

休闲零食行业深度研究报告

供应链提效浪潮：零食行业三轮变迁与未来演进深度研究

- **三轮渠道变迁：零食品牌商从渠道积淀、品牌赶超，再到供应链提效。**休闲零食万亿市场，但口味迭代快，进入门槛低，供、需两端分散导致单品难上量，企业相应也难以通过绑定单一品类实现品牌的打造；二是可延迟消费且 SKU 众多，也更适合线上及垂类门店，渠道类型相对多元。因此，多数企业对流量变化敏感，板块更似渠道创新的试验田。具体看，从 2013 年之前的商超时代，达利/旺旺/洽洽等企业完成了渠道的先发积累，到 2014-2019 年的电商时代，松鼠/百草味等新锐品牌轻资产入局，实现品牌的弯道超车，再到 2020 年以来的渠道多元化，高性价比需求兴起，倒逼企业供应链提效。
- **量贩？抖音？：企业品牌试金石，供应链提效催化剂。**恰如海外折扣渠道的兴起，量贩、抖音、拼多多等快速扩容的渠道，本质上都是渠道变革自下而上推动的供应链优化。而在此过程中，一定程度伴随着品质安全背书溢价收敛的“去品牌化”，也倒逼企业需在品牌或供应链两端做到极致，长板效应将更加明显。
- **1) 量贩零食：折扣店模式是长趋势，铺货红利仍至少可看 1-2 年，肩腰部品牌将更为受益。**2023 年下半年以来行业加速整合，很忙系、万辰系两强格局已初定。而与门店数量差距同步拉大的，是经营能力的持续分化，体现在前端加盟商拓店补贴及配套服务、后端供应链生命线优化、终端选品陈列及价格让利等方面。在供应商选择上，量贩零食则需面临品牌产品保障品质 vs 白牌产品提高利润的均衡，在低价定位逐步得到认知、竞争维度走向高阶背景下，预计 SKU 中引流品占比将下降，肩腰部品牌份额提升，品质效率较差的白牌淘汰出局，并尝试培育自有品牌。于上游供应商而言，考虑下游门店拓展及 SKU 增加，铺货红利仍可至少看 1-2 年，且在强化与头部品牌合作的同时，持续精炼供应链及品牌力内功，可将渠道红利延伸至更长远。
- **2) 抖音电商：以强供应链能力为基础，以强品牌力为加成，方可充分共享流量红利。**当前抖音仍为线上最强渠道，虽品牌商只能不断试错以优化客群标签、提高流量转化率，但抖音规则亦指向了红利抓手仍在内功：一方面，在“价格力”导向下，具备供应链及价格优势的品牌可获得更多的流量倾斜；另一方面，高性价比产品起量后，可有效降低达人佣金率/提高自然流量占比，同时获得免佣商品卡的扶持，并以规模效应摊薄固定费用，从而提升盈利水平。
- **企业盘点：共识与分化，路径渐明晰。**在外部渠道流量变迁下，当前全渠道布局、大品类聚焦成为行业共识，且结合自身禀赋，两类企业呈现出一定分化：
- **1) 流量型公司（盐津、松鼠、良品等）：强化供应链，打磨应对能力，积极拥抱变化。**当前流量型公司转型最为剧烈，从紧握景气到全渠道布局，从多品类放大流量红利到聚焦大单品以聚合供应链、塑造品牌力。同时，供应链改革提效、降低生产成本，是可入局任何渠道的底气，也是本轮转型的重中之重。通过采购-生产-物流-管理全链路优化，当前转型先行者已成果斐然，23 年盐津人效大幅提升，松鼠产品均价降低但盈利能力修复后维持平稳。此外，成本效率优化并非意味着“低端”，而是扩宽价格带的客观基础，正如盐津推出“大魔王”、“蛋皇”独立品类品牌，与高性价比的产品协同互补，进退均有余力。
- **2) 大单品公司（洽洽、劲仔、甘源等）：聚焦品牌力，渠道扩张提质，以不变应万变。**此类公司绑定较大品类实现消费者心智占领，以大单品为引领加大招商铺货。洽洽、甘源立足原优势业务积极拓展坚果品类，且甘源组织架构调整后多渠道快速放量。劲仔、卫龙等中式零食企业，凭借持续提升产品自动化、标准化生产水平从白牌中突围，上市后战略资源得到丰富，随即大幅提升费用投放，有序进行品类/高势能渠道拓展。
- **产业未来方向：细分品类龙头强品牌势能释放，阶段性降维打击收获份额，将孕育着消费品行业的新机会。**正如零食企业三只松鼠、高端茶饮喜茶/奈雪的茶等具备品牌力的公司主动降价，以价换量扩大份额，背后是供应链效率优化、门店模型打磨、数字化降本增效等举措的有力支撑。而降价放量后的规模效应、消费者数据积累又可反哺成本效率优化。我们认为，可将零食企业视为行业的先行者，随低增长时代的到来，具备品牌力的产品若主动放低身段，将在竞争中形成降维打击，也意味着新的产业及投资机会。
- **投资建议：看短期景气，更看长期竞争力，优选盐津、洽洽，关注劲仔、甘源、松鼠。**我们认为，在紧跟短期景气的同时，也应看到本轮以抖音、量贩为引领的渠道变迁，是企业品牌的试金石与供应链提效的催化剂，未来企业长板效应将更为重要。积极顺势转型的企业长端竞争力已实在增强，成长性可看更长远。标的上，优选竞争力持续强化的盐津和瓜子品类龙头洽洽，积极关注劲仔、甘源渠道扩张势能和松鼠商业模式重构后的业绩兑现。
- **风险提示：渠道拓展不及预期、下游渠道压价风险、原材料价格大幅波动、渠道信息可能存在误差。**

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：欧阳宇

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com
执业编号：S0360520090001

证券分析师：董广阳

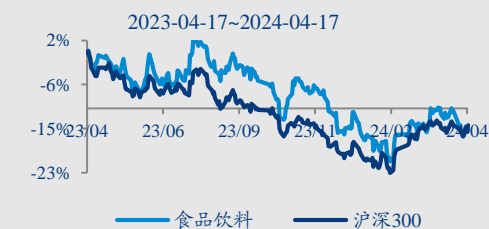
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	126	0.02
总市值(亿元)	51,515.53	5.88
流通市值(亿元)	49,604.82	7.26

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.3%	-6.6%	-15.0%	
相对表现	-4.2%	-4.6%	-1.0%	



相关研究报告

《休闲零食行业深度研究报告：多快好省，零食量贩店的崛起与突围》

2024-03-01

投资主题

报告亮点

本篇报告亮点在：1) 从品类属性出发，厘清零食三轮变革。品类属性使然，多数企业对流量变化敏感，板块更似渠道创新的试验田。具体看，从13年之前的商超时代，达利/旺旺/洽洽等企业完成了渠道的先发积累，到14-19年的电商时代，松鼠/百草味等新锐品牌轻资产入局，实现了品牌的弯道超车，再到20年以来的渠道多元化，高性价比需求兴起，倒逼企业供应链提效。**2) 结合海外复盘，详解当前景气的抖音、量贩渠道的运营逻辑，论证经营要素仍在供应链及品牌。**恰如海外折扣渠道的兴起，量贩、抖音、拼多多等快速扩容的渠道，本质上都是渠道变革自下而上推动的供应链优化。而在此过程中，一定程度伴随着品质安全背书溢价收敛的“去品牌化”，也倒逼企业需在品牌或供应链两端做到极致，长板效应将更加明显。**3) 系统性梳理企业策略的共识与分化，展望未来发展。**在外部渠道流量变迁下，企业经营打法从此前的各显神通，到当前全渠道布局、大品类聚焦成为行业共识，且结合自身禀赋，两类企业呈现出一定分化——即强化供应链，打磨应对能力，紧跟前沿变化（流量型企业）vs 聚焦品牌力，以不变应万变，借力推动渠道扩张提质（大单品企业）。

投资逻辑

当前市场聚焦板块零食的短期景气，但我们认为更应关注企业自身在改革转型后的竞争力强化，优质龙头成长性可看的更长远。受益于渠道变革带来的结构性景气，零食板块短期增速领跑食品饮料板块整体，而基于零食赛道本身商业模式二流的固有印象，市场对板块的关注仍聚焦在短期季报高增催化。我们认为，零食板块作为渠道创新的试验田，在前两轮渠道变迁中给企业分别带来了渠道积淀、品牌赶超的机会。本轮以抖音、量贩为引领的渠道变迁，则是企业品牌的试金石与供应链提效的催化剂，未来企业以供应链或品牌力的长板效应应更为重要。积极顺势转型的企业长端竞争力已实在增强，成长性可看更长远。标的上，强推竞争力持续强化的**盐津**和经营拐点已至的坚果龙头**洽洽**，积极关注**劲仔**、**甘源**渠道扩张势能和**松鼠**商业模式重构后的业绩兑现。

目 录

引言.....	6
一、零食行业：渠道创新试验田，变革传导正发生.....	6
（一）行业特征：品类属性使然，渠道创新的试验田.....	6
（二）本轮变迁：量贩？抖音？企业品牌试金石、供应链提效催化剂.....	11
1、量贩零食：红利仍可看 1-2 年，肩腰部品牌更为受益.....	11
2、抖音渠道：短期仍具势能，抓手仍在内功.....	17
3、海外印证：景气渠道回归本源，殊途同归于品牌及供应链.....	20
二、企业策略：共识与分化，路径渐明晰.....	23
（一）流量型公司（盐津、松鼠、良品等）：强化供应链，打磨应对能力.....	23
（二）大单品公司（洽洽、劲仔、甘源等）：聚焦品牌力，以不变应万变.....	27
三、投资建议：看短期景气更看长期竞争力，优选盐津、洽洽，关注劲仔、甘源、松鼠.....	30
四、风险提示.....	31

图表目录

图表 1	零食行业万亿规模、细分众多	6
图表 2	零食行业集中度较低	6
图表 3	相较于其他 C 端大众品，零食单品较难上量	6
图表 4	休闲零食渠道相对多元	6
图表 5	三轮渠道周期，渠道变迁也带来了零食品牌的变迁	7
图表 6	2013 年之前超市营业额持续高增	7
图表 7	良品、来伊份门店数量高增	7
图表 8	达利、旺旺、洽洽在 2012 年前持续高增	8
图表 9	代表性零食企业网点数量对比	8
图表 10	2012 年后互联网红利下消费线上渗透率持续提升	8
图表 11	15-17 年，线上渠道驱动的公司增速表现更优	9
图表 12	松鼠、良品、百草味在坚果品类品牌力领先	9
图表 13	线下渠道的多元业态	9
图表 14	乐尔乐门店数量及销售额持续高增	10
图表 15	近两年零食很忙门店维持翻倍增速	10
图表 16	拼多多、抖音新兴平台 GMV 占比快速提升	10
图表 17	休闲零食行业在抖音平台销售快速增长	10
图表 18	中国快消品渠道结构	10
图表 19	零食量贩行业 23 年下半年起收购整合加速	11
图表 20	零食量贩竞争区域分布及各品牌拓店规划梳理	12
图表 21	23 年以来融资助力量贩企业发展，区域扩张和供应链建设为其发力重点	13
图表 22	龙头品牌对于加盟的补贴力度更强	13
图表 23	零食很忙供应链体系与各品牌仓储情况梳理	14
图表 24	零食很忙通过多维度门店布局要求，将消费体验做到极致	14
图表 25	零食很忙、万辰均打造生态型门店	15
图表 26	零食量贩品牌利润情况	15
图表 27	零食很忙开展的线下巡店督察	15
图表 28	零食很忙、好想来的二店率达到 70%	16
图表 29	零食很忙、好想来的拓店速度	16
图表 30	零食很忙门店 SKU 结构变化	16
图表 31	部分量贩零食品牌尝试品牌定制或推出自有品牌	16
图表 32	代表性零食上市公司与量贩零食合作情况	17
图表 33	盐津铺子和零食量贩合作 SKU 数持续提升	17

图表 34	抖音 MAU 和人均使用时长位居电商前列	17
图表 35	抖音电商由内容与货架电商双轮驱动	17
图表 36	23 年起盐津、松鼠等公司抖音渠道快速放量	18
图表 37	抖音 2024 年施行“价格力”策略，对价值链各环节进行调整	18
图表 38	品牌力与供应链为核心竞争要素	19
图表 39	自播、达播特点与经营要素	20
图表 40	大品牌在成本控制上优于小品牌	20
图表 41	高性价比需求同时来源于生产成本及加价倍率压缩	20
图表 42	快消品加价倍率多在 1.5 倍以上	20
图表 43	从海外经验看，经济发展后期折扣业态兴起	21
图表 44	仓储会员店通过效率优化、降低采购成本来降低商品售价	21
图表 45	2022 年全球各地区渠道结构	22
图表 46	全球各地区渠道自有品牌渗透率	22
图表 47	渠道结构与集中度为影响自有品牌渗透率的重要因素	22
图表 48	90 年代至今，美国、日本消费牛股梳理	23
图表 49	零食企业商业模式四象限	24
图表 50	供应链优化方式及主要零食公司具体措施	25
图表 51	盐津已在核心品类上进行原料布局	25
图表 52	21-23 年三只松鼠人员大幅优化	25
图表 53	2023 年盐津铺子人效大幅提升	26
图表 54	23 年松鼠均价降低，但盈利修复后维持平稳	26
图表 55	盐津铺子全新子品牌“大魔王”、“蛋皇”先后发布	26
图表 56	洽洽坚果净利率稳步提升	27
图表 57	近年来卫龙持续加大品牌费投	27
图表 58	甘源调整组织架构，针对性拓展各个渠道	27
图表 59	甘源“老三样”占比持续下降	27
图表 60	上市后劲仔大幅加大品牌营销	28
图表 61	22H2 以来劲仔散称占比快速提升	28
图表 62	代表性零食上市公司策略转型梳理	29
图表 63	改革调整后，盐津、松鼠、劲仔、甘源等企业增长均有明显提速	29

引言

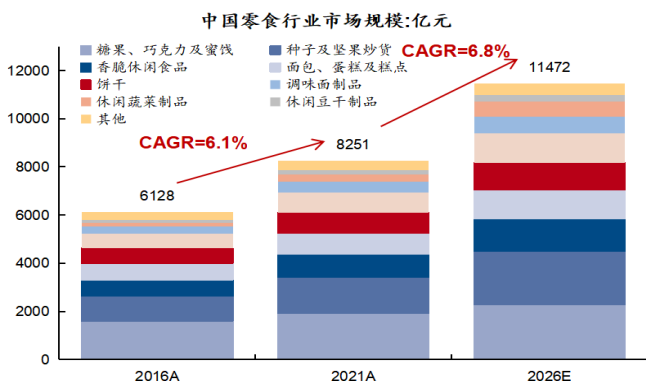
在量贩零食、抖音渠道持续分流原有渠道流量的背景下，全渠道布局已成行业共识，我们也更应看到，继盐津“低成本上的高品质+高性价比策略”转型、良品主动降价后，松鼠的“高端性价比”策略成效显著，已将本轮流量型企业的商业模式变革引向高潮，产业变化实在发生。本篇报告，将进一步剖析渠道变革的底层逻辑，看景气渠道的竞争要素，由此研判企业策略与未来。

