

万辰集团(300972)

报告日期: 2025年02月26日

硬折扣首选标的, 赛道龙头强者恒强

——万辰集团首次覆盖报告

投资要点

- 公司为硬折扣领域最纯粹标的, 属于量贩零食龙二&唯一上市公司, 具备规模/先发/管理优势, 预估 25 年费用投放力度下降, 业绩增长有望超预期。
- 行业 β: 过去五年 CAGR+91%, 赛道红利仍在, 渗透率持续提升。
 - 1) 优势: 零食具备高毛利、冲动性消费、品牌分散的特征。量贩零食渠道充分满足消费者多 (SKU 数量约三倍于其他业态)、快 (选址社区/商超等优质点位)、好 (精选优质供应商)、省 (约为传统渠道 70-80% 的价格) 的需求。2) 规模: 从 2019 年 41 亿元增至 2024 年的 1046 亿元, 过去五年 CAGR+91%。休闲零食行业万亿市场, 量贩零食业态渗透率有望持续提升。3) 格局: 根据高德地图等, 截至 2024 年底我们估计量贩零食核心品牌门店数为 3.5w-4w 家左右, 其中很忙系门店总数约为 1.5w 家, 万辰系门店总数约为 1.3w 家, CR2 超过 60%。
- 公司 α: 行业龙二&赛道唯一上市公司, 具备规模/先发/管理优势。
 - 1) 创始团队: 公司创始人 1995 年创办坚果品牌含羞草公司、2007 年创办零食工坊连锁品牌, 对于产业链上下游具备深入的行业洞察和实操经验。2) 先发优势: 公司在 2022 年创办“陆小馋”发力量贩零食, 并成功控股收购“好想来”、“来优品”、“叮滴叮滴”、“陆小馋”、“老婆大人”, 将地方性区域龙头合并至上市公司体内, 实现统一运作, 强强联合。不同于电商, 线下零售优质门店点位和经销商资源较为有限, 其更替存在难度。3) 规模优势: 零售的本质是成本的竞争, 即大规模、低毛利、高周转, 规模优势意味着一方面公司具备较强的议价能力, 从而具备价格优势; 另一方面能够不断优化选品能力, 从而实现强者恒强。
- 预期差

市场认为零售行业竞争激烈, 25 年公司开店速度或有下降, 转型折扣超市拓展品类, 竞争优势较难维持, 业绩难以持续高增。我们认为公司在量贩零食行业已经形成规模优势, 随着市场集中度提升, 公司费用投放力度有望下降, 带来净利率提升。转型折扣超市有望扩大消费基数&提升客单价, 进一步打开成长空间。
- 催化剂

开店速度超预期、净利率提升超预期、少数股东权益收回
- 盈利预测与估值

我们预计 24-26 年公司收入分别为 336/540/669 亿元, 增速 261%/61%/24%; 24-26 年归母净利润分别为 2.95/6.50/9.48 亿元, 25/26 年增速分别为 120%/46%。当前价格对应 25 年 PE 为 26X, 仍有较大提升空间。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示

门店扩张不及预期、品类扩张不及预期、市场竞争加剧

投资评级: 买入(首次)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

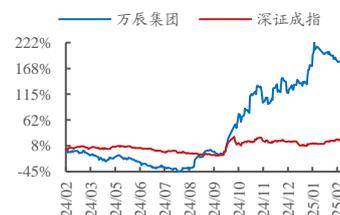
分析师: 杜宛泽
 执业证书号: S1230521070001
 17621373969
 duwanze@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
 执业证书号: S1230524100004
 manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 92.94
总市值(百万元)	16,728.25
总股本(百万股)	179.99

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9294	33586	54033	66944
(+/-) (%)	1592.03%	261.38%	60.88%	23.90%
归母净利润	-83	295	650	948
(+/-) (%)	/	/	120.46%	45.91%
每股收益(元)	-0.54	1.64	3.61	5.27
P/E	-173.37	56.77	25.75	17.65

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 公司：家族企业深耕零食业，股权激励提振活力	4
1.1 发展沿革：金针菇行业龙头，深耕零食产业链	4
1.2 股权结构：家族企业股权集中，控股合并量贩零食品牌	5
1.3 股权激励：考核目标持续超额完成，团队激励充分	7
2 量贩零食：规模扩张与竞争升级驱动未来发展	9
2.1 优势：量贩零食渠道具备品类优势，满足“多快好省”消费需求	9
2.2 行业β：过去五年 CAGR+91%，CR2 超过 60%	10
2.3 公司α：作为龙二具备规模/管理优势，行业唯一上市公司	12
3 折扣超市：量贩零食“超市化、电商化”趋势提速	14
3.1 消费升级与降级并存，刚需/悦己类消费具韧性	14
3.2 量贩零食转型折扣超市，线上线下加速跑马圈地	15
3.2.1 乐尔乐：24 年门店 7900 家，总销售规模 520 亿	16
3.2.2 条马：扎根重庆的硬折扣连锁店	17
3.2.3 盒马 NB：自有品牌占比 30%，线上线下齐发力	18
3.2.4 奥乐齐：德国硬折扣鼻祖，国内加速扩店	19
3.2.5 爱零食爱折扣：三只松鼠控股收购，加速拓店	19
4 驱动因素&催化剂	20
5 盈利预测与估值	21
6 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司营业收入快速增长.....	5
图 3: 2015-2023 年金针菇业务营业收入及增速 (亿元, %)	5
图 4: 2022-2023 年量贩零食业务营业收入 (亿元)	5
图 5: 股权结构图	6
图 6: 量贩零食店与传统零食店 SKU 数量对比 (单位: 个)	9
图 7: 量贩零食行业规模超千亿.....	11
图 8: 行业 TOP2 门店数量规模优势显著 (单位: 家)	11
图 9: 国内量贩零食门店分布 (家)	11
图 10: 2023Q3-2024Q3 量贩零食业务营业收入及净利润 (亿元)	13
图 11: 2023Q1-2024Q3 量贩零食业务净利率	13
图 12: 2023H1-2024H1 量贩零食业务毛利率	13
图 13: 2023 年量贩零食业务销售费用率	13
图 14: 量贩零食与传统零食行业应付账款周转天数对比	14
图 15: 量贩零食与传统零食行业存货周转天数对比	14
图 16: 2024 年中国社零数据.....	15
图 17: 2023 年分品类消费升级与降级趋势.....	15
图 18: 不同品类的情感与功能特征偏好.....	15
图 19: 乐尔乐门店核心区域市占率持续提升.....	17
图 20: 乐尔乐门店内区域分区明确.....	17
图 21: 条马门店数量拓张.....	18
图 22: 条马店内零食陈列整齐有序.....	18
图 23: 盒马 NB 主打“天天低价、件件爆款”策略.....	18
图 24: 盒马 NB 门店内自有品牌占比较高	18
图 25: 奥乐齐加速布局本土市场.....	19
图 26: 奥乐齐 SKU 聚焦于食品杂货.....	19
图 27: 爱零食年轻化店铺设计成引流亮点.....	20
图 28: 爱零食店内营造轻松愉悦的购物氛围.....	20
图 29: 爱折扣定位“打造家门口的社区超市”	20
图 30: 爱折扣店内商品多采用组合定价方式.....	20
表 1: 公司核心管理层经验丰富.....	6
表 2: 万辰旗下零食品牌创始人介绍.....	7
表 3: 万辰集团股权激励计划.....	8
表 4: 股权激励费用 (单位: 万元)	9
表 5: 常见散装产品价格对比.....	10
表 6: 2023-2024 年行业并购新闻.....	12
表 7: 2024-2025 年折扣超市相关新闻.....	16
表 8: 万辰集团收入拆分.....	21
表 9: 可比公司盈利预测及估值表.....	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 公司：家族企业深耕零食业，股权激励提振活力

1.1 发展沿革：金针菇行业龙头，深耕零食产业链

金针菇起家，产能位于行业前列（2011年-2021年）：万辰集团成立于2011年，前身为福建合羞草生物科技有限公司，主营业务为鲜品食用菌的研发、工厂化培育与销售，主要产品包括金针菇、真姬菇和鹿茸菇等。公司有福建漳州和江苏南京两大生产基地，专注于食用菌领域，从研发、培育到销售构建全产业链，持续扩大生产规模、拓展市场份额。2023年公司食用菌日产能达393.5吨，其中：金针菇日产能354吨，真姬菇日产能28吨，鹿茸菇日产能11.5吨，位于国内同行业前列。公司于2021年4月19日在深圳证券交易所创业板挂牌上市。2015年至2020年，公司营业收入从1.60亿元增长至4.50亿元，CAGR达22.98%，其中，金针菇营业收入从1.46亿元增长至3.73亿元，CAGR达20.65%。

