



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·行业专题

拥抱极致性价比与下沉时代系列：

从下游折扣业态看零食投资

——零食板块投资探讨专题

(盐津铺子002847.SZ/三只松鼠300783.SZ)

2024. 09. 21

分析师：邓 欣 S0010524010001 dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩 S0010124040001 zhengshaoxuan@hazq.com

华安证券研究所

核心结论

- ✓ 我们于年初推出极致性价比系列（先后探讨能量饮料、现制茶饮、量贩零食），此前发布的**零食专题一《何为零食的硬实力与软实力？》**主要基于**供应商视角**，本篇**专题进一步基于折扣业态发展趋势的渠道视角**（国内量贩零食VS海外折扣业态）探讨零食企业的应对之法与利润空间。
- ✓ **国内量贩零食VS海外折扣业态的成长周期：渗透率空间翻倍&集中度空间收窄。**对标海外，量贩零食仍处高成长期，渗透率存翻倍空间，我们测算开店红利可维持2-3年；从竞争看，集中度提升空间逐步收窄，竞争白热化阶段逐渐到来；从盈利看，终端毛利率参考海外成熟业态存3-5pct下探空间。此背景下，我们更需关注上游供应企业与下游折扣业态之间的话语权强弱，预判折扣业态强化对上游供应企业盈利能力的影响趋势。
- ✓ **国内量贩零食VS海外折扣业态的竞争要素：规模效应、客群绑定、自有品牌是决定渠道议价权的核心因素。**复盘四类海外折扣业态模式及其典型案例，规模效应对应采购定价及商品的性价比空间；客群绑定对应核心圈层的潜在需求粘性；自有品牌对应供应链的深度参与。结合现状，我们判断国内量贩零食业态也可能从三大维度提升其议价力：**扩大规模效应（基础方式）**：未来或参照山姆模式，淘汰低效SKU；**建立差异定位（深化方式）**：未来或从同质化走出差异化定位，深挖需求规避价格战；**尝试自有品牌（高阶方式）**：相较规模效应与客群绑定，自主品牌为海外折扣业态的必选之项，量贩零食对此尚处萌芽探索的更早期阶段，但存远期发展可能。
- ✓ **从下游折扣业态视角如何思考零食投资？我们认为当前零食企业议价权核心在于：高效产品体系、供应链降本能力、绑定渠道获客能力。**原因在于量贩零食渠道在规模效应和客群绑定两大基础维度尚存大量空间，需借助突出的零食企业助力提升SKU价值和客群粘性，结合零食专题一与本专题二，我们综合推荐**盐津铺子+三只松鼠**：盐津铺子优势在于产品矩阵丰富+布局上游+参股下游，测算26年保守/中性/乐观净利率11.7%/12.7%/13.7%，当前市值（116亿）对应26年PE分别为12.6X/11.6X/10.7X；三只松鼠优势在于强品牌力+集约化生产+开店助渠道转型，测算26年保守/中性/乐观净利率3.6%/4.9%/5.8%，当前市值（67亿）对应26年PE分别为10.3X/7.8X/6.6X。

风险提示：新品拓展不及预期、渠道拓展低于预期、原材料成本上涨、市场竞争加剧。

目录

- 1. 开篇：量贩零食VS海外折扣业态的成长周期
- 2. 对标：量贩零食VS海外折扣业态的竞争要素
- 3. 探讨：从下游折扣业态如何思考零食投资？

PART 1

开篇：国内VS海外的成长周期

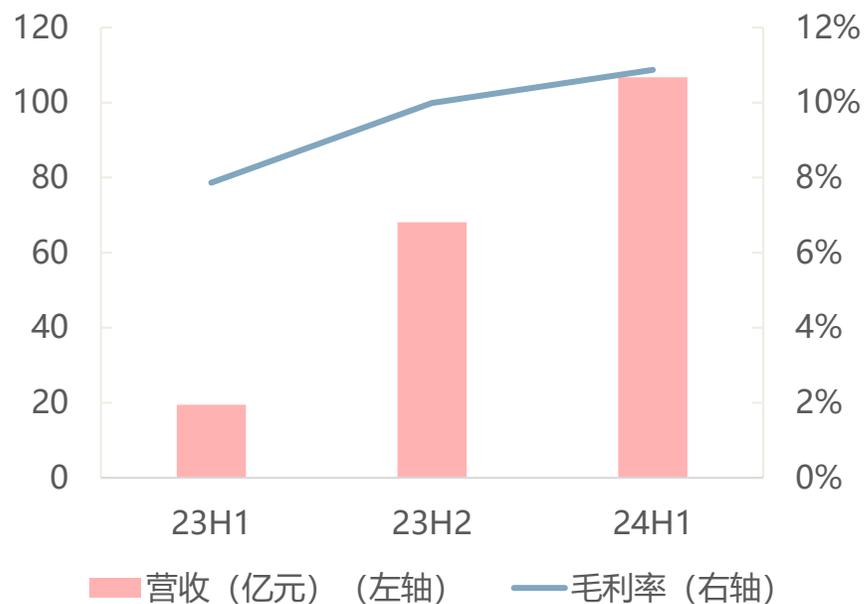
量贩零食VS海外折扣：渗透率，翻倍空间

□ 国内量贩零食仍处于成长期。

✓ 从报表端看，国内量贩零食龙头营收与毛利率仍保持同步提升趋势，成长期尚未见顶。

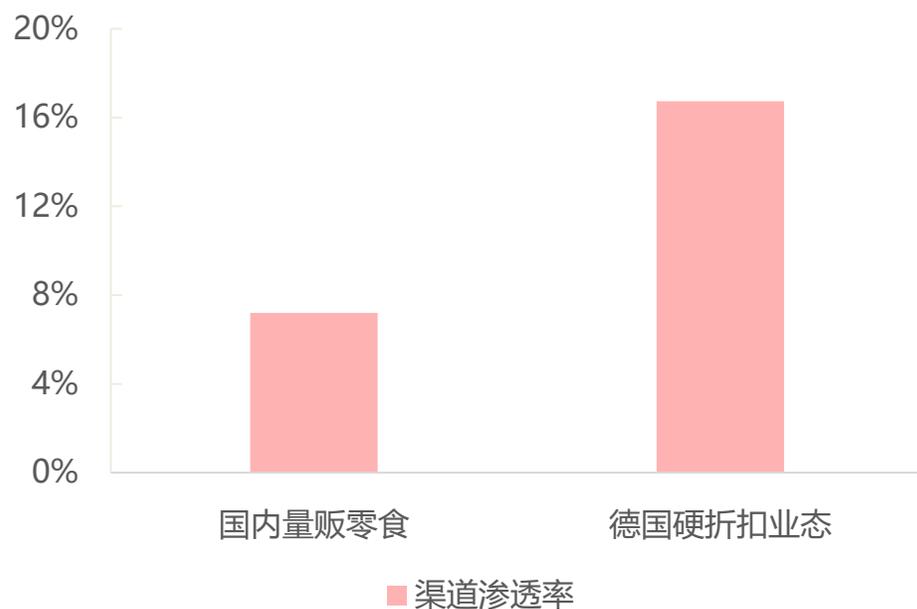
✓ 从渗透率看，23年国内量贩零食约7%，低于德国成熟硬折扣业态（16%），我们预计渠道渗透率仍有翻倍以上提升空间。

