

食品饮料行业深度报告

硬折扣系列报告：机遇窗口期，百舸争流

增持（维持）

2025 年 07 月 24 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

■ **硬折扣的商业逻辑可行，中外零售业态均有成功实践。**1) 我们梳理了国外硬折扣的起源、代表性企业及其商业模式，能够得出的结论是硬折扣本身的底层逻辑是自洽的、可行性较高的。比如奥乐齐和 Costco 两家公司在发展初期并没有太多资本助力和初始资源，甚至 Costco 成长的时代美国经济增速稳定，消费降级趋势并不明显。两者的经营理念都是通过精简 SKU、优化运营效率压缩成本；其次是善待员工和供应商，实现长期共赢；发展中后期凭借规模效应强化自身议价权（譬如推出自有品牌等）。2) 国内的硬折扣企业还处于发展前期，但通过践行硬折扣理念也能跑通门店模型。门店端基本都是 15%-25% 的毛利率，不到 10% 的净利率，盈利点低于很多连锁业态，但由于周转快，投资回报期可观，是有竞争力的加盟模式。3) 此外国内的硬折扣企业在尚未实现自有品牌的情况下，缩减流通环节即可优化 20%-40% 的利润空间。我们认为来自于：1) 中国现阶段供给产能过剩，零售商想找寻上游合作伙伴难度并不大；2) 中国的流通环节更加冗杂，可优化空间多。

■ **国内硬折扣业态：起步阶段，探索中前进。**1) 乐尔乐 2024 年覆盖门店数量 8000 家，相比第二梯队的不足千家遥遥领先。其经营策略也是以规模为先，现阶段放低了对标准化、盈利点的要求，所以实现了门店数量的快速增长。比如对加盟商一直是松散式管理，品类以标品为主、不涉及生鲜，其在国内的硬折扣业态中是盈利点最薄的企业（给加盟商的加价率只有 2-3%，万辰、鸣鸣很忙在 7%-11%。）2) **区域性全品类硬折扣品牌**，大都在 2020 年前后成立，门店数量大多在 500 家以内，基本能在根据地市场站稳脚跟，比如爱折扣、折扣牛、条马等。梳理几个品牌的货盘设计，各家都在寻找适合自己的最优解，尚未有标准答案。从结果来看，不涉及生鲜的条马和折扣牛，其门店端运营效率高于爱折扣和谊品。但考虑到生鲜作为硬核引流刚需品，一旦企业将生鲜供应链做好，或能构筑较高壁垒。3) **零食量贩企业开始试水省钱超市**，主要立足于优势零食品类，在零食基本盘上叠加若干高关联窄品类（如冻品、谷子、现制烘焙等）。目前新店型反馈尚可，省钱超市店型扩充了面积和品类，相较于传统店型营业额和盈利能力都有提升。以赵一鸣为例，门店面积增加 20% 左右，但是营业额可增加 40%。

■ **国内硬折扣企业机遇与挑战并存，但发展空间乐观。**机遇体现在现在是零售环境的重塑期，重塑意味着机会。重塑期是多重因素共同造就的，传统零售渠道无法满足当前阶段消费者的需求，行业竞争格局正在发展变化。硬折扣或是在变革期中会崛起零售业态之一。参考海外的经验，折扣业态是排名第三大的零售业态，2024 年全球零售前 5 名中有 3 家折扣企业。挑战体现在国内零售环境更加复杂、变化更快，其次是国内零售企业在面临变局之时能力沉淀、人才储备尚不足。对比中美零售业态可以发现，中国的零售环境更加多元化，我国的人口居住分布更加密集、物流末端履约更为发达，使得我国电商的渗透率高于美国，而且还发展出来了我国特有的即时零售业态。美国零售企业所面临的环境更加友好，外部变化的速率更慢，经过时间自然沉淀出了选品能力、运营能力，优秀的零售企业能够拥有较强的渠道议价权。

■ **投资标的推荐：**在食品饮料赛道，万辰集团、鸣鸣很忙集团均有在尝试跨越品类边界，从零食品类延展到多品类，我们认为值得高度关注。两者的优势在于：零食量贩的基本盘足够强大和稳定，在资金、规模、供应链、加盟商、人才团队上能给予尝试新业态有力的支持。

■ **风险提示：**行业竞争加剧，消费力持续疲软，自有品牌质量安全问题。

行业走势



相关研究

《2025Q2 基金食品饮料持仓分析：持仓处于低位，白酒明显减配》

2025-07-22

《黄酒行业深度：供需共振，高端化与年轻化突围》

2025-07-07

内容目录

1. 他山之石：海外硬折扣明星企业梳理	5
1.1. 硬折扣在海外是成熟的商业模式，涌现出卓越的公司	5
1.1.1. 奥乐齐：硬折扣鼻祖，全球门店超万家	6
1.1.2. Costco：卓越的零售公司，成立 70 年仍保持增势	7
1.2. 经营理念简洁高效，两家明星公司有高度相似性	9
2. 国内硬折扣企业：起步阶段各具千秋	11
2.1. 乐尔乐：国内发展最早、规模最大的的全品类折扣业态	11
2.1.1. 商业理念承袭国外硬折扣，也结合了国内特色	12
2.1.2. 盈利逻辑：缩减流通环节实现低价，依托规模实现盈利	15
2.2. 区域性全品类硬折扣：各具千秋，小而美模型基本跑通	16
2.2.1. 结合自身优势，起步阶段各有特色	17
2.2.2. 盈利逻辑：大多以标品为主，货盘设计需平衡引流和盈利	18
2.2.3. 门店模型：小而美店型基本跑通，以价换量商业逻辑成立	20
2.3. 零食量贩品牌：尝试扩宽品类边界，试水省钱超市	21
3. 总结：国内硬折扣处于起步期，机遇和挑战并存	24
3.1. 硬折扣的商业逻辑具备可行性，中外零售业态都能证明	24
3.2. 国内硬折扣业态：起步阶段各有千秋，尚未有标准答案	24
3.3. 对比中美零售环境，国内硬折扣企业既有机遇也有挑战	25
3.4. 投资逻辑	26
4. 附注：中美零售业态所处环境对比	27
4.1. 消费端：购买力与人口密度决定消费习惯的差异	27
4.1.1. 中美购买力基础仍有较大差距	27
4.1.2. 人口居住密度差异决定采购习惯的不同	28
4.2. 供给端：目前美国制造业空心化，中国产能过剩	29
4.3. 流通端：美国分销效率高，中国末端履约效率高	30
4.4. 中美零售业态发展历程对比	32
5. 风险提示	35

图表目录

图 1: 全球零售业 50 强业态分布 (2024 年)	6
图 2: 奥乐齐在德国市场营业收入及门店数量	7
图 3: Costco 门店数量和同店销售额保持稳定增长	8
图 4: Costco 近 20 年基本保持 5% 以上的营收增速	8
图 5: Costco 的毛利率稳定, 净利率近年来有提升趋势	8
图 6: Costco 的 ROE 维持良好水平且有提升的趋势 (%)	8
图 7: 奥乐齐和供应商合作的理念是长期共赢	10
图 8: 奥乐齐的单店模型体现出低毛利高效率	11
图 9: 美国和德国 GDP 增速回顾 (%)	11
图 10: 乐尔乐发展历程	12
图 11: 乐尔乐在 10 余年时间中实现快速增长	12
图 12: 乐尔乐严控装修成本	13
图 13: 乐尔乐贯彻低价模式	13
图 14: 乐尔乐超市内同时存在零售货架 (左) 和批发货架 (右)	13
图 15: 乐尔乐对加盟门店并不实行标准化管制	14
图 16: 三种零售模式的加价率拆解	15
图 17: 折扣牛门店冻品占比较高	17
图 18: 折扣牛自有品牌渗透率较高	17
图 19: 区域性硬折扣品牌品类结构对比	19
图 20: 爱折扣品类结构和品类毛利率	20
图 21: 折扣牛品类结构和品类毛利率	20
图 22: 2020 年之后零食量贩业态进入快速发展期	21
图 23: 零食量贩头部品牌尝试新店型的时间轴	22
图 24: 万辰集团旗下全食优选新增现制烘焙区	23
图 25: 鸣鸣很忙 3.0 店型增加谷子类商品	23
图 26: 中美 GDP 总额对比	27
图 27: 中美人均 GDP 对比	27
图 28: 中美人均消费支出对比	27
图 29: 中美人均可支配收入对比	27
图 30: 中美两国中产阶级占比 (2023 年)	28
图 31: 中美两国商品消费结构 (2023 年)	28
图 32: 2024 年中美人口密度 (人/平方公里)	29
图 33: 美国生产供应链发展历程	29
图 34: 中国生产供应链发展历程	30
图 35: 美国分销商规模大、覆盖度广	31
图 36: 中国物流基础设施建设发展历程	32
图 37: 我国美团外卖骑手与快递从业人员数量走势	32
图 38: 美国商超发展历程	33
图 39: 中国商超发展历程	34
图 40: 中国快消品渠道结构变动	34
图 41: 国内主要上市商超企业平均营收增速放缓	34
图 42: 中国实物商品网上零售市场规模及增速	34

表 1： 全球前 10 大零售企业排名（2024 年） 5

表 2： Costco 发展时间表 7

表 3： Costco 和 ALDI 商业模式对比 9

表 4： 两种经营模型与三类店型 14

表 5： 乐尔乐上河仓盈利模型（单位：亿元） 15

表 6： 国内区域性硬折扣代表企业 16

表 7： 区域性全品类硬折扣单店模型对比（2024 年） 20

表 8： 其他连锁业态单店模型对比 21

表 9： 零食量贩转型省钱超市新增品类及特点 22

表 10： 零食量贩省钱超市单店模型（2025 年初） 23

1. 他山之石：海外硬折扣明星企业梳理

1.1. 硬折扣在海外是成熟的商业模式，涌现出卓越的公司

谈到硬折扣的起源，业内默认起源于德国的奥乐齐 (ALDI)，奥乐齐的经营理念“低价、精简 SKU、降低运营成本”基本可以拿来定义硬折扣的概念。折扣有软硬之分，虽然表现形式都是价格具备性价比，但硬折扣的商品不存在临期、质量瑕疵等问题，主要通过降低成本和提升效率实现更低价；而软折扣则是商品存在库存或临期问题，因此用折扣的方式销售，典型代表如国内的好特卖、日本的唐吉诃德。

相较中国市场，海外硬折扣的理念和发展状态更加成熟，并且在零售业态中占据重要的份额。奥乐齐从 1946 年开始发展，Costco 最早也可以追溯到 1976 年。根据美国零售联合会发布的 2024 年度“全球零售 50 强”榜，前 5 名中有 3 家折扣企业，分别是 Schwarz (施瓦茨)、Aldi (奥乐齐)、Costco (开市客)。在前 50 名中，折扣业态占比 12.3%，是排名第三的零售业态。而且从发展趋势来看，折扣业态的占比在逐步提升，以欧洲为例，折扣行业占食品杂货市场份额从 1991 年的 10% 提升到 2018 年的 20-25%。

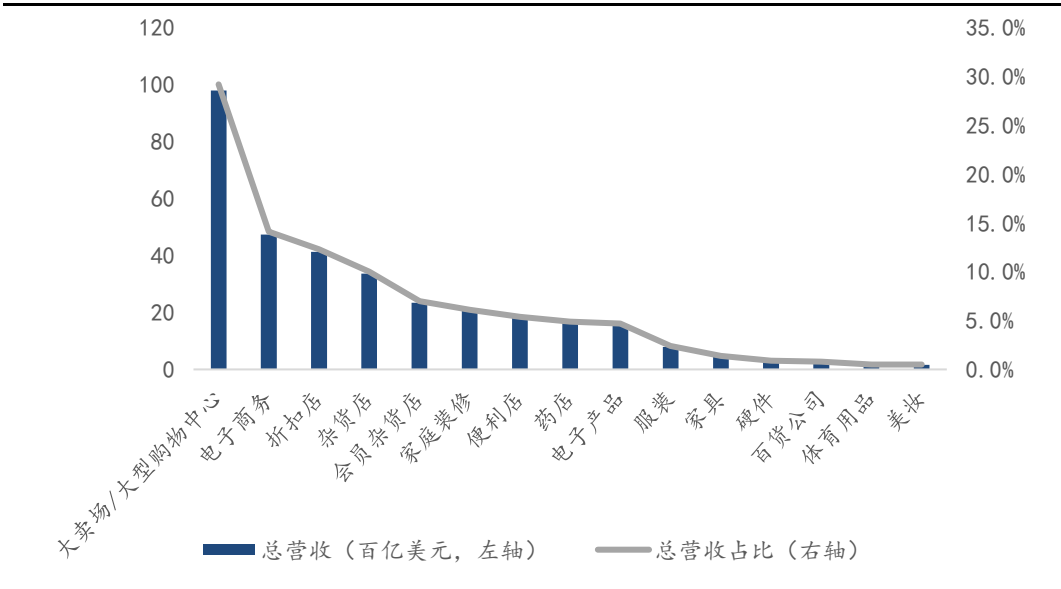
表1：全球前 10 大零售企业排名（2024 年）

排名	公司	总部所在地	总营收 (亿美元)	总门店数 (家)	国际营收 (亿美元)	国际门店数 (家)	零售业态
1	沃尔玛 (Walmart)	美国	6285.6	10569	962.7	5230	大卖场/大型购物中心
2	亚马逊 (Amazon.com)	美国	3551.1	589	1051	21	电子商务
3	施瓦茨集团 (Schwarz Group)	德国	1763.7	14112	1199	10059	折扣店
4	奥乐齐 (Aldi)	德国	1454.4	13475	1079.7	9219	折扣杂货店
5	开市客 (Costco)	美国	2340.2	867	586.1	280	会员杂货店
6	阿霍德德尔海兹 (Ahold Delhaize)	荷兰	970.1	8057	759.1	5761	杂货店
7	家乐福 (Carrefour)	法国	897.1	8057	589.8	5761	大卖场/大型购物中心
8	柒和伊控股 (Seven&I)	日本	849.5	40454	322	18389	便利店
9	家得宝 (The Home Depot)	美国	1515.7	2326	96.1	330	家庭装修
10	宜家 (IKEA)	荷兰	455.6	477	440	464	家具
11	沃博联 (Walgreens Boots Alliance)	美国	1177.7	12961	126.6	4360	药妆店
12	Rewe	德国	735.1	11964	180.1	4710	杂货店
13	苹果 (Apple)	美国	815.6	525	106.8	253	电子产品

