

万辰集团（300972）

零食量贩龙头，转型迈入新篇章

证券研究报告

2025 年 08 月 24 日

投资评级

行业	食品饮料/休闲食品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	150.11 元
目标价格	184.01 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	187.62
流通 A 股股本(百万股)	163.44
A 股总市值(百万元)	28,162.90
流通 A 股市值(百万元)	24,534.50
每股净资产(元)	7.35
资产负债率(%)	72.74
一年内最高/最低(元)	199.90/27.41

作者

陈潇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070002	
chenx@tfzq.com	
何宇航	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523090002	
heyuhang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

行业：量贩零食渠道红利仍存，全品类折扣店或成为趋势

根据艾媒咨询数据，从市场规模看，我国零食集合店市场规模从 2019 年 211 亿元增至 2023 年 809 亿元，4 年 CAGR 约为 40%，预计 2024 年可超 1000 亿元，预计 23-27 年 CAGR 为 18%。从门店数量来看，根据新华网的信息，预计 2025 年零食量贩门店数量可达 4.5 万家。综合考虑人口密度和经济水平，中国大陆地区零食量贩行业饱和和门店数可达 8.75 万家，仍有约 1 倍的扩张空间。从规模上万辰集团和鸣鸣很忙集团已经处于相对领先地位，门店数量均超过 1.5 万家，双强格局逐步形成。在当今传统零售业普遍面临挑战的大环境下，硬折扣全品类批发超市，正悄然成为市场的新风口，主要量贩零食企业均开始涉足进入全品类折扣超市，目前模型仍在测试中。

万辰：规模优势逐步显现，全品类折扣店转型可期

公司成立于 2011 年，食用菌业务起家，2022 年开始陆续收购并整合旗下 5 大品牌，进军量贩零食业务，开辟第二增长曲线。公司股权结构较为集中，王泽宁为实控人，持股约 34.6%（截至 25 年 7 月）。实控人王泽宁家族占据董事会非独立董事 5 位中的 4 位。

1) 规模优势显现，供应链持续打造

公司随着不断收购与开店，零食量贩业务逐季快速增长，24 年量贩零食收入和剔除股份支付费用净利润 317.9/8.6 亿，25Q1 分别增长 128%/251%。公司门店数量超过 1.5 万家，门店的快速增长仍是公司营收提升的主要推动力。整体业务以华东为中心，24 年营收/门店数占比为 62%/58%，全国化持续推进。

2) 规模优势+费用收缩+自有品牌等，利润率有望提升

随着收入规模的增长和门店密度的提升使得公司量贩零食业务规模效应日益显现，费用率持续收窄，毛利率表现向好且仍有提升空间。公司通过参股方式，整合 5 大零食零售品牌。万辰也在积极开发自有品牌，有利于利润率提升。

3) 布局 IP 赛道，向全品类折扣店转型

万辰集团持续加码品牌力建设，基于核心零食品类，不断推出 IP 衍生品，通过以 IP 合作、品牌联动合作等营销形式，为消费者提供更多的情绪附加值，从而实现门店业态升级。同时开始布局“省钱超市”等，向折扣业态开始转型，推出“来优品省钱超市”和“好想来全食优选”，在零食的基础上进行品类拓展，增加日化洗护、冻品、生鲜等多种品类产品。

投资建议：我们预计公司 25-27 年实现营收为 542/634/716 亿元，归母净利润为 7.7/10.8/13.0 亿元，我们采取相对估值法，给予公司 2025 年 0.69 倍 PEG，对应目标价 184.01 元，目标市值 345 亿元，仍有约 20% 的上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新业务开拓和整合风险；量贩市场需求变化的风险；市场竞争风险；市场开拓风险；门店选址带来的经营风险；食品安全风险；食用菌销售价格季节性波动风险；食用菌产品质量波动风险；股价波动较大风险；近期存在股东及高管减持行为；统计误差相关的风险；舆情风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,293.74	32,328.83	54,153.64	63,432.79	71,639.30
增长率(%)	1592.03	247.86	67.51	17.13	12.94
EBITDA(百万元)	59.14	1,120.30	2,744.38	3,405.86	4,052.11
归属母公司净利润(百万元)	(82.93)	293.52	773.12	1,084.68	1,301.61
增长率(%)	(273.61)	(453.95)	163.39	40.30	20.00
EPS(元/股)	(0.54)	1.63	4.12	5.78	6.94
市盈率(P/E)	(280.02)	92.05	36.43	25.96	21.64
市净率(P/B)	35.98	24.60	14.99	9.50	6.60
市销率(P/S)	2.50	0.84	0.52	0.44	0.39
EV/EBITDA	81.14	11.77	9.55	7.72	6.25

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 量贩零食业务快速起量，业绩快速增长	4
1.1. 食用菌业务起家，成就重点龙头企业	4
1.2. 股权结构集中，管理团队行业经验丰富	4
1.3. 量贩零食业务快速起量，业绩快速增长	7
2. 量贩零食渠道红利仍存，全品类折扣店或成为趋势	8
2.1. 传统量贩仍处在增量市场，渠道红利仍存	8
2.2. 全品类折扣店快速发展，模型正在测试中	10
2.3. 折扣店发展启示：乐尔乐实行低毛利、高周转，构建高效流通链路	12
3. 规模优势逐步显现，全品类折扣店转型可期	15
3.1. 规模优势显现，供应链持续打造	15
3.2. 规模优势+费用收缩+自有品牌等，利润率有望提升	19
3.3. 布局 IP 赛道，向全品类折扣店转型	22
4. 盈利预测与估值	23
4.1. 分产品盈利预测	23
4.2. 投资建议	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：万辰集团股权结构情况（截至 25 年 7 月）	5
图 3：营业收入快速增长	7
图 4：归母净利润 24 年开始快速增长	7
图 5：万辰集团毛利率 23 年开始持续提升	8
图 6：万辰集团净利率 23 年开始快速增长	8
图 7：万辰集团期间费用率较低	8
图 8：万辰集团销售费用率 23 年后呈下滑趋势	8
图 9：中国量贩零食门店数量	9
图 10：中国零食集合店市场规模	9
图 11：我国主要食品类连锁品牌门店数量排名	10
图 12：量贩零食行业经历三次迭代	10
图 13：鸣鸣很忙 3.0 门店（发布会现场）	12
图 14：乐尔乐门店数量破 8000 家	12
图 15：2024 年乐尔乐销售规模破 700 亿元	12
图 16：乐尔乐逐渐步入良性发展模式	14
图 17：乐尔乐超市内部情况一览	15
图 18：零食量贩业务收入快速增长	16

图 19: 零食量贩业务剔除股份支付费用净利润快速增长	16
图 20: 2024 年门店数量达 14196 家	16
图 21: 单店营收稳步提升	16
图 22: 好想来门店以三四线城市为主 (截至 2025 年 7 月)	17
图 23: 24 年整体 SKU 数量超过 2000 个	17
图 24: 公司与众多一线食品企业合作	17
图 25: 24 年华东/华中/华北合计营收占比 85%	18
图 26: 24 年华东/华中/华北合计门店数占比 80%	18
图 27: 量贩业务毛利率稳步提升	19
图 28: 零食量贩业务剔除股份支付费用净利率提升明显	19
图 29: 随着规模提升, 费用率呈下降趋势	19
图 30: 销售费用中业务宣传和业务拓展费占比提升	19
图 31: 管理费用中的股份支付费用增加较多	20
图 32: 股权支付费用 24 年后逐步减少	20
图 33: 万辰集团通过成立公司方式与各品牌合作 (统计时间截至 2025 年 7 月)	20
图 34: 万辰集团与哪吒联名	22
图 35: 好想来与王者荣耀联名	22
图 36: 相较于传统超市, 量贩零食毛利率有较大提升空间	23
图 37: 量贩零食周转较快	23
表 1: 公司管理层一览	5
表 2: 多次发布股权激励, 员工积极性提升	6
表 3: 限制性股票激励计划授予人员范围广	6
表 4: 主要量贩零食和折扣超市门店数量梳理	9
表 5: 量贩零食企业布局折扣店情况	11
表 6: 发布自有品牌新品情况	11
表 7: 乐尔乐采取“重软装、轻硬装”的装修模式	12
表 8: 乐尔乐逐步整合升级供应链	13
表 9: 乐尔乐合伙人制度	14
表 10: 乐尔乐门店类型	14
表 11: 以华东/华中/华北为主, 逐步推进全国化	17
表 12: 万辰仓储能力领先	18
表 13: 万辰集团对参股企业持股情况 (截至 2025 年 4 月)	21
表 14: 来优品省钱超市品类规划	21
表 15: 万辰集团转型全品类折扣业态	22
表 16: 业务拆分	24
表 17: 可比公司估值表 (截至时间 2025 年 8 月 22 日)	25