万辰集团量贩业务营收与毛利率同步提升



资料来源：万辰集团公司公告、华安证券研究所整理

量贩零食渠道渗透率仍有一倍提升空间



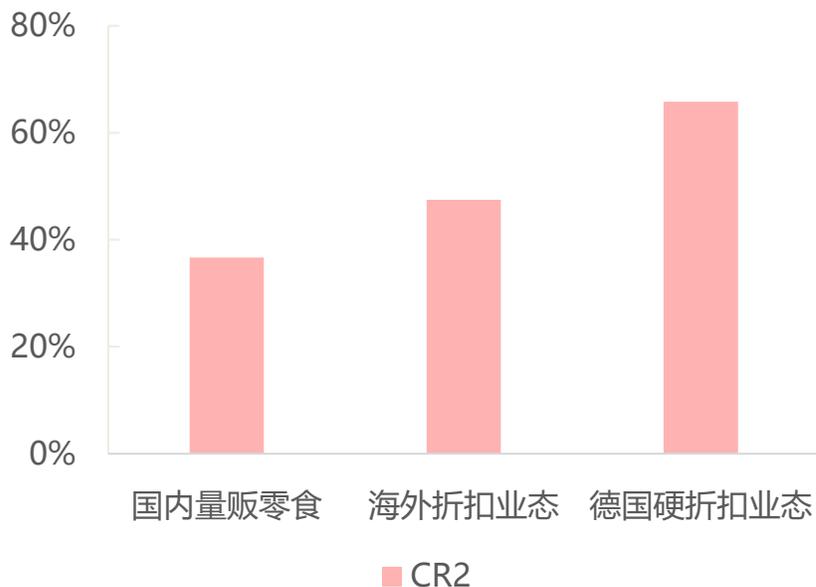
资料来源：艾媒咨询、华经产业情报网、欧睿数据、华安证券研究所整理

量贩零食VS海外折扣：集中度，逐步趋近

□ 23年国内量贩零食CR2约36%，对标海外硬折扣业态（CR2近50%）及德国成熟硬折扣业态（CR2约66%），我们预计**未来国内量贩零食集中度提升空间将逐步收窄，过渡到竞争加剧阶段。**

□ 对标海外硬折扣业态，我们预计国内量贩零食稳态下或呈双寡头竞争格局，收购千店体量的量贩零食连锁或成为下一阶段行业集中度提升的主要方向。

国内量贩零食集中度提升空间有限



资料来源：中国连锁经营协会、万辰集团公司年报、欧睿数据、华安研究所测算

海外折扣业态头部集中度缓慢提升



资料来源：欧睿数据、华安证券研究所整理

海外硬折扣业态呈现双寡头竞争格局

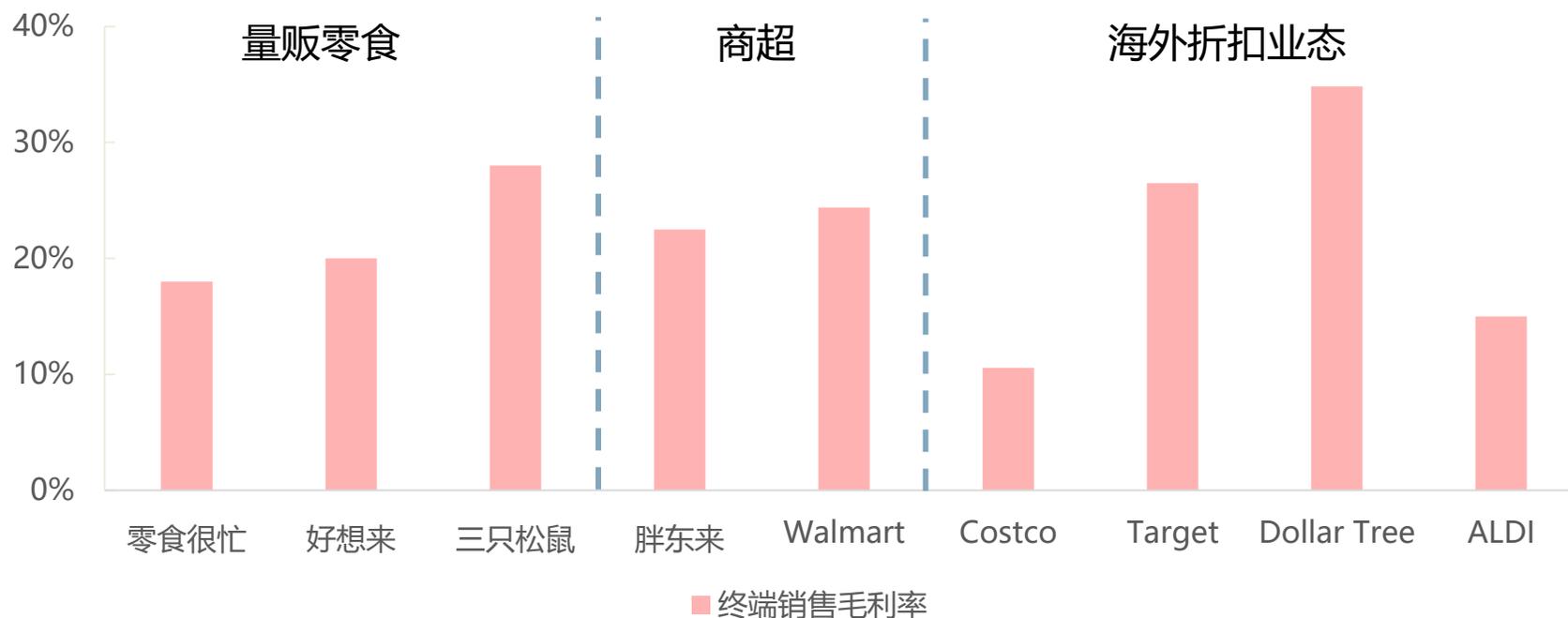
公司	23年市占率
Aldi Group	23.9%
Schwarz Beteiligungs GmbH	23.6%
Jerónimo Martins SGPS SA	5.4%
Rewe Group	3.6%
Edeka Zentrale AG & Co KG	3.6%
Walmart Inc	3.4%
BIM Birlesik Magazacilik AS	2.1%
George Weston Ltd	1.6%
Gruppo Eurospin	1.5%
Turgut Aydin Holding	1.5%
其他	29.8%

资料来源：欧睿数据、华安证券研究所整理

量贩零食VS海外折扣：毛利率，3-5pct下探空间

- **硬折扣业态**：海外毛利率在成熟阶段约10-15%，当前国内量贩零食毛利率约20%，若进入竞争加剧阶段，预计量贩零食终端毛利率仍有3-5pct下降空间。
- **高端折扣业态**：海外毛利率在成熟阶段约30%，同样定位的三只松鼠社区店毛利率约28%，预计毛利率下降空间有限。
- **通常认为，在毛利率下探背景下，渠道话语权强的一方将承担较少的损失；因此国内量贩零食步入下半场之际，更需关注折扣业态与上游供应商之间的渠道话语权强弱，预判折扣业态强化对上游供应商盈利能力的影响。**

国内量贩零食毛利率仍有下降空间



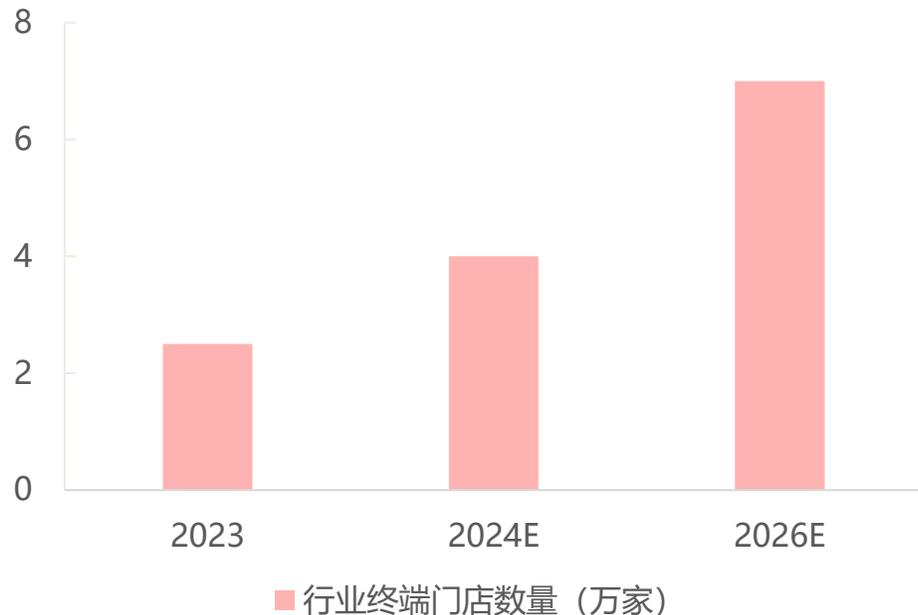
开店测算：终端红利仍可持续2-3年

□ 开店仍有翻倍空间，红利仍能持续2-3年。

✓ 以长沙终端门店数为稳态参考基准，参考人口密度、经济水平、区域条件测算空间：保守预计稳态门店空间可看5万家，乐观预计可看7万家。不同区域成熟度差异大，**华东区域具万店以上增量空间，新一线&二三线则为重点城市开拓方向。**

