：4000-13000平方米
SKU：5-10万左右
商品特征：以食品见长
目标客群：各个年龄段消费者

- 店面更小、目标客群为便利店消费者、适合短期快速加大区域布局的“毕加索”：继传统的“唐吉河德”商店形式（标准销售面积约为1000平方米）之后，公司于2001年6月推出了针对更小的商业区域、目标客群为目标群体是便利店顾客的“毕加索”折扣店形式。“毕加索”折扣店销售面积为300至500平方米，较便利店来说商品选择广泛、价格低廉和购物娱乐程度高。对公司来说，由于“毕加索”店铺较小，开设相对容易，初始投资需求低、转换合作方的难度小，更容易短期内迅速开店加大区域布局。

- 大店模型：**在日本百货商店行业持续承压的背景下，公司2008年开始使用MEGA Don Quijote形式扩大在GMS市场中的份额。2007年公司完成了对濒临破产的综合折扣店长崎屋的收购。收购后，公司将部分长崎屋的店铺改造成符合唐吉河德品牌特色的折扣店，命名这些新店为“Mega唐吉河德 (Mega Don Quijote)”，同时保留了长崎屋的部分店铺和品牌。相较于传统的唐吉河德店面，Mega Don Quijote的定义是一家“家庭型综合折扣店”，拥有比传统唐吉河德更大的店铺面积（平均销售面积约9000平方米）和更多的商品种类（库存6-8万件）。

海外经验：从唐吉诃德的经验看折扣龙头通过收并购做区域扩张

- 吸引更多类型客户、为唐吉诃德带来协同效应的“PAW”商业综合体：2002年4月，公司在川崎开设了第一家“PAW”商业综合体。“PAW”以全天候运营为特色，销售面积约2000平方米。PAW是一种全新的商业综合体的形式，其中包括唐吉诃德、各类零售店超市、餐馆等不同类型的租户聚集在一起，“全天候”和“娱乐”是关键概念。PAW是“purchase 购买”，“amusement 娱乐” and “wonderland 仙境”的缩写，意思是一个充满各种购物乐趣的仙境。“PAW”商业综合体内的租户要么营业到深夜，要么24小时营业。自该设施开放以来，吸引不同类型客户的租户范围带来了显著的协同效应。

唐吉诃德内生外延，收并购打造有所差异的门店&实现区域扩张



唐吉诃德 (传统店铺)
创立时间：1980
面积：1000-3000平方米
SUK：4-6万
商品特征：种类多样、娱乐元素丰富
目标客群：年轻消费者



PAW
创立时间：2002年
面积：4000-5000平方米
商品特征：品类丰富，以唐吉诃德为主要租户，并且存在各类零售商和服务提供商。以“全天候”和“娱乐”为核心理念的商业综合体形式。
目标客群：大范围商业区内的消费者



PICASSO
创立时间：2001年
面积：300-500平方米
SUK：1-2万
商品特征：食品、日用品、服装、非处方药、家电用品
目标客群：小范围商业区内的消费者



MEGA唐吉诃德* (主要店铺)
创立时间：2008
面积：8000-10000平方米
SKU：6-10万
商品特征：服装、食品、日用品
目标客群：家庭



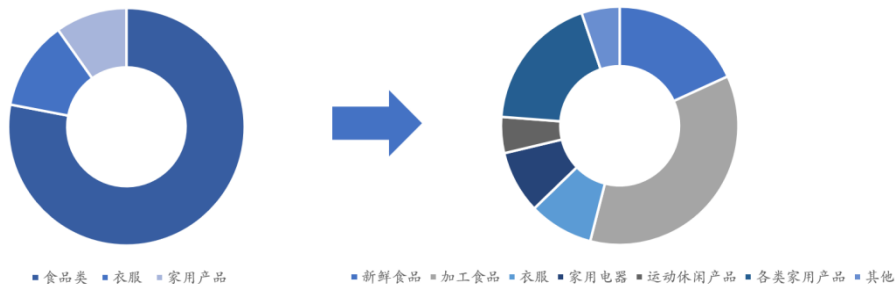
新唐吉诃德 (主要店铺)
面积：3000-5000平方米
SKU：4-8万
商品特征：食品、日用品、服装、家电
目标客群：女性消费者、家庭



