

食品饮料行业深度报告

渠道变革大时代，优质连锁零售业态蓬勃发展

增持（维持）

2026 年 02 月 10 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

投资要点

■ **消费者行为转变、技术进步和商业模式创新共同驱动零售的巨大变革。**在产能过剩和经济增长动能转变大背景下消费者的消费行为更趋于理性，消费品市场从“卖方主导”转向“买方主导”，零售业态重构，新零售业态蓬勃发展，会员店、垂类专业店、硬折扣等高质价比业态以及依托完善的前置仓、本地门店与即时配送体系实现线上线下深度融合的即时零售等快速崛起。零售业态呈现加速社区化、小型化与专业化、折扣化等趋势特征，硬折扣零售是当前全球零售业最受关注的强劲赛道之一，在我国的发展态势也是非常迅猛，它不再仅仅是一种应对经济下行的短期策略，而是一种重塑零售价值链的长期商业模式。

■ **高性价比、刚需高频类连锁业态实现高速增长。**在产能充裕与需求结构变化的双重驱动下，具备高性价比、刚需高频特征的连锁业态实现逆势扩张。其中，零食量贩兼具了高性价比和高频，表现尤为强劲，市场规模从 2020 年的 109 亿元激增至 2024 年的 1297 亿元，头部企业如鸣鸣很忙、万辰集团门店数均突破万家，GMV 实现指数级增长。其成功源于精准匹配了消费者对极致性价比的需求，并依托扁平化供应链压缩渠道加价率，构建起强大的价格护城河。与此同时，其他代表性连锁品牌也显现出触底回升态势，锅圈通过推出高性价比套餐、拓展烧烤冰品等品类并强化线上线下融合，重回增长阶段；巴比食品则通过创新“小笼包堂食店型”，适配场景增加烟火气，有效提升了单店效益。

■ **租金下行叠加线上增速放缓，优质连锁业态天花板再度打开。**一方面，受宏观经济和消费预期影响，商铺租赁市场整体遇冷，全国主要商业街及各线城市商铺租金普遍承压，尤其三线城市跌幅显著。这为依赖线下门店的连锁业态带来了直接的成本红利。另一方面，线上电商的高速扩张期已结束，渗透率在 2024-2025 年稳定于 24%-26%。在此背景下，以生鲜店、便利店为代表的社区刚需业态展现出强大韧性，其需求支撑性强，成为难以被线上替代的基础设施。即时零售作为新引擎快速崛起，其发展高度依赖本地实体门店网络，将线下门店转化为前置仓，利好拥有密集网点的连锁企业。

■ **“小变大，多业态”，行业共性策略，头部企业把握租金红利从容扩张。**面对租金下行的机遇，部分连锁品牌普遍采取了“改大店、扩场景、增店效”的共同策略。在降低租金成本的基础上，品牌主动增加门店面积，扩充关联品类，以提升整体经营效率。例如，零食量贩头部品牌试水“省钱超市”，引入日化、冻品等品类，增加覆盖消费群体，使日销提升；锅圈将单一火锅食材店升级为融合炸货、饮品的多元社区厨房，试点调改店日销增幅显著；巴比食品从外带店升级为提供堂食的小笼包专门店，实现日销翻倍。这一策略的底层逻辑在于，租金压力缓解使得门店扩容的边际效益显著，通过多品类协同和场景体验优化，拓宽了客群，有效提升了客流、客单价与消费粘性，最终实现单店店效提升。

■ **投资建议：1) 零食量贩产业方兴未艾，继续推荐万辰集团、鸣鸣很忙。**看中短期，确定性高；单店营收自 2025 年 Q3 以来有环比改善趋势。看中长期，想象空间大：净利率可能继续往上突破；省钱超市以及多元化业态的尝试，仍有看点，2) **重点推荐锅圈和巴比食品。**2025 年锅圈验证了乡镇开店的可行性，2026 年进一步放大趋势；此外调改店和小炒店的探索落地带来新的增量。巴比食品挖掘到小笼包大单品，配合公司在管理、供应链上的竞争优势，2026 年小笼包店型有望加速扩张。

风险提示：食品安全问题，原材料波动风险，居民消费力复苏不及预期。

行业走势



相关研究

《AKK 菌深度报告：肠道管家，有益共生》

2026-01-28

《大众品迎春季躁动，茅台动销两旺先触底》

2026-01-27

内容目录

1. 零售大变革时代，折扣化、社区化趋势显著	4
1.1. 供需关系重塑，消费端务实，折扣化业态应运而生.....	4
1.2. 人口结构变迁助推社区零售业态，并衍生出即时零售.....	6
2. 行业背景：租金成本下行，线上分流减缓，线下零售处在机遇期	7
2.1. 商铺租金整体遇冷，刚需业态韧性凸显.....	7
2.1.1. 2020 年以来商铺租金普遍承压.....	7
2.1.2. 线下零售业态出现结构性变化.....	8
2.2. 纯线上增速放缓，即时零售接力，其与线下零售是共生状态.....	10
2.2.1. 电商渗透率趋向放缓.....	10
2.2.2. 依托线下实体，即时零售激活存量.....	10
3. 优质连锁业态蓬勃发展	12
3.1. 性价比、高频消费品类连锁业态，获发展机遇.....	12
3.2. 行业共性：把握租金红利，改大店扩场景增店效.....	14
4. 投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 2022Q4-2025Q3 中国不同行业产能利用率走势 (单位: %)4

