

万辰集团 (300972)

量贩一日千里，万辰扶摇直上

买入 (首次)

2024年12月10日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

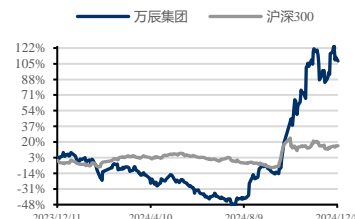
证券分析师 李茵琦

执业证书: S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	549.27	9,293.74	30,756.74	48,055.18	57,582.94
同比 (%)	26.35	1,592.03	230.94	56.24	19.83
归母净利润 (百万元)	47.74	(82.93)	213.64	456.70	669.43
同比 (%)	103.57	(273.72)	357.63	113.77	46.58
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.27	(0.46)	1.19	2.54	3.72
P/E (现价&最新摊薄)	271.25	(156.14)	60.61	28.35	19.34

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.94
一年最低/最高价	17.69/80.75
市净率(倍)	14.14
流通A股市值(百万元)	11,205.24
总市值(百万元)	12,948.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.09
资产负债率(% ,LF)	81.54
总股本(百万股)	179.99
流通A股(百万股)	155.76

相关研究

投资要点

- 零食量贩业态朝气蓬勃，头部两强格局已定。**1) 行业处于高速发展期，2020年至2023年零食量贩门店数量从1000多家增加至2万家以上，销售规模从60亿元增加至700-800亿元。截止至2024年10月，头部两大品牌（“鸣鸣很忙”和“万辰集团”）的门店数量均突破万家。据高德地图数据，截止至2024年11月底前10大品牌共有门店数量3万家，相比年初增加约1万家。2) 头部品牌市占率持续提升显著，新开门店大多由头部品牌贡献。据高德地图数据，2024年3月至2024年11月CR2从59%变成70%，“鸣鸣很忙”和“万辰集团”今年以来分别净增约6500和5000家门店，贡献了行业大部分门店增量。
- 转型量贩，营收腾飞，2024年收入规模将创新高。**1) 营收：公司2022年底开始切入零食量贩赛道，每个季度都保持翻倍以上的增长，2022年末公司营收为5.5亿元，2024年前三季度已经实现营收206.1亿元，实现大幅增长。2) 利润：由于前期存在基础设施投资，以及少数股东权益占比较高，合并归母净利率较低，但呈现逐季改善的趋势。3) 营运指标：2024年以来公司的存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率持续优化，经营性现金流/净利润的比例在2024年也有明显提升。
- 继续开店巩固领先优势，规模效应如期放大。**1) 门店数量：截止至2024年10月底门店数量已经突破万家，中性预期下预计2025年年底门店数量可达1.4万家。2) 单店营收：2024年公司年化单店营收（报表端）预计在400万元左右，中性预期下我们假设2025年保持在380万元。3) 营收和利润：2024Q2-Q3公司零食量贩业务的净利率达到2.1%，中性预期下预计2025维持该水平。结合门店数量和单店营收，可以计算出中性预期下2025年公司零食量贩业务的营收为475亿元，对应经营净利率为10.9%，假设归母净利润占净利润比例不变（2024Q3为41%），对应归母净利润为4.5亿元。
- 量贩硬折扣长生命周期，门店业态仍有升级空间。**快速开店是目前零食量贩行业各个品牌的首要目标，我们预期明后年行业门店数量逐步饱和之后，优化门店模型、探索新业态会成为下一阶段的重点。行业中非头部品牌因为开店放缓已经开始尝试新的门店业态（比如零食有鸣），头部的赵一鸣也开始探索新门型。我们认为万辰集团明后年很大概率也会开始摸索新兴门店业态。零售行业规模效应的壁垒比较显著，门店规模达到一定体量后，头部品牌相对有资金和人才实力来进行下一步升级。
- 盈利预测与投资评级：**我们认为公司成长性优秀，目前估值低于行业平均水平，估值有上升空间。预计2024-2026年公司营收分别为308/481/576亿元，同比增长231%/56%/20%；归母净利为2.1/4.6/6.7亿元，同比增长358%/114%/47%；对应PE为61/28/19X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**食品安全问题，行业竞争风险，居民消费力复苏不及预期。

内容目录

1. 零食量贩朝气蓬勃，门店业态还有延伸空间	4
1.1. 连续 3 年保持倍增态势，头部两大集团门店数量均突破万家	4
1.2. 更广泛概念的硬折扣模式也在国内蓬勃发展	6
2. 万辰集团：转型量贩跻身头部，规模效应开始显现	9
2.1. 零食量贩赛道 TOP2，门店过万仍在扩张	9
2.2. 规模效应显现，2024 年盈利创新高	9
2.3. 未来展望：门店业态升级大有可为	14
3. 盈利预测与投资建议	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 2020 年之后零食量贩业态进入快速发展期.....	4
图 2: 高德地图口径下 TOP10 品牌门店总数.....	4
图 3: 头部两大集团门店数量集中度显著提升.....	6
图 4: 量贩零食赛道头部 TOP2 开店情况.....	6
图 5: 高德地图口径下除头部两大集团外 TOP10 品牌开店情况.....	6
图 6: 奥乐齐在中国地区开设社区食堂.....	7
图 7: 2019-2024 年山姆会员店在中国的开店数.....	7
图 8: 乐尔乐总部硬折扣理念墙.....	8
图 9: 乐尔乐简易装修环境.....	8
图 10: 永辉正品折扣店折扣区.....	8
图 11: 硬折扣模式成为盒马门店的主力业态.....	8
图 12: 2022Q1-2024Q3 公司营业收入走势.....	9
图 13: 2022 年至今公司零食量贩门店大幅增长.....	9
图 14: 2023Q1-2024Q3 公司利润走势.....	9
图 15: 2023Q1-2024Q3 公司毛利率走势.....	9
图 16: 2023Q1-2024Q3 公司费用率走势.....	10
图 17: 2021-2024Q3 公司固定资产和在建工程走势.....	10
图 18: 2023Q1-2024Q3 公司运营周转率走势.....	10
图 19: 2021-2024Q3 公司经营性现金流/净利润的比例.....	10
图 20: 公司门店数量和单店营收拆分.....	11
图 21: 公司与各零食量贩品牌的控股关系图（截止至 2024 年 11 月底）.....	13
图 22: 公司归母净利润/净利润走势.....	13
图 23: 零食有鸣批发超市海报.....	14
图 24: 零食有鸣词汇云图包含“硬折扣”.....	14
图 25: 赵一鸣零食日用百货角.....	15
图 26: 恰货铺子批发超市宣传图.....	15
表 1: 头部和腰部零食量贩品牌情况梳理.....	5
表 2: 硬折扣与量贩异同对比.....	7
表 3: 公司量贩业务盈利预测.....	11
表 4: 公司与各零食量贩品牌的控股关系历程梳理.....	12
表 5: 盈利预测.....	15
表 6: 可比公司估值情况.....	16