✓ 从开店速度看，24年仍处于跑马圈地阶段，头部两家预计新增1.3-1.5万家门店，预计24年底行业超4万家门店，同比增长超过60%。25-26年预计开店增速放缓，逐步达到稳态。**以行业稳态7万家门店计算，则对应23-26年行业门店CAGR达41%，开店红利仍能维持2年。**

量贩零食开店红利可持续2-3年



稳态下量贩零食仍有翻倍以上开店空间

分城市划分开店空间					
类别	23年终端数量	稳态终端		增量空间	
		中性	乐观	中性	乐观
新一线城市	1907	7565	10025	297%	426%
二线城市	2966	8171	11574	176%	290%
三线城市	6217	19001	25343	206%	308%
四五线城市	13910	17101	22809	23%	64%
合计	25000	51839	69751	107%	179%
头部量贩零食终端分地区开店空间					
东北	171	743	1254	335%	633%
华北	1123	1215	2040	8%	82%
华东	8828	15457	21384	75%	142%
华中	5737	9026	10906	57%	90%
华南	3203	3874	5366	21%	68%
西南	2447	3852	5031	57%	106%
西北	340	570	960	68%	182%
合计	21849	34737	46942	59%	115%

资料来源：零食很忙/赵一鸣公司官网、万辰集团公司年报、成都商报红星新闻、中国零食量贩行业蓝皮书、中国食品报、华安研究所测算

资料来源：百度地图、极海品牌监测、华安证券研究所整理与测算

PART 2

对标：国内VS海外的竞争要素

四类海外折扣业态一览

- 以往研究聚焦海外折扣业态自身如何提性价比，或是聚焦国内零售折扣业态发展，对于下游渠道与上游供应商（食品饮料）之间的分配关系研究有限。
- 本文从四类海外折扣业态出发：**会员制仓储、买断设计低价代工、市场下沉全球寻价、自有品牌折扣**。我们认为**规模优势、绑定客群、自有品牌**是折扣业态取得渠道话语权（议价权）的核心。规模优势对应渠道采购话语权强弱及商品潜在性价比空间；绑定客群对应潜在需求粘性；自有品牌对应供应链深度参与能力。

四类海外折扣业态模式总结

折扣业态类型	公司	客群	盈利模式
会员制仓储	Costco/Sam's Club	中产	会员费为主要收入来源 大包装、大牌低价商品吸引客户
买断设计低价代工	Target	中产	商品销售为主要收入来源 大牌高端设计、相对低价商品吸引客户
市场下沉全球寻价	Dollar Tree	大众	商品销售为主要收入来源 聚焦下沉市场，通过小包装、低价商品吸引客户
自有品牌折扣	ALDI	大众	商品销售为主要收入来源 自有品牌、高质低价商品吸引客户

资料来源：华安证券研究所整理

①会员制仓储模式：Costco、Sam's Club

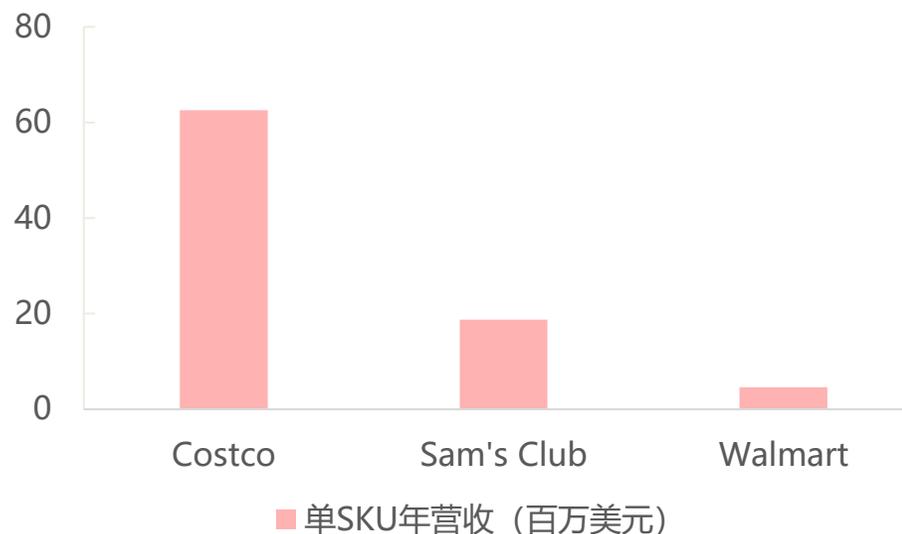
- **会员制仓储：规模优势+绑定中产需求。** 业态以会员费为主要收入来源，通过大包装、大牌低价商品吸引客户。以头部企业Costco/Sam's Club为例，其客单价约136/81美元，剔除会员费后，商品销售毛利率约10%-15%，净利率约2-3%。
- 渠道话语权：
 - ✓ **规模优势：精简SKU大幅提升单品规模优势。** 该业态单店SKU约4000个，对应单品类SKU通常在2-3个，远低于传统商超，便于集中采购大幅提升规模优势，进而提高渠道话语权。
 - ✓ **客群绑定：通过收费会员体系与直击需求痛点产品，深度绑定中产客群需求，** 进入该业态能提升产品形象，提高品牌力。
 - ✓ **自有品牌：** 该业态自有品牌占比营收约30%，主要集中在进入门槛较低的食品类；其余品类依赖外购大牌低价产品，渠道话语权仍有提升空间。

会员制仓储VS大卖场

业态	会员制仓储		大卖场
品牌	Costco	Sam's Club	Walmart
SKU数量	3800	4000	120000
绑定客群	中产且大量购买		大众
自有品牌占比	28%	30%	超过25%
客单价 (美元)	136	81	55
商品销售毛利率	10-15%		25%
主要利润来源	会员费		商品销售

资料来源：36氪、未来消费、PLMA、中国连锁经营协会、Perfect Price、前瞻产业研究院、联商网、Marketing Scoop、极目新闻网、Wind、各公司公告、华安研究所整理

Costco及Sam's Club单品规模优势突出



资料来源：36氪、未来消费、Marketing Scoop、各公司公告、Wind、华安研究所测算

② 高端设计低价代工模式：Target

- **高端设计低价代工模式：绑定中产时尚潮流需求+全球挖掘供应链成本洼地。**该业态以商品销售为主要收入来源，通过大牌同源+低价商品吸引客户。以头部企业Target为例，其客单价约62美元，门店毛利率近30%，净利率约4%。
- 渠道话语权：
 - ✓ **规模优势：不以单品采购规模优势见长。**该业态单店SKU约70000-80000，略低于大卖场业态，品类上较为平均。
 - ✓ **客群绑定：通过大牌高端设计的低价产品，深度绑定中产以上年轻女性客群。**进入该供应链能快速对接中产市场潮流需求。
 - ✓ **自有品牌：自有品牌占比营收约30%，以外购大牌同源设计+低价代工为主。**对于代工生产环节，公司话语权较强，可以挖掘全球供应链成本洼地。

高端设计低价代工VS大卖场

业态	高端设计低价代工	大卖场
品牌	Target	Walmart
SKU数量	70000-80000	120000
绑定客群	中产以上	大众
自有品牌占比	30%	超过25%
客单价（美元）	62	55
商品销售毛利率	30%	25%
主要利润来源	商品销售	商品销售

Target典型商业模式

产品品类	代工厂	对应大牌
电子	佳禾智能	华为、飞利浦
服装	晶苑国际	H&M、GAP、Lee
家纺	亚光家纺	Disney
其他合作		
品牌联名	2015年，与Lilly Pulitzer合作推出平价联名款“Lilly Pulitzer for Target”	
	2017年，与时尚潮牌VB联名推出平价单品	