图 2: 2018Q1-2025Q3 居民资金流向结构5

图 3: 2021-2025Q1-3 我国快消品市场同比增速 (单位: %)5

图 4: 2023 年零食折扣店光顾频率.....5

图 5: 国内消费者越来越追求高性价比商品 (2024 年)5

图 6: 各渠道在城镇快消品市场销售额中占比及增速.....6

图 7: 全国分业态门店数增速.....6

图 8: 按消费渠道划分的中国生鲜零售市场规模 (十亿元)7

图 9: 2018-2025H1 全国重点城市主要商业街平均租金及变化8

图 10: 2018-2025 年中国各线城市商铺平均租金走势 (单位: 元/平方米/天)8

图 11: 2021-2025 年中国各线城市商铺平均租金同比增速 (单位: %)8

图 12: 2025 年 8 月主要餐饮细分赛道门店数变化情况.....9

图 13: 2024 年全国餐饮细分赛道市场规模同比增速 (单位: %)9

图 14: 2021-2025 年中国生鲜零售市场规模.....9

图 15: 2020-2024 年中国便利店门店类型的数量分布 (单位: %)9

图 16: 2017-2025Q1-3 中国快消品渠道销售额占比变化 (单位: %)10

图 17: 2015-2025 年中国电商渗透率走势10

图 18: 2018-2024 年中国即时零售行业规模走势11

图 19: 2018-2024 年中国纯电商零售规模走势11

图 20: 2024 年中国即时零售品类交易结构.....11

图 21: 2019-2029 年中国量贩零食饮料零售市场规模.....12

图 22: 2020 年之后零食量贩业态进入快速发展期.....12

图 23: 2022-2025Q1-3 鸣鸣很忙和万辰集团门店数量走势 (单位: 家)13

图 24: 2022-2025Q1-3 鸣鸣很忙和万辰集团 GMV 走势 (单位: 亿元)13

图 25: 2020-2025Q1-3 锅圈巴比食品门店数量 (单位: 家)14

图 26: 2020-2025H1 锅圈和巴比食品单店营收 (单位: 万元)14

图 27: 2023-2025Q3 锅圈和巴比食品营收同比增速 (单位: %)14

图 28: 2022-2024 年母婴品类渠道占比和营业额同比增速 (单位: %)15

图 29: 2019-2025 年全国餐饮门店数变化15

图 30: 2017-2025 年国内化妆品零售表现 (单位: %)15

图 31: 2025 年 6 月美业市场各渠道销售情况.....15

图 32: 连锁业态小店改造底层逻辑.....16

表 1: 连锁业态新店型单店模型 (2025 年)16

1. 零售大变革时代，折扣化、社区化趋势显著

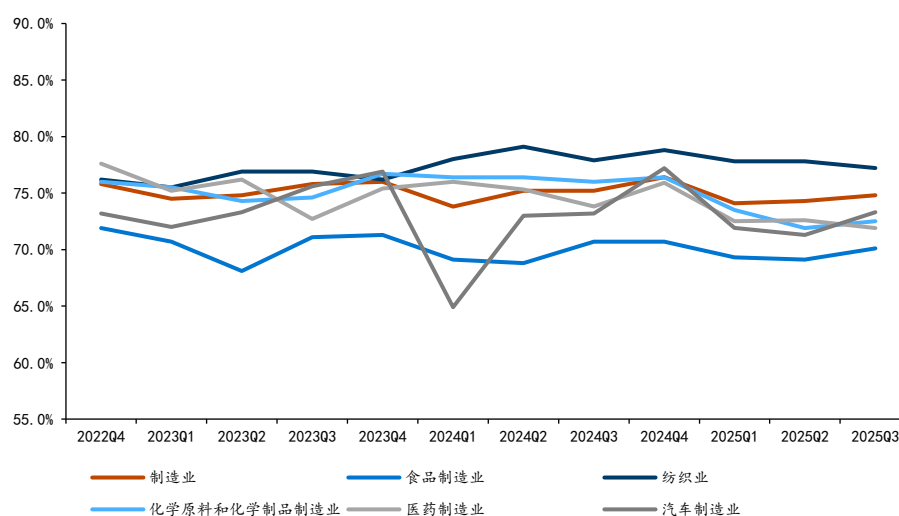
近年来，我国零售业正经历一场广泛而深刻的大变革。比如线上线下边界日益模糊，新业态、新模式层出不穷；价值链亦被重塑，硬折扣模式下平台通过缩减流通环节链条，实现价格优化。

分析这背后的底层逻辑，我们认为可以从供需关系来拆解。产能过剩的大背景下，导致消费品从“卖方市场”变成“买方市场”，无论是应运而起的性价比消费或者情绪消费，都是供给端主动调整去满足消费端需求的体现。其次人口结构的变化和技术迭代也对零售业态的迭代产生了重大影响，比如人口结构的变化推动零售渠道走向社区化，门店面积小型化，并且高频刚需的生鲜消费比重增加；而技术升级和配送端完善强大的基础设置，促进了线上线下融合发展的趋势。

1.1. 供需关系重塑，消费端务实，折扣化业态应运而生

从供给端来看，过去以投资驱动、规模扩张为导向的发展模式，中国制造业存在结构性产能过剩。据国家统计局数据，2023年-2025Q3期间大部分行业的产能利用率在80%以下，尤其食品制造业的产能利用率在行业中处于明显偏低水平。

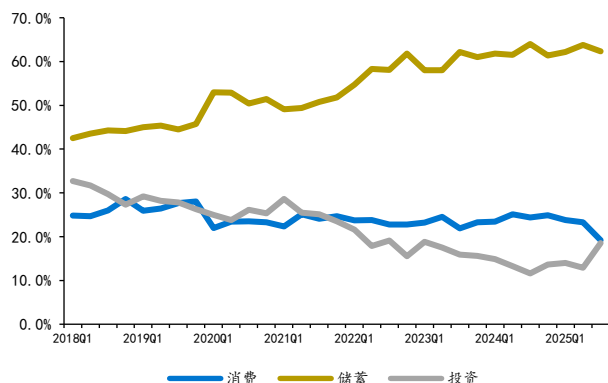
图1：2022Q4-2025Q3 中国不同行业产能利用率走势（单位：%）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

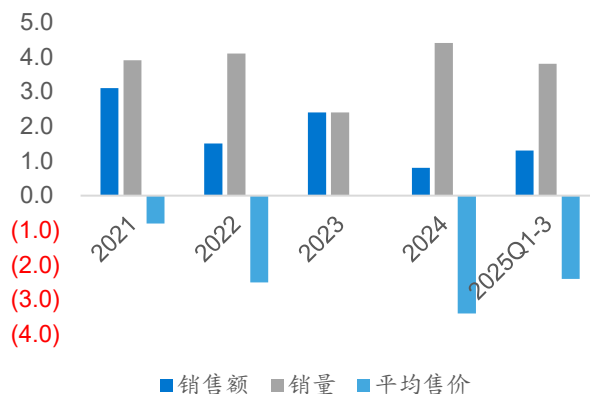
从需求端来看，消费者信心指数较弱，而审慎、预防性储蓄动机趋于增强。因此以价换量仍是消费品赛道的主基调，根据贝恩分析的数据，2021年至2025Q1-3，城镇快消品的市场平均售价一直处于下降通道，尤其2024年下降幅度较大，2025Q1-3来看有收窄的迹象。不过整体销售额端还是有稳健增长，销量同比提升幅度大于售价下降幅度。

图2: 2018Q1-2025Q3 居民资金流向结构



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

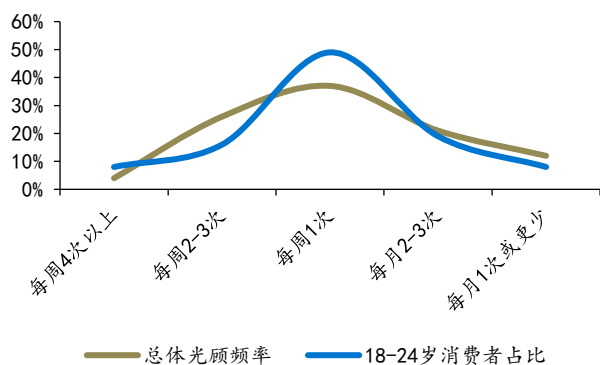
图3: 2021-2025Q1-3 我国快消品市场同比增速 (单位: %)



数据来源: 《中国硬折扣行业发展报告》, 东吴证券研究所

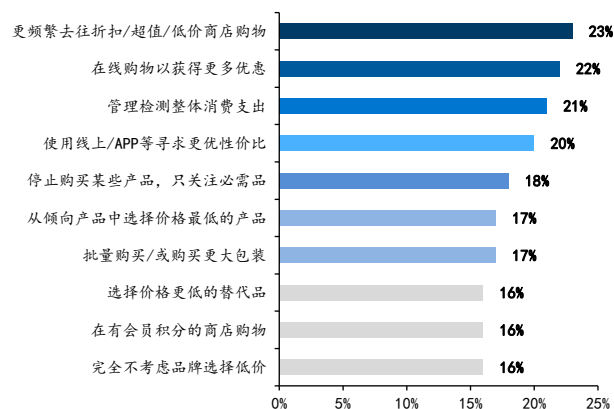
因此能够实现“质价比”、提高流通环节效率的硬折扣业态应运而生。根据《中国硬折扣发展报告(2024年)》, 23%的消费者表示将更频繁去往折扣、超值或低价商店购物。根据贝恩分析统计的各渠道表现来看, 从2025年前三季度的销售额同比增速来看, 增长最快的分别是折扣店、零食集合店和仓储会员店渠道, 超市、大卖场、便利店、专卖店则有不同幅度的下滑。

