

零食量贩店拓展第二增长曲线的路径 ——渠道变革系列报告（二）

2025 年 8 月 14 日

核心观点

- **国内零食量贩门店：从高速开店迈向高质量增长。**近年来，国内零食量贩行业经历高速增长，以鸣鸣很忙、万辰集团二大头部品牌为代表的参与者，通过极致性价比、加盟拓店模式实现市场快速渗透并达成万店规模。目前头部品牌基本完成全国化布局，“跑马圈地”式扩张的第一增长曲线已经取得良好效果，未来增量空间需要开启“第二增长曲线”。参考日本、欧美市场经验，我们认为零食量贩门店拓展第二增长曲线的路径包括：1) 强化情绪+效率零售定位；2) 优化品类结构；3) 大力发展自有品牌；4) 海外市场拓展。
- **海外折扣零售巨头：第二增长曲线的路径梳理。**堂吉珂德：过去二十余年营收复合增速 20%，品类优化+自有品牌+出海构筑第二曲线。1997-2024 年收入从 160 亿日元增至 20951 亿日元，期间 CAGR 约 19.8%，2001-2024 年毛利率从 22.3%稳步提升至 31.6%，主要得益于：1) 品类调整，将重心持续转向高增长的食品类，收入占比从 2006 年约 20%提升至 2024 年约 50%；2) 大力拓展自有品牌，2009 年创立自有品牌为收入贡献增量，2021 年通过情感化、故事化的改造升级自有品牌，驱动新一轮增长；3) 海外拓展，北美依靠并购整合、亚洲依靠内生增长，一方面贡献收入增量（海外营收复合增速 30%），另一方面提升公司整体毛利率（海外毛利率高于日本国内）。Trader Joe's：过去三十余年营收复合增速 16%，注重自有品牌+顾客情感联系。1988-2020 年公司收入从 1.5 亿美元增长至 165 亿美元，期间 CAGR 约 15.8%，主要得益于：1) 自有品牌，公司以占比超过 80%的自有品牌构筑“独特性+高性价比”护城河；2) 情感体验，通过充满乐趣的店内“寻宝式”体验和深度员工互动，培养顾客忠诚度和品牌口碑。
- **基本面跟踪：7 月多数原料价格延续下行。**包装材料，截至 2025 年 7 月 31 日，PET/纸箱/玻璃/包膜价格同比-15.4%/-4.2%/-17.1%/-5.6%，铝材价格同比+8.9%。原材料，白糖/大豆/面粉/鸡蛋/猪肉价格同比-7.8%/-1.9%/-2.8%/-9.5%/-18.9%；棕榈油价格同比+14.4%。2025 年 6 月大麦进口价格同比-1.3%。
- **行情跟踪：7 月多数子板块阶段性调整。**2025 年 7 月 1 日至 7 月 31 日，食品饮料行业涨幅 0.2%，相对于全 A 指数的超额收益为-4.5%，在 31 个子行业中排名第 28。8 个子板块多数调整，其中肉制品表现较强，涨幅 2.0%；保健品、调味发酵品、啤酒、烘焙食品、预加工食品、软饮料、零食板块调整，分别为-0.4%、-0.8%、-2.5%、-2.7%、-4.1%、-7.3%、-9.2%。
- **投资建议：7 月食品饮料指数迎来阶段性调整，尤其是前期涨幅较多的饮料、零食板块调整幅度较明显，我们认为主要归因于资金风格切换与短期基本面预期有所调整。**实际上，饮料、零食等板块的中长期产业逻辑仍具有持续性，随着估值逐渐消化叠加 Q4 消费旺季来临，大众品板块仍然具备诸多投资机会，建议重点关注：1) 新品类与新渠道方向的成长性个股，例如锅圈、万辰集团、东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品、有友食品、立高食品等；2) 需求相对稳定与竞争格局改善的板块，包括农夫山泉、统一企业中国、华润饮料、康师傅控股等；3) 关注 Q4 餐饮端需求修复对上游供应链基本面的提振，包括青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、千味央厨、宝立食品等。
- **风险提示：需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游渠道变革效果不及预期的风险，食品安全风险。**

食品饮料行业

推荐（维持）

分析师

刘光意

☎: 021-2025-2650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

研究助理: 彭潇颖

✉: pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-8-13



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食饮】行业深度报告：从渠道变革视角寻找上游供应链投资机会
2. 【银河食饮】专题报告_关于啤酒公司拓展饮料业务的思考
3. 【银河食饮】月度专题_春节动销分化，食品折扣店兴起
4. 【银河食饮】月度专题_如何展望 2025 年原奶周期？
5. 【银河食饮】月度专题_复盘日本包装水的量价逻辑与竞争格局

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

目录

Catalog

一、 专题研究：零食量贩店拓展第二增长曲线的路径	3
(一) 国内零食量贩门店：从高速开店迈向高质量增长	3
(二) 海外折扣零售巨头：第二增长曲线的路径梳理	3
二、 基本面跟踪：7月多数原料价格延续下行	8
(一) 核心原料价格变动总览	8
(二) 包材：7月多数包装材料成本同比下行	8
(三) 原料：7月多数产品价格同比下行	9
三、 行情跟踪：7月多数子板块阶段性调整	11
(一) 行业收益率表现	11
四、 投资建议	13
五、 风险提示	14

