



Research and
Development Center

厚积薄发，开疆拓土

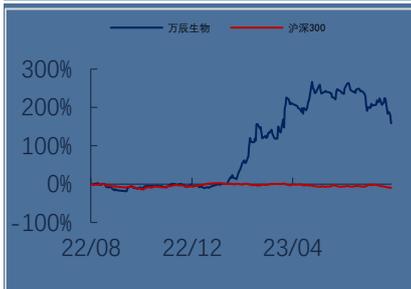
—万辰生物(300972)公司深度报告

2023年08月27日

马铮 食品饮料首席分析师
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
万辰生物(300972)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	32.87
52周内股价波动区间(元)	46.57-10.33
最近一月涨跌幅(%)	-14.82
总股本(亿股)	1.53
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	50.46

资料来源：Wind，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

厚积薄发，开疆拓土

2023年08月27日

本期内容提要：

◆**投资建议：**资本市场认为万辰生物是以菌类业务起家，其零食板块的资源、能力有限，且量贩零食行业竞争激烈难以盈利，我们认为实控人家族本身就是零食业内人士，凭借深厚的人脉关系和对未来发展的信心快速整合区域连锁品牌，战略制定行业领先，其整合的量贩零食公司是行业佼佼者，创始团队在上市公司的助力下加速发展。当下跑马圈地中伴有阶段性、区域性的价格战，我们认为这很正常，价格战是手段而不是目的。待行业格局稳定，在可预见时间内，线下若没有出现更高效率的渠道，量贩零食有望持续为消费者创造“多省好快”的顾客价值，对标国外折扣业态，长期头部净利率水平有望达到3%以上。

◆**零食量贩兴起的底层逻辑是高效率的零售革命，本质是垂直品类的硬折扣商业模式。**需求端，零食万亿市场，需求稳固并且市场规模持续扩张。随着国内经济增速放缓、消费者需求更加“理性和挑剔”，性价比需求涌现，对标国外，Aldi及唐吉珂德等折扣品牌在经济放缓阶段逐步兴起。供给端，零食量贩相较之下渠道效率更高，在渠道价值链跑通的情况下终端零售价约为其他渠道的70-80%，来源核心在于供给端以“消费者需求”为导向，终端商品可以实现高周转，无效费用的投放明显降低，从而实现各环节高效率运转的同时终端价格具备性价比，本质为垂直品类零食的硬折扣模式，具备持续抢占其他零食零售市场份额的核心竞争力。

◆**模式跑通，当前处于行业红利释放阶段。**零食连锁业态并非新兴事物，零食量贩业态目前单店模型已跑通。行业当前处于跑马圈地的红利阶段，目前行业大概2w家门店左右，阶段性行业空间我们预计可看至8w家，对应零食市场规模约为2500亿。竞争格局上，零食量贩实现经销零售一体化，是一个规模效应明显的生意，行业集中度我们预计高，未来有望实现几超多强或者多强鼎立的格局。头部品牌市占率我们预计能够达到较高的水平，比如零食很忙在湖南市场市占率超过25%，行业有望诞生万店品牌。

◆**万辰生物在华东/华北具备区位优势，长期万店可期。**万辰生物虽为菌菇业起家，但管理团队兼具零食品牌和连锁运营经验，介入零食量贩赛道具备天时地利人和。天时：万辰生物作为稀缺上市公司平台，资金实力上具备优势，采用合资公司模式介入零食量贩赛道体现出强战略决策力，后续整合上游建立供应链优势可期。地利：好想来、来优品分别为江苏/安徽零食量贩头部品牌，具备华东/华北区位优势，河南、山东等偏华北市场为人口大省，目前门店渗透率低，万辰生物在上市平台资源加成下，长期有望成为零食量贩华东/华北市场头部品牌，万店可期。人和：连锁本质为供应链生意，万辰生物采用合资模式整合多个品牌，真正做到连而又锁。

◆**盈利预测与投资评级：**万辰生物当前处于门店快速扩张的阶段，23H1门店数量为1920家，2023年底我们预计门店数量有望达到3500家。月店销表现亮眼，门店运营能力有所体现。长期万辰生物有望成为华东/华北头部品牌，万店可期。我们预计23-25年公司每股收益分别为0.16、1.06、1.62元，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**门店扩张加速，单店收入超预期。

◆**风险因素：**区域市场竞争加剧、行业出现价格战、多品牌运营能力、行业发展不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	435	549	7,483	16,416	21,566
增长率 YoY %	-3.4%	26.4%	1262.4%	119.4%	31.4%
归属母公司净利润 (百万元)	23	48	25	163	248
增长率 YoY%	-75.6%	103.7%	-47.0%	542.5%	52.5%
毛利率%	10.3%	16.0%	8.6%	8.9%	9.3%
净资产收益率ROE%	3.6%	7.1%	3.7%	19.0%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	0.16	1.06	1.62
市盈率 P/E(倍)	215.17	105.63	199.26	31.01	20.34
市净率 P/B(倍)	7.73	7.55	7.28	5.89	4.57

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价

目 录

投资逻辑	6
1.效率驱动，零食量贩兴起	7
1.1.零食店演绎：供给驱动转为需求为王	7
1.2.底层逻辑：价值链重构，效率驱动	8
1.3.竞争要义：核心在于规模及效率	13
1.4.行业发展：跑马圈地阶段，有望诞生万店品牌	13
2.万辰生物：起家金针菇，布局零食量贩	15
2.1.食用菌起家，成立合资公司，布局零食量贩	15
2.2.管理团队：家族企业，深耕零食赛道	17
3.华北/华东具备区位优势，万辰生物高成长可期	18
3.1.门店跑马圈地，单店表现突出	18
3.2.未来展望：华东/华北具备先发优势，跻身行业第一梯队	19
4.附表	21
4.1.南京万好股权架构	21
4.2.南京万品股权架构	21
4.3.南京万昌股权架构	22
5.估值与投资评级	22
6.风险因素	24

表 目 录

表 1: 零食量贩业态单店模型已跑通	12
表 2: 对标蜜雪冰城等性价比奶茶品牌，测算零食量贩行业门店空间	14
表 3: 万辰生物金针菇产能加速扩张明显	16
表 4: 万辰生物发展历程	16
表 5: 家族企业，目前万辰生物上市平台为王泽宁先生主管	17
表 6: 推出定增，加快零食量贩布局	20
表 7: 推出激励表明发展信心和决心	20
表 8: 万辰生物分零食量贩业务和菌菇业务盈利预测	23
表 9: 万辰生物零食量贩业务可比公司估值表	23
表 10: 万辰生物菌菇业务可比公司估值表	24

图 目 录

图 1: 零食店的演绎，零食很忙融合硬折扣模式迎来快速发展	7
图 2: 零食万亿市场，需求稳固且市场预计持续扩容	8
图 3: 零食在大卖场/超市的销售占比持续降低	8
图 4: 以便利店和 58 m ² 为代表的近场消费和强体验的零售业态增速最为显著	9
图 5: 优衣库在日本经济放缓后持续快速增长	9
图 6: 软折扣品牌唐吉诃德在日本经济放缓背景下增长亮眼	9
图 7: 零食量贩店品类丰富、近场消费、性价比突出，满足消费者的“多省好快”的需求	10
图 8: 后疫情时代，消费者更加关注经济放缓	10
图 9: 零食品类在下沉市场蕴含着巨大的增长机会	10
图 10: 零食量贩渠道本质为高周转低毛率的硬折扣模式	11
图 11: 零食量贩业态模式：低加价率+高周转、账期友好、以性价比突围	11
图 12: 唐吉诃德及美元树等折扣业态近年净利率水平超过 3%	12
图 13: 品类零售百果园净利率在 2-3% 左右	12
图 14: 菌菇主业营收 2022 年为 4.83 亿元	16
图 15: 菌菇业务聚焦华东市场	16
图 16: 与四大品牌成立合资公司，布局零食量贩业态	17
图 17: 体外含羞草主营坚果果干，具备零食连锁品牌运作经验	18
图 18: 万辰生物体内门店数量快速提升	19
图 19: 万辰生物零食量贩业务营收体量快速提升	19
图 20: 万辰生物旗下品牌在华东/华北市场具备区位优势	19
图 21: 万辰生物在江苏/安徽等华东区域收入高	19

图 22: 万辰生物目前在安徽/江苏等华东区域门店数量多	20
图 23: 南京万兴与好想来控股股东共同成立合资公司南京万好	21
图 24: 南京万品与来优品控股股东共同成立合资公司南京万优	21
图 25: 南京万兴与叫嘀叫嘀控股股东共同成立合资公司南京万昌	22

投资逻辑

资本市场认为万辰生物是以菌类业务起家，其零食板块的资源、能力有限，且量贩零食行业竞争激烈难以盈利，我们认为实控人家族本身就是零食业内人士，凭借深厚的人脉关系和对未来发展的信心快速整合区域连锁品牌，战略制定行业领先，其整合的量贩零食公司是行业佼佼者，创始团队在上市公司的助力下加速发展。当下跑马圈地中伴有阶段性、区域性的价格战，我们认为这很正常，价格战是手段而不是目的。待行业格局稳定，在可预见时间内，线下若没有出现更高效率的渠道，量贩零食有望持续为消费者创造“多省好快”的顾客价值，对标国外折扣业态，长期头部净利率水平有望达到3%以上。

零食量贩兴起的底层逻辑是高效率的零售革命，本质是垂直品类的硬折扣商业模式。需求端，零食万亿市场，需求稳固并且市场规模持续扩张。随着国内经济增速放缓、消费者需求更加“理性和挑剔”，性价比需求涌现，对标国外，Aldi及唐吉诃德等折扣品牌在经济放缓阶段逐步兴起。供给端，零食量贩相较之下渠道效率更高，在渠道价值链跑通的情况下终端零售价约为其他渠道的70-80%，来源核心在于供给端以“消费者需求”为导向，终端商品可以实现高周转，无效费用的投放明显降低，从而实现各环节高效率运转的同时终端价格具备性价比，本质为垂直品类零食的硬折扣模式，具备持续抢占其他零食零售市场份额的核心竞争力。

