

分析师: 刘冉
登记编码: S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

渠道与产品创新带来新一轮增长

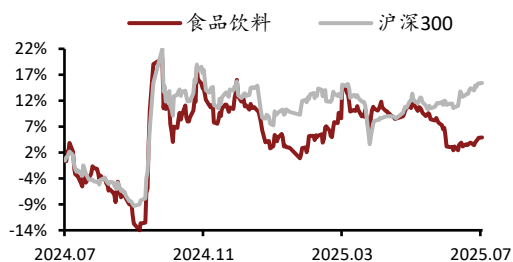
——零食行业深度分析

证券研究报告-行业深度分析

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期: 2025 年 07 月 15 日



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《食品饮料行业年度策略: 成长中枢下沉, 渠道和产品创新推动发展》 2025-06-20

《食品饮料行业月报: 餐饮行情延续, 多数子板块表现优异》 2025-06-06

《食品饮料行业月报: 餐饮行情延续, 零食、乳品领衔》 2025-05-14

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点:

- 零食有着娱乐、代餐和礼品三大功能, 满足了不同年龄和场景的各式需求, 是食品的重要补充, 也是生活中不可或缺的调剂。中国零食从一个陈旧的传统行业转变为现代化的大产业, 零食市场已经突破一万亿元, 并且以较快的速度增长着。我们认为, 未来三年零食市场将会保持在 6%至 8%的增长区间, 2026 年有望突破 14000 亿元规模。
- 与其它品类相比, 零食市场的增长相对较快。2024 年, 预制菜、保健品、白酒、啤酒和零食市场的销售规模分别增长了 15.6%、11.5%、-5.2%、3%和 8.7%, 零食市场的增长低于预制菜和保健品, 但高于白酒和啤酒。就二级市场而言, 2016 至 2019 年零食板块营收年均增长 25.59%, 2020 至 2024 年年均增长 14.62%, 前后两个阶段均快于其它子板块。
- 电商和线下超市仍是核心的销售渠道, 在零食销售中合计规模占比达到 68%。此外, 零食量贩和品牌门店各占分销比例 14%、10%。上述各渠道均经历了从高速到低速的变化。就当前来看, 零食在商超渠道的销售增速保持在 5%至 6%, 电商渠道约在 7%至 8%, 量贩渠道增长迅猛。
- 零食可细分为坚果炒货、膨化食品、糖果、烘焙、肉制品、熟食、果干蜜饯、饼干威化以及其它, 其中, 坚果炒货、烘焙糕点、膨化食品、肉制食品及糖果都是消费额超过 1500 亿元的大品类。迎合健康绿色消费趋势的品类增长较快, 传统零食增长缓慢。
- 零食量贩是专门销售零食的连锁门店。门店的布局广泛而密集、人口覆盖率高; 门店上架零食有折扣特征, 呈现高性价比、琳琅丰富及高频迭代的优势。零食量贩通过快速地、大面积地展店, 将渠道渗透到各层级市场, 以此形成规模效应并实现盈利。高效的供应链是零食量贩的核心价值, 零食量贩的供应链管理以“扁平化结构、高效周转、数字化协同”为核心, 通过精简流通环节、强化品控与仓储物流效率, 支撑其高周转、低毛利的商业模式。
- 截至 2025 年 7 月中国零食量贩门店总数已超 4 万家, 预计到 2025 年底门店数将达 4.5 万家。零食量贩中的双寡头格局已然形成, 鸣鸣很忙和万辰集团的市场份额合计 75%, 目前零食量贩是一个绝对集中的市场。
- 零食量贩的门店布局以低线市场为主导, 门店多数集中在三四线城市, 其中县域市场是激烈的竞争区域。此外, 南方区域的门店布局进程领先, 北方区域的布局速度目前正在加快。零食量贩单店盈利在一、二线城市与三、四线城市之间差异较大: 低线城市的单店毛利率较高, 但是营业额较低; 一、二线城市的毛利率较低, 但客流量、客单价等销量指标较高。
- 投资建议: 在量贩崛起的过程中, 厂商享有销售高增长的红利; 而渠道的高估值在于未来门店扩张的可预见空间。我们推荐个股洽洽食品 (002557)、劲仔食品 (003000) 和盐津铺子 (002847)。

风险提示: 更多资本涌入零食量贩这一赛道, 导致该市场的竞争加剧; 零食厂商的利润空间被压缩; 零食渠道类个股的估值较高, 或带来回调风险。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

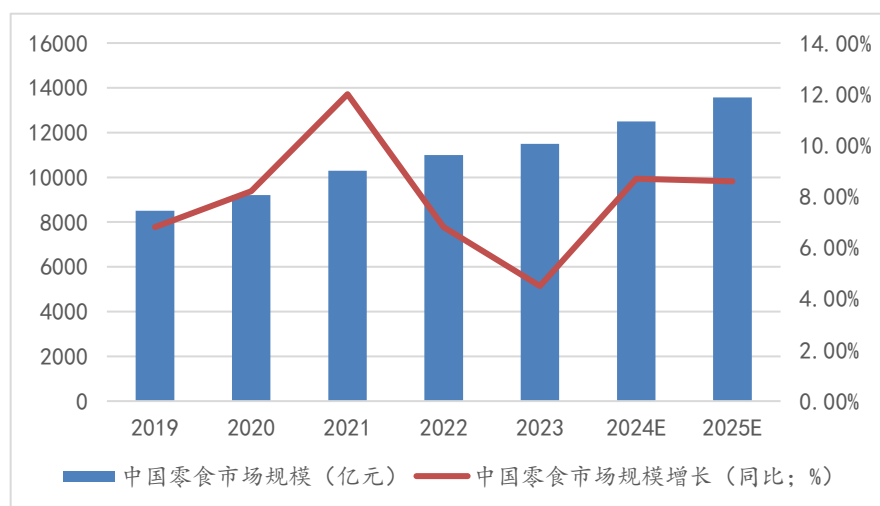
1. 零食行业当前概貌

1.1. 零食市场规模及增长

零食有着娱乐、代餐和礼品三大功能，满足了不同年龄和场景的各式需求，是食品的重要补充，也是生活中不可或缺的调剂。中国零食已经从一个陈旧的传统行业转变为现代化的大产业。

中国零食市场已经突破一万亿元，并且以较快的速度增长着，城镇化以及产品和渠道创新是零食行业大步发展的重要推手。我们认为，未来三年零食市场将会保持在 6%至 8%的增长区间，2026 年有望突破 14000 亿元规模。根据艾媒咨询的预测，2024 年中国零食市场的规模已达到 12500 亿元，较 2023 年增长 8.7%。零食市场保持了较快的增长，产品创新、渠道创新激发了市场广泛的零食需求，是该市场保持较快增长的内驱力。我们认为，未来三年零食市场将会保持在 6%至 8%的增长区间，2026 年有望突破 14000 亿元规模。

图 1：中国零食市场规模及其增长

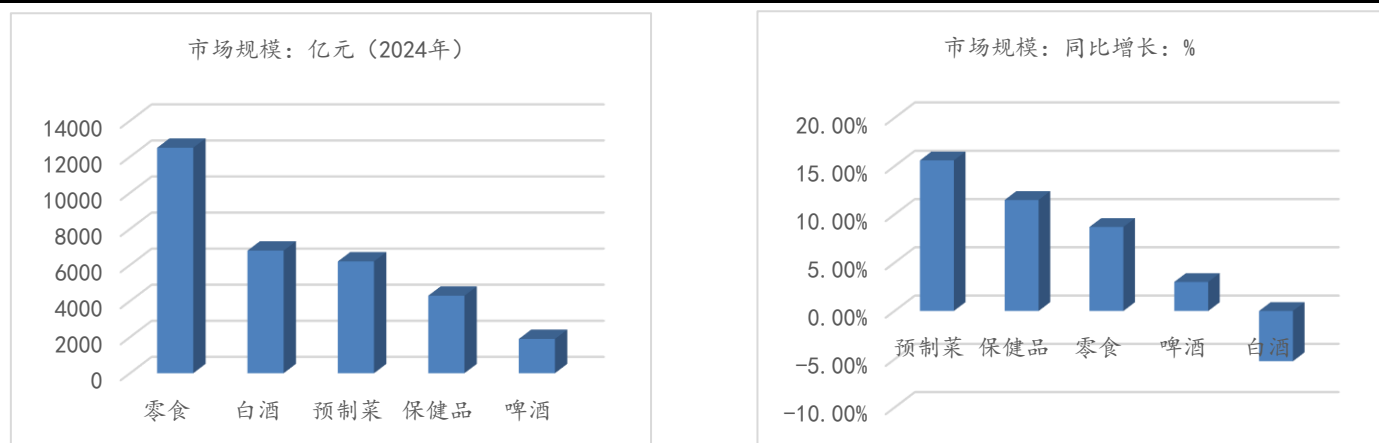


资料来源：艾媒咨询，中原证券研究所整理

与其它品类相比，零食市场的增长相对较快。我们用预制菜、保健品、白酒、啤酒四个食品品类与零食作为比较，横向比较之下发现零食市场的增长相对较快。

根据 Euromonitor、Frost & Sullivan 以及中国酒业协会的数据，2024 年，预制菜、保健品、白酒、啤酒和零食市场的销售规模分别增长了 15.6%、11.5%、-5.2%、3%和 8.7%，零食市场的增长低于预制菜和保健品，但高于白酒和啤酒。