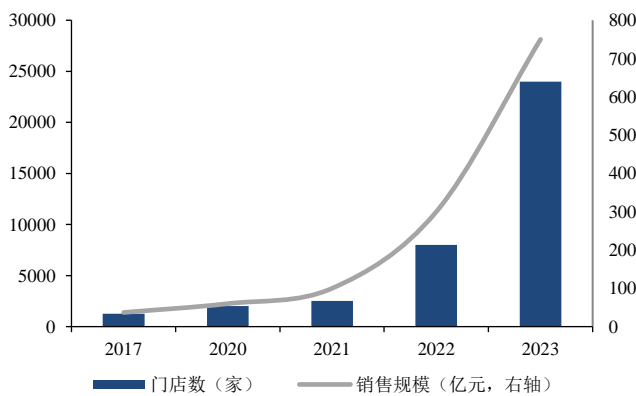
1. 零食量贩朝气蓬勃，门店业态还有延伸空间

1.1. 连续3年保持倍增态势，头部两大集团门店数量均突破万家

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，新一代零食量贩品牌外部融资的机会显著增加，加快了开店拓展的步伐。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，尤其是2022年以后，行业的每年的门店数量保持倍增的增长态势。这背后有资本的助力，也有零食量贩业态自身的优越性，我们认为零食量贩业态是一种更高效率的渠道，给消费者提供了更有性价比的产品，也符合现在消费力偏弱的市场环境。

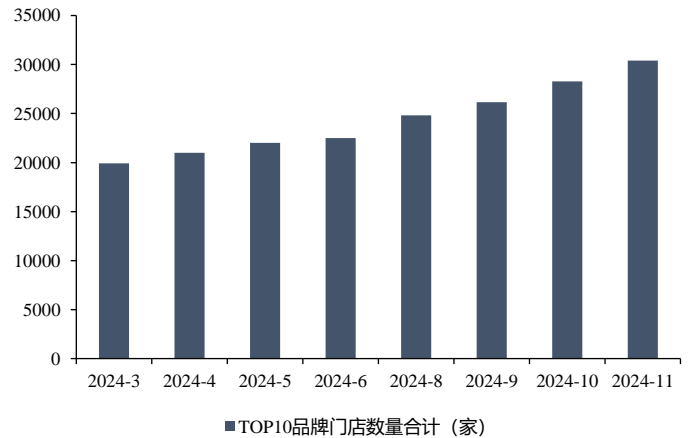
截止至2024年10月根据公开披露数据，头部两大品牌（“鸣鸣很忙”和“万辰集团”）的门店数量已经突破万家。根据我们统计高德地图的数据，截止至2024年11月底，前10大品牌共有门店数量3万家，相比年初增加1万家左右（注：前两大集团指“很忙系”和“万辰系”，两大集团的门店数量统计包含多个品牌集合，其中“很忙系”包含零食很忙、赵一鸣2个品牌，“万辰系”包含好想来、来优品、陆小馋、吡嘀吡嘀、老婆大人5个品牌。本文统计的前10大品牌中，前两大集团属于多个品牌的集合，剩余8个品牌均属于单个品牌。）。

图1：2020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

图2：高德地图口径下TOP10品牌门店总数



数据来源：高德地图，东吴证券研究所

表1：头部和腰部零食量贩品牌情况梳理

品牌名称	创立时间	门店数量	融资情况
零食很忙	2017年	7000+	2021年4月，完成了一轮2.4亿元人民币A轮融资：红杉中国与高榕资本联合领投，启承资本与明越资本跟投，并由明越资本担任独家财务顾问。 2023年12月18日，零食很忙集团获得好想你和盐津铺子控股的7亿元和3.5亿元融资，合计共10.5亿元人民币。
好想来	2011年	7000+	2022年9月，万辰集团宣布旗下四大零食连锁品牌好想来、来优品、陆小馋、吡啱吡啱合并命名为好想来。 2023年8月，万辰集团以2.94亿元从彭建德等人实控的公司处受让南京万好49%的股权。收购完成后，公司通过直接持股及南京万兴间接持股合计持有南京万好75.52%的股权，进一步加强为好想来子公司的控制。
赵一鸣	2019年	5000+	2023.2.22，首次开放融资，获1.5亿元的A轮投资，本轮由黑蚁资本领投，零食行业上市公司良品铺子跟投。
零食有鸣	2019年	3500+	2021年4月，零食有鸣完成数千万元战略轮融资，由云麓资本及知名天使投资人何劲鹏共同投资； 2021年8月，零食有鸣再次完成数千万元Pre-A轮融资，由雨堃投资领投，云麓资本继续跟投加持； 2023年5月，零食量贩连锁品牌“零食有鸣”宣布完成B+轮融资，由新希望草根知本旗下的昇望基金领投，嘉御资本跟投。
零食优选	2018年	2000+	2021年7月获第一笔天使投资。
爱零食	2020年	1800+	2018年8月，由险峰旗云、心元资本投资A轮人民币1亿元； 2018年12月由软银亚洲、创世伙伴CCV、光源成长基金、心元资本、险峰旗云投资B轮3000万美元； 2019年12月由腾讯投资完成B+轮投资； 2024年10月三只松鼠发布公告，其全资子公司安徽一件事创业投资有限公司拟以不超过人民币2亿元收购湖南爱零食科技有限公司的控制权或相关业务及资产。
戴永红	1996年	1000+	
零食舱	2021年	1000+	
老婆大人	2010年	700+	2023年10月上市公司万辰集团发布公告，其子公司南京万权商业管理有限公司拟对外投资，与袁振勤先生、马振敏女士签订《股权转让协议》以自有及自筹资金867.75万元人民币购买宁波博全商贸有限公司的100%股权。

