

食品饮料

证券研究报告/行业深度报告

2023年6月25日

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

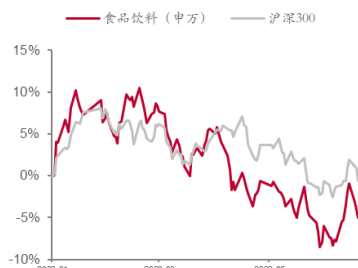
执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongwxw@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

上市公司数	121
行业总市值(亿元)	57,238
行业流通市值(亿元)	24,028

## 行业-市场走势对比



## 相关报告

## 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
洽洽食品	41.30	1.93	2.2	2.63	3.09	21.40	18.77	15.70	13.37	1.11	买入
盐津铺子	82.23	2.34	3.63	4.73	6.14	35.14	22.65	17.38	13.39	0.60	买入
良品铺子	27.28	0.84	1.24	1.52	1.85	32.48	22.00	17.95	14.75	0.73	买入
劲仔食品	13.07	0.28	0.38	0.53	0.70	46.68	34.39	24.66	18.67	0.96	买入

备注 股价取自 2023 年 6 月 21 日收盘价

## 报告摘要

- **核心观点：**本文主要研究了零食量贩开店空间有多大、为什么零食量贩存在激烈竞争、如何看零食量贩渠道的走向、以及如何看对零食企业的影响 4 个问题。我们认为，零食量贩有望作为一种重要的新零售业态长期存在，远期开店空间看 6-7 万家。具备先发优势的渠道型企业和小品类零食生产企业有望持续受益渠道红利。
- **一、零食量贩的开店空间有多大？**分单个城市进行门店空间测算，城市门店空间=城市常住人口/单店所需人口支撑。对于不同层级的城市，参照龙头零食量贩企业在成熟市场的开店情况与预计市占率，给出单店所需人口支撑的假设。据测算，零食量贩远期开店空间在 6-7 万家。
- **二、为什么零食量贩存在激烈竞争？**由于测算开店空间时存在强假设，量贩零食的竞争问题很容易被忽略。（1）为什么零食量贩店在下沉市场扎堆？从空间角度看，零食量贩的单店模型和下沉市场的消费习惯决定低线城市的开店空间远高于高线城市。从管理半径看，极致“薄利多销”的单店模型存在脆弱性，对客单高度敏感，对管理提出更高要求，即对于团队的“选址”和“选品”能力要求更高。从供应链特征看，当下的供应链发展形态更适合基地市场加密，而非异地扩张。（2）为什么零食量贩店目前较少在北方开店？从气候看，北方冬季较长，限制全年营业时间。从城市规划看，北方城市路面宽、功能区较分裂，限制客单数和单日营业时间。从货源与物流看，北方轻工业集群较少，城市间间隔较大，履约成本较高。
- **三、如何看零食量贩渠道的走向？**参考日本的情况，在泡沫经济后的“失去的三十年”，日本零售行业向极致性价比发展。零食量贩中长期仍有望作为一种重要的新零售业态继续存在。（1）零食量贩既满足了高线城市极致性价比的消费趋势，又满足了下沉市场消费升级趋势，享受 3 大基础性红利。（2）零食量贩介于硬折扣和软折扣之间，其折扣既来自于选品有来自于短路经济模式，商业模式具备合理性。（3）与社区团购相比，零食量贩的主要品类利润空间更大且履约成本有下降空间，零食量贩 UE 模型或可跑通，具备长期盈利的可能性。“后端要效益”和“前端要流量”是未来零食量贩发展的必由之路，硬折扣店、全品类折扣店和自有品牌零售商或是零食量贩品牌进化的三个主要方向。
- **四、如何看对零食企业的影响？**（1）对于渠道型企业：零食量贩要求全新的供应商、门店和加盟商体系，具备先发优势的企业马太效应明显。（2）对于制造型企业：其铺货逻辑顺畅且能转嫁经营风险，小品类的零食生产商胜率更大。据测算，单个供货商在零食量贩的月销空间最多可达 2.6 亿元。
- **投资建议：**零食量贩有望成为一种重要的新零售业态长期存在，渠道企业空间广阔强者恒强，制造企业渠道红利可看长。建议两条思路布局：建议两条思路布局：一是具备先发优势的渠道型企业，二是小品类零食生产企业，按照零食量贩渠道参与程度，推荐盐津铺子、洽洽食品、劲仔食品，关注良品铺子。
- **风险提示：**行业竞争激烈程度超预期、食品安全问题、数据统计偏差风险、空间测算具有主观性、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时。

## 内容目录

一、零食量贩开店空间有多大？ .....	- 4 -
二、为什么零食量贩存在激烈竞争？ .....	- 9 -
三、如何看零食量贩渠道的走向？ .....	- 14 -
四、如何看对零食企业的影响？ .....	- 20 -
五、投资建议 .....	- 22 -
六、风险提示 .....	- 22 -

## 图表目录

图表 1: 城市层级划分.....	- 4 -
图表 2: 不同城市层级的单店所需人口支撑假设参考.....	- 5 -
图表 3: 不同城市层级的单店所需人口支撑假设.....	- 6 -
图表 4: 零食量贩门店空间测算.....	- 6 -
图表 5: 零食量贩分城市层级门店空间.....	- 7 -
图表 6: 零食量贩分城市层级平均门店空间.....	- 7 -
图表 7: 零食量贩分城市层级门店空间测算结果.....	- 7 -
图表 8: 醴陵市零食量贩连锁门店数量不完全统计.....	- 9 -
图表 9: 零食量贩店区域布局的不完全统计.....	- 9 -
图表 10: 开店空间测算方式推导.....	- 10 -
图表 11: 零食很忙代表社区门店单店模型.....	- 11 -
图表 12: 零食很忙代表社区门店单店模型敏感性分析（投资回收期，月）.....	- 11 -
图表 13: 零食很忙四大仓储中心.....	- 12 -
图表 14: 量贩零食产品布局表.....	- 14 -
图表 15: 疫情期间养成的消费习惯哪些被保留？.....	- 15 -
图表 16: 24 座万亿 GDP 城市 2022 年末常住人口与上年末相比（万人）.....	- 15 -
图表 17: 零食量贩门店商品品牌占比.....	- 16 -
图表 18: 零食量贩价值链条.....	- 17 -
图表 19: 典型社区团购 UE 模型.....	- 18 -
图表 20: 典型零食量贩 UE 模型.....	- 18 -
图表 21: 互联网时代实体新零售变化.....	- 19 -
图表 22: 零食量贩与传统零食专营店的差异.....	- 20 -
图表 23: 零食量贩采购额测算.....	- 21 -

## 一、零食量贩开店空间有多大？

- 2020 年以来零食量贩专营门店快速崛起，目前头部品牌零食很忙门店数量达到 2000 多家，预计 2023 年依旧将保持快速增长。零食量贩门店数量在快速增长的同时，市场对其门店数量天花板也有不同的看法，通过对零食量贩门店空间数量进行测算，我们希望能够探索零食量贩店未来门店扩张的天花板在哪里。
- **测算逻辑：**门店空间测算是分单个城市进行的，城市门店空间=城市常住人口/单店所需人口支撑。对于不同层级的城市，参照龙头零食量贩品牌零食很忙在成熟市场的开店情况与预计市占率，给出单店所需人口支撑的假设。
- **城市分级：**根据新一线城市研究所的《2022 城市商业魅力排行榜》城市层级划分，中国 337 个地级以上城市可以分为一线城市 4 个、新一线城市 15 个、二线城市 30 个、三线城市 70 个、四线城市及五线城市 218 个。我们在预测的时候，剔除统计数据缺失(经济相对不发达)的城市共 21 个，覆盖的城市数量为 316 个。