唐吉诃德UNY
创立时间：2018
面积：4000-13000平方米
SKU：5-10万左右
商品特征：以食品见长
目标客群：各个年龄段消费者

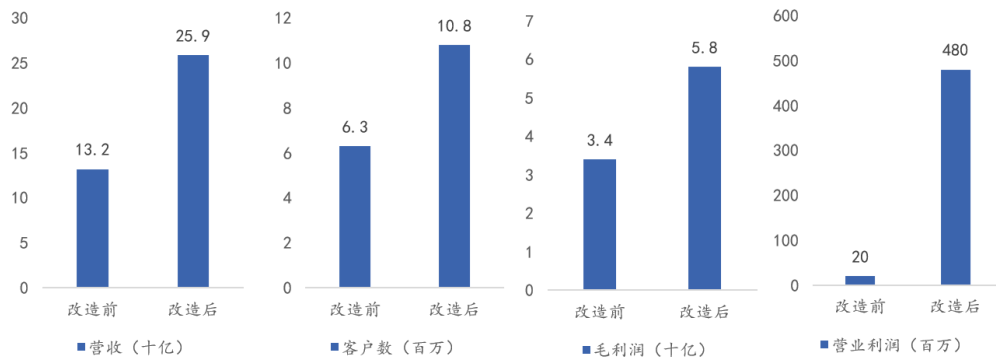
海外经验：从唐吉河德的经验看折扣龙头通过收并购做区域扩张

UNY改造后品类更加丰富



- UNY出身全家FamilyMart，主要针对家庭主妇、家庭和老年人，产品组合侧重于新鲜食品、日常消费品和其他日常生活必需品，能够在食品领域为公司赋能。2017年公司与全家FamilyMart UNY HD达成业务联盟，对UNY门店形式进行了转变，后又与FamilyMart联合试办门店，2019年UNY正式转变为公司的全资子公司。唐吉河德对UNY门店进行了一系列转换，包括产品品类的多元化，产品展示的“唐吉河德式”差异化等等。转型后，UNY门店销售额和客户数量都获得了大幅增加，2018年3月至2019年2月期间销售额增长了97%，客户数大幅提升71%，收购后协同效应明显。

唐吉河德对UNY改造后效果明显



参考唐吉可德的一些思考补充：

- 唐吉河德从“小偷商店”变成零食巨头，期间收购了很多老旧零售店，也持续做了很多迭代升级。我国除了开新店以外，在已有门店的迭代上也还有很大空间，夫妻店的升级也存在较大的空间。
- 参考唐吉河德UNY：UNY的品类拓宽后营收、客户数、利润都有明显提升。未来我国量贩零食店也可能变成“零食+X”的模式，X的可能性包括水果、烘焙、生鲜等，核心仍是回归到社区店的生活便利服务的场景中来。

- 1. 我国零食行业目前处于稳步扩容阶段
- 2. 休闲零食行业格局分散，我国不同品类集中度差异较大
- 3. 休闲零食渠道分散，行业整体受渠道衍化影响较大
 - 3.1 商超渠道2012年开始增势下降，业态更加多元
 - 3.2 便利店渠道持续扩容，势能向上
 - 3.3 线上电商崛起迅速，但预计无法成为零食的主导渠道
- 4. 量贩零食格局逐渐清晰，目前门店数距天花板数量距离尚远
- 5. 风险提示

- **国内零食需求不及预期风险：**目前国内消费力、消费信心仍处于恢复阶段，需求不及预期将影响休闲食品行业。
- **市场规模天花板测算偏差：**我们对量贩零食门店数量天花板的测算是基于对成熟的长沙和湖南市场的研判，可能会存在测算偏差。
- **量贩零食门店扩张不及预期：**休闲食品行业受渠道变革的影响较大，若量贩零食门店扩张不及预期，则行业的增长和竞争会受到影响。
- **食品安全问题：**量贩零食合作的零食生产商较多，若有个别产品出现较严重的质量问题，则对量贩零食品牌的声誉和销售会产生影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