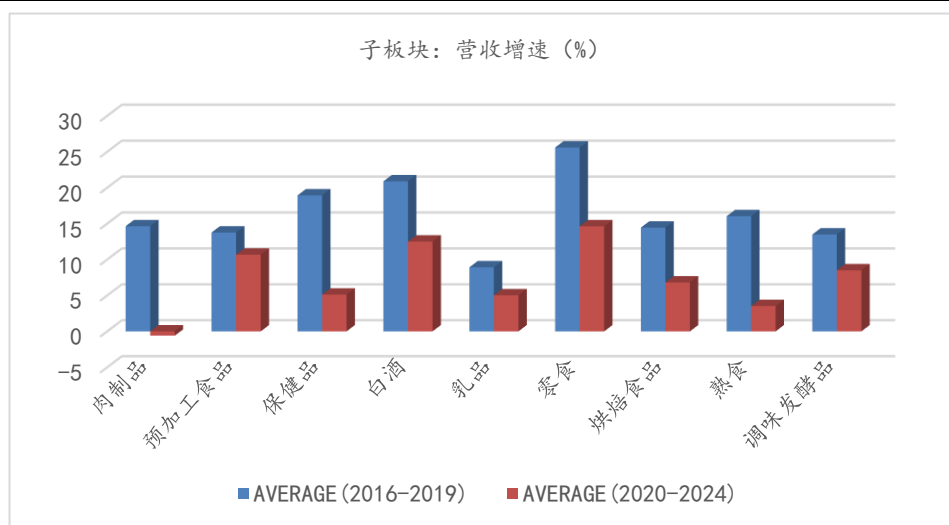
图 2：零食与其它食品类的规模与增速比较



资料来源：Euromonitor，Frost & Sullivan，中国酒业协会，中原证券研究所整理

就二级市场而言，根据 IFinD 的数据，零食板块相比其它食品饮料板块也经历了较快的收入增长。2016 至 2019 年零食板块营收年均增长 25.59%，2020 至 2024 年年均增长 14.62%，前后两个阶段均快于其它子板块。

图 3：食品饮料各子板块的营收增长情况



资料来源：中原证券研究所 iFinD

电商渗透率提升，产品持续创新，社会发展阶段激发的心理需求以及渠道创新共同促成了传统零食行业新一轮的发展红利。中国零食市场的增长相对较快，主要由几个要素所推动：一是，电商渗透率持续提升，特别是兴趣平台和生活平台的崛起，带动了零食增长。二是，产品创新方面有较多突破，品类日趋多元化，比如相比传统零食，坚果、蛋白棒、深海类等创新零食更加关注健康价值与情绪价值，正是产品创新赋予古老行业以新的增长活力。三是，疫情期间对零食的需求激增，其中包含了一部分的心理需求；在经济低增长阶段，社会机会锐减，零食带给消费者低成本消费慰藉。四是，随着零食量贩新业态的扩张，为零食的分销带来了新的可能，下沉市场的充分调动提供新一轮市场增长红利。

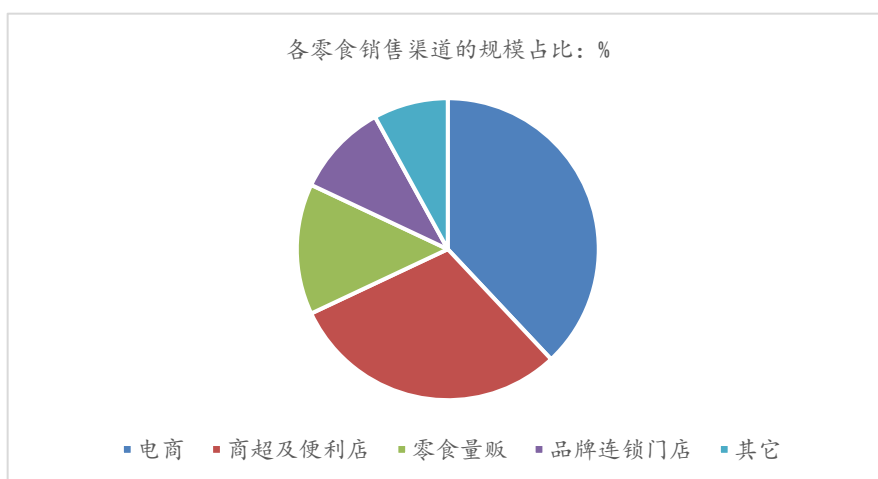
1.2. 零食的销售渠道

1.2.1. 各渠道的贡献占比

电商和线下超市仍是核心的销售渠道，在零食销售中合计规模占比达到 68%。此外，零食量贩和品牌门店各占分销比例 14%、10%。

根据凯度消费者指数、Euromonitor 及 Frost & Sullivan 的数据，我们预计，截至 2024 年各零食销售渠道的销售额占比大致如下：电商渠道的占比约为 38%，电商渠道是指天猫、京东、拼多多、抖音、小红书、美团闪购等各类电商平台、生活平台和兴趣平台；线下商超和便利店的渠道占比约为 30%；零食量贩渠道的占比约为 14%；品牌自建的连锁门店（如良品铺子、来伊份等自建门店）占比约为 10%；自动贩卖机、学校卖部等渠道占比约为 8%。可见，电商和线下超市仍是核心的销售渠道，在零食销售中合计规模占比达到 68%。

图 4：零食各销售渠道的规模占比情况



资料来源：凯度消费指数，Frost & Sullivan，中原证券研究所整理

1.2.2. 各渠道的增长情况

上述各渠道的增长轨迹不同，均经历了从高速到低速的变化。就当前来看，零食在商超渠道的销售增速保持在 5%至 6%，电商渠道约在 7%至 8%，量贩渠道增长迅猛。零食量贩渠道的迅猛崛起，其背后有着清晰的市场逻辑，即改造供应链体系，实现直销、低价、高频和便利的分销功能。依托高效的供应链以及低价策略，量贩这一渠道创新拉动了零食市场的整体增长。

电商

根据欧睿的数据，2008 至 2022 年电商渠道的零食销售规模从 2 亿元增至 1040 亿元，年复合增长率为 55.7%，增速远超其他渠道。2024 年，电商渠道的零食销售额增长 7.8%，仍高于线下商超渠道，但是电商的各分销平台却显著分化，2024 年：

淘宝渠道的零食销售额整体下滑 6.8%其中大部分品类呈现下滑趋势，并且缺少高增速的品类——增长较快的豆干制品也仅增 5.4%。

京东渠道的零食销售额整体下滑 4.5%。

但是，在兴趣类平台，如抖音、小红书和快手，零食的各细分品类均实现了较快增长。近年来，兴趣平台通过直播带货、短视频种草等手段，聚拢了一批拥有共同画像的客户群体，实现了销售的精准推荐。目前，兴趣电商已经成为零食线上销售增长最快的渠道。2024 年，抖音平台的零食销售额增长 23%，快手增长 40%，肉类零食、坚果炒货、膨化食品等各个品类均实现了较快的增长。

