

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

硬折扣时代的渠道新探索

——万辰集团(300972)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

市场数据(2025-08-14)

收盘价(元)	150.65
一年内最高/最低(元)	196.00/25.86
沪深 300 指数	4,173.31
市净率(倍)	20.48
流通市值(亿元)	246.23

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	7.35
每股经营现金流(元)	3.97
毛利率(%)	11.02
净资产收益率 摊薄(%)	16.23
资产负债率(%)	72.74
总股本/流通股(万股)	18,761.51/16,344.34
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- 万辰集团(300972.SZ)是一家成立于 2011 年的福建省民营企业。公司的传统业务是食用菌的研发、工厂化培育及市场销售领域，食用菌产品覆盖国内七大区域并出口东南亚和欧美。公司目前的核心业务为零食量贩业务：截至 2024 年，量贩板块的收入占比达到 98.33%，食用菌业务的收入占比仅 1.67%。
- 2022 年公司切入零食量贩赛道，实现较高增长。公司采取收购资产的方式：2022 年、2023 年先后收购“陆小馋”、“好想来”、“老婆大人”等，形成全国化布局。至 2024 年，公司的量贩门店突破 1.5 万家，覆盖全国 29 个省份；量贩营收达到 317.9 亿元，2023 至 2024 年营收年均增长 66.6 倍。
- 与百货、超市、综合电商以及专业连锁相比，零食量贩业态有着低毛利率、高净资产回报率特征。以 2025 年一季度为例，公司的净资产回报率高达 17.44%，而其它渠道的净资产回报率在 0.3%至 2%区间，差异非常大。
- 在维持低毛利率的同时实现了较高的净资产回报率，其中的原因包括：量贩渠道有着较高的净利率和周转率。在各零售渠道中，零食量贩的净利率水平较高：以 2025 年一季度为例，公司的净利率（3.59%）仅次于百货（4.5%），而高于其它。房租、营销、管理等各项费用率较低是保持较高净利率的主要原因。此外，公司的存货周转率、应收账款周转率以及总资产周转率也高于其它渠道。
- 投资评级：我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益分别为 4.46、6.35、7.85 元，参照 8 月 14 日收盘价 150.65 元，对应的市盈率分别为 33.76、23.71、19.20 倍。公司深耕量贩渠道，有丰富的渠道管理经验，未来有望将该模式复制到零食以外的商品。我们首次覆盖公司，给予公司“增持”评级。

风险提示：股价目前处于高位，股价的波动风险加大。量贩门店扩张过快，将会导致门店盈利下滑。量贩渠道向上过于挤压零食厂商的利润空间，导致上游盈利下滑，最终影响上下游合作效果。零食行业的竞争正在加剧，表现为产品价格战、产品同质化以及产业链各环节的盈利收窄甚至亏损。如门店盈利下滑或陷入亏损，公司未来将会面临闭店风险以及营收增长下滑的风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,294	32,329	52,373	63,895	71,562
增长比率（%）	1592.03	247.86	62.00	22.00	12.00
净利润（百万元）	-83	294	837	1,192	1,472
增长比率（%）	-273.72	453.95	185.24	42.36	23.50
每股收益(元)	-0.44	1.56	4.46	6.35	7.85
市盈率(倍)	—	96.29	33.76	23.71	19.20

资料来源：中原证券研究所，聚源

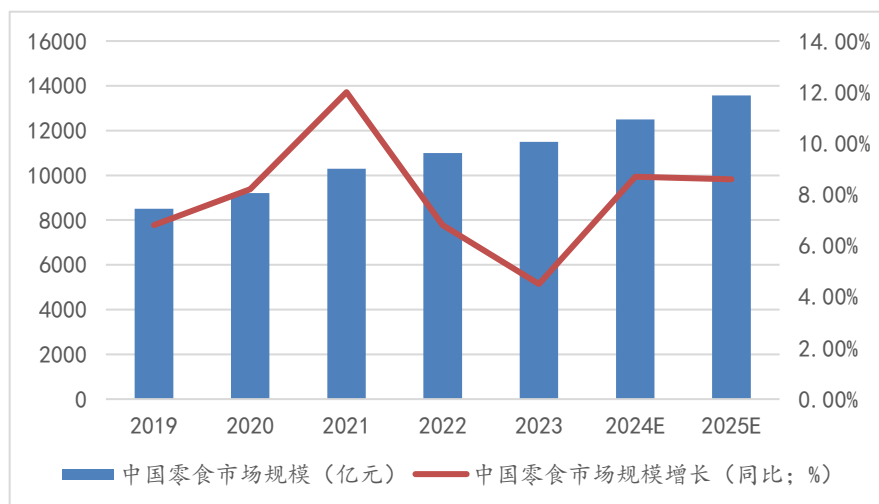
1. 零食行业概貌

1.1. 零食市场规模及增长

零食有着娱乐、代餐和礼品三大功能，满足了不同年龄和场景的各式需求，是食品的重要补充，也是生活中不可或缺的调剂。中国零食已经从一个陈旧的传统行业转变为现代化的大产业。

中国零食市场已经突破一万亿元，并且以较快的速度增长着，城镇化以及产品和渠道创新是零食行业大步发展的重要推手。我们认为，未来三年零食市场将会保持在 6%至 8%的增长区间，2026 年有望突破 14000 亿元规模。根据艾媒咨询的预测，2024 年中国零食市场的规模已达到 12500 亿元，较 2023 年增长 8.7%。零食市场保持了较快的增长，产品创新、渠道创新激发了市场广泛的零食需求，是该市场保持较快增长的内驱力。我们认为，未来三年零食市场将会保持在 6%至 8%的增长区间，2026 年有望突破 14000 亿元规模。

图 1：中国零食市场规模及其增长

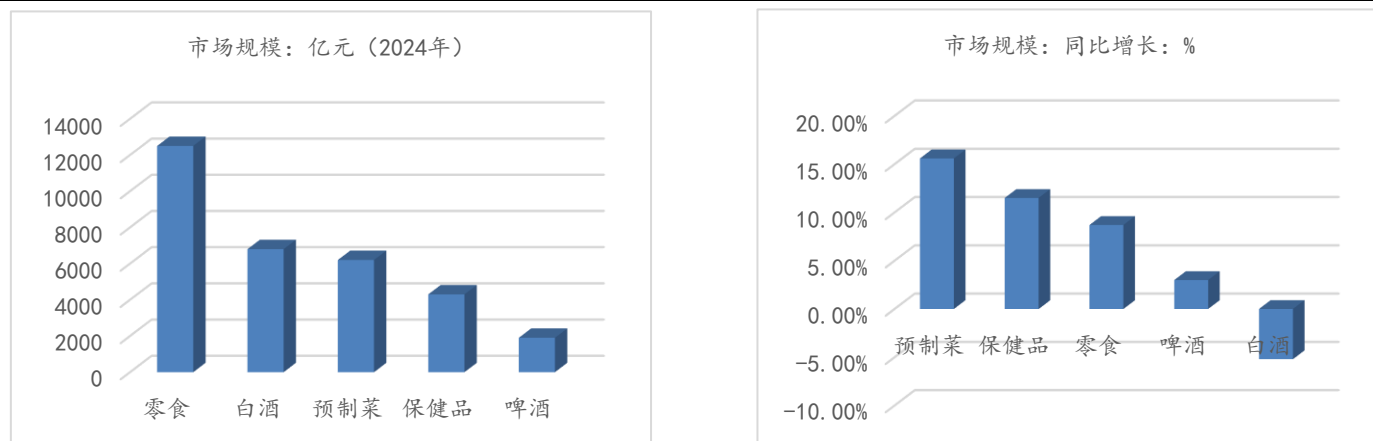


资料来源：艾媒咨询，中原证券研究所整理

与其它品类相比，零食市场的增长相对较快。我们用预制菜、保健品、白酒、啤酒四个食品品类与零食作为比较，横向比较之下发现零食市场的增长相对较快。

根据 Euromonitor、Frost & Sullivan 以及中国酒业协会的数据，2024 年，预制菜、保健品、白酒、啤酒和零食市场的销售规模分别增长了 15.6%、11.5%、-5.2%、3%和 8.7%，零食市场的增长低于预制菜和保健品，但高于白酒和啤酒。

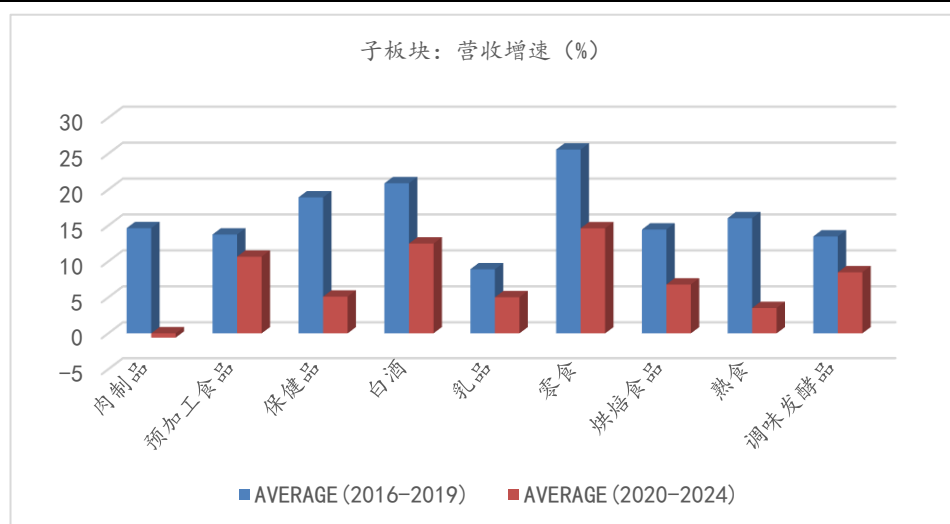
图 2：零食与其它食饮品类的规模与增速比较



资料来源：Euromonitor，Frost & Sullivan，中国酒业协会，中原证券研究所整理

就二级市场而言，根据 IFinD 的数据，零食板块相比其它食饮板块也经历了较快的收入增长。2016 至 2019 年零食板块营收年均增长 25.59%，2020 至 2024 年年均增长 14.62%，前后两个阶段均快于其它子板块。