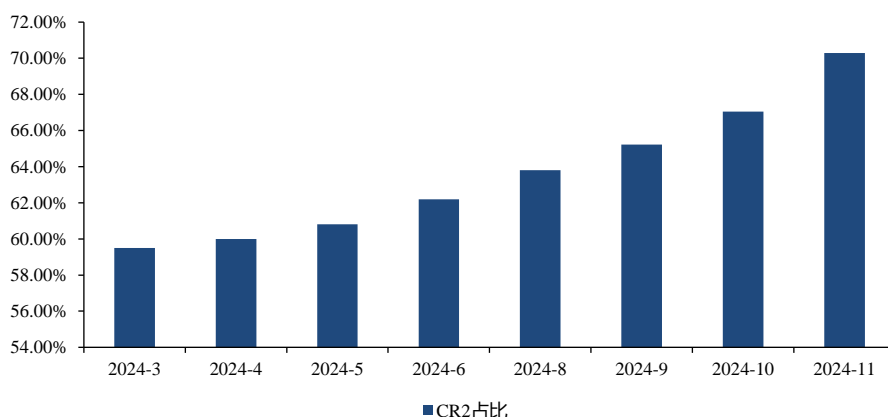
数据来源：联商网、各品牌官网，东吴证券研究所

行业整体门店数量还在扩容，但我们认为头部和非头部品牌之前已经出现分化，头部品牌的市占率明显提升，新开门店大多由头部品牌贡献。具体来看：1) CR2市占率在提升，根据我们统计高德地图的数据，以前十大品牌的门店数量为分母，前两大品牌的市占率从年初至今整体在持续提升，2024年3月至2024年11月，CR2从59%提升到70%。2) 行业大部分门店增量靠前两大集团贡献。根据品牌方对外公布的数据，两者在今年前10个月分别净增约6500和5000家门店。根据我们统计高德地图的数据，

2024年3月至11月，头部两大集团开店数量增长明显，而前10大的其他品牌门店数量没有显著增长。

我们得出结论，2022-2024年是零食量贩行业加速扩容的阶段，但目前行业已经出现整合的态势，头部两大集团和第三梯队的品牌已经显著拉开差距，凭借规模优势持续提升市场份额，预计后续小品牌的门店数量增长会出现压力。

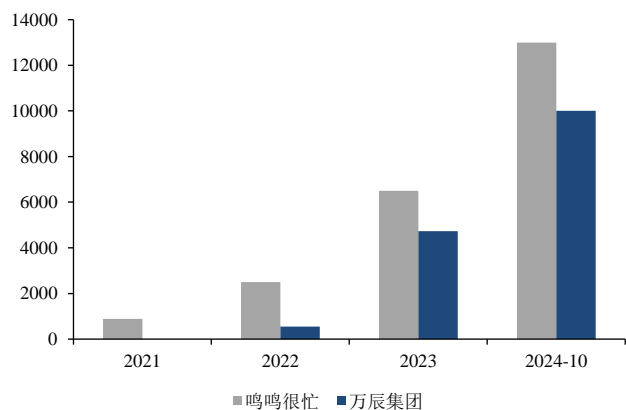
图3：头部两大集团门店数量集中度显著提升



数据来源：高德地图，东吴证券研究所

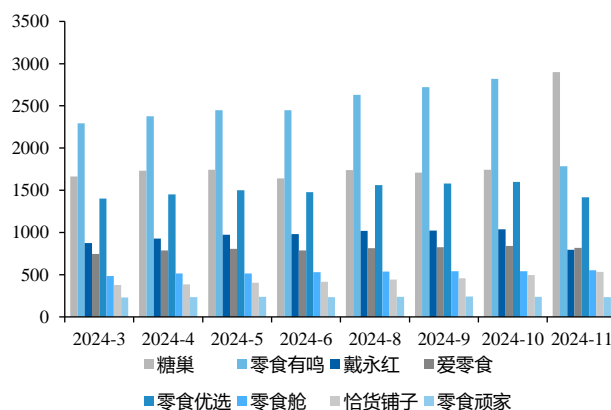
注：分母为前10大品牌的门店数量。

图4：量贩零食赛道头部TOP2开店情况



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

图5：高德地图口径下除头部两大集团外TOP10品牌开店情况



数据来源：高德地图，东吴证券研究所

1.2. 更广泛概念的硬折扣模式也在国内蓬勃发展

硬折扣零售模式主要通过优化供应链和简化运营流程来降低成本，形成高周转和低损耗的运转模式，面向消费者的销售价格更有竞争力，其与传统品牌代理模式有很大不同，该模式特征包括精简SKU管理、高比例自有品牌、以及在选址装修陈列和服务上的简化处理，同时将产品加价率降至最低，削减零售终端的非必要开支，通过这种策略

实现高周转率。

而量贩是一种源自日本的零售模式，其核心特点在于提供“大量批发的超市”式购物体验，通常以较低的价格出售商品。其特点包括品种齐全、位置便利、促销直接有效，并且定期推出特价商品以刺激消费者购买欲望等等。

总结来说，硬折扣与量贩都强调价格优势，但在实现价格优势的方式方面，量贩强调的是量大低价，而硬折扣更注重通过优化供应链和运营效率来提供更低的价格。本文讨论的零食量贩，属于量贩模式的垂直业态，除了上述差异以外在品类运营上也有差异，零食量贩以单一品类零食为主，国内硬折扣业态大多多品类运营（食品、日用品等）。

表2：硬折扣与量贩异同对比

	量贩	硬折扣
销售策略	大批量销售，鼓励顾客购买更多	低价销售，减少额外服务
价格优势	通过大批量采购获得价格优势	通过减少运营成本实现低价
购物体验	提供更丰富的购物体验	通常不提供额外服务，注重价格
利润来源	通过大批量采购实现利润	通过高周转率和极低的运营成本实现利润