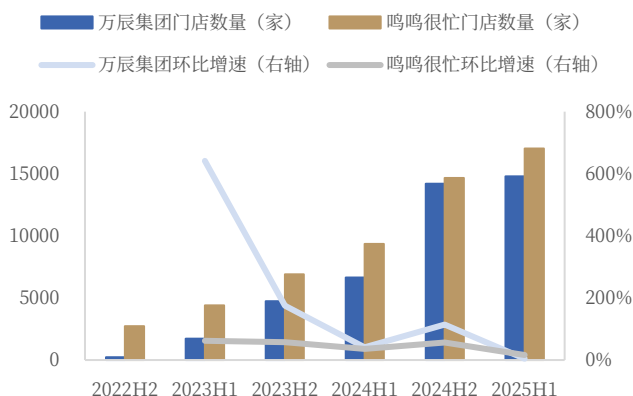
一、专题研究：零食量贩店拓展第二增长曲线的路径

（一）国内零食量贩门店：从高速开店迈向高质量增长

近年来，国内零食量贩行业经历高速增长，以鸣鸣很忙、万辰集团两大头部品牌为代表的参与者，通过极致性价比、加盟拓店模式实现市场快速渗透并达成万店规模。目前头部品牌基本完成全国化布局，“跑马圈地”式扩张的第一增长曲线已经取得良好效果，未来增量空间需要开启“第二增长曲线”。

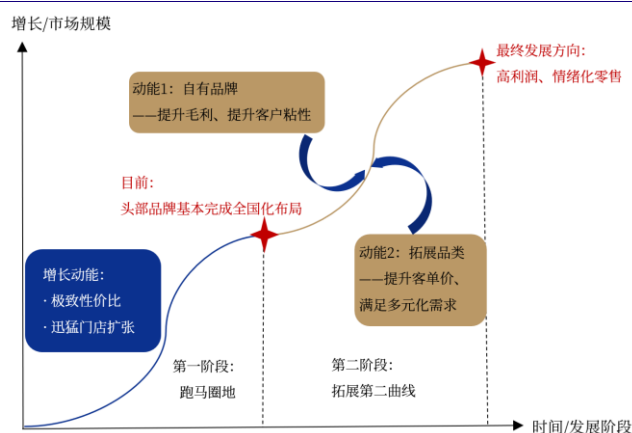
参考日本、欧美市场经验，我们认为零食量贩门店第二增长曲线的路径包括 4 方面：1) 强化情绪+效率零售定位；2) 调整品类结构；3) 大力发展自有品牌；4) 海外市场拓展。

图1：万辰集团、鸣鸣很忙门店增长情况



资料来源：万辰集团公司公告，鸣鸣很忙公司公告，抖音，中国银河证券研究院

图2：零食量贩第二曲线增长方向



资料来源：万辰集团公司公告，鸣鸣很忙公司公告，中国银河证券研究院

（二）海外折扣零售巨头：第二增长曲线的路径梳理

目前国内零食量贩门店定位偏情绪+效率零售，以极致性价比为特色卖点，以年轻人为主要消费群体，商品结构以食品饮料为主（尤其是零食），因此我们选取具备类似业务特征的两大海外公司作为研究对象，分别是日本-堂吉诃德、美国- Trader Joe's。

1. 堂吉诃德：品类结构调整+发展自有品牌+海外拓展并购

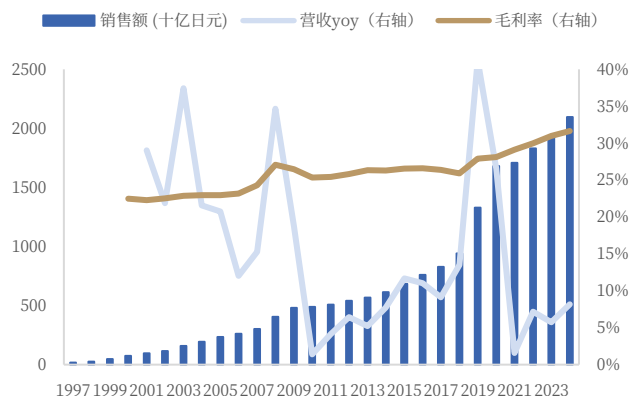
堂吉诃德（Don Quijote）是日本最大的综合折扣店，通过将海量商品以“压缩陈列”方式堆满货架，创造出独特的“寻宝式”购物体验。其商品以食品为主，并覆盖日化、美妆与家电等，拥有极具吸引力的价格和娱乐化的购物氛围。1997-2024 年公司收入从 160 亿日元增长至 20951 亿日元，期间 CAGR 约 19.8%；2001-2024 毛利率从 22.3% 上升至 31.6%，长期盈利改善幅度明显。