资料来源：Perfect Price、前瞻产业研究院、各公司公告、财富中文网、华尔街见闻、Marketing Scoop、极目新闻网、Wind、华安研究所整理

资料来源：佳禾智能公司公告、晶苑国际招股说明书、亚光家纺官网、联商网、界面新闻、华安研究所整理

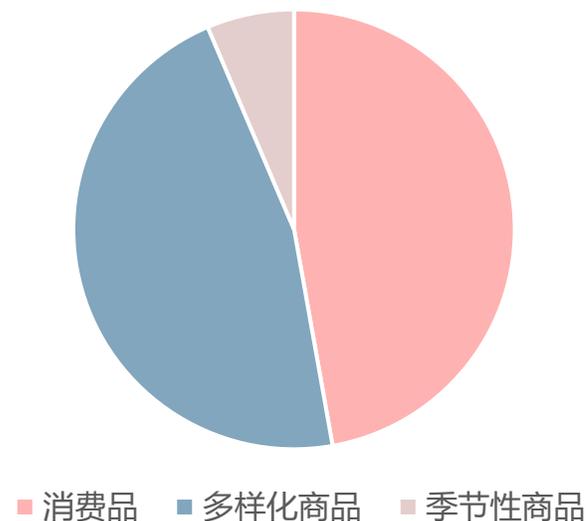
③市场下沉全球寻价模式：Dollar Tree

- **市场下沉全球寻价：消化全球供应链冗余+绑定大众需求。**该业态以商品销售为主要收入来源，聚焦下沉市场，通过小包装、1美元商品吸引客户。以头部企业Dollar Tree为例，其客单价约13美元，门店毛利率约35%，净利率约5%。
- 渠道话语权：
 - ✓ **规模优势：精简单品类SKU扩大规模优势。**该业态单店SKU约10000，接近传统商超，但单品类SKU通常在2-3个，通过大规模采购以帮助消化全球供应链冗余。
 - ✓ **客群绑定：该业态通过下沉开店与小包装低价商品，深度绑定大众人群。**通过对接大众需求，能保障上游厂商营收韧性。
 - ✓ **自有品牌：该业态自有品牌占比营收约30%，其余产品来自全球供应链冗余的低价产品，进口占比超过40%，渠道话语权仍有提升空间。**

市场下沉全球寻价VS大卖场

业态	市场下沉全球寻价	大卖场
品牌	Dollar Tree	Walmart
SKU数量	10000	120000
绑定客群	大众	大众
自有品牌占比	35%	超过25%
客单价 (美元)	13	55
商品销售毛利率	30%	25%
主要利润来源	商品销售	商品销售

Dollar Tree产品结构



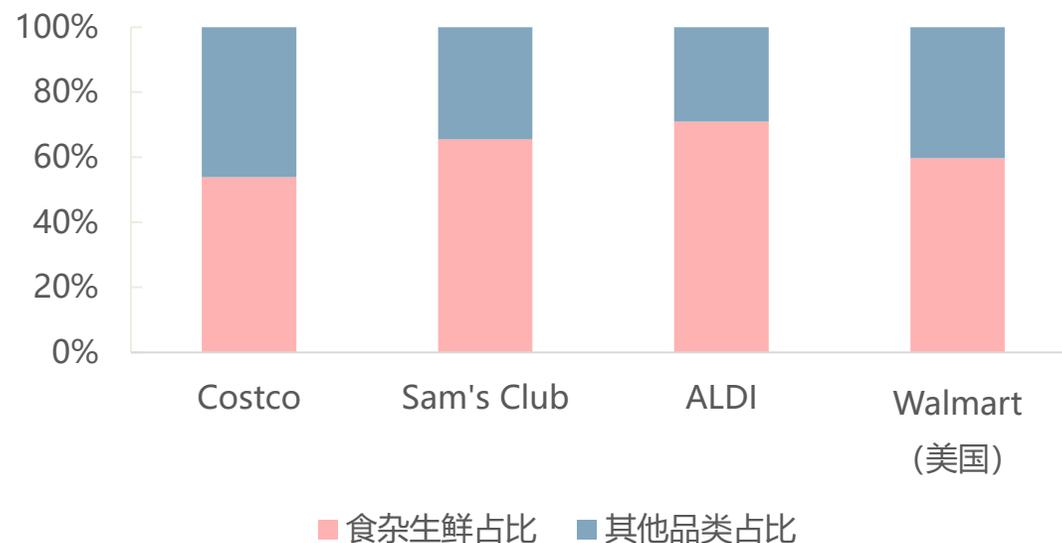
④自有品牌折扣模式：ALDI

- **自有品牌折扣：规模优势+绑定大众需求+深度参与供应链。**该业态以商品销售为主要收入来源，通过自有品牌、高质低价商品吸引客户。以头部企业ALDI为例，其客单价约50美元，商品销售毛利率约15%，净利率约3%。
- 渠道话语权：
 - ✓ **规模优势：精简SKU大幅提升单品规模优势。**该业态单店SKU约1500-2000个，进一步提高渠道话语权。品类上聚焦低门槛的食杂生鲜，为发展自有品牌奠定基础。
 - ✓ **客群绑定：通过高质低价自有品牌产品，深度绑定大众需求。**通过对接大众需求，能保障上游厂商营收韧性。
 - ✓ **自有品牌：自有品牌占比营收超过90%，通过帮助生产商进行系统性优化，深度参与供应链，具备较强话语权。**

自有品牌折扣VS大卖场

业态	自有品牌折扣	大卖场
品牌	ALDI	Walmart
SKU数量	1500-2000	120000
自有品牌占比	超过90%	超过25%
绑定客群	大众	大众
客单价（美元）	50	55
商品销售毛利率	15%	25%
主要利润来源	商品销售	商品销售

ALDI食杂生鲜占比较高



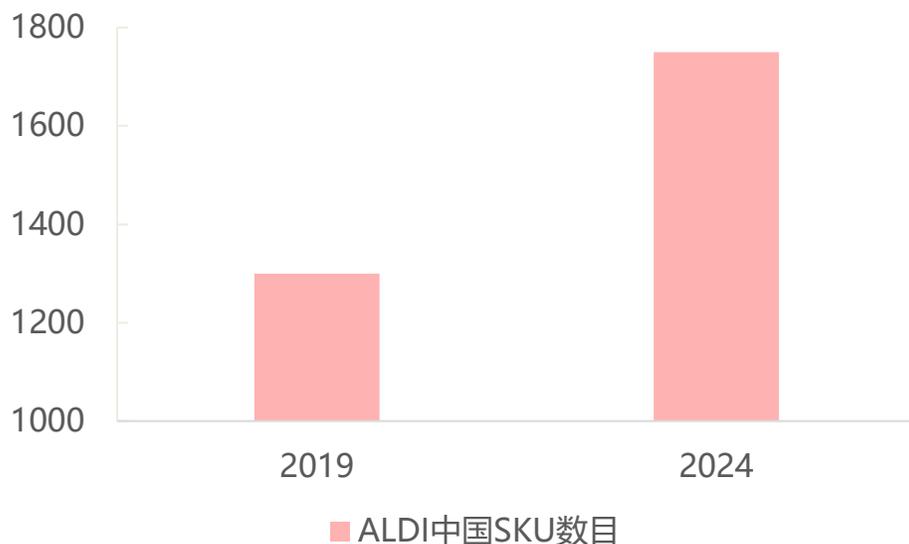
资料来源：Marketing Scoop、极目新闻网、界面新闻、《大道至简》迪特尔·布兰德斯/尼尔斯·布兰德斯著、华尔街见闻、FoodTalks、联商网、各公司公告、Wind、华安研究所测算