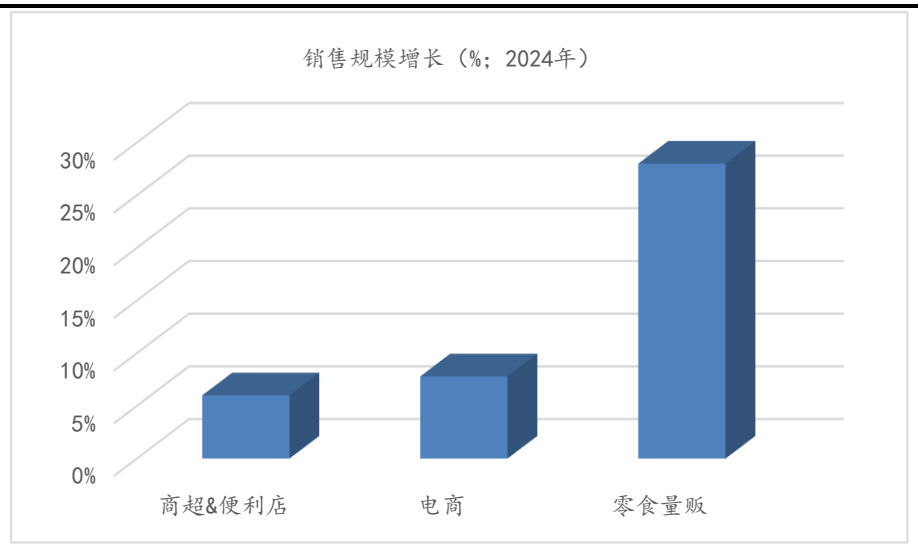
商超

根据欧睿数据,2008 至 2022 年,商超渠道的零食销售规模从 1440 亿元增长至 3250 亿元,年平均复合增长率为 6%。对于零食企业来说,商超渠道尽管销售贡献大,但是渠道费用高、销售成本高,导致上游供应商的利润被压缩。

量贩

零食量贩具有零食折扣店的性质,根据智云研报的数据,零食量贩在 2024 年销售规模达 1040 亿元,同比增长 28.6%;按照 26%的增速,我们预测零食量贩的规模 2025 年达到 1310.4 亿元。零食量贩的门店数量增长迅猛,其背后有着清晰的市场逻辑,即改造供应链体系,实现直销、低价、高频和便利的分销功能。依托高效的供应链以及低价策略,量贩这一渠道创新拉动了零食市场的整体增长。

图 5：零食各销售渠道的增长情况

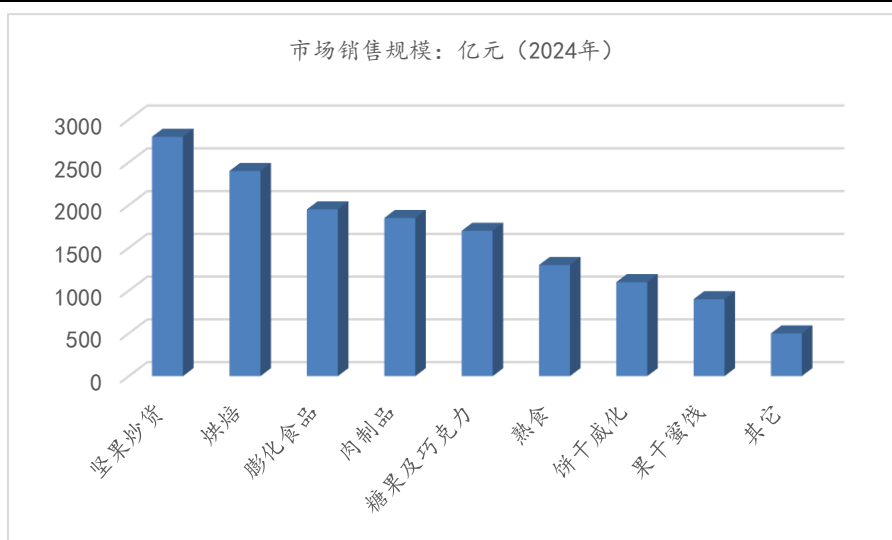


资料来源：中研网，欧睿，智云研报，中原证券研究所

1.3. 零食的细分品类

零食可细分为坚果炒货、膨化食品、糖果、烘焙、肉制品、熟食、果干蜜饯、饼干威化以及其它，其中，坚果炒货、烘焙糕点、膨化食品、肉制食品及糖果都是消费额超过 1500 亿元的大品类。根据艾媒咨询和 Euromonitor 的数据，截至 2024 年，上述各细分品类的销售规模分别为 2800 亿元、1950 亿元、1700 亿元、2400 亿元、1850 亿元、1300 亿元、900 亿元、1100 亿元和 500 亿元。其中，坚果炒货和烘焙糕点两大细分品类的市场规模均超 2000 亿元；膨化食品、肉制零食、糖果巧克力等的销售规模亦均超过 1500 亿元。

图 6：零食各细分品类的销售规模（2024 年；亿元）

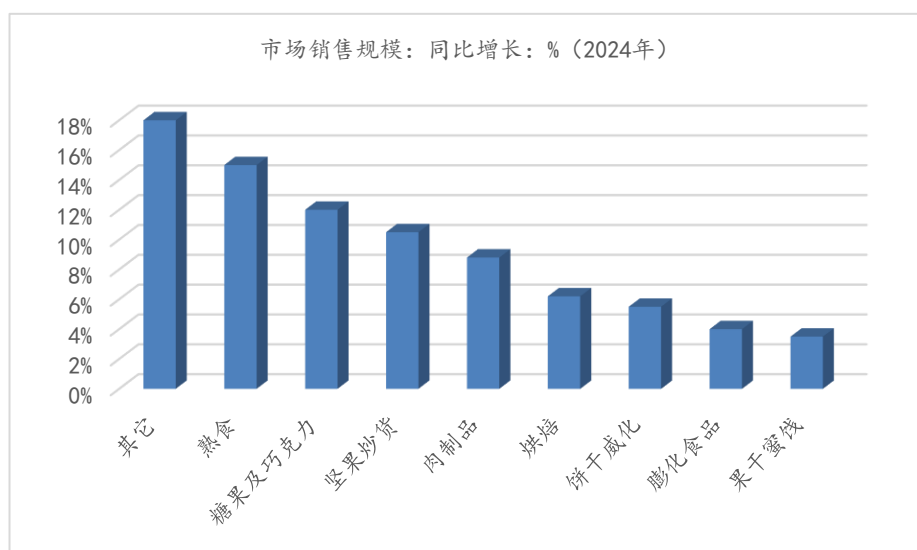


资料来源：艾媒咨询，Euromonitor，中原证券研究所整理

迎合健康绿色消费趋势的品类增长较快，传统零食增长缓慢。就品类增长来看，归于其它类下的冻干和植物基类零食，如冻干榴莲、海苔等，由于其创新和健康的特征目前增长最快，2024 年的销售规模增长 18%。其次，熟食、糖果巧克力、坚果炒货等品类在 2024 年也保持了双位数增速，分别为 15%、12%和 10.5%。饼干威化、膨化食品和蜜饯作为传统的中式零食，尽管市场规模较大，但市场增长缓慢，其健康取向也受到市场质疑。

健康饮食理念的普及也促使低糖、低脂、高蛋白产品占比提升，益生菌零食、代餐蛋白棒等是目前增长较快的细分品类。消费者对营养和健康的关注度提高，推动了零食行业从传统的高热量产品向功能性和健康导向的产品转型，进一步拓宽了市场发展空间。

图 7：零食各细分品类的销售增长情况（2024 年）



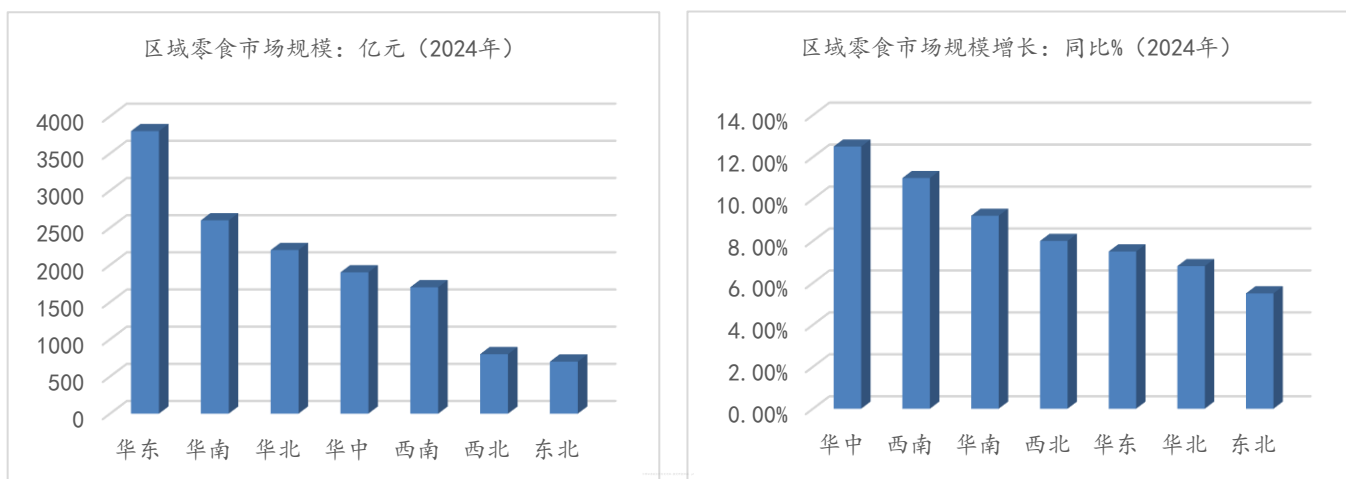
资料来源：艾媒咨询，Euromonitor，中原证券研究所整理

1.4. 零食消费的区域差异

分行政区域来看，各个区域的零食市场规模、市场增长以及渠道话语权分配均显示了地方差异。根据 Frost & Sullivan 的《中国区域零食消费白皮书 2024》以及美团研究院的《区域零售趋势报告》：