图3：堂吉珂德门店强调便利性、折扣和娱乐性结合



资料来源：Foodtalks，中国银河证券研究院

图4：堂吉珂德营收及毛利率



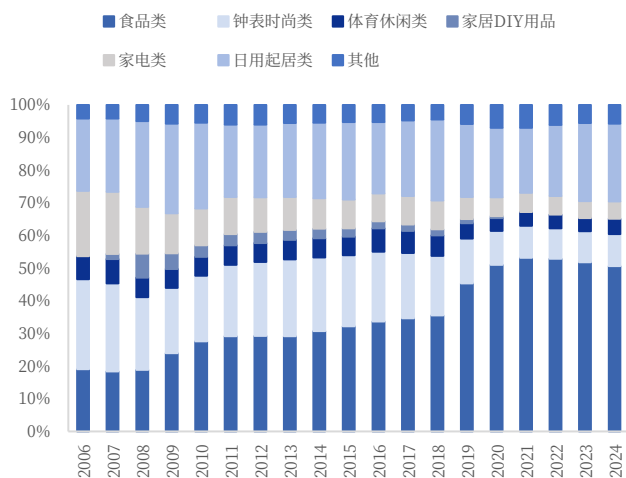
资料来源：堂吉珂德公司公告，中国银河证券研究院

1) 品类结构：食品类占比稳步攀升，低频高价品类占比下降

食品类占比稳步攀升，低频高价品类占比下降。 1) 上升的品类，主要为食品类，2006-2024 年营收从 493 亿日元增长至 8705 亿日元，期间 CAGR 约 17.3%，营收占比由 19.1% 上升至 50.7%，食品业务内部以零食饮料为主，熟食便当、速冻预制品为辅；2) 稳定的品类，主要为日用起居/体育休闲类，2006-2024 年营收占比分别稳定在 22%/5%。3) 下降的品类，钟表时尚类 2006-2024 年营收占比从 27.5% 下降至 9.8%；家电类营收占比从 20.0% 下降至 5.2%；家居 DIY 产品 2008 年营收占比达到峰值 7.3%，随后呈现长期下降趋势，2021 年被取消列为单独品类。

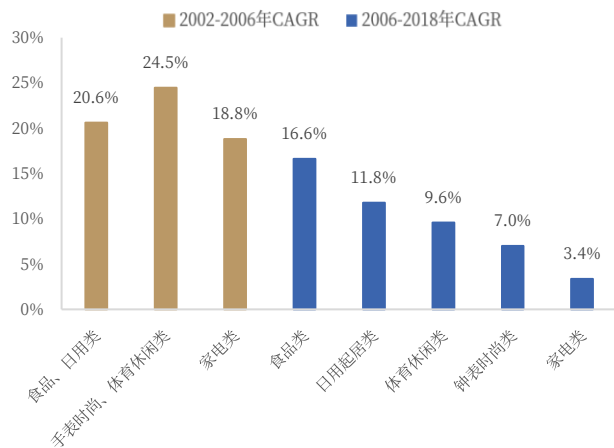
多因素共振导致公司大力发展食品类业务。 1) 从指标来看，食品类业务增速最高，同时毛利率处于较高水平，公司提高食品占比有利于提振收入与改善盈利；2) 从品类属性来看，食品消费高频低价，消费者试错成本低，适合情绪+折扣消费场景；3) 从需求维度来看，日本 1990 年代后“在家吃饭”需求增加，食品需求由 B 端转向 C 端，相关场景需求较为旺盛；4) 从竞争维度来看，家电领域以友都八喜等为代表的专业连锁店、服装领域以优衣库为代表的 SPA 模式连锁店挤压公司市场空间，而食品折扣领域布局空间较大。

图5：堂吉珂德品类结构变化



资料来源：堂吉珂德公司公告，中国银河证券研究院

图6：堂吉珂德食品业务增速领先



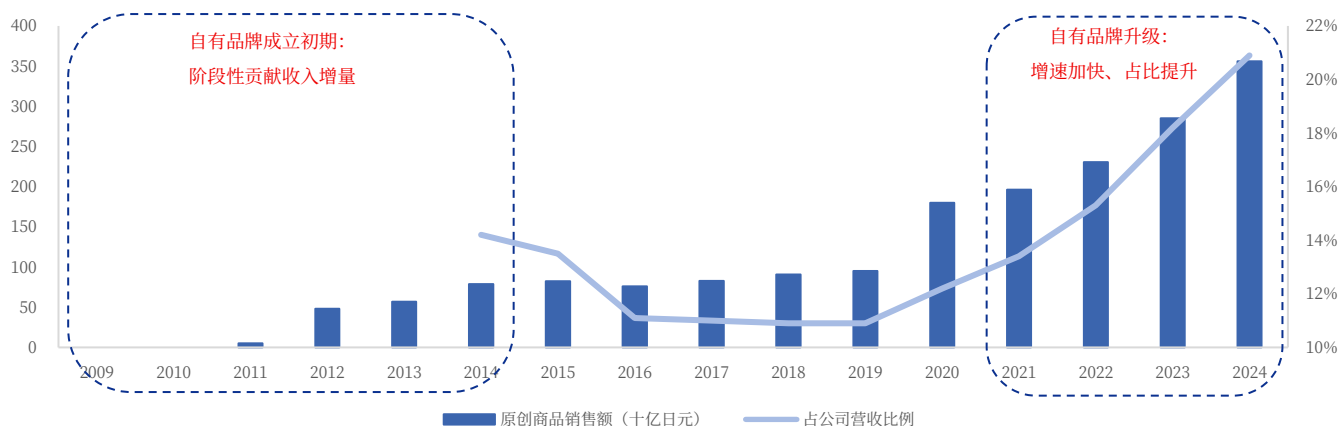
资料来源：堂吉珂德公司公告，中国银河证券研究院

2) 自有品牌：相继推动公司收入实现 2 次快速增长

2009 年，公司为应对长期低价策略带来的利润率压力，推出了自有品牌“情热价格”。作为自有品牌市场的后来者，公司使用激进的价格竞争策略以迅速打开市场，2011-2014 年自有品牌营收从 50 亿日元增长至 788 亿日元，期间 CAGR 约 150.7%。但由于商品后续缺乏特色、利润空间小，2015-2019 年自有品牌营收占比持续较低，2019 年自有品牌营收占比仅为 10.9%。