模式跑通，当前处于行业红利释放阶段。零食连锁业态并非新兴事物，零食量贩业态单店模型已跑通。行业当前处于跑马圈地的红利阶段，目前大概2w家门店左右，我们预计阶段性行业空间可看至8w家，对应零食市场规模约为2500亿。竞争格局上，零食量贩实现经销零售一体化，是一个规模效应明显的生意，行业集中度我们预计高，未来有望实现几超多强或者多强鼎立的格局。头部品牌市占率我们预计能够达到较高的水平，比如零食很忙在湖南市场市占率超过25%，行业有望诞生万店品牌。

零食量贩本质为品类折扣业态，核心竞争要义在于先发优势、供应链效率及组织管理能力，头部品牌盈利能力有望达到3%左右。行业优质点位和加盟商资源是有限的，终端门店同质化下，先发优势尤为重要，比如戴永红发展25余年目前仍在株洲保持优势地位，先发优势背后体现的是品牌的战略决策力及资源禀赋。零售终局比拼的是供应链效率和运营能力，供应链效率的底层来源规模，零食量贩作为经销零售一体化的业态，选品能够在规模效应下对门店运营持续实现正反馈。作为薄利多销的业态，运营成本管控尤为重要，核心在于“人效”的管理。对标国外折扣业态及品类连锁业态，头部零食量贩品牌盈利能力有望达到3%左右及以上。

万辰生物在华东/华北具备区位优势，长期万店可期。万辰生物菌菇业起家，但管理团队兼具零食品牌和连锁运营经验，介入零食量贩赛道具备天时地利人和，**天时**：万辰生物作为稀缺上市公司平台，资金实力上具备优势，采用合资公司模式介入零食量贩赛道体现出管理团队敏锐的战略决策力，后续整合上游建立供应链优势可期。**地利**：好想来、来优品分别为江苏/安徽零食量贩头部品牌，具备华东/华北区位优势，河南、山东等偏华北市场为人口大省，目前门店渗透率低，万辰生物在上市平台资源禀赋加成下，长期有望成为零食量贩华东/华北市场头部品牌，万店可期。**人和**：连锁本质为供应链生意，万辰生物采用合资模式整合多个品牌及创始团队，真正做到连而又锁。

1. 效率驱动，零食量贩兴起

1.1. 零食店演绎：供给驱动转为需求为王

21世纪之前：街边炒货店为代表，零食店雏形开始萌芽。21世纪之前国内商品流通主要依靠夫妻老婆店及国营百货，外资商超在90年代之后逐步进入国内市场。这个阶段国内消费力整体有限并且零食品类供给上也相对单一，消费者对于零食品牌认知有限，零食消费主要以街边炒货类的夫妻老婆店为主，品牌和连锁概念少，处于供给为导向的阶段。

2000-2010年：来伊份创立，自有品牌定位偏中高端。零食连锁店模式的发展可以追溯到21世纪初，2001年施永雷和郁瑞芬夫妇在上海创立来伊份，作为零食连锁模式的先行者，来伊份注重品牌升级，以包装产品代替原来的裸装零食，满足了当时国内经济高速发展下，部分具备一定消费力的消费者对于安全卫生的休闲食品需求。2005年，杨红春先生在上海寻找创业机会，2006年杨红春先生在武汉创立良品铺子品牌。那么这一阶段涌现的零食店以OEM代工、自有品牌为主，定位整体偏中高端人群，并且开始有门店连锁和品牌的概念。这一阶段国内零食的供给伴随着经济的发展实现快速提升，国内外一些零食品牌也在这个阶段实现了品牌认知，比如德芙巧克力、洽洽瓜子、喜之郎果冻等等，这一阶段的零食店模型核心契合了消费者对于品质及品牌零食的需求。

2010-2017年：老婆大人首提零食量贩，零食量贩业态开始萌芽。2010年，老婆大人第一家门店在浙江宁波正式开业，相继成立的包括福建的糖巢、江苏的好想来、湖南的小嘴零食等。那么随着零食供给逐渐丰富以及一些品类品牌（比如乐事薯片等）的出现，这一阶段的零食店开始以第三方知名品牌、性价比、品类更为丰富为主要特点。但是这一阶段的零食店整体对上游供应链端的整合或者“硬折扣”的概念仍不多，老婆大人等品牌运营商更多是整合了终端门店，上游采购很多品类仍通过经销商供货，对于经销商环节整合仍不明显。同时受限于供给端的丰富程度及需求端的消费能力，老婆大人等品牌更多聚焦在区域内发展壮大。

图 1：零食店的演绎，零食很忙融合硬折扣模式迎来快速发展



资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

2017-至今：零食很忙融合零食店和硬折扣，开启发展新纪元。2017年，零食很忙融合迭代

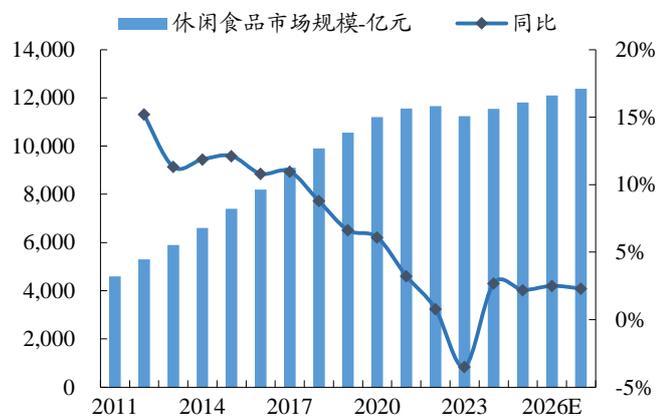
了老婆大人和乐而乐的硬折扣模式在长沙成立，开启了零食量贩业态发展的新纪元。相比之下，这一阶段的零食店模型在产品的性价比上更为突出，渠道环节的加价率更低，具备一定体量的渠道商通常直接和厂商合作，硬折扣的特点更为突出。需求端来看，零食现在已经成为日常大众消费的半刚需产品，过去十年的电商黄金时代推动了线上价格透明化，大众消费的性价比需求凸显，供给端零食逐步进入供大于求（需求为导向）的阶段，零食量贩实现零售经销一体化，作为效率更高的模式迎来快速发展。

零食店并非新兴事物，零食量贩融合硬折扣模式，有望成为零食的重要渠道。综上所述，零食店这一业态并非新兴事物，消费者通过零食店购买零食的消费习惯持续存在，零食很忙融合了硬折扣的模式，推动这一业态开始全国跑马圈地。

1.2. 底层逻辑：价值链重构，效率驱动

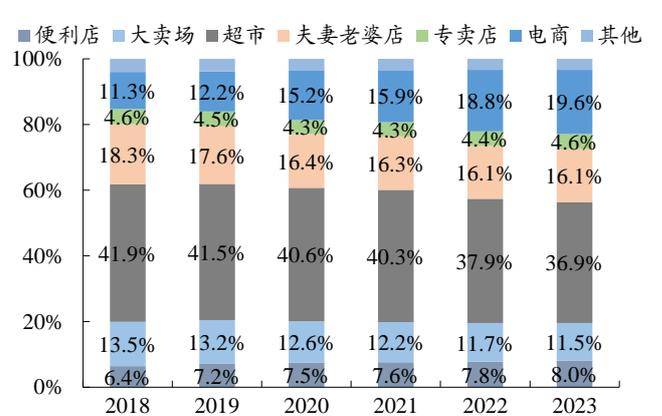
零食万亿市场，需求稳固并且市场规模持续扩容。零食万亿市场，近年规模仍在有所提升。零食零售渠道主要以大卖场/超市/便利店/食杂店等为主，2021 年我国零售终端网点合计 500w+家，其中大卖场/连锁大型超市/便利店/连锁小型超市/非连锁小型超市/大型食杂店/中小型食杂店网点数量分别为为 3000 /1 万/9.3 万/4.3 万/30 万/111 万/381 万家。随着消费者对于近场化/便捷消费的需求持续提升，大卖场的门店数量呈现下降趋势，便利店以及平均面积 58 m² 的小超市网点数量提升明显，核心在于满足了近场即时消费需求。回到零食渠道，零食冲动即时性消费特点明显，电商渠道由于时效性及场景体验限制占比近年一直维持在 15-20%左右，大卖场/超市由于高加价率及距离社区生活圈相对远，销售占比持续下降，以性价比及社区店型为主的零食量贩店快速跑马圈地。

图 2：零食万亿市场，需求稳固且市场预计持续扩容



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 3：零食在大卖场/超市的销售占比持续降低



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 4：以便利店和 58 m² 为代表的近场消费和强体验的零售业态增速最为显著