**图表 1：城市层级划分**

城市层级	城市数量	调整后城市数量	典型城市举例
一线	4	4	北京、上海、深圳、广州
新一线	15	15	成都、重庆、杭州、西安、武汉、苏州、郑州、南京、天津、长沙、东莞、宁波、佛山、合肥、青岛
二线	30	30	昆明、沈阳、济南、无锡、厦门、福州、温州、金华、哈尔滨、大连、贵阳、南宁、泉州、石家庄、长春……
三线	70	70	台州、海口、乌鲁木齐、洛阳、廊坊、汕头、湖州、咸阳、盐城、济宁、呼和浩特、扬州、赣州、阜阳、唐山……
三线以下	218	197	宜宾、鞍山、南充、秦皇岛、亳州、常德、晋中、孝感、丽水、平顶山、黄冈、吉林、龙岩、枣庄、郴州……
城市总数	337	316	

来源：《2022 城市商业魅力排行榜》、中泰证券研究所

注：城市等级划分依据新一线城市研究所的《2022 城市商业魅力排行榜》

- **单店覆盖人数：**
- **(1) 一线城市：**目前一线城市并未有龙头零食量贩店布局，考虑到一线城市消费习惯和租金人工成本并不适合零食量贩拓店，我们假设零食量贩在一线城市不具备开店空间。
- **(2) 新一线城市：**通过腾讯地图搜索获取零食很忙的开店数据，得到零食很忙在基地市场长沙门店约为 510 家。通过腾讯地图搜索获取零食很忙在湖南的主要竞争对手零食优选、戴永红、爱零食、舌尖零食、锁味在长沙的开店数据，得到长沙零食很忙门店数/(零食很忙+零食优选+戴永红+爱零食+舌尖零食+锁味门店数)的比例约为 63%。考虑到还有一些长尾的品牌，据此假设零食很忙在长沙的市占率为 60%，则

长沙零食量贩单店覆盖人数约为 1.2 万人。据此我们假设零食量贩店新一线城市单店覆盖人数为 1.2 万人。

- **（3）二线城市：**通过腾讯地图搜索获取零食很忙的开店数据，得到零食很忙在与基地市场临近的城市南昌门店约为 115 家。通过腾讯地图搜索获取零食很忙在江西的主要竞争对手赵一鸣、吡啻吡啻、贝点零食在南昌的开店数据，得到南昌零食很忙门店数/（零食很忙+赵一鸣+吡啻吡啻+贝点零食门店数）的比例约为 35%。考虑到还有一些长尾的品牌，据此假设零食很忙在南昌的市占率为 30%，则南昌零食量贩单店覆盖人数约为 1.4 万人。据此我们假设零食量贩店二线城市单店覆盖人数为 1.4 万人。
- **（4）三线城市：**通过腾讯地图搜索获取零食很忙的开店数据，得到零食很忙在与基地市场临近的成熟市场岳阳门店约为 153 家。通过腾讯地图搜索获取零食很忙在湖南的主要竞争对手零食优选、戴永红、爱零食、舌尖零食、锁味在岳阳的开店数据，得到岳阳零食很忙门店数/（零食很忙+零食优选+戴永红+爱零食+舌尖零食+锁味门店数）的比例约为 79%。考虑到还有一些长尾的品牌，据此假设零食很忙在岳阳的市占率为 75%，则岳阳零食量贩单店覆盖人数约为 2.5 万人。据此我们假设零食量贩店三线城市单店覆盖人数为 2.5 万人。
- **（5）四线城市：**通过腾讯地图搜索获取零食很忙的开店数据，得到零食很忙在与基地市场临近的成熟市场娄底门店约为 96 家。通过腾讯地图搜索获取零食很忙在湖南的主要竞争对手零食优选、戴永红、爱零食、舌尖零食、锁味在娄底的开店数据，得到娄底零食很忙门店数/（零食很忙+零食优选+戴永红+爱零食+舌尖零食+锁味门店数）的比例约为 52%。考虑到还有一些长尾的品牌，据此假设零食很忙在岳阳的市占率为 50%，则娄底零食量贩单店覆盖人数约为 2 万人。据此我们假设零食量贩店四线城市单店覆盖人数为 2 万人。
- **（6）五线城市：**通过腾讯地图搜索获取零食很忙的开店数据，得到零食很忙在与基地市场临近的成熟市场湘西门店约为 37 家。通过腾讯地图搜索获取零食很忙在湖南的主要竞争对手零食优选、戴永红、爱零食、舌尖零食、锁味在湘西的开店数据，得到湘西零食很忙门店数/（零食很忙+零食优选+戴永红+爱零食+舌尖零食+锁味门店数）的比例约为 74%。考虑到还有一些长尾的品牌，据此假设零食很忙在湘西的市占率为 70%，则湘西零食量贩单店覆盖人数约为 4.7 万人。据此我们假设零食量贩店五线城市单店覆盖人数为 4.7 万人。
- 因此，我们假设新一线城市/二线城市/三线城市/四线城市/五线城市的单店覆盖人数分别为 1.2/1.4/2.5/2.0/4.7 万人。

**图表 2：不同城市层级的单店所需人口支撑假设参考**

城市	城市等级	人口（万人）	零食很忙门店	零食很忙市占率（假设）	单店覆盖人数（万人）
----	------	--------	--------	-------------	------------



长沙市	新一线	1006.08	510	60%	1.2
南昌市	二线	529.10	115	30%	1.4
岳阳市	三线	504.85	153	75%	2.5
娄底市	四线	382.76	96	50%	2.0
湘西自治州	五线	248.44	37	70%	4.7

来源：《2022 城市商业魅力排行榜》、腾讯地图、中泰证券研究所

注：城市等级划分依据新一线城市研究所的《2022 城市商业魅力排行榜》；门店数据来自腾讯地图搜索数据，统计试点为 23 年 6 月初。

图表 3：不同城市层级的单店所需人口支撑假设

城市等级	城市级别	城市数量	单店所需人口支撑（万人）
一线	1	4	-
新一线	1.5	15	1.2
二线	2	30	1.4
三线	3	70	2.5
四线	4	89	2.0
五线	5	108	4.7

来源：《2022 城市商业魅力排行榜》、中泰证券研究所

注：城市等级划分依据新一线城市研究所的《2022 城市商业魅力排行榜》

■ 城市门店空间预测：城市门店空间=城市常住人口/单店所需人口支撑。

图表 4：零食量贩门店空间测算

地区	城市等级	人口（万人）	人均 GDP（万元）	单店覆盖（万人）	门店数量
南京市	新一线	932	16	1.2	777
苏州市	新一线	1,275	16	1.2	1062
杭州市	新一线	1,197	14	1.2	997
宁波市	新一线	942	13	1.2	785
武汉市	新一线	1,245	13	1.2	1037
青岛市	新一线	1,011	12	1.2	842
长沙市	新一线	1,006	12	1.2	838
佛山市	新一线	952	11	1.2	793
合肥市	新一线	937	11	1.2	781
天津市	新一线	1,387	10	1.2	1156
郑州市	新一线	1,262	10	1.2	1051
东莞市	新一线	1,048	9	1.2	874
成都市	新一线	2,095	9	1.2	1746
西安市	新一线	1,295	8	1.2	1079
重庆市	新一线	3,209	8	1.2	2674
无锡市	二线	746	17	1.4	533
常州市	二线	528	15	1.4	377
珠海市	二线	245	15	1.4	175
南通市	二线	773	13	1.4	552
厦门市	二线	518	12	1.4	370
福州市	二线	832	12	1.4	594
泉州市	二线	879	12	1.4	628
绍兴市	二线	529	11	1.4	378
济南市	二线	920	11	1.4	657
烟台市	二线	710	11	1.4	507
嘉兴市	二线	541	10	1.4	387