2021 年，公司对自有品牌进行调整，更新理念、重新设计商标包装。2021 年公司宣布自有品牌“情热价格”更新，理念改变为“与顾客共同创造”，并对商标、包装进行重新设计，强调“越来越多的惊喜”。新包装采用类似商品故事的长文案，情绪化地向顾客讲述产品独特卖点，与堂吉诃德品牌调性契合，从而打造多个“爆款”。2021-2024 年，自有品牌营收从 1962 亿日元增长至 3560 亿日元，期间 CAGR 约 22.0%，占公司营收比例由 13.4%显著提高至 20.9%。

图7：堂吉诃德自有品牌销售额及占比



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

图8：堂吉诃德自有品牌更新前后对比

时间	品牌概念	品牌商标	品牌特点	品牌包装	销售额占比
2021年前	“顾客的声音化为现实”		性价比/低价驱动		10%-15%
2022年后	“与顾客共同创造”		“越来越多的惊喜” ——强调情绪化		上升至20%以上

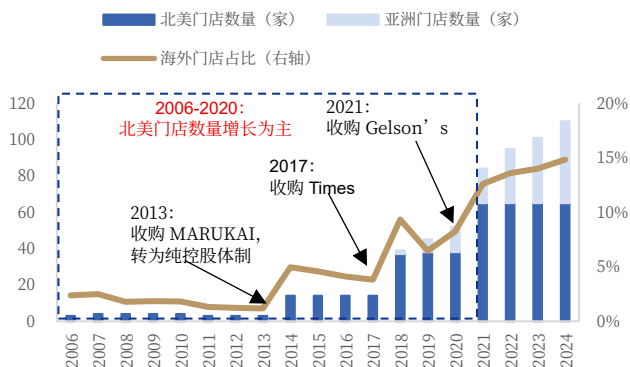
资料来源：堂吉诃德公司公告，堂吉诃德官网，中国银河证券研究院

3) 海外拓展：北美收购整合，亚洲内生增长

北美市场：并购整合驱动。2006 年，公司以北美地区作为出海首站，早期利用夏威夷庞大的日本人/日裔客群开设首批 Don Quijote USA 门店。2013 年，公司开始加速北美拓展进程，收购北美连锁企业 MARUKAI Corporation，北美门店总数 14 家。2017 年与 2021 年，公司分别收购 Times Supermarkets/Gelson's Markets，北美门店总数达 38/65 家。2006-2024 年，北美收入从 28 亿

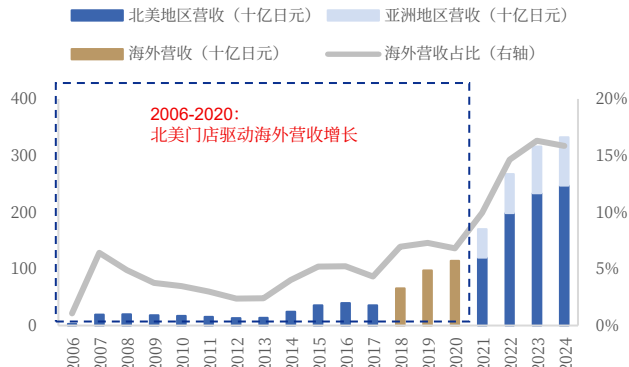
日元增至 2472 亿日元，期间 CAGR 约 28.3%。

图9：堂吉诃德海外门店数量及占比（北美）



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

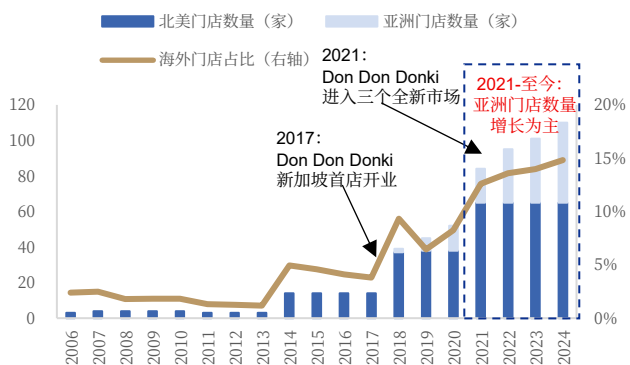
图10：堂吉诃德海外营收及占比（北美）



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

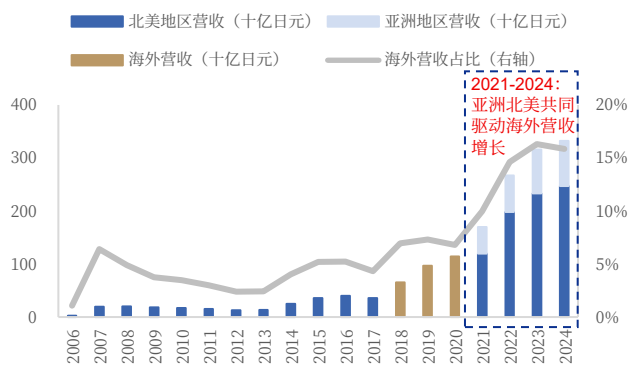
亚洲市场：内生增长驱动。2017年，公司开始大规模的亚洲门店扩张，主要市场位于中国港台地区+“新马泰”三国，基于“日本品牌专卖店”概念，品牌全部为 Don Don Donki，旨在输出日本本土产品及文化。2017-2024年，公司亚洲门店从零增加至 45 家；2021-2024 年，收入从 501 亿日元增至 852 亿日元，期间 CAGR 约 19.4%。