14	Inditex	西班牙	362.6	5791	241.5	4575	服装
15	Casino	法国	384.3	11775	217.3	3352	杂货店
16	阿里巴巴 (Alibaba)	中国	941	971	25.8	-	电子商务
17	屈臣氏 (AS Watson)	中国香港	297.6	16014	232	15459	药妆店
18	Jerónimo Martins	葡萄牙	298.1	6252	229.5	5142	折扣店
19	麦德龙 (Metro AG)	德国	324	7834	216.2	7459	大卖场/大型购物中心
20	Tesco	英国	619.1	4672	92	834	大卖场/大型购物中心

数据来源：美国零售联合会(NRF)、联商网，东吴证券研究所

图1：全球零售业 50 强业态分布（2024 年）

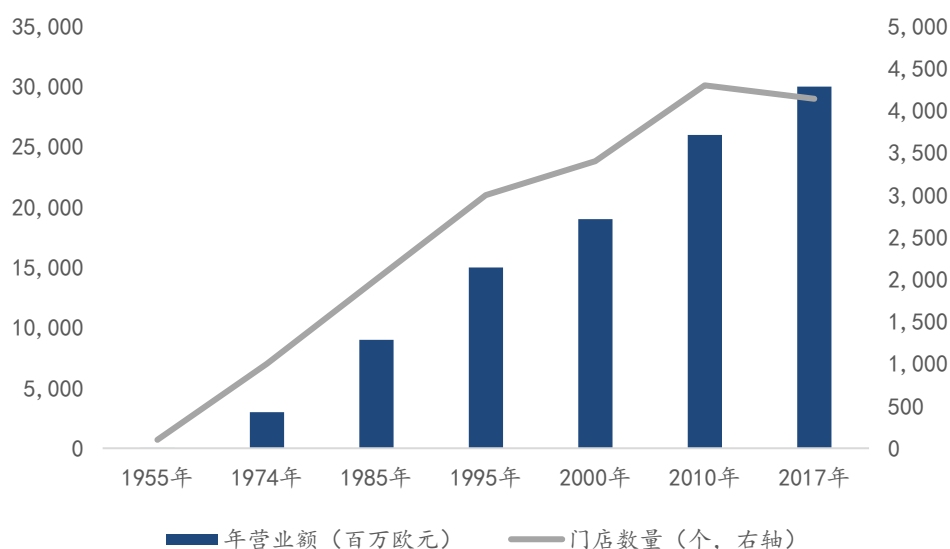


数据来源：美国零售联合会(NRF)、联商网，东吴证券研究所

1.1.1. 奥乐齐：硬折扣鼻祖，全球门店超万家

奥乐齐作为硬折扣的鼻祖，我们梳理了其发展历程。1946 年创始人两兄弟从“二战”战俘营返回后开始经营一家 100 平米的杂货店，客群主要是当地矿工。真正的商业运作是从 1948 年开始，2 年之后他们提出了低价原则，1962 年第一个真正意义上的 ALDI 门店在德国开业。1955 年至 2017 年，奥乐齐在德国市场的营业额复合增速达到 13%，门店数量增加至 4000 多家。奥乐齐的全球化开始于 1968 年，收购了奥地利的超市连锁品牌 Hofer，随后开始进入西欧多个国家；1976 年首次进入美国市场。2017 年 ALDI 通过天猫国际首次进入中国市场，2019 年在上海开设了首批线下门店。截止到 2024 年底，奥乐齐在全球的门店数量超过 13000 家。

图2：奥乐齐在德国市场营业收入及门店数量



数据来源：《大道至简——德国零售巨头 ALDI 管理法》，东吴证券研究所

1.1.2. Costco：卓越的零售公司，成立 70 年仍保持增势

1954 年 Sol Price 效仿 Fedco 的会员制模式在圣迭戈开设了第一家 FedMart，Fedco 是一家只针对会员开放，主打低价的非盈利性的组织（当时美国有公平交易法案，允许商品生产商为其生产的商品设置最低零售价，Fedco 实行会员制不向普通公众开放，因此绕过了该法案对价格底线的限制）。虽然是为了规避法案，但 Fedco 的会员制模式并不盈利，FedMart 想要盈利同时又规避法案，进一步把业务拆分为两部分：连锁门店和供应链业务（即配送和仓储业务），连锁门店和 Fedco 一样都是不盈利的，但是供应链业务是盈利的，这个商业模式基本已经有了会员制折扣的雏形。后续 Sol Price 二次创业就是仓储业务单独拎出来，建立仓储中心为小型客户提供批发商品（乐尔乐现在的盈利模式与之非常相似），最开始这个业务只针对 B 端客户，而且为了让运营效率更高，决定只销售约 3000 个畅销的 SKU，而且货物到达仓库后立即上架销售，企业主直接从托盘上拿走商品，这个模式下基本不用承担任何物流，而且精简了货物搬运、整理等工作。以上基本已经勾勒了 Costco 商业模式的全貌，Costco 真正的成立还经历了一些并购重组，详细发展时间表可以参阅表 2。

表2：Costco 发展时间表

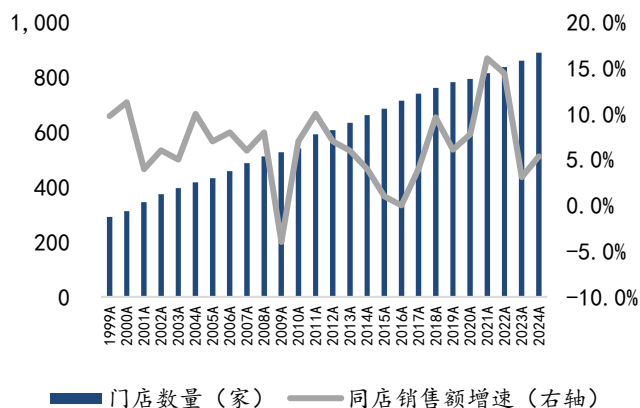
年份	事件
1954 年	Sol Price 在圣迭戈开设第一家 FedMart，效仿 Fedco 的会员制模式，为联邦职员提供折扣商品，规避《公平交易法》限制，凭借价格优势取得成功。后因管理分歧被 Hugo Mann 收购。
1976 年	Sol Price 创立 Price Club，面向小型企业销售商品的批发式仓库，延续 FedMart 的会员制，会员费提升，后通过与信用合作社合作引入个人会员。
1982 年	西雅图商人伯尼·布劳特曼请求 Sol Price 在西雅图开设 Price Club 分店被拒。

1983 年	伯尼·布劳特曼与 Price Club 前高管吉姆·辛内加尔合作，在西雅图创立 Costco，结合了 Price Club 的仓储模式和会员制。
20 世纪 80 年代	Costco 迅速扩张，同时面临来自 Sam's Club 等竞争对手的压力。
1993 年	Price Club 与 Costco 合并，新公司名为 PriceCostco。
1997 年	PriceCostco 改回 Costco，进入快速扩张期。
2023 年	Costco 全球门店数达到 861 家，营业收入达到 2423 亿美元，净利润达到 62.9 亿美元，全球付费会员人数超过 7100 万。

数据来源：《SOL PRICE》、东吴证券研究所

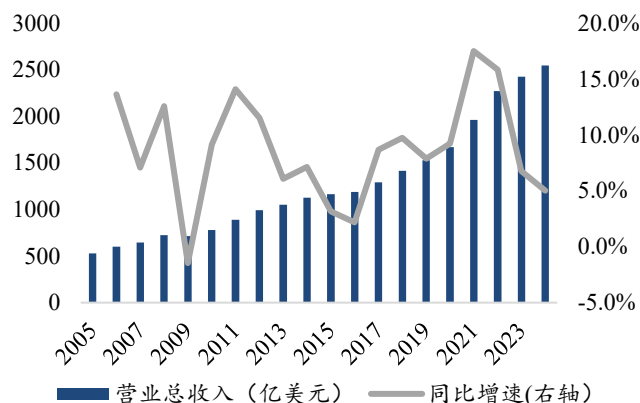
Costco 尽管已经成立多年，但是近 20 年无论是门店数量还是同店销售额，都保持稳定增长，营收同比增速基本在 5% 以上。Costco 的毛利率稳定在 12%-14% 之间，净利率近年来有小幅提升的趋势，2024 年财年达到 2.9%。Costco 的 ROE 也保持优秀的水平，在 2024 财年达到 30%。

图3: Costco 门店数量和同店销售额保持稳定增长



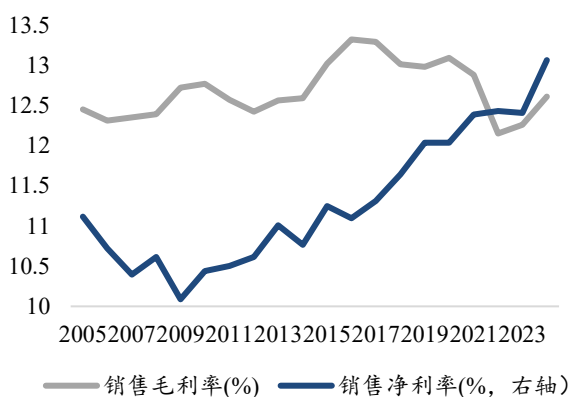
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: Costco 近 20 年基本保持 5% 以上的营收增速



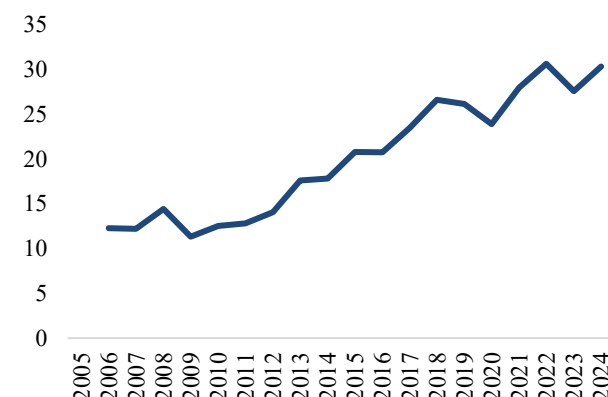
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: Costco 的毛利率稳定，净利率近年来有提升趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: Costco 的 ROE 维持良好水平且有提升的趋势 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 经营理念简洁高效，两家明星公司有高度相似性

我们也梳理了两家的经营理念，有着高度的相似性。1) 商业理念都践行优质低价，通过精简 SKU、优化运营效率压缩成本。2) 企业文化方面也有非常高的相似性，比如都优待员工和公平对待供应商，如此换来的是员工的高效率、高留存率，以及和供应商长期稳定的合作关系，保障供应商可以稳定地供给优质产品。3) 两家品牌都有推出自有品牌，但共同的目的都是减少品牌商的溢价，以实现一贯坚持的低价策略，而并非为了在自有品牌方面赚取超额利润。

两者明显的不同之处是 Costco 拥有会员制模式，而 ALDI 没有。在关于 Costco 的商业模式分析中，有观点认为 Costco 的盈利模式是依靠会员费提供利润，但我们认为零售业务和会员费是一个整体系统，会员费的盈利是依附在不追求盈利的零售业务上的。会员制更像是一种商业策略，它帮助 Costco 筛选出来了忠诚且有消费力的客群。

表3：Costco 和 ALDI 商业模式对比

零售商	Costco	ALDI
成立年代及起源地	20 世纪 80 年代，美国	20 世纪 50 年代，德国
经营方式	优质低价 公司维持 12-14% 的毛利率，不轻易涨价。	ALDI 的价格是普通大型商超的 65%（1972 年）。
精简 SKU，在单个 SKU 上实现最大化规模效应	3000-4000 个	约 3500 个
低成本高效率的运营方式	采取交叉转运（Cross-Dock）系统，提高了物流效率。即供应商把货物送到物流中心后，直接把卡车上的整托盘货物卸下来，再装上 Costco 的卡车送往各个仓库门店。货物并不在公司物流中心停留。	“越库配送”：即收到产品在配送中心停留不会超过 24 小时，然后绕开所有中转仓库，直接运达门店。针对饮料、鸡蛋等高周转产品在配送中心从送货卡车转移到门店装车卡车上。
其他运营细节	—	一切从简：选址偏僻降低租金。装修朴素。不适用货架，直接用箱子陈列。从细节处优化运营成本，比如 ALDI 的收银员是零售业效率最高的收银员。
管理方面	Costco 的平均时薪是 26 美元，沃尔玛是 19.50 美元（2006 年）。 员工流失率是 7%，行业平均是 20%。	员工薪水是同行的 1.5 倍。 但员工效率很高，所需人员数是同行的一半。
尊重供应商	有限的 SKU 使得 Costco 可以高度关注供应商和上游成本走势，基于数据和事实建立长期公平合作关系。从供应商那里赚取合理的利润。	保持公平，不签署长期协议施压，最重要是保证优质产品，其次是尽量保持价格的竞争力。
自有品牌	并不是为了赚更高的利润，而是减少品牌商品的溢价， 推出 Kirkland Signature 自有品牌，占比约 30%。	90% 以上是自有品牌，且有质量保障，比如在德国 ALDI 的自有品牌咖啡评级是所有品牌中最高的。