满足近场消费和强体验的便利店和平均 58 m² 的门店增速明显

• 连锁：大卖场发展收缩，便利店和连锁超市引领增长

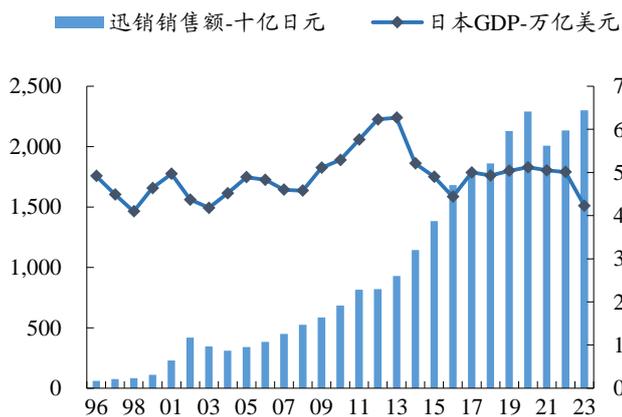
• 非连锁：满足近场即时消费需求，58m²门店增速明显



资料来源：尼尔森 IQ《中国零售监测渠道定义重塑计划》，信达证券研发中心

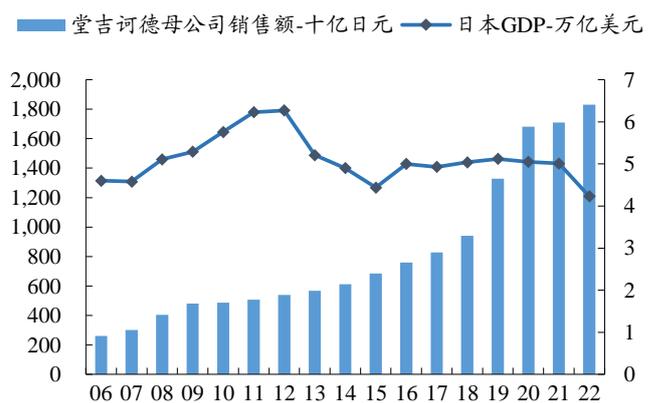
零售量贩本质为高性价比、高周转的硬折扣模式，满足了消费者“多省好快”核心需求。复盘国外折扣业态的发展历史，会发现折扣业态通常诞生于宏观经济放缓的大背景下，比如德国的 Aldi 兴起于二战之后的 1948 年，此时德国经济萧条阶段，实用主义需求高涨，以及在日本经济泡沫之后快速发展的软折扣品牌唐吉诃德。那么当前中国经济正从一个高速的增量经济时代，进入到相对低速的存量经济时代，消费者对于性价比/实用主义的需求更为明显。其次，小家庭及快生活节奏背景下，离家近的社区店模型更具优势，比如水果品类店百果园、生鲜品类店钱大妈，零食品类作为高频刚需的产品，和水果店、生鲜店等零售业态共同打造社区零售圈，满足了社区人群需求，亦具备近场消费的优势。

图 5：优衣库在日本经济放缓后持续快速增长



资料来源：Wind，迅销官网，信达证券研发中心 注：迅销为优衣库母公司，坐标右轴表示日本 GDP-万亿美元

图 6：软折扣品牌唐吉诃德在日本经济放缓背景下增长亮眼



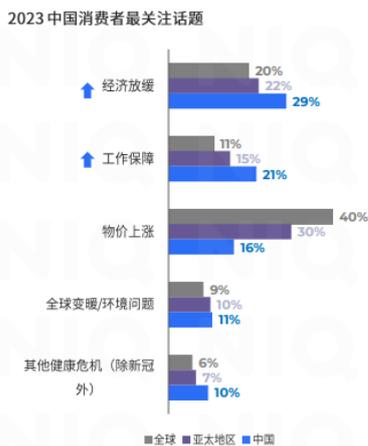
资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：坐标右轴表示日本 GDP-万亿美元

图 7：零食量贩店品类丰富、近场消费、性价比突出，满足消费者的“多省好快”的需求



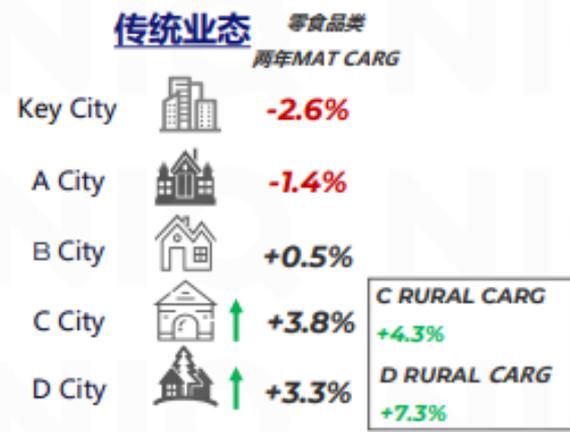
资料来源：各品牌官网，信达证券研发中心

图 8：后疫情时代，消费者更加关注经济放缓



资料来源：NIQ 《零食行业的全渠道战略》，信达证券研发中心

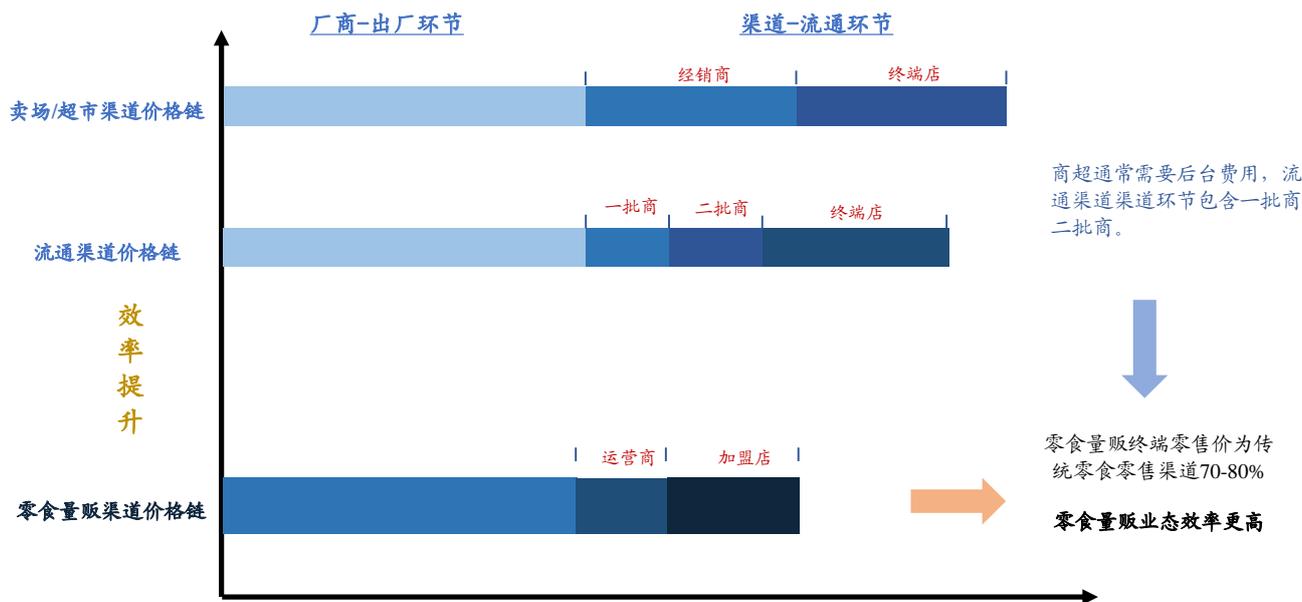
图 9：零食品类在下沉市场蕴含着巨大的增长机会



资料来源：NIQ 《零食行业的全渠道战略》，信达证券研发中心

零食量贩兴起的底层逻辑是高效率的零售革命，本质是垂直品类的硬折扣商业模式。究其本质，零食需求稳固并且市场规模持续扩容，零食量贩相较之下渠道效率更高，进而对其他零食零售渠道进行迭代。我们对主流的线下零食零售渠道进行价值链的拆解，可以很明显的看到零食量贩的价格在渠道价值链跑通的情况下终端零售价基本只有其他渠道的 70-80%，零食量贩高效率的来源核心在于供给端以“消费者需求（用户）”为导向，终端商品可以实现高周转，无效费用的投放明显降低，从而实现各环节高效率运转的同时终端价格具备性价比，本质为垂直品类零食的硬折扣模式。目前来看，零食量贩各环节盈利模型均跑通：厂商毛利率相比经销渠道会低一些，但是费用率亦相应低，盈利能力较好，门店终端模型亦跑通。

图 10: 零食量贩渠道本质为高周转低毛率的硬折扣模式



资料来源：财经无忌，信达证券研发中心 备注：渠道价值链不代表某一品类，以零食行业平均情况来计算。调研数据可能存在样本较少带来偏差。

零食量贩业态为经销零售一体化，是一个规模效应正反馈明显的商业模式。规模效应下，品牌运营商向上游具备更强的采购议价能力，门店运营端选品的精准度也更高，能够显著提升渠道效率。对标国外折扣业态唐吉诃德/美元树以及国内品类零售百果园的盈利能力，头部品牌运营方长期有望实现 3% 以上的净利率。

图 11: 零食量贩业态模式：低加价率+高周转、账期友好、以性价比突围

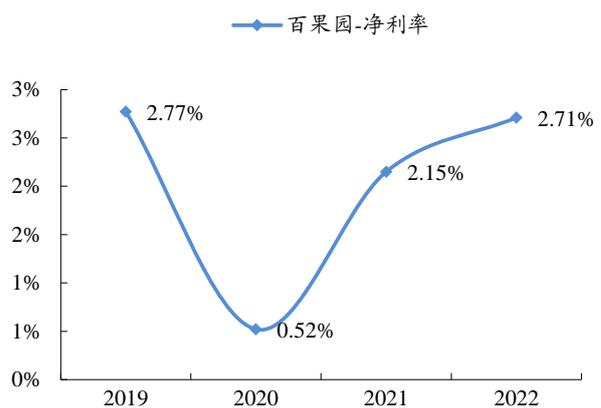


资料来源：渠道调研，新经销，新消费日报，创业最前线，信达证券研发中心 注：80-90%指零食品类在门店中的占比

图 12: 唐吉河德及美元树等折扣业态近年净利率水平超过 3%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 备注: 泛太平洋国际为

唐吉河德母公司

图 13: 品类零售百果园净利率在 2-3%左右


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

为什么是零食量贩而不是其他业态? 零食品类丰富, 散装和白牌产品占比高, 很多细分品类竞争格局未定, 且单品相对来说价值量低, 可替代性较强, 往往渠道在这个过程中话语权会更强。相比之下, 比如白酒, 社交属性浓厚, 消费者品牌意识强, 厂商则更为强势; 比如饮料, 属于高频低客单的消费, 解渴为第一需求, 多品类组合需求权重不高, 对于便利性要求更高, 所以近场冰柜或者自动售卖机打造的小型场景更为适合, 且厂商对价盘管控更为严格, 要形成单一的饮料量贩店则难度更高。