图1：公司发展历程



资料来源：新浪财经，爱企查，公司公告，证券之星，零售商业财经，搜狐网，公司官网，浙商证券研究所

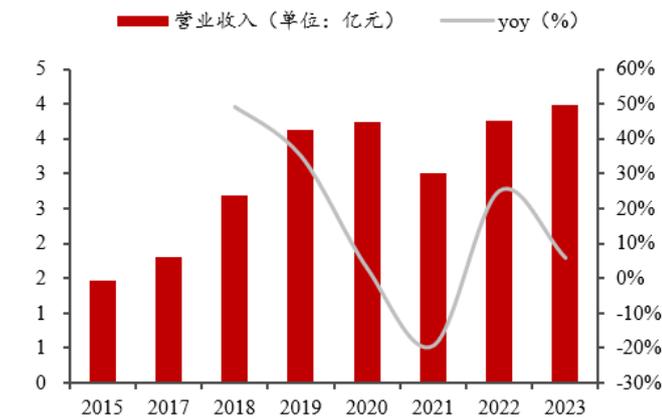
转型量贩零食业务，合并四大品牌（2022年-至今）：1）2022年8月，万辰集团设立新公司并成功推出量贩零食品牌“陆小馋”，首次进入零食量贩赛道，此后通过合并、入股的方式，成功跻身量贩零食头部阵营。2023年9月，公司将旗下“陆小馋”“好想来”“来优品”和“叮嘀叮嘀”四大品牌统一合并为“好想来品牌零食”。同年10月，公司还并购了华东地区老牌零食连锁品牌“老婆大人”。2）多次收购使得公司的主营业务发生了转变。2022年万辰集团实现营收5.49亿元，其中食用菌业务营收占比高达87.88%，量贩零食业务营收占比仅12.12%。2023年，公司量贩零食业务的营收占比就攀升到了94.25%，成为核心主业。2023年公司实现营收92.94亿元，较2022年增长1592%，其中量贩零食业务收入87.59亿。

图2: 公司营业收入快速增长



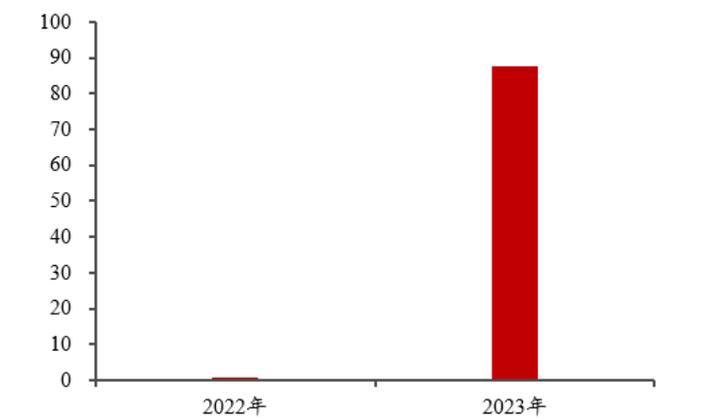
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图3: 2015-2023年金针菇业务营业收入及增速(亿元, %)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所注: 2016年公司未披露金针菇营收数据

图4: 2022-2023年量贩零食业务营业收入(亿元)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所注: 公司从2023年半年报开始披露量贩零食营收数据

1.2 股权结构: 家族企业股权集中, 控股合并量贩零食品牌

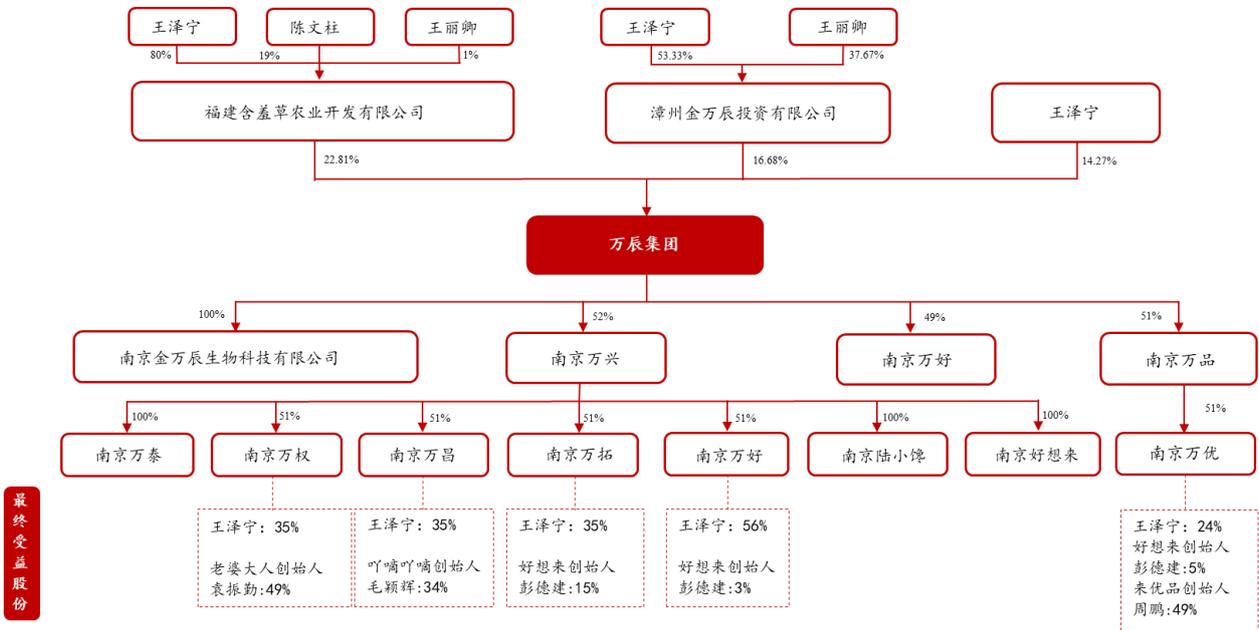
公司是家族企业, 股权较为集中。王泽宁为公司实际控制人, 通过直接或间接方式持有公司 41.41% 股权, 担任公司董事及副总经理, 对公司控制能力强, 有助于保障公司经营稳定。第二大股东王丽卿间接持有公司 6.51% 股权, 第三大股东陈文柱间接持有公司 4.33% 股权。其中, 王泽宁与董事长王健坤为父子关系, 王健坤与王丽卿为姐弟关系, 王健坤与林该春女士为夫妻关系, 与陈文柱先生为表兄弟关系。

2022年设立控股子公司南京万兴, 发力量贩零食。根据2022年7月28日公司公告, 万辰集团为了满足拓展经营业务和提升市场竞争力的需要, 将由公司出资416万元(占注册资本的52%), 王泽宁先生出资384万元(占注册资本的48%), 共同设立控股子公司南京万兴连锁有限公司。旨在发力量贩零食业务。

2024年8月以自有资金2.94亿收购南京万好49%的少数股东权益。根据2024年8月15日公司公告, 为了优化整合产业资源, 提升公司综合竞争力, 公司以自有资金人民币2.94亿元受让兴化德雯管理咨询有限公司(以下简称“兴化德雯”)、兴化苏好管理咨询合伙企业(有限合伙)(以下简称“兴化苏好”)、兴化几何管理咨询有限公司(以下简称“兴

化几何”)合计持有的南京万好商业管理有限公司(以下简称“南京万好”)49%的股权(以下简称“本次交易”)。本次收购完成后,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。

图5: 股权结构图



资料来源: iFind, 公司公告, 企查查, 浙商证券研究所

公司创始人团队在零食赛道深耕多年,兼具上游零食生产、连锁门店运营经验。1) 含羞草食品公司是目前国内最大的果干和坚果生产企业之一。含羞草食品公司由王健坤先生创建于1995年,是一家集果干、坚果、核桃、果蔬冻干等产品加工、研发、销售、物流于一体的现代农业产业化企业集团,总占地面积700余亩,并拥有自有种植基地50000余亩,员工3000多人。形成了从国内外原料基地的整合、控制到产品研发及深加工,再到营销网络的构建一整套具有东方特色的供应链管理新模式。2) 零食工坊自2007年3月由林该春女士创办,曾拥有包括直营和加盟在内的320家连锁店,覆盖到以江苏为中心的多个县市。零食工坊定位中高端,拥有近百个品牌、六大品类、近千种口味的中外零食。根据2022年8月11日公司公告,万辰集团以自有资金902万元收购零食工坊部分资产。3) 南京陆小饒量贩零食有限公司由林该春女士于2022年推出的平价零食连锁品牌。

表1: 公司核心管理层经验丰富

姓名	职务	出生年份	个人履历
王健坤	董事长	1968	硕士研究生学历。曾任福建东方食品执行董事、总经理,江苏含羞草食品执行董事兼总经理,上海含羞草贸易执行董事兼总经理,青州市澳润福食品有限公司执行董事兼总经理,南京万兴商业管理有限公司执行董事。现任江苏省政协委员,福建含羞草农业开发有限公司执行董事,含羞草(江苏)食品有限公司监事执行董事兼总经理,南京金万辰生物科技有限公司执行董事,漳州金万辰投资有限公司执行董事兼总经理,东方国际(香港)股份有限公司董事,江苏零食工坊连锁食品有限公司董事,万辰集团董事长。
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。现任公司董事、副总经理,南京万兴商业管理有限公司总经理,南京万品商业管理有限公司总经理,南京陆小饒量贩零食有限公司总经理,漳州陆小饒量贩零食有限公司经理。