一、零食行业：渠道创新试验田，变革传导正发生

(一) 行业特征：品类属性使然，渠道创新的试验田

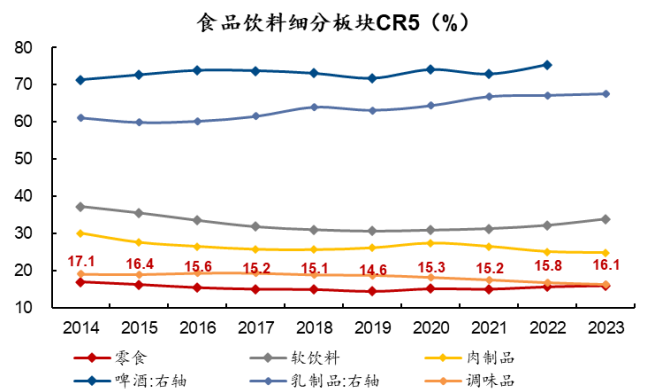
品类属性使然，零食行业对流量变迁最为敏感，以往渠道逻辑多胜于品牌。休闲零食行业万亿市场，细分品类众多。但一是因消费者核心诉求在于休闲口感、口味迭代快，门槛较低竞争激烈（尤其是中式零食存在众多中小企业甚至家庭作坊），供、需两端分散导致单品难上量，企业相应也难以通过绑定单一品类实现品牌的打造。二是可延迟消费且SKU众多，线上渗透率较高也更易于垂类门店打造，渠道类型相对多元。因此，除瓜子、辣条、奶酪棒等少数赛道，头部企业可靠大单品完成全国化扩张外，多数企业对渠道流量变化敏感，也相应带来企业的浮沉迭代。

图表 1 零食行业万亿规模，细分众多



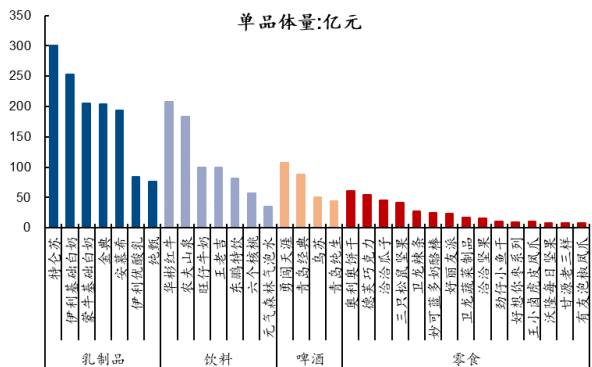
资料来源：沙利文，转引自卫龙招股说明书，华创证券

图表 2 零食行业集中度较低



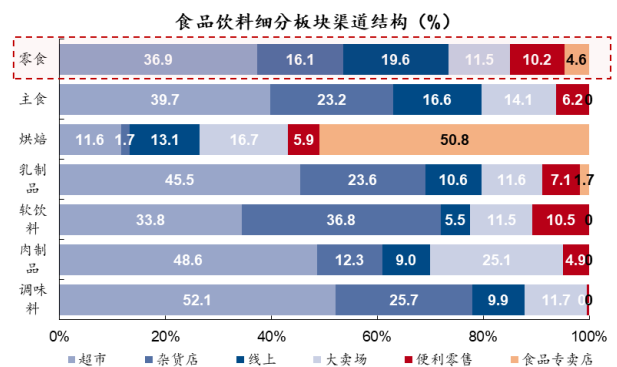
资料来源：欧睿，华创证券

图表 3 相较于其他 C 端大众品，零食单品较难上量



资料来源：相关公司年报，欧睿，华创证券 注：乌苏、奥利奥饼干、德芙巧克力数据为 22 年零售口径，好丽友派、沃隆每日坚果数据为 21 年出厂口径，其余均为 22 年出厂口径

图表 4 休闲零食渠道相对多元



资料来源：欧睿，华创证券

图表 5 三轮渠道周期，渠道变迁也带来了零食品牌的变迁

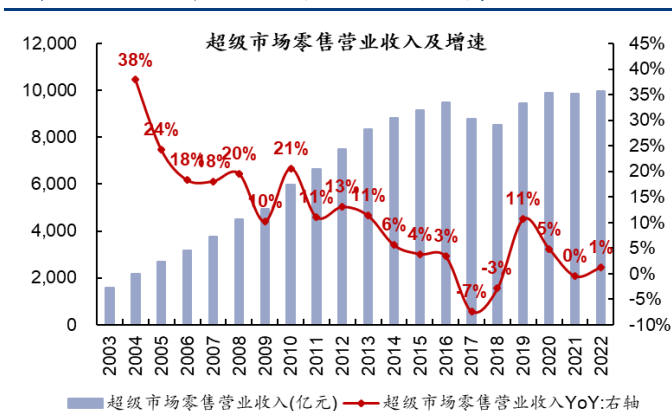


资料来源：界面新闻、观潮新消费、央视网、凯度消费者指数、华创证券整理

因而也可以看到，零食渠道及品牌的更迭，一定程度上也是整体消费变迁的缩影。具体看：

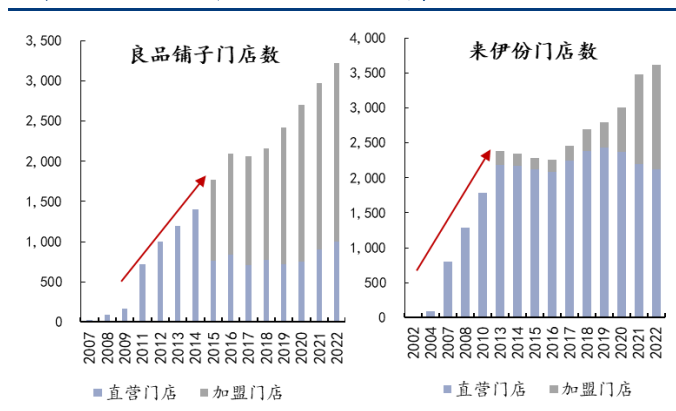
➢ **第一轮渠道红利——商超时代（2013 年及之前）：头部企业完成了渠道的扩张与积累。**2000 年代商业地产快速发展，且随中国加入 WTO 后，内外资商超品牌加速入局，消费者需求则仍在“从无到有”阶段、娱乐生活相对贫乏，大型卖场、商超在提供丰富货品的同时，也营造了“逛”的体验，各类商超、品牌连锁等业态蓬勃发展。在此背景下，旺旺、达利、洽洽等企业，分别凭借米果类零食、蛋黄派/可比克薯片及瓜子等爆款产品，配合电视广告、代言人等高举高打营销动作，实现向大型商超渠道的突破与扩张，并在此基础上逐步扩展品类。在此背景下，这一批先发企业率先基本完成了全国化渠道的布局，达利、旺旺网点数量分别达到 200 万+、100 万+，遥遥领先于其他零食企业。

图表 6 2013 年之前超市营业额持续高增



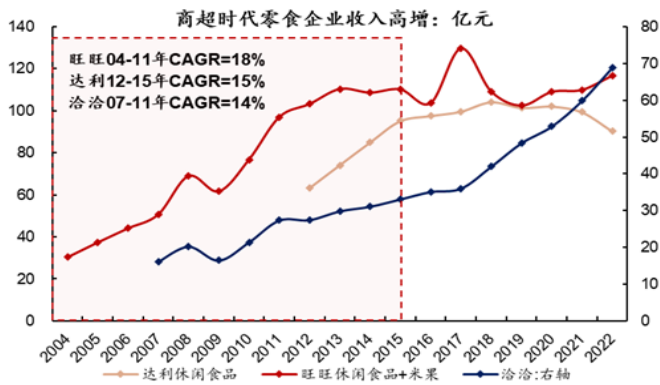
资料来源：国家统计局、华创证券

图表 7 良品、来伊份门店数量高增



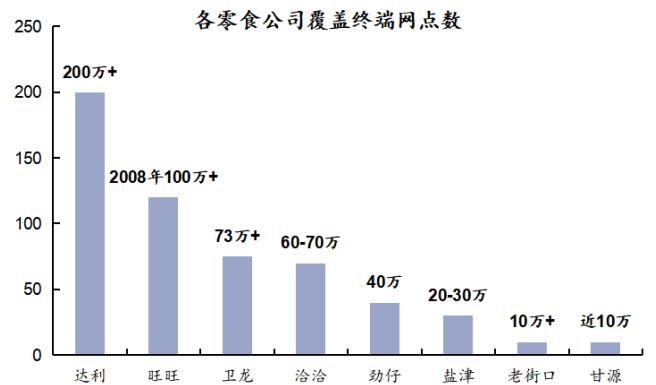
资料来源：策金财经、互联网品牌官、华银资管、相关公司官网、相关公司公告、华创证券

图表 8 达利、旺旺、洽洽在 2012 年前持续高增



资料来源：wind、华创证券

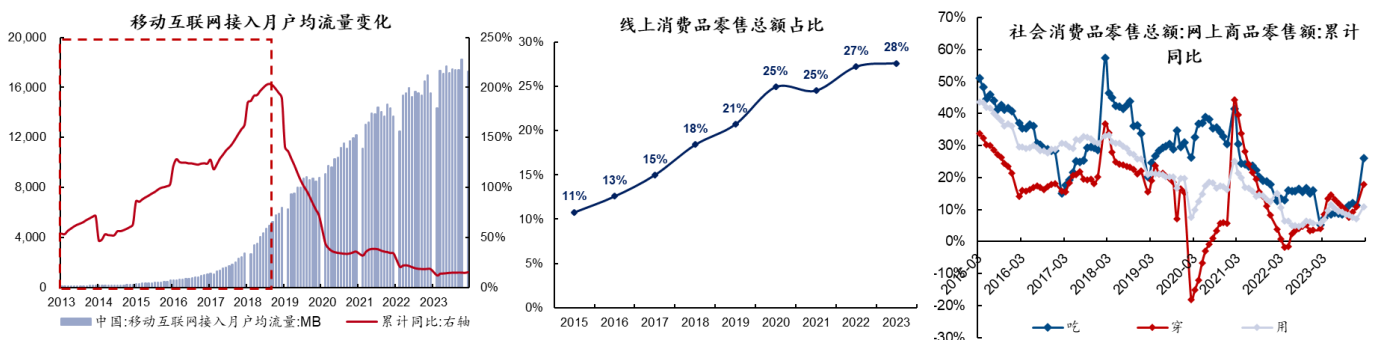
图表 9 代表性零食企业网点数量对比



资料来源：格隆汇、食品板、公司公告、渠道调研、老街口公司官网、华创证券 注：达利、旺旺、卫龙、老街口、甘源数据分别截至2022年、2008年、2022年6月30日、2021年、2022年底，其余数据均截至2023年底

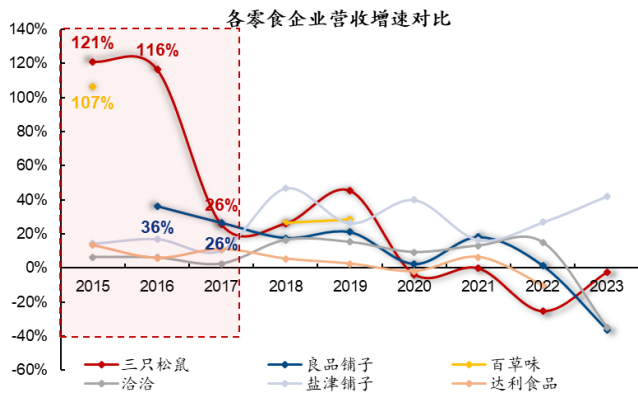
- **第二轮渠道红利——电商时代（2014-2019年）：新锐品牌轻资产入局，实现了品牌的弯道超车。**随2013年4G移动通信正式启动，移动互联网接入人数及户均流量持续高增，电商渠道快速发展；而传统大型商超在电商冲击、三公消费限令致商务消费受损背景下，也开启了店型小型化、精品化的摸索。在此背景下，三只松鼠、良品铺子、老街口等企业敏锐洞察到互联网流量红利，以代工形式轻资产入局，聚焦流量运营、共享渠道红利，也实现了品牌打造的弯道超车。从中国品牌力指数（C-BPI）来看，当前松鼠、百草味、良品铺子在坚果零食领域，品牌力遥遥领先。

图表 10 2012 年后互联网红利下消费线上渗透率持续提升



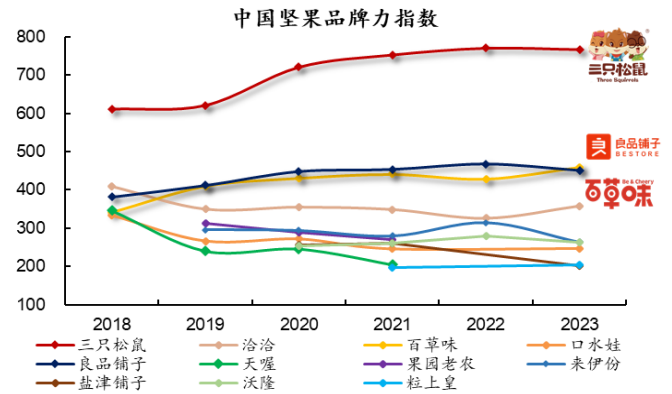
资料来源：wind、华创证券

图表 11 15-17 年，线上渠道驱动的公司增速表现更优



资料来源: wind、相关公司公告、华创证券

图表 12 松鼠、良品、百草味在坚果品类品牌力领先



资料来源: Chnbrand 2023 年中国品牌力指数、华创证券

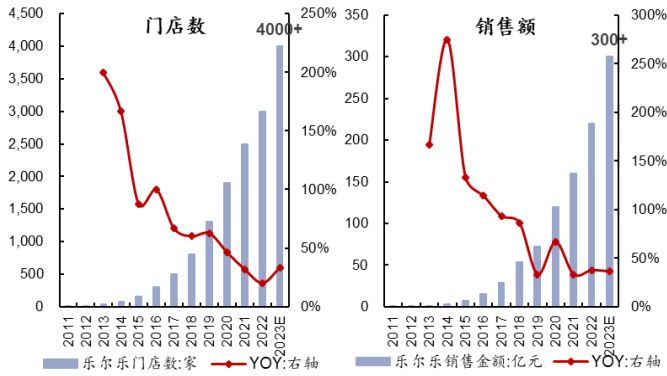
第三轮渠道变革——存量时代渠道多元(2020 年以来),高性价比需求兴起,对企业供应链效率提出了更高的要求。一方面,电商冲击线下渠道寻求差异化突围,叠加技术手段进步,主打“快”的生鲜、便利店等近场业态,“好”的精品超市、会员仓储,及“省”的折扣业态逐步萌芽。2020 年疫情后消费半径变短、购买力受损下性价比需求提升,均加速了线下渠道多元并进、满足细分需求。另一方面,线上渠道总流量见顶,拼多多、抖音快手等新媒体渠道凭借更低廉的商品价格、更好的内容互动攫取更多流量份额。而于零食行业而言,零食量贩渠道(实为硬折扣)、抖音电商的崛起,在需要企业快速洞察跟进流量变化的同时,也对供应链效率提出了更高的要求。