且自有品牌商品都
保持高品质。

会员制

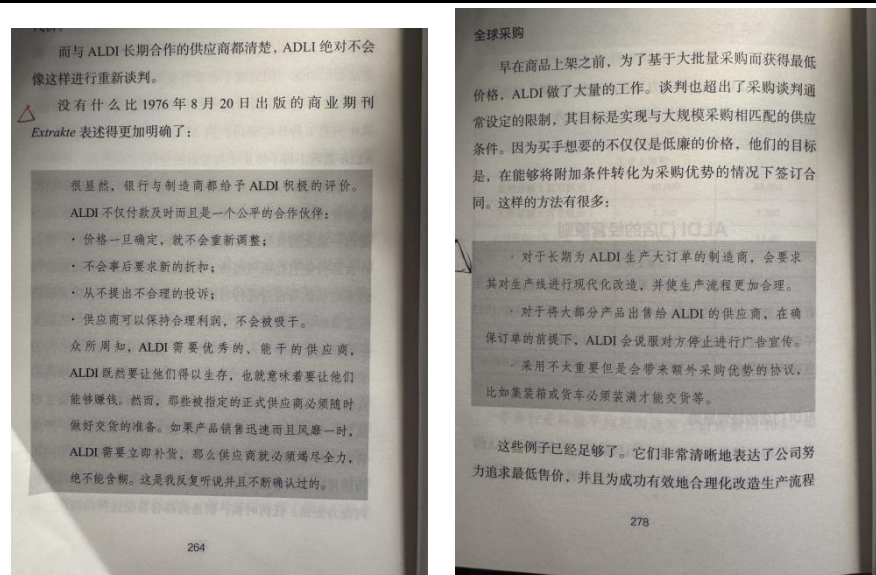
实际上帮公司筛选出来了最忠诚、消费最多的顾客。

无

数据来源：《大道至简——德国零售巨头 ALDI 管理法》、《Acquired》，东吴证券研究所

从两家公司的起家历史来看，并没有借助供应端的成本优势，即使规模做大后虽然有了更好的议价权，但两家公司也对供应商保持着公平合作；参考《大道至简——德国零售巨头 ALDI 管理法》，奥乐齐对于供应商来说是付款及时且公平的合作伙伴，但奥乐齐在采购订单达到体量后也会一定程度参与供应商的决策，比如劝说他们减少广告开支、提升生产线效率，通过这种方式实现更低成本的供应价。

图7：奥乐齐和供应商合作的理念是长期共赢



数据来源：《大道至简——德国零售巨头 ALDI 管理法》，东吴证券研究所

而为了在起步阶段就能实现低价，两者都选择了尽可能压缩自己的运营成本（比如便宜的地段，一切从简的装修等），此外 Costco 一开始本身是做批发 toB 的生意，随后转向面对 C 端。根据奥乐齐的单月经营数据也可以看出，租金成本仅占门店营业额的 1.3%，除了人力成本，其他各项成本的占比都被控制在 5% 以内。门店的毛利率仅 15%，低于大部分零售业态的门店毛利率，但能够实现 4% 的净利率。

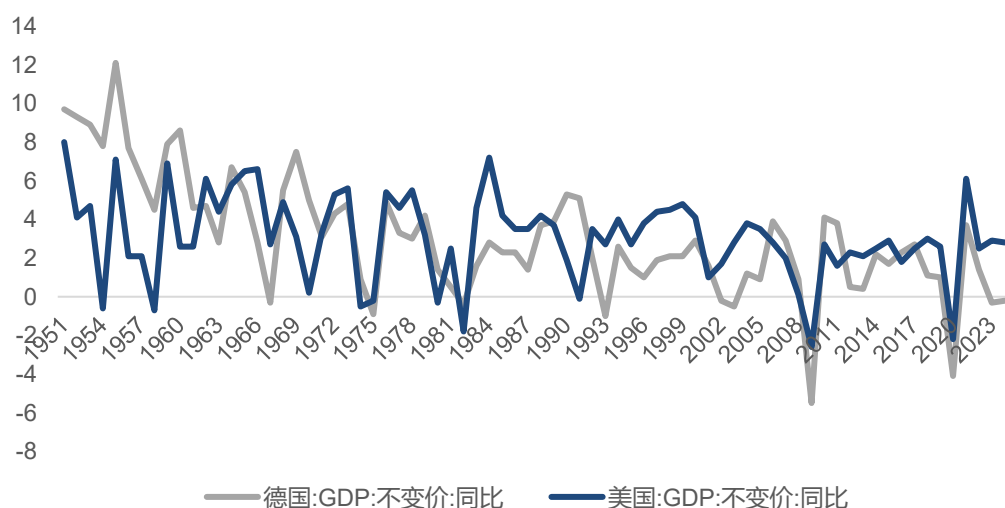
图8：奥乐齐的单店模型体现出低毛利高效率

德国 ALDI 单月经营数据：	
单店平均营业额	500 000 欧元
单个员工营业额绩效	75 000 欧元
成本占营业额的百分比（包括增值税）：	
门店人力成本	20.00%
行政、物流和管理成本	3.10%
门店租金	1.30%
其他费用	2.40%
公司总成本	11.00%
毛利润率（含增值税）.....	15.00%
净利润率（含增值税）.....	4.00%

数据来源：《大道至简——德国零售巨头 ALDI 管理法》，东吴证券研究所

从成长的时代背景来看，在 ALDI 创立的 20 世纪 50 年代，德国的确在经历萧条，GDP 增速在下台阶。而 Costco 创立于 20 世纪 80 年代，美国的经济表现相对稳定，并没有明显的降速。

图9：美国和德国 GDP 增速回顾（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 国内硬折扣企业：起步阶段各具千秋

2.1. 乐尔乐：国内发展最早、规模最大的的全品类折扣业态

乐尔乐算是中国最早践行硬折扣的零售门店，2011 年创始人陈正国创立乐尔乐，依托低成本运营、低毛利实现低价策略。2013 乐尔乐开始开启“松散式”加盟，只输出货盘，并不对加盟商实现标准化、强制性管理，因此吸引了大量店主加入乐尔乐体系。2017 年乐尔乐开始自建仓库、加强供应链的管理。2019 年乐尔乐优化了松散的加盟模式，将其调整为紧密型加盟，并重点发力合伙制直营店。乐尔乐的拓店速度在 2023-2024 年期

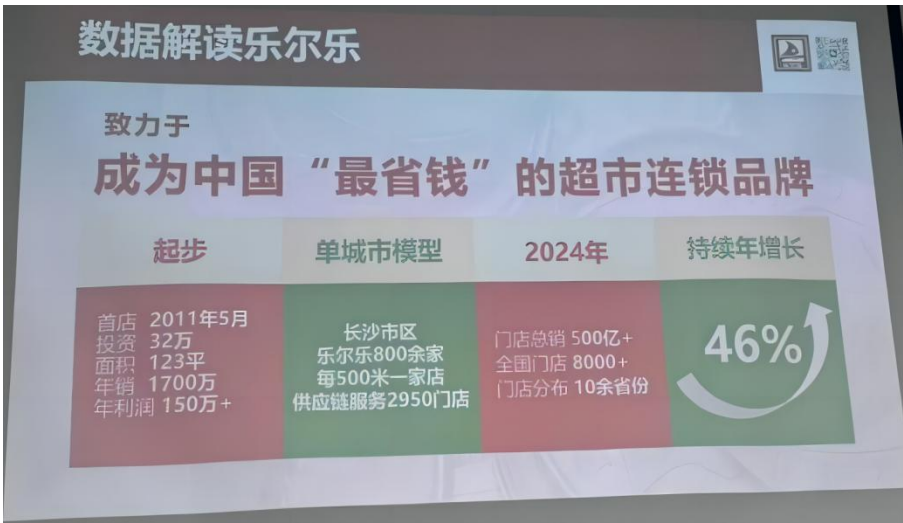
间也再上台阶，2023 年之前公司门店数量在 2000 多家，2023 年新增 1800 家；2024 年底公司门店数量突破 8000 家，乐尔乐以加盟为主，直营店占比仅约 8%。自成立以来，乐尔乐始终保持年化 46%以上的销售额增长。2023 年乐尔乐门店总销售额突破 400 亿元，单店最高年营业额高达 11.76 亿元，平均单店销售额为 1000 万元，2024 年总销售额超过了 500 亿元。

图10：乐尔乐发展历程

时间	发展历程
2011 年	在湖南长沙中南大学附近开出第一家 123 平方米的小店，定位为学生群体，以低价吸引顾客，当年销售额达到 1700 万元。
2013 年	开启加盟模式，凭借供应链优势和低价策略吸引加盟商，门店数量快速增长。
2017 年	开始自建仓库，逐步整合供应链，进一步降低采购成本。
2023 年	门店数量突破 3900 家，年销售额突破 400 亿元，成为国内硬折扣业态的佼佼者。
2024 年	门店数量超 8000 家，成立乐尔乐汇盟招商团队，加速全国布局。

数据来源：联网商、新经销、南方周末、36 氪，东吴证券研究所

图11：乐尔乐在 10 余年时间中实现快速增长



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

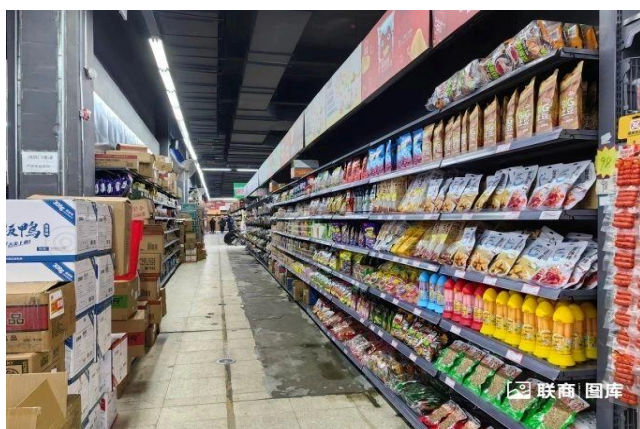
2.1.1. 商业理念承袭国外硬折扣，也结合了国内特色

乐尔乐承袭了国外硬折扣模式的理念。乐尔乐的创始人英语专业出身，在大学期间他阅读国外书籍就知道德国 ALDI 的存在，将硬折扣的理念充分应用到创业中。与国外硬折扣一脉相承的体现：

1) 在门店运营上通过一系列策略压缩运营成本。相比其他零售业态，乐尔乐的门店主要在繁华商圈的次要位置或不太显眼的社区、校园附近，在保证人流量的同时降低

门店租金。基本保留原有装修，不配备空调，仅使用风扇，严格控制装修成本。为了在有限的空间中铺设尽可能多的商品，乐尔乐的货架比同类门店的更高。

图12：乐尔乐严控装修成本



数据来源：联商网，东吴证券研究所

图13：乐尔乐贯彻低价模式



数据来源：窄播公众号，东吴证券研究所

2) 与 Costco 早期发展有一定相似性，都有 TOB 的业务。乐尔乐目前采用批发和零售结合的方式运营。其零售模型服务 C 端客户，批发模式服务 B 端客户（包括夫妻老婆店、社区超市的经营者）。门店内可以同时经营两种模式，在经营场地内放置两种货架，一种是 3 层的批发货架，摆放整箱未拆封的商品，另一种是 7 层的零售货架，摆放用于零售的单件商品，两种货架上的商品种类没有差别。C 端客户和 B 端客户可以在两种货架中挑选并购买同样的商品，经过注册的 B 端客户可以享受批发价格，C 端客户则按照零售价格结算。基于这两种经营模型，乐尔乐设计了三类店型，分别是纯面向 C 端的门店，C 端为主+少量 B 端的门店，以及 B 端为主+少量 C 端的门店，2024 年前两类占比 95% 以上。

图14：乐尔乐超市内同时存在零售货架（左）和批发货架（右）



数据来源：供应链范式，东吴证券研究所

表4：两种经营模型与三类店型

经营模型	店型	客户类型	面积与 SKU 数量	价格
零售模型	一类店：零售店	C 端	300 平米以内，12000-13000SKU	均为零售价格
批零模型	二类店：零批一体	C 端+少量 B 端	300-2000 平米，20000-30000SKU	B 端客户为批发价格；C 端客户为零售价格
	三类店：仓储店	少量 C 端+B 端	2000 平方+，约 40000SKU，如：上河仓	

数据来源：公司官网，渠道调研，东吴证券研究所

与此同时，乐尔乐结合中国市场的实际情况，发展出来具备中国特色的硬折扣模式。
具体体现在：

1) 公司在湖南发源，充分利用了高桥大市场的供应链资源。湖南高桥大市场于 1996 年开业，是全国第二大综合性市场、千亿级商贸产业集群，年人流量超过 4.8 亿人次，2024 年交易额 1670 多亿元。尤其在发展初期，高桥市场的供应链资源给乐尔乐提供了较好的支持，2024 年乐尔乐拥有来自高桥大市场的 230 多位核心供应商，触达超过 15000 个品类。

2) 利用加盟商杠杆先跑量。2024 年乐尔乐加盟门店占比 90%以上，其 2013 年就开启加盟，因只输出货盘，不严格控制加盟商采购来源；而且加盟条件宽松，其加盟费为每平方米 200 元加上 1 万元的保证金及每年约 600 元的收银系统使用费，一家 100 平方米的店铺，初期投入仅需三万多元，低于很多连锁业态。因此许多店主都积极加入了乐尔乐体系，帮助其迅速扩大规模。规模扩张帮助乐尔乐增强向上游采购的议价权，能够拿到比同行更低的进货价格，进一步巩固其市场优势地位。

图15：乐尔乐对加盟门店并不实行标准化管制

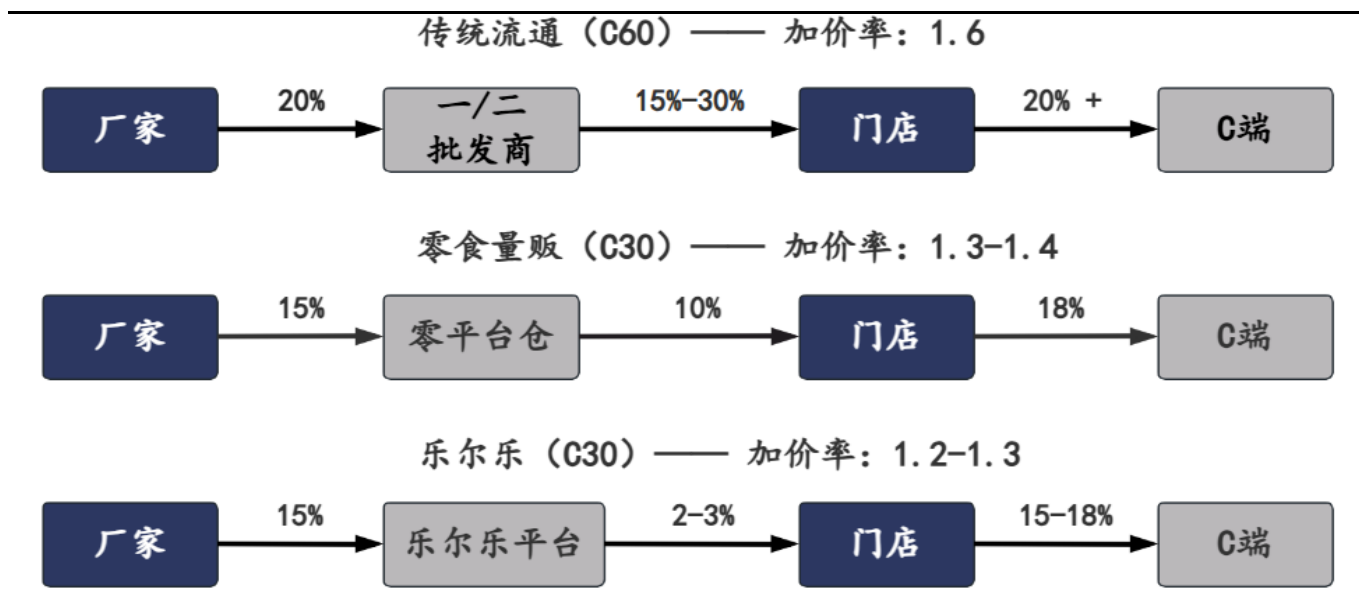


数据来源：百度地图，东吴证券研究所

2.1.2. 盈利逻辑：缩减流通环节实现低价，依托规模实现盈利

乐尔乐能够实现低价主要是依靠缩减流通环节。传统流通的流通中间环节加价率在60%，而硬折扣的模型通过缩减经销商环节加价率只有30%。乐尔乐自身的加价率只有2-3%，比零食量贩的10%更低。通过缩减经销商环节，以及自身的让利行为，让下游加盟门店的价格相比其他零售业态有明显价格优势。