王丽卿	董事、 总经理	1965	专科学历。曾任福建东方食品集团有限公司副总经理，漳州含羞草食品有限公司总经理，福建万辰生物科技集团有限公司经理，上海含羞草贸易有限公司监事，漳州含羞草进出口贸易有限公司执行董事，福建海丽天食品有限公司执行董事兼总经理，漳州金万辰投资有限公司执行董事兼总经理。现任公司董事、总经理，南京含羞草食品有限公司监事，南京金万辰生物科技有限公司总经理，福建海丽天食品有限公司监事，海之路（福建）食品有限公司监事。
陈文柱	董事	1980	高中学历。曾任南京含羞草采购经理，江苏含羞草董事，福建农开发执行董事。现任公司董事，南京卡罗依礼品有限公司执行董事、南京华造塑业有限公司监事、福建含羞草农业开发有限公司经理。
林该春	董事	1967	专科学历。曾任南京含羞草食品有限公司执行董事，漳州东方恒信担保有限公司董事长，福建含羞草农业开发有限公司执行董事、总经理，福建东方食品集团有限公司总裁助理，上海含勋商务咨询有限公司监事、执行董事兼总经理，上海含羞草贸易有限公司执行董事，南京金万辰生物科技有限公司执行董事，漳州含羞草进出口贸易有限公司执行董事、监事，漳州金万辰投资有限公司执行董事、经理，江苏含羞草农业有限公司监事会主席、董事长兼总经理、监事、执行董事兼经理，南京万泰食品供应链管理有限公司执行董事。现任南京含羞草食品有限公司执行董事，漳州含羞草食品有限公司执行董事兼经理，福建东方食品集团有限公司执行董事，漳州含羞草进出口贸易有限公司执行董事，漳州金万辰投资有限公司监事，江苏万宸置业投资有限公司执行董事，江苏含羞草农业有限公司执行董事兼总经理，江苏零食工坊连锁食品有限公司董事长，南京万兴商业管理有限公司执行董事，漳州陆小馋量贩零食有限公司执行董事，南京陆小馋量贩零食有限公司执行董事，万辰集团董事。
李博	董事、 副总经理	1983	硕士研究生学历。曾任浙江瑞丰农业发展有限公司生产部技术总监，江苏康盛农业发展有限公司副总经理。现任公司董事、副总经理。曾参与编辑《中国食用菌菌种学》、《食用菌工厂化栽培实践》，作为主要起草人之一参与“金针菇工厂化栽培技术规范”标准制订，主持福建省种业创新与产业化工程项目“金针菇工厂化专用品种选育及液化菌种产业化示范推广”，参与漳州市科技局两化融合项目“漳州市食用菌行业智能测控系统建设示范”和科技部政策引导类计划项目“食用菌工厂化生产科技示范”等科研项目。
蔡冬娜	副 总 经 理、 财 务 总 监、 董 事 会 秘 书	1971	专科学历。曾任漳州信德士集团有限公司财务经理，福建东方食品财务经理、财务总监。现任福建万辰生物科技集团有限公司副总经理、财务总监、董事会秘书。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2023年9月，公司将旗下“陆小馋”“好想来”“来优品”和“吡啱吡啱”四大品牌统一合并为“好想来品牌零食”。同年10月，公司还并购了华东地区老牌零食连锁品牌“老婆大人”。目前的核心管理人员均来自各区域区域零食量贩品牌，且为万辰集团的少数股东。

表2：万辰旗下零食品牌创始人介绍

姓名	个人介绍
彭德建	好想来创始人。好想来江苏兴化首店于2011年开业，截至2023年底，好想来门店总数已超过3700家，覆盖了全国20个省、3个自治区和4个直辖市，在量贩零食市场中的占有率强势领先，向实现万店目标迈进。
袁振勤	老婆大人创始人。老婆大人成立于2010年，总部位于宁波，已加盟模式拓展，窄门餐眼数据显示，截至2023年9月，老婆大人门店数量达到538家，主要分布在浙江省内。
毛颖辉	吡啱吡啱创始人。吡啱吡啱南昌首店于2020年正式开业，是一家立足江西，放眼全国的零食量贩连锁企业。截至2023年9月，吡啱吡啱门店数400+，主要覆盖江西、重庆、陕西、福建、四川。
周鹏	来优品创始人。来优品是南京万优旗下品牌，是一家聚焦社区商业和乡镇市场的零食连锁品牌。来优品品牌零食超市淮南首店于2015年正式开业，成立之初从一家不足12平方的小店，发展到截至2024年，门店2000多家，每年服务1亿人次，平均每月新增180家门店，主要覆盖安徽、河北、河南、山西、湖北、山东。

资料来源：企查查，浙商证券研究所

1.3 股权激励：考核目标持续超额完成，团队激励充分

股权激励充分，显著提高员工积极性。公司分别于2022年、2023年和2024年实行四次股权激励计划，公司股权激励共有三大特征：**1) 覆盖面较广：**整体覆盖员工数达200人以上，覆盖董事长在内的核心高管、核心业务人员和骨干员工，激励覆盖人数多、覆盖层级广。**2) 考核目标超预期完成：**2022年股权激励考核要求为2022-2024年营收增长不低于10%、25%、35%，2023年第一期股权激励考核要求为2023-2025年营收达到16、18、20亿元，2023年第二期股权激励考核要求为2023-2025年营收达到35、40、45亿元，2024年股权激励考核要求为2024-2026年营收达到200、220、240亿元。公司2023年、2024Q1-3营业收入分别达92.94、206.13亿元，显著超越考核目标，彰显激励效果。

表3：万辰集团股权激励计划

	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占本激励计划授出权益数量的比例	占本激励计划公告日股本总额比例	授予价格(元/股)
2022年	王健坤	董事长	120.00	20.87%	0.78%	8.78元/股
	王丽卿	董事、总经理	60.00	10.43%	0.39%	
	林该春	董事	40.00	6.96%	0.26%	
	王泽宁	董事、副总经理	40.00	6.96%	0.26%	6.27元/股
	李博	董事、副总经理	10.00	1.74%	0.07%	
	蔡冬娜	副总经理、董事会秘书、财务总监	10.00	1.74%	0.07%	
	柯建平	副总经理	2.50	0.43%	0.02%	
		核心业务人员和骨干员工(45人)	177.50	30.87%	1.16%	
		预留部分	115.00	20.00%	0.75%	
	合计	575.00	100.00%	3.75%		
2023年第一期		核心业务人员和骨干员工(42人)	1209.50	100.00%	7.88%	12.07元/股
		合计	1209.50	100.00%	7.88%	
2023年第二期	蔡冬娜	副总经理、董事会秘书、财务总监	10.00	1.28%	0.07%	18.65元/股
		核心业务人员和骨干员工(180人)	614.05	78.72%	4.00%	
		预留	156.01	20.00%	1.02%	
		合计	780.06	100.00%	5.08%	
2024年	蔡冬娜	副总经理、董事会秘书、财务总监	10.00	0.88%	0.06%	15.17元/股
		核心业务人员和骨干员工(57人)	1002.90	88.53%	5.82%	
		预留	120.00	10.59%	0.70%	
		合计	1132.90	100.00%	6.57%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2024-2026年公司股权激励费用分别为1.88亿/1.08亿/0.3亿元。

表4: 股权激励费用 (单位: 万元)

	需摊销的总费用	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
2022年	1882	188	1013	516	171		
2023年第一期	16169		7126	6470	2200	373	
2023年第二期	12462		2746	6612	2529	575	
2024年	13609			5236	5888	2089	396
摊销总费用		188	10884	18833	10787	3037	396

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

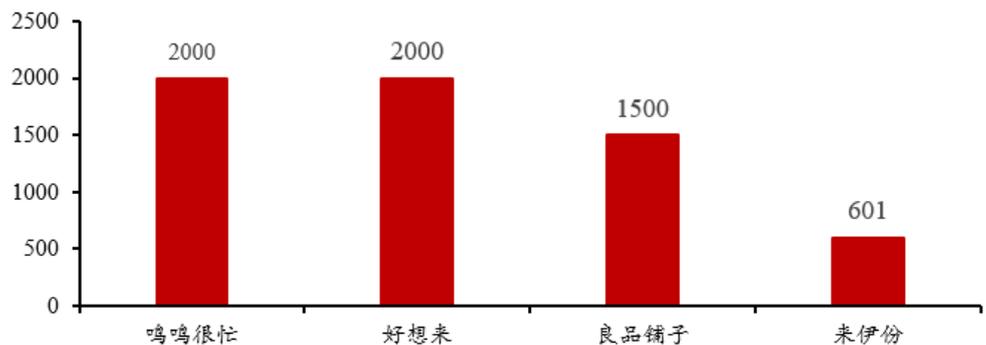
2 量贩零食: 规模扩张与竞争升级驱动未来发展

2.1 优势: 量贩零食渠道具备品类优势, 满足“多快好省”消费需求

量贩零食是一种通过集中采购、压缩流通链条、提升运营效率为消费者提供高性价比消费体验的垂直品类零售业态。该业态通过对供应链和零售门店的创新改革, 提升了渠道效率, 确保产品能更高效地触达消费者。在供应链端, 量贩零食通过简化中间环节, 直接与品牌厂商或上游代理商对接供货, 利用规模化销量促使品牌厂商降价, 最大限度降低了中间环节加价率。在门店端, 持续优化的店铺模型基于大量动销数据, 推动产品种类、商品陈列及库存周转的优化, 不断提升门店经营效率, 并通过标准化的门店设计和统一品牌策略, 大幅节约了营销和传播成本。在提升渠道效率的同时, 量贩零食压缩各环节的毛利, 将节省的利润让渡给消费者和加盟商, 与加盟商互利共赢, 共同为消费者提供极致的性价比, 真正实现薄利多销。此外, 量贩零食店深入社区, 设有明亮宽敞的店面, 提供多达数百种商品, 配备整齐美观的货架, 营造了自由挑选的购物氛围, 为消费者带来更为愉悦的购物体验。量贩零食通过多方面的效率升级, 更好地满足了消费者的需求。