图11：堂吉诃德海外门店数量及占比（亚洲）



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

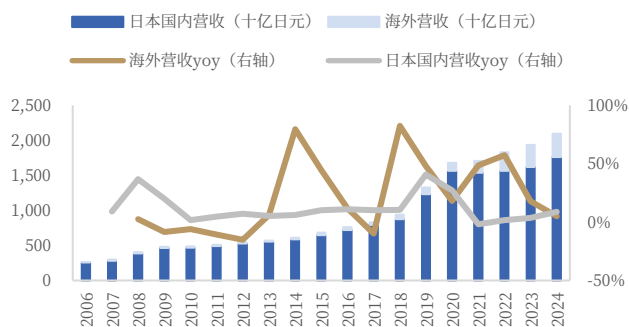
图12：堂吉诃德海外营收及占比（亚洲）



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

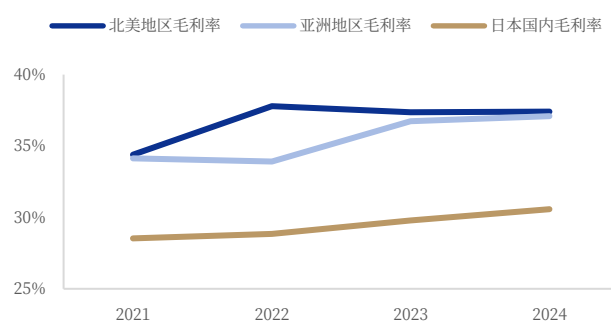
综上所述，在北美与亚洲市场共同推动下，公司海外业务发展取得较好成效。1) 收入维度，2024 年海外营收增至 3320 亿日元，占比提升至 15.8%，2006 至 2024 年 CAGR 约 30.4%，明显快于日本国内市场；2) 门店维度，2024 年海外门店数增至 110 家，占比 14.8%，2006 至 2024 年 CAGR 约 22.2%；3) 毛利率维度，2024 年北美/亚洲/日本国内地区分别为 37.4%/37.1%/30.6%，海外门店占比提升推动公司整体毛利率水平提升。

图13: 堂吉珂德海外地区拓展推动整体收入增长



资料来源: 堂吉珂德公司公告, 中国银河证券研究院

图14: 堂吉珂德海外地区毛利率高于日本国内



资料来源: 堂吉珂德公司公告, 中国银河证券研究院

2. Trader Joe's: 主打自有品牌, 注重顾客情感体验

Trader Joe's 是一家注重情绪营销的美国零售企业, 商品结构以食品饮料为主, 辅以植物花卉。公司门店面积小, SKU 少, 坪效冠绝美国零售业; 核心客群定位为受过良好教育、追求新奇体验且注重价值的消费者。1988-2020 年, 公司收入由 1.5 亿美元增长至 165 亿美元, 期间 CAGR 约 15.8%; 公司门店数量由 27 家增加至超过 500 家, 覆盖全美超过 40 个州。

自有品牌独特性+高性价比, 贡献门店主要收入。该战略始于 1977 年的首款格兰诺拉麦片, 发展至今, 自有品牌商品已占其销售总数的 80% 以上。公司直接从生产商处采购并建立严格的保密合作关系, 完全绕过了分销商和批发商等中间环节, 这种直采模式不仅保证了产品的独特性, 也从根本上确保了低成本和低售价。总体来看, 公司的自有品牌具备独特性+高性价比。

注重顾客情感体验, 装修风格差异化。注重客户购物时情感体验, 店员热情友善, 与客户情感交流丰富; 广告营销采用传统纸质传单模式, 漫画式传单富有乐趣, 展示公司产品、食谱、活动等丰富信息; 店内装修布置采用多种主题, 拥有丰富的创意陈列、季节性装饰等, 进一步丰富顾客购物“寻宝”体验。出色的营销模式提高客户粘性与口碑, 是公司长期健康发展的保证。

图15: Trader Joe's 多数商品为自有品牌



资料来源: Trader Joe's 官网, 中国银河证券研究院

图16: Trader Joe's 门店特点鲜明

门店形态	面积小, SKU少, 周转速度快	
购物体验	追求员工-顾客关系, 员工热情	
广告营销	传统纸质、漫画式传单	
店内布置陈列	主题多样, 商品陈列方式独特	

资料来源: Trader Joe's 官网, 中国银河证券研究院

二、基本面跟踪：7 月多数原料价格延续下行

（一）核心原料价格变动总览

截至 2025 年 7 月 31 日，多数包材成本同比下行，多数子行业核心原料成本延续下行，有望进一步释放盈利弹性。

表1：2025 年 7 月行业核心原材料价格变动

子行业	原料一	原料二	原料三	原料四
软饮料	PET (-15.4%)	纸箱 (-4.2%)	白糖 (-7.8%)	包膜 (-5.6%)
零食、方便面	棕榈油 (+14.4%)	面粉 (-2.8%)	鹌鹑蛋 (-9.5%)	-
调味品	大豆 (-1.9%)	白糖 (-7.8%)	PET (-15.4%)	玻璃 (-17.1%)
啤酒	铝材 (+8.9%)	玻璃 (-17.1%)	大麦 (-1.3%, 6 月)	-

资料来源：，中国银河证券研究院

（二）包材：7 月多数包装材料成本同比下行

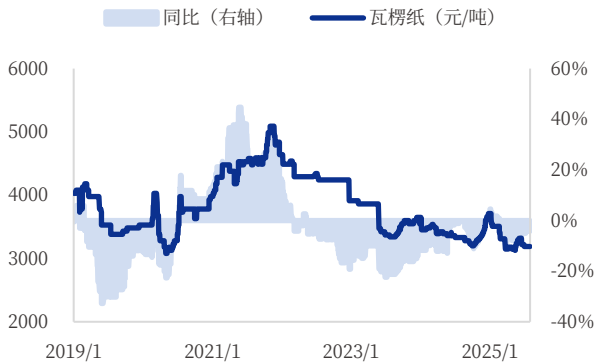
2025 年 7 月多数包装材料价格同比下降。截至 7 月 31 日，PET 瓶片价格同比-15.4%；纸箱价格同比-4.2%；玻璃价格同比-17.1%；包膜价格同比-5.6%。部分包装材料成本同比上升，铝材价格同比+8.9%。