华东、华南零食消费规模较大，华中和西南市场消费增长较快。就零食市场的规模而言，2024 年华东、华南、华北位居前三，分别为 3800 亿元、2600 亿元和 2200 亿元；就零食市场规模的增长而言，2024 年华中、西南和华南位居前三，分别同比增长 12.5%、11%和 9.2%。此外，东北和西北经济欠发达区域的零食市场规模居于后位，暗示零食消费与区域经济有一定关联。具体地，2024 年东北、西北的零食市场规模分别为 700 亿元和 800 亿元，分别是华东的 18%和 21%。

图 8：各区域零食市场规模及增长情况（2024 年）



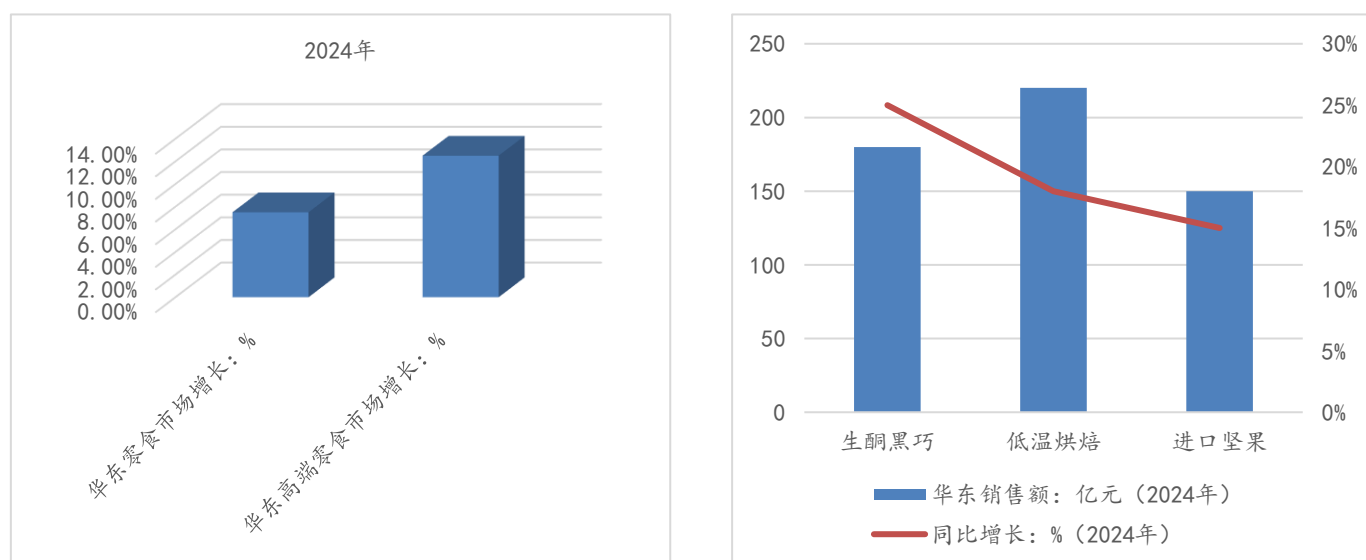
资料来源：Frost & Sullivan，美团研究院，中原证券研究所整理

华东、华南市场的突出特征是线上渗透率高以及高端零食的消费占比大、增长快。但由于市场供应丰富以及市场接近饱和，未来增长空间有限。

高端零食是指单价等于或大于 50 元/500 克的零食产品，往往贴有零添加、低糖、有机、高蛋白等标签，如进口坚果、黑巧克力、低温烘焙等。

根据凯度《2024 健康零食调研》以及尼尔森的调查，健康高端零食在华东区域的渗透率达到 65%，而全国平均为 48%。2024 年，华东的零食市场规模为 3800 亿元，其中高端零食达到 1330 亿元，高端零食的消费占比达到 35%。2024 年，华东零食市场整体同比增长 7.5%，而高端零食市场增长 12%，高端零食增长远快于整体。细分来看，2024 年，生酮黑巧、短保烘焙、进口坚果等高端零食在华东市场的增长分别为 25%、18%和 15%。

图 9： 高端零食在华东市场的增长情况



资料来源：凯度，尼尔森，中原证券研究所整理

华南市场的情况与华东市场较为接近，表现为零食消费高端化、线上化，以及进口零食占比较大。

华中地区是量贩门店密集铺开的核心区，量贩门店带来了华中地区零食消费的快速增长。

经济欠发达区域的零食消费以散装低价为特征，并以传统零食为主。

华中是量贩门店密集布局的区域，门店快速铺开并带来了主要的消费增量。此外，西南市场以辣味零食为主；西北市场以低价散装零食为主；东北市场以传统糕点为主，呈现低价散装的特征。

1.5. 零食消费的客群分布

就年龄而言，零食的客群分布在儿童及青少年、年轻人、中年人和老年人。

其中，儿童及青少年的零食需求偏向于膨化食品、糖果和巧克力以及 IP 联名产品，以便利店及小卖部为主要消费渠道。

年轻人的消费特点是跟随网红热度，兴趣热点切换快，关注零食的情绪价值，并以低糖、高蛋白的健康零食为主，电商平台是他们主要的消费渠道。

中年人倾向于消费坚果、烘焙、红枣以及地方特产，并有家庭囤货和节日礼品备货的需求。

老年人的零食消费注重食品的糖份含量，以无糖、低糖为主，偏好软质零食和传统零食，商超是他们的主要消费渠道。

就性别分布而言，女性是零食消费的核心客群——按照艾媒的数据，零食消费中女性占 60% 至 70%。女性对于零添加、低卡及性价比的关注度较高；男性对零食的消费主要集中在健身领域，能量和蛋白补充型零食是他们的主要关注。尤其在一线和二线城市，女性消费者成为烘焙品类的主要购买力，推动了小蛋糕、吐司等单品的热销。随着女性健身的普及，对低热量、高膳食纤维零食需求增长迅猛。

就城市层级而言，一、二线城市居民的客单价相对高，消费渠道主要是盒马、Ole' 等高端连锁超市，高档零食和进口零食渗透率较高；三、四线城市居民看重零食的性价比，散称和大包装零食较为受欢迎，对夫妻店、量贩门店的渠道依存度大，白牌国货是主要的选择。

中国零食行业的增长动力主要来自新生代消费和城镇化进程，零食需求亦出现年轻化和需求下沉的特征。根据凯度调查，45% 的线上零食消费都来自新生代（1995 年至 2009 年出生），新生代每月人均零食饮料花费约为 400 元，构成了零食消费的重要力量。在三四线城市及县城等下沉市场，年轻消费者对零食的购买频次和金额均在提升，下沉市场已经成为零食消费的主力军。

由于消费人群年轻化，零食所附加的情绪价值和社交属性日趋突出。根据《2024 休闲零食市场趋势洞察报告》，零食的社交属性显著增强，相关声量增速高达 110.4%；特别是在学生群体和职场人士中，零食已成为维系人际关系的重要媒介。

2. 渠道创新——零食量贩的兴起

零食量贩是专门销售零食的连锁门店。门店的布局广泛而密集、人口覆盖率高；门店上架零食有折扣特征，呈现高性价比、琳琅丰富及高频迭代的优势。

零食量贩通过快速地、大面积地展店，将渠道渗透到各层级市场，以此形成规模效应并实现盈利。

高效的供应链是零食量贩的核心价值，其高效性体现在：向上游直采，通过规模采购加大话语权以压低进货价；去除任何中间环节以降低终端销价，将产品的性价比做到极致；利用先进的后台系统统筹管理供应链，直观感知市场需求并向上游反馈，达成清除滞销产品、降低损耗、高频更新的目标。

2.1. 零食量贩的产品布局

零食量贩将产品划分为引流类、利润类和创新类：

引流类产品指大品牌旗下耳熟能详的大单品，前期已沉没巨额广告成本，市场口碑佳，如百事、奥利奥等。引流类产品主要担当门店产品标杆的功用，但由于进货成本高及加价率低，导致此类产品的毛利率仅有 5%。引流类产品在零食量贩中的上架占比约为 20%至 30%。