资料来源：零售商业财经、Wind、各公司公告、华安研究所测算

折扣业态复盘总结：规模效应（基础）

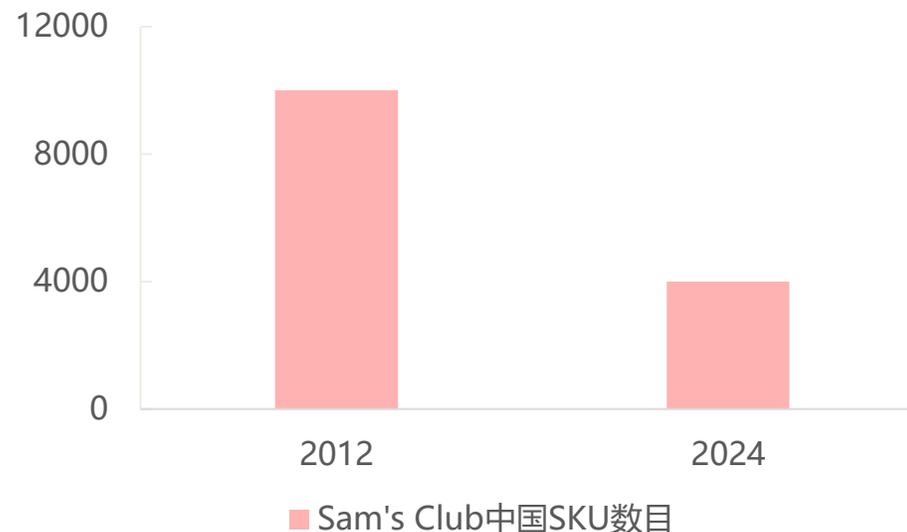
- 总结四类折扣业态：规模效应、客群绑定、自有品牌是取得渠道话语权的**核心**，三者呈递进关系，规模优势为基础。
- ✓ 扩大规模优势主要通过**精简选品**，其核心在于如何评估商品畅销程度。从海外折扣业态来看，有两种精简选品方法。
- ✓ 方法一是做**加法**，从部分品类出发，逐步积累评估经验，并将之复制于新的品类，逐步扩充SKU，典型代表如ALDI。
- ✓ 方法二是做**减法**，依靠过往商品销售情况，持续淘汰低效产品，逐步精简SKU，典型代表如Sam's Club。

ALDI中国SKU数目稳步上升



资料来源：页面新闻、食业家、华安证券研究所整理

山姆会员中国SKU数目持续精简

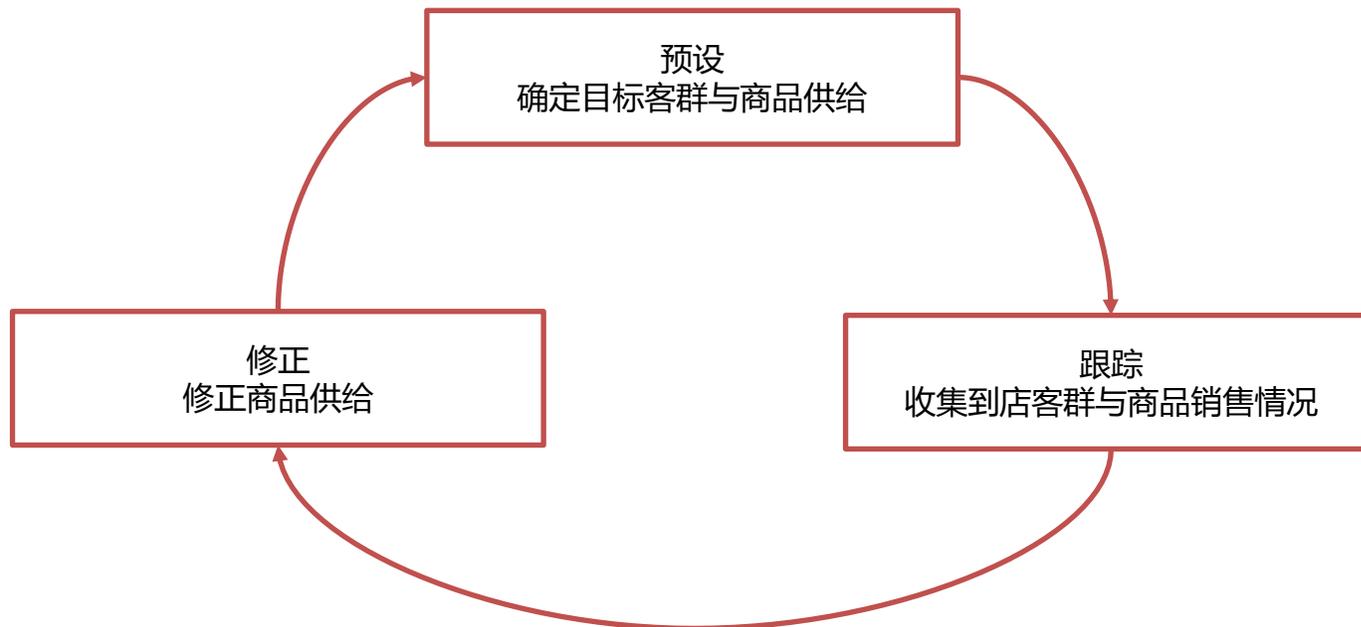


资料来源：36氪未来消费、华安证券研究所整理

折扣业态复盘总结：客群绑定（深化）

- **折扣业态通过绑定客群成为需求代言人，以提高对上游厂商的议价能力。该方式核心点①形成客群画像②根据客群画像选择满足需求痛点的商品，持续提高客户忠诚度。**其中第二点主要通过通过对商品销售大数据分析完成，竞争壁垒相对较低，本篇主要讨论第一点。
- ✓ **形成客群画像可以避免低效价格战。**从海外成熟折扣业态来看，市场需求进行了差异化切分，**成熟企业只需对目标客群提供性价比产品**，商业模式即可有效运行。由此企业无需向全市场消费者提供性价比产品，进而被动卷入低效价格战。
- ✓ **形成客群画像需要企业持续精耕，考验战略定力。**比如，Costco坚持定位中产阶级为目标客群；ALDI始终将目标客户锁定为中低收入+价格敏感群体。精耕过程主要包括**预设、跟踪、修正三个环节**。

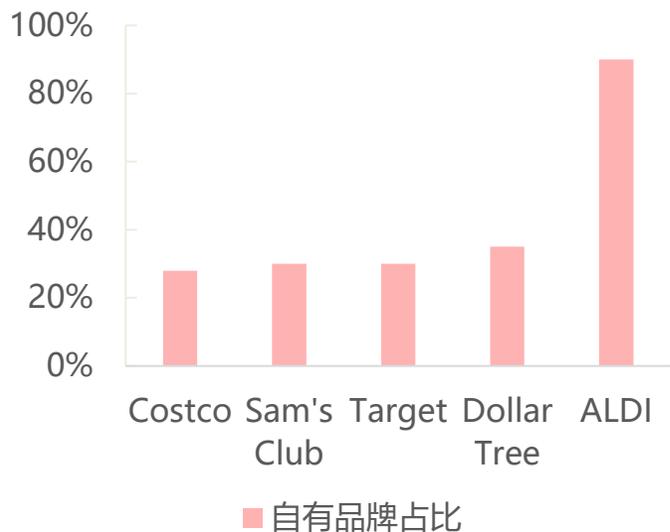
客群画像形成经历预设、跟踪、修正三个环节



折扣业态复盘总结：自有品牌（高阶）

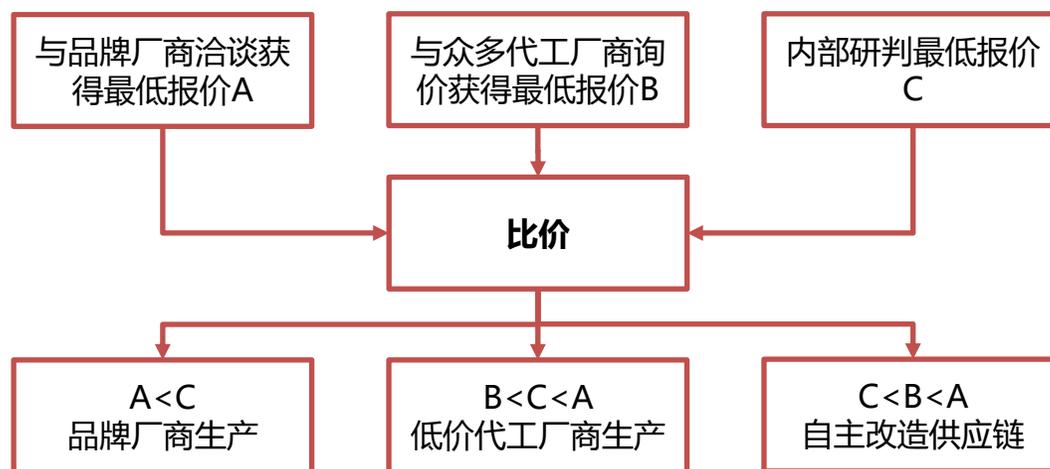
- ❑ **自有品牌是提高渠道话语权的高阶方式，是折扣业态的长期主线。**从海外折扣业态看，发展自有品牌核心在于形成“选品+供应链+品宣”合一的自有品牌打造模式。
- ✓ 选品：基于绑定客群需求痛点，精选潜力热卖商品。
- ✓ 供应链：以ALDI为例，针对潜力热卖商品的生产供应链，通过供应链谈判、更换供应链、自主改造供应链等方式，全面提高供应链效率，以形成具备极致性价比的产品。
- ✓ 品宣：绑定中产客群则通常依靠消费者口碑或社交媒体自发宣传，销售费率维持低位；绑定大众客群则通常需要投入一定的销售费用以宣传。