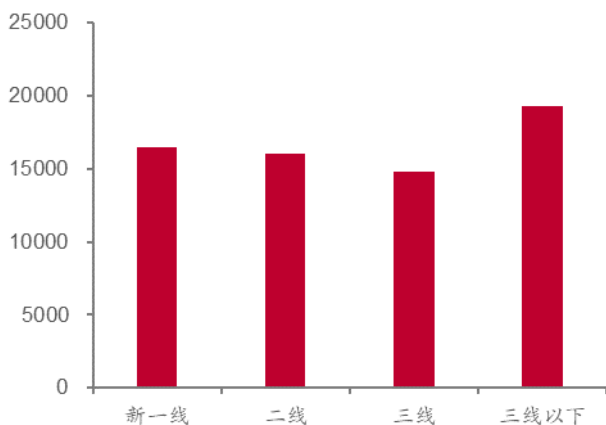
大连市	二线	745	9	1.4	532
南昌市	二线	626	9	1.4	447
徐州市	二线	908	8	1.4	649
昆明市	二线	846	8	1.4	604
太原市	二线	532	8	1.4	380
长春市	二线	907	8	1.4	648
沈阳市	二线	907	7	1.4	648
贵阳市	二线	599	7	1.4	428
温州市	二线	959	7	1.4	685
中山市	二线	443	7	1.4	317
惠州市	二线	606	7	1.4	433
金华市	二线	706	7	1.4	504
兰州市	二线	437	7	1.4	312
潍坊市	二线	939	6	1.4	670
南宁市	二线	875	5	1.4	625
石家庄市	二线	1,124	5	1.4	803
哈尔滨市	二线	1,001	5	1.4	715
临沂市	二线	1,102	4	1.4	787
保定市	二线	924	4	1.4	660

来源：《2022 城市商业魅力排行榜》、国家统计局、地方统计局、中泰证券研究所测算

注：城市等级划分依据新一线城市研究所的《2022 城市商业魅力排行榜》。城市常住人口采用的是截至 2020 年 12 月 31 日的数据；人均 GDP 采用截至 2020 年 12 月 31 日的数据。篇幅限制，该表格仅展示部分数据

- 我们预测零食量贩在全国开店的门店空间为 66677 家店，其中新一线城市/二线城市/三线/三线以下城市分别为 16493/16005/14842/19337 家；平均每个城市门店空间为 214 家，其中新一线城市/二线城市/三线/三线以下城市平均每个城市平均门店空间分别为 1100/534/212/98 家。

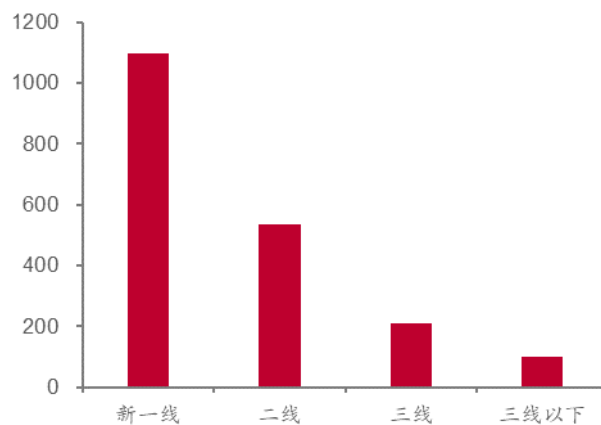
图表 5：零食量贩分城市层级门店空间



来源：《2022 城市商业魅力排行榜》、中泰证券研究所测算

注：城市等级划分依据新一线城市研究所的《2022 城市商业魅力排行榜》

图表 6：零食量贩分城市层级平均门店空间



来源：《2022 城市商业魅力排行榜》、中泰证券研究所测算

注：城市等级划分依据新一线城市研究所的《2022 城市商业魅力排行榜》

图表 7：零食量贩分城市层级门店空间测算结果

城市层级	调整后城市数量	门店数量	占比	平均门店数量
新一线	15	16493	25%	1100
二线	30	16005	24%	534
三线	70	14842	22%	212

三线以下	197	19337	29%	98
总计	312	66677	100%	214

来源：《2022 城市商业魅力排行榜》、中泰证券研究所

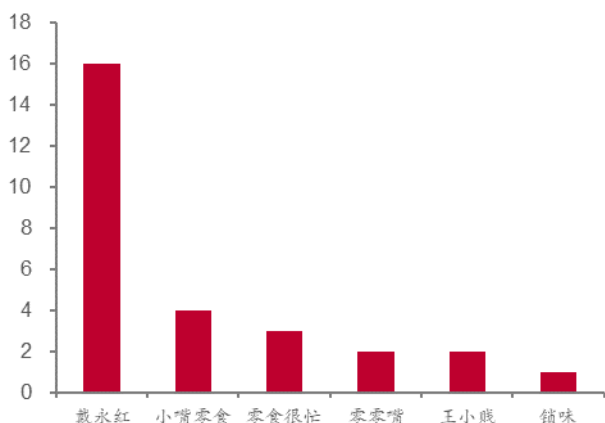
注：城市等级划分依据新一线城市研究所的《2022 城市商业魅力排行榜》



## 二、为什么零食量贩存在激烈竞争？

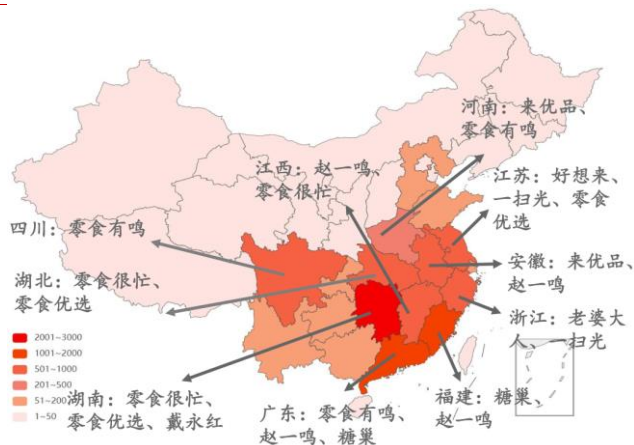
- 由于测算开店空间时存在强假设，量贩零食的竞争问题很容易被忽略。具体来看，前文测算方式主要是依据零食量贩业态在成熟市场的密度线性外推，其隐含条件是门店覆盖人口数量不受不同城市的单店模型和不同区域的消费习惯的影响，这仍旧未能“具体问题具体分析”。事实上，如果我们着眼微观，还是能发现零食量贩连锁正加速进入竞争阶段。
- 快速复制扩张使得零食量贩较早进入红海，下沉市场竞争尤为激烈。庞大的下沉市场让零食量贩店井喷式发展，但随着千店万店铺开，问题也逐渐显现出来。如今，在湖南、江西等省份的不少城市，一条街上出现四五家零食集合店已经不足为奇，甚至在一条商业街相距几百米的地方，有两家同一品牌的集合店同时营业。这些零食集合店已成“犄角之势”，互相抢夺客流。以湖南省辖县级市醴陵市为例，醴陵市 2022 年户籍人口仅 100 多万人，而根据大众点评搜索数据，截至 23 年 5 月，醴陵市总计有 16 家戴永红、4 家小嘴零食、3 家零食很忙。县域市场零食量贩竞争正在进入白热化。