图17：2025 年 7 月 PET 瓶片价格同比下行



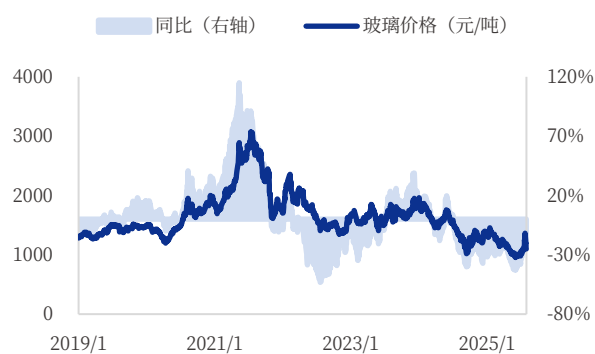
资料来源：，中国银河证券研究院

图18：2025 年 7 月瓦楞纸价格同比下行



资料来源：，中国银河证券研究院

图19: 2025 年 7 月玻璃价格同比下行



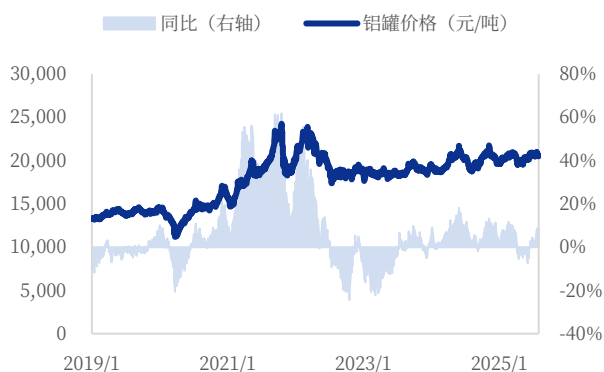
资料来源: , 中国银河证券研究院

图20: 2025 年 7 月包膜价格同比下行



资料来源: , 中国银河证券研究院

图21: 2025 年 7 月铝材价格同比上行

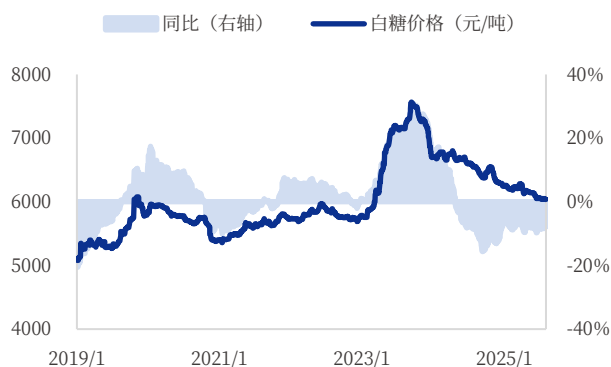


资料来源: , 中国银河证券研究院

（三）原料：7 月多数产品价格同比下行

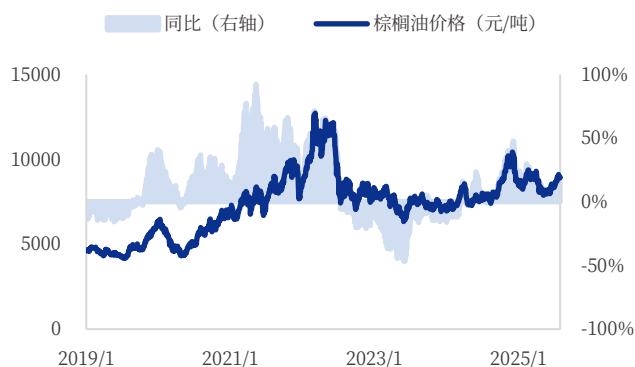
截至 2025 年 7 月 31 日，白糖价格同比-7.8%，大豆价格同比-1.9%，面粉价格同比-2.8%，鹌鹑蛋价格同比-9.5%，猪肉价格同比-18.9%；2025 年 6 月大麦进口价格同比-1.3%。部分原材料价格同比上涨，棕榈油价格同比+14.4%。