数据来源：未来智库，东吴证券研究所

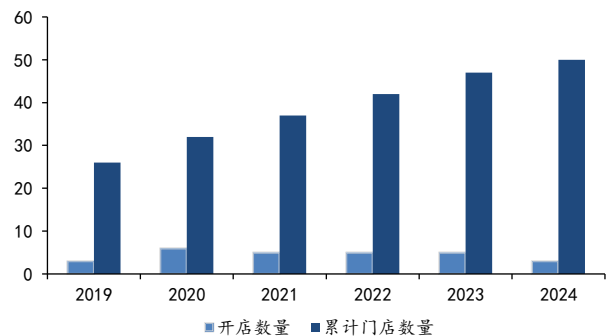
硬折扣模式在国外发展历史较长，已经有较好的品牌积淀和成熟的运营模式，其中奥乐齐和山姆会员店近年来逐步开拓中国市场，在国内也取得了不错的业绩。奥乐齐是起源于德国的硬折扣品牌，2019年在上海开设首家门店，截止至2024年10月已在中国开设约60家门店，全部位于上海。其在中国的业务模式根据本土情况做出了主动调整，定位为服务中产阶级的“社区精品超市+社区食堂”，与德国本土的廉价超市形象有所不同。山姆会员商店截止至2024年10月在中国共有50家门店，创造了843亿销售额，平均每家门店16.7亿元，部分热门店面年收入甚至超过30亿元。山姆会员商店的成功不仅在于其会员制度的吸引力，还在于其优秀的选品能力，在中国门店约4000个SKU中，自有品牌销售占比已经达到30%。Costco在中国大陆共有门店7家，四年共开了5家店。虽然扩张速度相对较慢，但Costco的全球市场平均续卡率为90%，中国市场门店续卡率约为60%，其会员制度在中国具有一定的市场接受度。

图6：奥乐齐在中国地区开设社区食堂



数据来源：联商网，东吴证券研究所

图7：2019-2024年山姆会员店在中国的开店数



数据来源：沃尔玛官网、搜狐等，东吴证券研究所

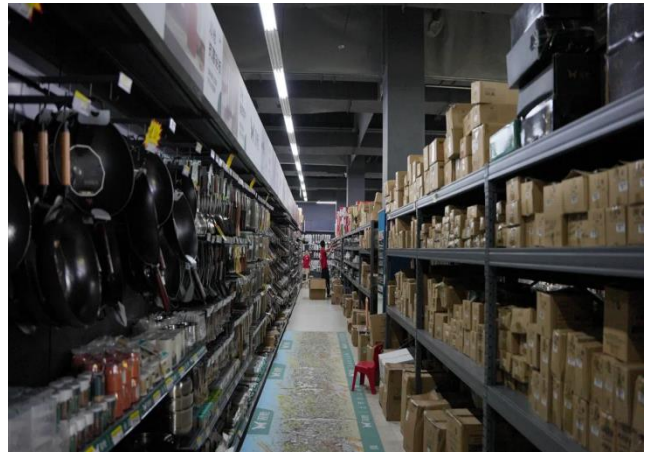
与此同时中国本土硬折扣品牌也在逐步萌芽和发展。2011年乐尔乐在长沙创立，是中国最早践行硬折扣的零售门店。目前乐尔乐已经开出7200多家门店，2023年销售额超过400亿，自成立以来每年都能保持46%以上的销售增长。其运营模式与国际硬折扣品牌的理念有很大的相似性：选择性价比产品，但同时重视品质和品牌，几乎没有白牌；通过高周转率提升运营效率，周转天数控制在15天以内；供应链管理方面，已经与230家供应合作商形成联盟，而且由乐尔乐把握定价权，不可否认在发展初期长沙高桥大市场的庞大供应商体系给乐尔乐提供了良好的支撑。一些传统零售如永辉等也在通过转型探索新的增长，于2023年10月开设“正品折扣店”，采取店中店的模式来探索新的零售业态。盒马生鲜奥莱门店也在尝试硬折扣模式，与之前相比将自有品牌作为运营重点，并作为主力门店业态在推广。

图8：乐尔乐总部硬折扣理念墙



数据来源：南方周末，东吴证券研究所

图9：乐尔乐简易装修环境



数据来源：南方周末，东吴证券研究所

图10：永辉正品折扣店折扣区



数据来源：零售商业财经，东吴证券研究所

图11：硬折扣模式成为盒马门店的主力业态

定位	业态	类型	近况
消费升级	盒马鲜生	大卖场+餐饮	盒马主力业态 全面转型硬折扣 (2023)
	X会员店	会员超市	
	Premier	高端精品超市	2023年9月开业
下沉市场	盒马mini	社区超市	重启扩张 (2023)
	盒马邻里	社区团购	收缩至上海地区 (2022)
	盒马奥莱	软折扣→硬折扣	下沉新主力

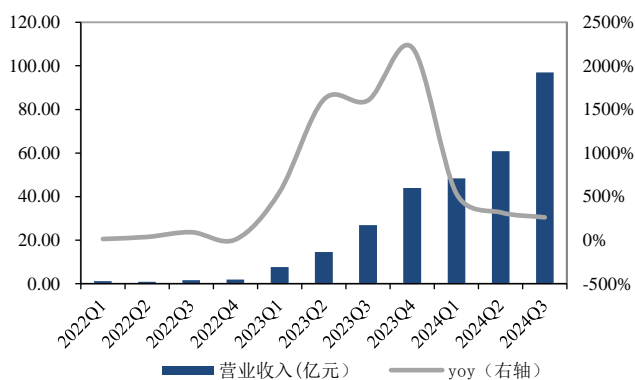
数据来源：远川研究所，东吴证券研究所

2. 万辰集团：转型量贩跻身头部，规模效应开始显现

2.1. 零食量贩赛道 TOP2，门店过万仍在扩张

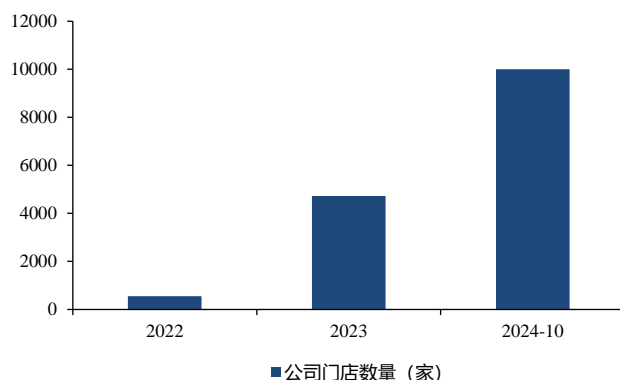
公司 2022 年底开始切入零食量贩赛道，从 2023Q1 至 2024Q3 营业收入每个季度都保持翻倍以上的增长，2022 年末公司营收为 5.5 亿元，2024 年前三季度已经实现营收 206.1 亿元，实现大幅增长。公司零食量贩的门店数量，从 2022 年的小几百家左右，不到 2 年时间已经扩张到万家左右。