图 3：食饮各子板块的营收增长情况



资料来源：中原证券研究所 iFinD

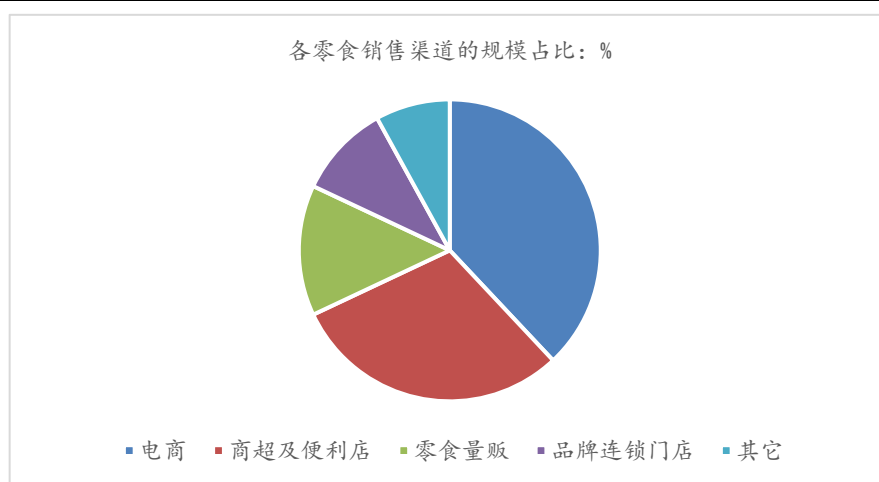
电商渗透率提升，产品持续创新，社会发展阶段激发的心理需求以及渠道创新共同促成了传统零食行业新一轮的发展红利。中国零食市场的增长相对较快，主要由几个要素所推动：一是，电商渗透率持续提升，特别是兴趣平台和生活平台的崛起，带动了零食增长。二是，产品创新方面有较多突破，品类日趋多元化，比如相比传统零食，坚果、蛋白棒、深海类等创新零食更加关注健康价值与情绪价值，正是产品创新赋予古老行业以新的增长活力。三是，疫情期间对零食的需求激增，其中包含了一部分的心理需求；在经济低增长阶段，社会机会锐减，零食带给消费者低成本的消费慰藉。四是，随着零食量贩新业态的扩张，为零食的分销带来了新的可能，下沉市场的充分调动提供新一轮市场增长红利。

1.2. 零食的销售渠道

电商和线下超市仍是核心的销售渠道，在零食销售中合计规模占比达到 68%。此外，零食量贩和品牌门店各占分销比例 14%、10%。

根据凯度消费者指数、Euromonitor 及 Frost & Sullivan 的数据，我们预计，截至 2024 年各零食销售渠道的销售额占比大致如下：电商渠道的占比约为 38%，电商渠道是指天猫、京东、拼多多、抖音、小红书、美团闪购等各类电商平台、生活平台和兴趣平台；线下商超和便利店的渠道占比约为 30%；零食量贩渠道的占比约为 14%；品牌自建的连锁门店（如良品铺子、来伊份等自建门店）占比约为 10%；自动贩卖机、学校卖部等渠道占比约为 8%。可见，电商和线下超市仍是核心的销售渠道，在零食销售中合计规模占比达到 68%。

图 4：零食各销售渠道的规模占比情况



资料来源：凯度消费指数，Frost & Sullivan，中原证券研究所整理

1.3. 渠道创新——零食量贩的兴起

零食量贩是专门销售零食的连锁门店。门店的布局广泛而密集、人口覆盖率高；门店上架零食有折扣特征，呈现高性价比、琳琅丰富及高频迭代的优势。

零食量贩业态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极致性价比的垂直零售业态。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。在提升渠道效率的同时，量贩零食压缩供应链各环节的毛利，将节省的利润让渡给消费者和加盟商。

具体地，在供应链端，零食量贩直接与品牌厂商或上游代理商对接供货，并利用规模化销售促使品牌厂商降价，最大限度降低了中间环节加价率，确保在产品品质相同的情况下价格低于他处。在门店端，基于大量动销数据持续优化店铺运营，将产品种类、商品陈列及库存周转优化，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，节约了营销和传播成本。量贩零食店深入社区和基层市场，店面提供多达数百种的商品，并营造美好的购物氛围，在品质和价格无差的情况下，门店提供了更优越的购物条件和环境，或者从商品数量上胜出其它。

在加盟端，公司采用“零加盟费、低保证金”的加盟策略——加盟商买断式进货，而公司通过

集中采购与供应链管理达成规模效应，并实现快速的扩张和下沉。

最终，形成一个品牌商、供应商、加盟商和消费者的共赢生态：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；对于消费者，量贩提供质优价平的最大价值；对于加盟商，门店实现稳定盈利，缩短投资回报周期。

1.3.1. 零食量贩的产品布局

零食量贩将产品划分为引流类、利润类和创新类：

引流类产品指大品牌旗下耳熟能详的大单品，前期已沉没巨额广告成本，市场口碑佳，如百事、奥利奥等。引流类产品主要担当门店产品标杆的功用，但由于进货成本高及加价率低，导致此类产品的毛利率仅有 5%。引流类产品在零食量贩中的上架占比约为 20%至 30%。

利润类产品指具有较高毛利率的“腰部”核心产品，通常占门店 SKU 的 50%至 70%，为门店贡献了大部分的利润，如坚果炒货、蜜饯果干、散装零食、进口零食，以及用“限定”和“网红”等常用噱头包装下的产品。利润类产品往往是中小品牌产品或者无牌产品，量贩通过向上游议价压低进货成本，同时加强品控，提升加价率，保证这部分产品的毛利率不低于 30%。对于利润类产品，门店采取高频迭换的产品策略，保证每月上新的 SKU 超过 100 个，并及时淘汰复购率低的 SKU。

创新类产品指通过健康化、功能化、场景化实现差异化竞争的高附加值产品，注重情绪价值、自律属性和场景适配，如功能饮料、低糖零食、减脂零食、地域风味等产品，通常占门店 SKU 的 10%至 15%。创新力产品的毛利率可达到 30%至 35%，毛利率较利润类产品更高。创新品类的品牌包括量贩自有品牌、合作品牌以及无牌。

图 5：零食量贩中各类产品的占比

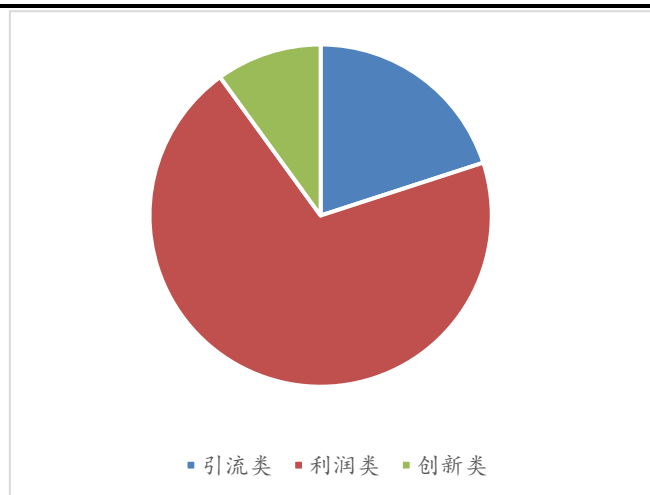
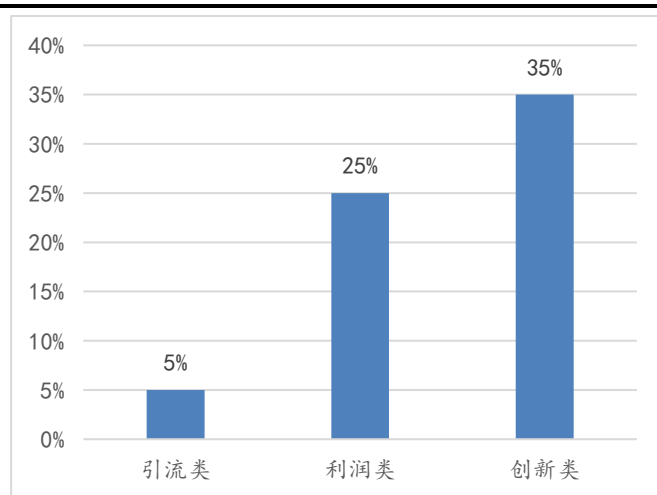