图4: 2023年零食折扣店光顾频率



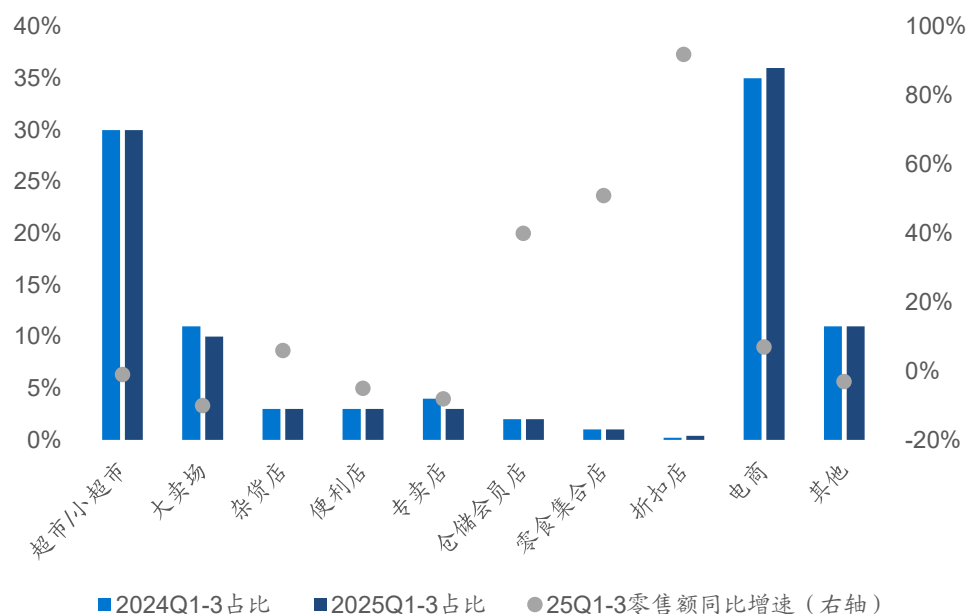
数据来源: 《2024中国零售业发展报告》, 东吴证券研究所

图5: 国内消费者越来越追求高性价比商品 (2024年)



数据来源: 《中国硬折扣行业发展报告》, 东吴证券研究所

图6：各渠道在城镇快消品市场销售额中占比及增速

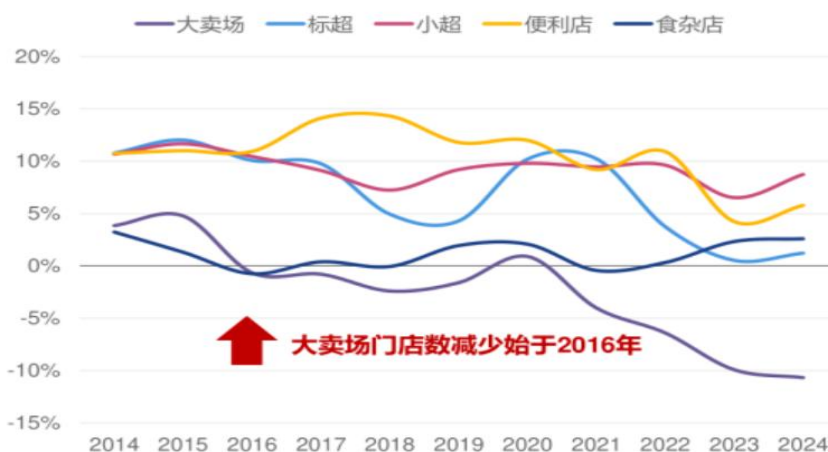


数据来源：Worldpanel 消费者指数，贝恩分析，东吴证券研究所

1.2. 人口结构变迁助推社区零售业态，并衍生出即时零售

此外由于城镇化、家庭小型化等人口结构变化趋势，带动社区化零售业态快速发展。根据尼尔森数据，门店小型化的趋势实际始于2016年，大卖场门店数量的减少从2016年开始，而便利店、小超市等业态门店数一直保持稳定的增速；2024年我国社区店型在现代渠道中占比达到52%，相比2020年提升了6pct。

图7：全国分业态门店数增速

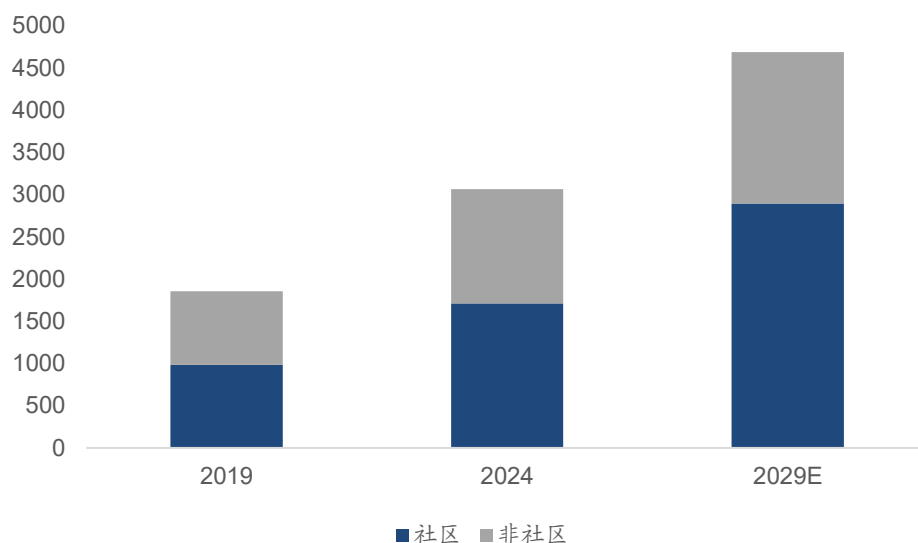


数据来源：尼尔森，东吴证券研究所

生鲜品类作为日常生活中的高频刚需品类，成为社区零售业态中的重要品类。根据灼识咨询数据，2024年中国社区生鲜零售市场规模达1.7万亿元，在整体生鲜销售额中

占比约 26%，在非菜市场类的现代零售渠道中占比约 56%；并且在 2019-2024 年间实现了 11.8% 的复合增长，增速高于非社区型渠道。

图8：按消费渠道划分的中国生鲜零售市场规模（十亿元）



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

此外线上线下融合也是重要趋势之一。一方面是消费端对即时、效率、便捷的需求显著提升，另一方面也离不开日渐完善的基础设施。即时零售依赖“前置仓+本地门店+骑手运力”三位一体的履约体系。美团、京东、饿了么等平台大力投入本地供给生态，比如截止 2025Q3 末美团闪电仓已经超过 5 万个，这种“以店为仓”的模式极大降低了履约成本。