图12：2022Q1-2024Q3 公司营业收入走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2022 年至今公司零食量贩门店大幅增长



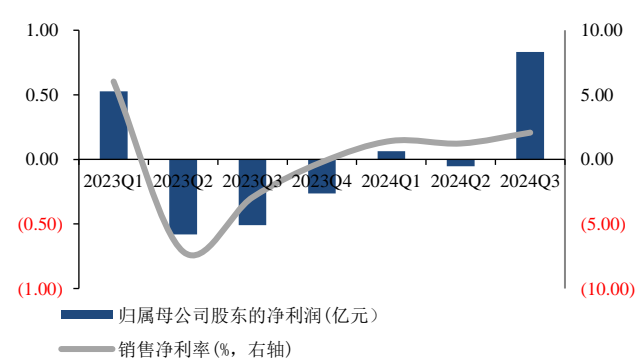
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 规模效应显现，2024 年盈利创新高

由于前期存在基础设施投资，以及少数股东权益占比较高，净利率较低。但净利率呈现逐季改善的趋势，2024Q1 转正。毛利率和费用率改善的节奏一致，从 2023Q2 开始逐步优化。此外我们发现公司 2022 年在建工程较多（主要是仓储系统等），大部分在 2023 年转固，2023 年年初至今固定资产基本保持稳定，没有明显增长；而 2023 年以来，公司规模增长迅猛，有力带动效率提升。

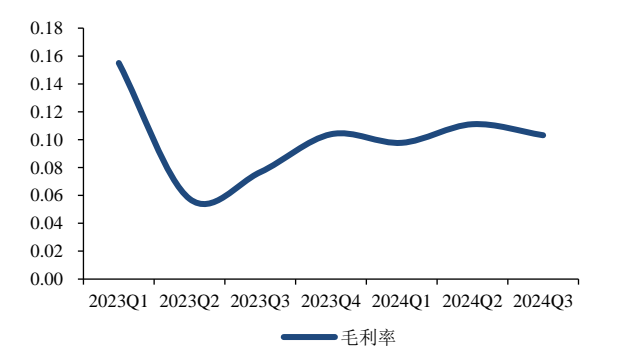
运营方面，2024 年以来公司的存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率持续优化，经营性现金流/净利率的比例在 2024 年也有明显提升。

图14：2023Q1-2024Q3 公司利润走势



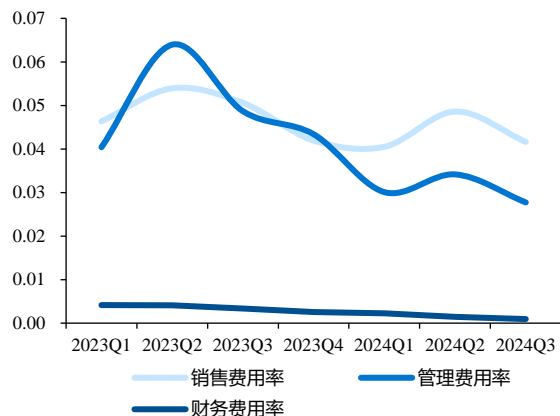
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2023Q1-2024Q3 公司毛利率走势



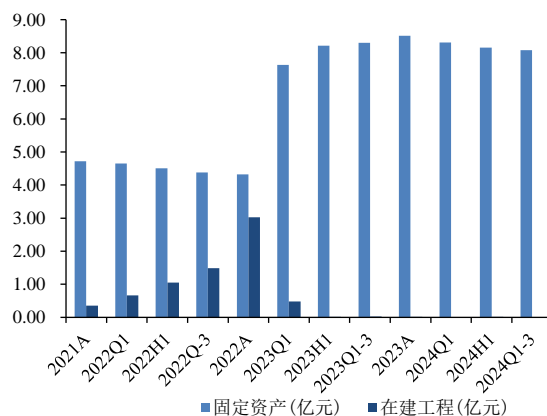
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：2023Q1-2024Q3 公司费用率走势



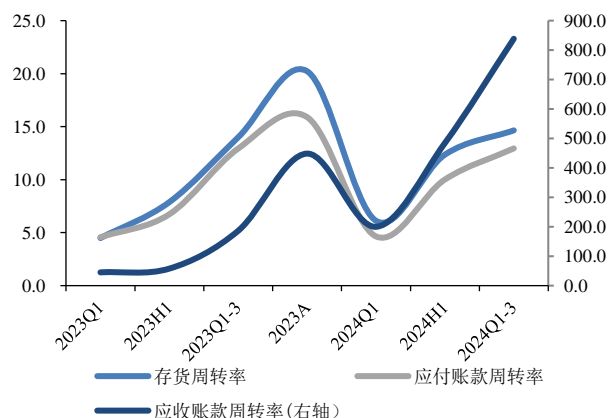
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2021-2024Q3 公司固定资产和在建工程走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2023Q1-2024Q3 公司运营周转率走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：2021-2024Q3 公司经营性现金流/净利润的比例