利润类产品指具有较高毛利率的“腰部”核心产品，通常占门店 SKU 的 50%至 70%，为门店贡献了大部分的利润，如坚果炒货、蜜饯果干、散装零食、进口零食，以及用“限定”和“网红”等常用噱头包装下的产品。利润类产品往往是中小品牌产品或者无牌产品，量贩通过向上游议价压低进货成本，同时加强品控，提升加价率，保证这部分产品的毛利率不低于 30%。对于利润类产品，门店采取高频迭换的产品策略，保证每月上新的 SKU 超过 100 个，并及时淘汰复购率低的 SKU。

创新类产品指通过健康化、功能化、场景化实现差异化竞争的高附加值产品，注重情绪价值、自律属性和场景适配，如功能饮料、低糖零食、减脂零食、地域风味等产品，通常占门店 SKU 的 10%至 15%。创新力产品的毛利率可达到 30%至 35%，毛利率较利润类产品更高。创新品类的品牌包括量贩自有品牌、合作品牌以及无牌。

图 10: 零食量贩中各类产品的占比

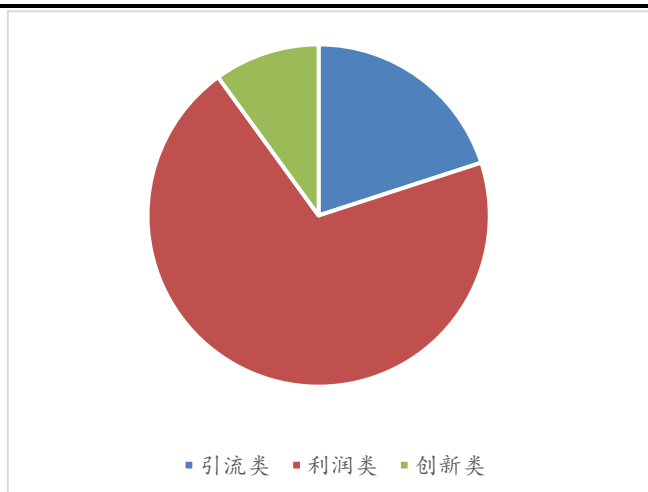
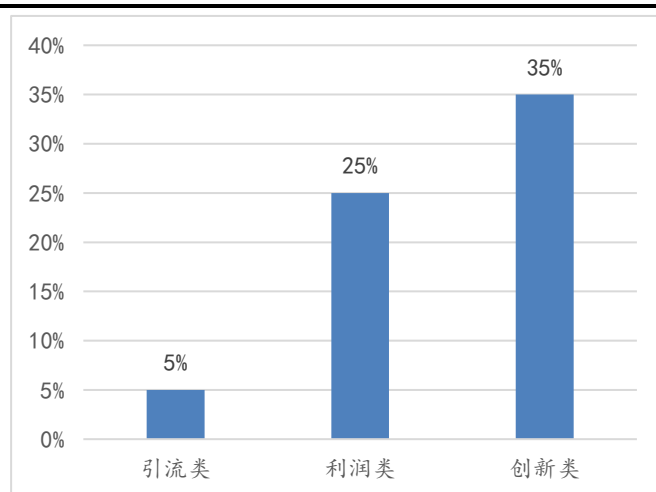


图 11: 零食量贩中各类产品的毛利率



资料来源: 万辰集团公告 中原证券研究所整理

2.2. 零食量贩的盈利模式和供应链管理

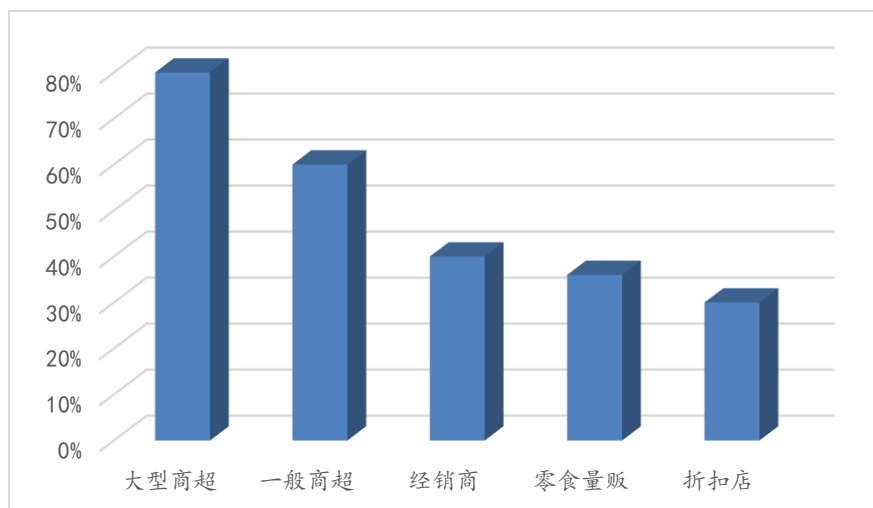
零食量贩是一种“薄利多销”的销售模式——相比传统渠道，零食量贩的加价率较低。

所谓“加价率”是指产品在流通环节中，每单位成本增加的百分比，反映从成本到售价的增值比例，属于流通环节指标。

根据中国经营报的调查，传统大型商超如沃尔玛的加价率至少为 80%，一般商超至少 60%，经销渠道的加价率为 40%，零食量贩当前的加价率是 36%。线下商超渠道包含较多渠道费用如进场费、堆头费、推广费等等，这些费用都会叠加进终端零售价；经销商渠道中，每一级经销商赚取 10%至 20%的利润率，经销商层级越多、链条越长，商品的加价率越高。而零食量贩形成从工厂直达门店的销售形态，剔除了中间环节，实现了最短供应链和扁平管理，因而可支持低加价率，反映在商品价格上就是同款产品的价格竞争力。

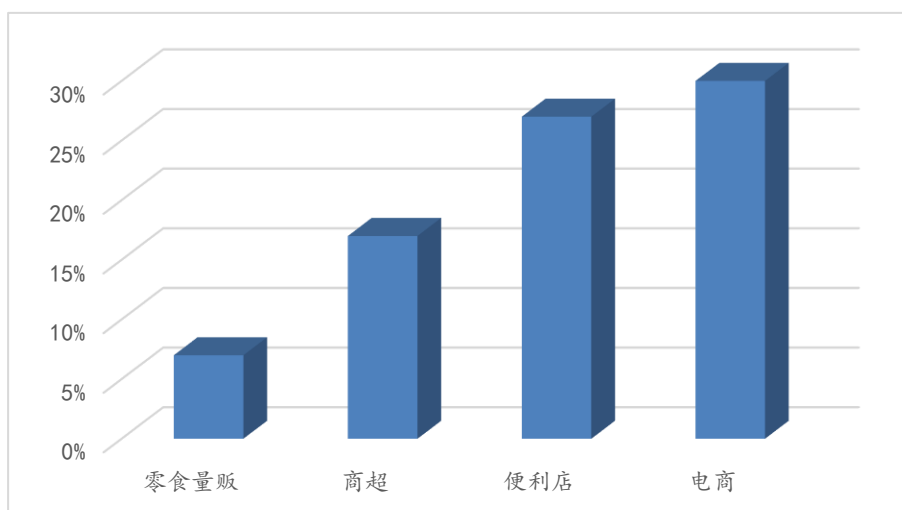
加价率越低，渠道的毛利率也越低。根据雪球的数据，在零食销售方面各渠道的毛利率自上而下排列为电商、便利店、商超和零食量贩。

图 12: 各类渠道的商品加价率 (%)