图表 8：醴陵市零食量贩连锁门店数量不完全统计



来源：大众点评、中泰证券研究所（注：统计时点为 23 年 5 月）

图表 9：零食量贩店区域布局的不完全统计



来源：公司官网、草根调研、中泰证券研究所

- 为什么零食量贩店在下沉市场扎堆？
- （1）从空间角度看，零食量贩的单店模型和下沉市场的消费习惯决定低线城市的开店空间远高于高线城市。我们根据下文①②③式推导得到④式开店数量的测算公式，我们发现人口数量、毛利率、客单价、成交率（即进店消费的人口占总人口比重）、复购次数在分子，和开店空间同向变化，而租金、人工、水电杂费等固定成本在分母和开店空间反向变化。

图表 10：开店空间测算方式推导

$$\begin{aligned}
 & \left\{ \begin{aligned} & \text{门店覆盖人口数量} \times \text{成交率} \times \text{年复购次数} = \text{年成交量} \textcircled{1} \\ & \text{开店数量} = \text{人口数量} / \text{门店覆盖人口} \textcircled{2} \\ & \text{盈亏平衡点} = (\text{租金} + \text{人工} + \text{水电杂费}) / \text{毛利率} = \text{年成交量} \times \text{客单价} \textcircled{3} \end{aligned} \right. \\
 & \quad \quad \quad \downarrow \\
 & \text{开店数量} = \frac{\text{人口数量} \times \text{毛利率} \times \text{客单价} \times \text{成交率} \times \text{年复购次数} \textcircled{4}}{\text{租金} + \text{人工} + \text{水电杂费}}
 \end{aligned}$$

来源：中泰证券研究所

- 1、从分母看，租金差异使得下沉市场更适合零食量贩连锁店的模型。为保证多品类商品的仓储和陈列，零食量贩的门店面积较大，基本在 100 平以上。而高线城市的单位面积租金普遍较高，好的点位则更甚。下沉市场无论租金还是人工都相对低廉，为小店模型提供了基础。
- 2、从分子看，下沉市场的消费习惯更适合量贩零食店的发展。低线城市和高线城市的消费习惯的差异反应在成交率、复购次数和毛利率进而作用于开店数量，同样使得县域市场的零食量贩门店容量更大。
- ①从成交率和复购率看，低线城市消费者因休闲时间较多，且多为有孩家庭，但同时线下的社交空间供给有限，他们时常将买零食喝奶茶作为个人或家庭消遣的一种方式。而高线城市以都市白领和独居青年为主，工作时间更长，留给零食的购买时间和消费场景都相对来讲更少。因此下沉市场的零食量贩店的成交率和复购次数预计相较高线城市都更高。
- ②从毛利率看，零食量贩店的产品结构分为了三类，第一类是国内外的知名品牌，第二类是经销商品牌、工厂直供产品，第三类是自贴牌产品。第一类产品主要承担低价引流功能，第二类、第三类才是贡献利润的主要来源。知名品牌的利润空间较为透明，而“白牌”的产品价格充满想象空间。下沉市场消费者品牌意识相较高线城市偏弱，门店中第二、第三类产品占比更高，相应的门店毛利率较高。
- （2）从管理半径看，极致“薄利多销”的单店模型存在脆弱性，对客单高度敏感，对管理提出更高要求。
- 零食量贩店的单店模型对客单数和毛利率高度敏感。根据零食很忙官网，零食很忙加盟商综合毛利率约为 18%，门店日正常营业额 10000 元至 15000 元左右，假设客单价稳定在 30 元/单，则单日平均约为 420 单。我们考虑日均客单数上下波动 20 单，加盟商综合毛利率上下波动 2pct，对应投资回收期从 15-33 月不等。可见，零食量贩门店模型维持着一种“脆弱的平衡”，这对管理半径无形中形成了一种限制。

**图表 11：零食很忙代表社区门店单店模型**

	社区门店	备注
门店面积	100	
单位租金（元/平米/天）	5	假设值
月租金（万元）	1.50	
年租金（万元）	18.00	
每平米装修货架投入（元/平米）	2,200	
装修货架投入（万元）	22	根据零食很忙官网
店员数量	4	假设 2 个收银+2 个理货
员工月薪酬（元/月）	5,000	假设值
员工成本（万元/月）	2.00	
单店月销售额（万元）	38	根据零食很忙官网，日正常营业额 1~1.5 万元
客单价（元）	30	假设值
客单数（单/日）	417	
加盟商月毛利（万元）	6.75	根据零食很忙官网，综合毛利率 18%
<b>成本及费用：</b>	<b>4.00</b>	
月租金	1.50	
月人工成本	2.00	
水电杂费	0.50	假设值
<b>净利润</b>	<b>2.75</b>	
净利润率	7.3%	
<b>初始投入合计</b>	<b>57.00</b>	
装修总投入	22.00	根据零食很忙官网
加盟费+保证金	8.00	根据零食很忙官网
首次备货款	20.00	根据零食很忙官网
运营资金	7.00	3 个月租金+水电+人工
<b>年化收益率（%）</b>	<b>58%</b>	
<b>固定投资回收期（月）</b>	<b>21</b>	

来源：公司官网、草根调研、中泰证券研究所

**图表 12：零食很忙代表社区门店单店模型敏感性分析（投资回收期，月）**

		毛利率				
		16%	17%	18%	19%	20%
客单数 (单/日)	397	33	27	23	20	18
	407	31	26	22	19	17
	417	28	24	21	18	16
	427	27	23	20	17	15
	437	25	21	19	16	15

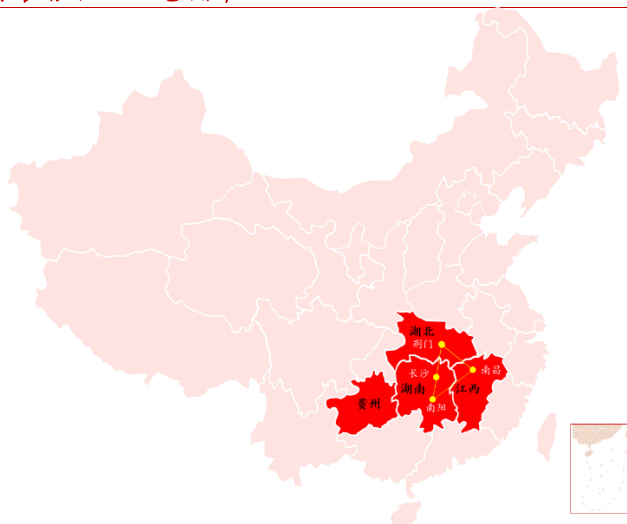
来源：公司官网、草根调研、中泰证券研究所

■ 更进一步说，零食量贩店对于团队的“选址”和“选品”能力要求更

高。一方面，零食量贩店门店客流更受消费者价格敏感程度和人均“闲暇”影响，而不能简单看人口密度，这对于拓店团队对当地商业地产的理解提出了更高的要求；另一方面，零食行业品类、SKU 数、品牌都不计其数，全国各地消费者的偏好存在很大差异，这对于采购团队对消费者需求的理解也提出了更高的要求。