图 6：零食量贩中各类产品的毛利率



资料来源：万辰集团公告 中原证券研究所整理

1.3.2. 零食量贩的供应链管理

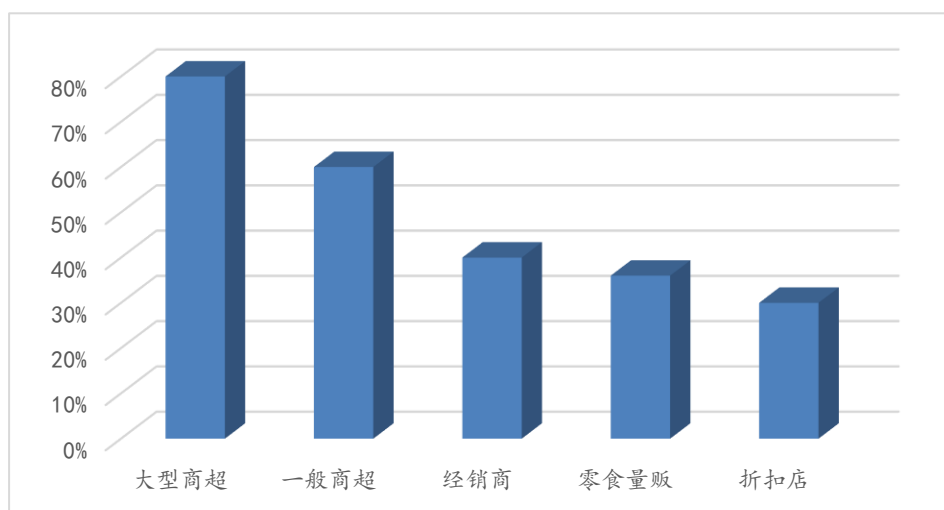
零食量贩是一种“薄利多销”的销售模式——相比传统渠道，零食量贩的加价率较低。

所谓“加价率”是指产品在流通环节中，每单位成本增加的百分比，反映从成本到售价的增值比例，属于流通环节指标。

根据中国经营报的调查，传统大型商超如沃尔玛的加价率至少为 80%，一般商超至少 60%，经销渠道的加价率为 40%，零食量贩当前的加价率是 36%。线下商超渠道包含较多渠道费用如进场费、堆头费、推广费等等，这些费用都会叠加进终端零售价；经销商渠道中，每一级经销商赚取 10%至 20%的利润率，经销商层级越多、链条越长，商品的加价率越高。而零食量贩形成从工厂直达门店的销售形态，剔除了中间环节，实现了最短供应链和扁平管理，因而可支持低加价率，反映在商品价格上就是同款产品的价格竞争力。

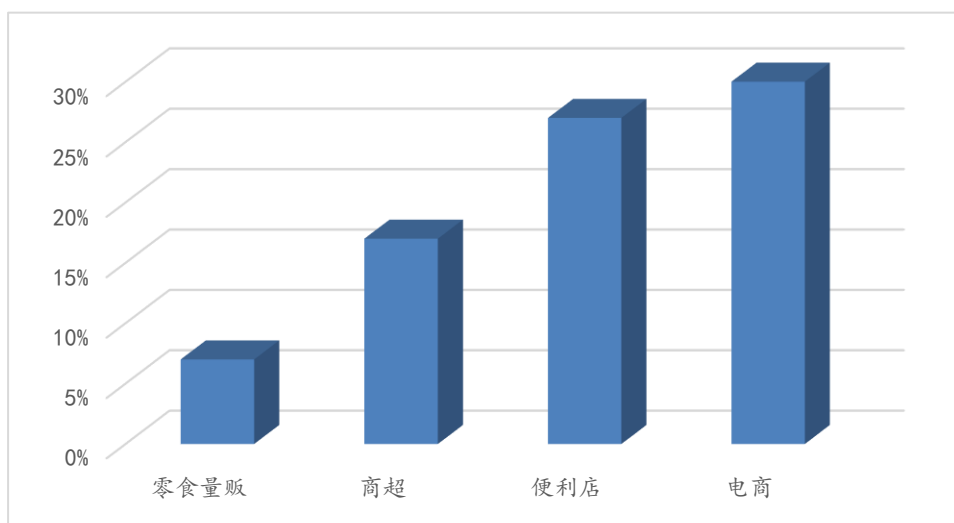
加价率越低，渠道的毛利率也越低。根据雪球的数据，在零食销售方面各渠道的毛利率自上而下排列为电商、便利店、商超和零食量贩。

图 7：各类渠道的商品加价率（%）



资料来源：中国经营报，中原证券研究所整理

图 8：零食厂商在各销售渠道的毛利率

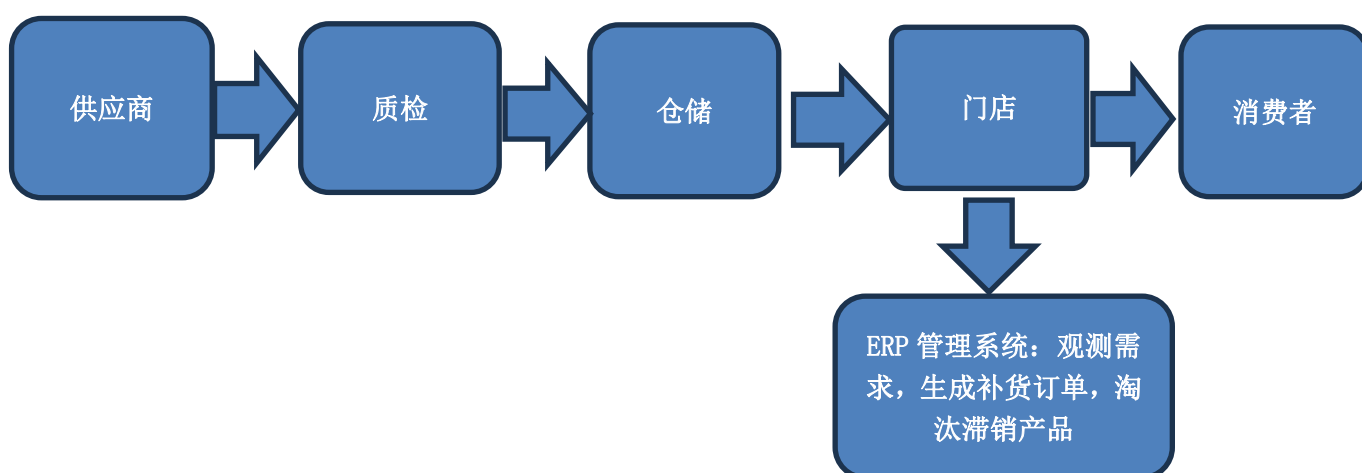


资料来源：雪球，中原证券研究所整理

强大的供应链体系是零食量贩的核心价值。

零食量贩的供应链管理以“扁平化结构、高效周转、数字化协同”为核心，通过精简流通环节、强化品控与仓储物流效率，支撑其高周转、低毛利的商业模式。此外，门店 SKU 通常达 1000 至 2000 种之多，其中高复购品类占比超 70%，并且通过动态迭代保持客情新鲜度。所谓“动态迭代”是指每月保持产品上新的数量，零食量贩的月上新超过 100 个 SKU。这就要求零食量贩具备高水平的供应链管理能力，体现在供货、质检、仓储效率、数字化管理体系、供应链的柔性延展能力以及全渠道的协同能力等方面。

图 9：零食量贩供应链简图



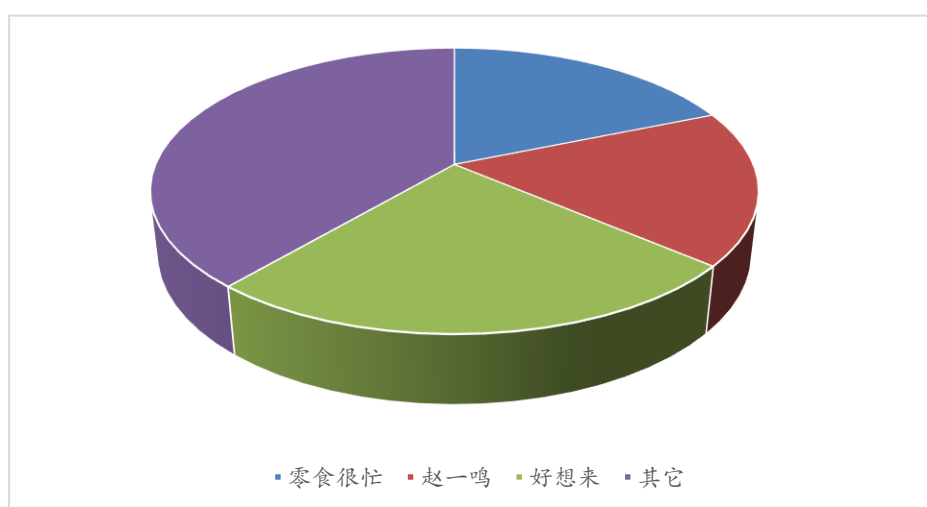
资料来源：中原证券研究所整理

1.3.3. 零食量贩的门店布局

根据万辰集团的报告以及行业资讯，截至 2025 年 7 月中国零食量贩门店总数已超 4 万家，预计到 2025 年底门店数将达 4.5 万家。

零食量贩中的双寡头格局已然形成，鸣鸣很忙和万辰集团的市场份额合计 75%，目前零食量贩是一个绝对集中的市场。截至 2025 年 2 月，零食很忙、赵一鸣、好想来旗下的门店数量分别突破 7500 家、7000 家及 10000 家，合计占总门店数量的 61%，其余 39%为区域性或细分品类的小品牌门店。可见，零食量贩行业中仍存在大量区域性或细分领域的小品牌，这些品牌通过区域深耕或细分品类聚焦参与市场竞争。

图 10：头部量贩品牌的门店数量占比（%）



资料来源：万辰集团公告 中原证券研究所整理

零食量贩的门店布局以低线市场为主导，门店多数集中在三四线城市，其中县域市场是激烈的竞争区域。此外，南方区域的门店布局进程领先，北方区域的布局速度目前正在加快。

根据新华网财经观察的数据，零食量贩门店在一线城市的分布数量不及 5%，且门店布局集中在近郊地区，鲜在核心商圈出现；四线城市及以下的布局数量占 67%，其中县域市场是主要的竞争市场——数量占比达到 50%；此外，28%的门店设立在二、三线城市，多为社区门店。由此可见，四线及以下市场是零食量贩的主攻市场。