资料来源: 中国经营报, 中原证券研究所整理

图 13: 零食厂商在各销售渠道的毛利率



资料来源: 雪球, 中原证券研究所整理

强大的供应链体系是零食量贩的核心价值。

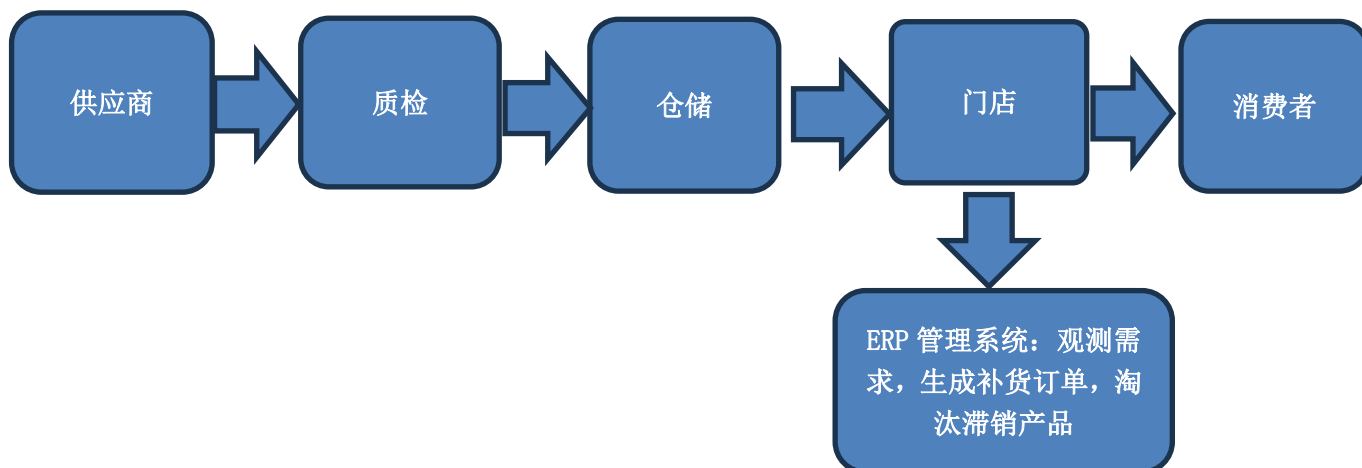
零食量贩的供应链管理以“扁平化结构、高效周转、数字化协同”为核心, 通过精简流通环节、强化品控与仓储物流效率, 支撑其高周转、低毛利的商业模式。此外, 门店 SKU 通常达 1000 至 2000 种之多, 其中高复购品类占比超 70%, 并且通过动态迭代保持客情新鲜度。所谓“动态迭代”是指每月保持产品上新的数量, 零食量贩的月上新超过 100 个 SKU。

这就要求零食量贩具备高水平的供应链管理能力, 体现在供货、质检、仓储效率、数字化管理体系、供应链的柔性延展能力以及全渠道的协同能力等方面。

在上游, 与优质的供应商形成长期稳定的供货关系, 通过长期合作降低供货成本; 此外, 建立严格准入与检测机制, 并通过远程监控技术实时追踪生产环节; 自建仓储中心, 实现 48 小时内补货, 提升库存周转率, 将滞销品比例控制在 3% 以下; 通过 ERP 系统实时监控 2.8 万个

SKU 的库存数据, 系统可预测需求并自动生成补货订单。此外, 加大供应链的柔性度可帮助量贩延展对品类的覆盖能力, 增强未来的竞争实力。最后, 为了提高量贩经营模式的盈利, 可逐步增加贴牌生产的占比。

图 14: 零食量贩供应链简图



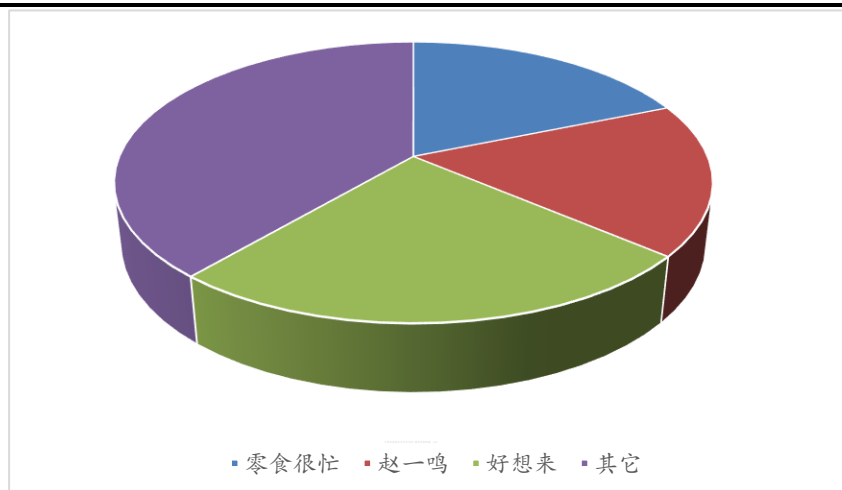
资料来源: 中原证券研究所整理

2.3. 零食量贩的门店布局

根据万辰集团的报告以及行业资讯, 截至 2025 年 7 月中国零食量贩门店总数已超 4 万家, 预计到 2025 年底门店数将达 4.5 万家。

零食量贩中的双寡头格局已然形成, 鸣鸣很忙和万辰集团的市场份额合计 75%, 目前零食量贩是一个绝对集中的市场。截至 2025 年 2 月, 零食很忙、赵一鸣、好想来旗下的门店数量分别突破 7500 家、7000 家及 10000 家, 合计占总门店数量的 61%, 其余 39% 为区域性或细分品类的小品牌门店。可见, 零食量贩行业中仍存在大量区域性或细分领域的小品牌, 这些品牌通过区域深耕或细分品类聚焦参与市场竞争。

图 15: 头部量贩品牌的门店数量占比 (%)

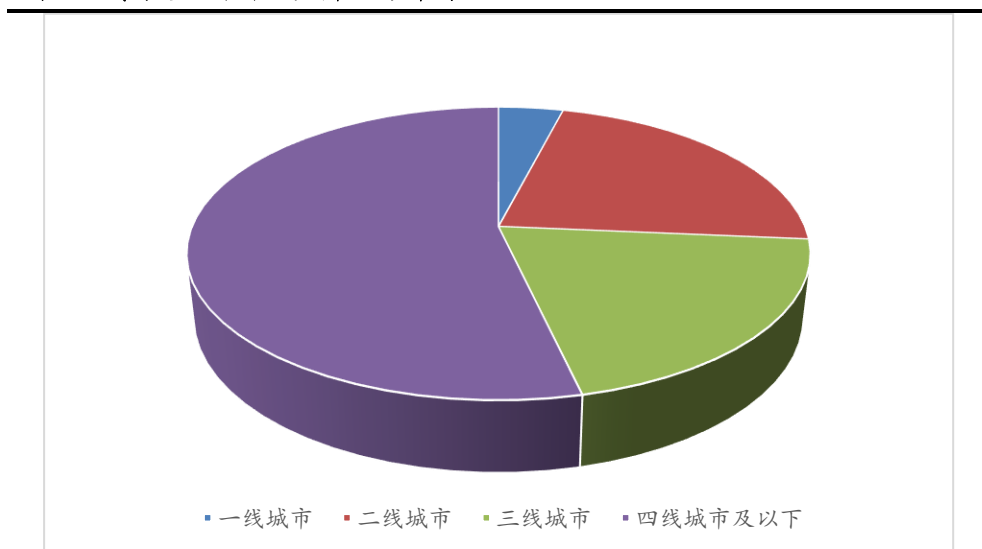


资料来源: 万辰集团公告 中原证券研究所整理

零食量贩的门店布局以低线城市为主导，门店多数集中在三四线城市，其中县域市场是激烈的竞争区域。此外，南方区域的门店布局进程领先，北方区域的布局速度目前正在加快。

根据新华网财经观察的数据，零食量贩门店在一线城市的分布数量不及 5%，且门店布局集中在近郊地区，鲜在核心商圈出现；门店在二线城市的布局数量约 28%，多为社区式门店；在三线城市的布局数量占 25%；四线城市及以下的布局数量占 67%，其中县域市场是主要的竞争市场，数量占比达到 50%。

图 16：零食量贩在各线城市的分布情况 (%)



资料来源：新华网财经观察 中原证券研究所整理

我们认为，零食量贩从低线城市铺开的原因主要在于成本和消费模式：低线城市的房租、人工等成本低于一、二线城市，这使得单店的回本周期缩短。对于量贩这种薄利模式，控制核心成本尤为关键。此外，低线城市的居民对性价比要求更高，而性价比需求与零食量贩的经营策略恰好契合。

县域市场的量贩布局密度已经相对饱和。截至 2025 年 7 月，中国共有 2846 个县级行政区，目前约 20000 家零食量贩布局在县域及乡镇，平均每个县的量贩数量是 7 个。根据 2020 年人口普查数据，县平均人口为 41 万人，在县级市场每个量贩服务 5.9 万人；按照一般小区有 10000 人口的均值，每个县级量贩服务 5 至 6 个小区。

未来北方地区的市场空白和增量大于南方。就大区域而言，南方区域如湖南、广东、浙江等省份的门店布局进程领先，仅湖南省就有超过 5000 家门店；北方区域的门店布局正在加快，如河南、山东等省份的新增门店数量多于其它省份，但目前的门店密度整体仍不及南方。因而，未来北方地区的市场空白和增量大于南方。