零食量贩采用加盟连锁模式扩张, 核心在于单店模型的可复制性及加盟商盈利预期管理, 目前单店模型已跑通, 下沉市场单店模型表现更好。 零食量贩模型为低毛利高周转的模型, 目前模型基本能够实现 1.5-2 年回本, 行业头部品牌的二店率高, 模型的标准程度高, 可复制性强。不同线城市来看, 下沉市场的开店成本更低, 性价比模型契合下沉市场零食消费升级需求, 低线城市的模型目前调研普遍反馈回本周期快于高线城市。市场质疑单店模型的稳定性, 首先门店加密是业态发展的自然过程, 正常的门店加密下, 市场会自然形成单店模型跑通和门店总量的均衡。门店持续跑通的核心在于零食量贩店的需求未被其他业态转移, 那么首先零食店并非新兴事物 (详细见 1.1 零食店的迭代), 其次消费者对于零食的消费是稳中有增的, 并且零食量贩店对于消费者“多省好快”需求的满足目前是高效率的, 具备持续抢占竞争对手的市场份额及零食行业增量的能力。

表 1: 零食量贩业态单店模型已跑通

项目	零食很忙-加盟门店	备注
选址	二线城市大型社区/街边店	
单店面积-平米	100-120, 不低于 100	门店店型仍在演化, 比如赵一鸣、好想来等门店面积逐步提升到 150 m ²
门店销售额-万元/年	456	
门店销售额-元/日	12500	120 平米的门店, 日销平均在 10000-15000 元
客单价-元/人/天	38	客单价相对较低
客单数-人	327	人流高峰期为下午 4: 00-9: 00
毛利-元/月	68625	
毛利率	18%	毛利率行业平均为 18-20%
租金-元/月	14000	因为是低毛利率模型, 所以对于租金控制要求较高

人工-元/月	20000	4-5 人, 收银、理货等
水电等杂费-元/月	4000	
净利润-元/月	30625	
净利率	8.17%	模型周转率高, 基本门店货物周转 20 天左右
前期投资	60-80 万元	加盟费 5w, 保证金 3w, 装修费 10w 左右, 设备费 6-8w, 首批备货 20-30w, 加上门店房租以及转让费等有些能达到 100 万
投资回收期-年	1.5-2	投资回收周期相对其他业态短
坪效 (万元/平米/年)	4.1	
SKU 数量	1600+	零食品类丰富

资料来源: 零食很忙官网, 信达证券研发中心

需求端“性价比”受追捧, 供给端渠道效率高, 门店端单店模型跑通, 零食量贩业态具备扎实的底层逻辑。 综上, 需求端, 我国经济增速逐步放缓的大背景下, 参考国外折扣业态的发展, 消费者对于性价比产品的需求更为显著。从国内零食业态的发展趋势来看, 社区业态增速显著更高, 零食量贩“多省好快”多维度契合需求趋势。供给端, 零食量贩业态经销零售一体化提升了渠道效率, 具备持续抢占市场份额的核心竞争力。模式端, 零食连锁业态并非新兴事物, 零食量贩业态单店模型已跑通, 零食量贩具备长期存在的底层基础, 有望成为零食销售的重要渠道。

1.3. 竞争要义: 核心在于规模及效率

零售的生意核心在于成本 (低进货价格/低出货价)、效率 (低运营成本)、体验 (精细化运营能力), 那么具化到零食量贩赛道当中, 对应先发、供应链管理、内部组织管理三大核心能力。

先发能力: 优质的门店点位和加盟商资源是有限的, 目前零食量贩行业的门店终端同质化较为明显, 先发优势尤为关键, 比如戴永红 96 年起扎根株洲, 目前为止在株洲仍然占据优势地位。先发优势对应的是品牌的战略决策能力 (如何抢先布局潜力市场) 以及所拥有的资源禀赋, 上市公司不论是融资渠道还是资源禀赋均具备一定优势。

供应链能力: 供应链效率底层来源于规模和选品, 只有规模做大, 才能在上游采购端及仓储、配送端相比竞争对手具有明显的总成本领先优势。其次零食量贩模型终端门店同质化程度高, 选品是门店引流能力的关键项, 零食量贩经销零售一体化, 门店规模越大, 选品的精准度有望越高。

内部组织管理能力: 零食量贩作为垂直品类的零售业态, 薄利多销特点明显, 对于内部成本管理效率要求高, 其次终端门店也需要精细化运营才能保障加盟商盈利的持续性。

1.4. 行业发展: 跑马圈地阶段, 有望诞生万店品牌

行业方兴未艾, 当前处于跑马圈地加速开店阶段。湖南、江西等省份发展阶段相对靠前一些, 广东、山东、河南等新市场今年上半年零食量贩品牌才相继进入, 市场空白点仍多, 目前行业总门店 2w 家左右, 行业天花板仍高, 处于门店快速扩张的阶段。市场质疑零食量贩业态以性价比为切入点, 会不会很快导致严重的同质化竞争和打价格战。当前来看, 零食量贩店专注于做零售端的生意, 这个生意的核心在于效率, 而零食量贩店相比传统的卖场等业态效率更高, 当前行业仍处于抢占部分传统零售业态释放的市场份额阶段, 行业品牌以跑马圈地

为主，赛道远未到全面价格战的竞争程度。

如何去看待行业门店的天花板水平？行业门店的天花板核心取决于零食量贩业态对于零食“多省好快”需求满足的竞争能力，从竞争能力上面来看，零食量贩目前效率高，具备持续抢占其他零食零售业态份额的能力。微观上来看，目前湖南大概 6000 家零食量贩门店，人均保有量大概 1 万/家。结合不同区域消费习惯、商业环境等因素，我们**谨慎估计行业门店空间可看至 8w 家**（13 个左右湖南市场），对应零食量贩渠道占据万亿零食赛道大概 20-30% 的市场份额。湖南当前仍处于门店净增长的阶段，河南/山东等市场质疑声较多的华北目前单店模型表现好，**乐观来看行业门店空间有望超 10w 家。**

零食量贩的本质为性价比硬折扣的模式，对标国内同样主打性价比的奶茶品牌进行门店空间测算。两者赛道有差异，但整体奶茶和零食均偏大众消费，且两者均主打性价比，消费逻辑和商业内核具备较高的相似度。首先两者均为薄利多销的商业模式，其次两者在消费属性（休闲偏冲动型）、消费人群的画像（女性消费人群为主）、消费场景（集中在用餐时间前后及下午晚上休闲时光）、下沉能力好（能够下沉到镇，国内目前这类连锁业态不多）等核心特点上接近。蜜雪冰城等主打性价比的奶茶品牌发展阶段更为成熟，对标蜜雪冰城，测算零食量贩行业阶段性门店空间具备一定参考性。

具体测算方法：①.蜜雪起家于河南，以蜜雪和甜啦啦在河南的人均保有量为基准，测算其他省份相对河南省的人均保有量的“差异系数”，比如河南省蜜雪的人均保有量为 3.23 万人/家，江西省蜜雪的人均保有量为 5.79 万人/家，则江西省相对河南省的差异系数为 5.79/3.23=1.79。②.零食量贩在湖南省兴起，零食量贩的湖南市场相当于性价比奶茶的河南市场，所以在测算零食量贩每个省份的门店保有量，则以湖南省人均保有量为基准（零食湖南零食量贩门店总量约为 6000 家，以 6000 家计算），其他省份人均保有量=湖南省人均保有量*差异系数，然后根据相应的人均保有量计算个省份对应门店数量，**测算得到零食量贩门店全国总量有望达到 8w 家。**由于河南是蜜雪冰城的大本营市场，发展成熟度高于其他省份，蜜雪当前仍在全国持续开店，门店区域差异未到稳态，**所以这个更多作为零食量贩在每个区域阶段性能达到的门店空间估算。**

表 2：对标蜜雪冰城等性价比奶茶品牌，测算零食量贩行业门店空间

省份	2022 年人口-万人	蜜雪冰城-家	甜啦啦-家	蜜雪冰城+甜啦啦门店合计	性价比奶茶人均保有量-万人/家	差异系数	湖南零食量贩-人均保有量-万人/家	预计零食量贩人均保有量-万人/家	预计零食量贩门店数量-家
广东	12657	1416	62	1478	8.56	2.65		2.92	4339
江苏	8515	1344	269	1613	5.28	1.63		1.80	4736
浙江	6577	1268	98	1366	4.81	1.49		1.64	4010
湖南	6604	732	46	778	8.49	2.63	1.10	1.10	6000
山东	10163	1812	122	1934	5.25	1.63		1.79	5678
陕西	3956	1253	63	1316	3.01	0.93		1.02	3864
江西	4528	725	57	782	5.79	1.79		1.97	2296
河南	9872	2390	665	3055	3.23	1.00		1.79	5516
广西	5047	587	23	610	8.27	2.56		2.82	1791
四川	8374	1433	28	1461	5.73	1.77		1.95	4289
重庆	3213	605	5	610	5.27	1.63		1.79	1791
湖北	5844	961	61	1022	5.72	1.77		1.95	3000

上海	2476	290	3	293	8.45	2.61	2.88	860
北京	2184	292	25	317	6.89	2.13	2.35	931
安徽	6127	1309	1546	2855	2.15	0.66	1.10	5567
山西	3481	665	300	965	3.61	1.12	1.23	2833
辽宁	4197	828	181	1009	4.16	1.29	1.42	2962
贵州	3856	593	45	638	6.04	1.87	2.06	1873
云南	4690	623	57	680	6.90	2.13	2.35	1996
河北	7420	1365	542	1907	3.89	1.20	1.33	5599
天津	1363	254	108	362	3.77	1.17	1.28	1063
福建	4188	638	32	670	6.25	1.93	2.13	1967
甘肃	2492	611	104	715	3.49	1.08	1.19	2099
内蒙古	2401	419	116	535	4.49	1.39	1.53	1571
海南	1027	137	125	262	3.92	1.21	1.34	769
黑龙江	3099	580	250	830	3.73	1.16	1.27	2437
新疆	2587	377	20	397	6.52	2.02	2.22	1166
吉林	2348	368	75	443	5.30	1.64	1.81	1301
青海	595	183	15	198	3.01	0.93	1.02	581
宁夏	728	242	16	258	2.82	0.87	0.96	757
西藏	365	41	3	44	8.29	2.57	2.82	129
合计	140974	24341	5062	29403	4.79			83771