图表 13 线下渠道的多元业态

	便利店	精品超市	生鲜业态			仓储会员超市	折扣业态	
			社区团购	社区生鲜超	新零售		硬折扣	软折扣
兴起时间	20 年加速, 20-22 年门店数量 CAGR 超 30%	17 年加速布局, 17-21 年规模 CAGR 超 20%	16 年萌芽, 18 年融资加速、19 年洗牌, 20 年以来高增长	最早创建于 1992 年, 15-17 年爆发	超级物种、小象生鲜等在 17-18 年开出首店	21 年为会员超元年, 家乐福、Fudi 等布局	21 年以来融资助力, 零食很忙/比宜德/奥特乐等均拓店提速	22 年以来头部开放加盟, 拓店提速
业态特征	快: 满足居民“一刻钟生活圈”近场消费所需 好: 24 小时营业	好: 定位高端, 提供精致购物氛围	快: 次日达, 社区提, 较为便利 省: 预售制、集配节省成本让利消费者	快: 定位为“家门口的菜市场” 省: 部分企业如生鲜传奇等为折扣店模式	快: 到家业务半小时达 好: 强供应链支撑下产品新鲜优质	好: 精选 SKU, 布局优质自有品牌 省: 锚定低毛利率, 让利消费者	省: 通过供应链精简提效, 降低商品售价 快: 零食量贩多为社区店、街边店	省: 大牌临期产品折扣力度较大, 最高可达 2 折
代表企业	美宜佳, uSmile, 7-Eleven, Le Super	Ole' SPACe, 多多买菜, 淘宝买菜	生鲜传奇, 钱大妈	盒马鲜生, 超级物种, 小象生鲜	盒马鲜生, 超级物种, 小象生鲜, 目喜店, fudi	家乐福, ALDI, 好特卖, HitGO, HotMaxx		

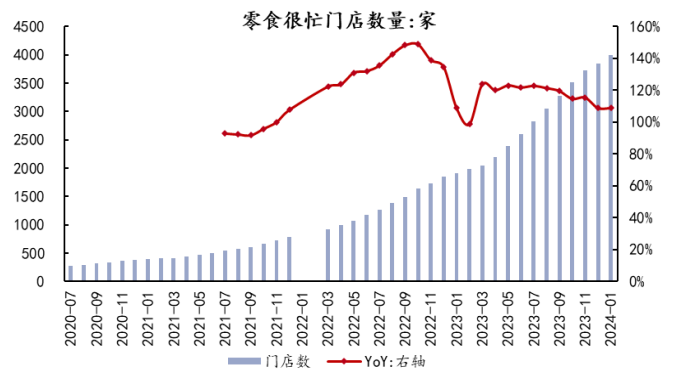
资料来源: 毕马威&中国经营连锁协会、观研天下、零售圈、消费热线、创业家、中国特许加盟展、时代周报、供应链范式、中国网、艾瑞咨询、深圳中原工商铺部、华创证券整理

图表 14 乐尔乐门店数量及销售持续高增



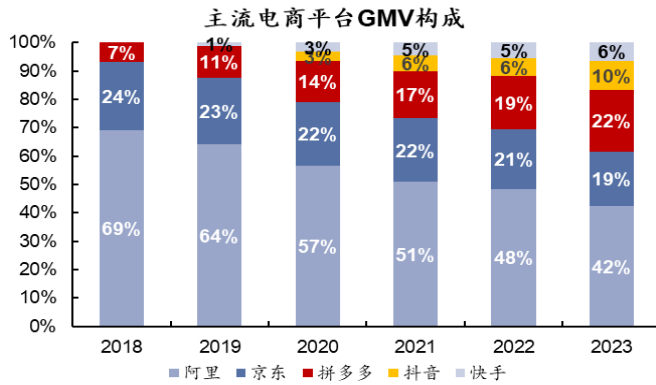
资料来源：乐尔乐供应链公众号、华创证券

图表 15 近两年零食很忙门店维持翻倍增速



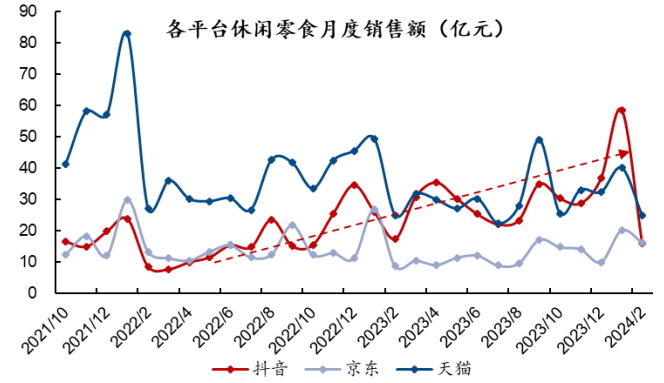
资料来源：零食很忙公众号、华创证券 注：以上门店数不包括正在装修的门店

图表 16 拼多多、抖音新兴平台 GMV 占比快速提升



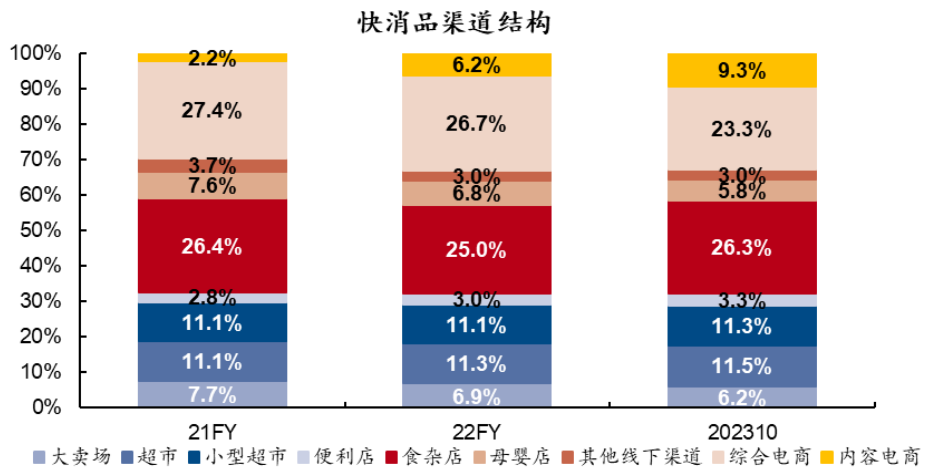
资料来源：公司公告、海豚智库、隐马数据、the information、晚点 late post、华创证券

图表 17 休闲零食行业在抖音平台销售快速增长



资料来源：久谦、华创证券

图表 18 中国快消品渠道结构



资料来源：尼尔森、华创证券

(二) 本轮变迁：量贩？抖音？企业品牌试金石、供应链提效催化剂

1、量贩零食：红利仍可见 1-2 年，肩腰部品牌更为受益

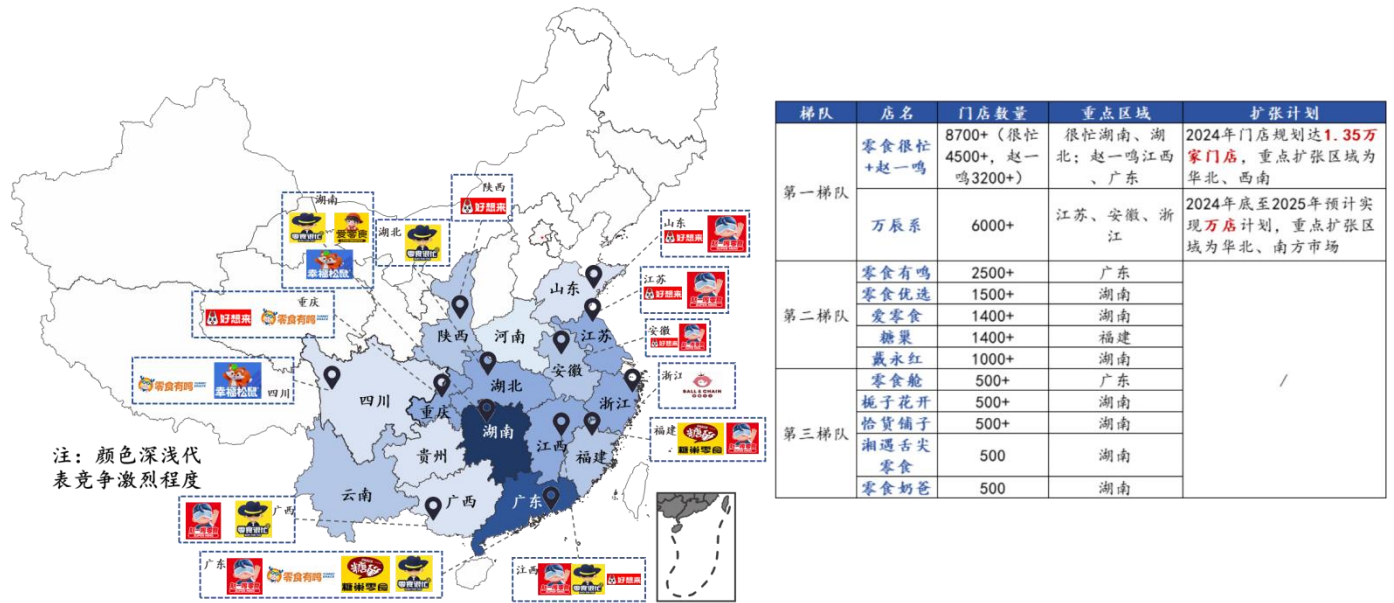
量贩版图加速扩张整合，两强格局已初定。我们在 23 年年初的深度报告《多快好省，零食量贩店的崛起与突围》中，对量贩零食的产业逻辑、竞争要素及空间展望进行了详细剖析。而从后续行业发展进程看，供应链效率致胜的观点持续验证，但门店模型及打法趋同、叠加资本明显助力扩张背景下，行业整合速度快于预期——2023 年下半年行业加速整合，9 月万辰集团将旗下四大品牌统一翻牌为“好想来”，11 月零食很忙亦与赵一鸣战略合并。当前门店数量预期约 3 万家，湖南、广东等市场已处于白热化竞争阶段，为进一步扩大市场份额并快速占领点位，两大行业龙头均剑指北方空白市场及现有市场加密，并均设置了达到万店以上的扩张目标。

图表 19 零食量贩行业 23 年下半年起收购整合加速

时间	整合发起公司	事件
2022H2	2022 年 11 月	万辰集团 与“好想来”成立合资公司南京万好，合作量贩零食业务
	2022 年 12 月	万辰集团 与“来优品”成立合资公司南京万优，合作量贩零食业务；原收购资产零食工坊开始逐步转为“陆小饽”
2023H1	2023 年 4 月	万辰集团 与“叮嘀叮滴”成立合资公司南京万昌
2023H2	2023 年 8 月	爱零食 控股四川成都量贩零食品牌“恐龙和泰迪”
	2023 年 8 月	零食很忙 战略投资恰货铺子数千万元，并提供相应的供应链资源支持
	2023 年 9 月	万辰集团 宣布旗下“好想来”、“来优品”、“陆小饽”、“叮嘀叮滴”四大零食品牌统一翻牌为“好想来”
	2023 年 9 月	万辰集团 收购浙江宁波零食量贩品牌“老婆大人”
	2023 年 9 月	爱零食 全资收购贵州本地品牌“胡卫红零食”，并将其更名为“爱零食”
	2023 年 10 月	爱零食 控股陕西零食量贩品牌“零食泡泡”
	2023 年 10 月	零食舱 整合广东连锁品牌“零食么么”的所有门店
2023 年 11 月	零食很忙、赵一鸣 零食很忙与赵一鸣战略合并，合并后两家公司组织架构保持不变，同时保留各自的品牌并独立运营业务	

资料来源：公司公告、联商网、澎湃新闻、亿邦动力、36 氪、新经销、钛媒体 APP、华创证券整理

图表 20 零食量贩竞争区域分布及各品牌拓店规划梳理

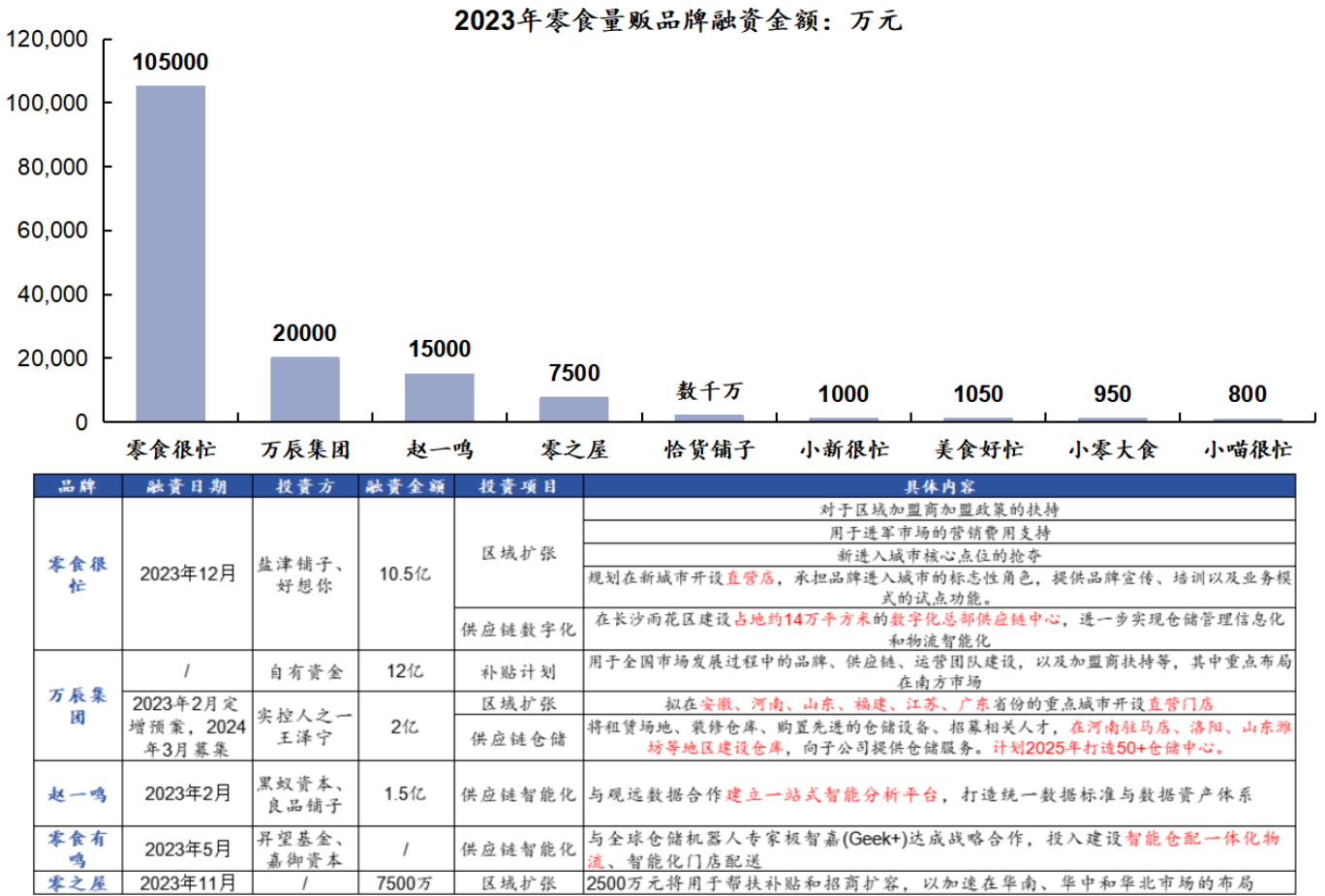


资料来源: 各公司官网、联商网、零售商业财经、渠道调研、财经网、红星资本局、华创证券整理

与门店数量差距同步拉大的, 是头部品牌与中小品牌经营能力的分化。

- 一是头部品牌资金加持, 前端门店扩张费投补贴力度明显加大。2023 年零食很忙和赵一鸣均获得数亿元融资, 而万辰集团作为上市公司具有天然资金优势。在资金加持下, 头部企业在开店、门店面积扩张与迁移等维度对加盟商实施大力度补贴, 同时针对竞争对手额外制定补贴规则, 如鼓励加盟商在对手品牌门店附近一定范围内开店, 并给予竞价补贴。中小品牌虽在补贴上亦有跟随, 但整体力度较弱。
- 二是强化仓储物流系统与数字化建设, 优化后端供应链生命线。因零食多为冲动消费、粘性偏弱, 需保持较大数量的 SKU 并持续汰换, 以保持消费者新鲜感, 门店补货频率高达每周 2-3 次, 因此 SKU 选品及供应链效率为量贩零食行业的生命线。在此背景下, 龙头企业均持续加强仓储物流系统与数字化建设, 当前零食很忙已自建包括 9 大仓储、占地 20 万平的物流体系, 万辰系则拥有 31 个仓储, 在进军异地市场的同时打通全国仓配, 提升供应链效率。