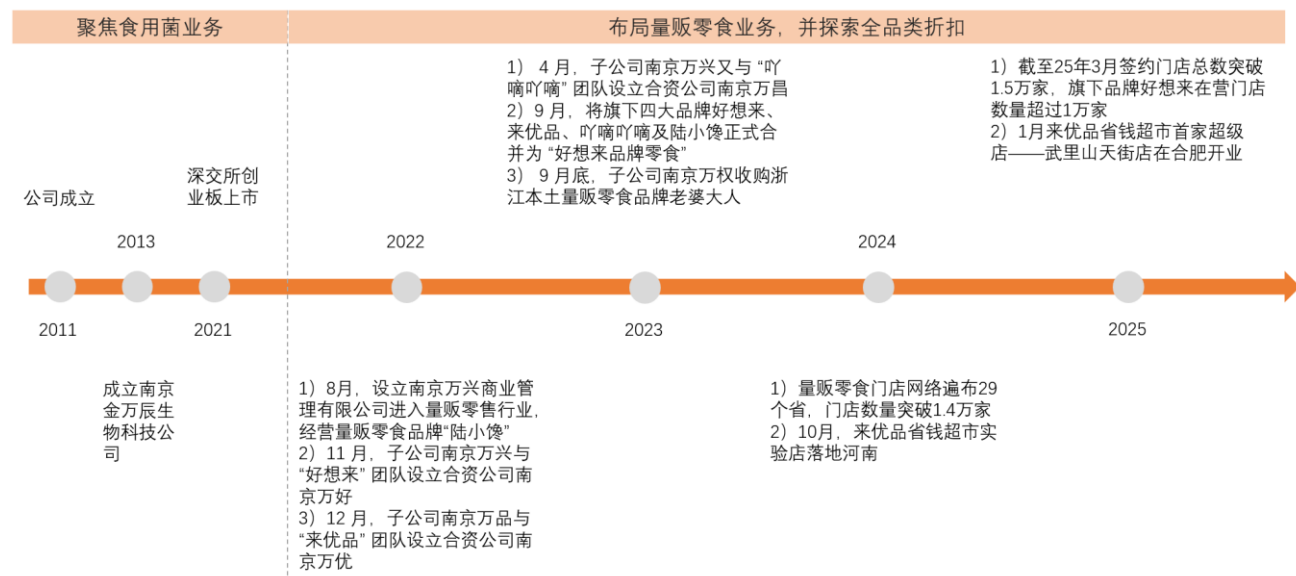
1. 量贩零食业务快速起量，业绩快速增长

1.1. 食用菌业务起家，成就重点龙头企业

食用菌业务起家，成就重点龙头企业。公司成立于 2011 年，2021 年在 A 股深交所挂牌上市，是集食用菌研发、种植、销售于一体的农业产业化国家重点龙头企业，工厂化生产白金针菇、黄金针菇、蟹味菇、白玉菇、海鲜菇、鹿茸菇等食用菌产品。拥有福建、南京 2 大生产基地，年产食用菌 14 万吨，产品多渠道覆盖全国市场，并远销东南亚及欧美。

进军量贩零食业务，开辟第二增长曲线。2022 年公司成立南京万兴连锁有限公司，随后收购江苏零食工坊连锁食品有限公司部分资产，涉足量贩零食。2023 年 9 月公司将旗下四大品牌好想来、来优品、吖嘀吖嘀、陆小馋合并为“好想来品牌零食”。23 年收购浙江零食品牌老婆大人，进一步拓宽零食量贩业务。截至 25 年 3 月公司签约门店总数突破 1.5 万家，来优品省钱超市首家超市店在合肥开业，入局全品类硬折扣。2024 年公司量贩零食业务实现营业收入 317.90 亿元，同比增长 262.94%。

图 1：公司发展历程

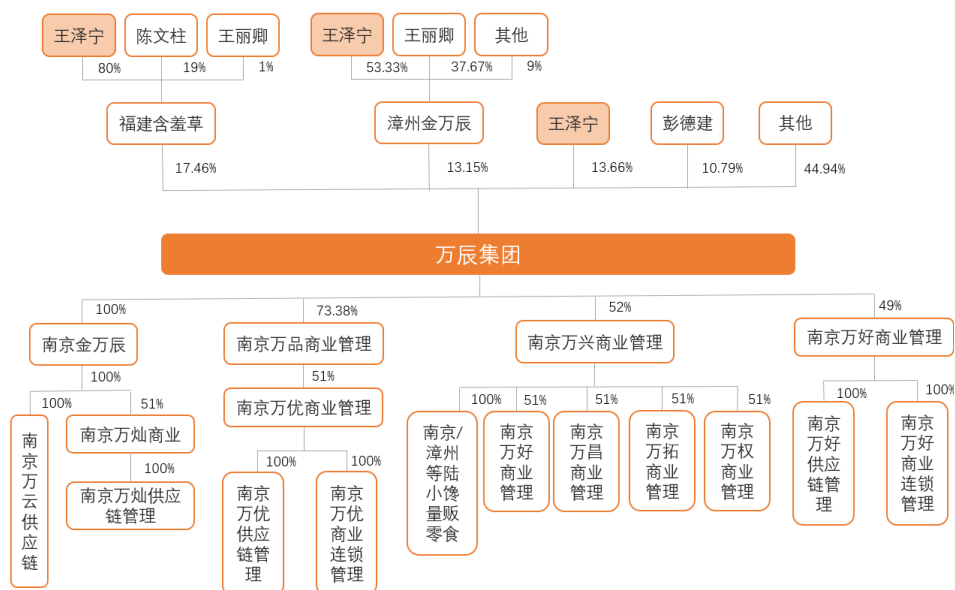


资料来源：公司公告，公司官网，时代周报、来优品官方公众号等，天风证券研究所

1.2. 股权结构集中，管理团队行业经验丰富

股权结构较为集中，王泽宁为实控人。王泽宁为公司实控人，直接持有上市公司 13.66% 股权，并通过福建含羞草和漳州金万辰间接持股，合计持有公司股权约 34.63%（截至 25 年 7 月）。公司董事长王丽卿为前董事长王建坤的姐姐（王建坤为实控人王泽宁的父亲），董事林该春为实控人母亲，董事陈文柱为前董事长王建坤的表兄弟。实控人王泽宁家族占据董事会非独立董事 5 位中的 4 位。

图 2：万辰集团股权结构情况（截至 25 年 7 月）



资料来源：Wind，天风证券研究所

管理团队从事相关行业多年，从业经验丰富。前董事长王建坤作为公司创始人，长期从业经验丰富，并在 25 年卸任。董事长王丽卿于 25 年 7 月上任，为前董事长王建坤的姐姐，此前长期担任公司董事。董事林该春 2007 年创立零食连锁品牌“零食工坊”，拥有包括直营和加盟在内的 320 余家连锁店，21 年开始转型休食量贩折扣店，具备零食折扣相关经验。同时公司有负责核心技术的李博作为公司董事/副总经理参与多部书籍编撰和科研项目，王松作为副总经理曾参与科技部政策引导类计划项目。我们认为公司管理层零食行业从业经验丰富，因此能够把握机会，从食用菌业务转型至量贩零食业务。

表 1：公司管理层一览

姓名	职务	简介
王丽卿	董事/董事长	现任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，万辰集团董事、董事长。
陈文柱	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。
李博	董事/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。
林该春	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，万辰生物董事。
王泽宁	董事/总经理	现任南京市政协委员。现任南京万兴商业管理有限公司经理，南京万品商业管理有限公司经理，南京陆小馋量贩零食有限公司经理，漳州陆小馋量贩零食有限公司经理，万辰集团董事、总经理。
蔡冬娜	副总经理/财务负	现任万辰生物副总经理，财务总监，董事会秘书。

责人/董秘		
王松	副总经理	2014 年至今任公司总经理助理。曾参与科技部政策引导类计划项目“食用菌工厂化生产科技示范”、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”和福建省“金针菇产业发展关键技术集成和示范”等科研项目。
杨俊	副总经理	2022 年起加入公司，任公司核心子公司南京万优商业连锁管理有限公司、南京万优供应链管理有限公司、淮南万优供应链管理有限公司总经理，负责供应链管理、门店管理、品牌发展等核心工作。现任公司副总经理。