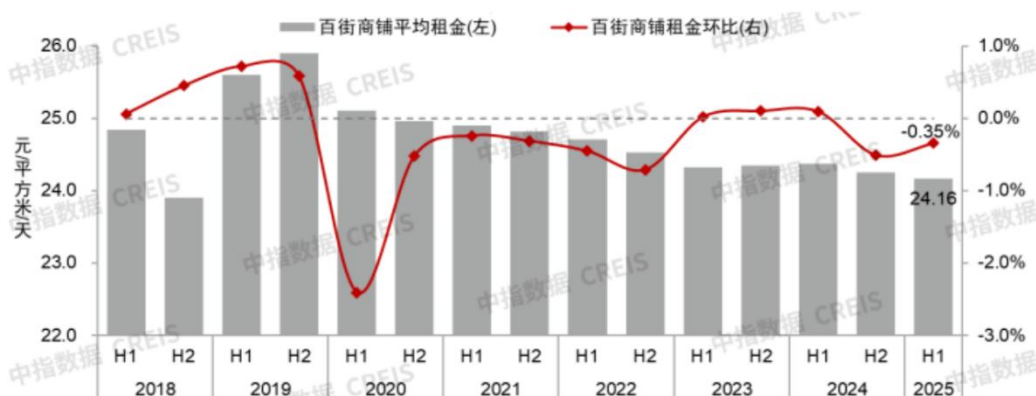
2. 行业背景：租金成本下行，线上分流减缓，线下零售处在机遇期

2.1. 商铺租金整体遇冷，刚需业态韧性凸显

2.1.1. 2020 年以来商铺租金普遍承压

我国商业街商铺租金整体呈现下行趋势。从商业地产租金指数来看，全国主要商业街平均租金在 2019H2 达到高点后出现明显回落，随后几年租金处于下跌或低位徘徊状态，反映出商铺租赁市场整体活跃度不足。当前居民消费更为审慎，收入预期趋紧，进一步抑制对线下商业的需求，在宏观经济环境的影响下，业主普遍下调租金或提供优惠条件以稳定租户。

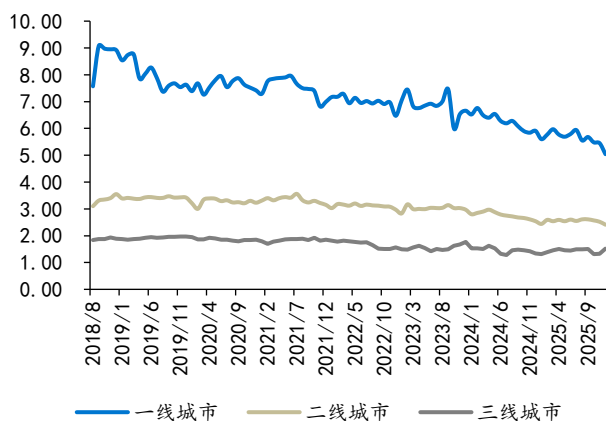
图9：2018-2025H1 全国重点城市主要商业街平均租金及变化



数据来源：中国房地产指数系统，东吴证券研究所

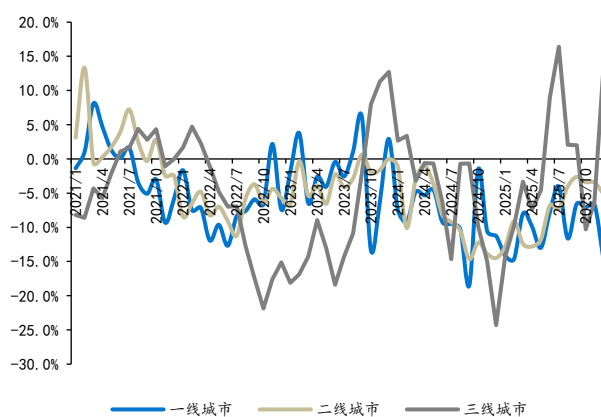
各线城市的商铺租金变化略有差异，但均呈现增长乏力态势。一线城市租金增速基本处于负增长区间，尤其在2022-2024年，多数月份同比增速在-5%至-12%之间波动，租金修复进程缓慢且反复。二线城市租金增速自2021年下半年开始转入下行通道，市场调整压力逐渐加剧。三线城市租金同比增速波动更大，跌幅深度远超一二线城市，由于商业项目结构性过剩问题更为突出、人口与消费力支撑相对不足，其市场韧性相对较弱，抗风险能力低。

图10：2018-2025 年中国各线级城市商铺平均租金走势（单位：元/平方米/天）



数据来源：，东吴证券研究所

图11：2021-2025 年中国各线级城市商铺平均租金同比增速（单位：%）



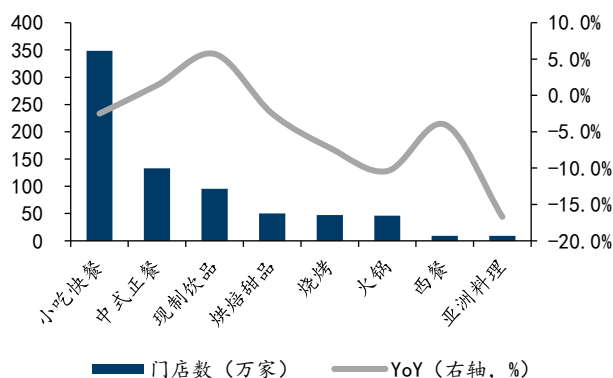
数据来源：，东吴证券研究所

2.1.2. 线下零售业态出现结构性变化

传统零售类销售额（服装、家电等）受线上冲击持续下滑，而餐饮类则呈现显著分化态势，其中饮品、小吃快餐等品类表现突出。当前消费者对价格更为敏感，追求极致质价比，同时对产品品质、消费体验和情绪价值的要求并未降低。在此背景下，刚需性强、性价比高、消费频次高的品类展现出更强韧性。例如，现制饮品和小吃快餐类门店数量仍在扩张，2024年市场规模增速分别为11.2%/7.5%，而中式正餐、火锅等其他餐饮类型门店数量下降明显，反映出在商务活动减少以及消费者收紧非必要支出的情况下，

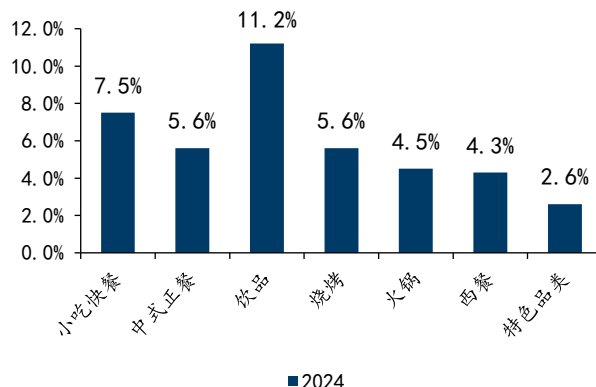
高客单价、强社交属性的体验型餐饮正面临挑战，而折扣业态和平价餐饮持续走强成为必然趋势。

图12: 2025年8月主要餐饮细分赛道门店数变化情况



数据来源:《中国餐饮品牌力白皮书 2025》，东吴证券研究所

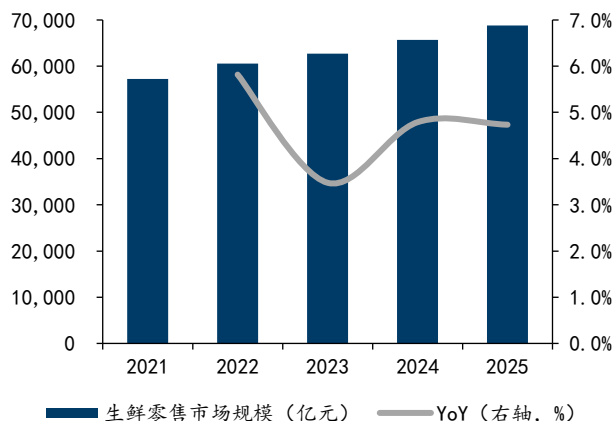
图13: 2024年全国餐饮细分赛道市场规模同比增速(单位: %)