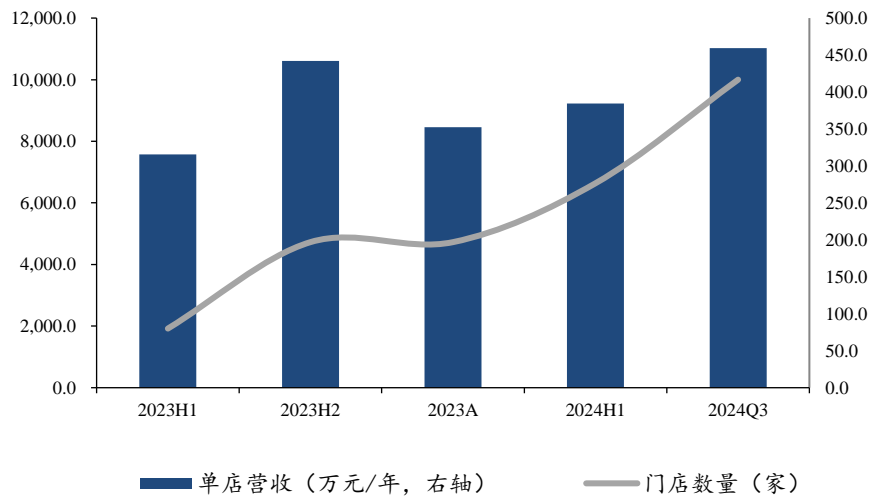


数据来源：Wind，东吴证券研究所

根据公司披露的零食量贩业务营收和门店数量，我们测算出公司零食量贩业务报表端单店出货额，可以发现呈现逐步提升的态势，2024H1 相比 2023H1 提升 20%左右，2024Q3 的年化单店营收也已经超过 2023H2 的年化单店营收（一般来说 Q4 属于旺季，销售额会高于 Q3）。

2024 年至今公司新增门店 5000 余家，在 2023 年的基础上实现翻倍；与此同时，单店营收在持续提升，且公司盈利指标、周转指标、现金流指标都持续向好。充分说明零食量贩业态的商业模式是有效率的、有可持续盈利性的；结合第一节的分析，万辰系处于行业 top2，我们认为行业在当前阶段的核心壁垒在于规模优势，规模效应在采购端、仓储运输端会充分体现，这也是公司在门店扩张的同时可以实现盈利指标、周转指标持续提升的核心原因之一。

图20：公司门店数量和单店营收拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：单店营收的测算①采用期间算法，期间门店数量=（期初门店数量+期末门店数量）/2，②图表中季度或者半年度单店营收值年化值。

我们对公司 2025 年的盈利情况做出以下预测：

1) 门店数量：截止至 2024 年 10 月底门店数量已经突破万家，我们认为公司凭借领先优势在 2025 年会继续提升市场份额，参考今年的门店数量增速，中性预期下预计 2025 年年底门店数量可达 1.4 万家。

2) 单店营收：2024 年公司年化单店营收（报表端）预计在 400 万元左右，中性预期下我们假设 2025 年保持在 380 万元。①目前已经存在行业竞争，但公司的单店营收水平一直稳步提升，说明具备抵抗风险的能力；②公司目前重心是扩张门店，在门店运营上投入的精力和资源还比较少，后续会逐步加大门店运营端的投入，从这个角度看单店营收还有优化空间。

3) 营收和利润：净利率方面：2024Q2-Q3 公司零食量贩业务的净利率达到 2.1%，中性预期下预计 2025 维持该水平。①竞争方面，今年已经处在竞争环境下，公司的单店营收和运营能力仍在逐步提升，我们认为有一定韧性。②其次，该业态规模效应显著，明年随着门店数量增量，理论上净利率有进一步提升的空间。结合门店数量和单店营收，可以计算出中性预期下 2025 年公司零食量贩业务的营收为 475 亿元，对应净利润为 10.9 亿元，假设归母净利润占比不变（2024Q3 为 41%），对应归母净利润为 4.5 亿元。

表3：公司量贩业务盈利预测

		悲观假设	中性假设	乐观假设
门店数量 (家)	2024 年底门店数量		11000	
	2025 年底门店数量	12000	14000	16000
	2025 年期间门店数量	11500	12500	13500

单店营收(万元)	2025年平均年化单店营收	370	380	400
营收(亿元)	2025年零食量贩业务总营收	425.5	475	540
	2025年零食量贩业务净利率	2.10%	2.30%	2.50%
利润(亿元)	2025年零食量贩业务净利润	8.9	10.9	13.5
	2025年零食量贩业务归母净利润	3.7	4.5	5.6

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司切入零食量贩业务主要通过并购整合的方式，我们梳理了公司目前对各个品牌的控股情况，公司对陆小馋和好想来两个子品牌的控股比例已经达到50%以上，而且根据协议，公司未来可以进一步收购来优品、吡嘀吡嘀、老婆大人的控股权，有望达到75%的控股比例。按照最新报告期(2024Q3)的数据，公司的归母净利润占净利润的比例为41.38%，若未来进一步完成收购，归母净利润占比有望达到70%及以上(我们预计陆小馋品牌的营收占比较低)。

表4：公司与各零食量贩品牌的控股关系历程梳理

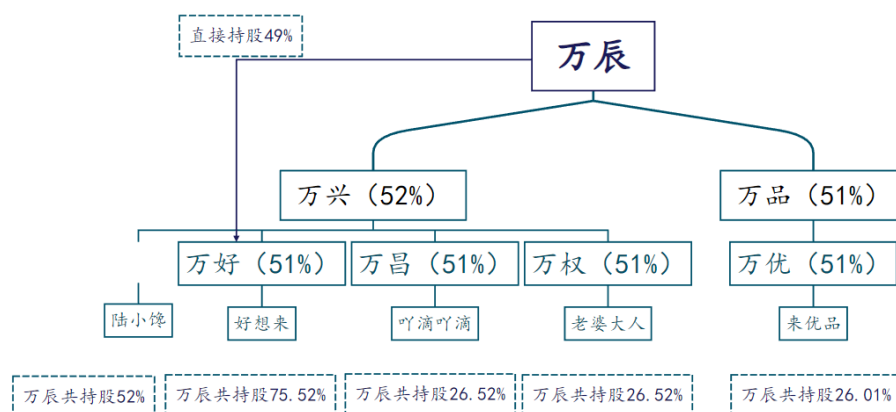
各品牌的控股情况总览				
品牌	直接运营主体	最新控股比例	若进一步完成收购	备注
陆小馋	南京万兴	52.00%	-	万辰持股万兴52%
好想来	泰州好想来	75.52%	-	万好持股100%，万兴持股万好51%，万辰持股万兴52%；万辰持股万好49%
来优品	南京万优	26.01%	75.01%	万品持股万优51%，万辰持股万品51%
吡嘀吡嘀	江西实启供应链有限公司	26.52%	75.52%	万昌持股100%，万兴持股万昌51%，万辰持股万兴51%
老婆大人	宁波博全	26.52%	75.52%	万权持股100%，万兴持股万权51%，万辰持股万兴52%