资料来源：Wind，天风证券研究所

多次发布股权激励，有助于员工积极性提升。公司自 23 年至今 5 次推出限制性股票激励计划，涵盖人数众多（最多一次涵盖 181 人），授予股票数量较多，且核心高管均有涵盖。从达成情况看，目前所有股权激励均达成考核目标。我们认为多期限限制性股权激励计划有助于提升公司核心员工积极性，促进业绩快速增长。

表 2：多次发布股权激励，员工积极性提升

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
营业收入（亿元）	5.49	92.94	323.29				
2022 年限制性股票激励计划：营收目标（亿元）	4.68	5.32	5.74				
	（达成）	（达成）	（达成）				
2023 年限制性股票激励计划：营收目标（亿元）		16	18	20			
		（达成）	（达成）				
2023 年第二期限制性股票激励计划：营收目标（亿元）		35	40	45			
		（达成）	（达成）				
2024 年限制性股票激励计划：营收目标（亿元）			200	220	240		
			（达成）				
2025 年限制性股票激励计划：归母净利润目标（亿元）				4.11	4.26	4.40	4.55

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

表 3：限制性股票激励计划授予人员范围广

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
2022 年限制性股票激励计划				
王建坤	董事长	120	20.87%	0.78%
王丽卿	董事、总经理	60	10.43%	0.39%
林该春	董事	40	6.96%	0.26%
王泽宁	董事、副总经理	40	6.96%	0.26%
李博	董事、副总经理	10	1.74%	0.07%
蔡冬娜	副总经理、董事会秘书、财务总监	10	1.74%	0.07%
柯建平	副总经理	2.5	0.43%	0.02%
核心业务人员和骨干员工（45 人）核心业务人员和骨干员工（45 人）		177.50	30.87%	1.16%
预留		115	20%	0.75%
合计		575	100%	3.75%

2023 年限制性股票激励计划

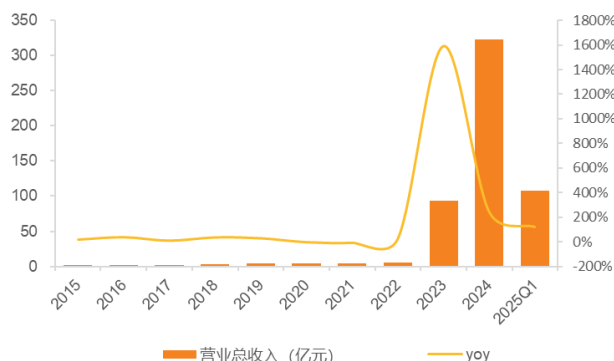
核心业务人员和骨干员工（42 人）		1209.5	100%	7.88%
合计		1209.5	100%	7.88%
2023 年第二期限限制性股票激励计划				
蔡冬娜	副总经理、董事会 秘书、财务总监	10	1.28%	0.07%
核心业务人员和骨干员工（180 人）		614.5	78.72%	4%
预留		156.0125	20%	1.02%
合计		780.0625	100%	5.08%
2024 年限制性股票激励计划				
蔡冬娜	副总经理、董事会 秘书、财务总监	10	0.88%	0.06%
核心业务人员和骨干员工（57 人）		1002.9	88.53%	5.82%
预留		120	10.59%	0.70%
合计		1132.90	100%	6.57%
2025 年限制性股票激励计划				
核心业务人员和骨干员工（70 人）		117.45	80%	0.99%
预留		44.3625	20%	0.25%
合计		221.8125	100%	1.23%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 量贩零食业务快速起量，业绩快速增长

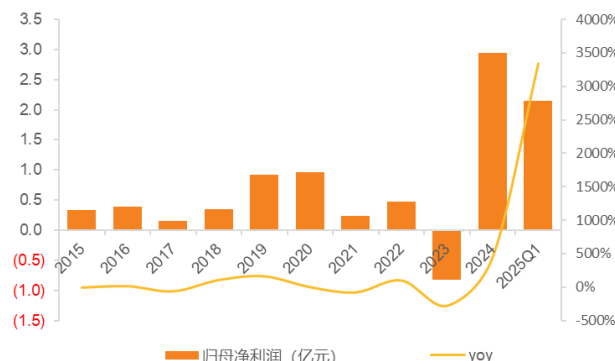
量贩业务快速起量，24 年开始业绩快速增长。2022 年以前公司业务以食用菌为主，收入水平基本维持在 4 亿左右，利润受原材料价格因素波动较大。22 年开始随着公司进军量贩零售业务，收入实现快速增长，23/24 年收入增速达 1592%/248%。利润水平方面，23 年由于股份支付以及前期在供应链/仓储/品牌等投入较大，导致亏损，剔除因激励核心员工产生的股份支付费用后，量贩零食业务全年盈利 3314 万元；24 年归母净利润扭亏为盈，录得 2.94 亿元。2025Q1 公司实现营收和归母净利润分别为 108.21/2.15 亿元，同比 +124.02%/3344.13%。

图 3：营业收入快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：归母净利润 24 年开始快速增长

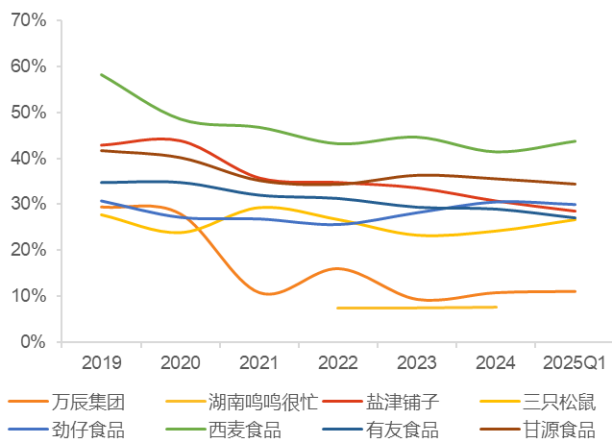


资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率持续下滑，利润率提升明显。随着收入规模的增长和门店密度的提升使得公司量贩零食业务规模效应日益显现，公司各核心业务环节的经营效益也不断提升。公司毛利率从

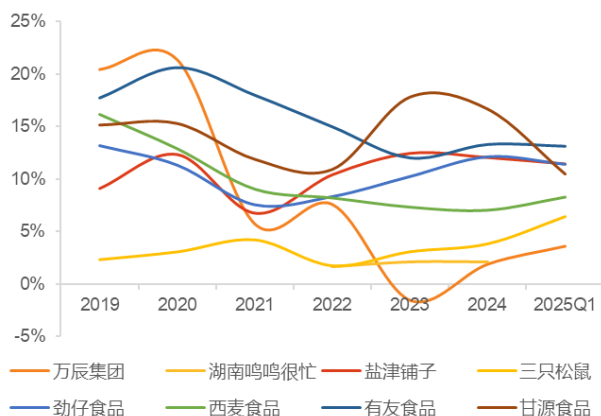
2023 年的 9.30% 提升至 2025Q1 的 11.02%；24 年毛利率水平高于鸣鸣很忙，低于盐津铺子/三只松鼠/有友食品/劲仔食品/西麦食品等传统零食企业。同时随着公司仓储利用率和周转效率持续提升、物流费率不断优化，拓展和运营的人效得以提升，费效比有效提升，期间费用率从 23 年 9.81% 降至 25Q1 的 5.97%，其中销售费用率从 23 年 4.67% 降至 25Q1 的 3.31%，在可比公司中处于较低位置，管理费用率+研发费用率从 23 年的 4.82% 降至 25Q1 的 2.56%。综合毛利率和费用率情况，公司净利率水平从 23 年 -1.57% 升至 25Q1 的 3.59%。

图 5：万辰集团毛利率 23 年开始持续提升



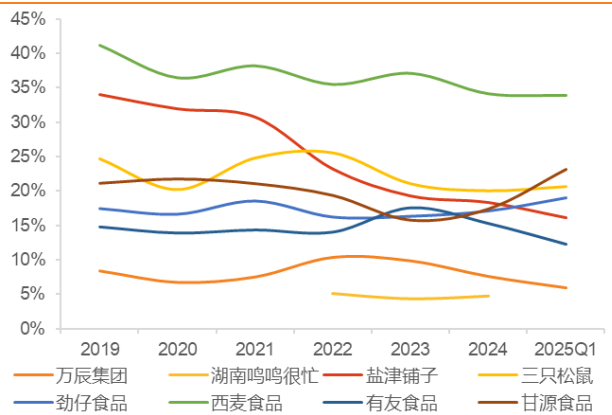
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：万辰集团净利率 23 年开始快速增长