我们认为，零食量贩从低线市场铺开的原因主要在于成本和消费模式：低线城市的房租、人工等成本低于一、二线城市，这使得单店的回本周期缩短。对于量贩这种薄利模式，控制核心成本尤为关键。此外，低线城市的居民对性价比要求更高，而性价比需求与零食量贩的经营策略恰好契合。

县域市场的量贩布局密度已经相对饱和。截至 2025 年 7 月，中国共有 2846 个县级行政区，目前约 20000 家零食量贩布局在县域及乡镇，平均每个县的量贩数量是 7 个。根据 2020 年人口普查数据，县平均人口为 41 万人，在县级市场每个量贩服务 5.9 万人；按照一般小区有 10000 人口的均值，每个县级量贩服务 5 至 6 个小区。

未来北方地区的市场空白和增量大于南方。就大区域而言，南方区域如湖南、广东、浙江等省份的门店布局进程领先，仅湖南省就有超过 5000 家门店；北方区域的门店布局正在加快，如河南、山东等省份的新增门店数量多于其它省份，但目前的门店密度整体仍不及南方。因而，未来北方地区的市场空白和增量大于南方。

2. 万辰集团（300972）公司分析

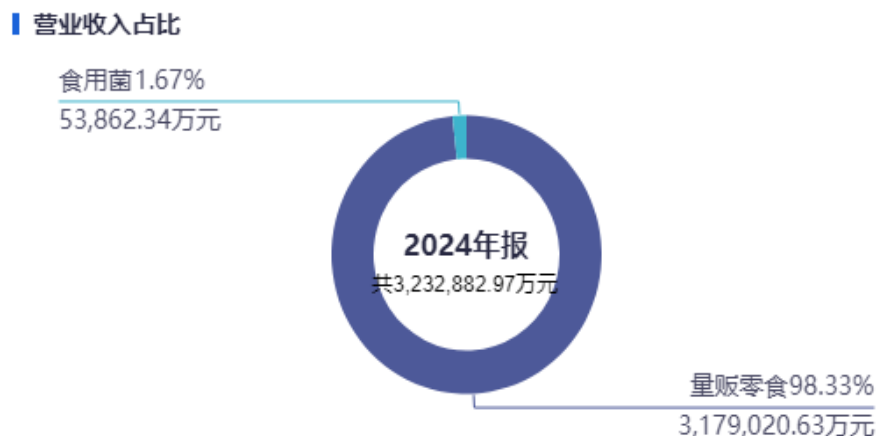
2.1. 公司概况与核心业务

万辰集团（300972.SZ）是一家成立于 2011 年的福建省民营企业。截至 2025 年 7 月，一致行动人福建含羞草农业开发有限公司持股 17.46%，为公司的第一大股东；实控人王泽宁持股 13.66%，为第二大股东；漳州金万辰投资有限公司持股 13.15%，为公司的第三大股东；彭德建持股 11.11%，为第四大股东。上述前四大股东合计持股 55.38%。

公司的传统业务是食用菌的研发、工厂化培育及市场销售领域，公司的食用菌产品覆盖国内七大区域并出口东南亚和欧美。2021 年公司登陆创业板，2022 年开始公司布局量贩市场，目前以量贩和食用菌作为双主业驱动。之后，公司通过快速扩张量贩门店实现业绩高增长，在实现增长的同时依托食用菌主业提供稳定的现金流支撑。

公司目前的核心业务为零食量贩业务。截至 2024 年，量贩板块的收入占比达到 98.33%，食用菌业务的收入占比仅 1.67%，量贩已成为公司的核心业务板块。

图 11：公司的业务结构（2024 年）

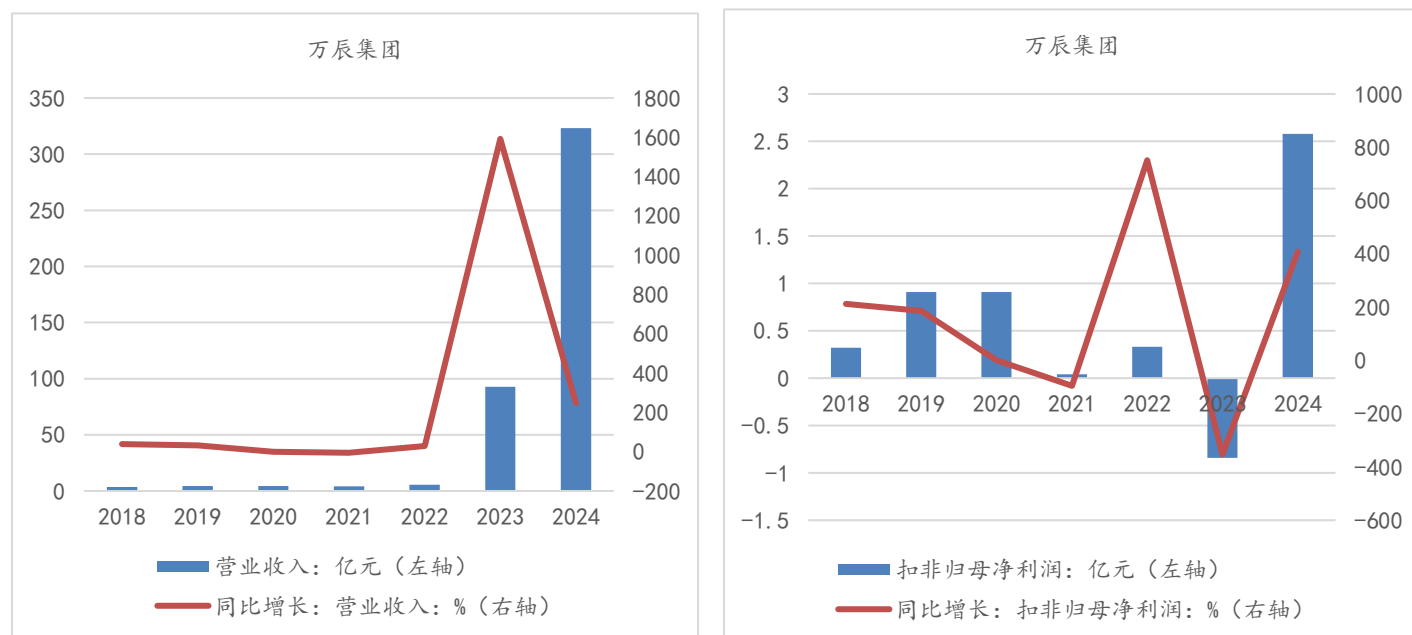


资料来源：中原证券研究所 iFinD

2.2. 财务表现与成长性分析

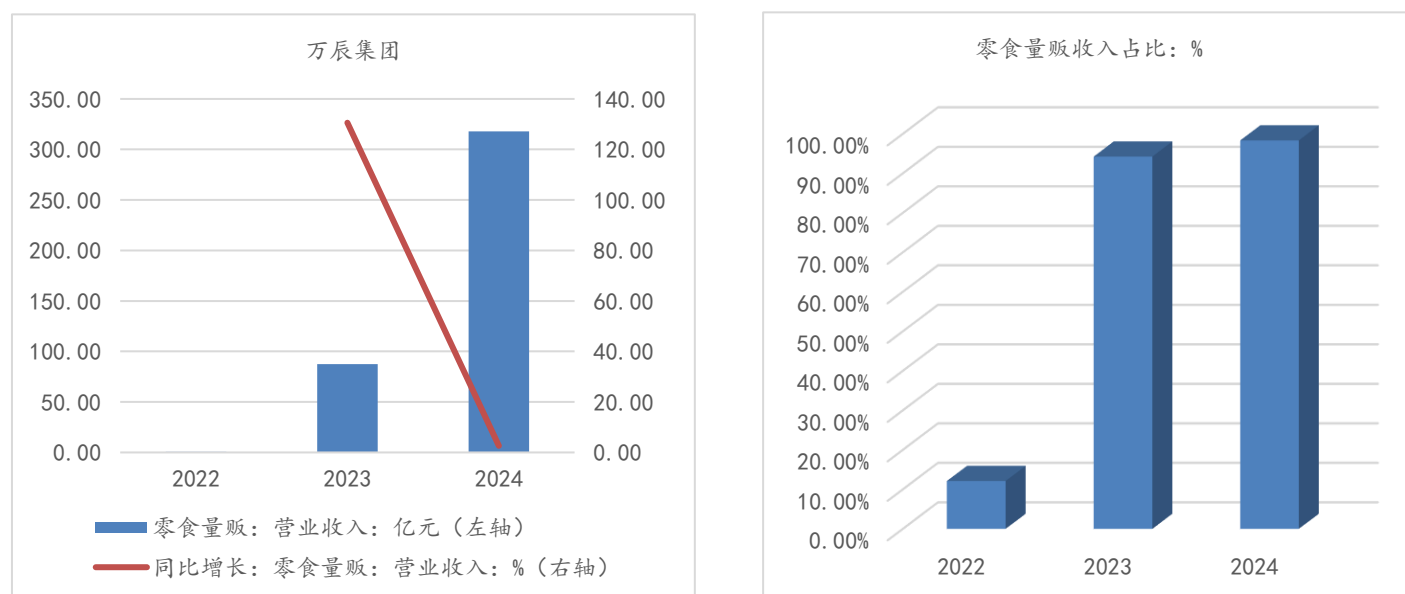
2022 年公司切入零食量贩赛道，实现较高增长。公司于 2022 年切入零食量贩赛道，为了实现快速发展，公司采取收购资产的方式：2022 年收购“陆小馋”和“好想来”，2023 年整合所收购的四大品牌为“好想来”，同年收购浙江的“老婆大人”，形成全国化布局。至 2024 年，公司的量贩门店突破 1.5 万家，覆盖全国 29 个省份；量贩营收达到 317.9 亿元，2023 至 2024 年营收年均增长 66.6 倍，平均单店营收达到 212 万元。