图16：三种零售模式的加价率拆解



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

注：1) 1.6、1.3-1.4、1.2-1.3 指加价倍数。2) 箭头上的数值指该流转过程的商品价格加价率。

乐尔乐自身的加价率并不高，但仍能实现盈利，其实是平衡了规模和利润率的结果。

1) 在给加盟店供货时，乐而乐对商品加价 2%-5% 用于覆盖相关运营成本，供货基本不赚取任何利润，对加盟商有很强的吸引力。2) 直营模式以批发零售一体化为主，可以贡献利润空间。以其最大的直营门店上河仓为例，其售出的商品中 30% 是零售模式，毛利率 10-12%；70% 是批发模式，毛利率 6-8%。乐尔乐内部计算时零售部分的毛利额正好可以覆盖所有租金、人力等运营成本，批发部分获得的利润看做纯利润。两者合计在一起计算，对应毛利率在 8% 左右，净利率 5% 左右。

表5：乐尔乐上河仓盈利模型（单位：亿元）

	营业额	毛利额	净利润
零售（占比 30%）	3.53	0.39	0.00
批发（占比 70%）	8.25	0.58	0.58
整体	11.78	0.97	0.58
利润率		8.2%	4.9%

数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

我们认为从发展时间（2011 年就开始萌芽）、经营理念（在国内硬折扣赛道里是把加价率做到最低、效率做到极致的公司之一）、规模（2024 年 8000 家门店、500 亿销售额）这几个维度来看，乐尔乐都可以说是国内全品类硬折扣的先驱。

公司的发展历程和商业逻辑对国内硬折扣企业有很好的借鉴意义，梳理 Costco、奥乐齐的发展历程，在发展初期并未过多强调在供应链上的动作，更多是提升自身效率来实现价格折扣。但是国内的硬折扣企业，在尚未实现自有品牌覆盖的情况下，缩减流通环节部分就可优化 20%-40% 的利润空间。

2.2. 区域性全品类硬折扣：各具千秋，小而美模型基本跑通

近年来消费两极分化明显，部分消费者开始转向理性消费、性价比消费，因而也催生了折扣连锁品牌的发展。除了前文阐述的乐尔乐，我国区域性全品类硬折扣品牌也呈现出勃勃生机，根据联商网公布的《2023 年度折扣连锁品牌 TOP20》，区域性连锁全品类硬折扣品牌门店数量上百家的已经有 10 家左右。

这些品牌的创立时间大多集中在 2020 年前后，门店数量大多在 500 家以内，门店分布还有较强的区域性，比如条马批发主要集中在川渝、奥特乐集中在成都、折扣牛以河南为大本营。此外大部分公司都有融资经历，说明资本对硬折扣赛道也较为关注。

表6：国内区域性硬折扣代表企业

品牌	成立时间	门店数量（2024 年）	分布区域	融资情况
汪哥折扣仓	2021 年	500+	河南商丘等下沉城市	暂未披露
折扣牛	2021 年	400+	河南	2022 年完成 A+轮融资，估值达 3.25 亿元，融资金额 7,158.60 万元，投资方包括红杉资本、真格基金等
巡物社	2021 年	300+	河南、安徽、山西、山东等下沉城市	获得熊猫资本、黑马基金、坤元资产、月润投资等数千万投资
奥特乐	2021 年	250+	川渝为主，扩展至陕西、贵州、湖北、河南等	2021 年 8 月天使轮及 12 月天使+轮均由联想独家投资；2022 年 2 月 A 轮融资规模约亿元，由创新工场领投、深圳无界控股跟投；2022 年 12 月再度进行 A 轮股权变更，引入苏州专金投资和光银树新基金
条马批发部	2021 年	200+	重庆	首轮融资金额为亿元级人民币，2022 年筹备过新一轮融资，2023 年完成增资
金佰佰	2020 年	150+	天津（全国扩张中）	暂未披露
小红岛	2019 年	140+	南京及华东二三线城市	2020 年以战略融资起步，银河系创投、东谷投资、天使湾创投入场，同年再获顺为资本注资；2022 年 9 月战略融资，国中资本、天使湾创投参投，12 月完成数千万元 A 轮融资，金鼎投资独家领投，并伴随多轮金鼎系基金股权变更；2023-2024 年由金鼎持续加仓，2024 年 7 月天使湾创投向南京九天再创等机构转让股权
京小盒	2018 年	130+	西安、成都、贵州、郑州	2020 年完成两轮 A 轮融资，钟鼎资本关联实体介入，2021 年 7 月发生 1%股权转让，2022 年 9 月进行 A+轮融资钟鼎联合合鲸资本注资，2025 年 5 月最新 5.55%股权转让由钟鼎系机构主导、多家基金跟投
爱折扣	2020 年	110+	华北（山西、天津）	2025 年 4 月三只松鼠通过增资及股权受让方式合计出资 1.14 亿元，取得爱折扣 60%股权

数据来源：企查查、第三只眼看零售，零售圈，中访网，冻品头条，海鼎专注商业数智化公众号，新消费智库，食业家，东吴证券研究所

2.2.1. 结合自身优势，起步阶段各有特色

爱折扣：软折扣与硬折扣相辅相成

爱折扣起源于天津，近年来扩展到河北、河南、山西、山东、安徽等地，至今已经开设超过 100 家门店，大部分集中在北方省份。2020 年曾先后在联合利华和中粮集团担任管理职务的创始人李悦同两个合伙人一起创立“爱折扣”品牌，做小规模库存处理生意，即帮助品牌方缓解库存压力。一段时间以后，李悦决定利用曾经的库存处理经验打造社区折扣品牌。此前沉淀的“软折扣”运营经验成为爱折扣品牌基因的重要部分。爱折扣的最初几家门店正是以软折扣为核心，通过低价引入大量消费者，但是当门店规模逐渐扩大时，软折扣在供应链上的短板暴露出来。因此爱折扣创业团队在原有基础上引入硬折扣模式，爱折扣标志性的软折扣与硬折扣相结合的零售模式就此形成。2021 年 3 月，爱折扣完成天使轮融资，交易金额数千万人民币；2021 年 5 月开放加盟；2024 年底，三只松鼠公告拟收购爱折扣，为爱折扣带来资金支持的同时，也带来丰富的供应链资源和数字化管理能力。

折扣牛：起步较早、标品为主，供应链布局相对成熟

2019 年底，创始人马昕彤在郑州成立折扣牛并成功拿到天使轮融资，随后，折扣牛门店在华北地区快速扩张。2024 年折扣牛门店数量突破 400 家，规模接近 20 亿元。折扣牛门店价格相比社区店和夫妻老婆店便宜 20%-30%，2024 年其 60% 的商品都能实现厂家直采，自有品牌占比达到 35%，在供应链布局上已经相对成熟。

图17：折扣牛门店冻品占比较高



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图18：折扣牛自有品牌渗透率较高



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

条马批发：全直营模式稳扎稳打，经营理念与国外硬折扣相似

条马批发成立于 2021 年 1 月，截至 2023 年底已经在重庆市中心城区密集布局了约 200 家门店。条马发展初期借助资本打开初始市场，京东、快手、美菜、江小白等知名

企业都是其早期投资者，首轮融资金额为亿元级。未来几年计划在重庆全市开出 800-1000 家门店，中期扩展至武汉、西安、郑州等其他二线城市。

在经营上，我们认为条马和国外硬折扣企业经营理念较为类似。1) 现在以全直营模式运营，旨在不断完善模型，先走稳再扩张。2) 采取压缩成本的方式实现极致性价比，其门店主要开在二线城市及周边乡镇，用以压缩房租成本，150 平方米左右门店，日均销售达到 2 万元即达到盈利线。仓储物流配送的成本控制在 2%，主要是精简了物流运输流程，减去拆包分拣等环节。比如供应商只需要将货品配送至条马批发部总仓，条马批发部仓储中心多是采用叉车托盘运送货物，将商品整箱配送至门店销售，所有产品带托运输，10 分钟完成整车卸货（Costco、奥乐齐在发展前期都采用类似方式压缩成本）。3) 在产品设计上，以消费频次较高的刚需快消品为主，基本不涉及生鲜（有少量水果），单店 SKU 数在 500-800 个左右。4) 积极发力自有品牌，针对品牌集中度较低的零食品类，条马批发联合川渝地区食品企业推出一系列自有品牌商品，赚取更多利润。

谊品生鲜：生鲜硬折扣价起家，后转向全品类

谊品生鲜于 2013 年在安徽成立，后在重庆和合肥两市密集开店，定位为“家门口的菜市场”，主要为周边居民提供高性价比的生鲜产品，价格普遍比大型超市低 20% 左右，接近社区附近的菜市场。2021 年门店数量一度达到 1800 家，后续开始缩量，主要是前期依托资金助力+合伙人模式快速拓店，但是单店模型并不稳固，2021 年前后开始暴露问题。从 2023 年开始，部分谊品生鲜门店的门头被改为“谊品批发部”，增加休闲零食、包装商品、水果等，生鲜占比有所下降。

但谊品在生鲜供应链方面的尝试有很强的借鉴意义。生鲜作为高频必需品，是消费者需求端的核心品类，但是供应链管理难度大（非标化和货损难以控制）。谊品建立了高效的垂直采购机制，包括与核心城市周边农副基地开展订单农业的深度合作、组建专业团队在市场上“捡漏”积压库存，以及构建了灵活的三级采购架构：本地区域型产地、周边产地直采、全国产地直采。采购团队能敏锐应对季节和价格波动，实施跨基地采购，并在价格倒挂时策略性囤货。从产地统采到批发分流，谊品还构建了分级供应链体系，即基于商品品相建立分级标准，优质品直供门店终端，次级品转向 B2B 批发业务，实现供应链资源的高效整合与价值最大化。另外持续积累的门店规模也给其整体供应链的议价能力和运营效率提供了保障。

2.2.2. 盈利逻辑：大多以标品为主，货盘设计需平衡引流和盈利

在品类结构上，爱折扣、折扣牛、条马批发、谊品基本都实现了全品类的覆盖，但除了以生鲜起家的谊品，其余几家基本都不重度涉及生鲜，大多以标品为主。标品中，水饮和零食占比较高。

爱折扣的货盘基本实现了“全品类运营”，公司避开高损耗的生鲜品类，仅在周末作为引流爆品，降低运营复杂度。零食品类占比 30% 左右，是基本盘；其次是水饮啤酒

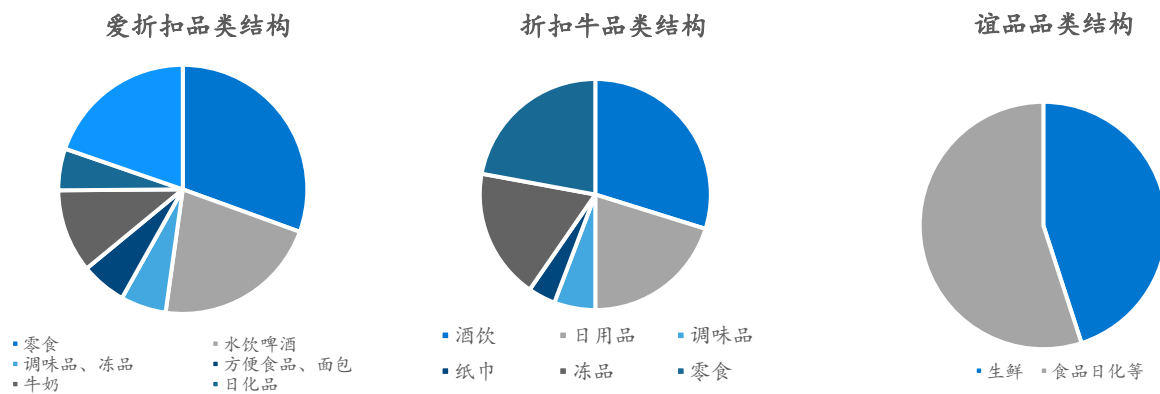
占 20%；生鲜主要采取每周特价的方式作为作为引流爆品，周末高峰期占比达 20%，其次是牛奶约占 10%，日化品、调味品和冻品以及方便食品占比较小。