- **（3）从供应链特征看，当下的供应链发展形态更适合基地市场加密，而非异地扩张。**零食量贩连锁的供应链模式一般为“长运输半径，中心枢纽型”。以零食很忙为例，其由长沙总仓、衡阳分仓、南昌分仓、荆门分仓构成四大仓储中心，围绕基地市场形成了稳固的三角形分布。这种供应链模式资金投入比较节约，不过对于外埠市场运输距离较长。而对于散装休闲零食，其货额较低，运输费率较高，而影响运费的主要系距离，异地扩张会进一步提升总部成本，对原本并不高的利润率造成进一步挤压。而如果进行区域市场加密则能扬长避短，实现产能布局与门店拓张“滚雪球”，让成本优势更加明显

**图表 13：零食很忙四大仓储中心**



来源：零食很忙官网、中泰证券研究所

- **为什么零食量贩店目前较少在北方开店？**
- **（1）气候：**北方冬季较长，限制全年营业时间。北方冬天气温较低，昼短夜长，居民出门意愿较低。因此进入冬季，不少社区业态的生意较为冷清，无法支撑零食量贩单日高客单数。
- **（2）城市规划：**北方城市路面宽、功能区较分裂，限制客单数和单日营业时间。一方面，北方城市通常路面极宽极长，过街或需要通过过街天桥或地下通道，导致道路两面的客群较为割裂。另一方面，北方城市居住、工作、商业三个部分分得非常明确，距离也都比较远，不论是商业区还是生活区，最佳营业时间皆是仅为半天时间。
- **（3）货源与物流：**北方轻工业集群较少，城市间间隔较大，履约成本较高。一方面，南方轻工业产业集群较多，而北方传统以重工业为主，

食品、包装等轻工业较少，相对应的零食生产商、零食工厂和货源也较少，运输半径较长。另一方面，北方城市之间间隔较大，地广人稀，门店加密的难度更大，进而使得仓配端的规模效应较难实现。

### 三、如何看零食量贩渠道的走向？

- 参考日本的情况，在泡沫经济后的“失去的三十年”，日本零售行业向极致性价比发展。日本折扣店业态在 20 世纪 70 年代开始兴起，90 年代后大发展，并向世界尤其是中国输出了众多的品牌。背后原因可能在于中产阶级的分化。2010 年以前，年收入 600 万日元以下的中低阶级消费者占人口比重超过 80%，以中产阶级为主要顾客群的百货超市销量减少，百元店、折扣超市顺势抬头。即便 2010 年后中产阶级人数有小幅增加，但消费群体的消费理念已渐趋成熟，对高性价比的商品接受度持续较高。而作为“偶尔精致”便利店和药妆店则迎合了消费需求小型化、便捷高质以及追求某种生活方式的特点。所以日本发展出独具特色的零售模式，比如简小精悍的便利店如 7-11 便利店、全家，廉价药品及日用品零售的药妆店折扣店，如松本清、科摩思、唐吉珂德连锁折扣店等。日本的百元店至今都非常火热，规模约有一万亿日元，其中 Daiso、Seria、Cando 和 Watts “四大金刚”，合计的市场规模超过 5500 亿日元。其他知名的还有优衣库、无印良品，高性价比家具宜得利，平价眼镜零售商 Jins 等偏独立品类的折扣店。
- （1）零食量贩既满足了高线城市极致性价比的消费趋势，又满足了下沉市场消费升级趋势，将作为一种重要的新零售业态继续存在。零食量贩店主打性价比定位。一方面，对于新一线与二线城市来说，零食量贩店的商品具备价格优势，迎合了消费者极致性价比的消费趋势。另一方面，对于三线及以下城市来说，零食量贩店拉直了品牌零食和消费者之间的渠道，降低了品牌零食的购买门槛，迎合了下沉市场消费升级的消费需求。

图表 14：量贩零食产品布局表

	零食很忙	赵一鸣	戴永红
辣卤	150 个左右 SKU：劲仔鱼干 2 个、手撕牛肉 1 个、豆干 1 个；盐津铺子豆干 8 个、蔬菜 4 个；卫龙辣条 5 个	180 个左右 SKU：盐津铺子豆干 1 个；卫龙魔芋 3 个，辣条 1 个	120 个左右 SKU：盐津铺子豆干 9 个、魔芋 2 个；卫龙辣条 5 个
散称薯片	4 个 SKU：盐津铺子 2 个，董小姐 1 个	10 个 SKU：甘源食品 4 个，小王子 3 个，阿婆家的薯片 2 个	10 个 SKU：盐津铺子 2 个，甘源食品 1 个
鹌鹑蛋	5 个 SKU：盐津铺子 2 个	7 个 SKU：盐津铺子 2 个，贤哥 2 个，绝鼎肉 2 个	6 个 SKU：鲜本鲜 2 个，德食 2 个
口味坚果	9 个 SKU：甘源食品 6 个	24 个 SKU：甘源食品 7 个，舔嘴 4 个，多情逗 2 个，苏太太 2 个	12 个 SKU：甘源食品 4 个，花生姑娘 2 个
魔芋丝	4 个 SKU：盐津铺子 2 个	7 个 SKU：卫龙 3 个，金磨坊 2 个，好味屋 2 个	6 个 SKU：盐津铺子 3 个，好味屋 3 个
蒟蒻	6 个 SKU：盐津铺子定制化 3 个	5 个 SKU：顽皮兔 5 个	4 个 SKU：蜡笔小新 2 个
其他		洽洽袋装瓜子 2 个	洽洽咔吱脆 2 个



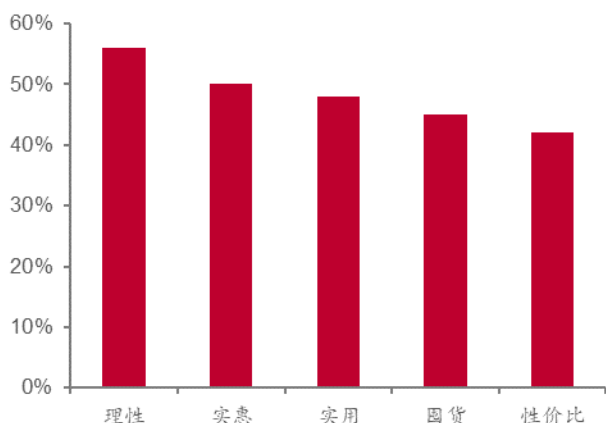
来源：草根调研、中泰证券研究所

备注：数据来源于长沙零食很忙门店、萍乡赵一鸣门店、株洲戴永红门店的草根调研，统计时点为 2023 年 6 月。由于相同品牌不同门店仍具备差异，或存在一定统计误差。