数据来源:《中国餐饮品类发展报告 2025》，东吴证券研究所

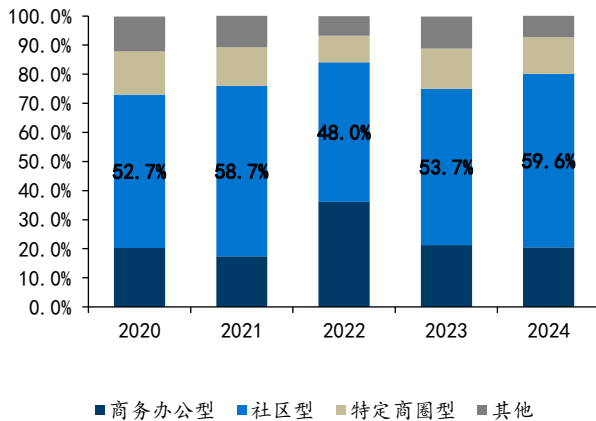
以生鲜店、便利店等为代表社区商铺需求支撑强。我国生鲜市场规模持续扩大，2022-2025年同比增速维持在3.5%以上。从便利店门店分布看，社区型商铺数量占比从2020年52.7%波动上升至2024年59.6%，具备相对稳定的客源基础。社区商铺业态高度聚焦于生鲜食品、日用杂货等必需品类，满足消费者“刚需+高频”的日常生活需求。而成功的社区商业模式通过推行高周转运营与深化邻里服务，有效提升了单店坪效与客户粘性，保持较好的经营韧性和增长潜力。当下实体商业的租赁需求正从追求广域客流的位置曝光，转向功能和效率优先，而社区商铺往往嵌入居民生活网络，承载了一定的社会交往与情感联结功能，成为响应社区实时、一体化消费需求的基础设施。因此，社区商铺凭借不可替代的便利性，构建起线上渠道难以替代的护城河。

图14: 2021-2025年中国生鲜零售市场规模



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

图15: 2020-2024年中国便利店门店类型的数量分布(单位: %)



数据来源: , 东吴证券研究所

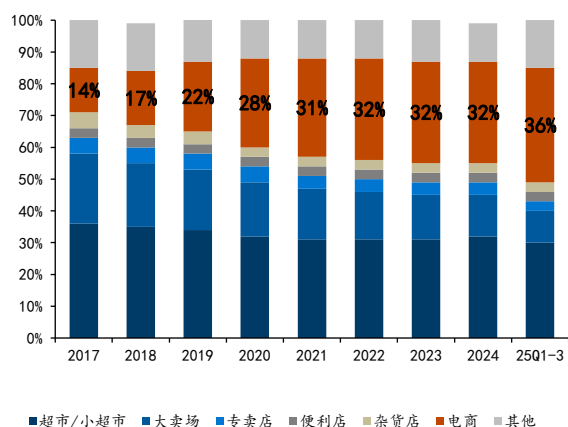
2.2. 纯线上增速放缓，即时零售接力，其与线下零售是共生状态

2.2.1. 电商渗透率趋向放缓

近年来，线上业态渗透率增长放缓，为线下连锁商业创造新机遇。电商渗透率的高速扩张期已基本结束，2021年后进入增速个位数阶段，2024-2025年电商渗透率基本稳定在24%-26%。无论是传统的货架电商，还是抖音等高速崛起的直播电商，都逐步迈入增长平缓的成熟期。一方面，流量红利见顶与获客成本高企已成为线上平台的普遍挑战，随着线上渠道的同质化竞争加剧，平台与商家普遍陷入低价竞争循环，线上利润空间大幅收缩。另一方面，消费者的需求发生变化，单纯基于便利性和性价比的线上购物，已难以满足日益增长的即时性、体验性与社交化的消费需求，这为拥有规模化门店网络、高效供应链和即时服务能力的连锁业态，提供了宝贵的战略窗口期。

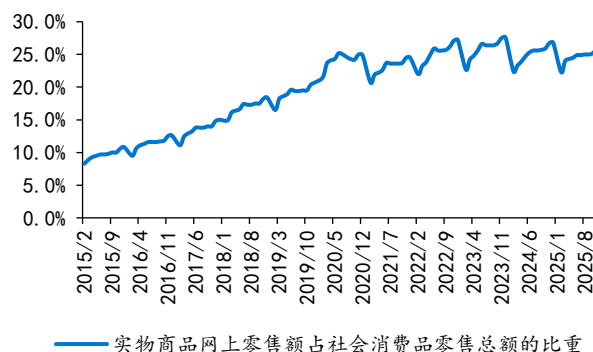
图16：2017-2025Q1-3 中国快消品渠道销售额占比变化

(单位：%)



数据来源：凯度消费者指数研究、贝恩分析，东吴证券研究所

图17：2015-2025 年中国电商渗透率走势

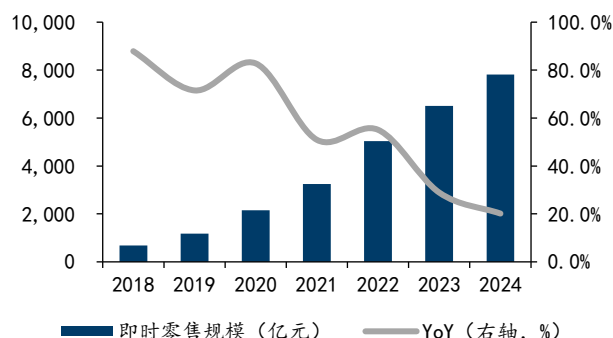


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.2.2. 依托线下实体，即时零售激活存量

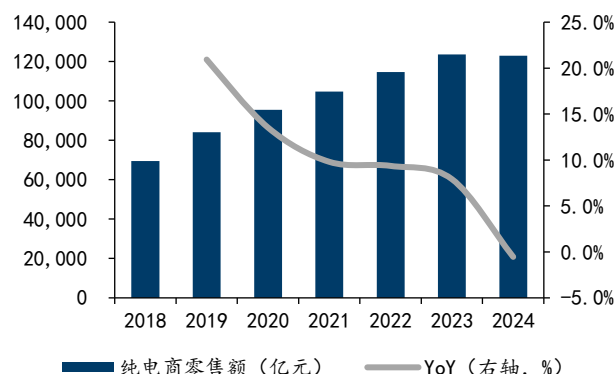
即时零售作为新兴的零售模式，增长势头强劲。即时零售市场规模从2018年的687亿元增长至2024年的7810亿元，CAGR达到50%，2018-2024年期间其增速显著高于传统电商零售。若剔除即时零售的份额，纯电商零售额增速逐年下降。