图22: 2025 年 7 月白糖价格同比下降



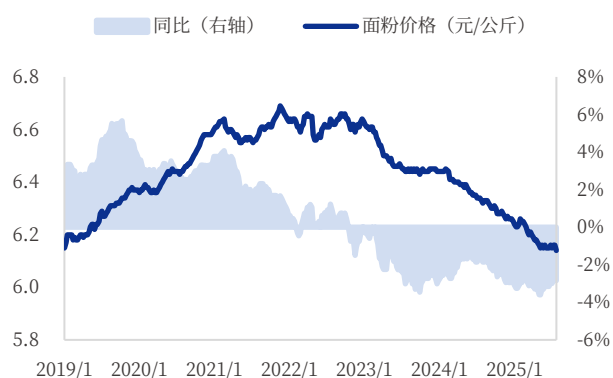
资料来源: , 中国银河证券研究院

图23: 2025 年 7 月棕榈油价格同比上升



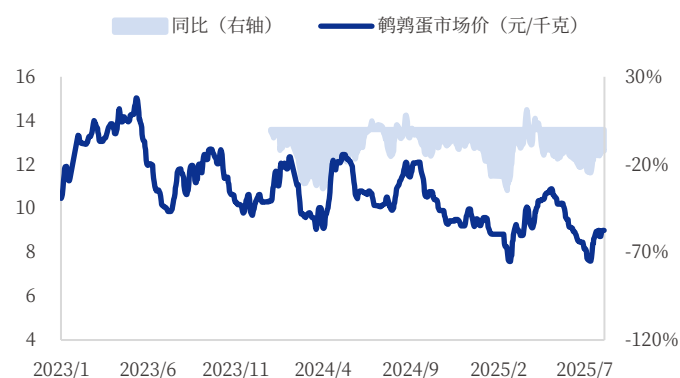
资料来源: , 中国银河证券研究院

图24：2025 年 7 月面粉价格同比下降



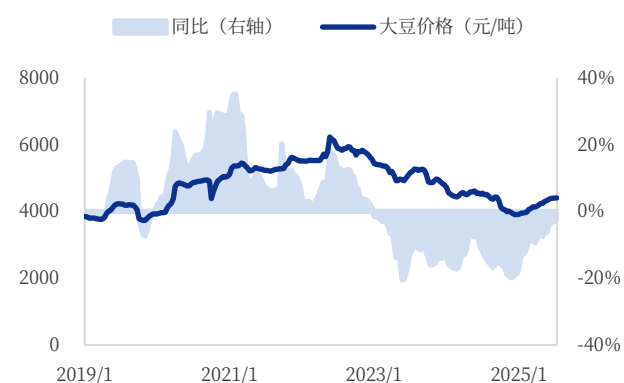
资料来源：，中国银河证券研究院

图25：2025 年 7 月鹌鹑蛋价格同比下降



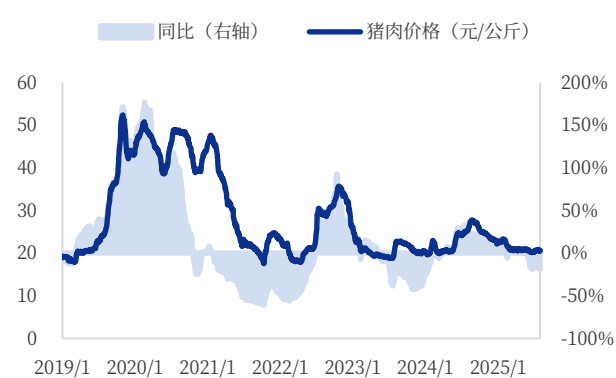
资料来源：中国鹌鹑网，中国银河证券研究院

图26：2025 年 7 月大豆价格同比下降



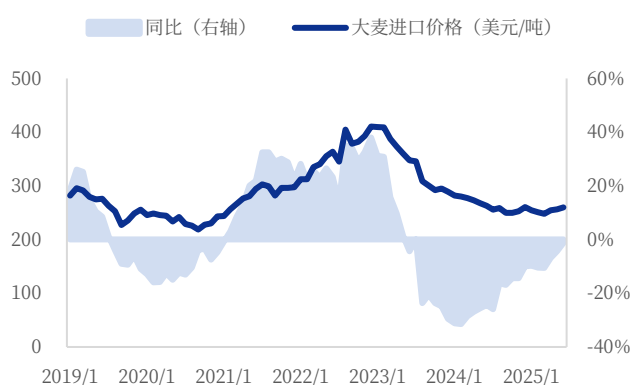
资料来源：，中国银河证券研究院

图27：2025 年 7 月猪肉价格同比下降



资料来源：，中国银河证券研究院

图28：2025 年 6 月大麦价格同比下降



资料来源：，中国银河证券研究院

三、行情跟踪：7 月多数子板块阶段性调整

(一) 行业收益率表现

2025 年 7 月 1 日至 7 月 31 日，食品饮料行业涨幅 0.2%，相对于全 A 指数的超额收益为-4.5%，在 31 个子行业中排名第 28。8 个子板块多数调整，其中肉制品表现较强，涨幅 2.0%；保健品、调味发酵品、啤酒、烘焙食品、预加工食品、软饮料、零食板块阶段性调整，分别为-0.4%、-0.8%、-2.5%、-2.7%、-4.1%、-7.3%、-9.2%。