发展自有品牌是折扣业态主线



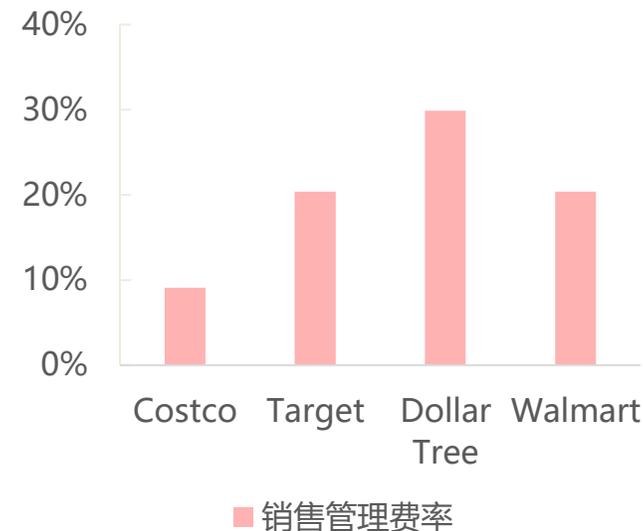
资料来源：PLMA、中国连锁经营协会、财富中文网、职业零售网、联商网、华安研究所整理

ALDI深度参与供应链形成极致性价比产品



资料来源：华安证券研究所整理

中产客群销售费率维持低位

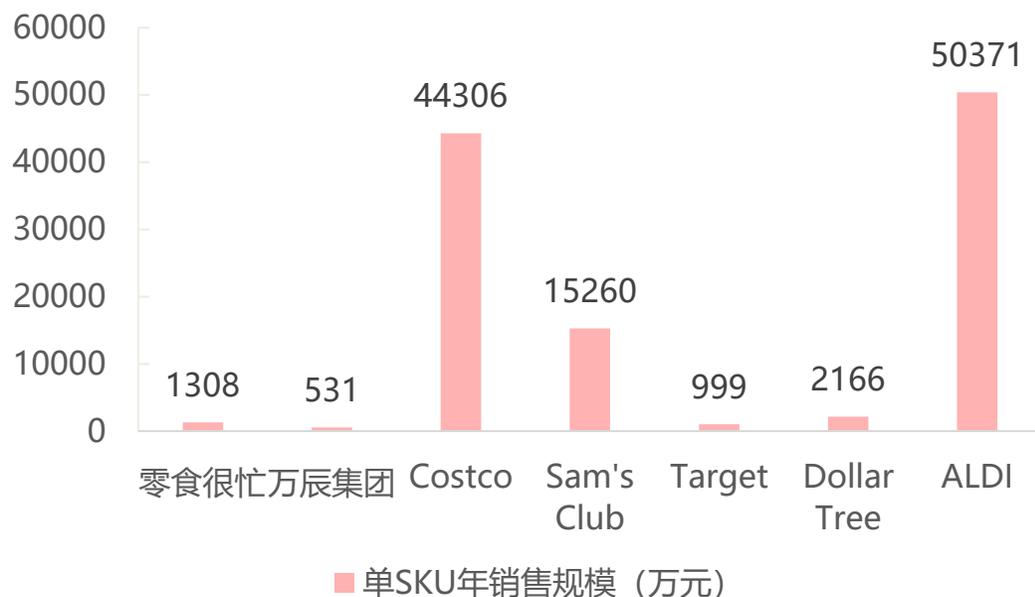


资料来源：各公司公告、华安证券研究所整理

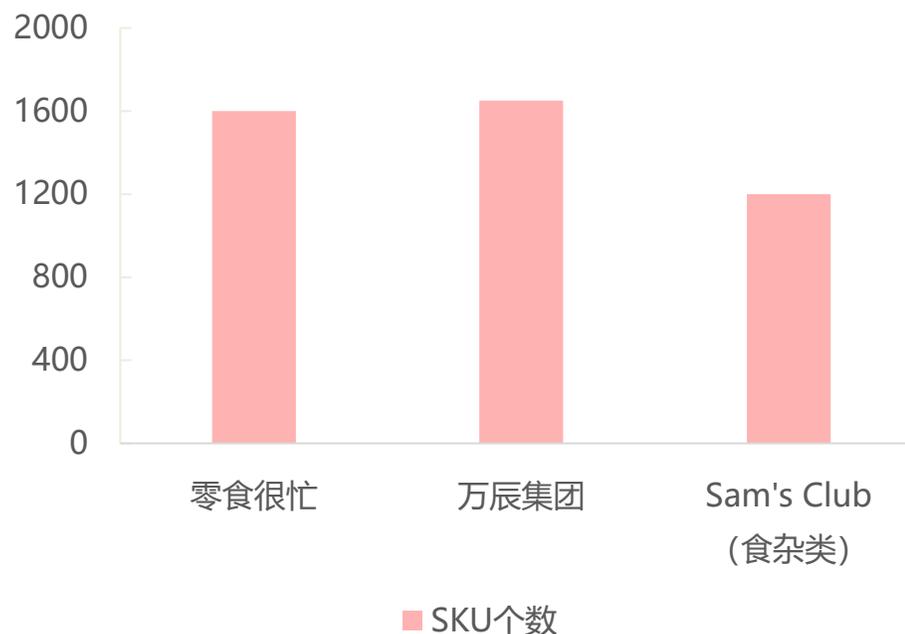
再看国内VS海外：规模效应，首要差距

- 对比差异之一：单品规模，零食很忙/万辰集团单SKU年销售额分别约1308/531万元，相较于海外折扣业态仍有较大差距，规模优势仍具深化空间。
- 对比差异之二：SKU数目，国内量贩SKU数目在1500-2000个左右，单品类SKU甚至能超过10个，高于海外成熟折扣业态。我们预计未来量贩零食或将提高低效产品淘汰力度，扩大高效产品采购规模，缩减单品类SKU数目。参考海外折扣业态，量贩零食SKU预计仍有10%-15%的下降空间。
- 客观条件，国内量贩零食经过3年发展对各品类的销售情况已形成一定数据跟踪，可采用Sam's Club模式，逐步精简SKU数目。

量贩零食单品规模仍具深化空间



国内量贩零食SKU数目仍有精简空间



资料来源：36氪、未来消费、华尔街见闻、零售威观察、FoodTalks、新消费智库、零售圈、Supermarket Inside、Wind、各公司公告、华安研究所测算

资料来源：36氪、未来消费、华尔街见闻、零售威观察、FoodTalks、新消费智库、零售圈、Wind、各公司公告、华安研究所测算

再看国内VS海外：客群绑定，消费下沉

- **当前国内零食业态差异化客群定位初显端倪。**其中，以很忙/万辰为代表的量贩零食，目标大众；以三只松鼠为代表的高端性价比折扣，目标客群从中产延伸至大众；以良品铺子、来伊份为代表的传统零售，目标中产。
- **资源加速集中大众客群，差异化成战略焦点。**在消费增长放缓背景下，大众客群仍具备较强需求韧性，我们预计未来其余零食业态将向大众客群倾斜资源，差异化或将成为下一阶段各零食业态战略重点，更满足需求痛点的产品、更高效的服务、更完备的会员体系、更便捷的选址.....都将是企业差异化竞争的抓手。

国内零食业态差异化客群初显端倪

业态	品牌	目标客群	客单价 (元)
量贩零食	零食很忙	大众	30-40
量贩零食	万辰集团	大众	30-40
高端性价比	三只松鼠	大众+中产	50-60
传统零售	良品铺子	中产	60
传统零售	来伊份	中产	60