高效满足消费者“多、快、好、省”的消费需求, 零食品类竞争优势明显。在扩大内需、提振消费的政策大环境下, 消费领域的创新和重建也在同步发生, 消费者在需求和消费习惯上发生了结构性变化, 消费决策变得更为成熟和理性。在很多品类的消费上, 优质平价的品类受到青睐, 从而为具备更高性价比的品类的发展提供了契机。所谓更高性价比是指在产品品质相同的情况下, 产品的价格明显低于其他品牌, 或者是在产品品质没有太大区别的情况下, 能实现价格下探、服务品质上行的品类、品牌才会有更大的发展潜力。量贩零食业态具有 SKU 数量多及 SKU 宽度高的特点: 1) 门店 SKU 数目高于便利店及大部分传统线下零食店, 2) SKU 几乎涵盖食品饮料所有子品类。

图6: 量贩零食店与传统零食店 SKU 数量对比 (单位: 个)



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

量贩零食的硬折扣商业模式，是利用零售规模效应增强了集采优势，直接与厂商对接，使品牌在保持产品质量的同时，可以采取低价支持加盟商，从而使加盟商的盈利能力提升，同时也让利于消费者，消费者能以更低的价格获取到高质量的产品。而对于上游品牌厂商，量贩零食商通过大规模的采购保证了稳定的销量，为品牌厂商提供了可预测的业务增长和收入来源。最终结果是形成了一个量贩零食品牌、供应商、加盟商和消费者之间的共赢生态。量贩零食通过技术革新实现数字化改造实现门店效率的提高，创新了生产要素配置，重塑和缩减整个交易链条，是从门店到供应链的整体效率提升，并为行业参与者创造了良好的盈利基础。

表5：常见散装产品价格对比

散装产品	好想来价格/元	赵一鸣零食价格/元	零食很忙价格/元	量贩零食店均价/元	某传统超市价格/元	价格差异
甘源青豌豆	15.8	15.8	15.8	15.8	29.9	47.2%
齐云山南酸枣糕	35.5	35.5	35.5	35.5	39.9%	10.8%
泓一炼乳夹心吐司	8.8	8.8	8.8	8.8	16	43.3%
趣多多曲奇饼干	24.6	24.8	24.8	24.8	36.9	33.5%
卫龙魔芋爽	19.5	19.5	19.5	19.5	46	57.4%
喜之郎果冻果肉香橙味	12.6	12	12	12.3	15	18%
百岁山矿泉水	1.8	1.8	1.8	1.8	3	40%
可口可乐	1.9	1.9	1.9	1.9	3	36.67%
雀巢咖啡	4.6	4.6	4.6	4.6	5.5	16.36%
王老吉	2.8	2.8	2.8	2.8	4	30%
特仑苏	49.4	49.9	49.9	49.9	68	26.62%

资料来源：百度，浙商证券研究所
 价格差异=（传统商店价格-量贩零食店均价）/传统商店价格

2.2 行业β：过去五年 CAGR+91%，CR2 超过 60%

量贩零食行业千亿市场规模，过去五年复合增长率为 91%，未来增长空间仍大。据艾媒咨询、共研网和中商情报网数据显示，量贩零食行业销售规模从 2019 年的 41 亿元迅速攀升至 2023 年的 707 亿元，预计 2024 年底将突破千亿大关，达到 1046 亿元，过去五年复合增长率为 91%，显示出量贩零食正成为零售行业的重要增长点。门店数量同样实现了快速扩张，从 2019 年底的 2500 家增长至 2023 年底的 2.5 万家，我们预计 2024 年底核心品牌门店数将增至 3.5-4 万家。行业规模的快速扩张也进一步推动了品牌格局的演变。

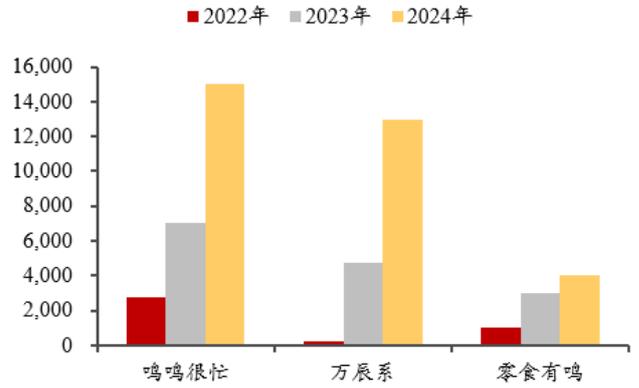
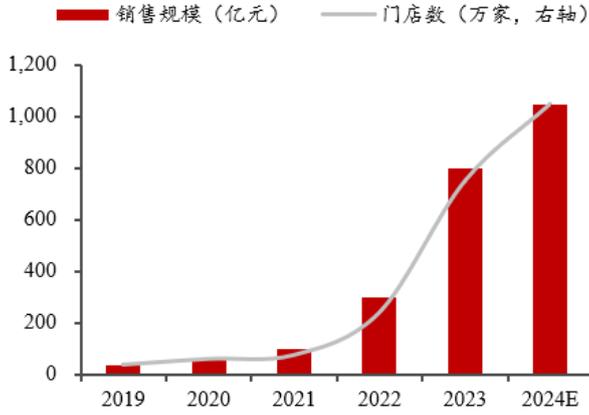
量贩零食行业作为垂直品类的零售行业，其核心是成本领先，即低毛利、高周转、大规模，讲究效率的持续提升。头部企业具备规模优势，通过供应链的持续优化降低成本，形成飞轮效应，从而实现强者恒强。

量贩零食行业在 2021 年后崛起的几年时间内，已经形成 CR2 超过 60% 的竞争格局。
 1) 量贩零食行业从 2021 年开始加速发展，源自于 2021 年后商家的尾货清仓处理，因此崛起了类似于好特卖等折扣超市。随着规模的扩大以及性价比消费的发展，零食品类具备高毛利、冲动性消费的特点，使得其在每一轮渠道变革中能够最先、最快探索出发展模式。
 2) 2022 年，量贩零食在二、三线及以下市场快速发展，形成区域性龙头，如来优品、戴永红、老婆大人等品牌。
 3) 2023 年，随着龙头品牌加速扩店以及竞争加剧，行业整合提速。2023 年 9 月，万辰集团将旗下四个品牌整合为“好想来”，并收购老婆大人 100% 股

份。2023年11月，零食很忙和赵一鸣零食宣布战略合并。4) 2024年，根据品牌官网、高德地图等，截至2024年底我们预计量贩零食行业核心品牌门店数约为3.5w-4w家左右，其中很忙系门店总数约为1.5w家，万辰系门店总数约为1.3w家，CR2超过60%。

图7: 量贩零食行业规模超千亿

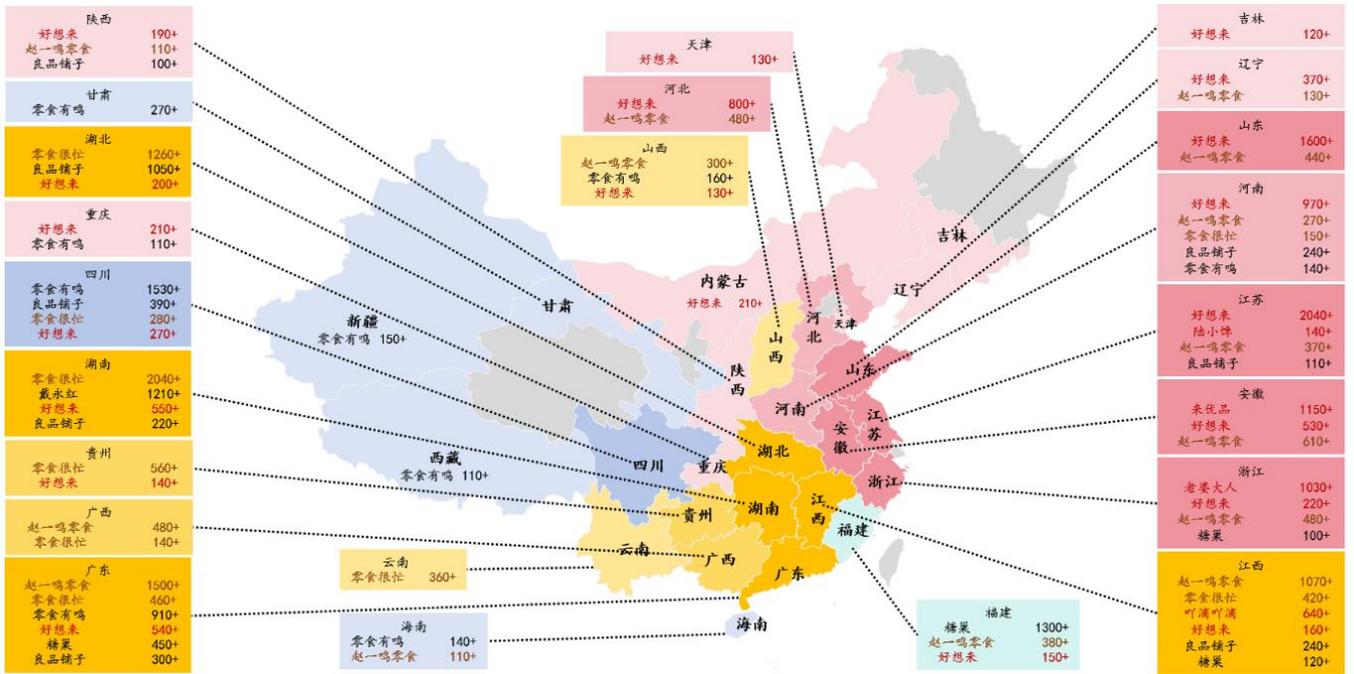
图8: 行业 TOP2 门店数量规模优势显著 (单位: 家)