图 12：公司近年来收入和利润的增长情况



资料来源：中原证券研究所 iFinD

图 13：公司近年量贩业务的发展情况



资料来源：中原证券研究所 iFinD

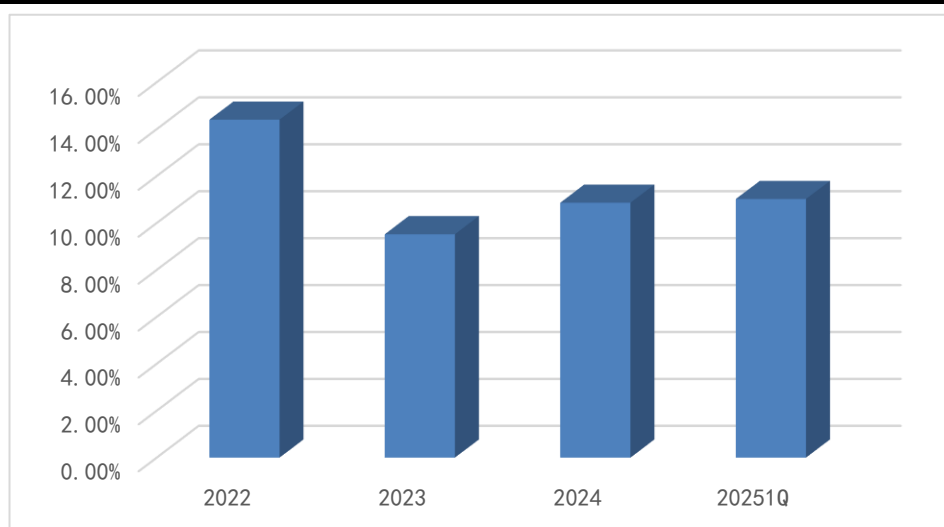
2.3. 公司量贩业务的盈利模式

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。大众消费崛起以及对优质平价产品极大的需求，为量贩这种折扣连锁店的业态提供了迅猛发展的消费背景。基于这种背景，量贩作为新的大众消费的商业基础设施具有较好的发展前景。

2.3.1. 量贩业务的毛利率

公司的量贩业务毛利率必然偏低，这是由渠道加价率低以及商品的折扣属性所致。2022年公司初涉量贩业务时的毛利率达到 14.4%，2023 年降至 9.52%，随后的 2024 年和 2025 年一季度毛利率持续回升，2025 年一季度升至 11.02%。期间经历了加盟门店的快速扩张，之后随着市场格局的形成，量贩门店便通过 SKU 调整提升自身的渠道盈利。

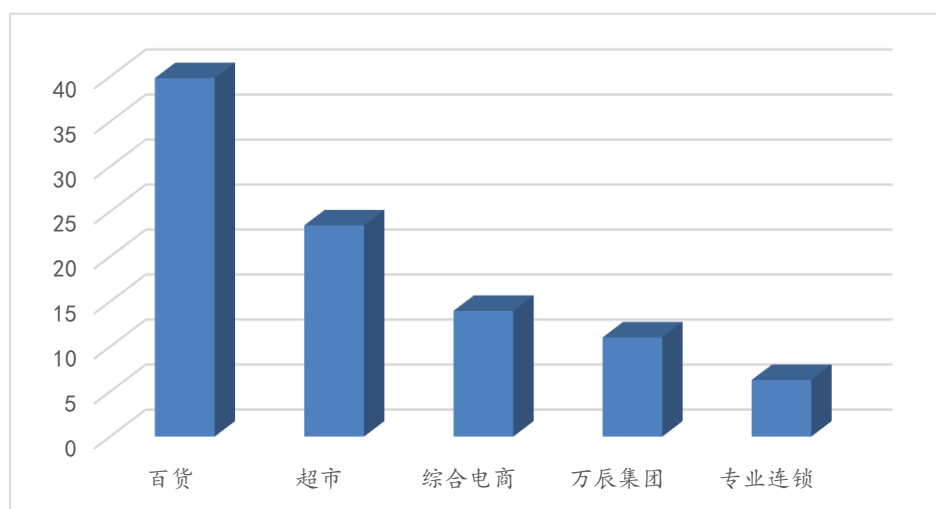
图 14：公司量贩业务的毛利率（%）



资料来源：中原证券研究所 iFinD

相比其它零售渠道，量贩渠道的毛利率较低。以 2025 年一季度为例，上述各渠道的毛利率由高到低为百货（39.83%）、超市（23.47%）、综合电商（13.97%）、万辰集团（11.02%）、专业连锁（6.28%）。可见，各零售渠道因盈利模式迥异，其业态的毛利率差异也较大：毛利率最高的百货业态与最低的专业连锁之间相差 33.55 个百分点；零食量贩较百货的毛利率也低 28.81 个百分点。

图 15：各零售渠道的毛利率比较（%；20251Q）



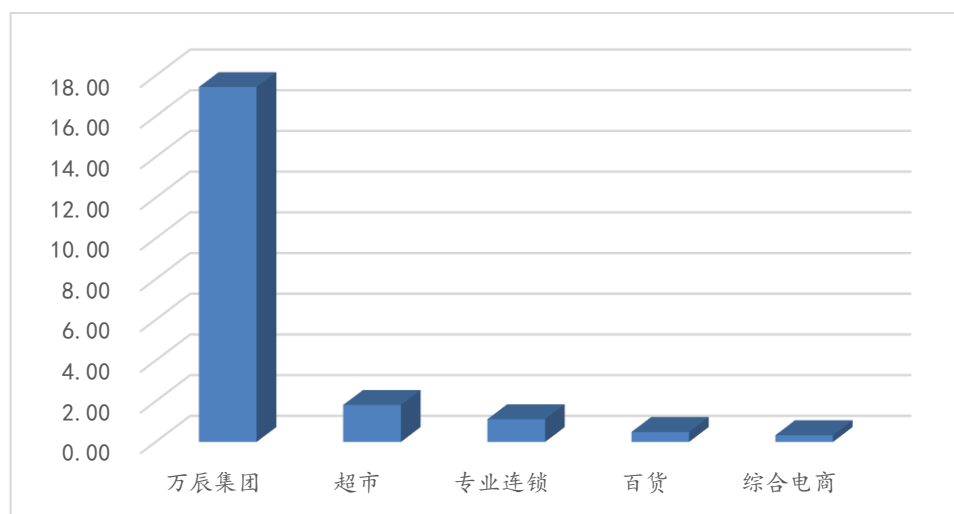
资料来源：中原证券研究所 iFinD

2.3.2. 量贩业务的净资产回报率

与百货、超市、综合电商以及专业连锁相比，零食量贩这种业态有着低毛利率、高净资产回报率率特征。

尽管量贩渠道在各零售渠道中的毛利率较低，但是它的净资产回报率却最高。以 2025 年一季度为例，公司的净资产回报率高达 17.44%，而其它渠道的净资产回报率在 0.3%至 2%区间，差异非常大。

图 16：各零售渠道的净资产回报率比较（%；20251Q）

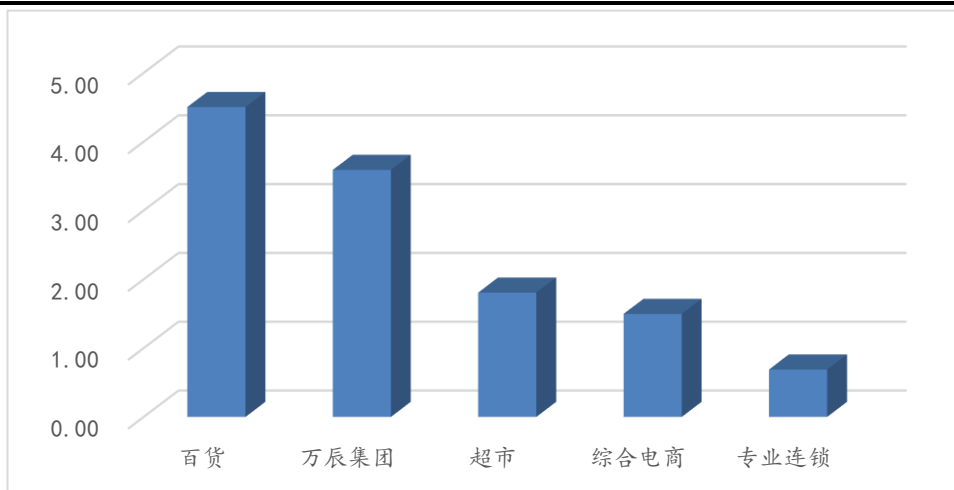


资料来源：中原证券研究所 iFinD

在维持低毛利率的同时实现了较高的净资产回报率，其中的原因包括：量贩渠道有着较高的净利率和周转率。

在各零售渠道中，零食量贩的净利率水平较高：以 2025 年一季度为例，万辰集团的净利率（3.59%）仅次于百货（4.5%），而高于其它。房租、营销、管理等各项费用率较低是保持较高净利率的主要原因。