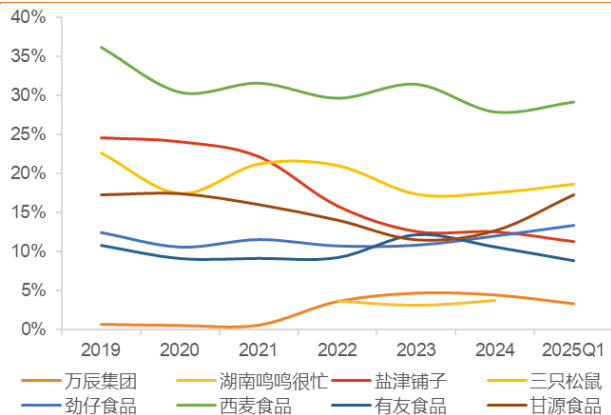
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：万辰集团期间费用率较低



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：万辰集团销售费用率 23 年后呈下滑趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

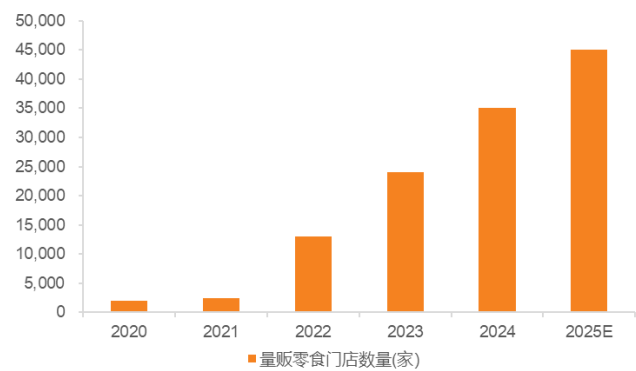
2. 量贩零食渠道红利仍存，全品类折扣店或成为趋势

2.1. 传统量贩仍处在增量市场，渠道红利仍存

零食量贩企业仍处在增量市场，渠道红利仍存。根据艾媒咨询数据，从市场规模看我国零食集合店市场规模从 2019 年 211 亿元增至 2023 年 809 亿元，4 年 CAGR 约为 40%，预计 2024 年可超 1000 亿元，预计 23-27 年 CAGR 为 18%。从门店数量来看，根据新华网的信息，预计 2025 年零食量贩门店数量可达 4.5 万家。综合考虑人口密度和经济水平，未来智库预计中国大陆地区零食量贩行业饱和门店数可达 8.75 万家，仍有约 1 倍的扩张空间。综合来看，我们认为虽然量贩零食的市场规模和门店数量增长斜率已然放缓，但量贩零食渠道未来仍有望继续保持高速增长，市场份额将向头部品牌集中，行业整合与优化进程也将加速推进。随着渗透率的提升和渠道继续增长，零食品牌仍有望享受量贩零食渠

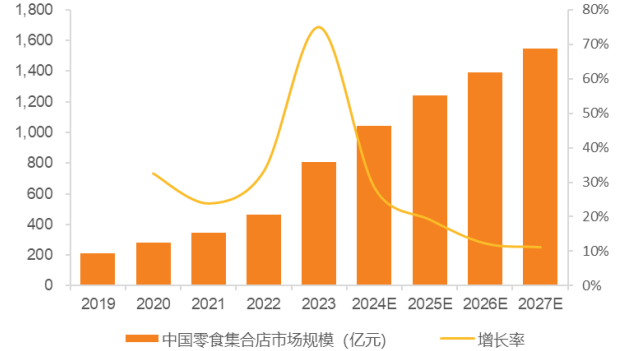
道扩张的红利。

图 9：中国量贩零食门店数量



资料来源：食品招商网等公众号，新华网，光明网，天风证券研究所

图 10：中国零食集合店市场规模



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

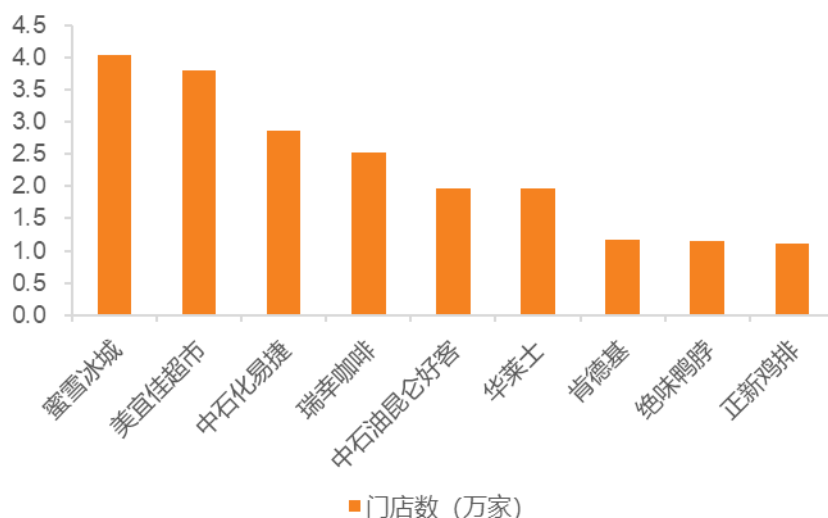
双强格局逐步形成，量贩零食渠道迎来万店时代。零食量贩行业经过几年的发展，万辰集团和鸣鸣很忙集团门店数均突破万家，万辰集团量贩零食已签约门店数量超过 1.5 万（好想来单品牌门店数量突破 1 万家），鸣鸣很忙集团下零食很忙+赵一鸣门店数量约 1.4 万家，均突破万店规模。相比之下其他品牌如零食有鸣、零食优选等门店数均在 1000-5000 家左右，从规模上万辰集团和鸣鸣很忙集团已经处于相对领先位置，双强格局逐步形成。从我国主要食品类连锁品牌门店数量来看，蜜雪冰城、美宜佳、中石化易捷、瑞幸咖啡门店数量达 4.0/3.8/2.9/2.5 万家，其余品牌均在 1-2 万家门店之间。对比来看，量贩零食门店数量快速增长，并且根据其他食品类连锁门店数量，量贩零食门店数量或有望继续突破。

表 4：主要量贩零食和折扣超市门店数量梳理

梯队	集团	品牌名	成立时间	成立地	门店数（家）
第一梯队	万辰集团(合计约 1.5 万家)	好想来	2011	江苏泰州	10000
		来优品	2015	江苏南京	3000+
		吖滴吖滴	2020	江西南昌	260+
		陆小馋	2022	江苏南京	100+
	鸣鸣很忙集团(合计约 1.4 万家)	老婆大人	2010	浙江宁波	1000+
		零食很忙	2017	湖南长沙	6700 左右
第二梯队		赵一鸣	2015	江西宜春	7600 左右
		零食有鸣	2019	四川成都	4500+
		糖巢	2011	福建厦门	2300+
		零食优选	2019	湖南长沙	2000+
		戴永红	1996	湖南株洲	1000+
		爱零食	2020	湖南长沙	2000+
折扣超市		乐尔乐	2011	湖南长沙	8000+
		好特卖	2020	上海	800+
		条马	2020	上海	200+
		巡物社	2021	河南郑州	300+
		折扣牛	2019	北京	400+
		奥特乐	2021	四川成都	近 300
		嗨特购	2021	北京	近 500

资料来源：各公司官网，爱企查，风鸟，食业家，经济观察报公众号等，天风证券研究所，注：我们将门店数量超过 1 万家以上划分为第一梯队，门店数量不足 1 万家划分为第二梯队；鸣鸣很忙门店数量为 2024 年数据，万辰集团为 25 年 3 月数据，老婆大人数据截至 24 年 10 月，赵一鸣数据截至 24 年 12 月，折扣牛数据截至 25 年 5 月，其余企业门店数量为能搜索到最新数据