资料来源: 中商情报网, 中国零食硬折扣白皮书, 艾媒咨询, 浙商证券研究所

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 浙商证券研究所

图9: 国内量贩零食门店分布 (家)



资料来源: 高德地图、公司官网, 浙商证券研究所
注: 数据截止至2025年1月, 因统计口径不同或有差异

量贩零食行业的快速发展带动了产业链上下游加速整合。1) 12月18日，零食很忙集团获得好想你 and 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。增资完成后，好想你将持有零食很忙6.64%股权，盐津铺子控股则持有零食很忙3.32%的股权。据此推算，零食很忙集团的估值已达到105.4亿元。2) 2024年10月28日，三只松鼠发布公告，公司将通过全资子公司安徽一件事创业投资有限公司以不超过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；拟以不超过人民币 0.6 亿元收购未来已来（天津）科技发展有限责任公司（简称“爱折扣”）的控制权或相关业务及资产；拟以不超过人民币 1 亿元收购安徽致养食品有限公司（以下简称“致养食品”）的控制权或相关业务及资产。公司全资子公司安徽一件事创业投资有限公司拟合计投资不超过人民币 3.6 亿元，与爱零食、爱折扣、致养食品达成深度合作，借助三只松鼠品牌、供应链、管理赋能共同拓展线下市场及进入乳饮饮料新赛道。3）2025 年 1 月，盐津铺子退出鸣鸣很忙集团，并将所持 3.3%股权转让给湖南晓芒企业管理有限公司

表6：2023-2024 年行业并购新闻

时间	事件
2023 年 8 月至 10 月	爱零食 8 月控股“恐龙和泰迪”，9 月全资收购“胡卫红”，10 月收购“零食泡泡”。
2023 年 9 月 12 日	万辰集团将旗下来优品、好想来、叮嘀叮嘀、陆小饽四大零食品牌合并为“好想来品牌零食”。
2023 年 9 月 28 日	万辰集团以 867.75 万元收购“老婆大人”100%股份。
2023 年 10 月	零食舱接管零食么么所有门店。
2023 年 11 月	零食很忙和赵一鸣零食宣布战略合并。
2023 年 12 月 9 日	好想你和盐津铺子以 7 亿和 3.5 亿人民币投资零食很忙集团，持股 6.6%与 3.3%
2024 年 10 月 29 日	三只松通过全资子公司以 2 亿元和 0.6 亿元收购“爱零食”和“爱折扣”。据联商网发布的《2023 年度折扣连锁 TOP20》榜单显示，爱折扣的门店数量已达到 80 家。湖南爱零食科技有限公司 2020 年成立，主要从事新型量贩零食品牌“爱零食”在湖南、湖北等区域的扩张，2023 年 8 月，爱零食还控股了成都本地连锁零食品牌“恐龙和泰迪”，9 月，全资收购贵州量贩零食品牌“胡卫红”，10 月又控股陕西品牌“零食泡泡”，并喊出了 3 年打造 3000 家门店的目标。根据爱零食小红书官方账号今年 9 月披露的数字，目前爱零食在全国拥有超过 1800 家门店，今年还新增了便利店业态。
2025 年 1 月	盐津铺子退出鸣鸣很忙集团，并将所持 3.3%股权转让给湖南晓芒企业管理有限公司

资料来源：FoodTalks，澎湃新闻，公开资料整理，浙商证券研究所

2.3 公司 α：作为龙二具备规模/管理优势，行业唯一上市公司

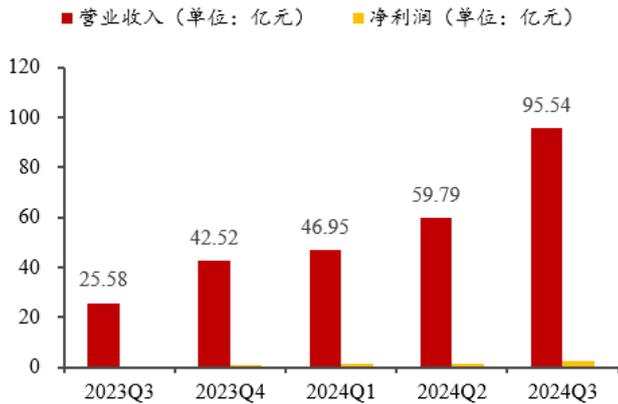
为什么是万辰而不是其他公司？1）创始团队：公司创始人团队早期便深耕零食、零售行业，1995 年创办含羞草、2007 年创办零食工坊，对于产业链上下游具备深入的实操经验和行业洞察。2）先发优势：公司在 2022 年创办“陆小饽”正式发力量贩零食，并成功控股收购“好想来”、“来优品”、“叮嘀叮嘀”、“陆小饽”、“老婆大人”实现快速整合，将地方性区域龙头合并至上市公司体内，实现统一运作，强强联合。并且，不同于电商，线下零售竞争过程中，优质门店点位和经销商资源是有限的，其更替存在一定难度。3）规模优势：零售的本质是成本的竞争，也就是低毛利、高周转，规模优势意味着公司在采购过程中能够有较强的议价能力，从而让利给消费者，更好的满足消费者需求。

公司已经形成覆盖水饮冲调、膨化食品、烘焙糕点、糖巧果冻、肉类零食、坚果炒货、方便速食、果干蜜饯、素食山珍等 9 大核心品类的产品组合，基本涵盖食品饮料所有子品类。单店 SKU 数量约 1500 多个，囊括各类目的国内国际头部品牌以及地方性特色品牌，充分全面地满足了不同消费者群体的多元化食品需求。

2023 年公司量贩零食业务实现营业收入 87.59 亿元，较同期上升 13,057.81%；剔除计提的股份支付费用后实现净利润 0.33 亿元。其中，2023 年上半年度、下半年度量贩零食业务收入分别为 19.49 亿元、68.10 亿元，2023 年下半年度较上半年度增长 249.50%；2023 年上半年度、下半年度量贩零食业务毛利率分别为 7.87%、9.99%，2023 年下半年度较上半年度提升 2.12 个百分点；2023 年上半年度、下半年度量贩零食业务销售费用率分别为

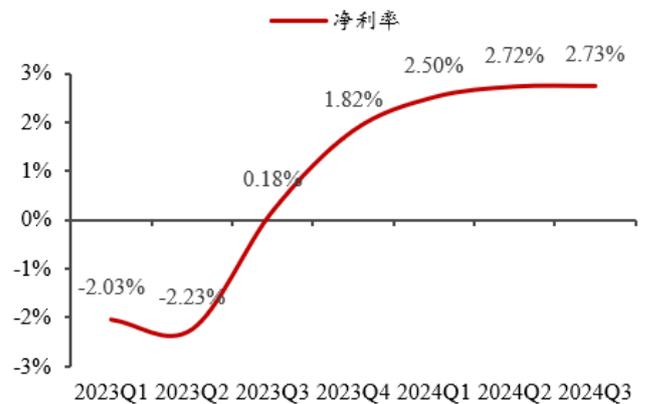
5.76%、4.67%，2023 年下半年度较上半年度下降 1.09 个百分点；2023 年各季度量贩零食业务净利润分别为-0.12 亿元、-0.66 亿元、-0.43 亿元、0.16 亿元，剔除计提的股份支付费用后分别为-0.11 亿元、-0.31 亿元、0.05 亿元、0.70 亿元。对应净利率分别为 2.03%、-2.23%、0.18%和 1.82%，经营效益和利润水平持续稳步提升。2024 年公司营收 300-340 亿元，同增 243%至 277%；净利润 7.9-8.8 亿元（剔除股份支付费用后），净利率 2.50-2.75%。

图10: 2023Q3-2024Q3 量贩零食业务营业收入及净利润（亿元）



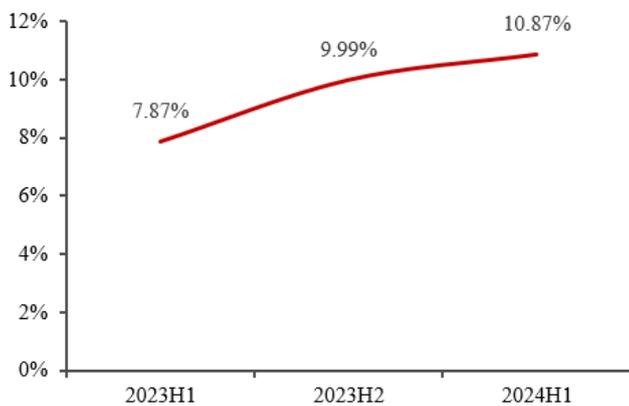
资料来源: iFind, 浙商证券研究所 注: 净利润为剔除股份计提后净利润

图11: 2023Q1-2024Q3 量贩零食业务净利率



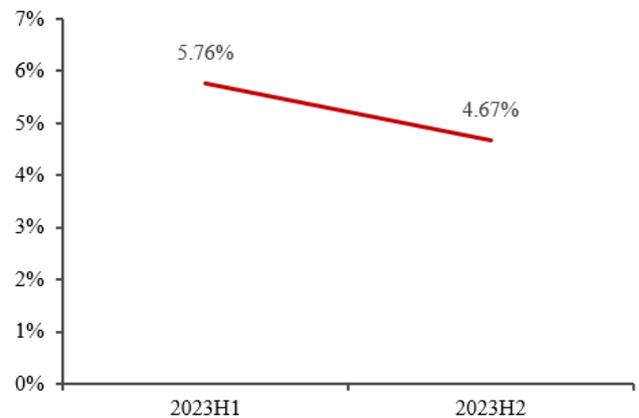
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图12: 2023H1-2024H1 量贩零食业务毛利率