三只松鼠面向大众客群推出特定产品



再看国内VS海外：自有品牌，尚处早期

- **短期维度：量贩零食自有品牌仍处于蓄势待发。**当前国内量贩零食仍以第三方品牌为主，我们预计当国内量贩零食品牌对供应链的熟悉程度到达一定程度后，将具备深度供应链，届时自有品牌或将呈加速趋势，当前仍处于经验累积蓄势待发阶段。参照ALDI英国、中国分别耗时10-15年、5-7年才完善本土自有品牌供应链，我们预计国内量贩零食仍需要3-5年时间以积累经验。
- **高端性价比自有品牌处于供应链蓄势强化阶段。**三只松鼠通过在全国建立5大集约化生产基地，深度参与供应链提效，自有品牌建设能力持续强化。目前华东无为基地已经启用，华北武清基地破土动工。

国内量贩零食自有品牌仍处于蓄势阶段

业态	品牌	自有品牌情况
量贩零食	零食很忙	与大牌供应商探索定制化产品
量贩零食	万辰集团	聚焦选品，尚未发力
高端性价比折扣	三只松鼠	建设5大集约化生产基地，强化深度参与供应链能力

资料来源：第三只看零售、整点消费、万辰集团公司公告、华安研究所整理

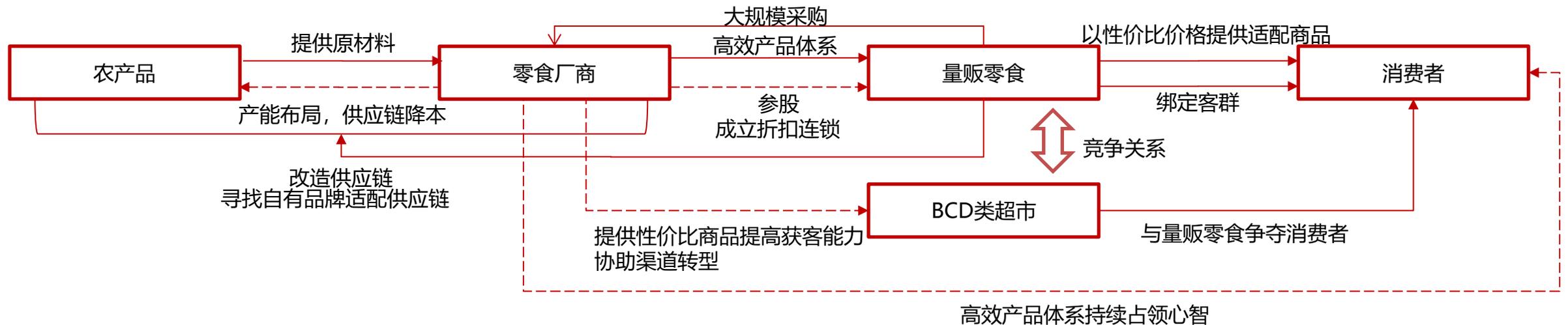
PART 3

探讨：从下游折扣业态看零食投资

零食投资逻辑梳理

- 结合上文海内外折扣业态发展趋势，我们回到零食企业投资：
- ✓ 对比四类海外折扣业态，当前国内量贩零食在商业模式上类似会员仓储，以规模优势见长，降低采购价格提高性价比；在客群绑定上类似DollarTree通过市场下沉+小包装+低价商品，积极绑定大众客群。
- ✓ 随着量贩零食进入下半场，竞争程度加剧，面对规模优势大且绑定大众需求而提高话语权的下游渠道，上游厂商该如何应对？
- ✓ 我们认为：国内量贩零食渠道在规模效应、绑定客群两大基础能力上尚且具备长足的深化空间，仍需借零食企业助其提升“SKU价值”及深化“客群粘性”，**零食企业建立议价权的核心护城河因此在于：高效的产品体系、供应链降本能力、绑定渠道获客能力。**

量贩零食渠道各环节提高话语权措施



零食企业应对：高效的产品体系

□ 从短期看，国内量贩零食或精简SKU以提高规模优势，低品牌力产品将首当其冲面临淘汰风险。从长期看，自有品牌是折扣业态发展主线，扮演行业价格屠夫角色，极端情况下，上游零食厂商将沦为代工厂商。**高效的产品体系将成为零食企业应对下游渠道话语权提升的重要抓手**，其中高效体现在**强品牌力与丰富产品矩阵**能持续占领消费者心智。

- ✓ **品牌力**：洽洽食品、劲仔食品、三只松鼠凭借十亿级大单品，在品牌力上相对突出，盐津铺子、甘源食品虽然单品规模相对较小，但借力Sam's Club渠道，持续触达所绑定的中产客群，品牌认知度持续向上，带动产品体系提效，亦值得关注。
- ✓ **丰富产品矩阵**：盐津铺子、三只松鼠持续品类开拓，在产品矩阵丰富度上相对突出，甘源食品虽然在产品品类数量上相对较少，但口味研发能力优秀，亦值得关注。

上游零食厂商产品体系

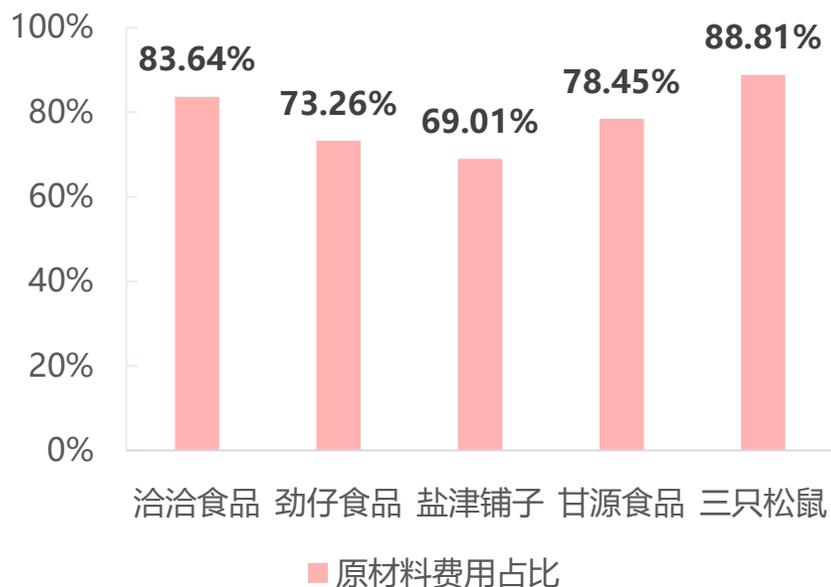
公司	品牌力	产品矩阵
洽洽食品	具备10亿级大单品 瓜子：42.7亿/坚果类：17.5亿	瓜子、坚果2大品类
劲仔食品	具备10亿级大单品 鱼干：12.9亿/鹌鹑蛋：超过3亿	鱼制品为主，鹌鹑蛋份额领先
盐津铺子	单品类规模相对较小，魔芋4.8亿 借助Sam's Club等渠道提高品牌力	现有7大品类 计划未来每隔1-2年新增1个品类
甘源食品	单品类规模相对较小，口味型坚果4.3亿 借助Sam's Club等渠道提高品牌力	老三样+口味型坚果
三只松鼠	具备10亿级大单品，电商时代积累丰厚品牌红利 坚果类：38.1亿	坚果为主 果干、烘焙、肉制品开发经验丰富

零食企业应对：供应链降本能力

□ 随着下游量贩连锁逐步加强渠道话语权，上游零食厂商势必面临价格走低、利润空间收窄的压力。**供应链降本能力是上游零食厂商应对渠道话语权提高的重要依仗。**

✓ 从零食厂商营业成本拆分看，原材料占比普遍超过65%，原材料端降本能有效传导下游价格走低压力。我们认为**主动布局上游的盐津铺子、劲仔食品、洽洽食品在原材料降本上更具优势**。三只松鼠通过控股等方式进行“直采合作”，逐步加强上游布局，亦值得关注。

原材料成本占比营业成本普遍超过65%



资料来源：各公司公告、华安证券研究所整理

零食厂商原材料降本方式

公司	原材料降本方式	主要内容
洽洽食品	布局上游	葵花籽采购中50%通过订单农业模式
劲仔食品	布局上游	在肯尼亚建立工厂，日处理鲜鱼200吨
盐津铺子	布局上游	投资魔芋、鹌鹑蛋、马铃薯粉生产项目
甘源食品	原材料替代	用稻米油替代价格攀升的棕榈油
三只松鼠	直采合作	直采于国际、国内头部产区；通过控股、合资深化产区布局