控股公司发展历程	
2022.08.01	设立子公司南京万兴商业管理有限公司，母公司持股比例52%
2022.09.09	设立孙公司南京陆小馋量贩零食有限公司(由南京万兴100%控股)
2022.11.25	设立孙公司南京万好商业管理有限公司，母公司持股比例26.52%(由南京万兴持股51%，兴化系持股49%)，南京万好或其指定方成立后将收购泰州好想来企业管理咨询有限公司及其子公司部分资产(包括存货、“好想来”系列商标等)，如未来南京万好经营业绩良好，万辰有权收购剩余49%的股权
2022.12.19	设立子公司南京万品商业管理有限公司，母公司持股比例51%
2022.12.27	与淮南盛裕、淮南会想共同设立南京万优商业管理有限公司(来优品实际运营主体)，由南京万品持股51%，如未来南京万优经营业绩良好，万品的母公司或其关联方有权收购淮南系持有的南京万优49%的股权

2023.04.03	设立孙公司 南京万昌 ，南京万兴和南昌系（叮咚叮咚运营团队）分别出资 51%和 49%，南京万昌或其指定方成立后将收购江西实启供应链有限公司（叮咚叮咚实际运营主体）等主体的部分资产，如未来南京万昌经营业绩良好，万辰有权收购南昌系持有的南京万昌 49%的股权
2023.09.27	设立孙公司 南京万权 ，南京万兴和袁振勤分别出资 51%和 49%， 南京万权购买宁波博全（老婆大人运营主体）的 100%股权 ；如未来南京万权经营业绩良好，万辰有权收购剩余 49%的股权。
2024.8.15	以自有资金人民币 2.94 元受让兴化 49%南京万好的股份，收购完成后公司通过直接持股及南京万兴商业管理有限公司间接持股合计持有南京万好 75.52%的股权

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

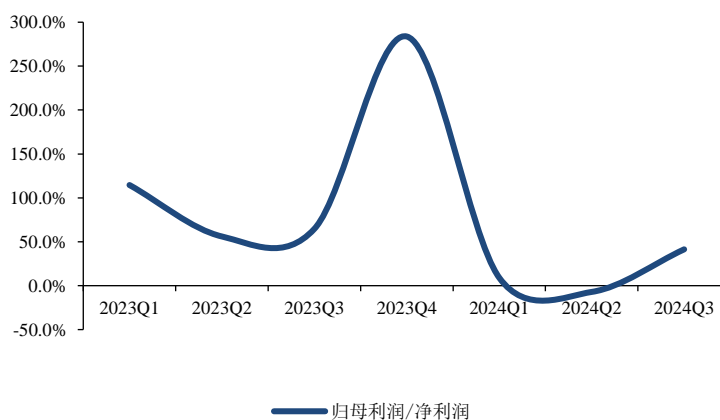
图21：公司与各零食量贩品牌的控股关系图（截止至 2024 年 11 月底）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：万兴、万好等括号中的数值为上一级母公司对其的控股比例。

图22：公司归母净利润/净利润走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 未来展望：门店业态升级大有可为

快速开店是目前零食量贩行业各个品牌的首要目标，我们预期明后年行业门店数量会逐步达到天花板，其实 2024 年已经显现出行业整合的趋势（头部品牌表现显著好于小品牌），当门店数量逐步饱和之后，我们认为优化门店模型、探索新业态会成为下一阶段的重点。

行业也已经有部分品牌开始尝试门店业态的升级和创新。**零食有鸣**是较早试水“批发超市”业态的零食量贩品牌，第一家“零食有鸣批发超市”于 2024 年 6 月落地成都，截止至 2024 年 10 月其门店数已近 500 家。其转型策略主要为品类扩充以及门店面积升级：1) SKU 数已超过 3000 个，不仅包括传统的休闲零食、水饮，还覆盖了纸品日化、日用百货、米面粮油等日用和民生商品。2) 门店面积普遍升级至 200-400 平方米，选址主要以社区、菜市场、农贸市场为主，更贴近消费者日常生活。

图23：零食有鸣批发超市海报



数据来源：零食有鸣公司官网，东吴证券研究所

图24：零食有鸣词汇云图包含“硬折扣”



数据来源：零食有鸣公司官网，东吴证券研究所

头部品牌赵一鸣零食也开始尝试新增品类，增加了日化、儿童玩具、生鲜、熟食等产品线。中腰部品牌尝试硬折扣模式的更多，零食优选在 9 月推出了“惠真批发超市”，增加了百货、日用等品类。爱零食在 8 月宣布新增便利店业态，希望通过零食与便利店的生态融合模式快速布局市场并实现盈利。恰货铺子扩充米面粮油等品牌，正式向特价超市转型。喜喜零食开出物小超批发部，进一步拓展其业务范畴。

图25：赵一鸣零食日用百货角



数据来源：便利店老周视频号，东吴证券研究所

图26：恰货铺子批发超市宣传图



数据来源：恰货铺子公众号，东吴证券研究所

根据以上数据，我们认为非头部品牌因为开店天花板逐步到来，已经开始尝试新的门店业态，头部中赵一鸣也开始初步探索新门型。对于万辰集团而言，我们认为明后年很大概率也会开始摸索新兴门店业态。参考硬折扣业态和已经在探索新业态的零食量贩品牌，未来提升门店店效的手段可以包含以下方式：1) 扩充其他消费频率较高的品类，包含日用品、速冻食品等；2) 提升选品能力，更好的满足消费者需求，提高消费粘性；3) 提升运营管理的能力，强化加盟商管理和员工培训等。

以上对于公司的供应链和内部组织管理会提出更高的要求，但也是行业完成跑马圈地后，向下一阶段迈进的必要之路。我们认为零售行业整体来说规模效应的壁垒比较显著，门店规模达到一定体量后，头部品牌相对有资金和人才实力来进行下一步升级。