图18: 2018-2024 年中国即时零售行业规模走势



数据来源:《即时零售行业发展报告(2025)》, 东吴证券研究所

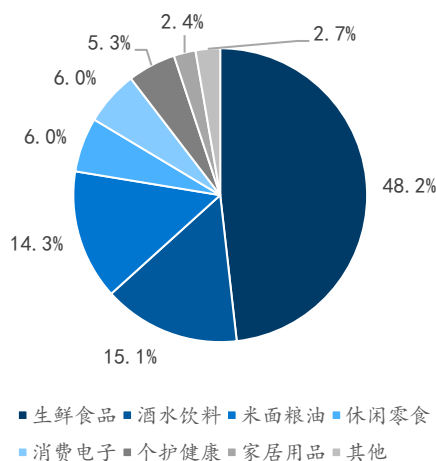
图19: 2018-2024 年中国纯电商零售规模走势



数据来源: 国家统计局,《即时零售行业发展报告(2025)》, 东吴证券研究所

即时零售的运营高度依赖于覆盖广泛的本地实体零售网络。无论是专门设置的前置仓,还是采用店仓一体化模式运行的连锁门店,都构成即时交付能力的基础。这意味着,即时零售的蓬勃发展并非替代线下实体,而是通过数字化订单,将本地的实体门店转化为离消费者最近的仓储、分拣及配送中心,从而重新激活并放大了线下零售网络的价值。因此,拥有密集网点和完善供应链的连锁商超、便利店等企业,正成为即时零售生态中最核心的供给方,并从中获得线上订单增量与数字化转型的红利。从品类结构来看,即时零售高度集中于满足即时性、高频次的生活消费品类,2024 年生鲜食品、酒水饮料和米面粮油三大品类合计占据了近八成的交易比重,其后是休闲零食、个护健康等,这些品类恰好是线下连锁超市、便利店长期经营的优势领域,使得线下零售企业在承接即时零售订单方面具备天然的供应链和商品管理优势。因此,即时零售的快速增长,能为连锁业态带来直接利好。

图20: 2024 年中国即时零售品类交易结构



数据来源:《即时零售行业发展报告(2025)》, 东吴证券研究所

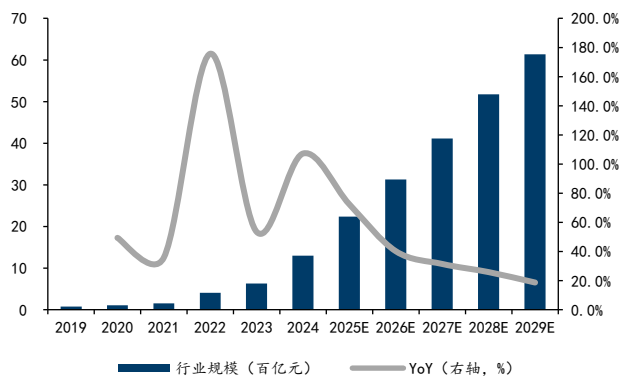
3. 优质连锁业态蓬勃发展

3.1. 性价比、高频消费品类连锁业态，获发展机遇

自 2020 年以来，消费者对性价比的需求提升，量贩业态凭借极致低价与高效供应链快速崛起。行业规模从 2020 年 109 亿元增至 2024 年 1297 亿元，CAGR 高达 77.8%，门店网络从 2000 家扩大到超过 3.8 万家，实现了极短时间内全国范围的广泛布局。2022-2024 年鸣鸣很忙/万辰集团 GMV 分别从 64.5/0.3 亿元跃升至 555.3/426.0 亿元，CAGR 分别达到 193.5%/3548.5%，两家企业的门店数量也均已突破万店规模，达到行业领先的体量。

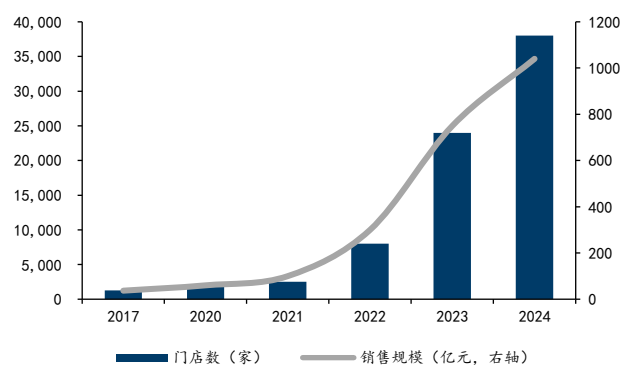
量贩行业的高速发展得益于其与市场供需精准匹配的底层逻辑。1) 需求端：在收入预期变化驱动下，消费者尤其是年轻客群趋于务实消费，追求高性价比已成为主流选择，这为硬折扣模式奠定了坚实的市场基础。2) 供给端：国内制造业长期存在结构性产能过剩，特别是食品领域具有相对较低的产能利用率，为行业提供了大量可对接的优质低价货源，使得量贩企业直接链接厂商与门店、绕过传统多级分销成为可能。3) 渠道端：传统商超因成本高、效率低而增长乏力，线上电商也面临增长瓶颈与流量成本压力，而 2023 年至今零食量贩凭借扁平化供应链，将传统渠道高达 60% 的加价率压缩至 30-40%，并把优化出的利润空间让渡给消费者与加盟商，从而构建起价格护城河，快速占领市场空白。此外，高周转单店模型，结合包装零食标准化程度高、易于管理的特性，共同支撑了量贩门店的快速复制与规模化扩张，最终驱动整个业态实现指数级增长。

图21：2019-2029 年中国量贩零食饮料零售市场规模



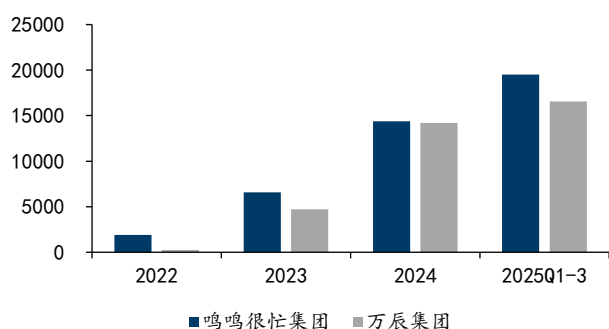
数据来源：国家统计局，灼识咨询，东吴证券研究所

图22：2020 年之后零食量贩业态进入快速发展期



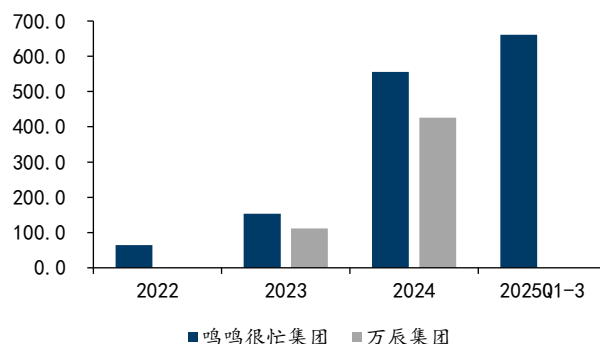
数据来源：《中国零食硬折扣白皮书》，艾媒咨询，东吴证券研究所

图23: 2022-2025Q1-3 鸣鸣很忙和万辰集团门店数量走势 (单位: 家)



数据来源: , 鸣鸣很忙招股书, 东吴证券研究所

图24: 2022-2025Q1-3 鸣鸣很忙和万辰集团 GMV 走势 (单位: 亿元)