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

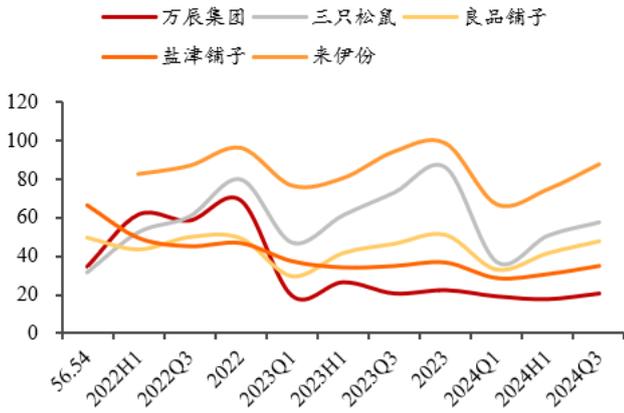
图13: 2023 年量贩零食业务销售费用率



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

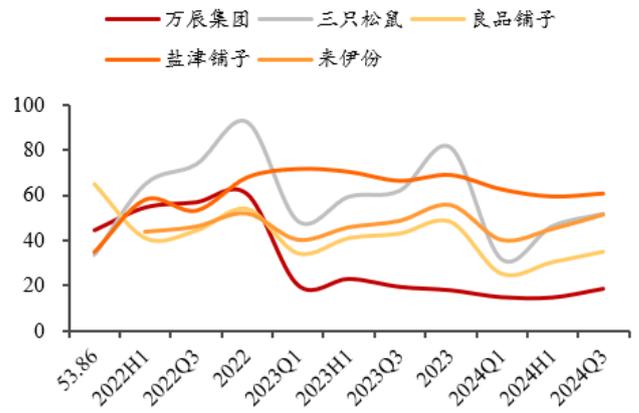
公司设立了专门的商品中心，通过集团统一与国内国际头部食品饮料品牌和地方特色品牌直接建立了深度业务合作关系，省去了多重中间环节，最大程度地缩短了零售链条，在保供保量的同时获取了极具竞争力的采购成本。为确保供货的及时性和效率，公司已在全国设立了 21 个仓储中心，确保快速满足各门店的供货需求，实现“T+1”配送原则。公司拥有超 30 万平现代化物流仓和数字化供应链系统，这一专业标准化的物流体系极大提高了整体运输效率，确保产品以最快的速度送达终端店铺。高效的供应链周转不仅减少了库存积压，也保证了产品新鲜度，使消费者能够享受到更新鲜、更美味的休闲零食。

图14: 量贩零食与传统零食行业应付账款周转天数对比



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图15: 量贩零食与传统零食行业存货周转天数对比



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

公司的管理团队已经建立了一套成熟的经营管理流程, 涵盖店铺拓展选址、门店装修、开业培训至日常运营等各个方面。公司为加盟商提供从选址到运营的全面支持服务, 加速新店的开业进程, 并通过培训学习, 促进加盟商管理能力提升。

为了进一步加速门店扩张, 头部品牌通常采用降低加盟门槛和补贴政策的优惠。整体上来说, 加盟一家零食店的总投入约为 50-60 万, 首次进货大约 20-30 万, 其余主要为设备及原料、装修费。过去几年, 头部品牌在补贴力度上给与较大优惠, 为了进一步抢占份额, 多家品牌提出 0 加盟费的政策。

我们认为, 门店的运营一方面依靠公司运营体系的管理和培训, 另一部分依靠区域市场优质点位、门店的选择。由于目前行业已经形成“双寡头”的竞争格局, 我们预计补贴力度有望逐步收回, 因此公司的净利率有望进一步提升。

3 折扣超市: 量贩零食“超市化、电商化”趋势提速

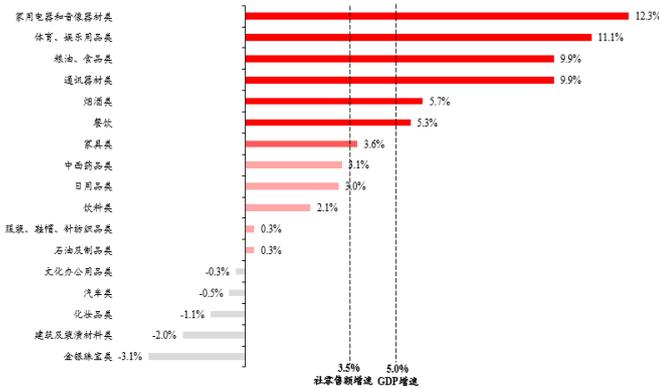
3.1 消费升级与降级并存, 刚需/悦己类消费具韧性

2024 年, 社会消费品零售总额 487895 亿元, 比上年增长 3.5%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 437581 亿元, 增长 3.8%。1) 按品类分, 家电、体育用品、粮油食品、通讯器材类增速位居前列; 珠宝、建材、化妆品、汽车、文化办公用品同比下降。其变化一方面受基数以及政策导向影响, 另一方面也体现了悦己型消费的高增长, 以及刚需性消费的增长韧性。2) 按零售业态分, 2024 年, 限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额比上年分别增长 4.7%、4.2%、2.7%; 百货店、品牌专卖店零售额分别下降 2.4%、0.4%。3) 2024 年, 全国网上零售额 155225 亿元, 比上年增长 7.2%。其中, 实物商品网上零售额 130816 亿元, 增长 6.5%, 占社会消费品零售总额的比重为 26.8%; 在实物商品网上零售额中, 吃类、穿类、用类商品分别增长 16.0%、1.5%、6.3%。

从消费趋势来看, 升级与降级并存, 品类差异仍大。按商品单价看, 科尔尼中国消费者调研显示, 悦己和健康属性较为突出的零食、酒水、饮料、宠物、美妆、个护、保健品、健身器材品类, 均呈现消费升级的趋势; 而家清、家居、家具、衣帽、鞋服、箱包、

食品、调味品、消费电子、小家电等，则伴随国产替代、渠道自有品牌和白牌的进一步渗透，呈现不同程度的消费降级。

图16: 2024年中国社零数据



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图17: 2023年分品类消费升级与降级趋势



资料来源: 科尔尼, 浙商证券研究所

根据科尔尼分析，在“品类金字塔”中，消费者对不同品类表现出不同的核心诉求。对于“刚需”、“可选”、“享受”三大类别，在底层需求的共性基础上，沿着“需求金字塔”逐步升级。金字塔的最底层的是以“民以食为天”为主旋律的刚需品。以零食、酒水、饮料品类为例，本次调研发现：在功能属性上，消费者普遍最关注健康、美味和安全，其次才是性价比；而在情感属性上，消费者最看重信赖和安全，并且这样的偏好在各个年龄阶段、性别及城市线级都成立。

图18: 不同品类的情感与功能特征偏好



资料来源: 科尔尼, 浙商证券研究所

3.2 量贩零食转型折扣超市，线上线下加速跑马圈地

量贩零食转型折扣超市具备天然的竞争优势，也是行业未来发展的必然。一方面，2025年量贩零食行业已经进入双寡头竞争格局，形成先发、规模的竞争优势，后起之秀较

难再对竞争格局形成冲击；另一方面，零食品类具备高毛利、冲动性消费的特征，客单价通常为 20-30 元左右，较难突破至百元以上。由于量贩零食门店，在短短几年时间内下沉到了二线及以下市场，抢占了优质点位，尤其是以社区为代表的周边人群的生活需要，并快速实现了行业集中度的提升，因此其转型折扣超市，进行品类扩充是自然而然的选择，也具备天然的竞争优势。

2024 年 6 月，作为行业龙三的零食有鸣就在成都开设了第一家零食有鸣批发超市。这标志着量贩零食转型折扣超市的进程进一步加速。截至 2024 年 12 月，其门店数已超过 1000 家。

2025 年 1 月 10 日，万辰集团首家“来优品”省钱超市在合肥开业。来优品省钱超市与好想来门店模型对比：相较于好想来品牌零食 150 m²的标准店面面积，新开业的来优品省钱超市总面积约 300 平方米。品类及 SKU 数量也在原有基础上大幅提升，增加了酒水冻品、短保烘焙、米面粮油、日化用品、咖啡烤肠、鲜卤食品等品类，SKU 数量从 1800+扩充至约 3000+。品类规划：1) 以零食为基础核心，不断优化产品结构，保持零食品类市场优势；2) 针对民生必需品，规划了三个磁石品类，源头厂家产地直供，依靠集团强大供应链优势，降低成本，让利消费者，真正做到为其省钱；3) 自有品牌开发，将会是接下来重点战略之一。