图 11：我国主要食品类连锁品牌门店数量排名



资料来源：有哥供应链、福建省食品工业协会公众号，天风证券研究所，注：美宜佳、易捷、昆仑好客为 2024 年数据，其余为 2025 上半年数据

2.2. 全品类折扣店快速发展，模型正在测试中

回顾量贩零食行业发展脉络，经历了三次迭代。

1.0 阶段（2005-2014）：“散称+进口食品”为主流渠道的门店模型；

2.0 阶段（2014-2024）：形成了以鸣鸣很忙为代表“品牌产品+厂牌产品”的商品矩阵；

3.0 阶段（2024-至今）：零食店以及社区零售行业迎来了一次新的机遇，“更加有品质的商品+更加合理的价格”成为新的发展方向，消费者希望购买更加健康的食品。

图 12：量贩零食行业经历三次迭代



资料来源：启承资本公众号，天风证券研究所

在当今传统零售业普遍面临挑战的大环境下，硬折扣全品类批发超市，正悄然成为市场的新风口。众多头部企业如乐尔乐、奥乐齐、爱折扣等纷纷加速布局，而原本在量贩零食领域竞争激烈的零食有鸣、爱零食等品牌，也开始尝试转型涉足这一领域。

鸣鸣很忙：赵一鸣省钱超市

鸣鸣很忙 3.0 店型以“品类精选、价格合理、购买便利”为核心，在原有零食业务基础上新增 400 多种 SKU，覆盖百货日化、文具潮玩、烘焙食品、鸡蛋、鲜食及低温冻品等品类，同时增设“早餐区”和“即热区”。门店面积扩大至 180-240 平方米，空间利用率与坪效显著提升。此外，鸣鸣很忙同步推出自有品牌产品，涵盖茶饮、苏打水、烘焙面包、抽纸等生活用品，主打“红标”（超低价）与“金标”（高品质）双线策略。

零食有鸣：零食有鸣批发超市

产品：零食有鸣批发超市内的 SKU 超过了 3000 个，除了传统的休闲零食（比如饼干膨化、糖巧果冻、鱼肉制品、素食山珍等等）以外，还有传统超市便利店常见的水饮乳品、方便

速食、烘焙糕点、茶叶酒类等预包装食品，重点是扩充米面粮油、调味佐料、纸品卫品、个人洗护、家用百货等品类，也强化了新鲜鸡蛋、新鲜牛奶作为引流大单品，在烧麦、包子、水饺、汤圆乃至牛肉卷、牛排等等低温冻品类目领域下足了功夫，基本上可以覆盖全时段、全年龄段人群的大多数消费。

选址：主要以社区、菜市场、农贸市场为主。

面积：批发超市的单店面积为 200-400 平方米，相对量贩零食店有所扩大。

万辰集团：来优品省钱超市

首家“来优品省钱超市”落地合肥，面积约 300m²，SKU 数约 3000+，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。

来优品省钱超市规划三大模块：

第一模块：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；

第二模块：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；

第三模块：自有品牌开发，将会是接下来重点战略之一。目标溯源厂家产地，将产品的品质、价格做到极致，满足消费者生活所需。

表 5：量贩零食企业布局折扣店情况

品牌	折扣店情况
鸣鸣很忙	鸣鸣很忙宣布双品牌 3.0 店型将全面铺开，并正式推出“赵一鸣省钱超市”
零食有鸣	零食有鸣旗下硬折扣全品类零售品牌“零食有鸣批发超市”门店数已经突破 1000 家
爱零食	12 月 7 日全国首家硬折扣超市开业，在四川、西安等城市陆续开设新店，预计 60 天内开设 200 家硬折扣超市
零食优选	旗下惠真批发超市开始运营
来伊份	2024 年 9 月底，来伊份全国首家仓储会员店也在上海市松江区正式营业
恰货铺子	恰货铺子通过扩充米面粮油等品牌，正式向特价超市转型。
万辰集团	来优品省钱超市，25 年 1 月 10 日在合肥开出首家省钱超市超级店

资料来源：来优品品牌零食等公众号，天风证券研究所

赵一鸣省钱超市推出自有品牌，行业迈入以“质价比”为核心的 3.0 时代。赵一鸣省钱超市强调“总成本领先”与“高质价比”战略。自牌商品是折扣业态构建价格力和差异化商品的底层能力，鸣鸣很忙通过利用自有品牌提升毛利率（传统零食毛利率约 20%，自有品牌可达 30%以上）。自有品牌产品的所有生产工厂均需安装 24 小时监控设备，消费者在标价签和包装上扫码，随时可以看到相关产品的生产过程。鸣鸣很忙发布 30 款自有产品，包括休闲零食、饮品、乳品、日化等多个品类，而且区分红标、金标、子品牌满足不同消费群体需求。自有品牌的推出，对鸣鸣很忙整体体量的增加、流量的增加、利润的增加都会有效果体现。随着 3.0 店型全面铺开，量贩零食行业有望进入“质价比”时代。

表 6：发布自有品牌新品情况

系列	主打	产品
红标	主打去除品牌溢价，让消费者买得起、买得放心	无糖乌龙茶（600ml/1.9 元）
金标	严选优质原料，为品质生活提供更优选择	拇指风干牛肉（50 克/9.9 元）
子品牌	将在未来推出，以满足更精细化的市场需求	

资料来源：黑蚁资本 BA CAPITAL 公众号，天风证券研究所

图 13：呜呜很忙 3.0 门店（发布会现场）

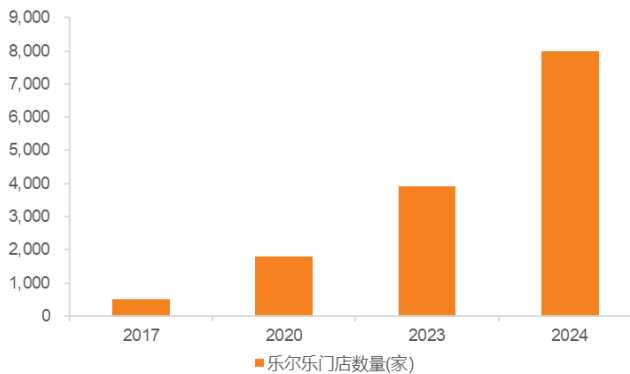


资料来源：FBIF 食品饮料创新公众号，天风证券研究所

2.3. 折扣店发展启示：乐尔乐实行低毛利、高周转，构建高效流通链路

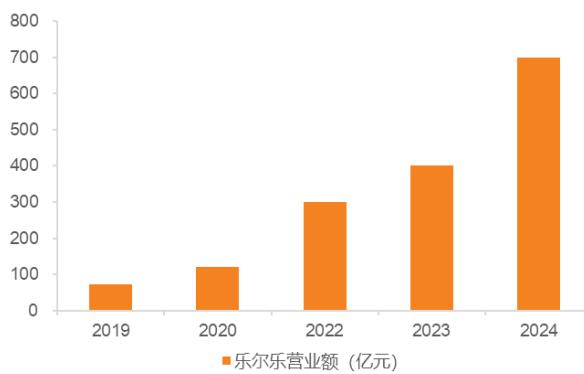
硬折扣超市起家，门店数破 8000 家。2011 年长沙首家用硬折扣模型创立的超市乐尔乐成立，2023 年门店数量 3900+ 家，2024 年 7 月，乐尔乐通过合并加佳惠连锁超市 2000 多家门店，24 年门店数量突破 8000 家。目前乐尔乐门店主要分布在湖南、湖北、江西、河南、四川、广西、重庆、云南、安徽、广东等省份。

图 14：乐尔乐门店数量破 8000 家



资料来源：智慧零售与餐饮公众号，乐尔乐官网，天风证券研究所

图 15：2024 年乐尔乐销售规模破 700 亿元



资料来源：零售圈公众号，天风证券研究所

简化投入，尽量节省成本。为减少成本，乐尔乐门店采取“重软装、轻硬装”的装修模式。从选址上尽量选择在好的商圈能保证客流量，但是较差的位置获得租金优势。在装修上追求极简门店装修，尽可能做减法，降低装修标准，乐尔乐门店装修成本控制在 3 万/百平，低于其他超市的 6-7 万/百平。

表 7：乐尔乐采取“重软装、轻硬装”的装修模式

装修模式	具体内容
选址	选址原则：“好商圈差位置”。在保证客流量的同时减少租金成本。比如工厂、学校，保证有基础客流，但经常是二楼或者地下室，取得租金优势。
硬装	追求极简门店装修，尽可能做减法，降低装修标准。每平方米装修成本 200 元左右。其他超市平均 100 平方米装修成本 6~7 万，乐尔乐控制在 3 万以下。
软装	货架规格 门店货架为高位货架，高度达 2.25 米（在有限面积中陈列更多商品）；传统超市的货架高度约为

	1.2-1.5 米。
商品陈列	排面上压缩单品陈列位，纵深维度上扩充单品陈列量。比如在每层货架中，一般超市陈列 1-2 排商品；乐尔乐垂直放置 3 排，每层货架空余空间仅容纳两指左右距离。
人员管理	采用 243 模式，两人承担四人工作量，领取三人薪资。总部除后勤外，其余岗位实行零底薪，主要通过业务合伙分红获得收入。

资料来源：智慧零售与餐饮公众号，天风证券研究所

整合供应链资源，保持总成本领先。截至 24 年 9 月乐尔乐有大概 400 多家供应商，其中核心供应商 230 多家。发源地所在城市长沙有个高桥大市场，是中南地区规模最大的国家级综合批发市场、全国第二大综合性市场。高桥大市场有将近 6500 家各类商品的经销商和批发商，商品流通极为发达，160 万个 SKU 为乐尔乐提供了丰富的商品支持。为了减少上货、下货及货车空等的时间，乐尔乐直接把中间环节取消，要求经销商将货物从厂家发往乐尔乐大仓，即厂家直接对接乐尔乐仓配，仓配直接发货到门店及加盟店，取消了上架、条码、授权等一系列运营费用。

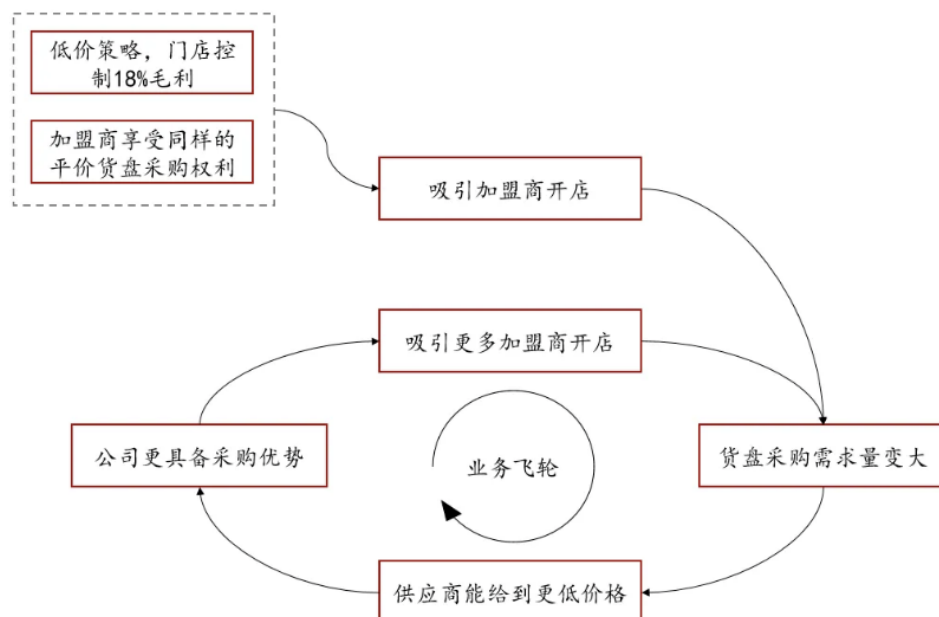
表 8：乐尔乐逐步整合升级供应链

形式	具体内容
直供门店	乐尔乐的供应商是直接把货配送到门店，这样的从简方式，省下了仓储费用。但随着体系复杂度变高，这种合作模式的沟通成本越来越高。
建设自有大仓	2017 年乐尔乐开始建设自有的大仓，开始有步骤地将供应链资源整合起来，让乐尔乐从门店端切入，逐渐生长为一个 B2B 平台。
整合供应链资源	乐尔乐把供应链开放给加盟商平价采购的理念，应用到了整合供应链资源的过程中。2023 年 5 月，乐尔乐投入运营的上河国际仓面向社会开放。上河国际仓占地 22760 平米，有 60000 多 SKU，每日批零销售额 300 万 +，销售额主要来自于 b 端店主的上门自采进货。有些并非乐尔乐加盟商的超市和小店，也可加入乐尔乐的乐链通云仓，使用其提供的供应链配送服务。
建设零售共享仓	2024 年 5 月 18 日，乐尔乐中国零售共享仓在长沙物流港的开仓，该仓一期面积约为 8.5 万 m ² ，覆盖零售行业全品类 SKU30000+，年出货量超 40 亿元。计划 2025 年打造年出货量超百亿规模的全球领先即时零售共享仓。通过零售共享仓，实现厂家货品到仓后到店，减去中间二次物流和二次装卸成本，紧抓每个环节，保证总成本领先优势。
230+1 战略	乐尔乐是“B2B 平台+门店加盟+供应链合伙”体系。迭代出 200 多家核心战略伙伴。“230+1 战略”：230 是指紧密合作 230 个全品类核心战略伙伴，厂家/经销商均有。1 是指围绕陈正国为核心的乐尔乐团队。

资料来源：智慧零售与餐饮公众号，天风证券研究所

采取大区合伙人制，共享品牌发展红利。乐尔乐在采用一种更撬动供应链上下游杠杆资源的方式：对外开放区域合伙人。成为乐尔乐品牌区/县的区域唯一合伙人。在这个模式下，乐尔乐直接输出品牌、模式、供应链；区域合伙人，主要负责拓展和门店管理。在管理方面，乐尔乐实行的是门店合伙人责任制，门店分红比例为利润的 15%-30%，执行阶梯式分红政策。在全国范围内施行的是大区合伙人制，大区有独立的自主经营权，乐尔乐负责品牌，管理和供应链，区域则自主经营，管理完全扁平化。

图 16：乐尔乐逐渐步入良性发展模式



资料来源：智慧零售与餐饮公众号，天风证券研究所

表 9：乐尔乐合伙人制度

形式	具体内容
开乐尔乐加盟样板店	复制乐尔乐的区域发展模型，以模式输出，供应链输出，推进品牌在当地的发展，实现乐尔乐品牌门店在区域内的网格化布局。合伙人享有品牌发展的红利。
开设 3000-8000 平米仓库	开设 3000-8000 平米仓库，成为当地 toB 批发和 toC 零售结合体。小店 b 可以到仓库自采，满足一定金额可以为其配送。也可加入乐尔乐的乐链通云仓，提供供应链配送服务。

资料来源：智慧零售与餐饮公众号，天风证券研究所

采取加盟与直营并行的模式，并通过收购进行门店扩张。乐尔乐大部分门店是加盟方式运营，直营店占比在 8% 左右。1) 2014-2015 年，乐尔乐边开放加盟边摸索，采用“松散型”加盟模式，只要有客户采购就出货。乐尔乐要求门店端控制毛利 18%，对加盟门店 0 利润供货，不赚加盟费不赚供应链收入，只给一个授权费就可以挂乐尔乐门头，平价采购和直营店一样的货盘。对于加盟，按门店面积收服务费，提供选址、规划、设计等服务。根据不同的消费群体，把门店划分为三种类型：小型店，中型店，仓储型大店。2) 2019 年后，乐尔乐开始逐步将松散型加盟逐步调整为紧密型加盟模式，同时重点发展合伙制直营店，乐尔乐将直营店的毛利率严格控制在 12%。3) 乐尔乐拓展门店的另一种方式是收购倒闭的超市。这类倒闭的门店通常设备、装修成本低，简单改造下就能重新启用。在重新运营实现盈利后，再转手卖掉，成功转手后，乐尔乐还会继续向其供货，实现门店的扩张。乐尔乐每年会孵化出 60-100 家这样的门店。这种拓展方式的投入产出比通常能达到 1:2 或 1:3。

表 10：乐尔乐门店类型

门店类型	面积	主要特点
小店	300-800 平方米	占比接近 70%；12000-13000SKU，纯 toC 的零售，主要服务于大学生、中老年等零散顾客群体。
中店	1000-2000 平方米	占比约 30%；20000-30000SKU，以 toC 零售为主，兼带部分 toB 的批发。开设在大型厂区、市场及下沉乡镇市场。
大店	5000-10000 平方米	占比很少（1 个县或 1 个区域通常只要 1 个），兼具零售与批发功能，为区县下沉市场设计，同时具备仓储、批发、零售多种功能，能够辐射 100 公里范围的仓储配送。

资料来源：智慧零售与餐饮公众号，天风证券研究所

低毛利、高周转，构建高效流通链路。1) 低毛利：乐尔乐门店薄利多销，加盟门店只要 18 个点的毛利，商品比周边要便宜 20-30%。在乐尔乐门店，同样的商品，价格比普通超市便宜 15%以上。比如普通超市 2.5 元的统一泡面在乐尔乐仅需 2 元，39.9 元的洁面膏在乐尔乐仅售 19 元，2.5 元的田字本在乐尔乐仅售 1.2 元，甚至比拼多多还优惠 0.3 元。一线品牌跑量为主，二三线是利润所在。低价来源于其供应链运营体系，乐尔乐依托湖南高桥大市场的供应链资源。2) 高周转：乐尔乐选择全品类+大 SKU+极简门店成本的拓店模式。乐尔乐总仓 SKU 数量达到 60000+，500 平米的标准门店上架 SKU 可以达到 20000+。乐尔乐有超 6 万个品牌授权，涵盖了一二三四线品牌，品类齐全。定期对入库的品牌进行考核，考核的内容包括生产能力、质量管理体系、公司信誉等，一旦考核不达标就很可能被替换掉。加盟门店的加入，让销售规模越来越大，实现高周转。坚持高品质做极致价格，通过极致人效、频率、极致空间利用率把销量做上去。

图 17：乐尔乐超市内部情况一览



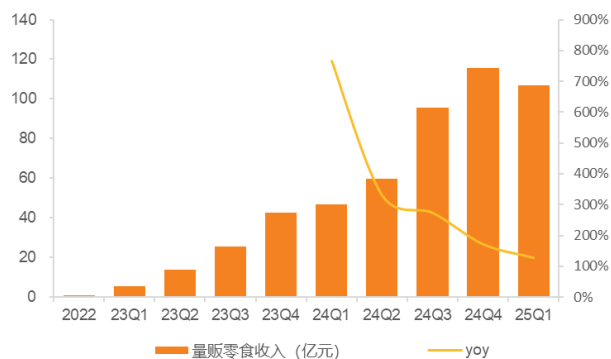
资料来源：供应链范式公众号，天风证券研究所

3. 规模优势逐步显现，全品类折扣店转型可期

3.1. 规模优势显现，供应链持续打造

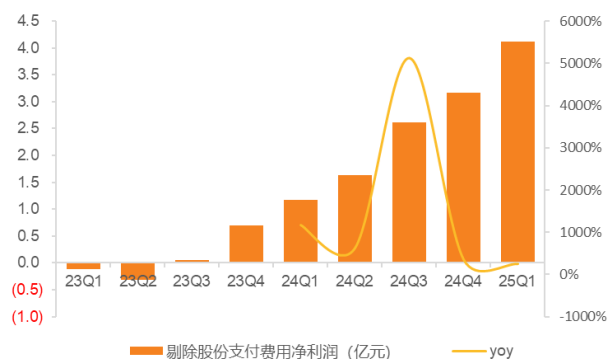
规模效应显现，业绩持续高增。公司随着不断收购与开店，零食量贩业务逐季快速增长，2024 年实现营收 317.90 亿元，同比增长 262.94%，实现剔除股份支付费用净利润 8.58 亿元，同比增长 25 倍。25Q1 零食量贩业务实现收入和剔除股份支付费用净利润 106.88/4.12 亿元，同比增长 127.65%/250.73%。

图 18：零食量贩业务收入快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

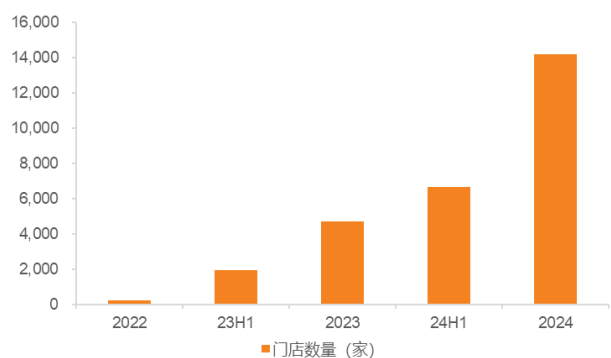
图 19：零食量贩业务剔除股份支付费用净利润快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

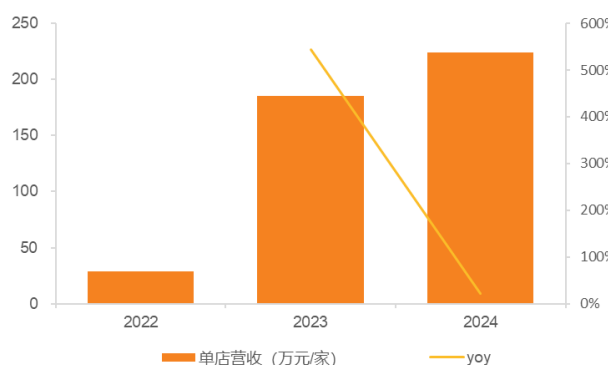
门店规模持续提升，单店营收向好。公司整合 5 大零食零售品牌后，门店数量快速增长，25 年 3 月全国门店数量已经超过 15000 家，门店的快速增长仍是公司营收提升的主要推动力；单店营收稳步提升，24 年约 224 万元/家，同比增长 21%。从门店布局来看，好想来主要门店仍位于三、四线城市。

图 20：2024 年门店数量达 14196 家



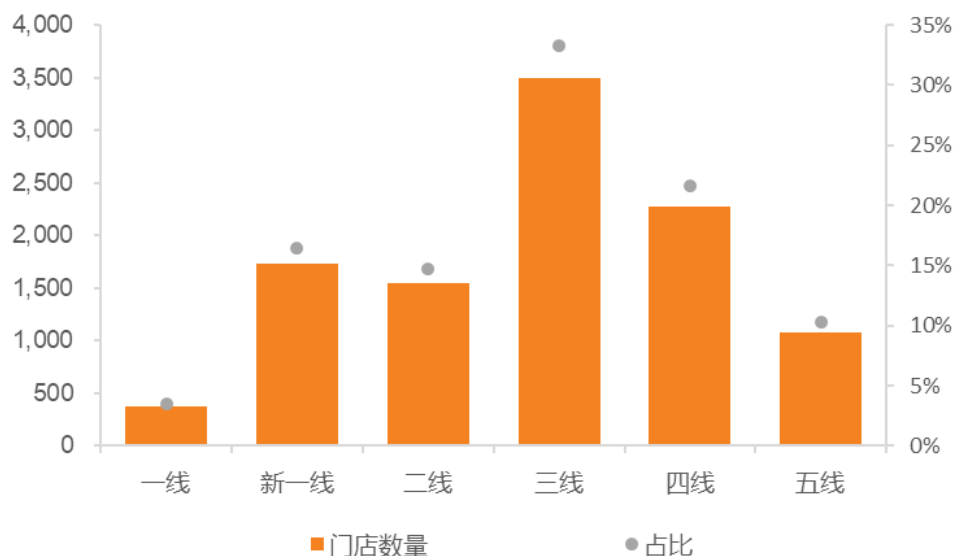
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：单店营收稳步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

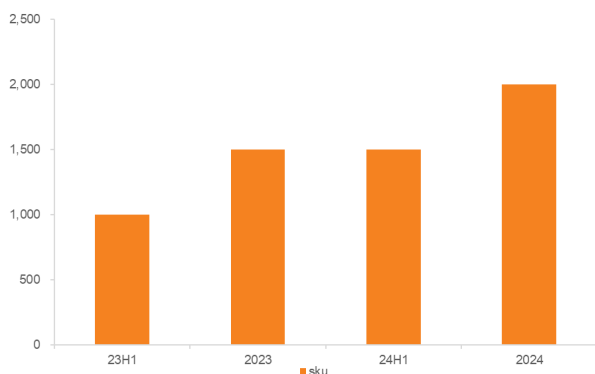
图 22：好想来门店以三四线城市为主（截至 2025 年 7 月）



资料来源：极海品牌监测，天风证券研究所

众多一线品牌合作，SKU 数量持续增加。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，囊括各类国内国际头部品牌以及地方性特色品牌；整体 SKU 数量超过 2000 个。同时好想来已与海内外众多一线食品企业达成战略合作。

图 23: 24 年整体 SKU 数量超过 2000 个



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司与众多一线食品企业合作



资料来源：好想来官网，天风证券研究所

以华东为中心，全国化持续推进。公司整体业务以华东为中心，24 年营收/门店数占比为 62%/58%，华东/华中/华北三个区域加起来营收/门店数占比为 85%/80%。其他区域快速增长，24 年营收/门店数量增速分别为：东北(3269%/1640%)、西北(711%/741%)、华南(435%/814%)、西南 (380%/341%)。