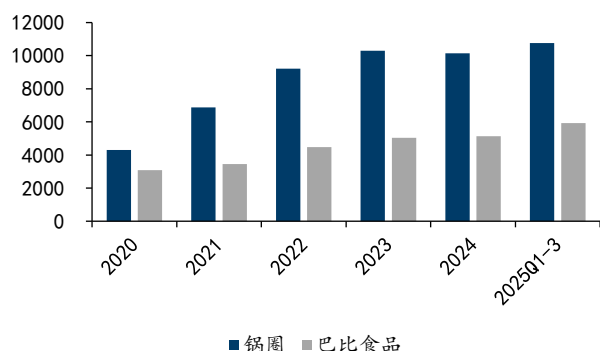
数据来源: , 鸣鸣很忙招股书, 东吴证券研究所

代表性连锁品牌锅圈和巴比食品在 2024 年下半年显现出明确的触底回升态势。

2023-2024H1 锅圈营收同比增速始终处于负值区间, 至 2024H2 强势转正, 我们预计在 2025 年仍保持 20%左右的稳健增长, 门店数量也恢复正向扩张。巴比食品营收增速先降后升, 2024 年触及阶段性低点后企稳回升, 2025Q3 实现 16.7%的营收同比增长, 恢复到较好水平。

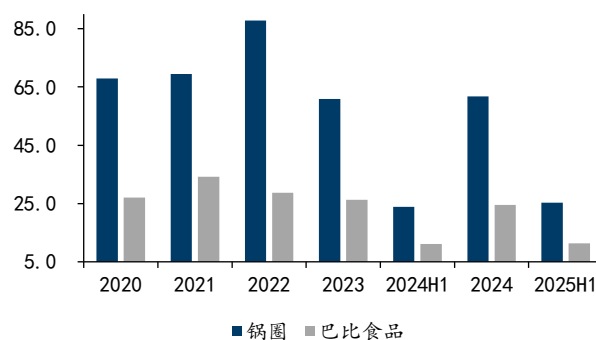
门店数量和营收的修复并非偶然, 背后源自企业所推动的一系列主动变革。以锅圈为例, 一方面, 公司推出“99 元毛肚自由火锅套餐”等高性价比组合, 并拓展烧烤、冰品等品类, 成功打造年销售额超 5 亿元的现象级单品; 另一方面, 公司线上强化抖音渠道投流与内容运营, 线下加强门店活动引流, 同时着力构建会员体系, 通过专属权益与储值激励提升复购率与客单价, 进入 2025 年后, 锅圈进一步加快推新节奏, 相继推出牛排、烧烤集装箱及小龙虾套餐, 试点无人零售模式以延长营业时间、拓展夜宵场景。巴比食品探索出“小笼包堂食店型”, 通过增设明厨档口、堂食座位, 配合装修干净明亮, 增添门店的烟火气, 是下游消费趋势和公司业务发展的契合。通过 2025 年下半年的试点, 消费端反馈积极, 2026 年预计会全面铺开。

图25: 2020-2025Q1-3 锅圈巴比食品门店数量 (单位: 家)



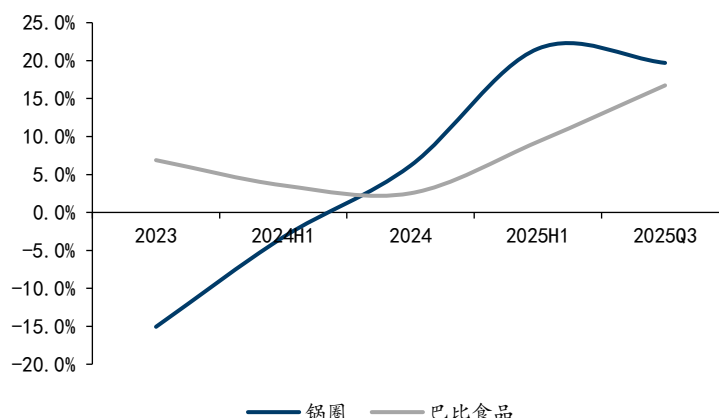
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 2020-2025H1 锅圈和巴比食品单店营收 (单位: 万元)



数据来源: , 东吴证券研究所

图27: 2023-2025Q3 锅圈和巴比食品营收同比增速 (单位: %)

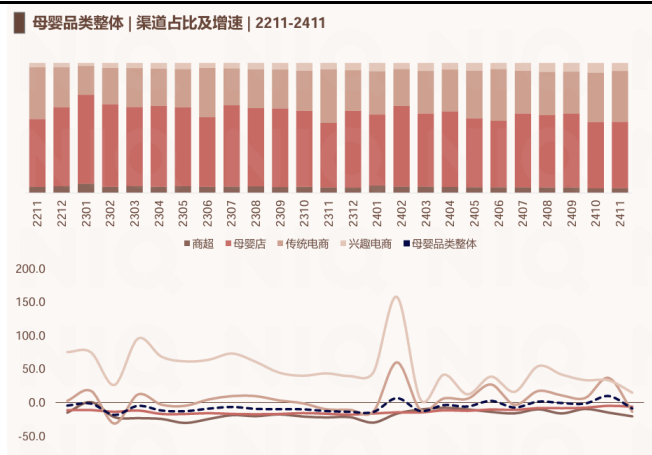


数据来源: , 东吴证券研究所

3.2. 行业共性: 把握租金红利, 改大店扩场景增店效

线下商铺租金普遍走低, 为实体经营带来了直接的成本红利。对于依赖线下门店的业态而言, 租赁成本在单店盈利模型中占据重要地位, 而租金的普遍回落显著减轻运营负担, 优化门店盈利结构, 连锁品牌得以重新配置资源进行战略性点位扩张、优化区域布局和升级店铺形象, 以此提升门店的生存能力。不过, 租金下行并未惠及所有业态, 线下消费市场呈现出结构性分化。许多传统线下业态正在经历收缩与调整。具体来看, 母婴品类线下渠道增长几乎停滞, 市场份额持续被线上渠道挤压, 整体增长也较为缓慢; 餐饮行业闭店率自 2020 年起居高不下, 2024 年达到 40.4%, 行业洗牌加剧; 化妆品零售虽整体保持增长, 但增速较之前已有所减缓, 且美业市场线下渠道增长承压, 据尼尔森 IQ 数据, 2025 年 6 月百货商场/购物中心、化妆品店及现代渠道销售额同比增速分别为 -8%/-2%/-10%。因此, 在租金下行的机遇面前, 模型健康、需求刚性、运营高效的连锁业态才能够抓住机会逆势扩张, 而更多传统业态则仍在客流流失与竞争加剧中经历调整与出清。

图28: 2022-2024 年母婴品类渠道占比和营业额同比增速 (单位: %)



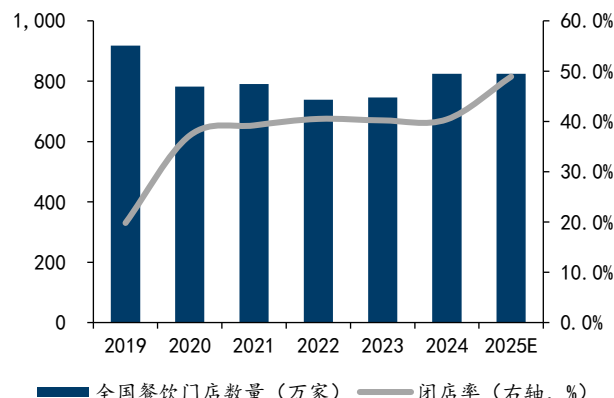
数据来源: 尼尔森 IQ, 东吴证券研究所

图30: 2017-2025 年国内化妆品零售表现 (单位: %)