在 2 月 17 日举行的 2025 年战略发布会上，量贩零食领导品牌鸣鸣很忙正式推出自有品牌产品，以及省钱超市。鸣鸣很忙 CFO 王钰潼在发布会上透露，预计 2024 年零售额将突破 555 亿元，而其门店数量已超过 15000 家。同时，鸣鸣很忙宣布将在全国范围内推广双品牌 3.0 店型，正式推出“赵一鸣省钱超市”。这一新店型以“品类精选、价格合理、购买便利”为核心，并新增百货日化、文具潮玩、烘焙、鸡蛋等多样化产品，增设鲜食和低温冻品专区。

表7：2024-2025 年折扣超市相关新闻

时间	事件
2024 年 6 月	零食有鸣在成都开设第一家批发超市
2024 年 8 月	爱零食宣布新增便利店业态
2024 年 9 月	零食优选旗下品牌惠真批发超市开始铺货
2024 年 9 月	恰货铺子通过扩充全品类向超市转型
2024 年 9 月 17 日	来伊份开出首家仓储会员店，主要面向家庭、企业及组织性采购，会员年费 99 元
2024 年 12 月	“零食有鸣批发超市”门店数超过 1000 家
2025 年 1 月 10 日	“来优品”省钱超市在合肥开业，sku 数量扩充至 3000 左右。
2025 年 1 月 22 日	赵一鸣省钱超市上线，新店营业面积在 180-240 平，新增 sku 超过 400 种。

资料来源：百度，同花顺财经，浙商证券研究所

3.2.1 乐尔乐：24 年门店 7900 家，总销售规模 520 亿

乐尔乐是一家以自营店为主，结合加盟连锁的商业零售公司，公司成立于 2011 年 5 月 18 日。2022 年年底是 2100 家店，其中 7%的直营店，93%的加盟店。2023 年年末，乐尔乐门店数量接近 4000 家，总销售规模 400 亿元；到 2024 年末，乐尔乐签约门店数超过 7900 家，总销售规模预计突破 520 亿元。选址：绝大多数门店面积在 100-500 平方米左右，客

单价 35 元-45 元，日均来客数 1300 人/店。**选品**：只做标品、不做生鲜等复杂品。食品销售占比约 60%，非食占比约 40%。**供应链**：1) 供应商通常依据采购规模大小，为零售企业提供 2-10 个点的优惠幅度。2) 随着规模扩大，乐尔乐筹建自有仓储供应链中心，重点强化供应链效率。3) 乐尔乐允许门店在报备基础上外采。**运营**：1) 由门店直接向供应商下单，供应商直接配货给门店。2) 开始逐步将松散型加盟逐步改为紧密型加盟，同时发展合伙制直营店，以此提升门店管控力度。**单店模型**：综合毛利率约为 18%左右，年均加盟商增长率约为 30%，回本周期 1-1.5 年。

图19：乐尔乐门店核心区域城市占率持续提升



资料来源：绿色青浦微信公众号，浙商证券研究所

图20：乐尔乐门店内区域分区明确



资料来源：绿色青浦微信公众号，浙商证券研究所

3.2.2 条马：扎根重庆的硬折扣连锁店

条马总部位于重庆的硬折扣连锁店，门店数量约 200 家，日均单店销售 2-3 万元。目标是未来在重庆开出 1000 家门店，仓库随门店数量扩张。**选址**：总部位于重庆的硬折扣连锁店，主要在以重庆为代表的二线城市及周边乡镇。选址社区周边，面积 150-250 平。**选品**：精选 500-800 个 SKU。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，不做生鲜，有部分自有品牌。**供应链**：1) 不收取各种额外费用，包括扣点、促销费、陈列费、条码费等。2) 精简了物流运输流程，减去拆包分拣等环节。**运营**：所有组织架构和系统追求高效、极简。除了收银系统，门店内 SOP 等方面都是纸质化办公。**单店模型&扩张模式**：前后台毛利率设置为 15%，其中房租 2%、人力成本 4-5%，仓储物流 2%，除去总部费用，理论上还有 1%-2%的净利润。

图21: 条马门店数量拓张



资料来源: 华夏致富网, 浙商证券研究所

图22: 条马店内零食陈列整齐有序



资料来源: 华夏致富网, 浙商证券研究所

3.2.3 盒马 NB: 自有品牌占比 30%，线上线下载发力

盒马 NB (Neighbor Business) 诞生于 2021 年, 早期主要用于消化盒马生鲜临期打折商品, 后发展成为硬折扣店。截至 2025 年 1 月, 盒马 NB 在上海、杭州、苏州、嘉兴地区的门店总数已达到 200 家。选址: 盒马 NB 店通常只有 700-800 平米, 围绕盒马 NB 店, 各大社区里还盘踞着很多盒马 NB 自提店和盒马 NB 自提团点, 门店面积几十平米。选品: 精选 SKU, 品类包括生鲜果蔬、粮油副食等, 自有品牌占比接近 30%。货源主要是为 NB 门店开发的高性价比商品, 其中盒马自有品牌“盒马 NB”主打天天低价、件件爆款, 极致性价比。供应链: 1) NB 自提店“线上下单、次日自提”的模式类似社区团购的做法。2) 渠道上, 借助盒马自身的供应链对商品进行分发。运营: “1+N”模式扩张。其中“1”是指选址在人群密集、相对下沉市场的盒马 NB 线下店, “N”则是指围绕在盒马 NB 线下店周围的“线上下单、次日提货”自提店, 每个 NB 自提点大约覆盖 4~5 个小区, 方便社区居民就近自提。加盟方式: 一是自行租赁 30 平米左右的店铺用于开设 NB 自提店, 二是异业合作, 在现有商铺中增加盒马 NB 项目, 实现业务增量; 三是团点合作, 类似于社区团购中的“团长”。单店模型: 开店佣金为 8.8%, 开团最高为 5%。

图23: 盒马 NB 主打“天天低价、件件爆款”策略



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

图24: 盒马 NB 门店内自有品牌占比较高



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

3.2.4 奥乐齐：德国硬折扣鼻祖，国内加速扩店

奥乐齐于2019年6月正式在中国上海开设线下门店，截至2024年11月，奥乐齐门店数达到60家，覆盖黄浦、普陀、徐汇、静安、浦东等14个行政区。选址：门店面积在500-1000平方米左右，大部分门店分布于社区和商住项目中。选品：1) 少SKU，全店保持在2000个SKU左右，大约1500个是日常必需品，聚焦于食品杂货，辅以生鲜等高价格弹性的品类。2) 自有品牌占主导，未来在华自有品牌占比将达90%，减少由于品牌营销附加费用带来的商品价格的上升。供应链：1) 利用电商平台的定制化开发，在天猫旗舰店开发专属页面，运用大数据分析用户行为，向消费者推出个性化商品推荐和促销活动。2) 进行O2O模式的试验，“线上下单，门店自提”，提升购物体验。3) 与更多中国本土供应商合作，开发符合本地市场需求的商品，开发自有商品。运营：1) 平均一家门店员工8-10名，但单店同一时段平均当值员工不超过4位。2) 门店装修方面也主打“简朴”，降低店租成本。3) 选用整箱陈列方式，简化库存管理，提升补货效率和整箱上货的比例。

图25：奥乐齐加速布局本土市场



资料来源：百度，浙商证券研究所

图26：奥乐齐SKU聚焦于食品杂货



资料来源：百度，浙商证券研究所

3.2.5 爱零食爱折扣：三只松鼠控股收购，加速拓店

爱零食硬折扣超市定位“家门口的批发超市”，2020年成立于湖南长沙。2023年8月-10月，爱零食先后整合恐龙和泰迪、胡卫红、零食泡泡3家零食折扣品牌，顺利将业务触角延伸至四川、贵州和陕西。截至2024年9月，爱零食在全国拥有门店超1800家。选品：1) 2000+产品SKU，覆盖零食全部品类。2) 创新性打造“儿童乐园模式”3.0代门店，配有娃娃机、街机、健身器材等游乐设施。供应链：拥有湖南长沙开福仓、四川成都仓两大仓库基地，投入重金和技术实现数字化供应链配送服务，减少中间商和搬运成本。专业的供应链团队构建同城配送，自动仓储，全程搬运，金融支持，采购物流等高效的现代化供应系统。将物流中心作为整合渠道资源，快速适应市场需求的关键节点，以灵活性满足门店对供货快速，精准的需求。运营：重视门店经营标准，实行线上+线下结合强管理的巡店评分体系，涵盖奖惩与改善措施，赋能加盟商提升门店经营质量，形成统一的门店经营标准，提升消费体验。

图27: 爱零食年轻化店铺设计成引流亮点



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

图28: 爱零食店内营造轻松愉悦的购物氛围



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

爱折扣是一个综合品类的折扣超市，以软折扣切入，在运营过程中以软硬结合的方式，打造家门口的社区超市。据联商网发布的《2023 年度折扣连锁 TOP20》榜单，爱折扣的门店数量为 80 家。**供应链：**拥有华北第一大临期仓，并同时开展批发业务，具有采货优势。团队形成了成熟的采购体系和采购方法论，会根据品牌细分、渠道细分，直接对接品牌方和经销商，大幅提高采购效率。采购端具有高稳定性、高复制性。**运营：**1) 产品营销上每日推出几款极致性价比的主打产品，每天上新几十种产品且免费试吃。不同于传统零售，店里多数商品都是组合定价，比如十元三袋，且可以不同 SKU 可拼凑，极大地提升了连带率和用户逗留时长。2) 社区场景下搭建了丰富的活动库，比如门口的套圈、抽奖、沙包等，提升引流、转化、裂变、留存效率，强化消费者记忆点。3) 提供衍生服务，如送货上门、导购服务等。

图29: 爱折扣定位“打造家门口的社区超市”



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

图30: 爱折扣店内商品多采用组合定价方式



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

4 驱动因素&催化剂

开店数量：公司积极推进门店网络扩张计划，在持续推动全国化布局的同时、在长三角和华北等优势区域市场不断做深和加密，形成了较强的规模效应和品牌势能，目前已经

在安徽、浙江、江苏、山东、河北、河南、重庆等多个省市成为门店数量领先的量贩零食头部品牌。

毛、净利率的提升：2023年下半年度量贩零食业务实现毛利率9.99%，较上2023半年度7.87%的毛利提升2.12个百分点。此外，公司仓储利用率和周转效率持续提升、物流费率不断优化，拓展和运营的人效得以提升，该等因素均导致公司量贩零食业务的费效比有效提升。

收回少数股东权益：公司在2024年8月现金收购南京万好49%的少数股东权益，若后续收购提速则有望增厚归母净利润。

5 盈利预测与估值

盈利预测：考虑到公司量贩零食业务仍处于渠道红利期，预计25-26年门店持续扩张，我们预估2024-2026年门店数为1.3/1.6/2w家，单店年销分别对应375/370/370万元（考虑到门店加密+品类扩张，单店模型调整），对应24-26年量贩零食收入为331、535、663亿元；金针菇业务维持相对稳定，则对应公司整体收入分别为336、540、669亿元，对应增速261%、61%、24%；毛利率分别对应10.97%、11.12%、11.38%。考虑到公司费用投放收缩力度或有放缓，我们预测公司24-26年销售费率分别为4.00%、4.10%、3.80%；随着规模扩张，管理费用率有望下滑，对应24-26年分别为3.00%、3.00%、3.00%。按照目前股权结构计算（暂不考虑收回少数股东权益），24-26年归母净利润分别为2.95、6.50、9.48亿元，对应25、26年增速分别为120%、46%。

表8：万辰集团收入拆分

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	9294	33,586	54,033	66,945
同比	1592.03%	261.38%	60.88%	23.90%
量贩零食营收	8,759	33,062	53,478	66,323
同比	13058%	277.46%	61.75%	24.02%
归属母公司净利润	-83	295	650	948
同比	-	-	120.46%	45.91%
毛利率	9.30%	10.97%	11.12%	11.38%
ROE	-12.12%	25.21%	26.90%	21.96%
每股收益(元)	-0.54	1.64	3.61	5.27

资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值对比来看：由于万辰集团主营业务为量贩零食，该行业近年来发展较快，A股缺乏同类型可比公司，但考虑到良品铺子经营零食门店、三只松鼠收购爱零食爱折扣进军企业，因此具备一定可比性。按照PE估值法，三只松鼠作为零食行业制造型自有品牌零售商，规模效应和渠道结构变化有望拉动业绩超预期，外延并购打开长期成长空间，以万得一致盈利预期测算，25/26年PE为20/15倍；良品铺子因价格战导致营收、利润均承压，以万得一致盈利预期测算，25/26年PE为40/30倍。按照我们盈利预测测算，万辰集团25/26年PE为26/18倍，考虑到公司量贩零食业务加速发展，折扣超市打造第二曲线，业绩及估值增长仍有较大空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表9: 可比公司盈利预测及估值表

日期	2025/2/26	收盘价 (元)	总市值 (亿)	EPS			增速			PE			PEG		
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
300783.SZ	三只松鼠	27.59	111	1.01	1.39	1.87	84%	38%	35%	27.3	19.8	14.8	0.3	0.5	0.4
603719.SH	良品铺子	12.68	51	0.24	0.32	0.42	-46%	33%	31%	52.8	39.6	30.2	-	1.2	1.0
	均值									40.1	29.7	22.5	-	0.9	0.7
300972.SZ	万辰集团	92.94	170	1.64	3.61	5.27	-	120%	46%	56.8	25.8	17.6	-	0.2	0.4

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 三只松鼠、良品铺子盈利预测来自万得一致预期; 万辰集团来自浙商证券食品饮料团队

6 风险提示

门店扩张不及预期

新门店开设和销售区域开拓是公司业务增长的重要驱动力之一, 现阶段公司的量贩零食业务区域以华东等为主, 区域集中度较高, 未来公司拟向其他区域市场进一步拓展。新市场的拓展需要公司充分理解各地区的消费习惯, 掌握不同市场消费者的需求, 并制定差异化的地区经营策略。对于新开拓的区域市场, 公司在短期内的投入较大, 但其投资回报周期存在一定的不确定性。如公司不能成功拓展新的市场, 将可能导致未来业绩增长速度出现下滑。

市场竞争加剧

传统商品零售主要借助超市、大卖场等线下渠道和淘宝、京东、拼多多等线上渠道, 品牌众多, 竞争激烈。公司涉足量贩零食连锁行业后保持较强的增长速度。随着市场的不断细分, 部分传统的零售企业和新进入者也开始涉力量贩连锁经营模式。同时, 社区团购等销售模式亦有可能冲击量贩连锁经营模式。如果公司不能继续保持快速增长速度, 可能导致公司的产品销量减少, 从而影响本公司的财务状况和经营业绩。

品类扩张不及预期

量贩零售渠道下游直接面向广大终端消费者, 消费者的偏好和购买力对量贩零售渠道具有直接影响, 因此公司需要及时了解不断变化的消费者需求, 并在产品和服务策略上进行快速响应。如果公司对消费者偏好的把握存在偏差, 或者市场需求短时间内出现重大变化, 则公司现有产品品类的销售将会受到不利影响, 从而导致公司经营业绩出现波动。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2349	5297	9036	12971
现金	1210	1866	3547	6117
交易性金融资产	0	7	2	3
应收账款	27	17	10	39
其它应收款	118	233	475	635
预付账款	248	777	1153	1424
存货	733	2392	3842	4746
其他	13	5	7	8
非流动资产	1576	1649	1617	1905
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	851	912	1015	1176
无形资产	61	61	62	64
在建工程	0	8	14	20
其他	665	668	525	646
资产总计	3925	6946	10653	14876
流动负债	2640	4454	6402	8166
短期借款	511	902	1022	1503
应付款项	943	2093	2881	3559
预收账款	0	0	0	0
其他	1186	1459	2499	3103
非流动负债	589	851	1062	1265
长期借款	148	248	348	448
其他	441	602	713	817
负债合计	3230	5304	7464	9431
少数股东权益	50	677	1574	2883
归属母公司股东权益	645	965	1615	2563
负债和股东权益	3925	6946	10653	14876

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1023	422	1671	2253
净利润	(146)	921	1547	2257
折旧摊销	98	79	72	85
财务费用	29	34	36	25
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	1467	863	1178	749
其它	(426)	(1475)	(1163)	(863)
投资活动现金流	(207)	(162)	(187)	(259)
资本支出	(117)	(134)	(183)	(249)
长期投资	0	(0)	(0)	0
其他	(90)	(28)	(4)	(10)
筹资活动现金流	222	396	197	576
短期借款	362	391	120	481
长期借款	38	100	100	100
其他	(178)	(95)	(23)	(5)
现金净增加额	1039	656	1681	2570

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9294	33586	54033	66944
营业成本	8430	29900	48024	59324
营业税金及附加	21	173	241	265
营业费用	434	1343	2215	2544
管理费用	445	1008	1621	2008
研发费用	3	3	5	7
财务费用	29	34	36	25
资产减值损失	12	17	27	51
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	4	11	9	8
营业利润	(76)	1118	1872	2728
营业外收支	(8)	(8)	(8)	(8)
利润总额	(85)	1109	1864	2719
所得税	61	189	317	462
净利润	(146)	921	1547	2257
少数股东损益	(63)	626	897	1309
归属母公司净利润	(83)	295	650	948
EBITDA	30	1222	1971	2828
EPS (最新摊薄)	(0.54)	1.64	3.61	5.27

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	1592.03%	261.38%	60.88%	23.90%
营业利润	-274.72%	1562.51%	67.47%	45.71%
归属母公司净利润	-	-	120.46%	45.91%
获利能力				
毛利率	9.30%	10.97%	11.12%	11.38%
净利率	-1.57%	2.74%	2.86%	3.37%
ROE	-12.12%	25.21%	26.90%	21.96%
ROIC	-6.61%	34.82%	42.51%	42.57%
偿债能力				
资产负债率	82.27%	76.36%	70.07%	63.39%
净负债比率	25.22%	23.00%	19.46%	21.78%
流动比率	0.89	1.19	1.41	1.59
速动比率	0.61	0.65	0.81	1.01
营运能力				
总资产周转率	3.63	6.18	6.14	5.24
应收账款周转率	448.45	1109.97	1233.36	712.47
应付账款周转率	15.90	19.70	19.31	18.42
每股指标(元)				
每股收益	-0.54	1.64	3.61	5.27
每股经营现金	5.68	2.35	9.28	12.52
每股净资产	4.17	5.36	8.97	14.24
估值比率				
P/E	-173.37	56.77	25.75	17.65
P/B	22.28	17.33	10.36	6.53
EV/EBITDA	194.45	14.15	8.55	5.76

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>