■ 具体来看，零食量贩店享受 3 个基础性红利：

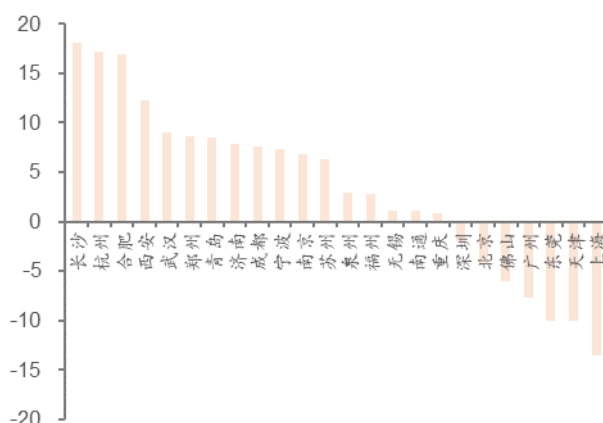
- 1、**性价比消费趋势**：根据 DATA100 发布的《2023 消费趋势洞察报告》，超过 40%的受访者表示自己会保持疫情期间养成的理性、实惠、实用、国货和性价比等消费习惯。“理性”、“实惠”、“实用”、“国货”、“性价比”成为消费者最受关注的五大关键词。我们认为极致性价比是未来消费的方向之一。
- 2、**城镇化与乡村振兴**：考虑到人口自然增长率普遍下降、城镇化进入后期、城乡融合进程加速等影响，流向大城市人口放缓将是一个趋势性现象。城市群、都市圈的建设，也使中小城市以及县城分流了一部分人口。考虑到这些情况，下沉市场正孕育着更广阔的消费群体和购买力。

图表 15：疫情期间养成的消费习惯哪些被保留？



来源：DATA100、中泰证券研究所

图表 16：24 座万亿 GDP 城市 2022 年末常住人口与上年末相比（万人）



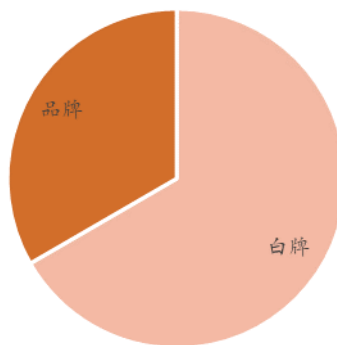
来源：21 财经、中泰证券研究所

- 3、**流量分化与分销体系重建**。相比过去的大流通渠道阶段，企业需要通过深度分销触达消费者，当下越来越多的渠道相继出现不断把渠道拉直。零食量贩本质也是对线下渠道的一种分流，符合线下流量去中心化的趋势。
- 因此，我们认为零食量贩符合消费发展趋势，中长期仍将作为一种重要的新零售业态继续存在。
- （2）零食量贩介于硬折扣和软折扣之间，商业模式具备合理性。
- 1、零食量贩较传统零售业态有大约 30%的价格优势，介于硬折扣和软折扣之间，商业模式具备合理性。硬折扣店选择的是制造型零售之路，精选精简 sku，选择优质供应商合作并研发自有品牌，是基本的运营方式。其自有品牌占比很高，Costco 能达到 40%，ALDI 的占比超过半数，

这些 sku 追求极致性价比，从而硬折扣店品牌成为顾客的买手并创造价值。软折扣店大多是平台型零售，虽然不见得收取平台费用，但商品大多是尾货、非应季商品和临期商品等，很多是品牌商和渠道商清仓的终端。这些商品有微小缺陷，但质量大多有保障，可以说是用这些商品的瑕疵，来换取一定的折扣优惠，满足部分客群的需要。相对来说，软折扣店也是在提供高性价比，但其成长生态，多处于经济低迷以及消费欲望下降的时期。

- 一方面，零食量贩通过调整不同品牌和品类的占比，打造低价的消费者心智，类似软折扣店。在品牌的选择方面，根据草根调研，零食量贩店中，门店毛利率较低的品牌商品占比仅 30% 左右，主要起到引流作用；门店毛利率较高的白牌商品占比预计在 60% 以上，贡献了门店的主要利润。在品类的选择方面，零食量贩中低货值高周转的品类，如糕点烘焙和熟食（麻辣食品）占比较高，而在传统零食店占比较高的高货值高毛利的坚果类产品则在零食量贩店占比较低。

**图表 17：零食量贩门店商品品牌占比**



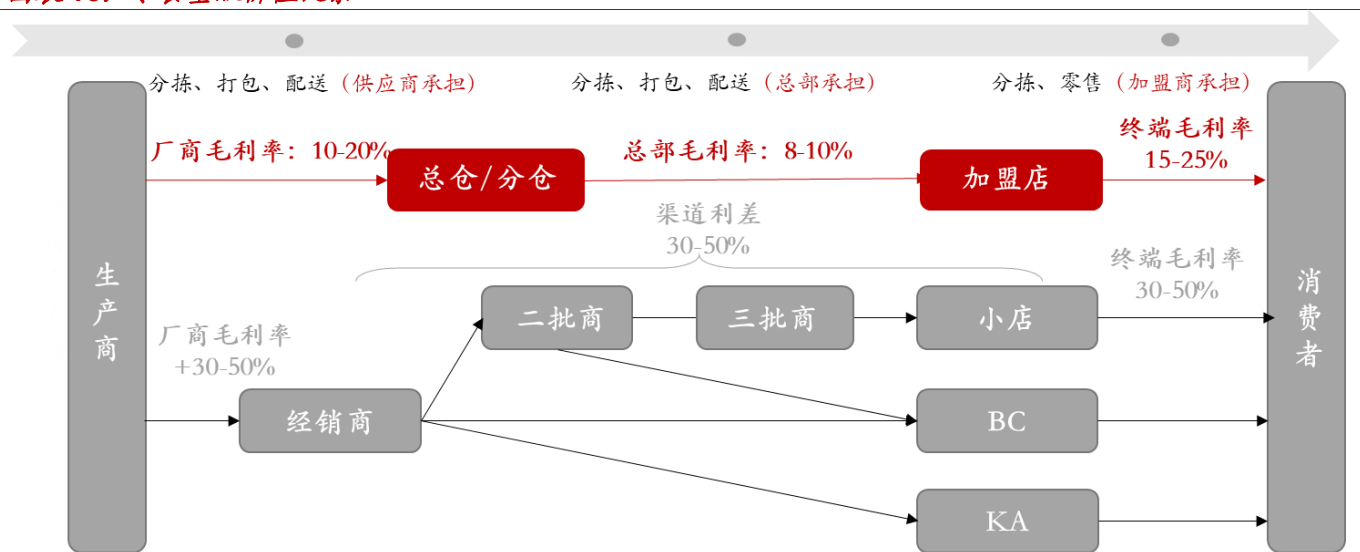
来源：草根调研、中泰证券研究所

备注：数据来源于对长沙零食很忙门店、萍乡赵一鸣门店、株洲戴永红门店的草根调研，统计时点为 2023 年 6 月。由于相同品牌不同门店仍具备差异，或存在一定统计误差。