折扣牛的品类结构则是基本以标品为主。酒饮、日用品、零食、冻品四大品类占比超过 90%，其次是调味品等。

条马批发也基本以标品为主，不涉及生鲜（有少量水果）。具体品类包含冻品、粮油、调味品、方便速食、休闲零食、奶、烘焙、饮料酒水、日化家用和少量水果。

谊品以做生鲜起家，从生鲜硬折扣转型做全品类硬折扣，仍保留了生鲜品类作为其特色。其单店中生鲜经营面积占比接近一半，水产、肉禽蛋、水果蔬菜等核心生鲜品类齐全。

图19：区域性硬折扣品牌品类结构对比



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

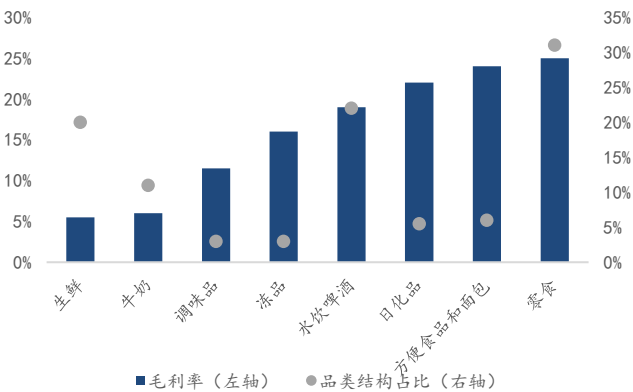
注：渠道调研时间为 2024 年 12 月-2025 年 2 月，各品牌的品类结构和品类利润率仍可能发生动态变化。

各企业结合自身特色和优势在具体品类组合上有差异，但基本均遵循着“引流品拉动客流，盈利品保障收益”的策略。引流品类往往聚焦于高频、刚需的民生必需品，如生鲜、基础水饮等，其毛利率较低，通过有吸引力的价格引流并形成消费黏性；而盈利性品类则集中于高毛利标品（如零食、日化品）或自有品牌。

以爱折扣为例，生鲜在周末促销，定位为引流品类，毛利率仅为 5-6%，通过极致低价吸引家庭客群，与此同时占比不低的零食和水饮啤酒毛利率能达到 20%左右，兼具周转性和盈利性；占比相对低、周转较慢的方便食品、日化品的设计毛利率也较高。

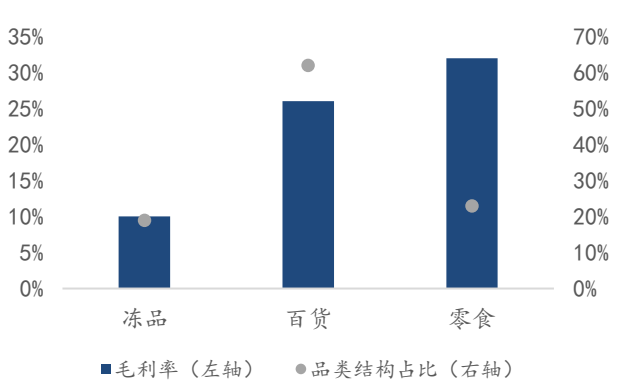
再看折扣牛，冻品作为公司货盘里消费频次较高的品类，毛利率仅 10%左右，承担了引流品的角色；百货占比高、是门店的核心货盘，毛利率保持在 25%上下；零食占比 20%左右，毛利率达到 30%以上；百货和零食有效平衡了低毛利冻品对盈利的稀释。

图20：爱折扣品类结构和品类毛利率



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

图21：折扣牛品类结构和品类毛利率



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

2.2.3. 门店模型：小而美店型基本跑通，以价换量商业逻辑成立

对比四家企业的单店模型，目前都主打小而美。1) 门店面积大多在 200 平米上下，SKU 数量大多在 2000 个以下（除了从生鲜为主转型到全品类的谊品，门店面积和 SKU 数量都更多）。2) 门店模型比较健康，1-2 年能够回本。初始投资额不算多，大多在小几十万。毛利率在 20% 上下（与零食量贩的门店毛利率相当，也是大部分折扣业态的平均水平），净利率大多在中低个位数，低于 2023 年初的零食量贩。

盈利水平几个品牌还是有所分化，谊品生鲜、爱折扣的门店毛利率在 20% 出头，折扣牛和条马批发部则更低，只有 15%；但落实到净利率，两者并不逊色，折扣牛甚至是几家品牌中最高者。我们认为分化的核心在于成本控制和效率：1) 折扣牛和条马批发部的门店面积更小，运营成本较低；2) 折扣牛和条马批发部基本不含生鲜类产品，标品的运营效率高于非标品。

表7：区域性全品类硬折扣单店模型对比（2024 年）

	爱折扣	折扣牛	谊品	条马批发部
门店数量（家）	110+	400+	600+	200+
面积（平米）	200-300	A 类：120-150；B 类：150-200；C 类：200+	300-400	150
SKU（个）	2000	A 类：1300；B 类：1800；C 类：2300	3000-5000	500-800
初试投资额（万元）	24	22	40	-
日销（万元）	1.8-2	1.1	1.6	2-3
毛利率	20-21%	15%	23-25%	15%
净利率	3-4%	6%	4-5%	4-5%
净利润（万元/月）	2.0	2.0	2.2	4.0
投资回报期（月）	12.0	11.1	18.5	-

数据来源：渠道调研，第三只眼看零售，东吴证券研究所

把区域性硬折扣连锁业态和其他主流连锁业态进行对比，可以发现虽然硬折扣业态的净利率相较其他连锁业态较低，但投资回报期和初始投资额指标有较强的竞争力。主要源于低价模式下终端客流更多、周转率有保障，也再次验证硬折扣业态低价、高周转的商业逻辑是成立的。

表8：其他连锁业态单店模型对比

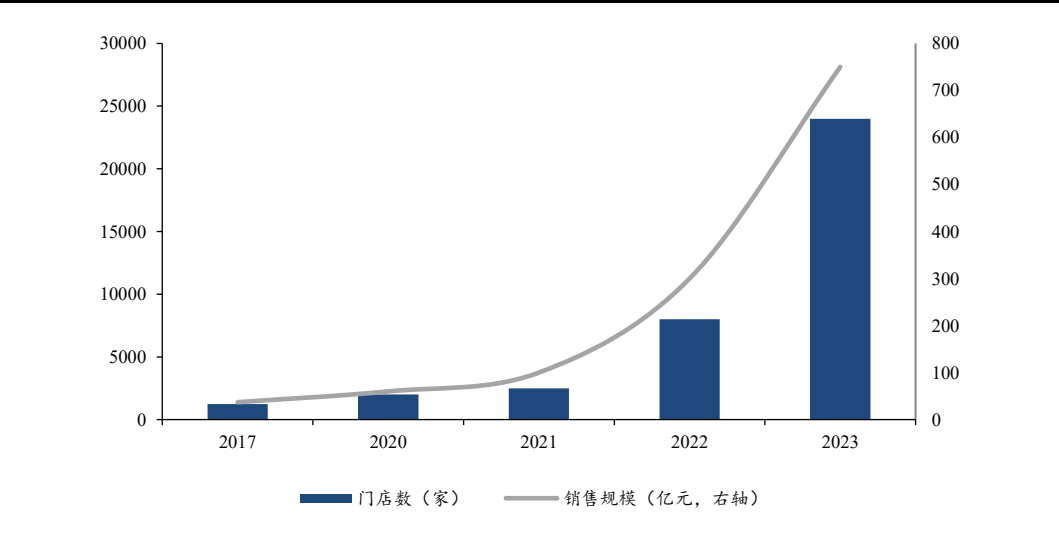
	锅圈	零食很忙	蜜雪冰城	巴比食品
月销(万元)	8	41	11	7
毛利率	35%	19%	55%	50%
毛利(万元)	2.9	7.7	6.2	3.5
净利润(万元)	0.8	3.6	2.3	1.9
净利率	10%	9%	21%	26%
初始投资额(万元)	14	65	26	15
投资回报期(月)	17	18	11	10

数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

2.3. 零食量贩品牌：尝试扩宽品类边界，试水省钱超市

零食量贩也属于硬折扣业态的一种，属于垂直品类的硬折扣，底层逻辑也是通过缩减流通环节、提高运营效率来给消费者提供质价比产品。零食量贩业态最早可以溯源到2010年“老婆大人”在浙江成立，2017年“零食很忙”成立，2020年以来资本助力明显，头部品牌加快了开店拓展的步伐，2022-2024年是行业的高速发展期。根据《中国零食硬折扣白皮书》，从2020年至2023年，门店数量从1000多家增加至2万家以上，销售规模从60亿元左右增加至700-800亿元，预计2024年行业规模达到千亿元。

图22：2020年之后零食量贩业态进入快速发展期

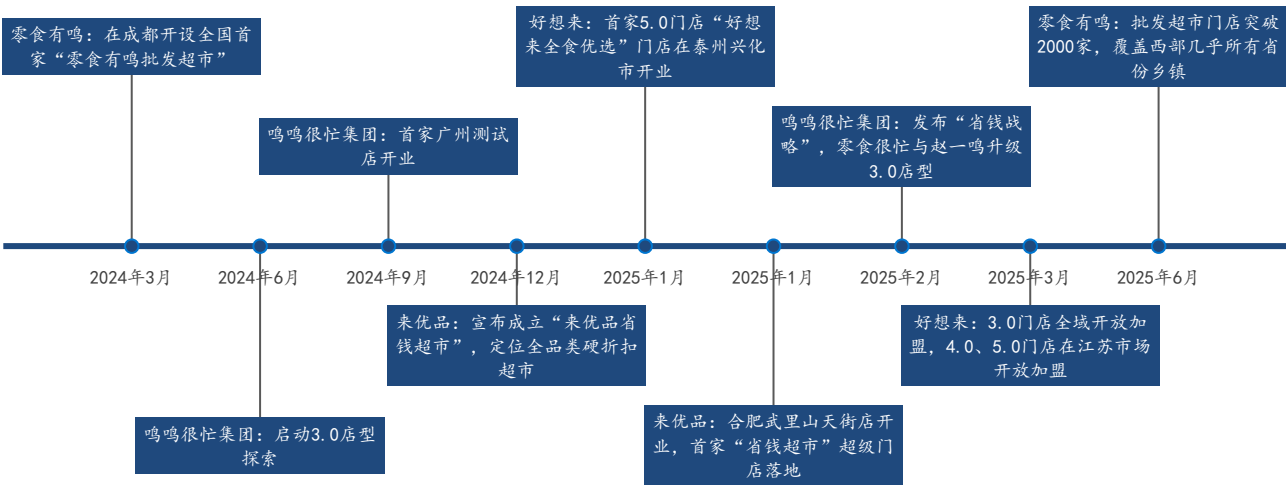


数据来源：《中国零食硬折扣白皮书》，东吴证券研究所

一方面行业经过高速发展，门店饱和期逐步临近；另一方面零食量贩企业凭借行业红利积累了资金、加盟商和供应链资源，储备了专业人才，具备拓展经营边界的能力。综合以上因素，2024年下半年以来，头部品类都有初步试水“多品类硬折扣”的动作。

2024 年 6 月零食有鸣在成都落地全国首家“批发超市”，新增日化、粮油、冻品等品类；6 月鸣鸣很忙集团启动 3.0 店型探索，9 月首家测试店就在广州开业；同年 12 月，来优品宣布转型“省钱超市”，首创鲜食专区，覆盖零食、粮油及烘焙品类。2025 年成为头部两大集团探索新店型落地之年。1 月好想来首家 5.0 门店“好想来全食优品”门店在泰州兴化市开业，同期来优品合肥超级门店开业实现鲜食区实体运营；2 月鸣鸣很忙集团宣布“省钱战略”，赵一鸣在广州、佛山尝试 3.0 店型；至 6 月零食有鸣突破 2000 家门店，完成西部乡镇覆盖并上线自有品牌。

图23：零食量贩头部品牌尝试新店型的时间轴



数据来源：虎嗅，鲁网，新京报，食业家，长沙晚报，Foodaily 每日食品，东吴证券研究所

从试水的动作来看，零食量贩品类还是立足于优势品类零食，在零食基本盘上叠加1-2个高关联窄品类，如冻品、谷子、现制烘焙等来测试边界，而且总体来说还处于摸索尝试阶段。万辰集团目前推出了来优品省钱超市、好想来省钱超市、全食优选多种门店，在原本零食水饮的基础上，增加了现制烘焙、生鲜水果、冻品等品类。其中全食优选相对来说鲜食类占比更高，增加了较多的现制烘焙、生鲜水果、冻品类产品，日化及粮油调味等品类相比省钱超市有所缩减。鸣鸣很忙 3.0 店型新增了百货日化、文具潮玩、烘焙、鸡蛋等多元化产品，增设鲜食和低温冻品专区。

表9：零食量贩转型省钱超市新增品类及特点

品牌	新增品类/特点
零食有鸣	SKU 增至 3000+，新增日化、粮油、低温冻品专区；抖音直播与团购为门店引流到店，借力美团闪购渠道拓宽生意半径和客户群体
来优品	SKU 从 1500 增至 3000，增加短保烘焙、鲜食冻品及日用百货等高频刚需品类，
好想来	全食优选店型增加了现制烘焙、生鲜水果、冻品类产品，日化及粮油调味等品类相比省钱超市有所缩减

赵一鸣零食	门店面积扩至 180-240 m²，新增日化、短保面包、鲜食冻品、文具潮玩等，升级 IP 形象“鸣宝”
零食很忙	升级 3.0 店型，新增烘焙、谷子、冻品区域

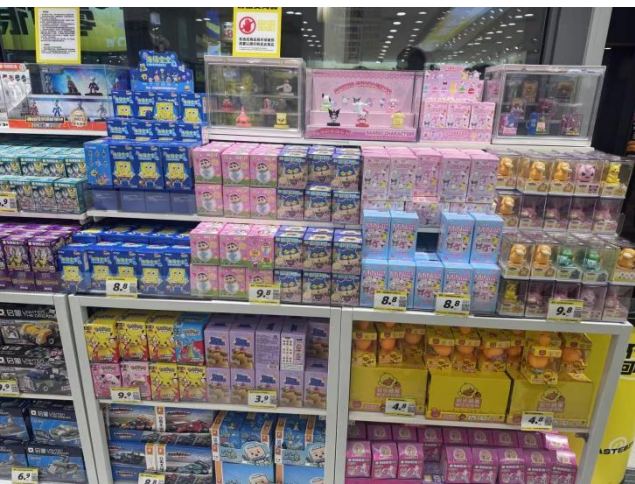
数据来源：Foodaily 每日食品，财经杂志，东吴证券研究所

图24：万辰集团旗下全食优选新增现制烘焙区



数据来源：Foodaily 每日食品，东吴证券研究所

图25：鸣鸣很忙 3.0 店型增加谷子类商品



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

省钱超市店型扩充了面积和品类，相较于传统店型营业额和盈利能力都有提升。以赵一鸣的省钱超市为例，门店面积增加 20%左右，但是营业额可增加 40%，或源于品类矩阵丰富后，吸引的客群范围有明显增加。其次，部分新增品类的毛利率高于零食（比如谷子和冻品等），能够带动毛利率提升。新增品类如果能够保证良好的周转率和毛利率，可以带动门店营业额和净利率同时提升。