图29：2025 年 7 月食品饮料指数涨幅在全行业位居第 28 位

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	行业	涨跌幅	超额收益
1	钢铁	16.8%	12.0%	1	有色金属	24.9%	10.5%
2	医药生物	13.9%	9.2%	2	医药生物	22.3%	8.0%
3	建筑材料	13.4%	8.6%	3	通信	21.2%	6.8%
4	通信	10.8%	6.0%	4	钢铁	17.9%	3.6%
5	综合	9.5%	4.8%	5	国防军工	16.5%	2.1%
6	电子	6.6%	1.8%	6	传媒	16.4%	2.0%
7	基础化工	5.9%	1.1%	7	机械设备	15.5%	1.1%
8	有色金属	5.7%	1.0%	8	基础化工	13.7%	-0.7%
9	机械设备	5.7%	0.9%	9	综合	13.4%	-1.0%
10	建筑装饰	5.4%	0.7%	10	计算机	13.1%	-1.3%
11	社会服务	5.1%	0.4%	11	建筑材料	12.0%	-2.4%
12	非银金融	4.6%	-0.2%	12	银行	10.9%	-3.5%
13	石油石化	4.5%	-0.2%	13	电子	10.9%	-3.5%
14	房地产	4.3%	-0.5%	14	环保	9.7%	-4.7%
15	计算机	3.9%	-0.9%	15	农林牧渔	9.6%	-4.7%
16	农林牧渔	3.8%	-0.9%	16	汽车	9.4%	-5.0%
17	电力设备	3.5%	-1.3%	17	社会服务	8.7%	-5.7%
18	传媒	3.2%	-1.6%	18	美容护理	8.5%	-5.9%
19	国防军工	3.1%	-1.7%	19	纺织服饰	6.3%	-8.1%
20	煤炭	2.6%	-2.1%	20	轻工制造	5.5%	-8.8%
21	商贸零售	1.9%	-2.8%	21	非银金融	4.8%	-9.5%
22	环保	1.6%	-3.1%	22	电力设备	2.8%	-11.6%
23	美容护理	1.5%	-3.3%	23	建筑装饰	2.2%	-12.2%
24	轻工制造	0.9%	-3.8%	24	石油石化	-0.5%	-14.9%
25	纺织服饰	0.7%	-4.0%	25	家用电器	-0.5%	-14.9%
26	家用电器	0.6%	-4.1%	26	商贸零售	-0.6%	-15.0%
27	汽车	0.4%	-4.3%	27	公用事业	-2.0%	-16.3%
28	食品饮料	0.2%	-4.5%	28	交通运输	-2.0%	-16.4%
29	交通运输	-0.2%	-5.0%	29	房地产	-2.9%	-17.3%
30	公用事业	-0.8%	-5.5%	30	食品饮料	-7.1%	-21.5%
31	银行	-2.0%	-6.7%	31	煤炭	-10.0%	-24.4%

资料来源：，中国银河证券研究院

图30：2025 年 7 月 食品饮料部分子行业涨跌幅表现

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	行业	涨跌幅	超额收益
1	肉制品	2.0%	-2.8%	1	保健品	10.2%	-4.2%
2	保健品	-0.4%	-5.1%	2	软饮料	7.1%	-7.3%
3	调味发酵品Ⅲ	-0.8%	-5.6%	3	零食	2.5%	-11.9%
4	啤酒	-2.5%	-7.2%	4	烘焙食品	-0.8%	-15.1%
5	烘焙食品	-2.7%	-7.5%	5	肉制品	-2.1%	-16.4%
6	预加工食品	-4.1%	-8.8%	6	预加工食品	-6.3%	-20.6%
7	软饮料	-7.3%	-12.1%	7	啤酒	-8.0%	-22.4%
8	零食	-9.2%	-13.9%	8	调味发酵品Ⅲ	-9.7%	-24.0%

资料来源：，中国银河证券研究院

四、投资建议

7 月食品饮料指数迎来阶段性调整，尤其是前期涨幅较多的饮料、零食板块调整幅度较明显，我们认为主要归因于资金风格切换与短期基本面预期有所调整。实际上，饮料、零食等板块的中长期产业逻辑仍具有持续性，随着估值逐渐消化叠加 Q4 消费旺季来临，大众品板块仍然具备诸多投资机会，建议重点关注：

- 1) 新品类与新渠道方向的成长性个股，例如锅圈、万辰集团、东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子、劲仔食品、有友食品、立高食品等；
- 2) 需求相对稳定与竞争格局改善的板块，包括农夫山泉、统一企业中国、华润饮料、康师傅控股等；
- 3) 关注 Q4 餐饮端需求修复对上游供应链基本面的提振，包括青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、千味央厨、宝立食品等。

五、风险提示

需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游渠道变革效果不及预期的风险，食品安全风险。

图表目录

图 1: 万辰集团、鸣鸣很忙门店增长情况	3
图 2: 零食量贩第二曲线增长方向	3
图 3: 堂吉诃德门店强调便利性、折扣和娱乐性结合	4
图 4: 堂吉诃德营收及毛利率	4
图 5: 堂吉诃德品类结构变化	4
图 6: 堂吉诃德食品业务增速领先	4
图 7: 堂吉诃德自有品牌销售额及占比	5
图 8: 堂吉诃德自有品牌更新前后对比	5
图 9: 堂吉诃德海外门店数量及占比（北美）	6
图 10: 堂吉诃德海外营收及占比（北美）	6
图 11: 堂吉诃德海外门店数量及占比（亚洲）	6
图 12: 堂吉诃德海外营收及占比（亚洲）	6
图 13: 堂吉诃德海外地区拓展推动整体收入增长	7
图 14: 堂吉诃德海外地区毛利率高于日本国内	7
图 15: Trader Joe's 多数商品为自有品牌	7
图 16: Trader Joe's 门店特点鲜明	7
图 17: 2025 年 7 月 PET 瓶片价格同比下行	8
图 18: 2025 年 7 月瓦楞纸价格同比下行	8
图 19: 2025 年 7 月玻璃价格同比下行	9
图 20: 2025 年 7 月包膜价格同比下行	9
图 21: 2025 年 7 月铝材价格同比上行	9
图 22: 2025 年 7 月白糖价格同比下降	9
图 23: 2025 年 7 月棕榈油价格同比上升	9
图 24: 2025 年 7 月面粉价格同比下降	10
图 25: 2025 年 7 月鹌鹑蛋价格同比下降	10
图 26: 2025 年 7 月大豆价格同比下降	10
图 27: 2025 年 7 月猪肉价格同比下降	10
图 28: 2025 年 6 月大麦价格同比下降	10
图 29: 2025 年 7 月食品饮料指数涨幅在全行业位居第 28 位	11
图 30: 2025 年 7 月食品饮料部分子行业涨跌幅表现	12

表 1： 2025 年 7 月行业核心原材料价格变动 8

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类与啤酒板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn