

万辰集团(300972)

报告日期: 2025年07月14日

从草根观察看量贩零食扩品类之路

——万辰集团深度报告

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，具备较强规模效应及议价权，随着门店开拓以及品类扩张，成长空间可期。
- 线下零售迎来重大变革，量贩零食品类扩张为行业发展必然选择。
产能过剩以及电商增长乏力的时代背景下，线下零售迎来产业发展重大趋势。一方面，25年量贩零食行业已经进入双寡头竞争格局，龙头企业具备先发、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。由于量贩零食门店短短几年时间内到下沉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，扩品类是自然而然的选择，龙头企业具备天然的竞争优势。目前我国折扣业态占比仅为4%左右，参考欧洲40%以上、美国20%以上仍有较大提升空间。
- 量贩零食已经成为零食品类最为高效的渠道之一，潮玩/冻品/烘焙/卤味或将成为重要扩展方向。部分品类线上购买具备更强优势，则对于适合线下购买的品类，可以从复购周期、管理难度、盈利水平分析扩展方向。1)从复购周期看，可采用“高频带动低频”方式，来增强消费者购物的粘性。2)从管理难度看，越是高频的品类，管理难度越高，所以，对于门店运营管理和供应链的要求更高。3)从盈利水平看，潮玩、熟食、烘焙、冻品等品类盈利水平明显较优。4)从客群看，休闲的消费人群中，女性、儿童占比较高，而潮玩/熟食/烘焙等品类与现有客群的重合度较高。IP潮玩商品的特点是高坪效、高动销、提客流、差异化，综合毛利率远高于量贩零食品类，是公司未来发展的高优先级战略品类。公司计划推出“潮玩630计划”，拓宽潮玩商品池，升级潮玩货架陈列。
- 投资建议
我们认为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。一方面，公司门店目前超过1.5万家，在产业链具备较强的议价能力，随着补贴费用等收缩，净利率有提升空间；另一方面，量贩零食门店能够高效满足下沉市场“多、快、好、省”的消费需求，能够在零食的基础上持续进行品类扩张，公司成长空间仍大。
- 盈利预测与估值
我们维持2025-27年收入分别为540/643/734亿元，归母净利为9.36/12.92/16.02亿元，增速分别为219%/38%/24%。当前股价对应25/26年PE为33/24倍，考虑到公司的稀缺性和成长性，市值仍有较大提升空间。维持“买入”评级。

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

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

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	54008	64250	73350
(+/-) (%)	247.86%	67.06%	18.96%	14.16%
归母净利润	294	936	1292	1602
(+/-) (%)	/	218.81%	38.03%	24.06%
每股收益(元)	1.63	4.99	6.88	8.54
P/E	101.21	33.09	23.97	19.33

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

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	¥165.05
总市值(百万元)	30,965.87
总股本(百万股)	187.62

股票走势图



相关报告

- 1 《净利率超预期，股权激励激发信心》 2025.05.11
- 2 《量贩零食高歌猛进，进军全品类重构价值链》 2025.04.21
- 3 《硬折扣首选标的，赛道龙头强者恒强》 2025.02.27

正文目录

1 品类扩展：从“零食+”到“折扣超市”	4
1.1 为什么要扩品类、转型做省钱超市？	4
1.2 哪些品类是量贩零食渠道的扩展方向？	4
2 草根观察：全食优选门店情况	7
2.1 兴化地区：品牌发源地，消费实力可观	7
2.2 好想来全食优选（莲开水香店）	11
2.3 好想来全食优选（板桥店）	12
2.4 好想来全食优选（体育馆店）	13
3 店型总结：消费体验升级，食品品类丰富	14
3.1 店铺格局：门店设计用心，聚焦动线优化	14
3.2 品类陈设：一揽“全食”零售，拓宽消费边界，提供高质服务	15
3.3 价格区间：“低价”夺人耳目，产品更新汰换较快	16
4 盈利预测与估值	17
5 风险提示	18

图表目录

图 1: 2024 年上半年线上零售分类交易额占比	5
图 2: 不同品类的复购周期和管理难度	6
图 3: 不同品类销售毛利率-销售净利率对比 (2024 年, %)	7
图 4: 不同品类存货周转天数 (2024 年, 天)	7
图 5: 全国各省级行政单位 2024 年人均 GDP 及增速	8
图 6: 全国各省级行政单位 2024 年人均可支配收入及增速	8
图 7: 兴化市人均可支配收入 (元)	9
图 8: 兴化市户籍人口数量及自然增长率	9
图 9: 兴化市人均 GDP 及增速	9
图 10: 兴化市常住人口城镇化水平	9
图 11: 第七次人口普查兴化市人口年龄构成	9
图 12: 好想来全食优选 (莲开水香店) 地理位置	11
图 13: 好想来全食优选 (莲开水香店)	11
图 14: 好想来全食优选 (莲开水香店) 店型	11
图 15: 好想来全食优选 (板桥店) 冷藏区域	12
图 16: 好想来全食优选 (板桥店) 烘焙区域	12
图 17: 好想来全食优选 (板桥店) 地理位置	13
图 18: 好想来全食优选 (体育馆店) 地理位置	14
图 19: 好想来全食优选 (体育馆店)	14
图 20: 好想来全食优选 (体育馆店) 店型	14
表 1: 兴化主要零售行业门店及数量	10
表 2: 新增品类产品及价格	15
表 3: 山姆代购产品及价格对比	16
表 4: 各类商品价格横向对比	17
表附录: 三大报表预测值	19

1 品类扩展：从“零食+”到“折扣超市”

1.1 为什么要扩品类、转型做省钱超市？

零售行业一直以来存在的问题为规模不经济，容易陷入低价竞争中，因此较难实现全国化扩张。而这一轮线下零售改革过程中，我们看到万辰集团 2022 年转型量贩零食业务，零食板块营收一跃提升至 2024 年的 318 亿元，我们预期 2025 年有望突破 500 亿营收，目前门店数量已超过 1.5 万家，实现快速增长。量贩零食渠道已经成为零食品类里占比较大、势能强的渠道。

在 2023 年 11 月零食很忙、赵一鸣宣布合并后，行业集中度加速提升，至 2024 年 CR2 已超过 60%。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 2025 年 6 月，其批发超市门店数已超过 1500 家。

线下零售的产业变革背景下，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。

1.2 哪些品类是量贩零食渠道的扩展方向？

回到第一性原理，一个品类为什么可以在这个消费场景中成立？一种是因为它在这个渠道中效率最高，最直接的表现就是具备成本优势，也就是价格；另一种表现形式则为差异化，在零售商中体现为差异化的选品以及自有品牌。

品类优势的构建主要体现在消费者心智占领和供应链协同两个维度。从消费者认知角度分析，成功的量贩零食店能够在目标客群中建立起清晰的品类专属联想，当产生零食采购需求时成为首选消费场景。这种心智占位的形成依赖于系统性的品类管理能力，而非单一爆款商品的带动效应。从供应链视角观察，要实现厂商资源的高度协同，需要采购团队具备专业的品类洞察能力。值得注意的是，传统零售企业普遍存在的“全能型采购”培养模式已被证明效率低下，在当下高度专业化的市场环境中，聚焦单一品类的深度经营更能产生竞争优势。

量贩零食渠道为什么有这么强的爆发性？因其能够极大程度的满足消费者在零食品类里对于“多、快、好、省”的消费需求，尤其是“省”。“多”体现为，门店只做零食+水饮，单店 SKU 能够达到 1500-2000 个，大约是同等规模商超中食品饮料产品 SKU 的两倍；“快”体现为，线下门店，选址多为商超、社区、学校周边人流量密集区，履约效率高；“好”体现为供应商多为一二线大牌及优质白牌，选品逻辑为主要选取品类头部 SKU；“省”体现为该渠道产品价格为其他渠道的 70-80%，部分产品价格与拼多多持平或更低。

“又多又省”商业模式的演进与产业供给能力的发展呈现显著相关性。我们该模式的有效实施需要两个基础条件：首先是产业端产能的充分释放，这是商品丰富度的物质基础；其次是流通环节的成本优化，这是价格竞争力的核心保障。这两个要素的协同作用共同推

动了零售效率的跃升。通过对中国零食零售业态发展历程的阶段性分析，可以清晰观察到供求关系变化对零售模式的塑造作用。

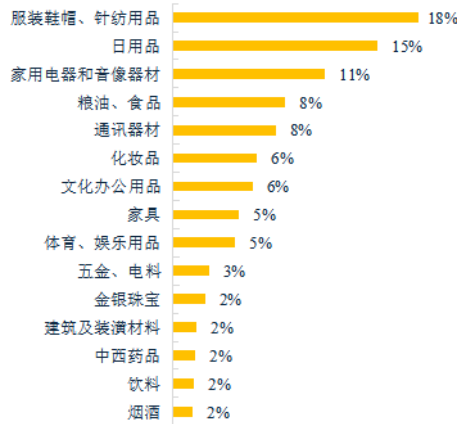
我们认为只有在扩展的品类里持续占据优势，才能实现长久的发展。根据我们测算，线下零售中，零食、水饮、乳品、烘焙、熟食等市场规模均较大，仅零食品类即可达到近万亿市场。此外，IP 潮玩近年来实现快速爆发，行业复合增速或达 15%以上。这些品类均可以作为扩展的方向。

但并不是所有品类都是适合线下零售的，我国的电商已经成为全球范围内规模最大的市场，因此，那么我们需要考虑哪些品类能够在线下零售中获得竞争优势，而不是做所有品类的生意。

首先，适合电商的品类大多为购买频率相对较低、快递费占比较低、产品价格较高的品类，比如美妆、宠粮、保健品等等，这些品类线下零售的竞争优势较为有限。

从经营逻辑上看，传统的货架电商是搜索逻辑，所以品类的概念的搜索的前提是消费者购物决策的前置入口。比如，消费者想到要买宠粮，那么去电商上面搜索。而线下渠道是有场景属性的，当消费者在线下购物时，既有目的性购买，同时也有随机“逛”的行为，从而形成冲动性消费。

图1：2024 年上半年线上零售分类交易额占比



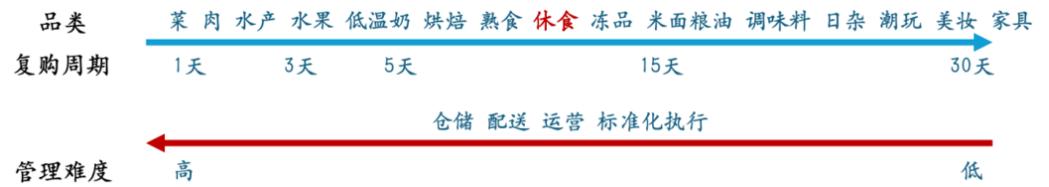
资料来源：商务部，浙商证券研究所

其次，我们在选择的品类时候可以从复购周期、管理难度、盈利水平三个维度分析。

从门店经营的角度看，主要考虑的是如何在固定成本不增加的情况下，提升坪效和利润。1) 从复购周期看，美团的成功在某种程度上验证了“高频带动低频”的商业模式。因此，零售商倾向于通过扩展消费频率更高的品类来增强消费者购物的粘性。2) 从管理难度看，越是高频的品类，管理难度越高，比如生鲜等，需要根据菜品新鲜程度以小时为单位进行调价，越是低频的品类对仓储物流和运营的要求越低。所以，对于门店运营和供应链的要求有所不同。3) 从盈利水平看，熟食、烘焙、低温奶、冻品、潮玩等品类盈利水平明显较优。4) 从客群看，休食的消费人群中，女性、儿童占比较高，而潮玩、熟食、烘焙等品类与现有客群的重合度较高。

因此，我们认为在零食的基础上，比较有效的方法是扩展潮玩、短保熟食、短保烘焙、冻品等品类。这些品类的管理难度相较于零食没有特别大的差异、复购周期更加高频、消费人群重合度较高，并且存在较高的盈利空间。

图2: 不同品类的复购周期和管理难度

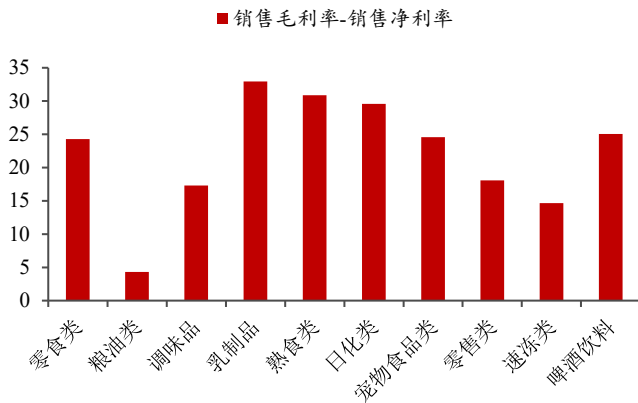


资料来源: 乐檬、浙商证券研究所

根据公司视频号, 公司计划推出“潮玩 630 计划”, 拓宽潮玩商品池, 升级潮玩货架陈列。IP 潮玩商品的特点是**高坪效、高动销、提客流、差异化**, 综合毛利率远高于量贩零食品类, 是公司未来发展的高优先级战略品类。公司具备规模化集采的优势, 强大议价权, 能够将零食高频消费与潮玩情感消费互补, 用高质平价优先抢占 3-5 线下沉市场的潮玩市场。通过长期精细化运营提升竞争力、扩展新用户、收获年轻消费群体、提升门店综合毛利率。

公司已组建专业研发、选品团队, 春节期间独家售卖定制哪吒 2 电影盲盒。公司根据门店面积和货架条件, 精心设计 3 套潮玩货盘和专业的数图陈列指引, 针对不同节数的货架分别匹配不同 sku 数量的商品, 全力打造专业性潮玩体验。积极筹备针对不同营销节点的花式营销方案, 与年轻消费者玩在一起, 利用潮玩商品拓宽消费群体。

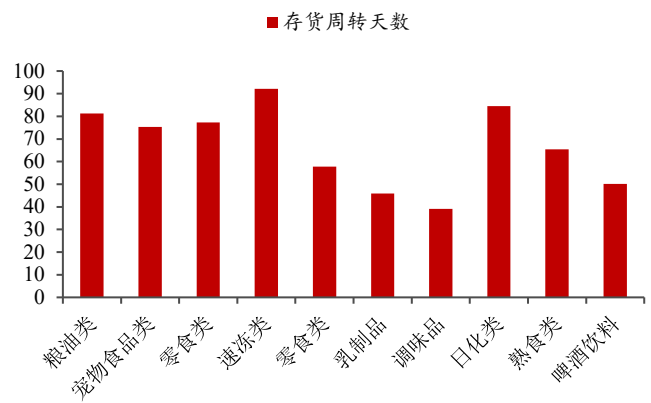
图3：不同品类销售毛利率-销售净利率对比（2024年，%）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

注：零售类：永辉超市、家家悦、中百集团；零食类：洽洽食品、盐津铺子、甘源；宠物食品类：乖宝宠物、中宠股份；速冻类：安井食品、三全食品；熟食类：绝味食品、紫燕食品、周黑鸭；啤酒饮料：青岛啤酒、东鹏饮料；乳制品：伊利股份、蒙牛；粮油类：金龙鱼；调味品：海天味业、天味食品；日化类：中顺洁柔、百亚股份、润本股份、两面针等

图4：不同品类存货周转天数（2024年，天）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

注：零售类：永辉超市、家家悦、中百集团；零食类：洽洽食品、盐津铺子、甘源；宠物食品类：乖宝宠物、中宠股份；速冻类：安井食品、三全食品；熟食类：绝味食品、紫燕食品、周黑鸭；啤酒饮料：青岛啤酒、东鹏饮料；乳制品：伊利股份、蒙牛；粮油类：金龙鱼；调味品：海天味业、天味食品；日化类：中顺洁柔、百亚股份、润本股份、两面针等

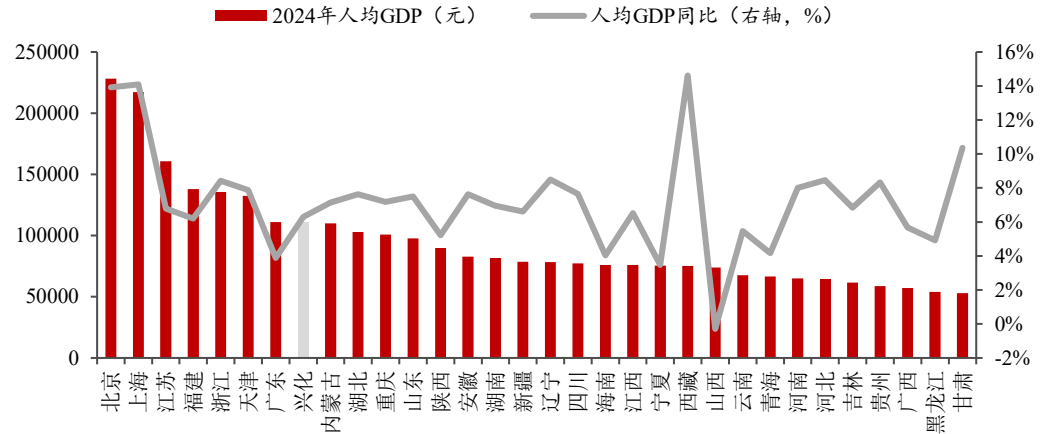
2 草根观察：全食优选门店情况

2.1 兴化地区：品牌发源地，消费实力可观

兴化市位于长三角经济区北缘，地处苏中地区，是江苏省三线城市泰州市的下属县级市。泰州市共辖三区三市，从地图上看，兴化市位于最北侧，南接泰州市姜堰区，与主城区海陵区不直接接壤，西邻扬州高邮市，北面、东面均被盐城市所包围。受地理位置影响，兴化市经济发展较为稳健，是全国乡村振兴百强县，曾在2018年入选全国县域经济综合竞争力百强，在2020年入选中国工业百强县。相对于同样处于长三角北缘的苏中地区其他城市，兴化市在交通上较为闭塞，缺乏机场、高铁站等基础设施。

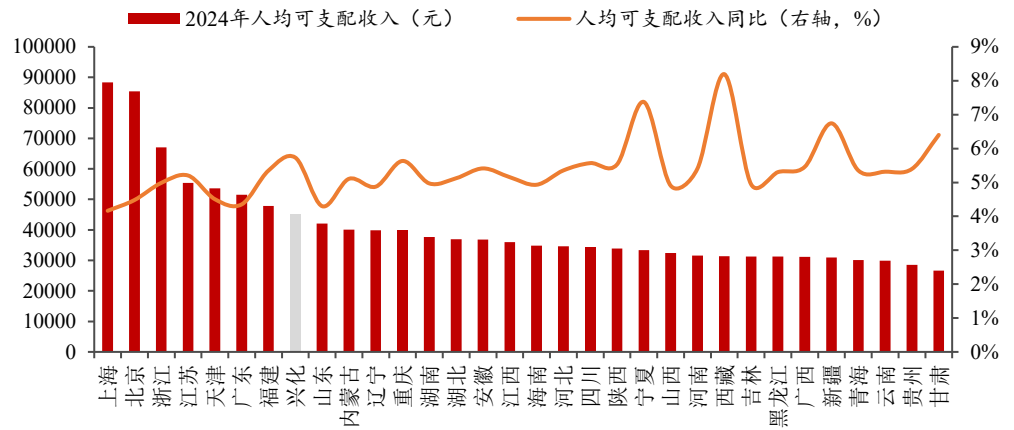
根据2024年度统计数据，兴化市2024年人均GDP为111103元，处于全国范围内中上游水平，介于广东省和内蒙古自治区的平均水平之间，同比增速6.3%，领先于全国水平（5.1%）。在人均可支配收入方面，兴化市全体居民2024年人均可支配收入为45183元，同样处于全国范围内中上游水平，介于福建省和广东省之间，领先于全国水平（41314元）。由此可见，兴化市作为长三角地区的“下沉市场”有其独特属性，即使相对邻近地区较为“下沉”，在全国范围内消费实力依然可观。

图5: 全国各省级行政单位 2024 年人均 GDP 及增速



资料来源: iFind, 兴化市人民政府, 浙商证券研究所

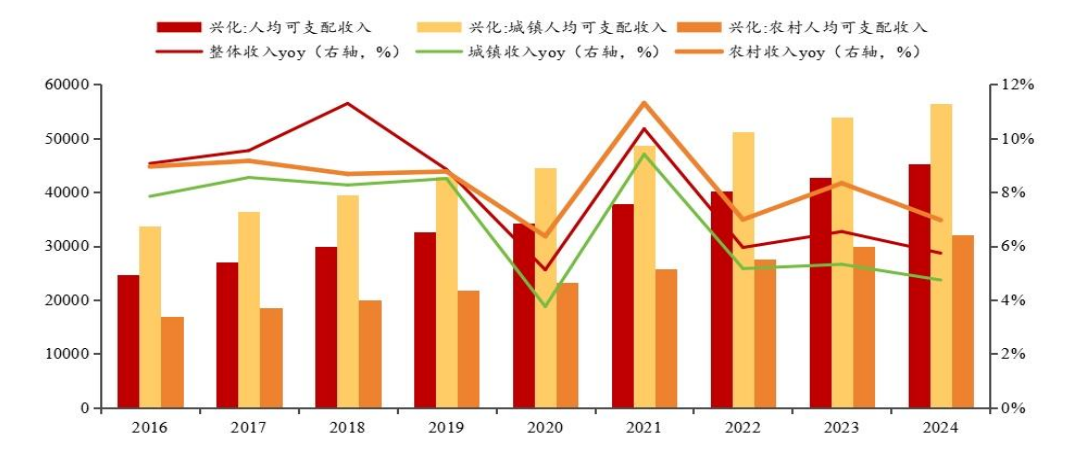
图6: 全国各省级行政单位 2024 年人均可支配收入及增速



资料来源: iFind, 各省人民政府, 兴化市人民政府, 浙商证券研究所

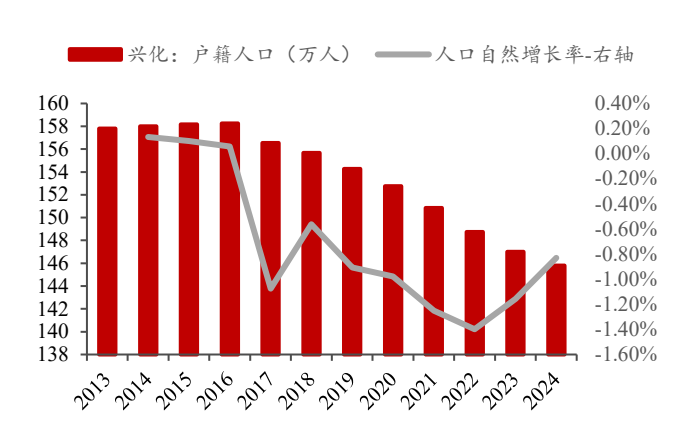
2024 年度兴化市常住人口共 111.03 万人, 地区生产总值达到 1240 亿元, 增长 5.7%, 人均生产总值达到 111103 元, 增长 6.3%。2024 年度, 兴化市城镇居民人均可支配收入 56427 元, 增长 4.7%, 农村居民人均可支配收入 32024 元, 增长 7.0%。2021 年以来, 兴化市人均可支配收入年增长率稳定在 6% 左右, 具备可持续发展的能力, 同时农村地区增长速度常年高于城镇地区增长速度, 市场长期保持活跃。由此可知, 兴化市居民消费实力可观, 且发展潜力较大。

图7: 兴化市人均可支配收入(元)



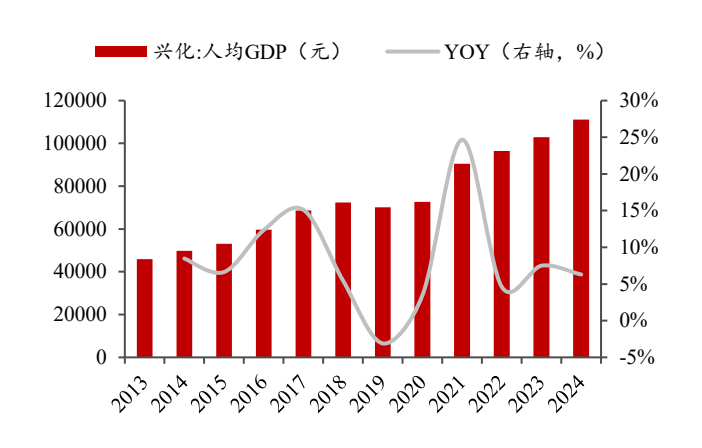
资料来源: 兴化市人民政府, 浙商证券研究所

图8: 兴化市户籍人口数量及自然增长率



资料来源: 兴化市人民政府, 浙商证券研究所

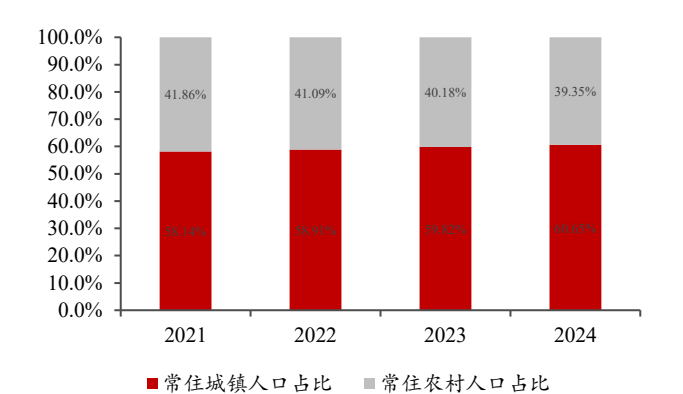
图9: 兴化市人均GDP及增速



资料来源: 兴化市人民政府, 浙商证券研究所

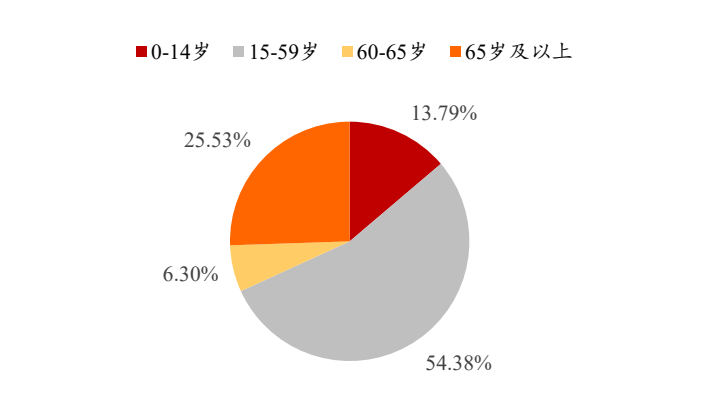
根据草根调研, 兴化市民习惯去大型商超购买饮食和生活用品, 包括生鲜。这或许是因为华东地区总体经济发展水平、城镇化水平较高, 居民不仅习惯现代化的生活方式, 也愿意“花小钱”享受更加优质的消费体验。同时, 兴化市民习惯上倾向于在优质饮食上投入精力和金钱, 是培养食饮零售的沃土。

图10: 兴化市常住人口城镇化水平



资料来源: 兴化市人民政府, 浙商证券研究所

图11: 第七次人口普查兴化市人口年龄构成



资料来源: 兴化市人民政府, 浙商证券研究所

兴化是好想来的发家之地，品牌零食门店在兴化市域密集分布。“好想来”品牌由彭德建先生于 2011 年 10 月在江苏省泰州市创办，起先只是泰州市海陵区鑫隆大厦附近的一间商铺。在此后的十年间发展规模不断壮大，逐渐向华东地区，乃至全国进行渗透。2022 年，“好想来”团队加入万辰集团，次年整合了集团旗下其他零食零售品牌，在供应链管理、运营管理上日益成熟。截止 2025 年 3 月，“好想来”品牌已经达到了万店规模，成为了量贩零食赛道的龙头品牌。在兴化地区，**好想来品牌零食已经拥有 60 余家门店，其中 27 家分布在兴化城区，其余渗透在周边各级乡镇，在当地已经拥有了相当程度的品牌效应。**

稳扎稳打推进品类扩张，好想来全食优选选择兴化作为首店开业的地址。2025 年 1 月 24 日，“好想来全食优选”在春节前一周布局了首店开张，地点位于兴化市人民体育场附近。春节前后是中国人消费的高峰期，叠加开业活动的推广效应，减少了全品类门店落地的阻力。同时，“好想来”团队对兴化市民的消费习惯、饮食偏好有比较充分的了解，在兴化市西南方近郊有独立的仓库，为高效的运营、供应打下了基础。目前，好想来全食优选在全国已经共计开业八家门店，全部布局在江苏省内，其中泰州兴化 3 家，南京 2 家，常州 1 家，南通 1 家，徐州 1 家。

“好想来全食优选”门店的开张代表了“好想来”品牌在多品类零售方面的拓展，但也意味着品牌走出量贩零食赛道，开启了与零售行业内其他门店的竞争。目前，兴化当地市场竞争还不激烈，量贩零食友商中仅“赵一鸣”入驻当地，但门店数量远少于“好想来”。在便利店、超市等渠道，全国品牌除“华润苏果”分布较广，其余终端也以当地品牌为主，主要包括“美好便利”、“好又多”等，但连锁数量均少于“好想来”。据政府公开动态显示，2025 年 3 月兴化首家“盒马鲜生”超市正式签约城市西侧的吾悦广场，未来将在大型商超方面给市民提供新的选择，其对社区超市产生的冲击有待进一步观测。

表1：兴化主要零售行业门店及数量

品类	品牌	门店数	备注
量贩零食	赵一鸣零食	6	量贩零食行业主要竞争对手
	零食很忙	0	
	零食有鸣	0	
便利店	美宜佳	2	当地品牌
	“7-11”	1	
	罗森	3	
超市	美好便利	18	当地品牌
	华润苏果	17	
	好又多超市	15	
	利群超市	3	
	大润发	1	
	好润多超市	4	当地品牌

资料来源：高德地图，浙商证券研究所

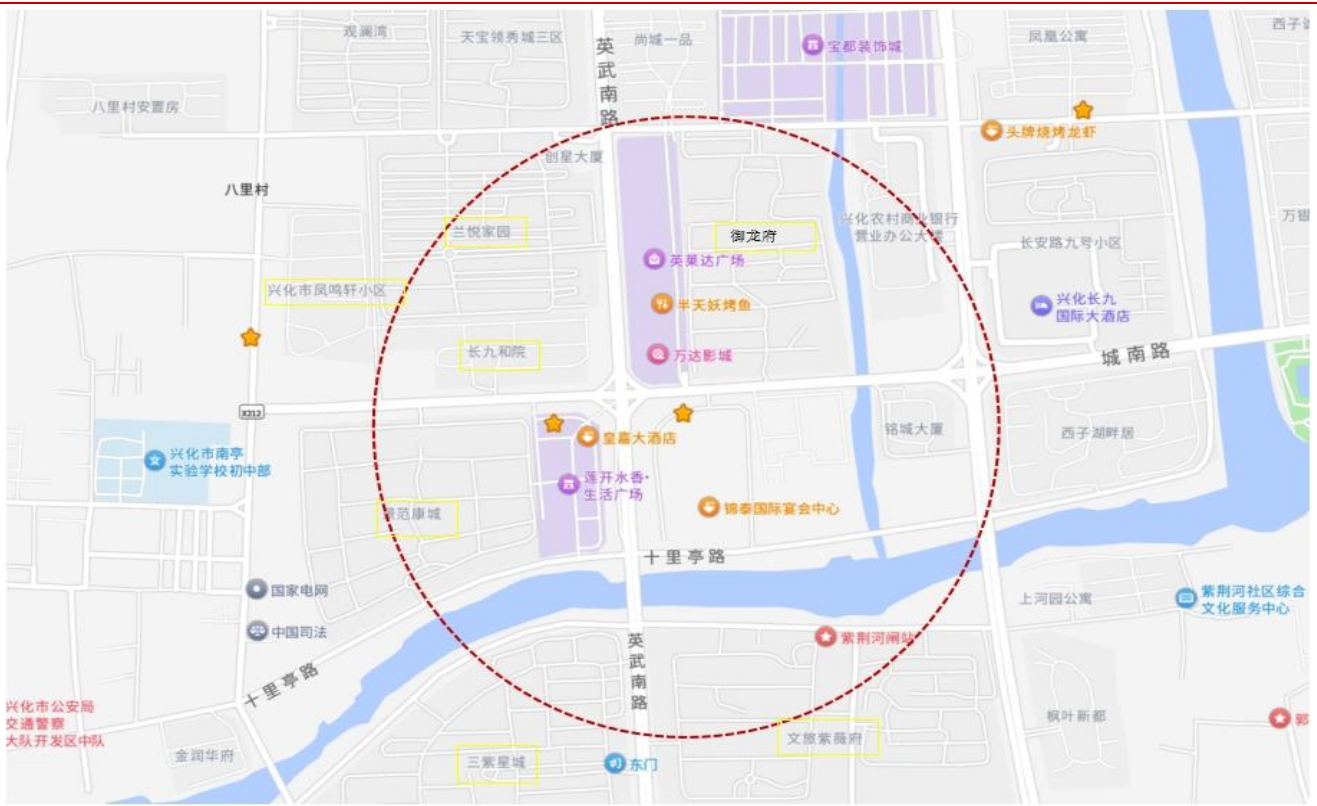
门店选点科学，符合城市发展方向。与江苏省类似，兴化的城市发展也呈现北低南高的趋势。在当地人的印象里，北边属于老城区，大型商超体系陈旧，南边与更为发达的泰州市姜堰区接壤，是发展更快的新城区，居民消费水平更高。相应地，“好想来全食优选”在兴化的三家门店中，有两家位于居民密集程度较高、但商超资源落后的城北，填充传统商超体系的空白，一家在消费能力更高，发展更为迅速的城南，抢占市场空白，着眼未来

格局。根据高德地图的搜寻结果，城南的莲开水香店后发先制，入选兴化市本地人推荐美食榜，“去过”人次远远高于城北的社区居民店。

2.2 好想来全食优选（莲开水香店）

该店位于兴化市英莱达广场和莲开水香生活广场附近，是兴化当地的商业地带，同时东临锦泰国际宴会中心、兴化希尔顿花园酒店、兴化金陵国际酒店等当地高端酒店，是城市创新发展的中心，地理位置优越。以门店位置为圆心，500米为半径绘制有效辐射区域，可见区域内分布了七个小区。日常顾客流量能够得到保障。向西1km以内有一所初中，门店位于多个居民小区通勤学校的必经之路上，能吸引潮汐式的学生顾客。路口拐角的位置使门店在城市的两条主干道（英武路、城南路）上都颇为显眼，这种布局对路过的消费者吸引力较强，让慕名而来的消费者能够及时锁定位置，不需要额外花费搜索成本。

图12：好想来全食优选（莲开水香店）地理位置



资料来源：高德地图，浙商证券研究所

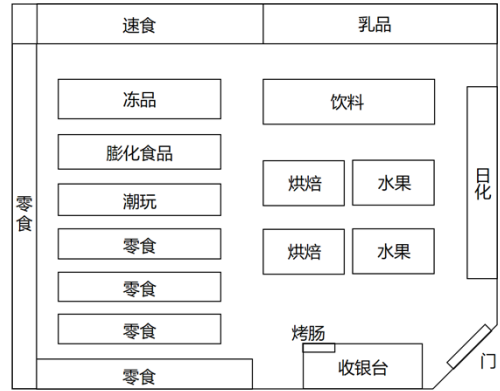
该店店型为“矩形缺角”结构，面积大约200坪，显得门店大气明亮，让消费者一进店门就能一览门店陈列，愿意深入消费。店内自北向南总共陈列了八排货架，依次为3排零食、1排饮料、1排潮玩、1排膨化食品、1排冻品，另一侧则陈列熟食、烘焙、水果、饮料等商品，四周货架分布日化、乳品、速食和其他零食。在全食优选门店中，零食作为经典品类依然占据了相当大的比例，且布局较为深入。消费者进店后往往先被新增的水果、烘焙、熟食类商品吸引，前往水果试吃，进而注意到日化、饮料、速食区域，移步到具备品牌优势的零食区域，最后在收银区遇到现烤蛋挞和烤肠，动线设计较为合理。

图13：好想来全食优选（莲开水香店）

图14：好想来全食优选（莲开水香店）店型



资料来源：浙商证券研究所



资料来源：浙商证券研究所

2.3 好想来全食优选（板桥店）

板桥店位于兴化市老城区，北侧紧邻郑板桥故居、东岳庙等历史文化景区，街道马路两侧建筑改造成了具有当地特色的黑瓦白墙样式，吸引着兴化市本地，以及附近地市的游客光顾。受到兴化市水系发达的影响，附近居民往返小区和社区中心需要过桥，板桥店正处于河流拐弯的街区，是几座大桥延伸线的交点，日常客流量较大。同时，该店也深处居民小区的中间，在500米辐射范围内有十几个小区，日常消费基础充足，保证了平日周中的客流量。

图15：好想来全食优选（板桥店）冷藏区域

图16：好想来全食优选（板桥店）烘焙区域



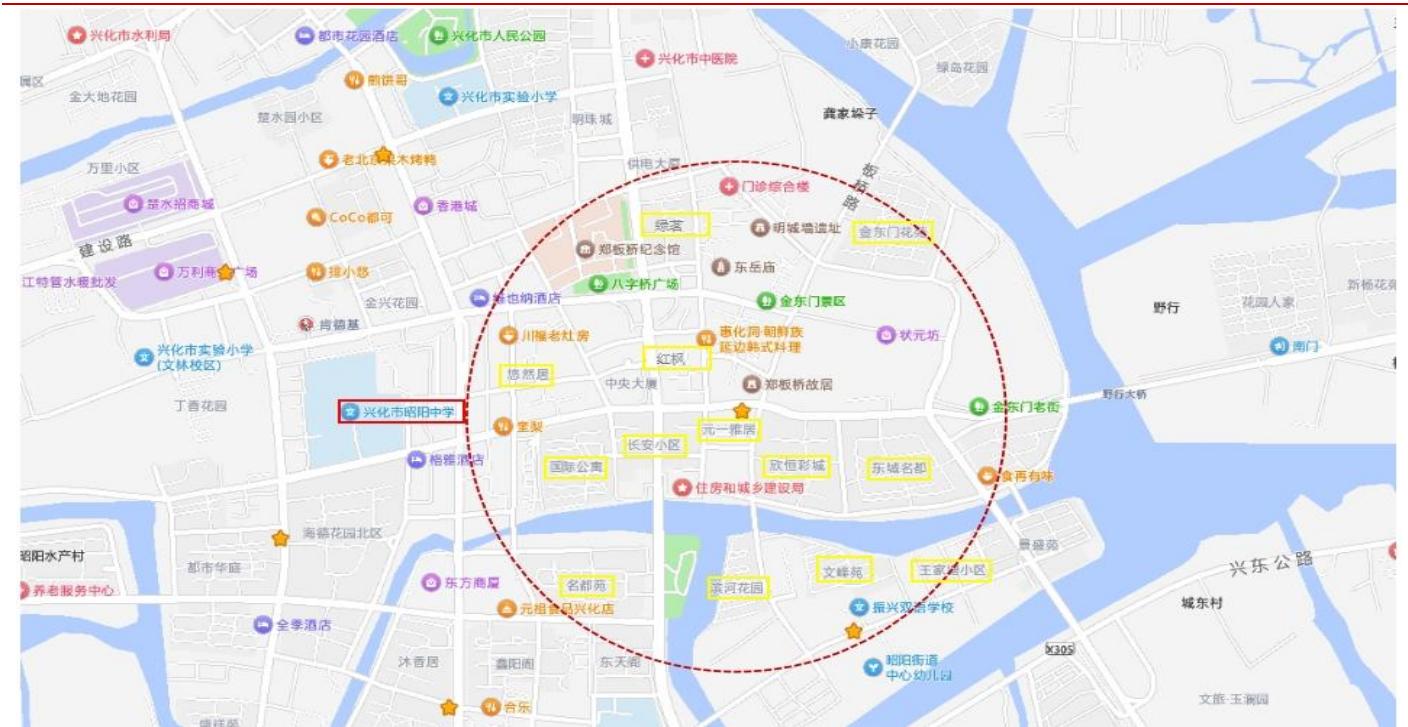
资料来源：浙商证券研究所



资料来源：浙商证券研究所

板桥店同样位于街角路口，但门店呈 L 型，两个矩形区域分列两侧，天然地划分出清晰的功能区。进店右侧是新推出的生鲜、烘焙、冻品、常温乳品等，左侧是传统营销的饮品、零食、速食等，这样的陈列使得消费者的动线更为清晰，减少了产品搜选时间。门店使用了立式冰柜，在陈列更为整齐的同时，优化了消费者的购物体验，在选品时更为轻松。

图17: 好想来全食优选(板桥店)地理位置



资料来源: 高德地图, 浙商证券研究所

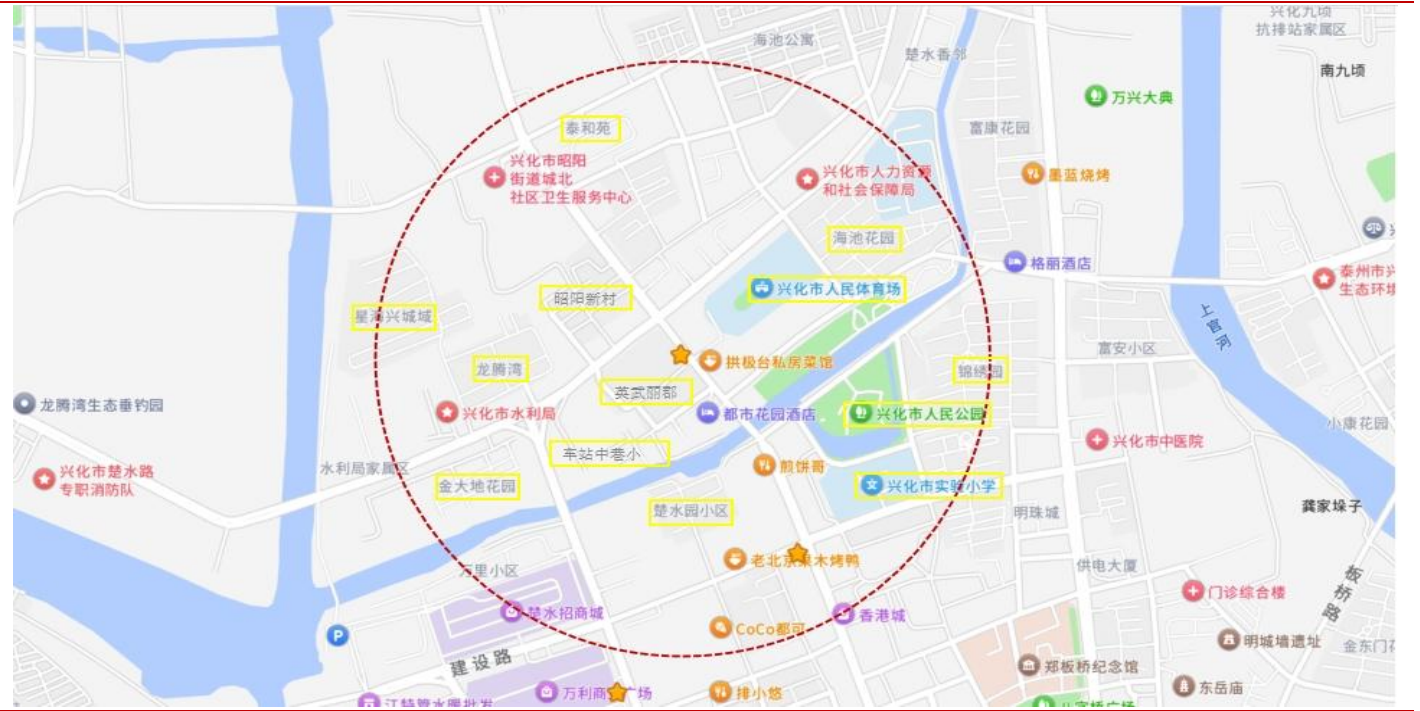
2.4 好想来全食优选(体育馆店)

体育馆店正对兴化市人民体育场, 地处拱极台公园附近, 紧邻市民休闲娱乐、放松身心的好去处。同时, 门店虽然不具备拐角有利位置, 但是位于兴化市主干道英武路上, 门头上具有代表性的“袋袋兔”形象吸引着过往行人进店选购。此外, 500米辐射半径内不仅覆盖了十几个小区, 也包括一所小学, 河道架桥集中了往来车流量, 门店因而位于居民区和学校的关键连接处, 能够吸引到放学时分的小学生, 以及接送小孩的长辈。

体育馆店面积同样达到 200 坪左右, 门店呈“矩形”, 进店后视野一览无余, 引入深入。同时, 该店配备正对大门的明厨亮灶, 负责现制烘焙区域, 额外提供黄油年糕、奶香片等商品, 顾客一进门就容易被烘焙区的香气和厨房所吸引。体育馆店靠近门口的一排货架自左向右依次陈列烘焙、熟食、水果、以及其他食品, 零食、速食等具备顾客基础的商品则在更深处的位置。为吸引顾客深入选购, 门店还将货柜布局特意设计为长条非对齐结构, 隐性增加了顾客动线总路程, 分散了顾客流量, 提升了服务质量。

作为首家“好想来全食优选”门店, 体育馆店格外具备代表性。与其他地区的省钱超市有所不同, 门店在品类摆放上更加突出“全食”的属性。在原本零食水饮的基础上, 增加了较多的水果、熟食、冻品类产品, 日化及粮油调味等品类相对较少, 现制烘焙区更是成为门店的一大特色。

图18: 好想来全食优选(体育馆店)地理位置



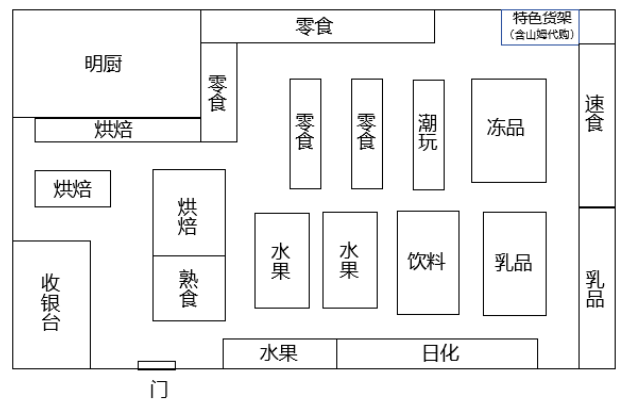
资料来源: 高德地图, 浙商证券研究所

图19: 好想来全食优选(体育馆店)



资料来源: 浙商证券研究所

图20: 好想来全食优选(体育馆店)店型



资料来源: 浙商证券研究所

3 店型总结: 消费体验升级, 食品品类丰富

3.1 店铺格局: 门店设计用心, 聚焦动线优化

好想来门店对商品区域划分清晰，品类集中，且全部采用正面陈列，改善了顾客的消费体验。此外，门店循环播放的“好想来”品牌特色背景音乐，和门店铺设的“袋袋兔”元素地砖、随处可见的“袋袋兔”图案，都增强了门店的品牌效应。

在动线的设计上，门店遵循“引导顾客深入、延长停留时间”的原则，设置适应区在入口，通过试吃、上新等方式吸引顾客驻足，同时将膨化食品、辣条等高亲民类产品布局靠里，引导消费者深入。这一现象在体育馆店尤为明显，烘焙区及厨房正对门口，吸引顾客；进店后右手侧是水果生鲜区，可以通过试吃吸引顾客深入体验；最里侧是主营产品零食、速食、饮料等，以及坪效提升较大的潮玩等。

3.2 品类陈设：一揽“全食”零售，拓宽消费边界，提供优质服务

“好想来全食优选”在零食、水饮基础上拓展了日化、冻品、熟食、潮玩，丰富了酒水区和低温饮品区。各品类百花齐放，满足了消费者日常生活所需，形成了“一站式”购物体验。

丰富的品类一方面满足了现有顾客的全方位需求，吸引了增量客户，拓宽了消费边界，另一方面也使得门店不再局限于“量贩零食”赛道，而是进一步投入了更多样更激烈的竞争之中。相比在一线城市从事日用、餐饮零售的“好特卖”，从事生鲜零售的“清美鲜食”，体量更大的会员制超市“盒马”、“山姆”和日式便利店“罗森”、“7-11”等，专注下沉市场的“好想来”需要更为审慎地在“优质”和“低价”之间进行货盘设计，引进白牌商品就是现有对策之一。

在传统的零食赛道，“全食优选”延续了“品牌零食”的风格，提供了多种多样的散装、小份装零食，既包括乐事薯片、百醇pocky、奥利奥、三只松鼠坚果、卫龙辣条、王小卤鸡爪等深受广大消费者喜爱的产品，也包括白牌的饼干、果干果脯、鹌鹑蛋等小包零食，消费者可以根据自己的需求任意搭配。

表2：新增品类产品及价格

品类	商品名称	好想来价格（元）
短保烘焙类	巧克力麻薯（9个）	9.9/盒
短保烘焙类	冰面包	9.9/2个
短保烘焙类	榴莲千层（三角）	9.9/盒
短保烘焙类	巧克力千层（三角）	9.9/盒
短保烘焙类	脆皮泡芙80g	9.9/盒
短保烘焙类	冷藏芝士（6个）	9.9/盒
短保烘焙类	爆浆麻薯（9个）	11.9/盒
现制烘焙类	蛋挞	8.9/4个
熟食类	酱香鸭锁骨160g	8.9/盒
熟食类	酱香鸭爪160g	12.9/盒

资料来源：浙商证券研究所

在新增的熟食、烘焙和家庭装饮品赛道，“全食优选”大胆铺货白牌产品，绝大多数短保面包和塑封熟食均为白牌产品，具有物美价廉的特点。白牌产品的引进既降低了进货成本，增加品牌对大牌商品的主动性，同时也带动了本地产品的推广，为大型品牌商铺货提供了新的可能性，是一件一举多得的事情。同时，下沉市场未被精致手作店和会员制连锁商超入侵的特点，也导致白牌商品在短保、家用食饮赛道仍能被消费者选择。

此外，日化洗护、潮流玩具等区域对改善消费者体验作用最为显著。目前为止，新增的潮玩区域坪效水平提升较快，对扩大消费群体也有一定作用。潮玩区域的产品陈设在风格上类似小卖部、文具店，吸引学龄儿童前来选购。由于学龄儿童主要由爷爷奶奶辈抚育，对小孩的吸收也会拉动较为保守的老年人群转变消费习惯，积极进入新型商超参与选购。

为拉动下沉市场消费升级，“好想来全食优选”还与山姆会员商店进行合作，发动供应链优势，通过社区团购模式，在门店实现山姆商品“周配送”。据店员透露，只要每周周三 16:00 前在团购程序上下单，顾客就可以在每周周五 18:00 前往门店提货。商品清单中既包括对运输、储藏条件要求较高的瑞士卷、牛肉卷，也包含互联网传播较为火热的山姆烤鸡、香草味发酵乳等产品。

表3：山姆代购产品及价格对比

品类	商品名称	好想来价格(元)	山姆原价(元)
山姆代购类	蒙牛鲜牛奶2L	21/瓶	17.9/瓶
山姆代购类	美式烤鸡	40/只	39.9/只
山姆代购类	熟食餐吧牛肉卷	20/个	20/个
山姆代购类	蔓越莓贝果(7个)	24/盒	23.8/盒
山姆代购类	瑞士卷(16个)	60/盒	59.8/盒
山姆代购类	巧克力咖啡卷(12个)	68/盒	68/盒
山姆代购类	香草风味发酵乳(12杯)	70/箱	59.9/箱

资料来源：山姆超市，浙商证券研究所

将团购价格与山姆超市价格进行对比后发现，大部分山姆代购商品并未进行明显提价，这不仅证明“好想来”品牌面对大型会员制商超也具备一定的议价能力，也说明企业的供应链体系较为发达，在控制成本方面能力较强。

3.3 价格区间：“低价”夺人耳目，产品更新汰换较快

门店在设置价签时，特意将价格和商品都具有吸引力的价签标黄，给顾客视觉上的冲击。同时，“好想来”通过品牌议价能力和供应链管理能力和商品价格压到极具性价比的价格带，从而刺激消费。

在罗森等便利店，纯净水均价都接近3元，但好想来门店内小茗同学、脉动、健力宝、蜜柠水（三得利沁柠水平替）单价在3元以下，大牌出品茶饮（奈雪的茶）、东鹏特饮、北冰洋、冰茶等价格在5元以下，纯净水和可口可乐（罐装）等“刚需”则重回1元左右的价位带。

表4: 各类商品价格横向对比

品类	商品名称	好想来价格 (元)	拼多多价格 (元)	京东价格 (元)
水果类	蓝莓A	23.6/斤	25.79/400g	14.8/400-480g
水果类	库尔勒香梨A	6.98/斤	47.9/5斤	23.91/5斤
水果类	水仙芒	9.9/斤	18.7/5斤	12.89/3斤
酒水类	R10强爽330ml	7.7/罐	30.9/6罐	57.6/8罐
酒水类	真露烧酒草莓味360ml	10.5/瓶	179.8/20瓶	66/6瓶
潮玩类	明迪J-35战斗机积木	18.8/个	18.34/个	23.52/个
潮玩类	vinlaa名侦探柯南盲盒相框拼图100片	22.9/个	28.9/个	29.9/个
潮玩类	优羽宝可梦毛绒玩具可达鸭30cm	19.9/只	8/只	25/只
潮玩类	哪吒之魔童闹海盲盒	8.8/个	11.9/个	68/整套6个
饮品类	成央记阳光小青提汁1L	8.8/瓶	/	/
冻品类	潮香村肉香满溢披萨	5.9/盒	42/5盒	45/5盒
日化类	立白大师香氛洗衣液500g	12.9/袋	6.37/袋	14.9/袋
日化类	蓝月亮抑菌洗手液300g	10.5/瓶	9.41/瓶	10.9/瓶
日化类	舒适达多效护理牙膏120g	26.9/盒	13.89/盒	12.8/盒
乳品类	伊利金典纯牛奶200ml*12	36.8/提	31.26/提	34.9/箱
乳品类	蒙牛高钙牛奶250ml*24	70.8/盒	60.5/盒	54.9/盒
速食类	海底捞麻辣嫩牛自热火锅435g	27.8/盒	20.9/盒	24.9/盒
速食类	统一汤达人方便面日式豚骨拉面速食杯	4.8/个	24.2/6个	24.2/6个

资料来源: 拼多多, 京东, 浙商证券研究所

目前, 消费者一般认为网购商品性价比较高, 因此将门店内商品与传统电商(京东)、拼多多上的同种商品进行横向的价格对比。除饮品类由于门店主营白牌类商品, 无法进行有效比较之外, 水果、酒水、潮玩、速食等类别中, **大部分商品与线上渠道价格相近, 甚至比之更低。**

4 盈利预测与估值

25Q1 净利率超预期, 我们认为随着门店品类扩张(潮玩/谷子等)毛利率仍有提升空间, 规模效应下净利率有望持续提升。公司 25Q1 营收 108.2 亿元, 同比+124%, 归母净利润 2.15 亿元(去年同期为 0.06 亿元)。其中零食量贩业务收入 106.9 亿元, 剔除股权支付费用净利润为 4.12 亿元, 对应净利率为 3.85%, 相比 2024 年提升 1.16pct。25Q1 毛利率为 11%, 同比+1.2pct, 销售费用率为 3.3% (-0.8pct), 管理费用率为 2.5% (-0.5pct)。

股权激励激发信心, 关注少数股东权益收回进展。1) 公司拟针对核心人员及骨干授予 222 万股(约占总股本的 1.23%), 授予目标价 69.58 元/股, 考核目标 25-28 年归母净

利润增速比 24 年增长 40%/45%/50%/55%。我们预计考核目标有望超额完成。2) Q1 少数股东损益 1.73 亿元，占比 44.59%。

盈利预测与估值：量贩零食为新业态，零食品类利润较高&优化空间较大，公司 Q1 净利率大超预期，我们维持预测 25-27 年归母净利润 9.36/12.92/16.02 亿元，增速分别为 219%/38%/24%，对应 EPS 为 4.99/6.88/8.54 元，当前股价对应 25 年 PE 为 33 倍。考虑到公司为硬折扣标的，存在成长性和稀缺性，因此我们认为市值仍有较高提升空间。

5 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足量贩连锁经营模式。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)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5771	9568	13313	18163
现金	2381	4057	6912	10997
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	18	27	5	51
其它应收款	47	377	454	379
预付账款	1141	1248	1366	1548
存货	2141	3840	4552	5160
其他	42	19	24	28
非流动资产	1483	1601	1685	1701
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	794	850	949	955
无形资产	60	59	59	58
在建工程	0	8	14	20
其他	630	684	663	670
资产总计	7253	11169	14998	19865
流动负债	5128	6818	7794	9198
短期借款	956	902	1022	1503
应付款项	2094	3406	3486	3979
预收账款	0	0	0	0
其他	2078	2510	3286	3716
非流动负债	664	972	1190	1381
长期借款	237	337	437	537
其他	426	635	752	844
负债合计	5792	7790	8983	10580
少数股东权益	363	1337	2682	4349
归属母公司股东权益	1098	2042	3333	4936
负债和股东权益	7253	11169	14998	19865

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	848	1871	2778	3561
净利润	603	1910	2636	3270
折旧摊销	121	75	69	76
财务费用	39	27	1	(30)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	1146	1377	609	726
其它	(1061)	(1518)	(537)	(481)
投资活动现金流	(96)	(145)	(177)	(89)
资本支出	57	(123)	(169)	(82)
长期投资	0	(0)	0	(0)
其他	(153)	(22)	(8)	(6)
筹资活动现金流	303	(50)	254	613
短期借款	445	(54)	120	481
长期借款	89	100	100	100
其他	(231)	(96)	34	32
现金净增加额	1056	1676	2855	4085

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	54008	64250	73350
营业成本	28851	48000	56900	64500
营业税金及附加	63	108	133	148
营业费用	1431	1944	2056	2494
管理费用	981	1350	1606	1834
研发费用	4	5	6	7
财务费用	39	27	1	(30)
资产减值损失	17	27	32	37
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	98	0	0	0
营业利润	1041	2546	3515	4360
营业外收支	(9)	0	0	0
利润总额	1032	2546	3515	4360
所得税	429	637	879	1090
净利润	603	1910	2636	3270
少数股东损益	310	974	1344	1668
归属母公司净利润	294	936	1292	1602
EBITDA	1180	2647	3583	4404
EPS (最新摊薄)	1.63	4.99	6.88	8.54

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	247.86%	67.06%	18.96%	14.16%
营业利润	2096.41%	144.62%	38.03%	24.06%
归属母公司净利润	-	218.81%	38.03%	24.06%
获利能力				
毛利率	10.76%	11.12%	11.44%	12.07%
净利率	1.87%	3.54%	4.10%	4.46%
ROE	27.21%	38.67%	27.50%	20.95%
ROIC	22.43%	49.01%	47.25%	41.35%
偿债能力				
资产负债率	79.85%	69.75%	59.90%	53.26%
净负债比率	23.50%	17.39%	17.87%	20.64%
流动比率	1.13	1.40	1.71	1.97
速动比率	0.71	0.84	1.12	1.41
营运能力				
总资产周转率	5.78	5.86	4.91	4.21
应收账款周转率	1424.05	1490.26	1086.60	695.43
应付账款周转率	19.53	17.87	16.80	17.71
每股指标(元)				
每股收益	1.63	4.99	6.88	8.54
每股经营现金	4.52	9.97	14.81	18.98
每股净资产	6.10	10.88	17.77	26.31
估值比率				
P/E	101.21	33.09	23.97	19.33
P/B	27.05	15.17	9.29	6.27
EV/EBITDA	11.96	11.39	8.09	6.18

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>