资料来源：窄门餐眼，渠道调研，信达证券研发中心 备注：由于河南为蜜雪冰城的大本营，计算河南省的差异系数时用临近的山东省的数值，安徽为甜啦啦的大本营，具备特殊性，直接假设安徽先达到湖南的零食量贩人均保有量，不考虑港澳台等。

行业有望诞生万店零食量贩品牌。竞争格局上来看，行业初期竞争要义在于先发优势，中长期核心竞争要义在于供应链效率和内部组织管理效率，由于头部品牌跑马圈地的资源禀赋总是有限的，行业初期易形成多强割据的格局。随着行业持续发展，行业有望强者愈强，具备核心竞争优势的头部品牌将不断挤压小品牌或者弱势品牌的市场份额，那么行业终局到底是几超多强还是多强鼎立跟行业头部品牌间的竞争力差距有关。集中度上来看，零食量贩是一个规模效应明显的业态，并且终端门店标准化程度高，头部品牌市占率我们预计能达到较高水平，比如零食很忙在湖南约有 1700 家门店，湖南市场零食量贩门店总量约为 6000 家，单零食很忙市占率超过 25%。横向对比其他万店连锁品牌（卤味、奶茶、咖啡等），其中卤味万店连锁品牌绝味食品市占率约为 10-20%（21 年全国休闲卤门店总数 13w 家左右，21/22 年绝味门店数量分别为 1.37/1.51w 家），头部零食量贩品牌在全国市占率达到 10-20% 亦可期，行业有望诞生万店品牌。

2. 万辰生物：起家金针菇，布局零食量贩

2.1. 食用菌起家，成立合资公司，布局零食量贩

万辰生物金针菇起家，2018 年金针菇行业日产能排名第六。万辰生物于 2011 年在福建省漳州市成立，前身福州含羞草生物科技有限公司，2021 年成功在创业板上市。主营金针菇、真姬菇等食用菌，2022 年食用菌业务营收为 4.83 亿元，其中金针菇营收占比 78%，真姬菇占比 17%，主销往农产品批发市场。公司现有食用菌产能处于国内前列，2023H1 年金针菇日产能为 309 吨，真姬菇日产能 28 吨，目前已建成地处福建漳州和江苏南京两处生产基地。

据《2019年中国食用菌工厂化研究报告》及《中国食用菌产业年鉴2021》的统计数据，2019年金针菇工厂化生产前10家企业产能占全行业生产产能66%左右，2021年增长到了83%左右，头部市占率持续提升。万辰生物在金针菇和蟹味菇的产能处于行业前列，营收有望保持稳步提升。

图 14: 菌菇主业营收 2022 年为 4.83 亿元

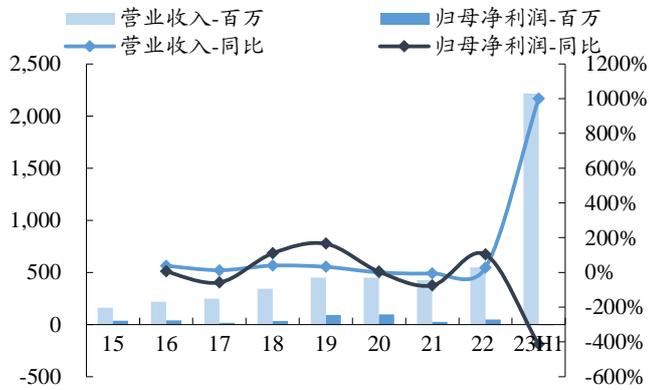
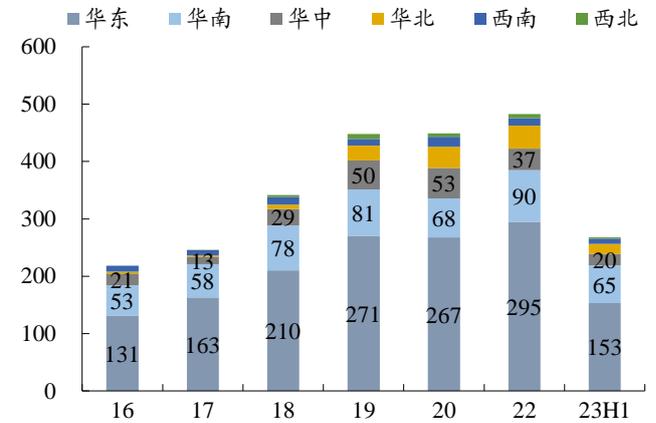


图 15: 菌菇业务聚焦华东市场



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 单位-百万元, 21年数据未披露

表 3: 万辰生物金针菇产能加速扩张明显

单位: 吨	雪榕生物-2022	众兴菌业-2022	华绿生物-2022	万辰生物		
				2021	2022	23H1
日产能	1445	1105	-	259	243.5	348.5
金针菇	1070 全国第一	745	320	231 2018年行业第六	204	309
真姬菇	245 全国前一	-	-	28 2018年行业第十	28	28
双孢菇	-	360 产能行业首位	真姬菇、舞茸、北虫草合计约130吨	-	-	-
鹿茸菇	-	-	-	-	11.5	11.5
舞茸	-	-	-	-	-	-

资料来源: 各公司年报, 万辰生物招股说明书, 华绿生物投资者问答, 信达证券研发中心

表 4: 万辰生物发展历程

2011年, 公司前身福州含羞草生物科技有限公司于福建省漳州市成立, 注册资本2000万元, 由福建含羞草农业开发以货币资金出资设立。

2013年, 全资子公司南京金万辰生物科技有限公司成立。

2014年, 公司整体变更为股份有限公司, 名称变更为福建万辰生物科技股份有限公司。

2015年, 公司投入新品生产线改造, 至11月成功投产, 新增白玉菇、蟹味菇、海鲜菇三个物销单品。

2016年, 全资子公司南京金万辰生物正式出菇, 日产金针菇60吨。

2017年, 公司漳浦三期顺利投产, 日产金针菇30吨。

2021年, 万辰生物股票正式登陆A股创业板(股票代码:300972)。

2022年8月, 成立南京万兴, 收购零食工坊部分资产, 并创建自有品牌陆小馋, 进军零食量贩行业。

2022年12月, 成立南京万好和南京万优, 和江苏头部零食量贩品牌“好想来”及安徽头部零食量贩品牌“来优品”开展合作。

2023年2月, 公司向实控人发布不超过2亿的定增预案, 拟在加快零食量贩业务的布局。

2023年3月, 公司发布股权激励, 提出未来三年营收高增长目标, 23-25营收目标为16/18/20亿。

2023年4月, 公司发布2023年一季度报, 营收在零食量贩业务驱动下实现大幅增长。

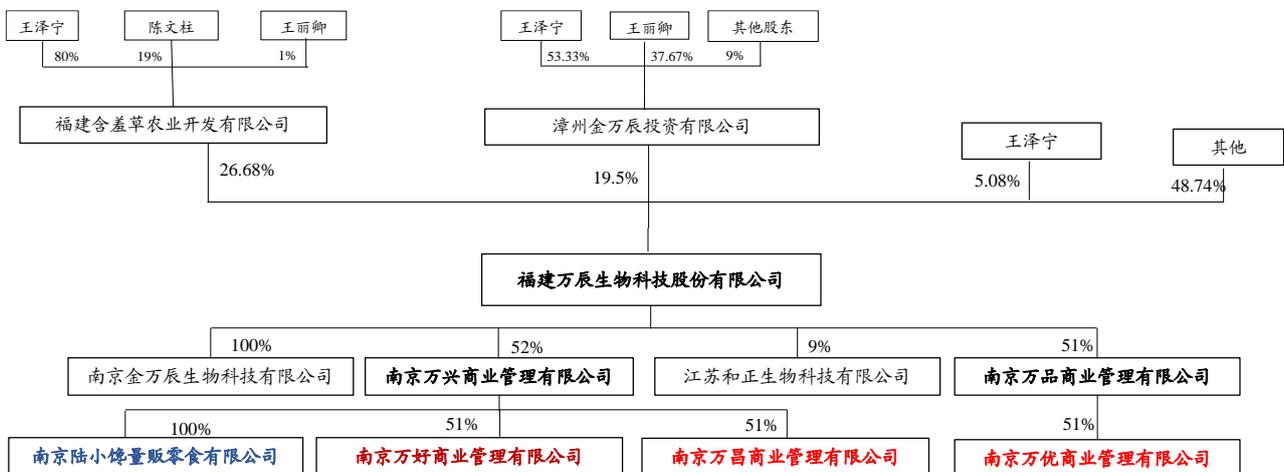
2023年5月，公司向南京万昌、南京万优提供财务资助6000万。

2023年8月，公司发布第二期股权激励，23-25年营收目标为35/40/45亿。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2022年8月起相继成立合资公司，布局零食量贩。公司于2022年8月成立子公司南京万兴，明确拓展零食量贩业务。同年年末，南京万兴、兴化德雯、兴化苏好、兴化几何（兴化系为好想来的创始股东）共同出资设立合资公司南京万好，便于借鉴零食零售品牌“好想来”管理团队的有关经验，推动公司在江苏省零食量贩业务发展。公司相继成立南京万优，与安徽地区头部零食连锁品牌来优品管理团队展开合作，以及成立南京万昌与江西叫嘣叫嘣展开零食量贩业务的合作。并且协议各方同意，若未来合资公司经营业绩良好，合资公司或者关联方有权收购其他方持有的剩余49%的股权。

图 16：与四大品牌成立合资公司，布局零食量贩业态



资料来源：Wind，天眼查，信达证券研发中心 备注：更新至2023H1，南京万好为万辰生物与好想来合资平台，南京万昌为万辰生物与叫嘣叫嘣合资平台，南京万优为万辰生物与来优品合资平台。目前南京万兴、南京万品分别持有合资公司51%的股份，公告特别约定：如未来合资公司（南京万昌等）经营业绩良好，甲方的母公司或其关联方有权收购乙方持有的合资公司（南京万昌等）49%的股权，届时由各方另行签订股权转让协议。各合资公司的具体股权架构见报告4.附表，合资公司剩余49%的股份为品牌原有股东持有。

2.2. 管理团队：家族企业，深耕零食赛道

深耕零食赛道，兼有上游零食生产及连锁运营经验。公司核心管理团队为王泽宁、王健坤、王丽卿等，零食行业运营经验丰富，体外含羞草主营坚果果干的生产和销售（2021年含羞草收入约为5.75亿元），管理团队具备零食生产端的经验。管理团队布局零食量贩业态并非毫无基础，2007年林该春女士（王泽宁母亲）在江苏南京创办了零食工坊（精品零食店），曾在南京等区域拥有超300+家门店，2022年万辰生物收购零食工坊部分资产，并推出“陆小馋”转型零食量贩折扣店，万辰生物介入零食量贩渠道具备对于零食及连锁业态的深入理解和研究。

表 5：家族企业，目前万辰生物上市平台为王泽宁先生主管

姓名	职务	出生年份	个人简历
----	----	------	------

王健坤	董事长	1968	硕士研究生学历。现任东方国际（香港）股份有限公司董事、漳州金万辰生物执行董事兼总经理，南京金万辰生物执行董事，江苏和正董事，万辰生物董事长等。
林该春	董事	1967	专科学历。曾任福建东方食品总裁助理；现任福建东方食品集团有限公司执行董事，漳州金万辰生物监事，江苏含羞草执行董事兼总经理，万辰生物董事等。
王丽卿	总经理	1965	专科学历。曾任福建东方食品副总经理；现任南京金万辰生物总经理，南京含羞草食品有限公司监事，漳州含羞草食品执行董事，万辰生物董事，总经理等。
王泽宁	董事/副总经理	1993	硕士研究生学历。曾任江苏含羞草执行董事兼总经理；现任福建万辰生物科技股份有限公司董事、副总经理等。
蔡冬娜	副总经理/财务总监/董秘	1971	女，专科学历，曾任漳州信德士集团有限公司财务经理，福建东方食品集团有限公司财务经理，财务总监。

资料来源：Wind，公司招股说明书，信达证券研发中心

备注：王健坤先生与林该春女士为夫妻关系，王泽宁先生为二人之子，王丽卿女士与王泽宁先生为姑侄关系，陈文柱先生与王泽宁先生为表叔侄关系。王健坤先生与林该春女士为夫妻关系，王泽宁先生为二人之子，王丽卿女士与王泽宁先生为姑侄关系，陈文柱先生与王泽宁先生为表叔侄关系。

图 17：体外含羞草主营坚果果干，具备零食连锁品牌运作经验



资料来源：含羞草官网，陆小馋官网，零食工坊官网，信达证券研发中心

3. 华北/华东具备区位优势，万辰生物高成长可期

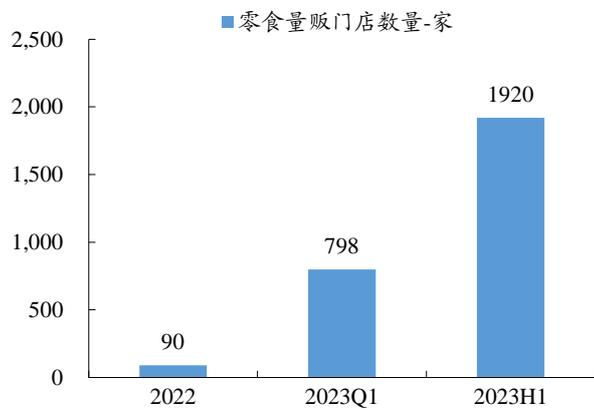
3.1. 门店跑马圈地，单店表现突出

旗下四大品牌齐发，华东/华北门店具备先发优势。公司目前旗下四大品牌，陆小餐为零食工坊转型，目前门店主要布局福建、广东等区域；吡啻吡啻起家江西，为江西头部零食量贩品牌，目前积极拓展重庆、陕西等新区域；来优品为安徽头部零食量贩品牌，好想来为江苏头部零食量贩品牌，两者在华北区域具备先发优势。

门店数量快速爬坡，报单店月销超 30w+。23H1 公司零食量贩业务毛利率约为 8%，平均单店月销水平约为 33w/家（按照 Q2 报表端零食量贩收入/平均门店数量计算所得），平均店销处于行业优秀水平。万辰生物当前处于门店数量快速爬坡阶段，截止 23H1 上市公司体内

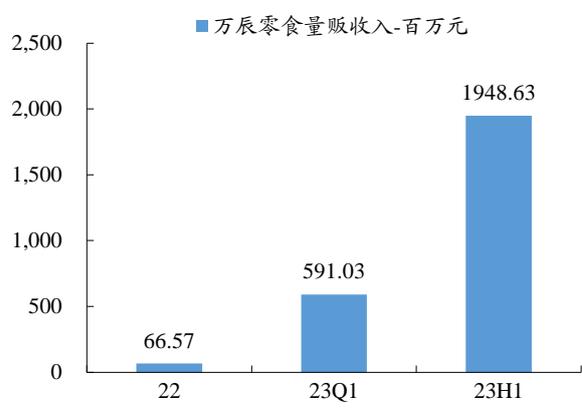
门店总量 1920 家，主要集中在华东、华中等区域，23H1 公司零食量贩业态实现 19.5 亿营收。公司目前分别在江苏、安徽、福建、河南、山东、江西、重庆等地区建立了 12 个与门店布局相匹配的现代化仓储中心，逐步加强供应链建设。

图 18: 万辰生物体内门店数量快速提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19: 万辰生物零食量贩业务营收体量快速提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2. 未来展望：华东/华北具备先发优势，跻身行业第一梯队

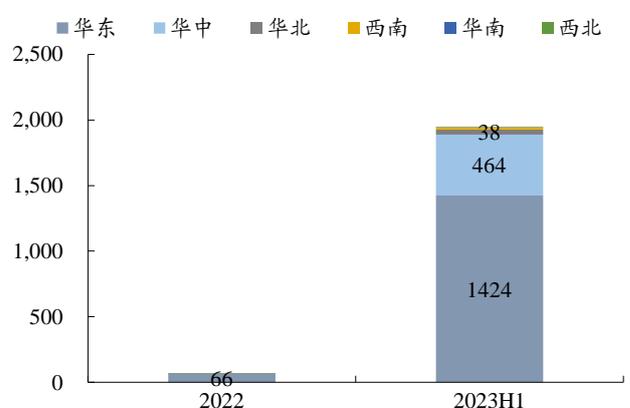
行业当前处于发展前期，快速跑马圈地为核心，万辰生物在华北/华东具备区域优势。连锁初期核心在于快速“卡位”，抢占优质点位+品牌先发，比如绝味食品 05 年成立，06 年提出跑马圈地到后面完成全国化布局，初期门店快速扩张的成长性有望对应更高的估值溢价。万辰生物目前旗下四大品牌，好想来和来优品分别是江苏和安徽的头部零食量贩品牌，毗邻河南、山东等华北区域，其他的零食量贩头部品牌则大多创立于南方，河南、山东等华北城市目前门店渗透率低，河南、山东均为人口大省，开店空间广阔，万辰生物旗下品牌具备区位优势，加速提升市场份额可期。零食量贩业态初期竞争要义在于公司战略决策力和相应的资源禀赋，万辰生物和好想来、来优品成立合资公司，并且率先进入河南、山东等市场，在战略决策力上已有所体现；其次万辰生物作为上市公司，具备更为丰富的资源禀赋，包括资金实力以及对人才的吸引等。

图 20: 万辰生物旗下品牌在华东/华北市场具备区位先发优势

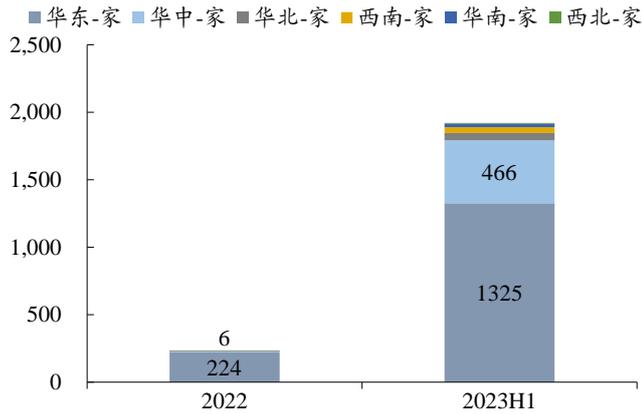


资料来源：各品牌官网，信达证券研发中心 备注：图为零食量贩各品牌大本营，来优品和好想来分处安徽和江苏，靠近华北区域

图 21: 万辰生物在江苏/安徽等华东区域收入高



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22: 万辰生物目前在安徽/江苏等华东区域门店数量多


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

中长期竞争要义在于供应链和运营效率, 万辰生物万店可期。供应链效率核心来源于规模, 万辰生物通过合资公司的模式, 门店总数后来居上, 23H1 表内门店总量 1920 家, 门店数量跻身行业第一梯队, 若公司后续进行上游供应链整合, 效率有望进一步提升。其次, 公司也有意识地加强供应链建设, 目前分别在江苏、安徽、福建、河南、山东、江西、重庆等地区建立了 12 个与门店布局相匹配的现代化仓储中心, 通过仓储管理系统(WMS)进行数字化智能仓储管理。运营方面, 目前公司各个品牌由原团队运营, 23Q2 月均单店 30W+, 单店运营水平有所体现。往后看, 运营能力核心在于解决各管理团队的愿景和能力问题, 万辰生物作为上市公司平台, 入局零食量贩赛道后相继推出两期股权激励, 提升“人效”资本化工具丰富。万辰生物精准卡位华东/华北区域, 长期有望成为华东/华北区域头部品牌, 万店可期。

表 6: 推出定增, 加快零食量贩布局

发布日期	定增金额	定增人员	投资项目	定增资金用途	定增价格 (元/股)
2023/2/20	2 亿元, 不超过 1769.91 万股 (占 比股本总额 11.53%)	公司实际控制人之一王泽宁先生	1、品牌营销网络建设项目 2、运营服务支持建设项目	1、加快量贩零售连锁业务的布局 2、提高重点发展区域的物流配送效率 3、实际控制人参与认购, 降低上市公司发展新业务风险	11.3

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 7: 推出激励表明发展信心和决心

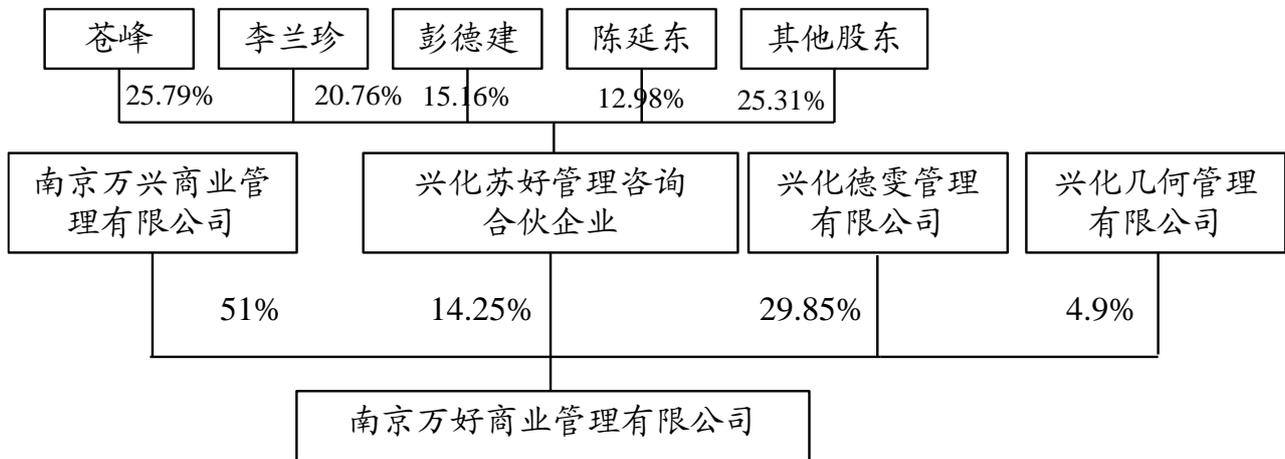
发布时间	激励金额 (万元)	激励价格 (元/股)	激励股份数量 (万股)	激励人员	考核目标
2023/4/3	14595.04	12.07	1,209.20 (占 比股本总额 7.88%)	41 人, 核心业务人员和骨干员工	第一个归属期 公司 2023 年营业收入达到 16.00 亿元 第二个归属期 公司 2024 年营业收入达到 18.00 亿元 第三个归属期 公司 2025 年营业收入达到 20.00 亿元
2023/8/1	14548.17	18.65	780.0625 万股 (占 比股本总额 5.08%)	181 人, 核心业务人员和骨干人员	第一个归属期 公司 2023 年营业收入达到 35.00 亿元 第二个归属期 公司 2024 年营业收入达到 40.00 亿元 第三个归属期 公司 2025 年营业收入达到 45.00 亿元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4. 附表

4.1. 南京万好股权架构

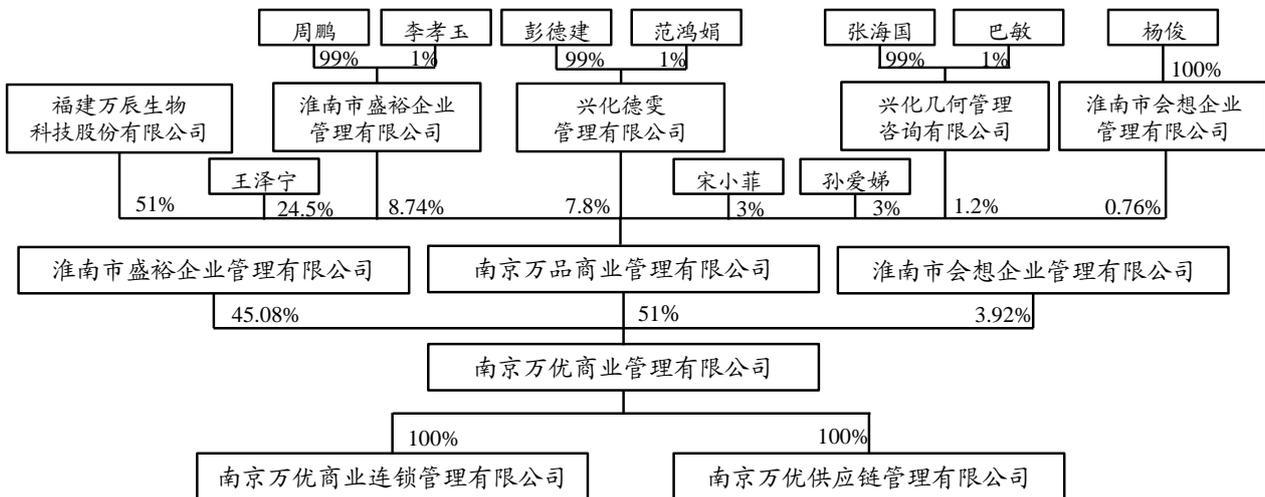
图 23: 南京万兴与好想来控股股东共同成立合资公司南京万好



资料来源: 天眼查, 信达证券研发中心 备注: 兴化系为好想来创始团队持股平台, 截止到 2023.8.20

4.2. 南京万品股权架构

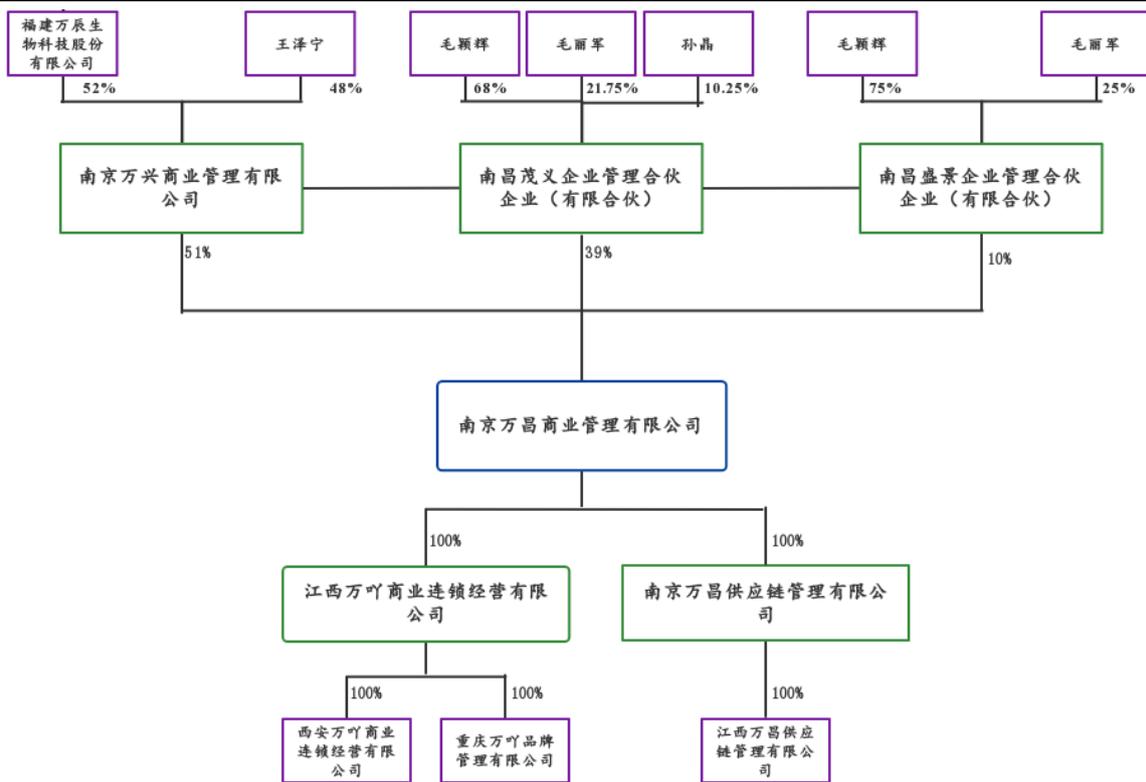
图 24: 南京万品与来优品控股股东共同成立合资公司南京万优



资料来源: 天眼查, 信达证券研发中心 备注: 淮南系为来优品创始团队持股平台, 截止到 2023.8.20

4.3. 南京万昌股权架构

图 25: 南京万兴与吡嘀吡嘀控股股东共同成立合资公司南京万昌



资料来源：天眼查，信达证券研发中心 备注：南昌系为吡嘀吡嘀创始团队持股平台，截止到 2023.8.20

5. 估值与投资评级

收入端：我们预计公司 23-25 年实现营业收入分别为 74.83、164.16、215.66 亿元，同比增长 1262%、119%、31%，公司收入实现大幅增长主要系零食量贩业务体量有望实现快速提升。

零食量贩收入预测：考虑到零食量贩行业当前处于加速跑马圈地的阶段，好想来、来优品在华北市场加速开店，目前好想来、来优品月均开店速度 100+家，行业天花板仍高，近年预计持续处于行业红利期，头部品牌持续跑马圈地。吡嘀吡嘀逐步往重庆和陕西开拓，预计每年保持小几百家的增速，陆小馋门店主要在福建、南京等区域，区位竞争更为激烈，开店速度预计略慢于吡嘀吡嘀。综上所述，假设 23-25 年底万辰生物门店数量达到 3500、5500、7500 家。公司今年 Q2 平均月店销为 33.3w/月（这个数据对应年销大概 400w），随着空白市场逐步加密及竞争加剧对店销预计有所稀释，假设年 23-25 年平均年店销为 370 万/家、350 万/家、320 万/家，对应 23-25 年实现零食量贩收入 69.04、157.50、208.00 亿元。

菌菇业务收入预测：菌菇业务主要产品为金针菇和蟹味菇，公司上市之后菌菇业务持续扩产，23-25 年预计菌菇业务分别同比+20%、+15%、+15%，对应 23-25 年实现菌菇业务收入 5.79、6.66、7.66 亿。