表10：零食量贩省钱超市单店模型（2025 年初）

赵一鸣省钱超市		零食有鸣批发超市	零食很忙 3.0 店型	零食很忙传统零食店
门店数量（家）	50+	24 年底 380-400 家，现约 500 家	170	6000+
面积（平米）	180 m²+（面积增加 20%）	约 300 m²	150-170 m²	120-150 m²
初始投资额（万元）		120-130	70-80	60-70
日销（万元）	提升 40%	2.3（零食店 1.3-1.5）	1.5-1.7	1.3-1.4
毛利率	提升 1-2%	22-23%	22%	18-20%
净利率		8%	9%	7-8%
净利润（万元/月）		5.5	4.3	3.6
投资回报期（月）		22.6	17.4	17.8

品类结构	零食占比 50%~70%。	零食 80%，其他 20%是冻	
	像烘焙、日化，潮	零食 55%，日化 17%，米面粮油	品，玩偶，游戏卡，鸡
	玩、冻品占比	15%，还有潮玩、短保烘焙等	蛋，纸巾，短保面包，鲜
	30~40%。	奶	

数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

3. 总结：国内硬折扣处于起步期，机遇和挑战并存

3.1. 硬折扣的商业逻辑具备可行性，中外零售业态都能证明

我们梳理了国外硬折扣的起源、代表性企业和其商业模式，**能够得出的结论是硬折扣本身的底层逻辑是自洽的、可行性较高的**。比如奥乐齐和 Costco 两家公司在发展初期并没有太多资本助力和初始资源，甚至 Costco 成长的时代美国经济增速稳定，消费降级趋势并不明显。两者的经营理念都是通过精简 SKU、优化运营效率压缩成本；其次是善待员工和供应商，实现长期共赢；发展中后期凭借规模效应强化自身议价权（譬如推出自有品牌等）。

国内目前有代表性的硬折扣企业，我们梳理了三类：1）全品类中优先完成规模扩张的乐尔乐（目前是国内唯一一家门店数量突破 1000 家的全品类硬折扣品牌）；2）区域性小而美的全品类硬折扣品牌，门店数量在几十家到几百家，比如爱折扣、折扣牛、条马批发部等；3）垂直细分领域（即单品类为主）折扣品牌硬折扣企业，其中的佼佼者当属零食量贩赛道的头部品牌（鸣鸣很忙、万辰集团）。

根据国内这三类企业的发展经历和现状也能印证上述观点，硬折扣这个商业逻辑是可行的。比如上述三类企业的门店模型，基本都是 15-25%的毛利率，不到 10%的净利率（盈利点低于很多连锁业态），但由于周转快，所以投资回报期可观，对于加盟商来说是有竞争力的业态。而且上述三类公司基本都能实现自我造血，中后期不依赖融资也能实现扩张。

此外对比国内外硬折扣企业的发源历程，Costco、奥乐齐在发展初期并未过多强调在供应链上的动作，更多是提升自身效率来实现价格折扣。**但是国内的硬折扣企业，在尚未实现自有品牌覆盖的情况下，缩减流通环节部分就可优化 20%-40%的利润空间。**我们认为来自于：1）中国现阶段产能过剩，零售商想找寻上游合作伙伴难度并不大；2）中国的流通（分销/经销）环节更加冗杂，可优化空间多。美国是品牌—分销商—零售商三级体系，分销商承担规模化配送的角色，是效率分工的产物，只有极少数大品牌（如可口可乐、雀巢）才会自有全美物流团队；绝大多数品牌依赖分销商是最实际的选择。

3.2. 国内硬折扣业态：起步阶段各有千秋，尚未有标准答案

国内的几类代表性企业各有特色，在全品类赛道上，乐尔乐作为唯一一家突破千家门店的品牌，2024 年门店数量 8000 家，相比第二梯队的小几百家遥遥领先，我们认为

乐尔乐主要是在扩张速度和标准化之间做了取舍：一方面其对加盟商一直是松散式管理，另一方面品类也是以标品为主，基本不涉及生鲜。以上两点帮助其实现了快速扩张，在规模上积累了较强的优势，公司现阶段会开始注重标准化管理。可以总结为乐尔乐是先跑量，后管理。另外乐尔乐的让利思维很明显，其在国内的硬折扣业态中可以算是盈利点最薄的企业，卖货给加盟商的加价率只有 2-3%，万辰、鸣鸣很忙在 7%-11%。加之乐尔乐在 2011 年就成立，沉淀时间较长，其经营策略也是以规模为先，现阶段放低了对标准化、盈利点的要求，所以实现了门店数量的快速增长。

区域性硬折扣方面，大部分品牌都在 2020 年前后成立，经过几年的沉淀基本能在地市场站稳脚跟。通过对比几家品牌的情况，我们认为品类结构需要结合需求和供应链找到最优解。在货盘设计上各家品牌都在努力寻找适合自己的最优解，目前尚未有标准答案。生鲜最为刚需和高频，但因为供给侧非标化导致运营效率低。从结果来看，不涉及生鲜的条马批发部和折扣牛，门店端运营效率高于爱折扣和谊品。但考虑到生鲜作为硬核刚需品，一旦有企业把生鲜供应链做好，可能成为核心壁垒。

再看零食量贩企业对省钱超市的试水，2025 年以来头部两大集团都官宣开始尝试新店型，立足于优势品类零食，在零食基本盘上叠加 1-2 个高关联窄品类，如冻品、谷子、现制烘焙等来测试品类边界。目前新店型反馈尚可，省钱超市店型扩充了面积和品类，相较于传统店型营业额和盈利能力都有提升。

总结国内几类典型硬折扣企业，结论是行业处于发展初期，尚未有标准答案。乐尔乐强化了规模效应，愿意为规模先放低对标准化和盈利点的要求；区域性全品类硬折扣结合自身优势也在尝试不同的货盘结构；零食量贩品牌先在单品类上做极致，考虑从单品类逐步拓展到多品类。

3.3. 对比中美零售环境，国内硬折扣企业既有机遇也有挑战

前文我们阐述了奥乐齐和 Costco 的发展历程和商业理念，在第四章附注中我们也对比了中美零售所面临环境的异同。我们认为国内硬折扣零售业态当前既有机遇也有挑战。

机遇体现在当下是零售行业的重塑期，重塑意味着机会。进入重塑期是多重因素共同造就的，需求端的性价比诉求、供给端的产能过剩、流通端的冗杂低效等等共同推动了当下零售行业的变革，传统零售渠道无法满足当前阶段消费者的需求，行业竞争格局正在发展变化。

硬折扣或是在变革期中会崛起零售业态之一。参考海外的经验，折扣业态是排名第三大的零售业态，而且占比有逐步提升的趋势；也孕育了优秀的零售公司，2024 年全球零售前 5 名中有 3 家折扣企业，分别是 Schwarz（施瓦茨）、Aldi（奥乐齐）、Costco（开市客）。相比传统业态，目前折扣业态是更有效率、更能满足消费者需求的零售模式，所以也能看到不同类型的折扣零售商在国内涌现。

除了我们报告里梳理的 3 类公司，互联网平台在零售板块也有参与硬折扣赛道的积极动作。盒马在 2023 年将盒马邻里与盒马奥莱合并为盒马 NB 事业部，尝试从软折扣向硬折扣+社区店转型，截止至 2025 年 6 月，其签约店数已经超过 350 家，并从上海开始辐射华东地区。最新的进展则是美团预计将于 2025 年 8 月正式开出硬折扣超市门店，命名为“快乐猴”，首批门店计划在北京开一家、在杭州开两家；商业模式对标盒马 NB、主打硬折扣，首批门店面积大约为 800-1000 平方米。

挑战体现在国内零售环境更加复杂和多元。对比中美零售业态可以发现，中国的零售环境更加多元化，我国的人口居住分布更加密集、物流末端履约更为发达。1) 使得我国电商的渗透率高于美国，我国实物商品网上零售额从 2015 年的 3 万亿元增至 2024 年的 13 万亿元，CAGR 达到 16.8%，2024 年占社会消费品零售总额的 27.2%。对比美国，其电商渠道发展时间更长，但是渗透率提升速度慢于中国（2024 年美国电商渗透率为 20.7%），说明美国电商渠道对线下渠道的冲击相比中国更加缓慢。2) 相较于美国零售渠道的稳定，我们零售业态的创新者更多且迭代速度快，2020-2022 年经历过社区团购的裂变式增长，近两年又有即时零售依托中国密集的人口分布与高效物流快速崛起，成为中国独有的零售创新。即时零售的核心特征为“线上下单，线下 30 分钟送达”。参与玩家包括互联网平台（比如美团闪购、京东秒送等）、前置仓玩家（叮咚买菜、小象超市等）、仓店一体化玩家（盒马、山姆会员制商超等）。据商务部数据，2023 年我国即时零售市场规模达到 6500 亿元，同比增长 28.89%，预计 2030 年将超过 2 万亿元。

其次美国零售企业所面临的环境更加友好，外部变化的速率更慢，经过时间自然沉淀出了选品、运营等能力，拥有较强的渠道议价权，但国内零售企业在面临变局之时能力沉淀、人才储备尚不足。国内传统商超过去 30 余年学习和沿袭的是家乐福的“收租”模式，依托低成本的物业优势，将卖场内的货架出租给品牌商，收取入场费、上架费、促销费等。主动、精准选品是国内整个零售业都相对缺乏的能力。

3.4. 投资逻辑

在硬折扣业态的发展之际，各类参与者都有入局，我们认为对于各个玩家来讲短期都可凭借自身的优势、禀赋获得一定的市场份额，而中长期的胜负手或在资金实力、持续精耕的能力。

在食品饮料赛道，万辰集团、鸣鸣很忙集团均有在尝试跨越品类边界，从零食品类延展到多品类。我们认为值得高度关注，两者的优势在于：零食量贩的基本盘足够强大和稳定，在资金、规模、供应链、加盟商、人才团队上能给予尝试新业态有力的支持。2024 年底两家都是约 1.4 万家门店，实现了全国化覆盖，一二线和县城乡镇都能跑通门店模型。2024 年鸣鸣很忙集团营收 393 亿元/净利润 8.3 亿元；万辰集团营收 323 亿元/净利润 6.0 亿元，资金实力足够。并且两家在经营零食量贩门店的过程中，已经积累一批有信任度、有实力的加盟商，内部也培养了选品、选址人才。

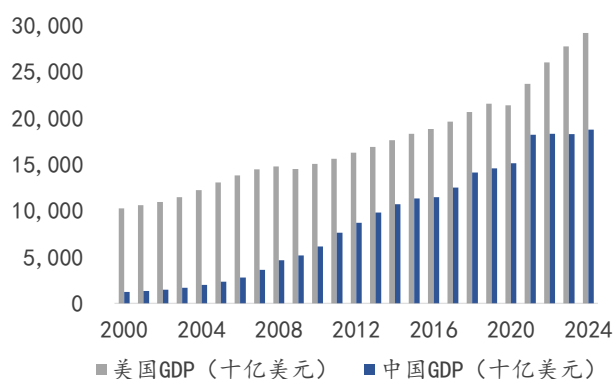
4. 附注：中美零售业态所处环境对比

4.1. 消费端：购买力与人口密度决定消费习惯的差异

4.1.1. 中美购买力基础仍有较大差距

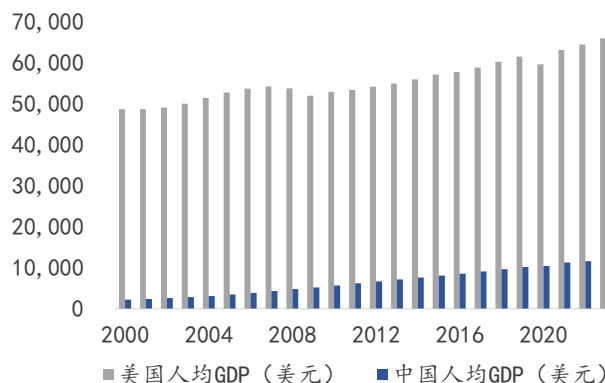
中国经济在过去的 20 多年里迅速腾飞，但从人均角度来看中美仍有较大差距。2023 年中国 GDP 总额 18.3 万亿美元（2000-2023 年 CAGR 为 12.5%），美国 27.7 万亿美元（2000-2023 年 CAGR 为 4.4%）。中国已成为全球第二大经济体，但因人口基数原因，中国人均 GDP、消费支出、可支配收入较美国仍存在较大差距：2023 年美国人均消费支出为 5.6 万美元，人均可支配收入 6.1 万美元；中国人均消费支出为 0.37 万美元，人均可支配收入为 0.55 万美元，相差约 10 倍。

图26：中美 GDP 总额对比



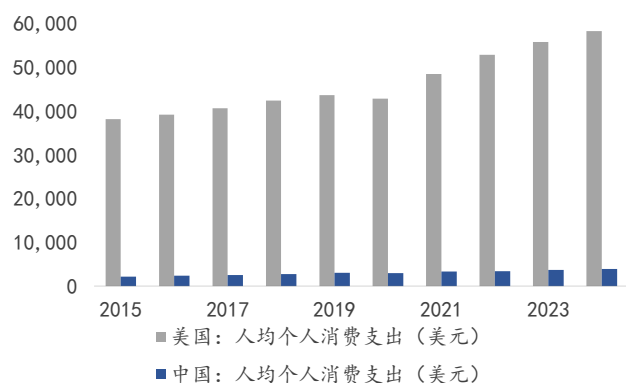
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：中美人均 GDP 对比