2.4. 零食量贩的单店盈利

零食量贩单店盈利在一、二线城市与三、四线城市之间差异较大。此外，由于区位、选址、经济活力和消费能力不同，单店之间的盈利情况也不尽相同。低线城市的单店毛利率较高，但是营业额较低；一、二线城市的毛利率较低，但客流量、客单价等销量指标较高。

一、二线城市的租金与人工成本较高，单店毛利率在 35% 上下浮动，毛利率较三、四线城市低。但一、二线城市的客单价、客流量和营业额较高，根据加盟星的数据：其中客单价在 30 至 50 元之间，客流量在 150 至 200 人次区间，营业额在 18 至 20 万元区间，销售量的充分弥补了成本劣势。

三、四线城市的租金和人工成本相对低，单店毛利率可维持在 35% 以上。但低线城市对价格相对敏感，根据加盟星的数据：零食客单价维持在 15 至 30 区间，低于一、二线大城市；此外，低线城市的单店客流量维持在 100 至 150 人次区间，营业额在 8 至 16 万元之间。

表 1：零食量贩单店盈利差异

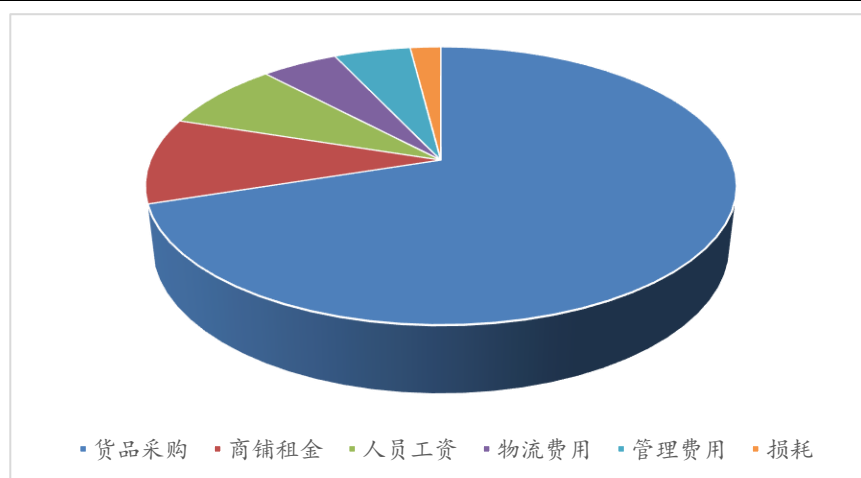
单店盈利情况解析				
	单店毛利率 (%)	客单价 (元/人)	客流量 (人次)	营业额 (万元/月)
一、二线城市	35%	35-50	150-200	18-20
三、四线城市	35%+	15-30	100-150	8-16

资料来源：加盟星 中原证券研究所整理

2.5. 零食量贩的单店成本

零食量贩的成本主要包括货品采购、商铺租金、人员工资、物流费用、管理费用和损耗。根据上市公司公告，单店的成本分配如下：货品采购约占 70%，商铺租金约占 10%，人员工资约占 8%、物流费用占 5%，管理费用占 5%，损耗占 2%。

图 17：零食量贩的成本分配



资料来源：万辰集团公告 中原证券研究所整理

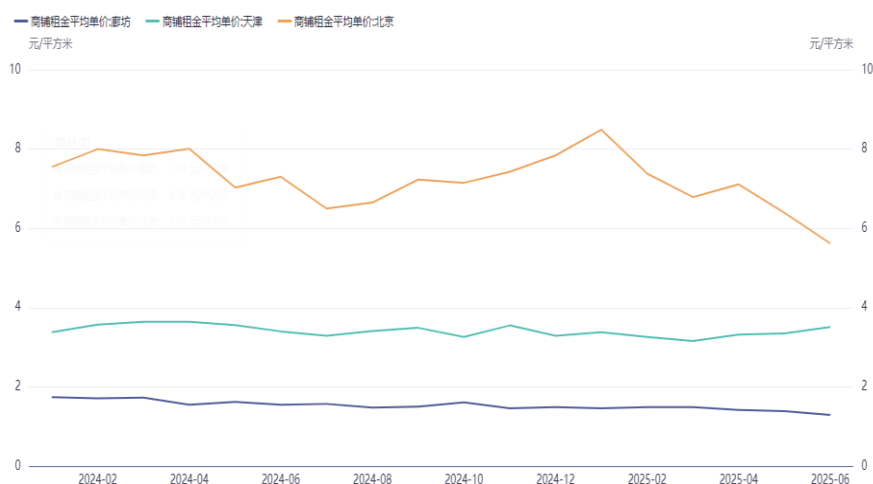
货品采购、物流费用、管理费用和损耗方面，各线城市的成本差异不大，但商铺租金和人员工资的成本差异较大：三、四线城市的租金和工资明显较一、二线城市更低。但是，尽管成

本优势明显,但是低线城市的消费水平不及一、二线大城市,故单店的客流量和客单价指标低于一、二线城市。

商铺租金差异

以北方为例,截至 2025 年 6 月廊坊的商铺租金平均单价为 1.29 元/平米,天津为 3.51 元/平米,北京为 5.62 元/平米,三线城市的商铺租金较一线城市分别低 36%和 77%。

图 18: 廊坊、天津和北京商铺租金单价比较

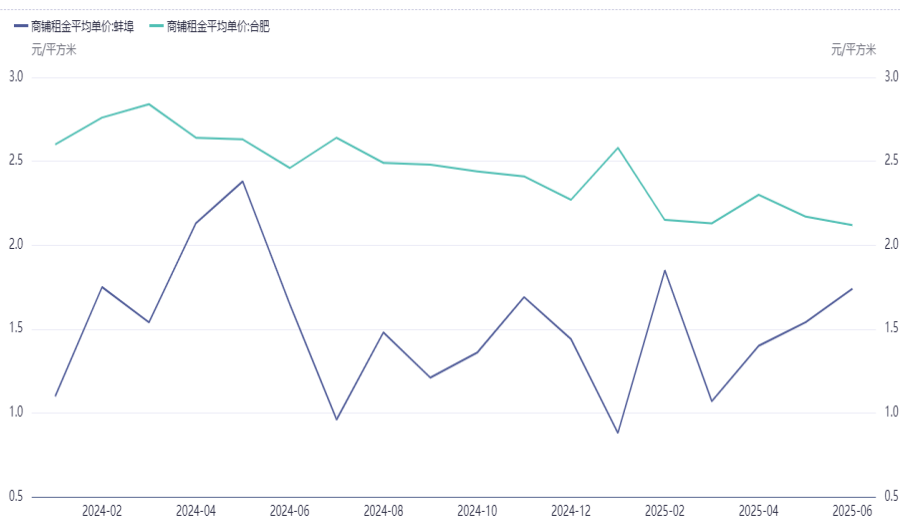


资料来源: iFinD 中原证券研究所

以中部地区为例,截至 2025 年 6 月蚌埠的商铺租金平均单价为 1.74 元/平米,合肥为 2.12 元/平米,三线城市的商铺租金较新一线城市低 18%。

截至 2025 年 6 月平顶山的商铺租金平均单价为 0.93 元/平米,郑州为 2.02 元/平米,四线城市的商铺租金较新一线城市低 54%。

图 19: 蚌埠和合肥商铺租金单价比较

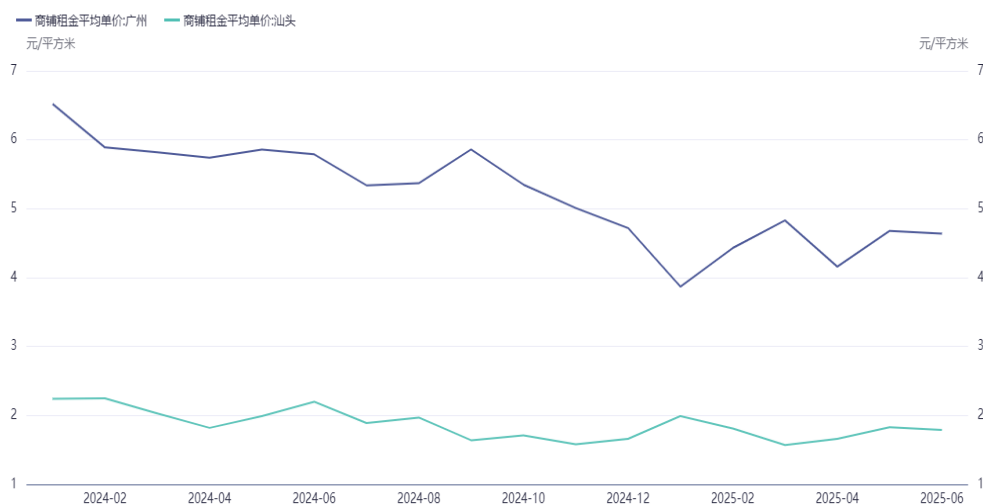


资料来源: iFinD 中原证券研究所

以江南和华南地区为例,截至 2025 年 6 月舟山的商铺租金平均单价为 2.00 元/平米,杭州为 4.55 元/平米,上海为 6.34 元/平米,四线城市的商铺租金较一线城市分别低 56 和 68%。