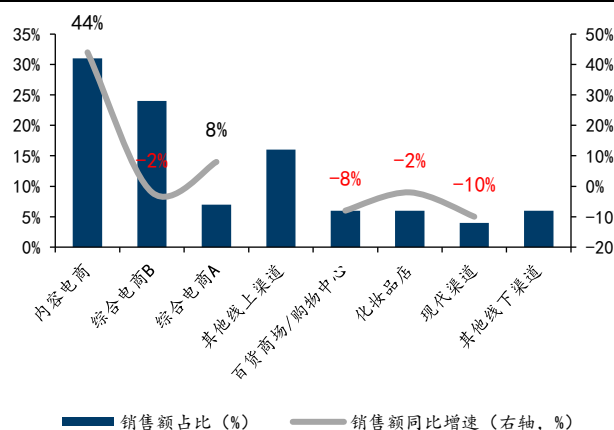
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图29: 2019-2025 年全国餐饮门店数变化



数据来源: 《2026 年中国中式餐饮白皮书》, 东吴证券研究所

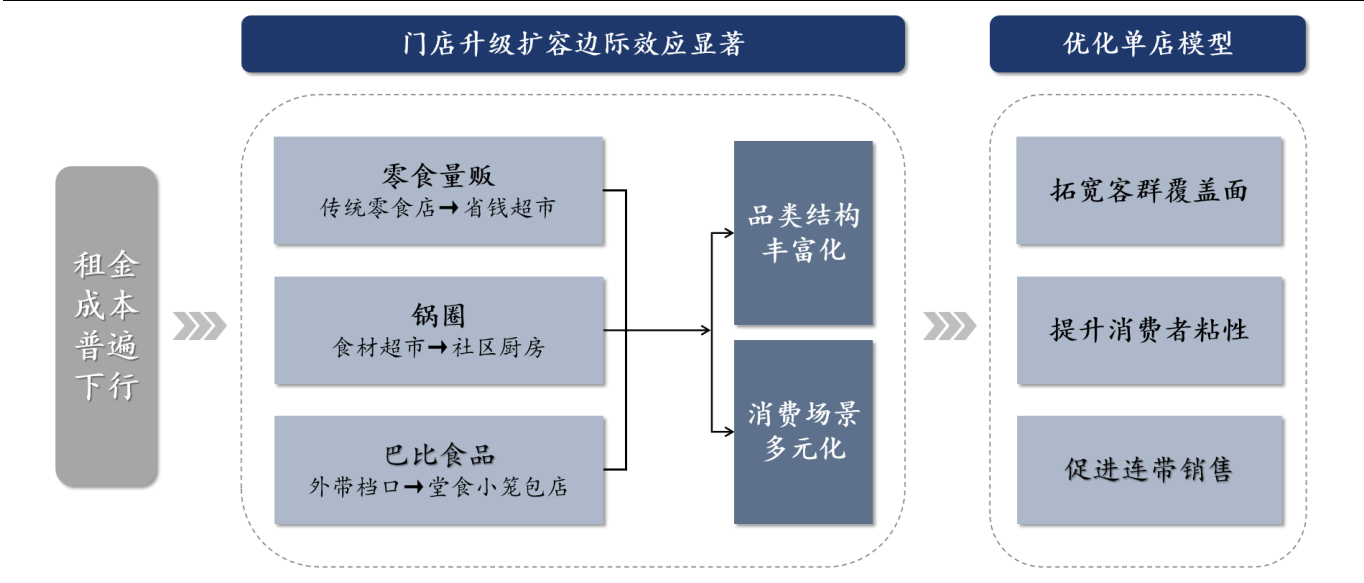
图31: 2025 年 6 月美业市场各渠道销售情况



数据来源: 尼尔森 IQ, 东吴证券研究所

对于门店模型较好的业态来说,在租金下行的背景下还有增加面积、扩充品类和场景的尝试,从效果来看可提升店效。零食量贩头部品牌试水“省钱超市”,在面积扩容后引入日化、冻品等高频关联品类,使日销提升,毛利率与净利润同步改善;锅圈将门店从单一的火锅食材零售,扩展为融合炸货、饮品、速冻点心的多元社区厨房,高频品类有效带动低频核心品类的销售,其部分试点调改店日销提升显著;巴比食品从外带快餐店升级为提供堂食体验的小笼包专门店,通过丰富餐食结构与延长营业时段,实现日销翻倍增长。行业共同选择的底层逻辑在于:租金成本压力缓解使得门店扩容的边际效益显著,适度新增面积用于门店升级后,不仅拓宽了客群覆盖面,更通过场景体验和品类协同提升了客流量与消费粘性,最终实现单店经营效率和盈利结构的整体改善。

图32：连锁业态大店改造底层逻辑



数据来源：东吴证券研究所绘制

表1：连锁业态新店型单店模型（2025 年）

	锅圈调改店	巴比堂食小笼包店	赵一鸣省钱超市	零食有鸣批发超市	零食很忙 3.0 店型
面积（平米）	60 m²	60 m²+	180 m²+（面积增加 20%）	约 300 m²	150-170 m²
日销（万元）	1.6-1.7（同比增加约 50%）	线下 0.9-1+外卖 0.2（老店 0.5）	同比增加 40%	2.3（零食店 1.3-1.5）	1.5-1.7（零食店 1.3-1.4）
净利率	10-15%	约 25%		8%	9%（零食店 7-8%）
品类营收结构	火锅占比 50-60%，烧烤 20%，炸货 10%，饮品 2-3%，速冻包点 3-4%	大包子占比 30%以下，其余为小笼包、粥、馄饨、面食等	零食占比 50%~70%。像烘焙、日化，潮玩、冻品占比 30~40%	零食 55%，日化 17%，米面粮油 15%，还有潮玩、短保烘焙等	零食 80%，其他 20%是冻品，玩偶，游戏卡，鸡蛋，纸巾，短保面包，鲜奶

数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

4. 投资建议

一是继续重点推荐零食量贩产业。零食量贩产业方兴未艾：1）看中短期，确定性高；头部两大品类仍在稳步开店，而且单店营收自 2025 年 Q3 以来有环比改善趋势。2）看中长期，想象空间大：净利率可能继续往上突破；省钱超市以及多元化业态的尝试，仍有看点，在零售大变革的背景下，两家公司已经拿到丰厚的起手牌，门店业态的迭代尚不言终局。

二是继续重点推荐锅圈。2025 年公司验证了乡镇开店的可行性，2026 年进一步放大趋势；此外调改店和小炒店的探索落地带来新的增量。若调改店模式可确立，意味着公司可以重新打开高线城市的增长空间，而小炒店的尝试，则可以切入现制餐食的全新场景。能够实现这种调改的背后，是公司供应链的灵活、拓展人员的执行力、以及对门店员工的深度管理能力。

三是继续推荐巴比食品。我们认为核心是小笼包是量价齐升的大单品，再配合公司在管理、供应链上的竞争优势。2026 年小笼包店型有望加速扩张。我们认为后续可能超预期有 3 个方向：1、并购进展加快；2、堂食小笼包加快开店；3、外带小笼包店型全面铺开。

5. 风险提示

食品安全问题：若发生食品安全问题，将会给相关公司声誉带来十分恶劣的影响，进而严重影响公司的生产经营活动。

原材料波动风险：若肉类、面粉等核心原材料上涨，会给上述公司盈利水平带来扰动。

居民消费力复苏不及预期：其中零食属于可选消费，如果居民消费力复苏较弱，可能会影响消费意愿、消费频率等。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>