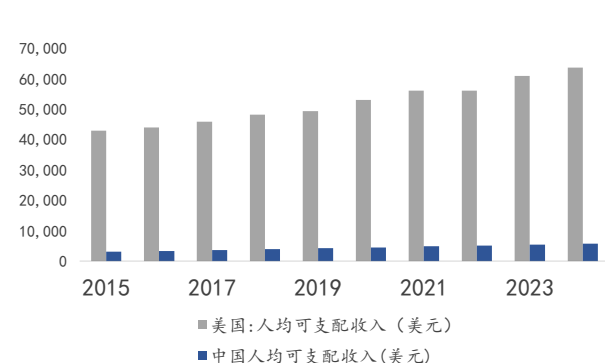
数据来源：世界银行，东吴证券研究所

图28：中美人均消费支出对比



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图29：中美人均可支配收入对比



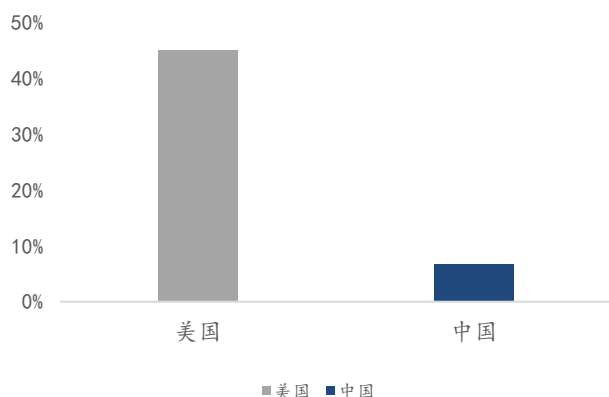
数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

从消费人群结构来看，美国中产阶级占比较高。根据皮尤研究中心数据，2024 年美国中产阶级的占比达到 40%，定义为该家庭收入处于该国家庭收入中位数收入的 2/3 到 2 倍之间。而根据中国社会科学院社会学研究所的标准，我国中产阶级家庭的占比只有约 6.8%（包含五项综合标准：家庭年收入在 30-50 万元区间；家庭拥有不少于一套住房

且价值在 300 万元以上;家庭金融资产不低于 100 万元;家庭成员具有本科及以上学历;职业为企业中高层管理人员、专业技术人员或成功创业者)。

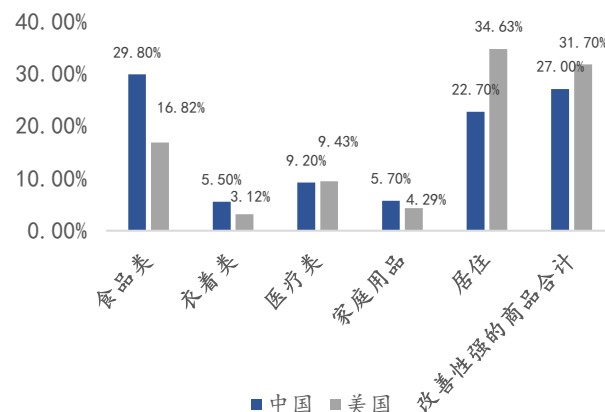
两国人均消费支出金额的差异或会受物价、汇率的影响,但从消费支出的结构来看,能反应出中国居民消费结构中基础商品的占比更大,改善型支出低于美国居民。中国消费者在基础消费品类上,比如食品类、衣着类和家庭用品占比均高于美国,而改善性较强的商品(教育文娱、交通等)占比低于美国。

图30: 中美两国中产阶级占比 (2023 年)



数据来源: 皮尤研究中心, 中国社科院, 东吴证券研究所

图31: 中美两国商品消费结构 (2023 年)



数据来源: 国家统计局, 美国劳工统计局, 东吴证券研究所

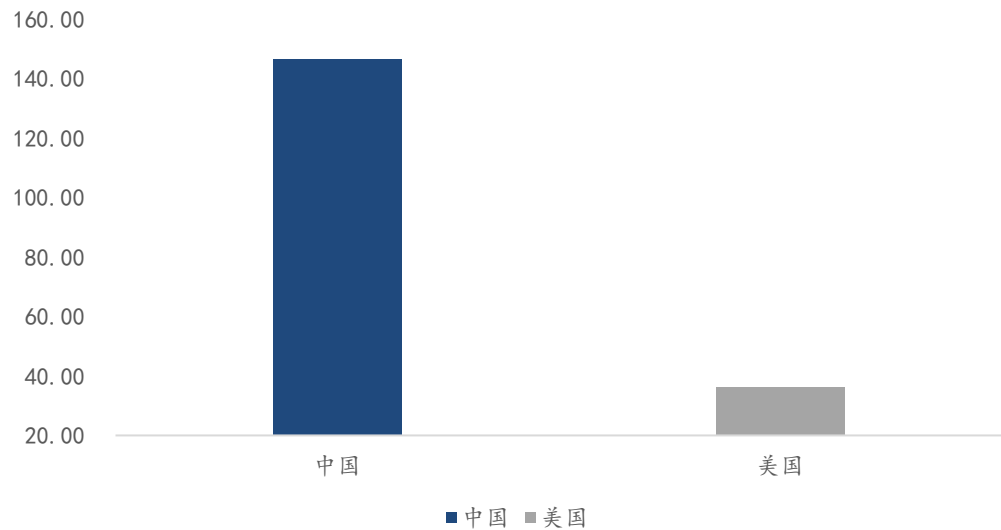
注: 为统一中美支出类别统计, 美国人均消费支出剔除养老金及现金捐款支出。

综合以上几点, 我们大致可以得出结论: 美国消费者整体购买力强于中国, 相对更加注重品质, 中国消费者的支出结构中基础商品仍占据大头, 这决定了购买习惯相对更注重性价比。

4.1.2. 人口居住密度差异决定采购习惯的不同

中国高密度居住模式催生社区业态, 美国居民低密度分布更注重高效率购买。2024 年中国人口密度达 147 人/平方公里, 人口分布集中, 城市化进程中形成小区聚集型居住业态, 给予了社区店、夫妻老婆店、前置仓等小业态发展土壤。而美国地广人稀且城市带分散, 2024 年人口密度仅 36 人/平方公里, 人口居住分散, 中产主要分布在城市周边(郊区一户房、联排别墅), 依赖汽车出行, 美国消费者更倾向于大型超市购物, 以满足大量、集中采购的需求。

图32：2024 年中美人口密度（人/平方公里）

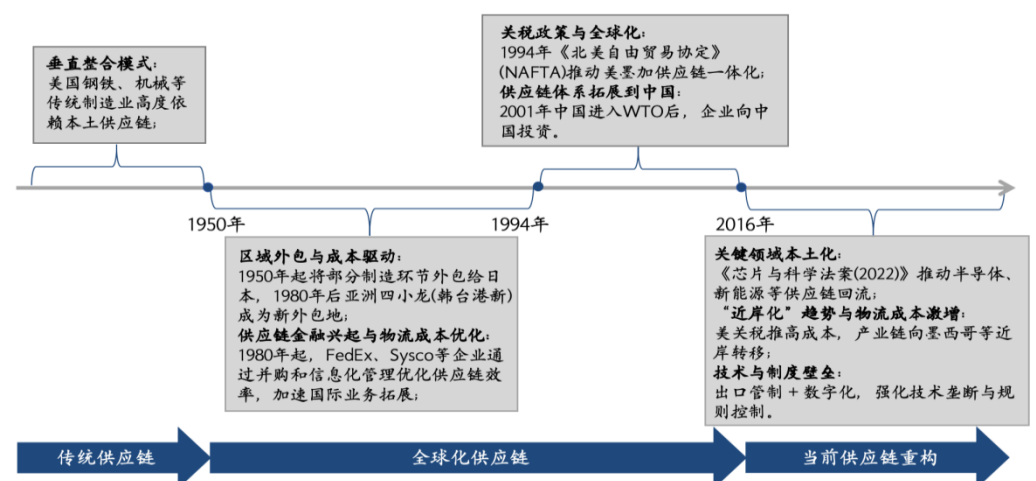


数据来源：国家统计局，中经数据，东吴证券研究所

4.2. 供给端：目前美国制造业空心化，中国产能过剩

美国的供应链经历了从产能富足到生产外移的空心化。全球化之前，美国传统产业链是高度垂直整合的，从原料生产到最终品的生产和销售大都由一家公司自己控制，大部分采购合作也都于本国完成。1950 年代，美国资本家为了追求更低成本、更高效率和新市场，将目光投向其他国家（部分生产环节外包给劳动力成本的低洼地），80 年代底冷战结束，美国开始全球供应链布局，生产端开始外移，目前美国一定程度上存在“工业空心”的现象。

图33：美国生产供应链发展历程

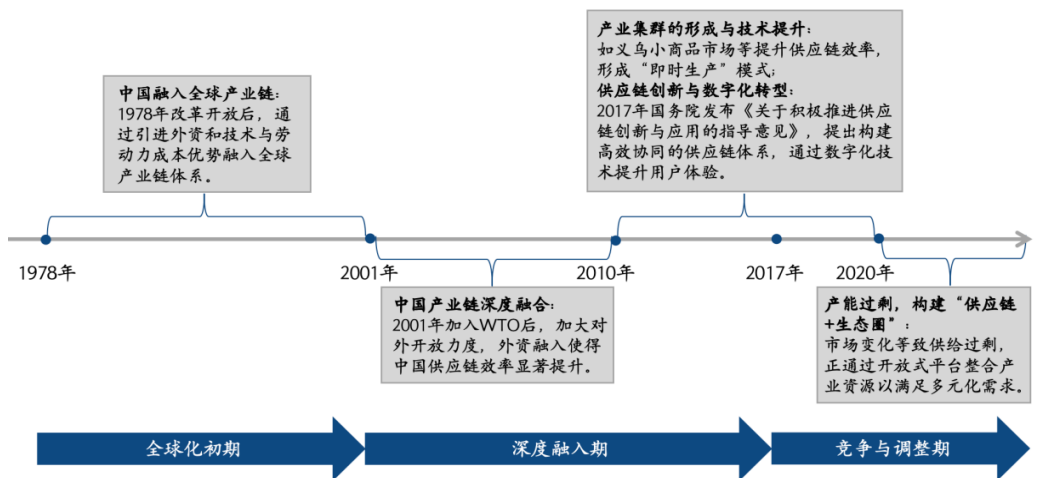


数据来源：百度百科，FT 中文网，i56，容纳商业评论，金杜研究院，《全球产业链重构：回岸、近岸与友岸的趋势特点分析》，Wind，东吴证券研究所

中国供应链在 30 年时间里，从萌芽起步走向过剩，国内零售渠道和品牌方的关系

也在动态调整，产能匮乏年代品牌方占据主导权，当前处于产能过剩阶段，渠道和品牌方的话语权也在经历重塑。计划经济时代，零售端完全受制于厂家，供销社、百货商店按计划售卖统配商品，比如布匹、粮食等均由厂家定产定销，零售端没有选品权，消费者只能被动接受有限品类；90、00年代，零售超市初兴但品牌主导性仍较强，如宝洁、哇哈哈等品牌通过入场费、堆头费掌控货架，超市多是被动接收，自主选品较少。2020年后，随着产能过剩，零售渠道话语权显著提升。比如2020年后蓬勃发展的零食量贩行业，凭借规模化集中采购直接对接上游中小厂，渠道端开始进行反向选品。而且零售渠道开始逐步发展自有品牌，2025年2月鸣鸣很忙集团推出6款自有品牌产品（1.9元600毫升的无糖乌龙茶、9.9元50克装拇指风干牛肉等）。

图34：中国生产供应链发展历程



数据来源：国务院公报，人民智库，澎湃新闻，江苏省钢铁行业协会，《中国产业转移的战略考量：特征、动因与政策展望》（《国际贸易》2024年07期），Wind，东吴证券研究所

4.3. 流通端：美国分销效率高，中国末端履约效率高

美国较早便有完善物流基础设施，而且规模化运输效率较高。因此美国的分销体系很简单，主要是品牌—分销商—零售商三级体系，分销商为全国或者大区域物流集货与分销枢纽，可以说美国的分销商是效率分工的产物，只有极少数大品牌（如可口可乐、雀巢）才会自有全美物流团队；绝大多数品牌依赖分销商是最实际的选择。

中国的分销/经销体系层级更多且较为分散，比如大品牌下面除了总代、还有省代，经销商往往还有一批、二批，流转的层级较多。经销商也承担配送的角色，但规模和平台化程度不及美系巨头。

图35：美国分销商规模大、覆盖度广

分销商	主要特点	覆盖范围	核心品类焦点	主要零售商类型
UNFI	最大、全国性、全品类、公开公司	全国	天然、有机、特色、常规（全品类）	超市、独立天然店、大众市场、电商、食品服务
Kehe	第二大、全国性、天然/特色、服务好	全国	天然、有机、特色、美食、民族、部分生鲜（广）	超市、独立天然店、美食店、便利店、食品服务
Peyton	Kroger 内部物流部门	主要服务 Kroger	Kroger 超市所有品类	主要服务 Kroger 及其门店
Lipari	区域性（中西部、东北、南）、品类广	区域性	特色、美食、意大利、民族、常规、熟食、烘焙等	独立店、超市、便利店、熟食店、餐厅
Palko	区域性（东南部？）、渠道特定	区域性	糖果、零食、便利店商品、部分特色	便利店、折扣店、药店、部分独立店
Threshold	非食品、专注于健康补充剂	全国（通过网络）	营养补充剂、草药、身体护理、天然健康产品	天然店、保健品店、药店、从业者
Market Centre	C&S 旗下特色部门、全国性	全国（依托 C&S）	特色、美食、进口、民族、部分天然有机	超市（特色区）、独立店、美食店
DPI	已并入 Kehe	全国（通过 Kehe）	原强项：特色、生鲜。现整合入 Kehe 品类	原 DPI 客户群，现通过 Kehe 服务
Lomar	区域性（东北）、特色食品	区域性	特色、美食、进口、乳制、熟食、冷冻	东北独立店、熟食店、美食店、餐厅
Lotus Light	非食品、天然生活方式产品	区域性（西海岸）	补充剂、草药、茶、身体护理、天然疗法产品	天然店、保健品店、合作社、礼品店