截至 2025 年 6 月汕头的商铺租金平均单价为 1.79 元/平米, 广州为 4.64 元/平米, 三线城市的商铺租金较一线城市低 61%。

图 20: 汕头和广州商铺租金单价比较

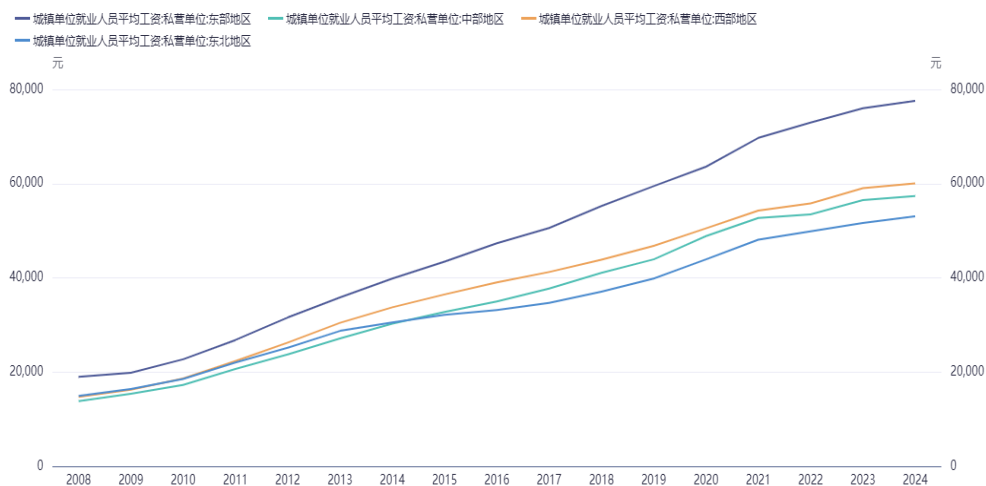


资料来源: iFinD 中原证券研究所

雇员薪酬差异

就私营企业人员工资而言, 区域差异也较为明显: 东部地区的平均薪酬高于西部地区, 西部高于中部, 中部高于东北部。

图 21: 人员薪酬的区域差异



资料来源: iFinD 中原证券研究所

居民消费支出差异

尽管低线城市的租金和人员成本低于一、二线城市, 但是居民的消费能力弱于后者, 导致低线城市的单店客流量和客单价低于一、二线城市。

仍以上述城市为例:

2024 年舟山城镇居民人均消费性支出为 5.06 万元, 杭州为 5.69 万元, 四线城市消费比新

一线城市低 11%，消费差异不大；

2023 年蚌埠城镇居民人均消费性支出为 2.3 万元，合肥为 3.4 万元，三线居民的消费低于新一线城市 32%；

2023 年平顶山城镇居民人均消费性支出为 2.4 万元，郑州为 3.2 万元，四线居民的消费低于新一线城市 25%；

2023 年惠州城镇居民人均消费性支出为 3.28 万元，汕头为 2.51 万元，广州为 4.95 万元，二线居民的消费低于一线城市 34%，三线城市低于一线城市 49%；

此外，2024 年泰州城镇居民人均食品类消费支出为 1.00 万元，南京为 1.17 万元，三线城市较新一线城市仅低 15%。

可见，同一省份下各线城市的消费支出差异显著，但是在华南和华东经济发达地区该类差异有所收窄。

3. 投资建议

3.1. 零食板块二级市场行情

图 22：零食板块二级市场行情（2025.1.1——2025.7.9）



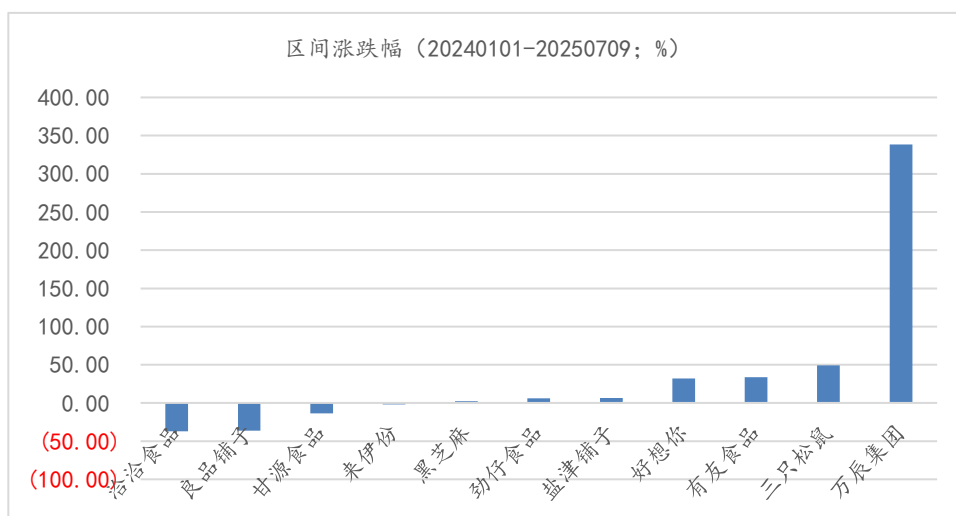
资料来源：iFinD 中原证券研究所

零食板块已连续两年上涨。板块指数自 2024 年 1 月 1 日的 1446.27 至 2025 年 7 月 9 日的 1909.11，期间上涨 32%。其中，2025 年 1 月 1 日至 2025 年 7 月 9 日期间，零食板块二级市场涨幅达到 11.45%。

本轮零食板块上涨的核心推力是渠道创新，板块上涨由万辰集团作为领衔。尽管零食板块整体上涨，但板块涨幅主要由各别个股贡献，包括万辰集团、三只松鼠、有友食品、好想你、盐津铺子和劲仔食品，其中万辰集团的涨幅较大。具体地，2024 年 1 月 1 日至 2025 年 7 月 9 日期间，万辰集团、三只松鼠、有友食品、好想你、盐津铺子和劲仔食品分别上涨 338.52%、

49.25%、33.66%、31.81%、6.5%和 5.97%。万辰集团是零食量贩领域的头部企业，此轮零食板块上涨的核心推力是渠道创新，板块上涨也是由万辰集团作为领衔。

图 23：零食板块中个股的表现（2024.1.1—2025.7.9）



资料来源：iFinD 中原证券研究所

3.2. 零食板块投资建议

在消费普遍疲弱的时期，渠道创新为零食厂商开创了销售高增的局面。但是，在销售高增的同时，上游厂商的利润也被渠道进一步压缩。

在消费普遍疲弱的时期，渠道创新为零食厂商开创了销售高增的局面：2024 年零食类上市公司营收同比增长 56.06%，2025 年一季度同比增长 30.96%。在销售高增的同时，上游厂商的利润也被渠道进一步压缩：2024 年零食类上市公司的毛利率较 2023 年下降 4.33 个百分点，2025 年一季度较 2024 年继而下降 1.52 个百分点。

此外，零食板块内部估值出现较大程度的分化：截至 7 月 14 日，代表传统零食厂商的洽洽食品和劲仔食品的股价估值分别为 18.12 倍、22.77 倍，而代表渠道创新的万辰集团的股价估值高达 65.26 倍。

厂商与渠道有着不同的投资逻辑，在发展前阶段厂商与渠道的利益接近一致。在量贩崛起的过程中，厂商享有销售高增长的红利；而渠道的高估值在于未来门店扩张的可预见空间。我们推荐个股洽洽食品（002557）、劲仔食品（003000）和盐津铺子（002847）。

3.3. 风险提示

更多资本涌入零食量贩这一赛道，导致该市场的竞争加剧，量贩的盈利模式将会面临各种挑战，而向上游压缩利润的空间已经不大。

零食厂商的利润空间被压缩，从财报视角看厂商的基本面将会呈现“增收不增利”的特征。当销售增长不能抵消盈利水平下降时，厂商的渠道策略或面临调整。

零食渠道类个股的估值较高，或带来回调风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。