资料来源：各公司公告、各公司官网、华安证券研究所整理

零食企业应对：绑定渠道获客能力

□ 除了高效的产品体系与供应链降本能力外，零食厂商还可以通过参股、协助渠道转型等方式以绑定渠道获客能力。

✓ 盐津铺子：参股零食很忙，短期可以快速提高业态渗透率，中长期或面临其他量贩连锁品牌封锁。

✓ 三只松鼠：①打造定位高端性价比的社区零食店直接参与折扣业态；②通过向BCD类传统渠道提供具备性价比的商品以提高获客能力，协助传统渠道转型，间接参与折扣业态。

上游零食厂商绑定渠道获客能力

公司	深度参与折扣业态方式	优势/劣势
盐津铺子	参股零食很忙	优势：短期可以快速提高业态渗透率
		劣势：中长期可能面临其他量贩连锁品牌封锁
三只松鼠	打造社区零食店直接参与折扣业态	优势：下游渠道掌握力度高
		劣势：需要一定时间迭代单店模型
	向BCD类传统渠道提供性价比商品，协助渠道转型，间接参与折扣业态	优势：提供性价比产品以协助渠道转型+保障利润空间，快速放量可期
		劣势：经销商数量上升提高渠道管理难度

综合推荐：盐津铺子+三只松鼠

□ 综合高效的产品体系、供应链降本能力、绑定渠道获客能力三个维度，我们认为**盐津铺子**、**三只松鼠**相对占优，更能从容应对量贩零食渠道话语权提高带来的不利影响。

应对渠道话语权提高能力

公司	高效的产品体系	供应链降低本能力	绑定渠道获客能力
盐津铺子	产品矩阵丰富，现有7大品类并计划未来每隔1-2年新增1个品类 借力山姆等渠道持续抢占中产客群品牌心智 魔芋、鹌鹑蛋品牌影响力持续提升	投资魔芋、鹌鹑蛋、马铃薯粉生产项目	参股零食很忙
三只松鼠	坚果品类营收达38.1亿占据消费者心智 电商时代积累丰厚品牌红利	直采于国际、国内头部产区 通过控股、合资深化产区布局	①打造社区零食店直接参与折扣业态 ②向BCD类传统渠道提供性价比商品，协助渠道转型，间接参与折扣业态

资料来源：各公司公告、华安证券研究所整理

定价空间：盐津铺子

□ **盐津铺子：考虑到公司产品矩阵丰富+布局上游+参股下游渠道，能一定程度上缓解量贩渠道话语权上升影响，保守/中性/乐观净利率11.7%/12.7%/13.7%，当前市值（116亿）对应26年PE分别为12.6X/11.6X/10.7X，较成熟企业仍有上升空间。**

✓ **收入：**公司未来3年增量主要来自于量贩与电商，预计26年营收78.5亿，23-26CAGR达24%。量贩通过深度绑定零食很忙体系，持续提高单店SKU数量，增速预计高于量贩零食行业增速。电商随着优秀管理团队到位，依靠抖音渠道进行快速放量。

✓ **毛利率：**公司①产品矩阵丰富能持续满足消费者需求痛点，通过借力山姆/盒马渠道打造蛋皇/大魔王品牌以提高品牌力；②布局上游供应链传导下游渠道压力；③参股下游渠道，提高议价能力，我们预计下游量贩渠道话语权上升对公司经销渠道盈利能力影响有限。在其他条件不变下，我们测算公司保守/中性/乐观毛利率分别为30.9%/31.9%/32.9%。

✓ **市值空间：**保守/中性/乐观情景下，预计归母净利率为11.7%/12.7%/13.7%，对应归母净利润为9.2/10.0/10.8亿元。当前市值（116亿）对应26年PE分别为12.6X/11.6X/10.7X，相较于零食成熟企业，估值仍有上升空间。

盐津铺子26年盈利空间测算

	保守	中性	乐观
收入 (亿元)		78.5	
26年量贩业务占比营收		30%	
经销渠道毛利率	27.2%	28.6%	30.0%
毛利率	30.9%	31.9%	32.9%
净利率	11.7%	12.7%	13.7%
归母 (亿元)	9.2	10.0	10.8

定价空间：三只松鼠

□ **三只松鼠**：考虑强品牌力+集约化生产+开店助渠道转型，能缓解量贩渠道话语权上升影响，保守/中性/乐观净利率3.6%/4.9%/5.8%，当前市值（67亿）对应26年PE分别为10.3X/7.8X/6.6X。

✓ **收入**：公司未来3年主要增量来自于抖音渠道+线下渠道（传统分销转型+社区店扩容），我们测算公司线上渠道突破百亿，线下渠道近70亿，对应26年营收177亿，23-26CAGR达24%。

✓ **毛利率**：由于①公司在中产客群中已形成品牌认知，对标海外定位中产偏上的折扣店Target，预计能维持高于其他折扣业态毛利率；②公司集约化生产基地有望带动坚果自供比例从40%提高至80%，供应链提效深化；③公司通过开店/协助渠道转型，深度参与折扣业态，对下游渠道掌握力度提升，我们预计线下业务受量贩渠道话语权上升影响或相对有限。在其他条件不变下，我们测算公司保守/中性/乐观毛利率分别为23.5%/24.2%/24.7%。

□ **市值空间**：假设26年坚果自供比例达80%，保守/中性/乐观情景下，预计归母净利率为3.6%/4.9%/5.8%，对应归母净利润为6.5/8.6/10.2亿元。当前市值（67亿）对应26年PE分别为10.3X/7.8X/6.6X。

三只松鼠26年盈利空间测算

	保守	中性	乐观
收入（亿元）	177		
26坚果自产比例	80%		
线下业务毛利率	20.4%	22.2%	23.6%
毛利率	23.5%	24.2%	24.7%
销售费率	17.0%	16.7%	16.5%
管理费率	2.8%	2.6%	2.4%
净利率	3.6%	4.9%	5.8%
归母（亿元）	6.5	8.6	10.2

全文结论：盈利估值

- 从公司应对量贩渠道话语权上升能力及边际变化情况，我们优选盐津铺子、三只松鼠。
- 盐津铺子渠道议价权护城河在于产品矩阵丰富+布局上游+参股下游渠道，保守/中性/乐观净利率11.7%/12.7%/13.7%，**当前市值对应26年PE分别为12.6X/11.6X/10.7X，较成熟企业仍有上升空间。**
- 三只松鼠渠道议价权护城河在于强品牌力+集约化生产提效+开店/协助渠道转型，假设26年坚果自产比例80%，保守/中性/乐观净利率3.6%/4.9%/5.8%，**当前市值对应26年PE分别为10.3X/7.8X/6.6X。**

可比公司业绩估值

证券代码	证券简称	股价	市值 亿元	营收增速			归母净利润增速			PE			利润CAGR
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002847.SZ	盐津铺子	42.14	115.6	26.4%	23.1%	22.6%	33.4%	25.9%	27.0%	17.1	13.6	10.7	28.7%
300783.SZ	三只松鼠	16.72	67.0	46.3%	33.5%	27.7%	71.0%	54.4%	48.3%	17.8	11.6	7.8	57.6%
003000.SZ	劲仔食品	10.19	46.0	23.4%	23.0%	22.8%	39.2%	28.7%	25.3%	15.8	12.2	9.8	30.9%
002991.SZ	甘源食品	52.51	48.9	22.4%	19.4%	17.1%	10.8%	24.8%	22.4%	13.4	10.8	8.8	19.2%
002557.SZ	洽洽食品	27.29	138.4	10.8%	11.2%	10.9%	22.0%	17.6%	14.9%	14.1	12.0	10.5	18.1%
603719.SH	良品铺子	10.32	41.4	4.9%	7.7%	7.5%	-6.5%	24.1%	18.9%	82.0	66.1	55.6	11.3%

注：三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品、甘源食品使用华安研究所预测；洽洽食品、良品铺子使用Wind一致预期。PE与市值对应2024/9/20日收盘价。

资料来源：Wind、各公司年报、华安证券研究所整理与测算

风险提示

- 1、新品拓展不及预期
- 2、渠道拓展低于预期
- 3、原材料成本上涨
- 4、市场竞争加剧

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持!

分析师：邓 欣 S0010524010001

联系人：郑少轩 S0010124040001