图表 21 23 年以来融资助力量贩企业发展，区域扩张和供应链建设为其发力重点



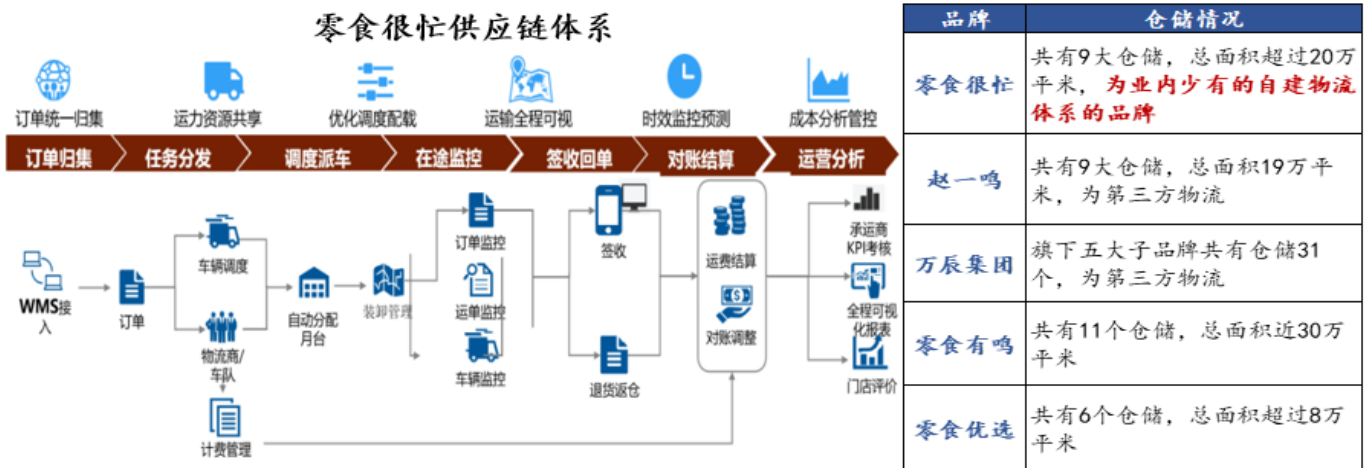
资料来源：万辰集团公告、悦长沙、长沙商务、智慧零售与餐饮、零售圈、天眼查、观远数据、南方导读、成都日报、华创证券整理

图表 22 龙头品牌对于加盟的补贴力度更强

品牌	加盟补贴政策
零食很忙	<p>开店补贴：0 加盟费、0 服务费、0 管理费、0 培训费、装修费 0 利润；开店一次性补贴 10 万元门槛</p> <p>升级补贴：门店面积超出 20 平米的部分按 300 元/平米金额补贴</p> <p>竞争补贴：若遇到竞品门店恶意打折促销，支持门店竞争，补贴门店毛利率至 15%</p> <p>房租/转让费补贴：在万辰系高销门店周围 100 米范围内开店，额外补贴门店年租金/转让费的 50%</p>
好想来	<p>开店补贴：0 加盟费、0 服务费、0 管理费、0 配送费</p> <p>升级补贴：迁址更优位置/扩大营业面积的门店，一次性奖励 12 万装修补贴；门店面积超出 30 平米的部分按 500 元/平米金额补贴</p> <p>竞争补贴：在零食很忙系门店周围 200 米范围内的门店给予竞争销售活动补贴</p>
零食有鸣	限时免加盟费
爱零食	0 加盟费，第一家店补贴 8 万元房租、第二家店补贴 10 万元房租（补贴仅限陕西、云南、湖北、江西、四川、重庆、贵州区域）
糖巢	<p>升级补贴：门店扩大到 150/200/250 平米以上营业面积补 5/8/10 万元；门店面积超出 30 平米的部分由公司承担。</p> <p>扩张补贴：在广东、江西区域实施阶段性房租补贴政策</p>

资料来源：潇湘晨报、各公司官网、食品板、食品内参、华创证券整理

图表 23 零食很忙供应链体系与各品牌仓储情况梳理



资料来源：各品牌官网、物流技术与应用、华创证券

- 三是在消费者端，企业以高效供应链支撑SKU选品陈列、打造极致购物体验，同时以规模效应压缩采购成本，让利消费者。在选品陈列上，以零食很忙为例，通过供应链建设将“门店陈列-采购选品-仓库管理”三个环节打通，将SKU与后端仓储能力、前端门店面积高度匹配，打造标准化的品类选购及货架陈列流程。同时，很忙亦设定品类丰富度、视觉饱满度、拿取安全性等多项门店陈列细节要求，并逐步扩展娱乐设施等方式打造生态门店，进一步提升购物体验。在产品价格上，头部品牌亦尝试兑现议价权，根据渠道反馈，零食很忙与赵一鸣合并后采购量大幅提升，可获得部分白牌供应商3-5%的降价红利；万辰集团实施品牌翻牌后，亦针对1300+SKU与上游供应商进行价格谈判，从而降低终端价格以让利消费者。

图表 24 零食很忙通过多维度门店布局要求，将消费体验做到极致



资料来源：草根调研、华创证券

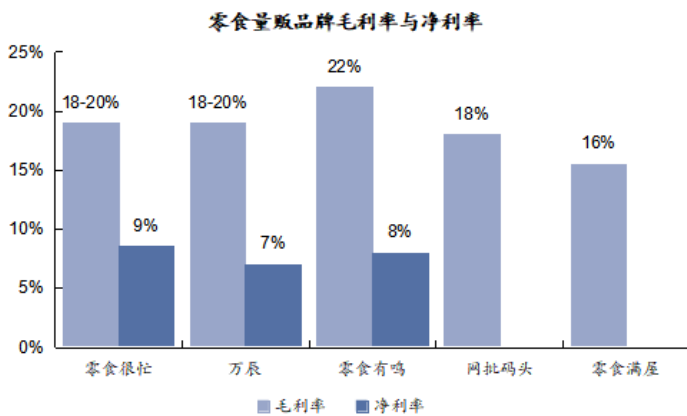
图表 25 零食很忙、万辰均打造生态型门店



资料来源：长沙商务、营销新案例、华创证券

在此背景下，拓店速度为品牌间综合实力的最佳印证。于加盟商而言，除开店初期的补贴外，运营过程中一是龙头品牌以更好的前端门店管理+后端供应链优势，打造更优的门店模型，门店动销更快且净利率可达近 10%；二是全面的从选址到运营的门店督导服务制度，有效降低对加盟商自身能力要求及管理成本，并辅以运输费罚免等奖惩措施规范运营。虽龙头为提升品牌形象、强化消费者心智，已开始提升大店比例，回本周期从 1.5 年内提升至近 2 年，但整体保持良性，零食很忙及好想来二店率均达到 70% 甚至更高，且门店扩张速度分别达到每月 300+家、500+家，亦处于行业绝对领先地位。

图表 26 零食量贩品牌利润情况



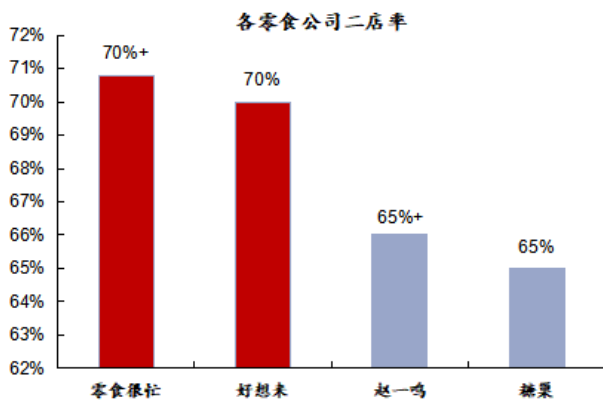
资料来源：渠道调研、好想来官网、华创证券

图表 27 零食很忙开展的线下巡店督察



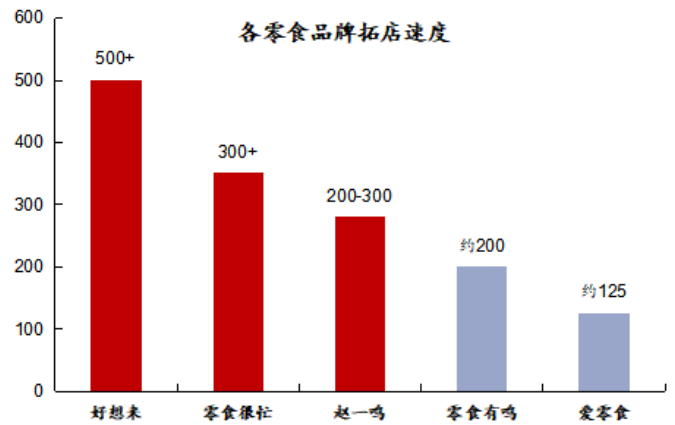
资料来源：零食很忙-全国门店督导抖音号、华创证券

图表 28 零食很忙、好想来的二店率达到 70%



资料来源：好想来官网、食品商、虎嗅智库、华创证券

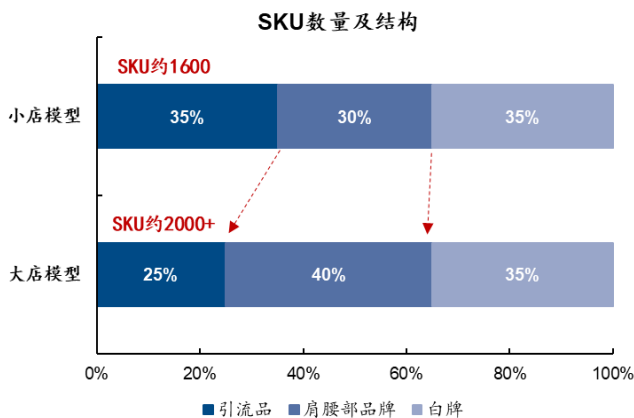
图表 29 零食很忙、好想来的拓店速度



资料来源：各品牌官网、智慧零售与餐饮、吾尚食品、湖南日报、华创证券

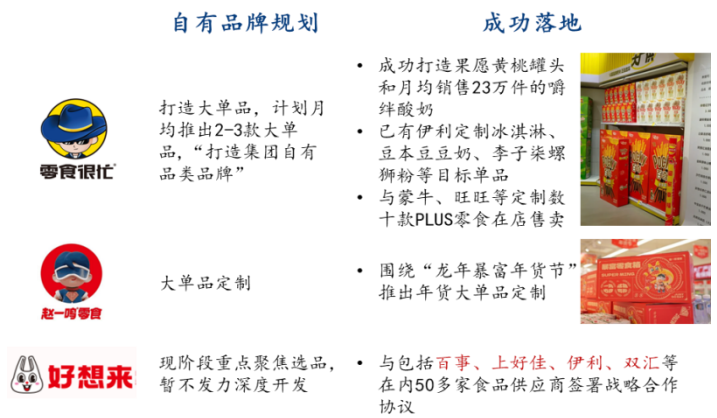
我们认为，量贩门店高速扩张红利行至半程，竞争已达更高维度，肩腰部品牌占比有望提升。目前北方市场仍较为空白、除湖南等地外南方省份仍可加密。而行业竞争也从去年一味的价格战，发展至大店模型提升体验、供应链加速完善比拼效率的新阶段。在 SKU 及供应商选择上，量贩零食品牌需面临品牌产品保障品质 vs 白牌产品提高利润的均衡，在低价定位逐步得到消费者认知、竞争维度走向高阶背景下，预计 SKU 中引流品占比或有所下降，肩腰部品牌份额将稳定甚至占比提升，品质及供应链效率较差的白牌将淘汰出局，同时尝试发展自有品牌。正如部分渠道反馈，零食很忙大店模型相较于此前的小店模型，引流标品占比从 35% 下降至 25% 左右，肩腰部品牌占比由 30% 提升至 40%，白牌占比稳定在 35% 左右。

图表 30 零食很忙门店 SKU 结构变化



资料来源：渠道调研、华创证券

图表 31 部分量贩零食品牌尝试品牌定制或推出自有品牌



资料来源：好想来零食工厂、第三只眼看零售、FBIF 食品饮料创新、大众网、华创证券整理

于上游品牌供应商而言，铺货红利仍可至少看 1-2 年，且在强化与头部品牌合作的同时，持续精炼自身供应链及品牌内功，可将渠道红利延伸至更长远。考虑下游量贩新门店拓展及门店 SKU 提升爬坡，铺货红利预计至少可看 1-2 年。同时，量贩两强格局愈加明晰，上游品牌供应商需加强与头部的深度合作，在共享更大规模订单及扩张潜力的同时，也可享有更好的账期条件（据部分渠道反馈，很忙可将账期控制在 1-3 天，好想来、赵一鸣

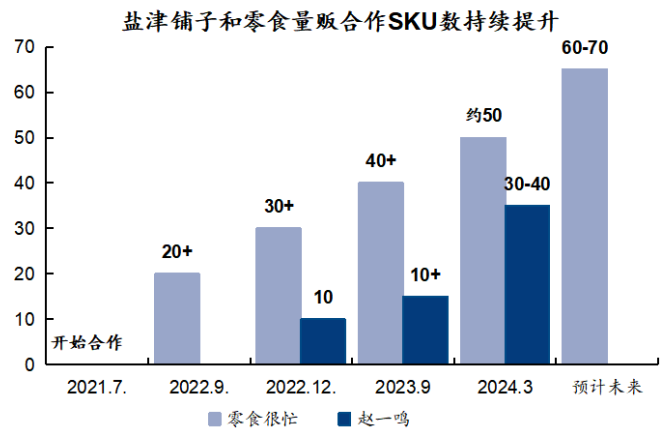
和零食有鸣等品牌账期亦在 7 天以内，而中小品牌账期或达 15 天)。更重要的是，供应商需持续强化自身的供应链及管理效率，在保障产品品质、稳定供货能力的同时，降低生产成本并提升品牌力，以更充足的盈利空间及更强的消费者心智占领，以应对下游渠道做大后的潜在的压价风险。