- 另一方面，零食量贩内核是更高效的供应链解决方案，规模效应来源于联盟采购与集中配送，类似硬折扣店。**1、订单通过联盟采购模式下达。**对于加盟商而言，其可全面掌握全国生产商产品信息，优质选货；同时集中购买数量优势大大降低了产品采购价格。对于生产厂商而言，厂商只面对零食量贩连锁总部，操作便捷，且减少厂家自身的销售成本，提高效率。**2、商品通过总部供应链中心下的总仓和分仓配送至门店。**门店沿着仓储中心覆盖范围稳扎稳打扩张，保障门店尽量短的时间内配货到店，在成本最优的前提下提高配送效率，在仓配环节扩大规模效应。
- 具体来看，零食量贩的硬折扣主要来自于厂商、渠道、终端 3 个层面的利润压缩。在传统流通领域，零食一般会涉及 3 方利润分配，整体利润空间在 100-150%。生产商负责生产商品、品牌宣传与推广商品，厂商毛利率约在 30-50% 左右。渠道负责整合商品资源，承担起物流、供应链角色，仓储、物流与推广是主要的成本费用支出，一般零食会发

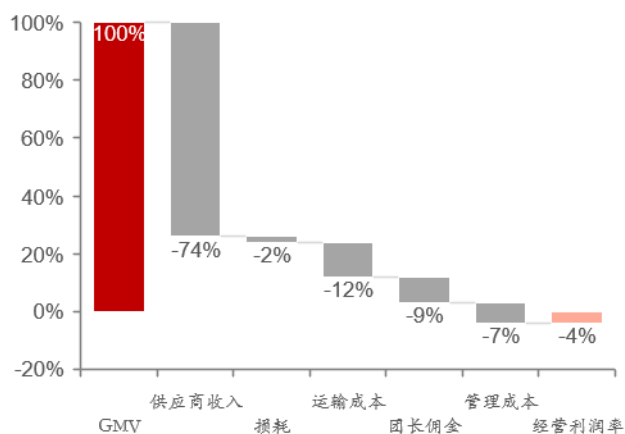
生损耗和退货的情况，也会增加一定成本，渠道利润率一般在 30-50%。终端负责仓储、陈列与触达消费者，加价率一般在 30-50%左右，全链路约相较生产成本加价在 100%以上。零食量贩在 3 方的利润率各压缩至低双位数，相较传统渠道有 30%以上价格优势。首先，在生产商方面，零食量贩利用大规模采购、零账期采购和基本无额外费用的优势向生厂商议价，将生厂商的利润率压缩至 10-20%。其次，在渠道商方面，零食量贩拉直了渠道，将渠道利润压缩至 8-10%。最后，在加盟店层面，零食量贩门店薄利多销，将终端利润率压缩 15-25%。整体来看，零食量贩将零食价值链整体利润空间压缩了一半以上，反应在商品价格上即为零食量贩的零食相较其他渠道约有 30%以上的价格优势。

图表 18：零食量贩价值链条

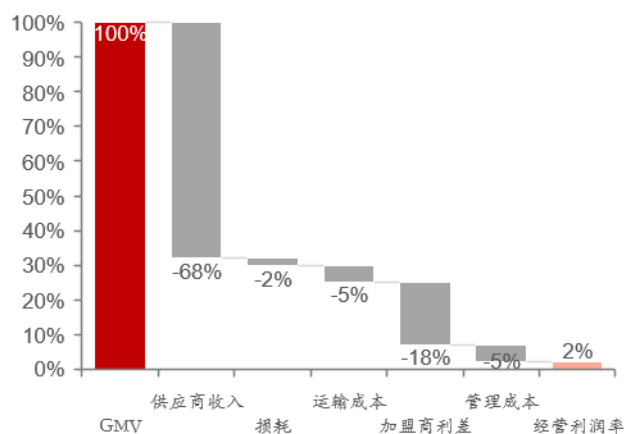


来源：零食很忙官网、草根调研、公司公告、解码、中泰证券研究所

- **（3）零食量贩 UE 模型或可跑通，具备可持续性。**据测算，零食量贩 GMV 扣除供应商收入、损耗、运输成本、加盟商利差、管理成本后具备正的经营利润。
- **我们这样推算零食量贩 UE 模型：**
- **① 供应商收入：**根据图表 21 零食量贩价值链条，供应商收入 =  $100\% / (1 + \text{门店毛利率 } 18\%) / (1 + \text{厂商毛利率 } 15\%) / (1 + \text{总部毛利率 } 8\%) = 68\%$ ，据此假设零食量贩供应商收入占比 68%。
- **② 损耗：**按照食品普遍损耗率，假设零食量贩损耗占比 2%，和社区团购接近。
- **④ 运输成本：**加总来伊份和盐津铺子历年运费率大致得到零食店全链路运输费率约为 5%，据此假设零食量贩运输成本占比 5%。
- **⑤ 加盟商利差：**根据零食很忙官网，加盟商毛利率 18%，据此假设零食量贩加盟商利差占比 18%。
- **⑥ 管理费用：**良品铺子历年管理费用约为 5%，据此假设零食量贩总部管理成本 5%。

**图表 19：典型社区团购 UE 模型**


来源：36 氪、亿邦动力、中泰证券研究所

**图表 20：典型零食量贩 UE 模型**


来源：零食很忙官网、草根调研、公司公告、中泰证券研究所

- 与社区团购相比，零食量贩的履约成本有下降空间，具备长期盈利的可能性。零食量贩全链路营业成本率（商品成本+运输成本+损耗）较社区团购低约 13pct；加盟商利差较团长佣金率高约 9pct；后台运营产生的管理及其他费用较社区团购低约 2pct。社区团购“烧钱”的核心原因在于较高的营业成本率和中后台费用率，营业成本率高主要由于主要品类农产品销售价格低，管理费用高则主要是前期系统搭建和地推方面的投入。相较之下，零食量贩的营业成本更低，主要系集采模式下供货价更低以及短路模式下运费率更低。回到零售公式， $\text{最低客单价} = \text{履约成本} / \text{毛利率}$ 。对于社区团购而言，由于主要品类农产品上游较为分散且利润空间不高，加之网格仓的面积制约了 SKU 及日均单量的提升空间，件均履约成本下降空间有限，因此只有通过客单价的提升才能实现盈利。而对于零食量贩而言，其零食品类本身具备较大的利润空间，加之仓储物流存在规模效应，加密门店的同时可降低履约成本，盈利能力有望进一步提升。
- “后端要效益”和“前端要流量”是未来零食量贩发展的必由之路，硬折扣店、全品类折扣店和自有品牌零售商或是零食量贩品牌进化的三个主要方向。
- （1）硬折扣店：由于当前零食量贩产品同质化相对严重，零食量贩门店较容易走向价格竞争。为了应对价格竞争，零食量贩品牌需要更多地“向后端要效益”，即向供应商压价和提升自身供应链效率。在采购层面，零食量贩或将更加深入参与产品的选品、设计等定制化环节，并凭借稳定、大量的订货额获得更大的议价权。在仓配层面，零食量贩未来关键通过科学合理的仓储布局和物流路线管理以及信息化建设提升日均单量，进而更大层面的摊薄履约成本获取规模效应，以实现对 UE 模型的进一步打磨。通过这两种方式，零食量贩有望不断降低成本、提升效率，进而向硬折扣店转变。甚至可以将这一套供应链打磨经验向其他业态衍生，寻求第二增长曲线。
- （2）全品类折扣店：从供应链的角度，零食量贩可以将一整套硬折扣

的供应链的组建和打磨经验向其他品类转移；从门店流水的角度，在零食之外增加冻品、水果、乳制品等品类有望提升门店转化率和复购率。通过转型全品类折扣店，零食量贩店有望对便利店、夫妻老婆店进一步分流，通过高周转进一步提升供应链效率，突破 GMV 天花板。