利润端：我们分零食量贩和菌菇业务分别进行净利率的预测，零食量贩业务：行业平均毛利率水平为 8-10%，规模效应下，万辰生物零食量贩毛利率水平有望稳中有升，假设 23-25 年毛利率水平分别为 7.9%、8.2%、8.4%；23 年万辰生物处于快速跑马圈地阶段，人员、供应链整合等投入预计相对多，假设 23 年利润基本保持盈亏平衡线，24-25 年在规模效应下，预

计净利率逐步提升到 3%左右，从而假设 23-25 年零食量贩业务的净利率为 0.02%、2.4%、3.2%。菌菇业务：随着菌菇业务的逐步投产，公司的市场份额有望进一步提升，盈利能力和稳定性也有望随着提升，从而假设 23-25 年菌菇业务保持 4%、10%、10%的净利率水平。整体来看，我们预计 23-25 年公司将实现净利润 0.26/4.41/7.41 亿元，归母净利润 0.25/1.63/2.48 亿元。

表 8：万辰生物分零食量贩业务和菌菇业务盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入-百万元	426	549	7483	16416	21566
营业总收入-同比	-5%	29%	1262%	119%	31%
零食量贩业务		67	6904	15750	20800
量贩零食-同比			10271%	128%	32%
期末门店数量-家		232	3500	5500	7500
单店收入-万元/家			370	350	320
食用菌-百万元	426	483	579	666	766
食用菌-同比	-5%	13%	20%	15%	15%
食用菌-净利润	24	0	24	65	75
零食量贩-净利润	0	(13)	1	376	666
净利润合计	24	42	26	441	740
净利率	5.71%	7.57%	0.34%	2.69%	3.43%
少数股东损益			1	279	492
归母净利润	23	48	25	163	248

资料来源：Wind，信达证券研发中心

投资评级：目前 A 股没有可对标已上市的零食量贩公司，对标业务模式相近的零食连锁公司良品铺子、来伊份、三只松鼠进行估值分析。由于零食量贩赛道当前处在发展红利期，公司快速跑马圈地，初期人员、供应链建设等投入相对较多，导致短期利润波动大，所以先使用 PS 进行估值，24 年可比公司平均 PS 为 0.9X，考虑到公司收入增速快，给予 24 年零食量贩业务整体 2XPS 较为合理，但考虑到公司的股权结构，少数股东权益占比较高，南京万好/南京万优/南京万昌归属于上市公司股权占比仅为 51%*51%=26%，但是考虑到控股权溢价，所以在 2XPS 基础上按照 30%计算公司零食量贩业务的价值，对应 24 年零食量贩业务的目标市值 164.16*2*0.3=98.5 亿元。菌菇业务估值对标同行业的雪榕生物和众兴菌业，由于菌菇业务净利率波动较大，采用 PS 进行估值。雪榕生物和众兴菌业 24 年平均 PS 为 1.4X，随着公司菌菇产能逐步落地，公司菌菇业务增速有望快于行业平均，给予公司菌菇业务 24 年 2XPS，对应目标市值 2*6.66=13.32 亿。综合零食量贩和菌菇业务的目标市值，给予公司目标总市值 112 亿元，给予“买入”评级。

表 9：万辰生物零食量贩业务可比公司估值表

2023/8/25	总市值-亿元	EPS-元			CAGR 2022-24	PE			PEG	营业收入-亿元			CAGR 2022-24	PS		
		22A	23E	24E		22A	23E	24E		22A	23E	24E				
良品铺子	95.1	0.8	1.1	1.4	29%	28.2	21.1	16.9	0.6	94	113	134	19%	1.0	0.8	0.7
来伊份	46.7	0.3	0.3	0.4	9%	46.3	53.1	38.6	4.1	44	47	49	6%	1.1	1.0	0.9
三只松鼠	73.4	0.3	0.7	0.8	59%	57.2	27.8	22.7	0.4	73	73	85	8%	1.0	1.0	0.9
平均					32%	43.9	34.0	26.1	0.8				11%	1.0	1.0	0.8
公司-零食量贩业务	-	-	0.2	1.1	564%					69	158		128%			

资料来源：Wind，信达证券研发中心，更新日期为 2023 年 8 月 25 日

表 10：万辰生物菌菇业务可比公司估值表

2023/8/25	总市值- 亿元	EPS-元			CAGR		PE		PEG	营业收入-亿元			CAGR		PS	
		22A	23E	24E	22-24	22A	23E	24E		22A	23E	24E	2022-24	22A	23E	24E
雪榕生物	35.8	-0.6	0.6	0.6	-	-12.2	11.3	11.3	-	23	28	29	13%	1.5	1.3	1.2
众兴菌业	35.0	0.4	1.0	0.8	42%	22.1	8.8	11.0	0.3	20	23	24	10%	1.8	1.5	1.5
平均					42%	5.0	10.0	11.1	0.3				11%	1.7	1.4	1.3
公司-菌菇 业务	-	0.3	0.2	0.4	17%					4.83	5.79	6.66	17%			

资料来源：Wind，信达证券研发中心，更新日期为 2023 年 8 月 25 日

资本市场认为万辰生物是以菌类业务起家，其零食板块的资源、能力有限，且量贩零食行业竞争激烈难以盈利，我们认为实控人家族本身就是零食业内人士，凭借深厚的人脉关系和对未来发展的信心快速整合区域连锁品牌，战略制定行业领先，其整合的量贩零食公司是行业佼佼者，创始团队在上市公司的助力下加速发展。当下跑马圈地中伴有阶段性、区域性的价格战，我们认为这很正常，价格战是手段而不是目的。待行业格局稳定，在可预见时间内，线下若没有出现更高效率的渠道，量贩零食有望持续为消费者创造“多省好快”的顾客价值，对标国外折扣业态，长期头部品牌净利率水平有望达到 3% 以上。我们预计公司 22-24 年 EPS 为 0.16、1.06、1.62 元，给予“买入”评级。

6. 风险因素

区域市场竞争加剧。行业当前处于快速跑马圈地的阶段，万辰生物在华东和华北具备先发和区位优势，万辰生物零食量贩的布局可见公司的战略决策力，作为上市公司，具备资源禀赋等方面的优势，若强势区域市场竞争加剧，将对单店水平有所影响，对公司进一步提升渗透率会产生压力，也将对公司的营收和盈利能力产生影响。

行业出现价格战。零食量贩为品类零售业态，终端门店同质化程度高，若行业后续出现全面的价格战，将对公司短期的盈利能力造成较大的稀释。

多品牌运营能力。零食量贩作为硬折扣零售业态，对于精细化运营要求高，万辰生物目前旗下拥有四大零食量贩品牌，如何持续引进人才及管理好不同的管理团队的盈利预期是核心，若多品牌运营管理未达预期，将对公司的市场地位和盈利能力产生较大的不利影响。

行业发展不及预期。本文对零食量贩门店空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差。

食品安全问题。公司为渠道品牌，若发生食品安全问题将对品牌产生不利影响。

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	302	279	1,183	2,092	3,286
货币资金	216	115	72	581	1,517
应收票据	1	0	12	15	21
应收账款	8	15	110	118	122
预付账款	0	43	171	224	254
存货	55	100	774	1,094	1,297
其他	21	6	42	60	75
非流动资产	561	911	1,509	1,729	1,810
长期股权投资	0	0	0	1	1
固定资产(合计)	471	432	902	1,121	1,209
无形资产	53	53	53	52	52
其他	36	425	554	555	549
资产总计	863	1,189	2,692	3,821	5,097
流动负债	181	331	1,608	2,146	2,580
短期借款	65	148	448	548	628
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	60	117	833	994	1,180
其他	56	66	326	603	772
非流动负债	30	185	385	535	635
长期借款	0	111	111	111	111
其他	30	75	275	425	525
负债合计	210	517	1,993	2,681	3,216
少数股东权益	0	4	5	283	777
归属母公司股东权益	653	668	694	856	1,104
负债和股东权益	863	1,189	2,692	3,821	5,097

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	435	549	7,483	16,416	21,566
同比(%)	-3.4%	26.4%	1262.4%	119.4%	31.4%
归属母公司净利润	23	48	25	163	248
同比(%)	-75.6%	103.7%	-47.0%	542.5%	52.5%
毛利率(%)	10.3%	16.0%	8.6%	8.9%	9.3%
ROE%	3.6%	7.1%	3.7%	19.0%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	0.16	1.06	1.62
P/E	215.17	105.63	199.26	31.01	20.34
P/B	7.73	7.55	7.28	5.89	4.57
EV/EBITDA	24.70	18.55	41.35	8.83	4.88

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	435	549	7,483	16,416	21,566
营业成本	390	462	6,842	14,948	19,564
营业税金及附加	3	3	22	49	65
销售费用	2	20	314	440	539
管理费用	24	32	277	448	505
研发费用	2	2	7	49	65
财务费用	4	3	0	0	0
减值损失合计	-1	0	0	0	0
投资净收益	2	2	4	5	4
其他	19	13	7	33	39
营业利润	30	42	31	519	872
营业外收支	-1	-1	0	0	0
利润总额	29	42	31	519	872
所得税	6	0	5	78	131
净利润	23	42	26	441	741
少数股东损益	0	-6	1	278	493
归属母公司净利润	23	48	25	163	248
EBITDA	94	110	140	626	978
EPS(当年)(元)	0.17	0.31	0.16	1.06	1.62

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	99	70	165	585	943
净利润	23	42	26	441	741
折旧摊销	61	65	113	112	110
财务费用	5	4	0	0	0
投资损失	-2	-2	-4	-5	-4
营运资金变动	10	-42	30	37	96
其它	1	3	0	0	0
投资活动现金流	-59	-294	-708	-326	-187
资本支出	-41	-316	-711	-331	-191
长期投资	-20	20	0	0	0
其他	2	2	4	5	4
筹资活动现金流	143	123	500	250	180
吸收投资	245	10	0	0	0
借款	91	266	300	100	80
支付利息或股息	-5	-39	0	0	0
现金流净增加额	183	-101	-43	509	936

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

娄青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 :沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。