图表 32 代表性零食上市公司与量贩零食合作情况

公司	合作情况
盐津	2021年起积极拥抱量贩渠道，并持续深化合作，与头部品牌合作40+SKU且持续增加，与第二三梯队品牌合作SKU数有较大增长空间。2023年12月出资3.5亿战略入股零食很忙
甘源	2022年起布局量贩渠道，与头部品牌合作SKU数10+个
劲仔	2022年起布局，在符合双方利益基础上稳健推进合作，目前覆盖超100家量贩系统的2万+门店
松鼠	2024年1月与零食很忙达成合作，目前4款坚果进驻零食很忙、赵一鸣全国所有门店，后期有望逐步扩大供货品类，并进驻其他品牌零食量贩店
洽洽	2022年起逐步开放合作，以联名或OEM款导入，合作品类逐步由薯片拓展至瓜子、坚果
好想你	2023年5月起开放合作，12月出资7亿战略入股零食很忙
卫龙	2023年7月起在维护好全渠道价盘基础上快速导入，7月-10月合计销售149万箱，目前已与大量量贩建立合作关系

资料来源：食品商、环球老虎财经、消费记、相关公司公告、华创证券

图表 33 盐津铺子和零食量贩合作 SKU 数持续提升

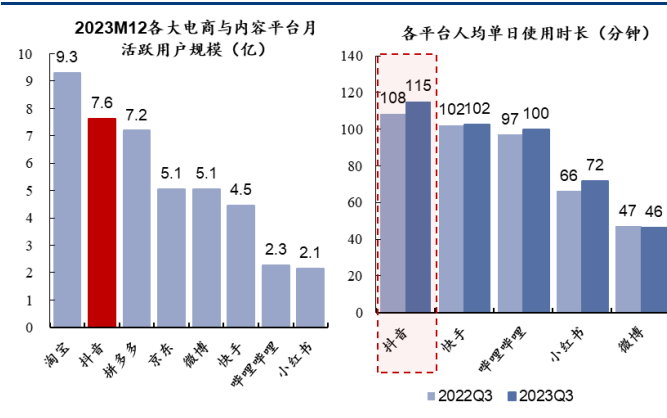


资料来源：公司交流、华创证券

2、抖音渠道：短期仍具势能，抓手仍在内功

当前抖音仍为线上最强渠道，零食企业借力打造爆品、扩大全网销售势能，并反哺供应链优化。短期来看，以内容电商起家的优势使其在丰富度、互动性与体验感上明显优于平台电商，截至 23 年 12 月，抖音月活跃用户达到 7.6 亿，仅次于淘宝 9.3 亿规模，23Q3 人均单日使用时长达到 115 分钟，同比仍有 6.5% 的增长。而抖音精准推送、强互动及高性价比的产品与零食冲动、尝鲜性需求高度适配，叠加高性价比产品试错成本较低，企业更易于借力打造爆款产品反哺供应链。如三只松鼠于 23 年 3 月趁成本回落顺势在抖音推出爆款产品 19.9 元/10 包的 360g 夏威夷果，由此重构“一品一链”供应链管理；而盐津铺子相继推出 9.9 元/30 袋、19.9 元/70 袋及 39.9 元/130 袋的辣卤礼包均成为爆款，亦推动规模效应明显提升。此外，因抖音具备内容属性，可将爆品延伸至全渠道进行分发，扩大销售势能。

图表 34 抖音 MAU 和人均使用时长位居电商前列



资料来源：QuestMobile、华创证券

图表 35 抖音电商由内容与货架电商双轮驱动



资料来源：抖音电商官网、华创证券整理

图表 36 23 年起盐津、松鼠等公司抖音渠道快速放量



资料来源：久谦、金错刀、抖音，华创证券整理

从内容电商到货架电商，抖音 2024 年起将“价格力”提升至更战略高度。因公域流量的上限必然影响抖音在商业与视频创作业务之间的流量分配，叠加短视频/直播模式下的高退货率和申诉率高企，为保证视频业务的发展质量，同时打造稳定的商业平台，抖音将逐渐提高货架电商占比。而将“低价”的消费者心智与货架电商绑定，在实现消费者留存的同时（此前抖音比价相较于拼多多等平台并未占优），也更为匹配抖音下沉战略。在此背景下，2024 年抖音将“价格力”提升至更高战略高度，通过供应端的产业带布局引入白牌厂商、对高性价比品牌商的流量倾斜，以及对消费者的流量引导，打造货架电商低价的消费心智。具体于品牌商而言，抖音已经着手调整流量分配规则，向全网低价和同款低价商品倾斜，并升级商家、达人和用户端页面，新增价格标签，同时在内容场和货架场更突出价格要素。

图表 37 抖音 2024 年施行“价格力”策略，对价值链各环节进行调整

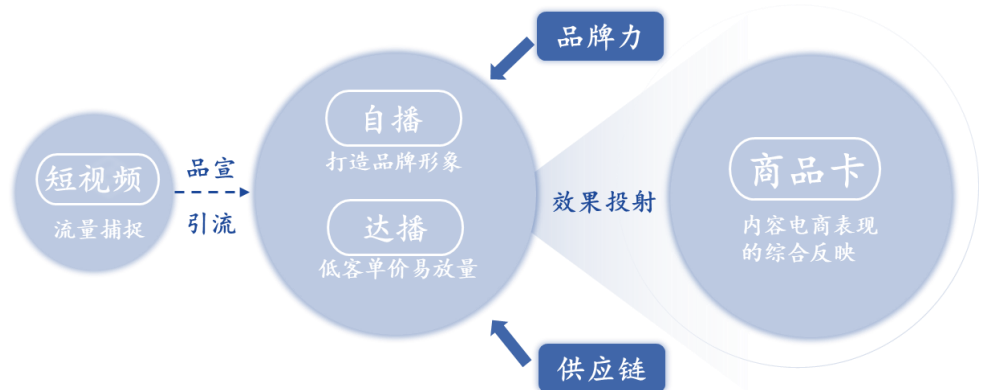
项目/环节	具体内容
供应商	<p>产业布局：自建产业集群，并设立产业带服务商帮助源头商入驻，或帮助下游品牌商找货源。</p> <p>流量扶持：通过平台拉新流量扶持激励供应链商家做自播和短视频，对于拥有极致性价比的供应商提供全套爆品打造机制</p>
价格力展示等级	<p>全网低价：价格≤全网同款商品</p> <p>同款低价：价格≤平台同款商品</p> <p>历史低价：价格≤历史自身商品</p> <p>渠道低价：价格≤直播间自身商品</p>
商家权益	<p>流量倾斜优先级：全网低价>同款低价>近 XX 天低价>低于直播间价格</p> <p>广告权益：对“全网低价”、“同款低价”叠加提供广告扶持</p>
品牌商	<p>优价推手：平台基于同款低价分布给商家“建议价”</p>
辅助机制	<p>爆款竞价：具有价格优势的热销商品可参与竞价快速获得流量</p> <p>官方团长：以减免佣金与投流费的方式帮助低价商家与达人对接</p>
商家考核	<p>从架构上将电商分为以品牌商家为主的 A 组和以白牌商家为主的 B 组，前者考核指标为 GMV，后者考核指标为订单量（已于 2023 年 5 月启动）。</p>
量化感知：价格力优化效果官方案例	<p>商品价格优化 17% ➡ 全域流量提升 142%，GMV 提升 93%</p>

资料来源：抖音学习中心、亿邦动力、华创证券整理

从品牌商的具体运营来看，抖音电商可分为四个板块：

- **短视频：**围绕核心客群打造视频内容，实现品宣与直播投流。一方面，是品牌商的品宣窗口，另一方面，挂车小视频引导部分成交，更重要的是，通过短视频达到给直播间投流的效果。
- **达播：**类似线上经销商，核心在于稳定的供应链及具备吸引力的价格。依赖达人粉丝群体可提供稳定的销售渠道。同时，由于消费行为来自于达人的推荐影响及冲动消费，因此低客单价产品更易成交。因此，达人选品的要点更在于稳定的供应链及具备吸引力的价格。正如盐津铺子，其抖音小店平均客单价多在 10+元，相较于其他代表性零食品牌等客单价明显更低（结合渠道反馈和蝉妈妈数据，预计三只松鼠/劲仔/甘源/良品分别为 60+元/45+元/40+元/30 元左右），天然更适合达播，相应地盐津的达播销售占比也较高。同时，销售起量后或成交率较高的大品牌，可一定程度降低销售佣金、提高盈利水平，根据部分渠道反馈，不同品牌的达人佣金率波动区间在 10%到 30%+，盈利差距明显。此外，达人择品高度依赖商品历史表现，且对存在客情关系，较早布局的品牌而言具备一定先发优势。
- **自播：**核心在于转化率，更适用于同时具备强品牌力、高客单价及高性价比的产品。品牌商自行直播，并通过付费投流及自身品牌力吸引流量至直播间。因此同时具备强品牌力、高客单价及高性价比的产品可带来更高 UV 价值/商品转化率，正如三只松鼠坚果抖音小店客单价多在 60 元以上，相应地公司自播占比相对较高。考虑投流费用及团队运营成本均较高，一般盈利难度较大，但运营效果反馈积极后自然流量占比提升，优秀的品牌可将自然流量占比提升至 60%+。
- **商品卡：**承接短视频、自播及达播的免佣流量，于货架电商形成销售正循环。在短视频，直播间交易量达到一定水平后，抖音电商将商家匹配一定的免佣商城流量，即商品卡可视为抖音运营的综合成果认证，承接短视频、自播及达播，引入货架电商形成销售正循环。考虑商品卡具有免佣政策的扶持，是品牌商降本增效的好方式。

图表 38 品牌力与供应链为核心竞争要素



资料来源：壹览商业、华创证券整理

图表 39 自播、达播特点与经营要素

方式	自播	达播
特点	品牌心智与价格力的综合打造	具有一定门槛与先发优势，更易获得冲动消费
推荐逻辑	取决于每小时/分钟的商品转化率	取决于达人自身流量
匹配模式	1) 加大向平台的投流付费； 2) 对直播间人群进行细分优化，提升投流精准度	1) 达人选品参考维度为销量、品牌力、供应链与价格竞争力 2) 类似“线上经销商”，存在一定客情关系
优势	优势：通过打造品牌氛围进行品牌宣传，可带来商品卡流量，拉动货架消费增长 劣势：品牌在前期基本为亏损，高客单价产品更易盈利	优势：可根据不同档的达人支付佣金；后期起量后可获得更高佣金议价权 劣势：成本结构较不稳定，一是流量取决于达人自身，二是佣金比例极大依附于销量表现；且品牌宣传效应较弱
适合品牌	品牌力强、客单价高的同时具备性价比	客单价低、销售量高

资料来源：渠道调研、华创证券整理

图表 40 大品牌在成本控制上优于小品牌

成本拆分	大品牌		小品牌	
	自播	达播	自播	达播
投流费率	20%	/	30%	/
达人佣金率	/	10-15%	/	20-30%
平台费用	2%			
人力费率	5%		3-6%	
售后费用	1%+		0.5%	
快递费	13%		8%	
包材费用	2%		1%	
管理费用	5-6%		6-8%	
净利率	微利或零利	1-2%	亏损	零利或亏损

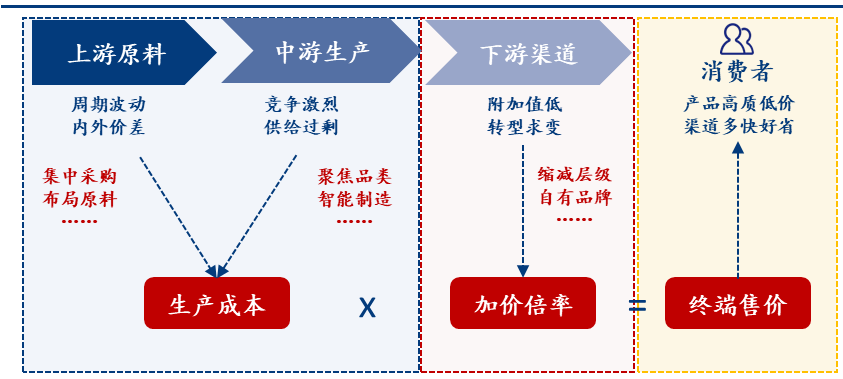
资料来源：渠道调研、抖音学习中心、华创证券整理

因此，从厂商自身运营来看，抖音规则亦指向了品牌商需以强供应链能力为基础、以强品牌力为加成，方可充分共享流量红利。虽当前品牌商只能不断试错以优化客群标签、提高流量精准度及转化率，但一方面，在抖音“价格力”导向下，具备供应链及价格优势的品牌可获得更多的流量倾斜；另一方面，高性价比产品起量后，可有效降低达人佣金率/提高自然流量占比，同时获得免佣商品卡的政策扶持，并以规模效应摊薄固定费用，从而提升盈利水平。

3、海外印证：景气渠道回归本源，殊途同归于品牌及供应链

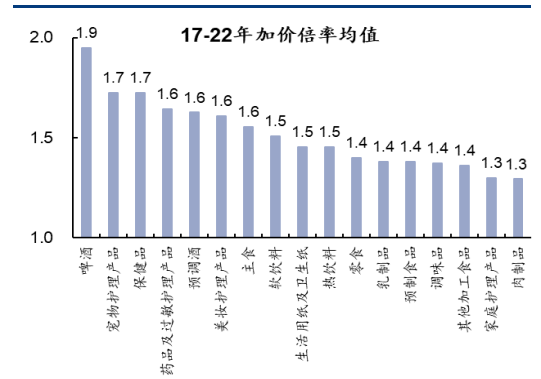
从海外经验来看，渠道变革推动的供应链提效，几乎是高性价比时代的必然。正如美国的 70 年代经济滞胀、德国 90 年代经济放缓及日本 90 年代后的经济泡沫破裂后，理性消费时代到来，高性价比需求兴起。而高性价比需求同时来源于生产成本及加价倍率压缩，其中，渠道因直接与消费者触达、差异化/附加值较少且加价倍率高企（如中国当前快消品加价倍率仍多在 1.5 倍以上），因此往往率先变革。美日德折扣渠道相应兴起，也反向推动了供应链提效。

图表 41 高性价比需求同时来源于生产成本及加价倍率压缩



资料来源：华创证券

图表 42 快消品加价倍率多在 1.5 倍以上



资料来源：欧睿、华创证券

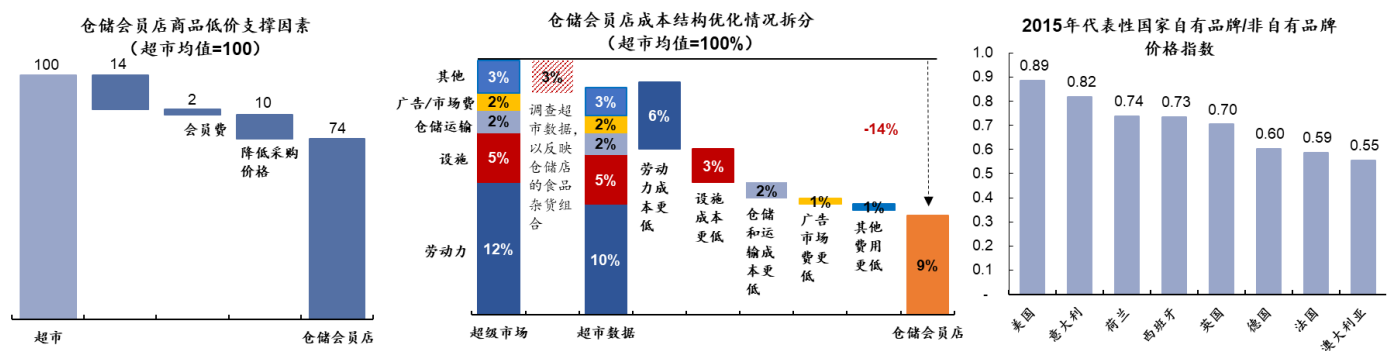
图表 43 从海外经验看，经济发展后期折扣业态兴起



资料来源: wind、联商网、华创证券整理

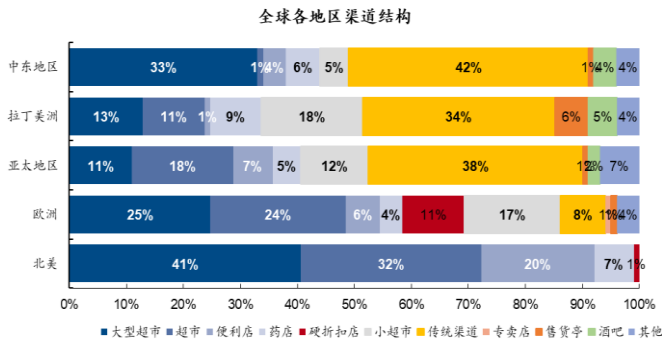
具体看，渠道职能从单纯的通路升级为供应链的组织者，一是提高精简运营提高自身效率，二是以自有品牌等方式降低采购成本。以仓储会员店为例，根据相关测算，其商品价格为超市的 74%，其中运营效率提升、降低采购成本分别贡献 14%、10%。运营效率方面，门店通过限定商品种类、简化店面设计陈列、精简店员等等方式以实现自身运营效率的提升。而在降低商品采购成本方面，精简 SKU 数量实现规模化采购、发展渠道自有品牌为最为重要的抓手，从全球范围内来看，自有品牌较非自有品牌折价多在 0.5-0.9 之间。22 年全球自有品牌渗透率达 22%，其中硬折扣渠道占比最高的西欧自有品牌渗透率达 41%。