3. 盈利预测与投资建议

营收预测：1) 零食量贩业务在正文 2.1 节已经阐述对 2025 年的预测，2026 年我们预计该业务增速会明显放缓。2) 食用菌业务属于农业产品，周期性较强，目前来看预计 2024 年仍有下滑，2025-2026 年恢复至小幅增长的态势。合计来看，预计 2024-2026 年营收分别为 308/481/576 亿元，同比增长 231%/56%/20%。

利润预测：1) 毛利率方面，预计零食量贩业务随着规模提升毛利率仍会持续提升，食用菌业务毛利率在 2024 年承压，2025-2026 年恢复至此前中性水平。2) 费用率方面，随着营业收入提升，公司销售费用率、管理费用率未来几年仍有下降空间。3) 综合来看，归母净利率可实现逐步提升，预计 2024-2026 年分别为 0.7%/1.0%/1.2%。

表5：盈利预测

收入(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
零食量贩业务	66	8750	30228	47500	57000
yoy		13065.28%	245.46%	57.14%	20.00%
毛利	10	833	3325	5463	6840
毛利率	14.42%	9.52%	11.00%	11.50%	12.00%
食用菌	483	544	529	555	583
yoy		12.62%	-2.76%	5%	5%
毛利	78	31	-26	56	58
毛利率	16.19%	5.65%	-5.00%	10.00%	10.00%
营业收入合计	549	9294	30757	48055	57583
yoy		1592.0%	230.9%	56.2%	19.8%
整体毛利	88	864	3299	5518	6898
整体毛利率	15.97%	9.30%	10.72%	11.48%	11.98%
销售费用率	3.6%	4.7%	4.4%	4.3%	4.2%
管理费用率	5.9%	4.8%	3.0%	2.8%	2.5%
归母净利率	8.7%	-0.9%	0.7%	1.0%	1.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司估值情况：公司处于零食量贩赛道，既具备零售属性，也属于零食大行业。零售行业可比公司包括永辉超市、家家悦等，零食行业可比公司包括盐津铺子、三只松鼠、良品铺子等。和同行相比，公司估值处于较低水平，我们认为公司成长性优秀，合理估值应高于行业平均水平。

投资建议：我们认为公司成长性优秀，目前估值低于行业平均水平，估值有上升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值情况

股票代码	公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601933.SH	永辉超市	497.31	-0.02	0.04	0.08	-280.87	135.29	67.31
603708.SH	家家悦	71.94	0.33	0.36	0.45	34.62	31.07	25.2
002847.SZ	盐津铺子	139.96	2.39	3.03	3.77	21.49	16.92	13.61
300783.SZ	三只松鼠	126.80	1	1.38	1.85	31.55	22.92	17.09
603719.SH	良品铺子	52.65	0.24	0.32	0.42	54.49	40.97	30.95
	PE 平均值					-27.74	49.43	30.83
300972.SZ	万辰集团	129.48	1.19	2.54	3.72	60.6	28.4	19.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：市值取值时间为2024年12月09日；可比公司盈利预测来自Wind一致预期。

4. 风险提示

食品安全问题：若发生食品安全问题，将会给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。

行业竞争风险：目前零食量贩各大品牌均处于快速扩张期，随着门店空间逐步达到天花板，可能会加剧内部竞争。

居民消费力复苏不及预期：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。

万辰集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,349	4,848	6,899	9,240	营业总收入	9,294	30,757	48,055	57,583
货币资金及交易性金融资产	1,210	2,204	3,527	5,241	营业成本(含金融类)	8,430	27,458	42,537	50,685
经营性应收款项	275	688	969	1,206	税金及附加	21	62	96	115
存货	733	1,549	1,984	2,228	销售费用	434	1,353	2,066	2,418
合同资产	0	0	0	0	管理费用	445	923	1,346	1,440
其他流动资产	131	407	419	566	研发费用	3	9	5	5
非流动资产	1,576	1,833	2,001	2,075	财务费用	29	23	13	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	15	24	29
固定资产及使用权资产	1,370	1,427	1,475	1,469	投资净收益	0	9	5	6
在建工程	1	201	321	401	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	61	61	61	61	减值损失	(12)	(11)	(11)	(11)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	51	51	51	51	营业利润	(76)	942	2,010	2,944
其他非流动资产	93	93	93	93	营业外净收支	(8)	(4)	(4)	(4)
资产总计	3,925	6,681	8,900	11,315	利润总额	(85)	938	2,006	2,940
流动负债	2,640	4,743	5,859	6,656	减:所得税	61	422	903	1,323
短期借款及一年内到期的非流动负债	666	666	666	666	净利润	(146)	516	1,103	1,617
经营性应付款项	943	2,108	2,146	2,359	减:少数股东损益	(63)	302	646	948
合同负债	170	549	851	1,014	归属母公司净利润	(83)	214	457	669
其他流动负债	861	1,420	2,196	2,617	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.46)	1.19	2.54	3.72
非流动负债	589	589	589	589	EBIT	(44)	972	2,034	2,954
长期借款	148	148	148	148	EBITDA	148	1,065	2,136	3,060
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	9.30	10.72	11.48	11.98
租赁负债	325	325	325	325	归母净利率(%)	(0.89)	0.69	0.95	1.16
其他非流动负债	116	116	116	116	收入增长率(%)	1,592.03	230.94	56.24	19.83
负债合计	3,230	5,332	6,448	7,245	归母净利润增长率(%)	(273.72)	357.63	113.77	46.58
归属母公司股东权益	645	997	1,453	2,123					
少数股东权益	50	353	999	1,947					
所有者权益合计	696	1,349	2,453	4,070					
负债和股东权益	3,925	6,681	8,900	11,315					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,023	1,227	1,618	1,917	每股净资产(元)	4.17	5.54	8.07	11.79
投资活动现金流	(207)	(345)	(269)	(178)	最新发行在外股份(百万股)	180	180	180	180
筹资活动现金流	222	168	(25)	(25)	ROIC(%)	(5.36)	24.74	36.80	36.93
现金净增加额	1,039	1,051	1,323	1,713	ROE-摊薄(%)	(12.85)	21.44	31.43	31.54
折旧和摊销	192	93	102	106	资产负债率(%)	82.27	79.80	72.44	64.03
资本开支	(201)	(354)	(274)	(184)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(156.14)	60.61	28.35	19.34
营运资本变动	928	587	377	159	P/B(现价)	17.24	12.99	8.91	6.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>