图 17：各零售渠道的净利润率比较（%；20251Q）



资料来源：中原证券研究所 iFinD

以 2025 年一季度为例，万辰集团除录得较高的管理费外，销售、财务和研发费率都远低于其它零售渠道。较低的销售、财务和研发费率是公司有着相对其它零售渠道更高净利率的主要原因。

比如，20251Q 万辰集团的销售费率为 3.31%，而同期的百货、超市、电商和专业连锁分别为 18.55%、17.34%、6.97%和 3.82%。销售费率低主要源于广告和促销费用低，此外加盟业态较自建门店的销售支出更低。

比如，20251Q 万辰集团的财务费率为 0.11%，而同期的百货、电商、超市和专业连锁分别为 3.95%、2.88%、1.38%和 0.42%，公司较专业连锁业态的财务费率还低 0.31 个百分点。加盟商买断、回款快、存货周转效率高等经营特征决定了公司有着较为充沛的现金流，也是财务费率较低的主要原因。

图 18：各零售渠道的销售费率（%；20251Q）

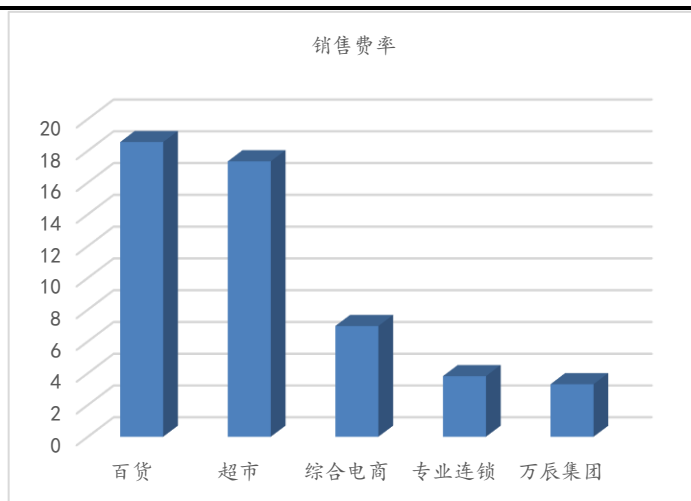
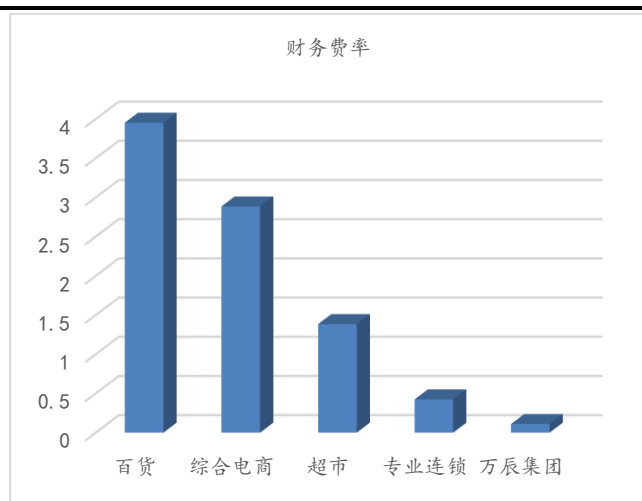


图 19：各零售渠道的财务费率（%；20251Q）



资料来源：中原证券研究所 iFinD

图 20：各零售渠道的管理费率（%；20251Q）

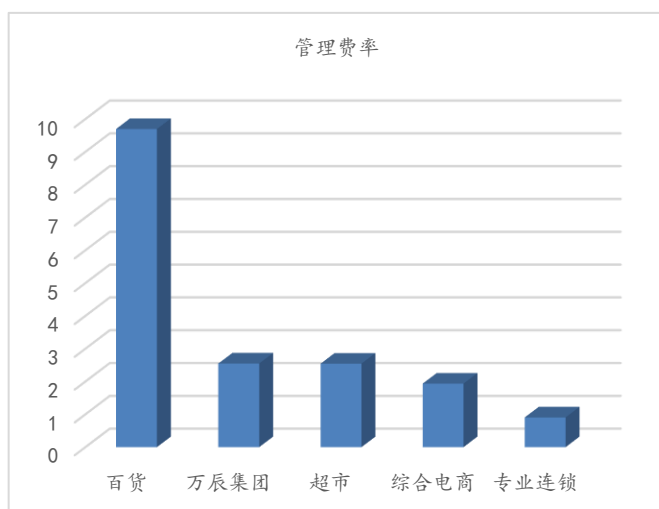
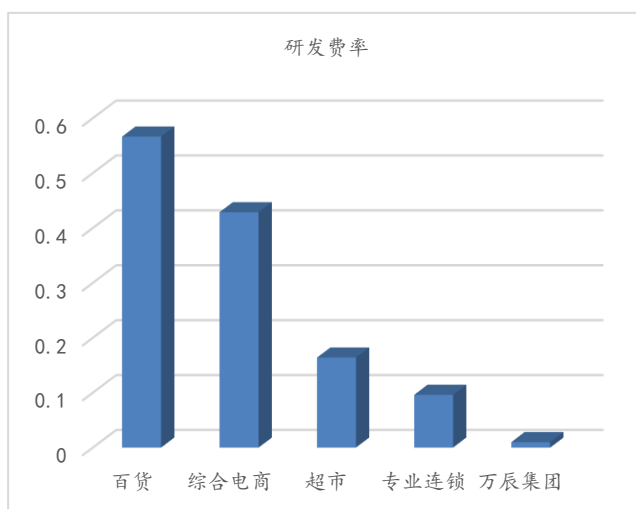


图 21：各零售渠道的研发费率（%；20251Q）



资料来源：中原证券研究所 iFinD

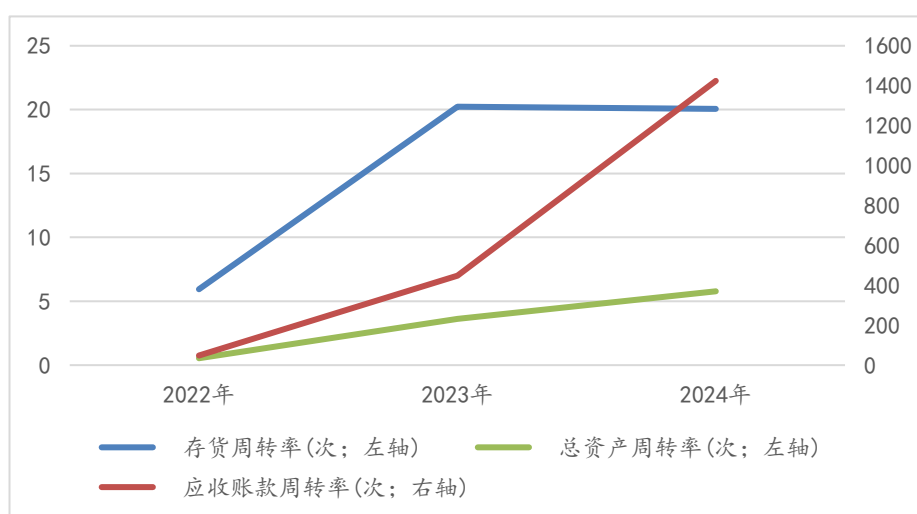
2.3.3. 量贩业务的周转率

公司开展量贩业务以来，整体的运营效率较之前大幅提升，表现为存货周转率、应收账款周转率以及总资产周转率的大幅升高。

周转效率是净资产回报率的核心因子，因而高水平的运营效率也是公司贡献高净资产回报率的核心原因。

公司自 2022 年切入量贩赛道，2022 年的存货、应收账款和总资产周转率分别为 5.94、48.28 和 0.54 次，至 2023 年三者分别升至 20.23、448.45 和 3.63 次。2024 年，除存货外的运营效率指标进一步提升，存货周转率也稳定在 20 次以上。

图 22：公司的资产周转效率提升



资料来源：中原证券研究所 iFinD

运营效率决定了净资产回报率，在各个零售渠道中零食量贩的存货周转率最高，因而净资产收益率也相对较高。

零食量贩的存货周转效率远高于其它渠道。以 2024 年为例，万辰集团、电商、专业连锁、超市和百货的存货周转率分别为 20.07、14.03、11.72、6.31 和 1.76 次，零食量贩的存货周转效率远高于其它渠道。

零食量贩的应收账款周转率远高于其它渠道。以 2024 年为例，万辰集团、超市、专业连锁、百货和电商的应收账款周转率分别为 1424.05、104.62、44.36、41.16 和 26.29 次，零食量贩的应收账款周转率远高于其它渠道。

同样，就总资产周转率而言万辰集团代表的量贩渠道也高于其它渠道。以 2024 年为例，万辰集团、专业连锁、超市、电商、百货的总资产周转率分别为 5.78、3.09、1.04、0.81 和 0.23 次，万辰集团的总资产周转次数高于其它零售渠道。

图 23：各零售渠道的存货周转率比较（次；2024 年）

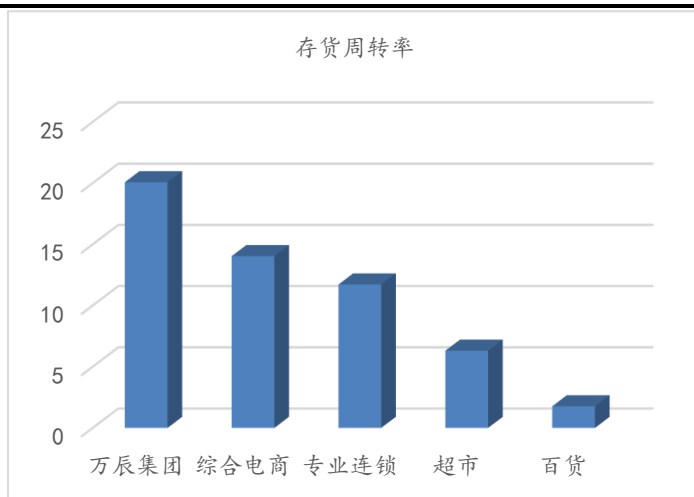
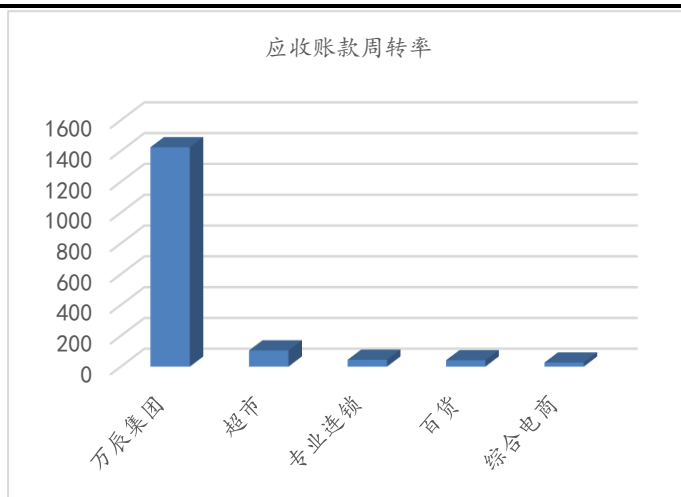
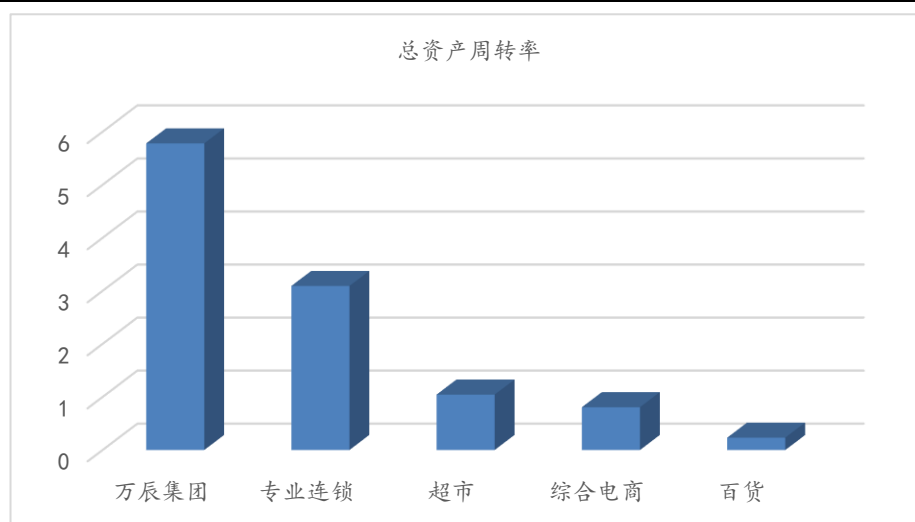


图 24：各零售渠道的应收账款周转率比较（次；2024 年）



资料来源：中原证券研究所 iFinD

图 25：各零售渠道的总资产周转率比较（次；2024 年）



资料来源：中原证券研究所 iFinD

公司较快的存货周转得益于仓储能力的布局建设。截至 2024 年，公司在全国布局 50 个仓储中心，总仓储面积超 90 万平方米，覆盖主要经济区域并实现“T+1”高效配送。仓储网络覆盖华东、华北、华中、西北、西南、华南、东北等核心区域，重点布局天津、河北、河南、山东、四川、湖南等省份，2024 年新增仓储中心包括邯郸仓（华北）、兰州仓（西北）、南宁仓（华南）等，并强化了对下沉市场的渗透。

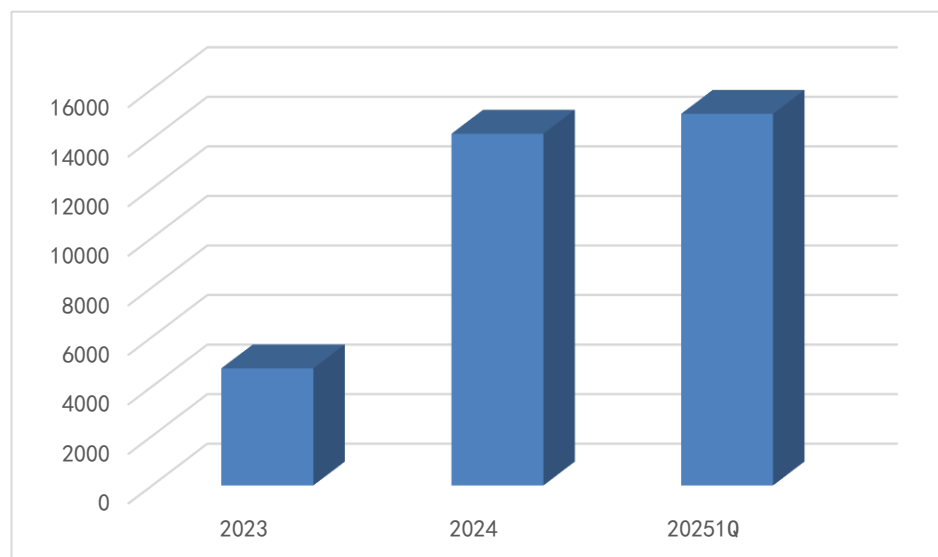
2.3.4. 单店的收入和毛利

公司以加盟模式拓展市场，2022 年以来加盟门店数量增长较快。加盟商积极参与，主要原因是开店利润较有吸引力且可预见性强。

2023 年至 2025 年一季度，公司的加盟门店数量增长迅猛：从 2023 年的 4726 家增至 2024 年的 14196 家，2025 年一季度增至 15000 家。同时，单店的营收也在增长，从 2023 年的 185.34 万元增至 2024 年的 223.94 万元，2025 年我们预测为 288.56 万元。伴随着单店营收的增长，

单店毛利以更快的速度增长：从 2023 年的 6.97 万元增至 2024 年的 20.71 万元，2025 年我们预测为 32 万元。

图 26：公司近年门店数量变化（门店：家）



资料来源：中原证券研究所 公司定期报告

根据我们的核算，2023 年、2024 年及 2025 年一季度，单店的收入分别达到 185.34、223.94 和 288.56 万元，2024 年单店收入较 2023 年增长 20.83%，2025 年一季度较 2024 年增长 28.86%。

此外，根据我们的核算，2023 年、2024 年及 2025 年一季度，单店的毛利分别达到 6.97、20.71 和 31.79 万元，2024 年较 2023 年增长 197.1%，2025 年一季度较 2024 年增长 53.52%。

单店绩效显著增长是加盟商队伍扩张的根本驱动，但是随着加盟门店进一步扩张，门店的密度将会升高，门店所覆盖的销售半径将会有所重叠，从而影响单店的营收及利润。

图 27：单店收入及增长

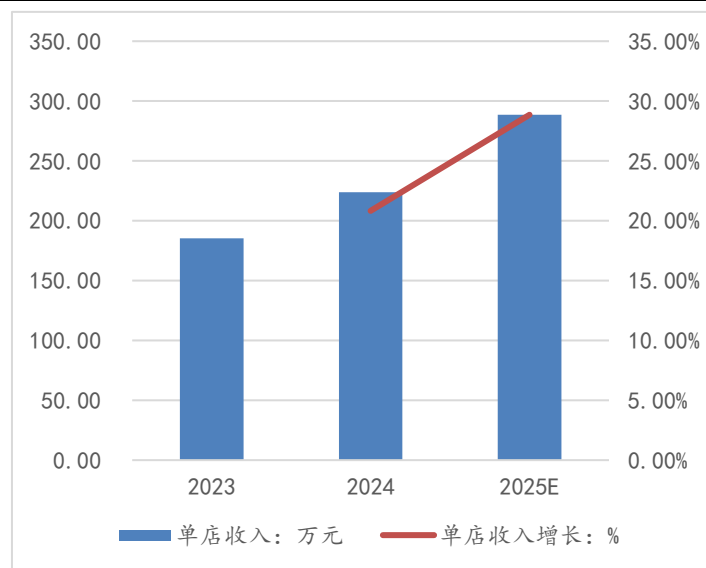
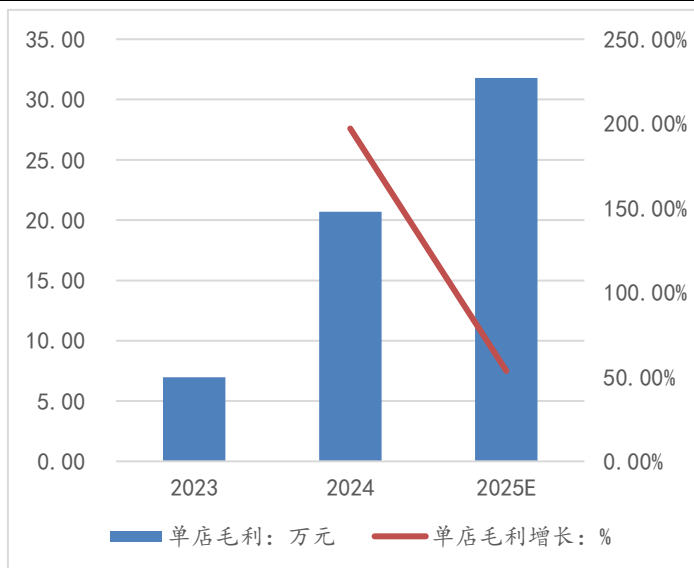