图表 44 仓储会员店通过效率优化、降低采购成本来降低商品售价



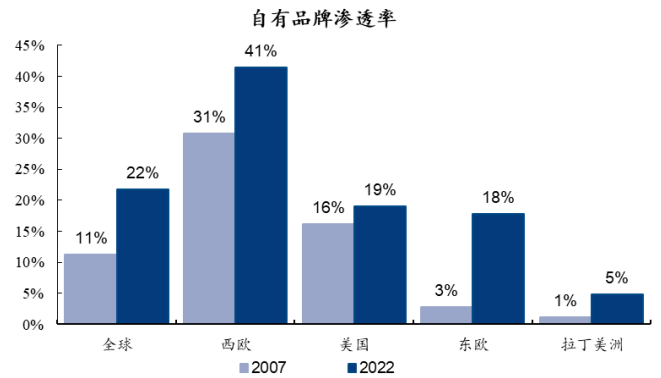
资料来源: 联商翻译中心《costco40 年创业史、商业模式和企业文化》、IRI、华创证券

图表 45 2022 年全球各地区渠道结构



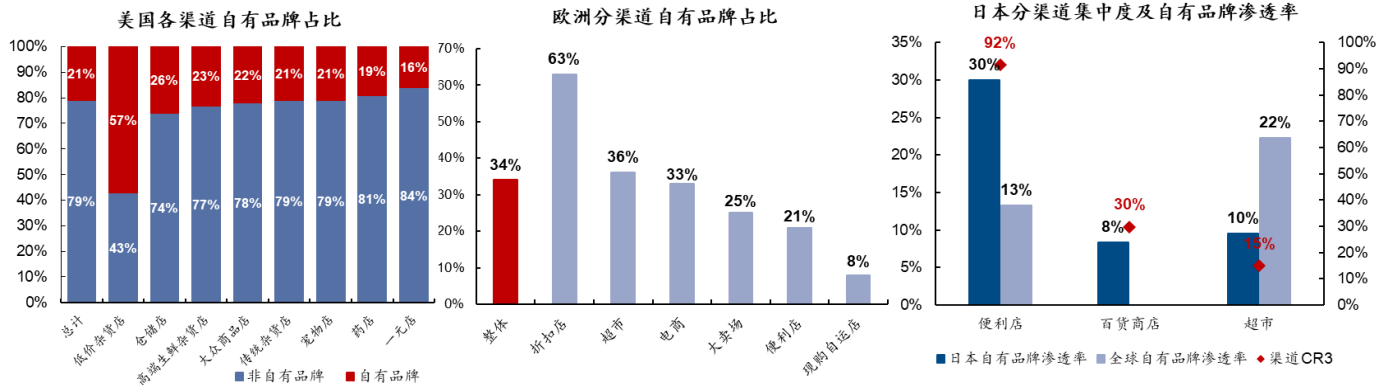
资料来源：尼尔森、华创证券

图表 46 全球各地区渠道自有品牌渗透率



资料来源：凯度咨询、华创证券整理

图表 47 渠道结构与集中度为影响自有品牌渗透率的重要因素



资料来源：尼尔森、转引自emarketer、凯度咨询、GfK、softbrain、华创证券（美国为2018.03-2019.03数据，欧洲为2020年，日本为2018年）

因此，在供应链提效及“去品牌化”的过程中，一定程度倒逼企业在品牌或供应链两端做到极致，长板效应将更加明显。在渠道变革与供应链提效过程中，也伴随着“去品牌化”的过程，品牌内涵中身份认同、情感共鸣的高阶属性将会保留，但安全品质背书作用将逐步削弱，品牌溢价将会部分收敛。因此，这也一定程度倒逼企业在品牌端或供应链两端做到极致，长板效应将更加明显。从美国、日本消费牛股梳理中也会发现，除了酒类、能量饮料、功能性食品等上瘾或渗透型品类外，要么是品牌企业通过极致的品牌力占领用户心智（星巴克、可乐、万宝龙等），要么是诸如零售或连锁餐饮企业通过供应链优化卷效率（美国亚马逊/best buy/TJX，日本优衣库/唐吉珂德/神户物产/食其家等）。

图表 48 90 年代至今，美国、日本消费牛股梳理

排名	公司	分类	美国			日本				
			主管	涨幅 (%)	市值 (亿美元)	公司	分类	主管	涨幅 (%)	市值 (亿日元)
1	怪兽饮料	必选消费	能量饮料	357,660	58,172	泉盛控股	可选消费	平价快餐-食其家	16,244	1,010,369
2	亚马逊	可选消费	电商	246,660	1,922,393	迅销	可选消费	SPA模式平价服装-优衣库	11,848	14,052,638
3	AutoZone	可选消费	汽配零售	53,899	53,724	泛太平洋国际控股	必选消费	硬折扣店-堂吉柯德	7,384	2,430,333
4	雀巢品牌	必选消费	葡萄酒生产商	47,713	48,562	似鸟控股	可选消费	SPA模式低价家居	6,467	2,696,861
5	O'Reilly	可选消费	汽配零售	46,344	65,966	Adastra	可选消费	服装连锁店	5,639	181,536
6	Smith & Wesson	可选消费	枪械制造	46,069	807	Monogatari	可选消费	烧烤拉面连锁	5,000	163,778
7	Pool	可选消费	游泳池设备经销	42,886	15,250	寿心	必选消费	产销西式点心	4,730	288,107
8	优莎娜	必选消费	个人护理产品	39,128	884	MonotaRO	可选消费	工厂材料电商	3,724	876,111
9	Copart	可选消费	车辆在线拍卖	37,020	54,371	Murakami	可选消费	汽车生产	3,534	58,141
10	Best buy	可选消费	定位低价的电器零售	34,292	17,147	日商北方达人	可选消费	健康&美容产品线上零售	3,391	28,214
11	罗斯百货	可选消费	服装折扣百货	31,510	46,767	ZOZO	可选消费	时尚电商	3,073	1,101,839
12	劳氏	可选消费	家居用品连锁店	26,082	136,935	Nextage	可选消费	二手汽车	2,625	208,004
13	星巴克	可选消费	咖啡连锁店	25,753	98,332	松本清	必选消费	平价药妆连锁	2,416	281,617
14	LCI工业公司	可选消费	休闲车配件制造	23,108	2,953	Transaction	可选消费	杂货制造	2,370	63,480
15	TJX	可选消费	服装家居折扣零售	19,887	109,683	Cota	必选消费	头发护理产品	2,262	47,689
16	Viskase	必选消费	肉制品加工	19,500	202	神户物产	必选消费	折扣超市连锁	2,199	992,621
17	家得宝	可选消费	低价家居建材用品	19,097	354,660	科摩恩	必选消费	平价药妆连锁	2,110	554,811
18	拖拉机供应公司	可选消费	农场物品零售商	17,658	27,252	Koshidaka	可选消费	卡拉OK&健身房	2,087	75,881
19	Car-Mart	可选消费	二手车零售商	17,609	377	PAL集团	可选消费	服饰专卖店	1,846	227,381
20	托尔兄弟公司	可选消费	豪华住宅建筑商	16,585	13,036	RIZAP集团	可选消费	健身房	1,837	220,819
21	eBay	可选消费	电商	16,393	26,967	Genky DrugStores	可选消费	药妆连锁	1,753	98,682
22	Williams-Sonoma	可选消费	中高端家居用品零售	14,818	19,837	Kura寿司	可选消费	寿司界“麦当劳”	1,728	200,995
23	特斯拉	可选消费	电动汽车	14,450	525,172	Seria	必选消费	百元店	1,706	222,515
24	Lennar	可选消费	房地产开发	14,321	45,732	FUJIO FOOD	可选消费	低价连锁餐饮	1,642	62,568
25	墨式烧烤	可选消费	平价快餐连锁	13,106	79,670	Workman	可选消费	户外用品店	1,633	324,523
26	开市客	必选消费	仓储会员店	11,921	316,538	Waseda Academy	可选消费	教育服务	1,622	29,716
27	德克斯	可选消费	户外运动用品	11,899	22,585	尤妮佳	必选消费	护理产品	1,614	2,825,417
28	Inter Parfums	必选消费	香水-万宝龙	11,709	4,202	东利多	可选消费	日式快餐巨头	1,595	352,584
29	Patrick	可选消费	房车、船舶及组件制	11,659	2,585	Keiper Technical L	可选消费	洗车&汽车涂层	1,575	125,567
30	凯西杂货公司	必选消费	连锁便利店&加油站	11,415	11,722	Goldcrest	可选消费	房地产销售和租赁	1,526	84,844

资料来源: Bloomberg、华创证券整理 注: 涨幅计算起始自1990年1月, 若公司成立时间晚于1990年1月, 则起始自公司成立日, 截至2024年4月

虽然一方面, 中国渠道迭代速度快、集中度较低, 对自有品牌推动力较弱, 另一方面, 中国产能过剩下有大量的产业集群/白牌愿意以微利经营, 渠道自建供应链的需求并不紧迫, 自有品牌发展任重道远。但实际上, 恰如海外折扣渠道的兴起, 无论是量贩零食、抖音, 还是拼多多, 当前这些快速扩容的渠道, 本质上都是以产业集群为基础, 以渠道变革为驱动, 自下而上推动价值链重构或供应链优化。因此于品牌商而言, 此类变革既将是品牌价值的试金石, 也是供应链提效的催化剂。而零食行业则是食品饮料赛道变革打响的第一枪。

二、企业策略: 共识与分化, 路径渐明晰

正因多数零食对流量变迁最为敏感, 因此企业或主动或被动地对外部变化有着更快的适应调整。经营打法从此前的各显神通, 到当前全渠道布局、大品类聚焦成为行业共识, 且结合自身禀赋, 两类企业呈现出一定分化——即强化供应链, 打磨应对能力, 积极拥抱变化(流量型企业) vs 聚焦品牌力, 以不变应万变, 借力推动渠道扩张提质(大单品企业)。

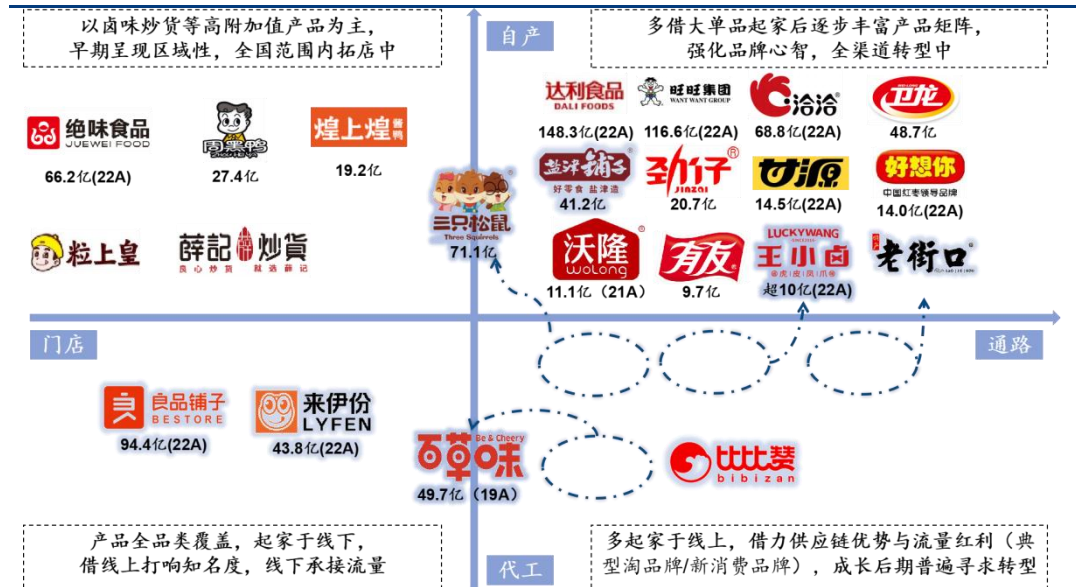
(一) 流量型公司(盐津、松鼠、良品等): 强化供应链, 打磨应对能力

流量型公司转型最为剧烈, 从紧握景气到全渠道布局、从多品类到大单品, 同时推进供应链改革深化。以往流量型企业在流量红利下借力多品类多SKU布局, 充分放大流量红利, 但流量红利见顶后营收盈利均将承压, 也倒逼企业更迫切地改革转型。最典型的为以代工轻资产入局的互联网品牌, 当前多数积极求变, 一方面, 拓展线下渠道(松鼠、良品等多品类企业优先探索集合门店, 老街口、王小卤等单品类企业招商铺货); 另一方面,

具备核心品类的企业自建供应链，以提高品质及供应稳定性、降低生产成本。

此外，一是当前景气渠道均为“爆款”或“性价比”逻辑，二是单品供应链整合提效及规模效应释放更为顺畅，三是品牌力打造需与特定品类绑定。故在品类上，流量型企业亦提出品类聚焦或打造大单品。如盐津缩减 SKU 聚焦七大品类、打造“大魔王”、“蛋皇”等品类品牌；松鼠提出聚焦做强坚果和零食大单品，主品牌持续缩减 SKU，建立以坚果为核心的心智认知。

图表 49 零食企业商业模式四象限



资料来源：wind、各公司官网、虎嗅商业消费组、靖江发布、数字化星球、新经销、华创证券 注：1) 图标底部数字为公司收入，其中达利食品收入取休闲食品和家庭消费收入总和，旺旺收入取休闲食品和米果收入总和；2) 除括号中注释外，其余均为 2023 年收入

其中，供应链改革提效、降低生产成本，是企业可入局任何渠道的底气，也是本轮流量型企业转型的重中之重。从落地至各环节，以三只松鼠夏威夷果为例，凭借原料直采、自动化生产、工厂直发、中后台优化，分别可实现降本 3-5%、5%、3-4%、3%，合计实现近 15% 成本优化。具体看各个环节：