数据来源：DXCC 出海，东吴证券研究所

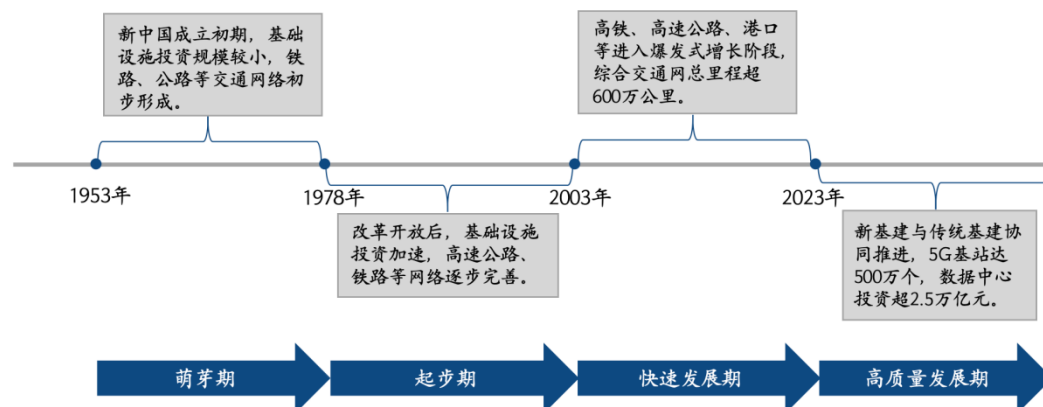
但美国因人口密度、城市带分散及人工费用高导致物流配送效率及履约效率较中国低，中国在电商订单和即时零售方面的履约效率远超美国，也使得国内的零售业态相比美国更加丰富（比如电商和即时零售）。

美国人口居住分散（亚马逊核心用户的中产阶级多住在郊区）、美国城市带相距较远且人工费用较贵，最后一公里的配送成本较高、配送效率低，在一定程度上限制了其零售业态的发展。因此，美国需要重 capex 的仓配制快递才能保证运输效率，其物流体系更侧重于仓储和配送。为了解决这一问题，依赖仓配模式，如亚马逊以自营仓配来保证更好的物流体验，其 FBA 模式通过仓储制提供全美最快时效配送速度，这也是其高佣金来源的基础。在此背景下，美国 O2O 渗透率低，线下 outlet 发达，电商与实体店形成互补而非替代。

我国兼具人口密度高、城市群集中及人工便宜三要素，完善末端物流履约具备可行性和必要性。我国政府在物流基础设施建设上投入巨大，以及电商的快速发展也推动了物流行业的创新与发展。1978 年改革开放后，中国加速投资基础设施建设，而后出现快速增长，逐步形成完善的基础设施（交通、物流等）网络。中国的快递企业通过供应链协同（智能平台整合上下游资源）、技术创新和模式创新（数字化、自动化技术优化仓内作业），实现了高效的包裹分拣、运输和配送，能够满足消费者对快递配送的需求，使履约时效提升。而且末端履约仍需要人工，国内庞大的人口基数、相对低的人工成本提供了重要支撑，国内依靠重人工的点对点收发制快递，实现物流配送高效便捷，如菜鸟为

代表的物流体系涵盖范围较广，大多数地区能实现 T+2 的配送效率。国家邮政局数据显示，截至 2025 年 7 月初全国已建成 1200 多个县级公共寄递服务中心、超 30 万个村级寄递物流综合服务站，快递网络覆盖率达 98%，基本建成贯通城乡、覆盖全国的快递服务网络。“十四五”以来，我国快递业务量连续五年突破 1000 亿件，折射出庞大物流体系的高效运转。

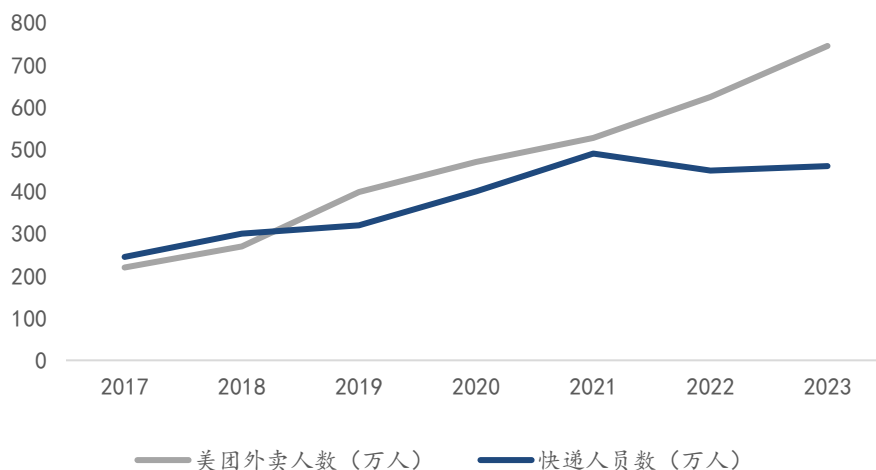
图36：中国物流基础设施建设发展历程



数据来源：人民日报，政府信息公开，数据新闻，光明日报，东吴证券研究所

在即时配送领域，外卖配送网络同样发达，全国外卖骑手已超 1000 万人，仅美国的骑手数量就以年均近 20% 增速攀升至 745 万人（2023 年），2024 年饿了么活跃骑手也超过 400 万人，如此庞大的配送队伍保障了外卖等即时零售订单能快速送达消费者手中。

图37：我国美团外卖骑手与快递从业人员数量走势



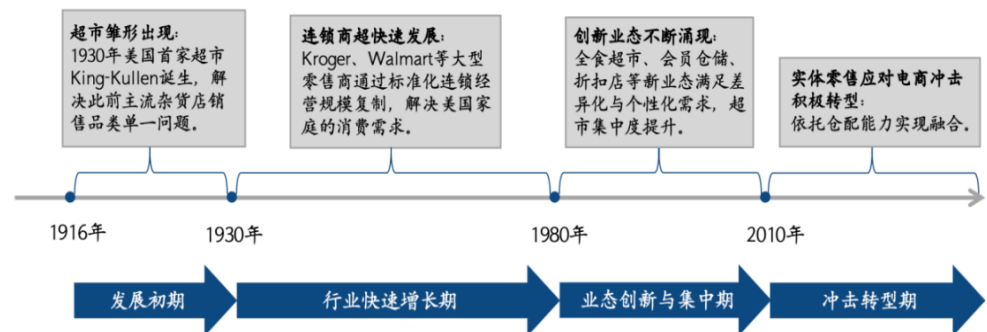
数据来源：美团研究院，国家邮政局，双壹咨询，东吴证券研究所

4.4. 中美零售业态发展历程对比

美国商超行业发展得很早，超市等零售渠道基本完成了能力沉淀（包含选品、采购、效率运营等）。1930 年出现第一家丰富品类、满足“一站式+性价比购物”的大商超 King-Kullen，解决主流杂货铺单一品类无法满足消费者需求的问题。经过几十年发展，美国消费者收入上升、需求分化，催生出不同零售业态，零售商在行业竞争整合中成熟。为

满足消费者个性化需求，形成了以大型连锁超市（Wal-Mart）、仓储式会员店（Costco）等多种业态为主的零售格局。其实体商超在互联网冲击前已经历过经济衰退，形成以差异化定位、自有品牌、供应链能力为核心的竞争力，会员费制度完善且自有品牌占比高。具备完善的运营模式和供应链体系，具有较强议价能力和渠道话语权。

图38：美国商超发展历程



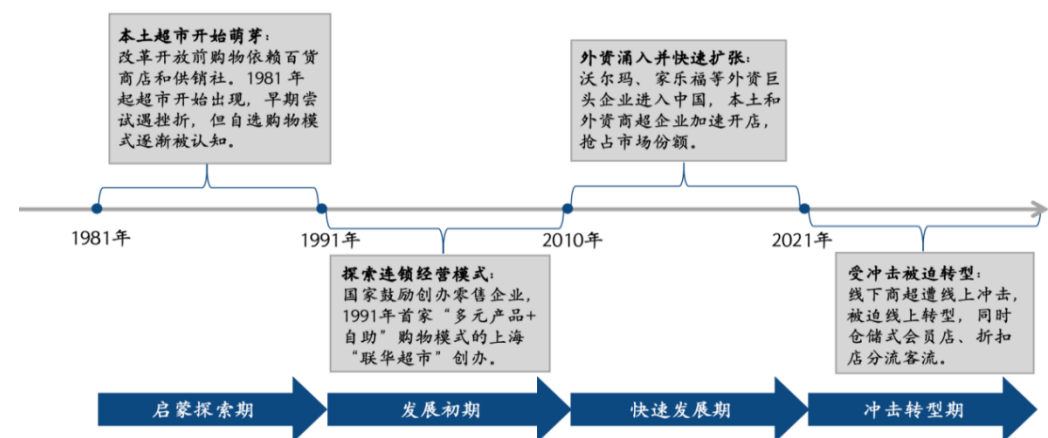
数据来源：新华网，澎湃新闻，百度百科，经济观察报，深氪新消费，东吴证券研究所

中国商超起步较晚，核心模式仍为收租，尚未沉淀出独立选品能力，近年来更因零售业态多元化竞争加剧与消费力疲软被迫转型。从发展历程与业态变迁看，改革开放前我们零售业态以百货商店和供销社为主，商品统配且业态单一。1980年代，国家鼓励创办零售企业（上海“联华超市”等相继出现），为行业发展累积经验。90年代至2010年连锁超市快速崛起，外资商超（家乐福、沃尔玛等）与本土企业（联华、永辉等）共同推动大型超市（大卖场）成为主流。

2010年后，大型超市占比持续下滑，从2019年的22%已降至不足20%，这一变化与电商冲击直接相关，中国电商自2010年起进入快速发展期，电商的快速崛起对传统商超有较强的冲击。我国实物商品网上零售额从2015年的3万亿元增至2024年的13万亿元，CAGR达到16.8%，2024年占社会消费品零售总额的26.8%。对比美国，其电商渠道发展时间更长（20余年），但是渗透率提升速度慢于中国（2024年美国电商渗透率为20.7%），说明美国电商渠道对线下渠道的冲击相比中国更加缓慢。

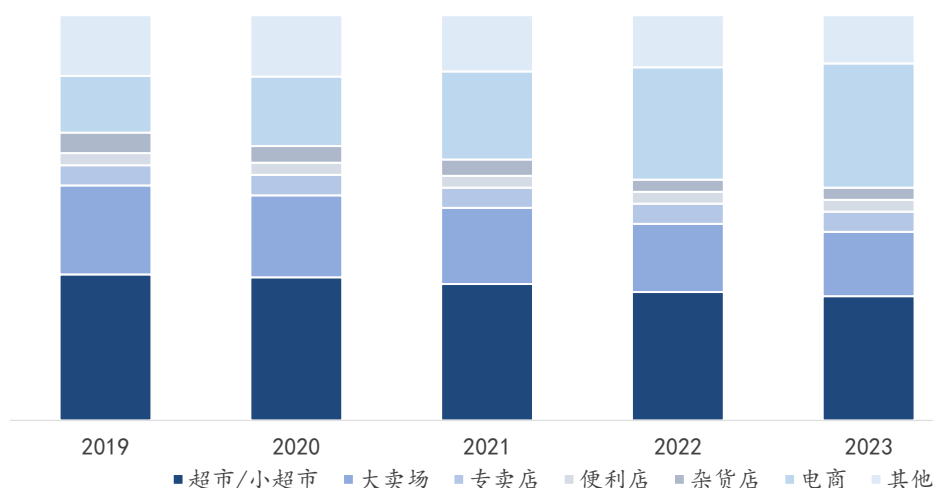
相较于美国零售渠道的稳定，我们零售业态的创新者更多且迭代速度快。比如2020年快速增长的社区团购，近两年即时零售依托中国密集的人口分布与高效物流快速崛起，成为中国独有的零售创新。即时零售的核心特征为“线上下单，线下30分钟送达”。参与玩家包括互联网平台（比如美团闪购、京东秒送等）、前置仓玩家（叮咚买菜、小象超市等）、仓店一体化玩家（盒马、山姆会员制商超等）。据商务部数据，2023年我国即时零售市场规模达到6500亿元，同比增长28.89%，预计2030年将超过2万亿元。

图39：中国商超发展历程



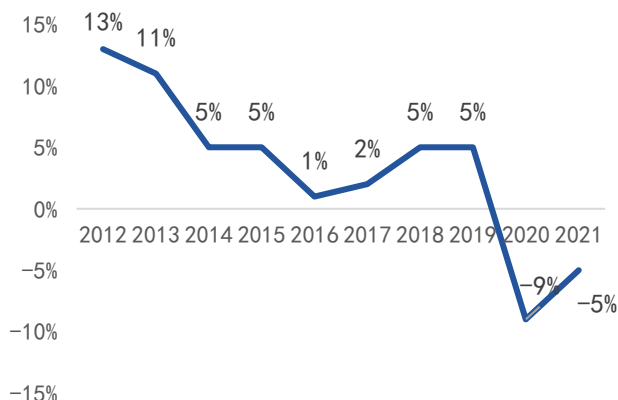
数据来源：今日头条，人民网，信息时报，东吴证券研究所

图40：中国快消品渠道结构变动



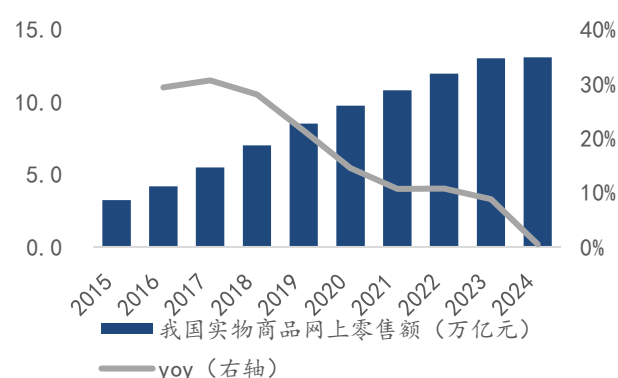
数据来源：凯度消费者指数研究，贝恩分析，东吴证券研究所

图41：国内主要上市商超企业平均营收增速放缓



数据来源：《区域企业零售的未来：打造中国“人本主义零售”》(BCG分析)，东吴证券研究所

图42：中国实物商品网上零售市场规模及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧。硬折扣业态虽然处于发展初期，但近年来参与者在逐步增加，不排除未来赛道会更加拥挤，行业竞争会更加激烈。

消费力持续疲软。虽然硬折扣业态某种程度受益于性价比的消费趋势，但如果消费者购买力持续疲软，整体快消品行业或面临增长压力，也会倒逼零售行业进入价格内卷，不利于行业的良性发展。

自有品牌质量安全问题。硬折扣企业大多开始直接和厂家合作，且逐步试水自有品牌，若自有品牌出现质量安全问题，零售企业方会承担较大的声誉风险。

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>