- **(3) 自有品牌零售商：**一方面，通过自有品牌商品，零食量贩品牌可以自己掌控供应链，提高效率，提升自身利润率的同时打造更高性价比。另一方面，同质化竞争很难持久，零食量贩品牌需要进化出独自驱动消费者的能力。在商品的选择方面，零食量贩自有品牌更突出品牌对目标客户独特的理解；在商品的组织方面，自有品牌零售商将内部统一的门店形象、产品、服务、陈列“整店输出”，把用户体验融入品牌定位中。

**图表 21：互联网时代实体新零售变化**



来源：中泰证券研究所



#### 四、如何看待对零食企业的影响？

- **（1）渠道型企业：**要求全新的供应商、门店和加盟商体系，具备先发优势的企业马太效应明显。
- **从供应端来看，零食量贩和传统的零食店在品类选择和供应商选择上均存在差异。**在品类选择方面，传统零食店更偏好坚果炒货等高货值高毛利品类，而零食量贩店则偏好烘焙薯片等高周转低货值低毛利的品类；传统零食店强调产品的差异化，如健康属性、场景属性等，而零食量贩店则趋于同质化，更多的选择已经经过验证的大单品。在供应商的选择方面，传统零食店选择小的代工厂并参与产品研发设计到品控、物流各环节，而零食量贩店则既需要对接品牌生产商又需要对接地方小厂，同时参与选品、设计等等环节。
- **从门店端来看，零食量贩和传统的零食店在选址和整店输出上均存在差异。**在选址方面，传统零食店通常开在商圈等高势能点位，而零食量贩店则通常为街边店、社区店等。在整店输出方面，传统零食店，特别是加盟店，通常以小店为主，零食量贩店则由于 SKU 较多通常是百平以上的大店；传统零食店显眼处主要陈列礼盒，挂袋和散装柜分布较平均，零食量贩店显眼处主要陈列引流的水饮产品，散装柜占绝大部分，挂袋区占比较低。
- **从加盟商来看，零食量贩和传统的零食店在加盟商和合作模式上均存在差异。**在加盟商的选择上，传统零食店通常选择资金实力较强、资源较丰富的加盟商，而零食量贩店的加盟门槛更低，支持个体户创业。在加盟商的合作加盟的合作模式上，传统零食店的加盟商更类似财务投资者，单个加盟商一般开多家店，因此较少参与门店日常经营，而零食量贩的加盟商通常带店数较少，并需要参与门店选址、员工管理、进销存盘点等日常经营活动。
- 因此，渠道型企业需要和加盟商共同承担门店经营的风险，考虑到各品牌“跑马圈地”短期加剧行业竞争，更看好在量贩零食行业深耕多年的具备先发优势的企业强者恒强。

**图表 22：零食量贩与传统零食专营店的差异**

	零食量贩店	传统零食专营店
客群	满足追求性价比的客群需要	主要满足中产阶级家庭的品质需求
选址	社区、街铺	商圈、交通枢纽等
品类	烘焙薯片等高周转品类	坚果炒货等高毛利品类
产品	同质化较严重	强调差异化概念
陈列	散称柜为主	重视礼盒、大包装产品
核心模式	供应链能力、快速的门店拓展、 高效的后端团队响应能力	“高端零食”战略，打造高品质、高颜值、 高用户体验的产品和服务
供应链	独立寻找有竞争力的品牌	自有品牌为主



加盟门槛  
合作模式

初始投入低  
深度参与门店运营

流动资源和资源要求高  
财务投资为主

来源：中泰证券研究所

- **（2）制造型企业：铺货逻辑顺畅且能转嫁经营风险，小品类的零食生产商胜率更大。**考虑到零食量贩店或许已经走过指数型增长时期，存量品牌或在短期面临更激烈的竞争，对门店运营提出了更高的要求，零食生产商或许更为受益。对零食企业来说，是可见 2-3 年的产业趋势与铺货红利，一旦布局，首先存量的万店均可进入，其次还有门店拓张的逻辑。零食生产商让渡出去经营门店的风险，只需充分发挥生产制造或研发优势，便是极大的增量与提效。从品类结构看，大牌本身占比较低，且大多数担心扰乱价盘，合作较为谨慎；白牌虽有品牌露出的机会，但是对渠道的过度依赖也使得其在产业链中议价权较弱，利润空间较薄。我们认为最受益的是小品类零食生产商，其具备强大的供应链掌控力，应对渠道和流量变化更灵活，同时 SKU 数量较为丰富，在拓店逻辑之上叠加扩品逻辑实现“双击”。
- **据测算，单个供货商在零食量贩的月销空间最多可达 2.6 亿元。**参考第一章的开店空间测算，假设终局情况下全国零食量贩门店总数为 6 万家，参考零食很忙的官网数据，假设门店端单日流水 1 万元，毛利率 18%，同时假设零食量贩总部在稳态情况下毛利率 10%，得到零食量贩总部单日订货额约为 4.7 亿元。参考零食很忙官网，假设零食量贩店平均 SKU 数 1600 个，且单个 SKU 的单店卖力相等，得到零食量贩单 SKU 平均单月订货额约为 882.8 万。参考盐津铺子在零食很忙中的 SKU 数，假设成熟供应商的在各家零食量贩店的平均 SKU 数为 30 个，得到单个供货商在零食量贩的月销空间约为 2.6 亿元。

**图表 23：零食量贩采购额测算**

项目	参数	备注
开店空间（家）	60000	参考开店空间测算章节
单日流水（元）	10000	参考零食很忙官网
加盟商毛利率	18%	参考零食很忙官网
总部毛利率	8%	假设值
单日订货额（亿）	4.7	
总 SKU 数	1600	参考零食很忙总 SKU 数
单 SKU 平均单月订货额（万）	882.8	假设各 SKU 单店卖力相等
供货商 SKU 数	30	参考盐津铺子在零食很忙的 SKU 数
供货商单月出货额（亿）	2.6	
年出货额（亿）	31.8	

来源：零食很忙官网、公司公告、中泰证券研究所

## 五、投资建议

- **零食量贩有望成为一种重要的新零售业态长期存在，渠道企业空间广阔强者恒强，制造企业渠道红利可看长。**尽管激烈竞争可观存在，但零食量贩是可看长的产业趋势，预计未来可开6万家以上门店，超级头部可期。当前各零食企业纷纷拥抱，但谁有最大概率突围？结合我们前文梳理，**建议两条思路布局：一是具备先发优势的渠道型企业，二是小品类零食生产企业，按照零食量贩渠道参与程度，推荐盐津铺子、洽洽食品、劲仔食品，关注良品铺子。**

## 六、风险提示

- **行业竞争激烈程度超预期：**当前行业内部处于快速开店阶段，尽管本文考虑了竞争格局加剧的情况，但如若行业竞争激烈程度超预期仍将对行业带来更大的负面影响。
- **食品安全问题：**部分零食量贩店白牌商品占比较大，对食品安全管控要求较高。
- **数据统计偏差风险：**报告中各零食量贩品牌门店数量等数据的统计方法是采用地图搜索统计，与实际数据存在一定的偏差。
- **空间测算具有主观性仅供参考：**空间为根据第三方数据收集，与实际数据或存在误差，门店空间与收入空间测算具备主观性仅供参考。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**本文使用的公开资料均基于历史数据，可能存在一定的滞后或更新不及时。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。