- **采购：单品聚焦做大规模，集中直采或布局上游强化掌控。**从采购体量看，单品聚焦做大规模，提高采购议价。从采购方式看，松鼠、良品等公司从直接购买供应商产成品转变为产地直采，在聚合原料订单提高议价权的同时，也部分挤出供应商采购过程中的效率损失，同时在产地上进行国内外调配，在品质、效期及成本节约中寻求均衡。而原本为自产模式的盐津铺子则进一步向上游延伸，在核心聚焦的单品上自建原料基地，保障稳定供应的同时，较竞品形成明显的采购成本优势。
- **生产：代工谈判汰换、自建产能提效。**良品等品类更多元的公司，当前主要采取与供应商价格谈判的方式以降低采购成本，甚至适当汰换效率低下的供应商。而松鼠则在强势的坚果品类上自建产能，当前坚果产品自产率已达到 40%，未来目标达到 100% 自产。同时，各家企业均积极推进自动化、数字化水平，优化工艺流程以提高生产效率，过剩产能适当代工摊薄固定成本，典型如盐津铺子魔芋自动生产提效，制造车间人工可减少 20%。此外，改版包材为通用版型、推动人机磨合等亦有助益。
- **物流：集中配送、工厂直发，平衡效期与成本。**在仓储物流系统应用、优化配送路线流程的基础上，运输费用率一定程度上是效期与成本的均衡。松鼠从之前的“工厂

-总仓-DC仓-终端”的模式转为工厂直发，良品则适当降低效期集中门店配送，摊薄运输成本。同时，物流配送过程中的包材损耗亦可通过重复利用等方式节约。

➤ **管理效率：强化绩效考核、适当人员优化。**当前多家公司均明确提出将成本降低列为生产人员考核的重中之重，良品明确考核第一要义是成本节约，盐津设置工厂红榜激励成本优化，洽洽则提出吨成本下降目标。同时，三只松鼠更是进一步大幅优化员工人数，2023年总员工人数2294人，较2020年高点降幅达到55.4%。

图表 50 供应链优化方式及主要零食公司具体措施



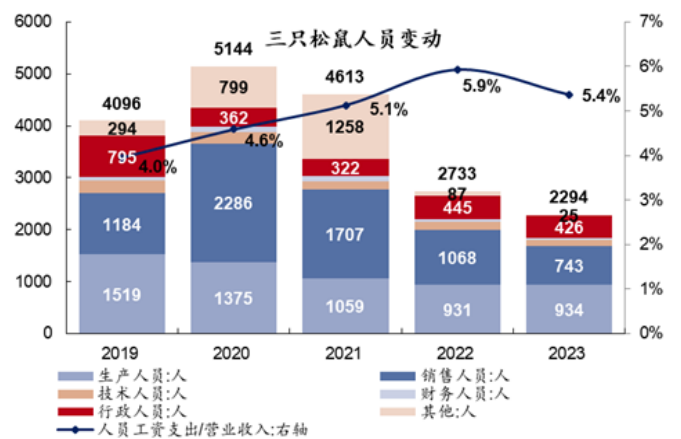
资料来源：公司公告、公司交流、华创证券整理

图表 51 盐津已在核心品类上进行原料布局

原料	时间与布局	结果
魔芋精粉	22年设立供应链公司及初加工公司，在云南、印尼控制原料。公司持有云南津绝魔芋52.5%股份，关联交易魔芋精粉。	投产初期较友商有30%的采购成本优势，并持续保持领先优势，当前自给率100%
鹌鹑蛋	23年投资设立蛋皇纪公司，23年底项目一期建成投产，鹌鹑存栏量350万羽，日产鲜蛋30吨，目前全国单场鹌鹑养殖规模排第一。二期300万羽24年内将建成投产	成本10.5-11元/kg，较高点16-17元可节约成本40-50%；目前自给率50%，预计未来维持30%-50%
马铃薯全粉	23年投资1亿元在新疆建设马铃薯全粉加工厂，规划建设1条1万吨马铃薯全粉智能化生产线及配套设施	成本比市场价格节约3000元/吨（目前年用量1万吨）
芒果干	向集团旗下关联公司越南一品食品和柬埔寨果美农场采购芒果	中国一年仅一个月芒果季节，东南亚建厂增加芒果供给

资料来源：公司公告、公司交流、修水报、企查查、华创证券整理

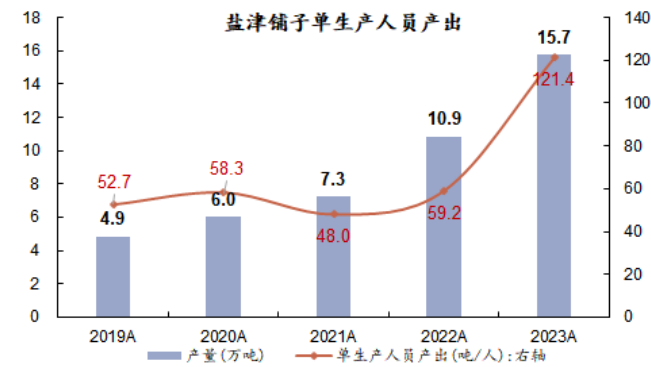
图表 52 21-23年三只松鼠人员大幅优化



资料来源：公司公告、华创证券

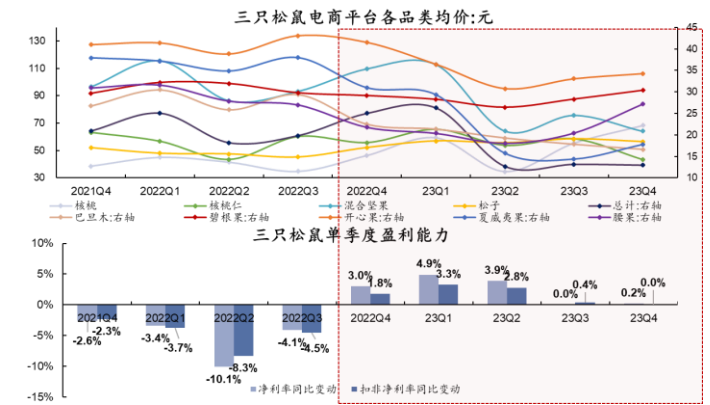
从实际成果看，盐津、松鼠等转型先行者已成果斐然。推进全面成本领先战略后，23年生产人员人效大幅提升，三只松鼠23年虽产品均价明显降低，但盈利能力在低基数修复后，仍维持相对平稳，供应链优化成果已有较好体现。而值得注意的是，成本效率优化并非意味着“低端”，而是扩宽价格带的客观基础，正如盐津铺子相继推出“大魔王”、“蛋皇”品牌，以高端高质产品及独立品类品牌拉高势能，与高性价比的主品牌产品形成协同互补，进退均有余力。

图表 53 2023年盐津铺子人效大幅提升



资料来源：公司公告、华创证券

图表 54 23年松鼠均价降低，但盈利修复后维持平稳



资料来源：久谦、公司公告、华创证券

图表 55 盐津铺子全新子品牌“大魔王”、“蛋皇”先后发布



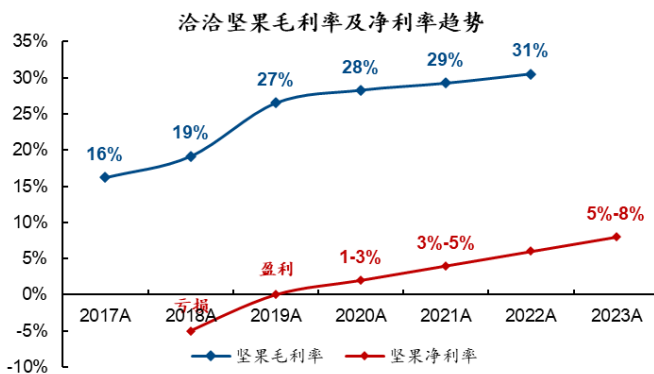
资料来源：中国网、红网，华创证券

而从整个消费品行业维度看，以供应链效率为支撑，细分品类龙头强品牌势能释放，阶段性降维打击收获份额，将孕育着新机会。近两年来，前有高端茶饮喜茶、奈雪的茶主动降价，后有三只松鼠转型“高端性价比”，其共性均为具备品牌力的公司主动以价换量、扩大份额，背后则是供应链效率的优化、门店模型的打磨、数字化降本增效等举措的有力支撑。而降价后的生产成本/营销费用的规模效应、消费者人群扩大及数据积累又可反哺效率优化。我们认为，零食企业为消费品行业的先行者，未来随着低增长时代的到来，高质、中价、强品牌力的产品主动放低身段，将在竞争中形成降维打击，也孕育着新的产业及投资机会。

(二) 大单品公司 (洽洽、劲仔、甘源等): 聚焦品牌力, 以不变应万变

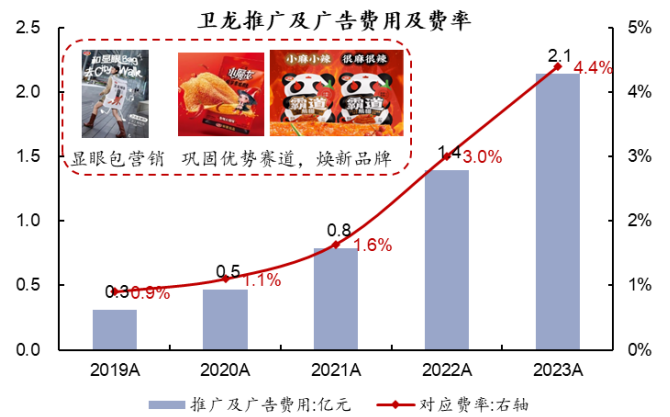
大单品型公司围绕核心品类强化品牌, 在渠道变迁下以不变应万变, 持续推动渠道扩张与提质。大单品型绑定较大品类实现消费者心智占领, 同时围绕核心品类 (如洽洽&甘源-坚果炒货、劲仔-高蛋白、卫龙-辣卤) 进行有序的品类扩张, 并以拳头产品为引领加大招商铺货。洽洽、甘源立足原优势业务积极拓展坚果新品类, 且甘源在进行组织架构调整后多渠道快速放量。而卫龙、劲仔等中式零食企业, 面临的是众多白牌/小作坊的竞争与早期食品安全卫生的质疑, 因此持续提升产品自动化标准化生产水平、提高产品品牌力为渠道自下而上进入高势能现代渠道的关键。在此背景下, 卫龙、劲仔上市后战略资源得到丰富, 随即大幅提升费用投放, 并有序进行新产品、新包装及商超等高势能渠道的拓展。

图表 56 洽洽坚果净利率稳步提升



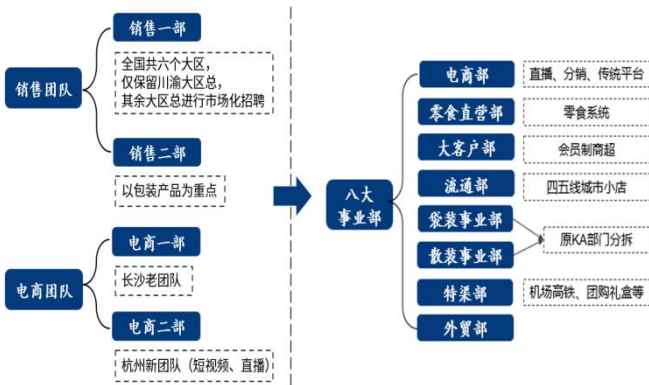
资料来源: wind、公司交流、华创证券

图表 57 近年来卫龙持续加大品牌费投



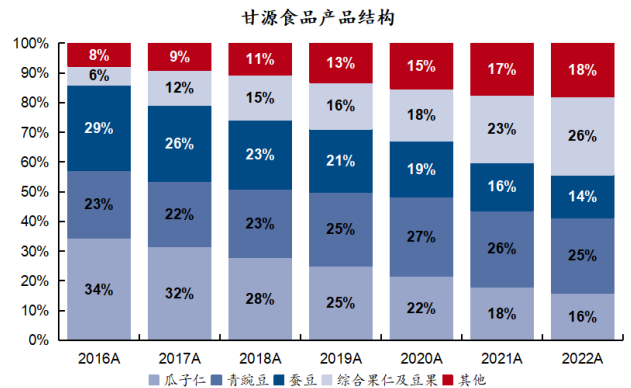
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 58 甘源调整组织架构, 针对性拓展各个渠道



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 59 甘源“老三样”占比持续下降



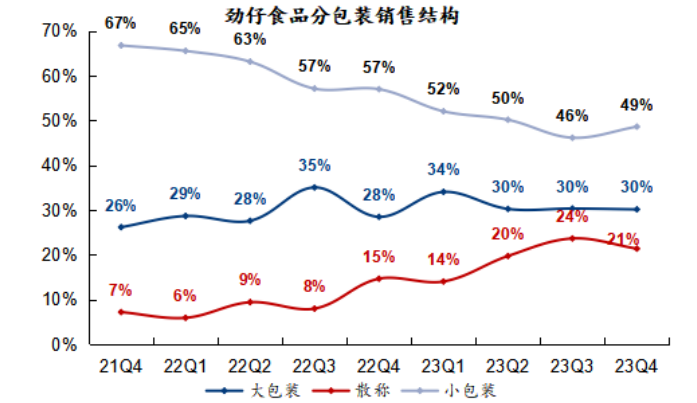
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 60 上市后劲仔大幅加大品牌营销



资料来源:公司公告、华创证券

图表 61 22H2 以来劲仔散称占比快速提升



资料来源:公司公告、公司交流、华创证券估算

整体看，零食行业短期发力重点有所分化，但长端发展路径渐为共识，改革调整之下代表性企业已步入加速成长通道。

- **短期重点：强化供应链 vs 聚焦品牌力，零食企业积极补强。**于流量型公司而言，强化供应链、降低生产成本，是紧跟高景气渠道的基础；而于大单品公司而言，在保障品质基础上聚焦品牌力提升，则是实现渠道跃升的关键，两类企业均基于自身现状积极补强。
- **长端共识：全渠道均衡布局、品类适度聚焦，品牌力护航长期成长。**在渠道流量总量见顶、结构越发分散的背景下，全渠道布局已成为行业共识。而在品类上，大单品企业以单品为矛拓展渠道，流量型企业以单品为盾聚合供应链，叠加企业均需提升品牌力以提升对渠道和消费者的议价权，扩展渠道类型并应对潜在风险，因此品类思路也从叠加堆量收敛为适度聚焦。