图 28：单店毛利及增长



资料来源：中原证券研究所 公司定期报告

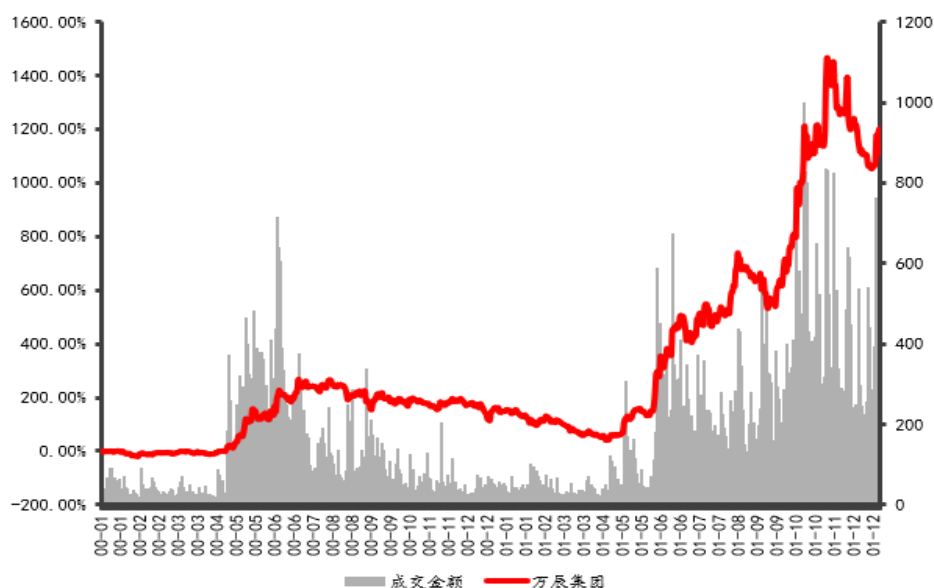
2.4. 投资建议

2.4.1. 市场表现及股价估值

从食用菌养殖贸易到零食量贩渠道打造，公司的业务模式发生了较大改变，同步地也经历了股价和估值的抬升。

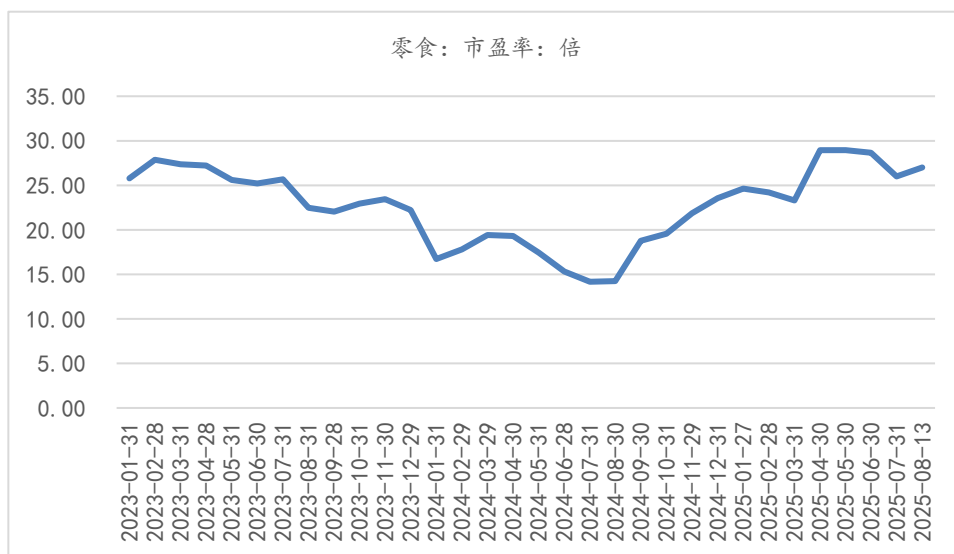
2023 年以来公司股价经历了大幅上涨，2023.1.1 至 2025.8.13 日区间公司股价累计上涨 11.59 倍。截至 2025.8.13 日公司二级市场估值达到 56.64 倍，估值较 2023.1.1 升高 46.39%，较零食板块整体估值高 109.8%。

图 29：公司股价及成交额走势



资料来源：中原证券研究所 Wind

图 30：零食板块的市盈率变化



资料来源：中原证券研究所 Wind

2.4.2. 盈利预测及投资评级

我们首次覆盖公司，给予公司“增持”评级。

我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益分别为 4.46、6.35、7.85 元，参照 8 月 14 日收盘价 150.65 元，对应的市盈率分别为 33.76、23.71、19.20 倍。公司深耕量贩渠道，有丰富的渠道管理经验，未来有望将该模式复制到零食以外的商品，在扩大运营范围的同时也降低经营风险。我们首次覆盖公司，给予公司“增持”评级。

2.4.3. 风险提示

股价目前处于高位，股价的波动风险加大。

量贩门店扩张过快，将会导致门店盈利下滑。

量贩渠道向上过于挤压零食厂商的利润空间，导致上游盈利下滑，最终影响上下游合作效果。

零食行业的竞争正在加剧，表现为产品价格战、产品同质化以及产业链各环节的盈利收窄甚至亏损。

如门店盈利下滑或陷入亏损，公司未来将会面临闭店风险以及营收增长下滑的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,349	5,771	8,979	11,888	15,133
现金	1,210	2,381	3,813	5,786	8,341
应收票据及应收账款	27	18	35	45	50
其他应收款	118	47	73	83	91
预付账款	248	1,141	1,759	2,124	2,358
存货	733	2,141	3,220	3,740	4,161
其他流动资产	13	42	81	109	132
非流动资产	1,576	1,483	1,316	1,133	947
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	733	667	604
无形资产	61	60	58	57	55
其他非流动资产	665	630	524	409	288
资产总计	3,925	7,253	10,295	13,021	16,081
流动负债	2,640	5,128	6,994	8,003	8,883
短期借款	511	956	1,342	1,678	1,956
应付票据及应付账款	943	2,094	2,678	2,933	3,268
其他流动负债	1,186	2,078	2,974	3,392	3,659
非流动负债	589	664	678	705	750
长期借款	148	237	270	311	339
其他非流动负债	441	426	408	394	411
负债合计	3,230	5,792	7,673	8,709	9,634
少数股东权益	50	363	995	1,931	3,136
股本	155	180	180	180	180
资本公积	364	534	534	534	534
留存收益	127	384	913	1,667	2,597
归属母公司股东权益	645	1,098	1,627	2,381	3,311
负债和股东权益	3,925	7,253	10,295	13,021	16,081

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,023	848	1,487	2,238	2,964
净利润	-146	603	1,469	2,128	2,676
折旧摊销	192	281	292	283	279
财务费用	29	51	71	81	91
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	928	-118	-369	-283	-113
其他经营现金流	21	31	24	29	30
投资活动现金流	-207	-96	-130	-109	-100
资本支出	-201	-96	-119	-99	-90
长期投资	-5	0	-2	-2	-1
其他投资现金流	0	0	-9	-7	-9
筹资活动现金流	222	303	76	-156	-310
短期借款	362	445	386	336	278
长期借款	38	89	33	41	28
普通股增加	1	25	0	0	0
资本公积增加	59	170	0	0	0
其他筹资现金流	-238	-426	-343	-533	-616
现金净增加额	1,039	1,056	1,432	1,973	2,555

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,294	32,329	52,373	63,895	71,562
营业成本	8,430	28,851	46,536	56,495	63,048
营业税金及附加	21	63	105	121	129
营业费用	434	1,431	2,273	2,754	3,063
管理费用	445	981	1,451	1,732	1,932
研发费用	3	4	5	6	7
财务费用	29	39	42	35	22
资产减值损失	-6	-12	-12	-14	-16
其他收益	7	106	105	115	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-3	-8	0	0	0
营业利润	-76	1,041	2,047	2,846	3,437
营业外收入	2	13	8	6	4
营业外支出	10	22	15	14	10
利润总额	-85	1,032	2,040	2,838	3,431
所得税	61	429	571	709	755
净利润	-146	603	1,469	2,128	2,676
少数股东损益	-63	310	632	936	1,204
归属母公司净利润	-83	294	837	1,192	1,472
EBITDA	148	1,370	2,374	3,156	3,732
EPS (元)	-0.44	1.56	4.46	6.35	7.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	1592.03	247.86	62.00	22.00	12.00
营业利润 (%)	-281.32	1461.99	96.65	39.02	20.78
归属母公司净利润 (%)	-273.72	453.95	185.24	42.36	23.50
获利能力					
毛利率 (%)	9.30	10.76	11.14	11.58	11.90
净利率 (%)	-0.89	0.91	1.60	1.87	2.06
ROE (%)	-12.85	26.73	51.45	50.06	44.46
ROIC (%)	-4.12	20.37	31.64	31.72	29.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.27	79.85	74.53	66.88	59.91
净负债比率 (%)	464.14	396.35	292.62	201.97	149.44
流动比率	0.89	1.13	1.28	1.49	1.70
速动比率	0.51	0.48	0.56	0.74	0.95
营运能力					
总资产周转率	3.63	5.78	5.97	5.48	4.92
应收账款周转率	448.45	1424.05	1976.04	1601.28	1502.90
应付账款周转率	15.90	19.53	20.25	20.89	21.10
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.44	1.56	4.46	6.35	7.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.45	4.52	7.92	11.93	15.80
每股净资产 (最新摊薄)	3.44	5.85	8.67	12.69	17.65
估值比率					
P/E	—	96.29	33.76	23.71	19.20
P/B	43.80	25.74	17.37	11.87	8.54
EV/EBITDA	38.69	10.04	11.19	7.91	6.09

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。