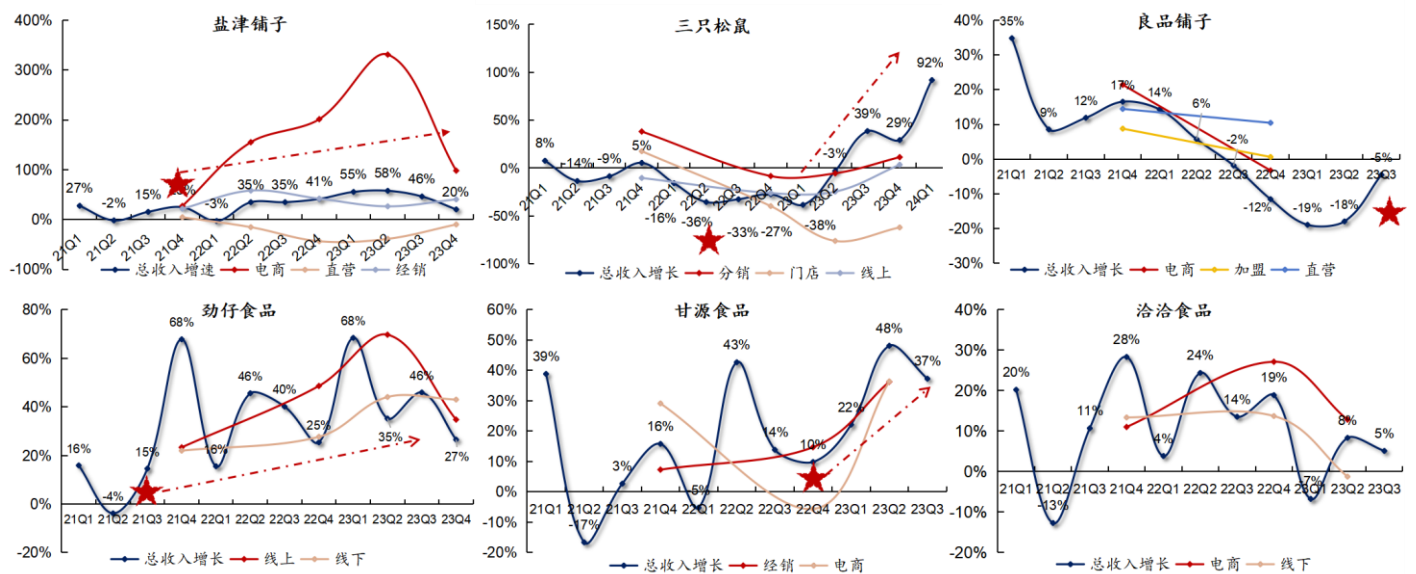
从具体改革调整成果上来看，**盐津**于 21 年全面启动供应链转型升级、22 年产品定位进一步明确为“低成本之上的高品质+高性价比”，公司自 22Q2 起营收增速已连续 7 个季度超预期高增；**松鼠**于 22Q2 起全面推进战略转型升级，由电商渠道转为全渠道、聚焦坚果品类并深化供应链建设，23 年初起进一步明确“高端性价比”战略，随转型成果显现 23Q3 起持续高增；**劲仔**则于 21Q3 起推行大包装战略，22Q2 起前瞻布局鹤鹑蛋新品，随后散称与大包装全面起势，渠道结构亦更为均衡；**甘源** 22Q4 完成渠道组织架构调整，配合以产品矩阵丰富及管理精细化，有力推动销售提速。而**洽洽**、**良品**则受行业需求疲软、新兴渠道分流、行业竞争加剧等因素扰动，经营仍在调整中。

图表 62 代表性零食上市公司策略转型梳理

公司战略	流量型			大单品型		
	盐津铺子	三只松鼠	良品铺子	甘源食品	劲仔	洽洽食品
2022年产品结构	辣卤:深海:烘焙:薯片:果干:其他=34%:19%:23:10%:7%:8%	坚果:烘焙:肉制品:果干:综合:其他=56%:16%:10%:5%:12%:2%	坚果炒货:果敢干果脯:肉类零食:素食山珍:糖果糕点:其他=17%:9%:23%:7%:22%:23%	综合果仁及豆类:青豌豆:瓜子仁:蚕豆:其他=26%:25%:16%:14%:17%:1%	鱼制品:豆制品:禽肉类:其他=70%:13%:12%:5%	葵花子:坚果类:其他=66%:24%:10%:1%
2022年渠道结构	线上:线下=14:86(其中线下直营:经销=13:73)	线上:线下=66:34(其中线下直营:经销=13:20)	线上:线下=51:49(其中线下门店:经销=44:5)	线上:线下=12:88(其中线下直营:经销=3:85)	线上:线下=21:79(其中线下直营:经销=11:68)	线上:线下=11:89(其中线下直营:经销=5:84)
目标/转型时间及核心	2021Q2, 公司从“高成本之下的高品质+高性价比”升级成为“低成本之上的高品质+高性价比”, 由渠道驱动增长升级为“产品+渠道”双轮驱动增长	2022H2起, 执行“高性价比”总战略, 构建“全品类、全渠道”的全新基本盘	2023年11月底, 在坚守高品质零食定位的基础上, 实施17年来首次最大规模降价, 300款产品平均降价22%	2022Q4渠道组织架构调整, 设立八大事业部, 针对性拓展各个渠道	上市后, 2021年起多渠道、多品类布局	2021年下半年提出“百亿收入、百万终端”的“双百战略”
产品战略	聚焦七大核心品类(辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果), 全力打造大单品(魔芋、鹌鹑蛋、蒟蒻果冻等)	以坚果为核心的供应链全链路优化, 构建全品类大单品矩阵	高端零食形象转向“邻家形象”, 走向品质好、价格亲民的路径	优势产品调味坚果做差异化拓展; 同时拓展品类矩阵(米饼、薯片等), 助力招商拓展	围绕高蛋白赛道有序扩展品类矩阵: 夯实小鱼十亿级单品优势, 多元化发展鹌鹑蛋、肉干、豆干等潜力品类	深耕瓜子、坚果两大战略核心品类
供应链战略	全产业链布局: 1) 制造端: 因地制宜、源头生产, 烘焙/豆制品在湖南&河南/江西建厂; 2) 原料端: 于东南亚布局芒果直采, 22年起进一步加快上游原料布局, 魔芋、鹌鹑蛋、薯片均在向上游延伸	供应链全链路优化: 1) 坚果品类: 通过原料集采-自主制造; 2) 零食品类: 洞察消费者需求, 反向联动供应链的全链路优化	通过提高供应链效率优化采购价格: 规模效应、集中直采、减少损耗、提高自动化程度等	做好原材料优质原产地的采购开发, 梳理供应链以适配高性价比渠道	适度全产业链布局: 1) 生产: 持续提高生产标准化、自动化水平; 2) 原料: 18年布局非洲渔场; 子公司布局蛋鹌鹑养殖	持续深化全产业链布局: 瓜子约50%为“公司+订单农业+种植户”模式采购, 坚果13年起相继自种夏威夷果、碧根果等核心品类
渠道战略	全渠道扩展: 率先拥抱零食量贩、抖音等高景气渠道; 战略收缩直营KA、扩展BC超渠道	构建全渠道矩阵: 1) 线上: 发力抖音/快手/私域/社团等新兴渠道, 并优化天猫/京东等核心渠道的运营策略; 2) 线下: 聚焦分镇基本盘的改革	以门店为核心的全渠道发展体系	从KA渠道转型全渠道布局, 针对渠道梳理匹配的产品、设置费投	全渠道扩展: 以大包装为抓手发力现代渠道, 同时有序布局量贩、抖音等渠道	开展渠道精耕、弱势市场提升、县乡市场突破以及新场景、新渠道的拓展
品牌	打造品类品牌: 23年10月底推出大魔王素毛肚, 24年初推出蛋皇鹌鹑蛋品牌	聚焦三只松鼠主品牌和婴童食品品牌小鹿蓝蓝	主品牌良品铺子及20年推出儿童零食品牌小食仙	以甘源品牌为主	打造品类品牌: 在劲仔主品牌的基础上, 22年4月推出鹌鹑蛋品牌小蛋	以洽洽品牌为主, 推出高端品牌臻珍

资料来源: 公司公告、福建省食品工业协会公众号、华创证券整理

图表 63 改革调整后, 盐津、松鼠、劲仔、甘源等企业增长均有明显提速



资料来源: 公司公告、华创证券 注: 1) 红五角星对应各公司战略转型时间; 2) 图中Q2时点对应各渠道增速为公司上半年数据, Q4时点对应各渠道增速为公司全年数据

三、投资建议：看短期景气更看长期竞争力，优选盐津、洽洽，关注劲仔、甘源、松鼠

当前市场聚焦板块零食的短期景气，但我们认为更应关注企业自身在改革转型后的竞争力强化，优质龙头成长性可看的更长远。受益于渠道变革带来的结构性景气，零食板块短期增速领跑食品饮料板块整体，而基于零食赛道本身商业模式二流的固有印象，市场对板块的关注仍聚焦在短期季报高增催化。我们认为，零食板块作为渠道创新的试验田，在前两轮渠道变迁中给企业分别带来了渠道积淀、品牌赶超的机会。本轮以抖音、量贩为引领的渠道变迁，则是企业品牌的试金石与供应链提效的催化剂，未来企业供应链或品牌力的长板效应将更为重要。积极顺势转型的企业长端竞争力已实在增强，成长性可看更长远。

标的上，优选竞争力持续强化的盐津和经营改善的坚果龙头洽洽，积极关注劲仔、甘源渠道扩张势能和三只松鼠商业模式重构后的业绩兑现。

- **盐津铺子：战略路径顺应趋势，强组织力护航举措高效落地，公司竞争力持续强化。**
公司组织力领先铸就经营壁垒，且在前渠道、品类快速反应的基础上，公司21年启动多品类、多渠道转型，22年明确“低成本之上的高品质+高性价比”产品战略，23年进一步进行品类聚焦、放大供应链优势。同时公司广泛招纳专业人才，匹配以广覆盖股权激励护航改革举措落地。当前魔芋、鹌鹑蛋、蒟蒻果冻等核心单品持续爬坡，配套以持续深化魔芋精粉、鹌鹑蛋、马铃薯粉等原材料布局，不断夯实公司供应链优势，并已推出“大魔王”、“蛋皇”等品牌以期占领消费者品类心智，高成长持续性可看更长，盈利能力也有望在降本增效+渠道优化下逐步提升。我们给予24-25年业绩预测6.7/8.4亿，同比+32%/+26%，对应PE为22/18倍，维持目标价89元及“强推”评级。
- **洽洽食品：坚果炒货龙头地位稳固，年内成本红利兑现中，现金流奠定高分红基础。**
23年需求疲软下瓜子行业普遍承压，部分中小企业出清，洽洽动销维持较强韧性，行业绝对龙头地位稳固；坚果品类则持续渗透，公司每日坚果持续夯实份额优势，今年拓展坚果礼盒销售反馈火爆。同时，当前公司对新品和新渠道态度也更开放，加上组织架构改革及供应链提效，外部压力下不断精炼内功，仍是零食板块优选稳健标的。年内看，24Q1春节开门红动销旺盛，全年有望延续稳增，同时22-23年公司盈利持续受到瓜子成本上涨压制，当前采购价较23Q2高点已下降10%，24Q1起所用原料基本全为新采购季采购，年内盈利弹性有望释放。我们预计24年业绩增速有望实现30%+增长，当前24年PE估值仅16倍左右，且公司账面资金充足、现金流状况良好，22年分红率约50%，仍有提升空间。
- **劲仔食品：以产品力为基，拓品类与全渠道并进，经营开启正循环。**劲仔成长于门槛较低、竞争激烈的中式辣卤赛道，将产品力打磨极致为公司脱颖而出的根本。在10亿大单品小鱼干充分验证公司产品力的基础上，上市后公司将总部迁至长沙筑巢引凤广纳人才，21H2发力大包装改革以拓展现代渠道，22年鹌鹑蛋新品爆量助力经销商开拓，散称鹌鹑蛋带动了鱼干、肉干等进店，并反哺大包装发展。多品类全渠道并进支撑下，20-23年收入由9.09亿增长至20.65亿、CAGR超30%，成功实现上市“三年再造一个劲仔”目标，且23年小包装/大包装/散称占比分别约49%/31%/20%，渠道与规格结构更为均衡。当前公司扩品类与全渠道互为促进，规模效应释放助力盈利提升，经营步入正循环，建议积极关注。
- **甘源食品：产品至上，渠道思变，年内业绩有望延续高增。**公司为籽类豆类零食领

军，老三样产品几乎成为渠道硬通货，口味型坚果创新多有亮点，产品打造能力已被充分验证。22H2年以来公司开启渠道变革，将前期粗放的渠道架构细分为八大事业部制，针对性开拓市场。同时配合持续上线新品拓展产品矩阵，当前老三样稳健增长，调味型坚果、冻干坚果不断创新，且安阳工厂上投产后米饼/虾片/薯片等品类进一步增强，共同增强招商吸引力。年内看，今年春节旺季公司新增礼盒运营，动销反馈超预期，奠定 Q1 高增基础，同时规模效应释放结合棕榈油价格同比仍有改善，将进一步增厚业绩弹性。当前公司仍处全渠道拓展势能释放期，年内公司有望延续高增，盈利维持较好水平，维持“推荐”评级。

- **三只松鼠：转型高端性价比，供应链提效实在发生，积极关注业绩兑现。**公司以代工轻资产模式趁平台电商风口起家，多轮融资为品牌建设与扩张提供子弹，14-19 年营收 CAGR 超 60%，并逐步确立消费者心智中坚果第一品牌的地位。伴随 20 年线上去中心化加剧、线下门店扩展不畅，22 年线上线下渠道全线失速。在此背景下，22Q2 起公司痛定思痛改革转型，23 年进一步明确“高端性价比”战略，聚焦坚果主业，生产端转为自产和联盟工厂合作生产模式，通过原料直采、提高自产比例、工厂直发、人员优化等措施推动供应链提效，配合“一品一链”充分释放规模效应，挤出的利润通过降价让渡消费者。同时由电商转向全渠道发展，确立“抖+N”渠道策略，以抖音放量打开供应链端口并增强品牌势能，积极推进其余渠道扩张。23Q3 以来已经成功扭转颓势，实现营收高增及盈利改善。考虑公司在坚果品牌力突出，供应链调整优化实在发生，线上放量具备较高确定性，线下渠道仍在积极摸索调整，期待后续业绩持续兑现。
- **良品铺子：降价回归邻家形象，战略重心回归线下，紧密跟踪调整成效。**公司从线下起家，在货架电商兴起时加码线上带动收入高增。22 年以来公司受到线上流量去中心化、线下疫情扰动及门店模型摸索调整等因素影响，经营持续承压。23 年 11 月底，董事长、总经理杨银芬新上任后随即推进战略调整，产品降价推动“高端零食”回归邻家形象。配合战略转型，公司推进供应链全环节优化，原料端开启规模化直采，采购端与供应商协商降价并适度汰换，同时通过仓储物流优化降低费用，力争推动成本下行。渠道端，公司将战略重心转向线下，线上渠道维稳并作为新品试验田，线下门店端重新梳理开店策略、打磨单店模型，计划 24 年聚焦原有市场加密布局，侧重加盟形式和街边店/社区店，同时继续发展大客户团购业务。我们认为，代工模式及 SKU 分散或致供应链优化相对缺少抓手，但良品已拥较好的高端/高品质零食的产品形象，且线下门店打磨也经历了六代调整摸索，建议紧密跟踪调整成效。

四、风险提示

- 1、**渠道拓展不及预期。**当前零食企业普遍推进全渠道转型，但考虑线上流量去中心化、线下商超流量持续下滑，而新兴渠道又对价盘管控及供应链能力提出了较高的要求，或存在渠道拓展不及预期的风险。
- 2、**下游渠道议价能力风险。**量贩零食渠道快速整合，当前已形成两强格局，或存在向上游供应商压价的潜在风险。
- 3、**原材料价格大幅波动。**多数零食品类毛利率水平一般，原料价格大幅波动会对盈利能力产生明显扰动。
- 4、**渠道信息可能存在误差。**部分信息来源于渠道调研，或受访问对象局限性等产生误差。

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，7年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2023年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、联席首席分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，5年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

分析师：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，5年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

分析师：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

高级分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，4年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严文炀

南京大学经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，15年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2023年，获得新财富最佳分析师七届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续五届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522