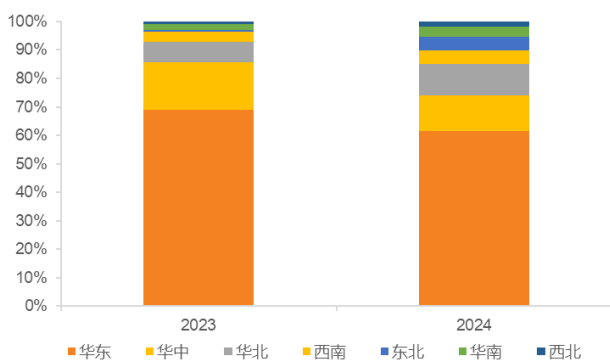
表 11：以华东/华中/华北为主，逐步推进全国化

2023					2024			
区域	营收	门店数	平均店效	平均经营面积	营收	门店数	平均店效	平均经营面积

	(亿元)	(万元/家)	(平米/家)	(亿元)	(万元/家)	(平米/家)
西北	0.77	73	104.92	176.07	6.21	614
华东	64.20	3245	197.84	155.14	199.37	8265
华南	2.10	66	317.65	156.63	11.23	603
西南	3.38	190	177.66	185.98	16.21	838
华中	15.50	699	221.81	170.07	40.44	1863
华北	6.55	408	160.48	155.83	34.76	1230
东北	0.45	45	99.46	176.26	15.08	783
合计	92.94	4726	196.65	159.19	323.29	14196

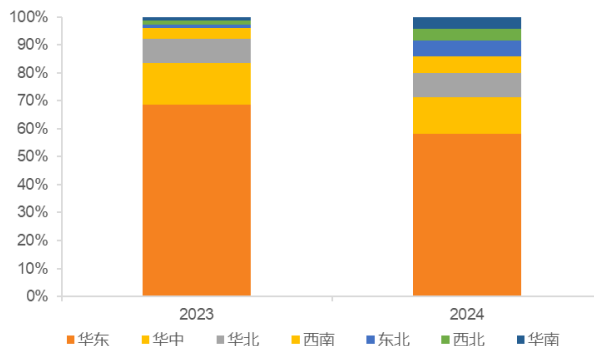
资料来源：公司公告，天风证券研究所。（注：由于公司统计口径原因，区域营收只有食用菌业务+零食量贩业务营收数据，门店数量为零食量贩门店数，因此计算口径有些许不匹配，但是食用菌业务营收占比较小，23-24 年仅占总营收的 5.8%、1.7%，因此对计算结果影响较小；并且 23-24 年所有表内数据的口径均保持一致，且均为万辰集团一家数据，平均店效仅作为 23-24 年其中一项数据的参考，仅作为趋势比较）

图 25：24 年华东/华中/华北合计营收占比 85%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：24 年华东/华中/华北合计门店数占比 80%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

供应链持续打造，仓储能力领先。**采购：**公司与 500 余家中小供应商建立长期合作，并推行“供应商分级管理”，对核心伙伴开放销售数据共享，协同优化生产计划，缩短订单交付周期。通过集中采购，供应商利润率提升，形成“农户-工厂-门店”的共赢链条。**仓储：**同时投入 5 亿元研发智能仓储系统与 AI 选址算法，优化全国物流中心布局，实现“24 小时达”补货效率，公司仓储中心达到 50+ 个，仓储面积超 90 万平，远高于其他品牌。**配送：**万辰集团将供应链响应速度压缩至 24 小时，与日日顺、京东等物流企业合作构建高效配送网络，确保商品从工厂到门店的周转周期缩短，实现“低价”与“品质”的平衡。

表 12：万辰仓储能力领先

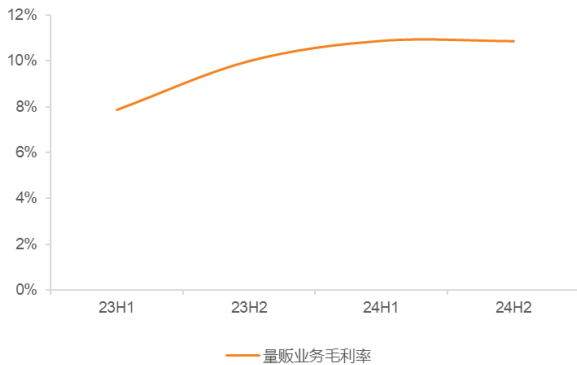
	万辰集团	鸣鸣很忙	零食有鸣	零食优选
仓储中心	50+	36	13	6
覆盖区域	覆盖 21 个省、4 个自治区、3 个直辖市	覆盖 28 个省份和所有县级城市	覆盖 18 个省份	覆盖 18 个省份
辐射能力	12000+门店	辐射 300 公里内 门店，一般均可实现 24 小时内配送		
仓储面积	超 90 万平	73 万平	30 万平	10 万平

资料来源：万辰集团公告，鸣鸣很忙公告，好想来、零食有鸣、零食优选官网，天风证券研究所

3.2. 规模优势+费用收缩+自有品牌等，利润率有望提升

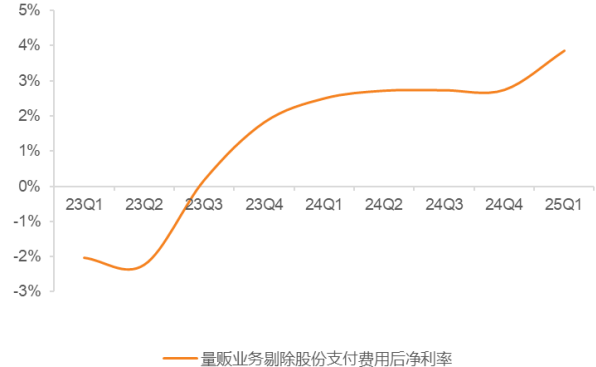
量贩零食业务利润率稳步攀升，后续利润率仍有望提升。随着收入规模的增长和门店密度的提升使得公司量贩零食业务规模效应日益显现，毛利率表现向好，24H2 毛利率同比 +0.86pct 至 10.85%；公司仓储利用率和周转效率、拓展和运营人效持续提升、物流费率不断优化，推动公司量贩零食业务的费效比有效提升。综合推动量贩零食业务净利率表现稳步向上，25Q1 公司量贩业务剔除股份支付费用净利率达 3.85%，创历史新高。我们认为随着规模效应继续增长，利润率仍有较大提升空间。

图 27：量贩业务毛利率稳步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

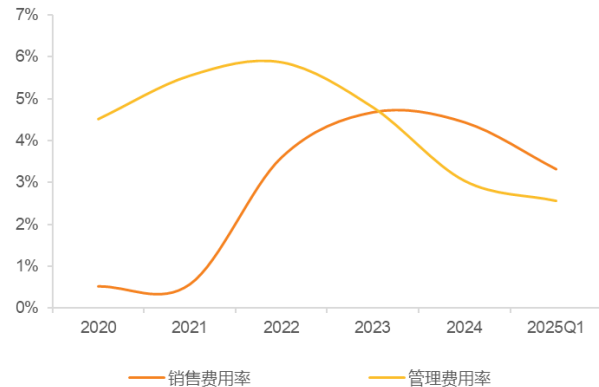
图 28：零食量贩业务剔除股份支付费用净利率提升明显



资料来源：公司公告，天风证券研究所

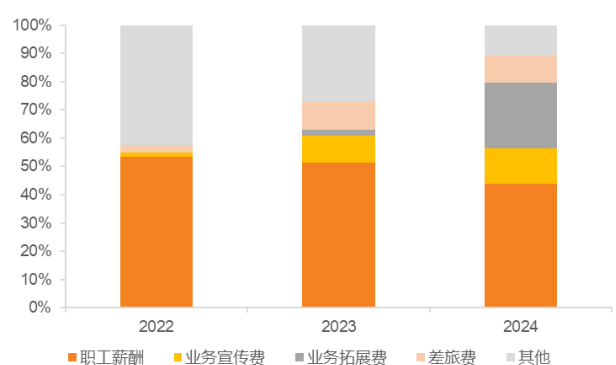
规模效应下，费用率有望收窄。受益于规模效应影响，22-23 年销售费用经过短暂上升后在 24-25Q1 持续下降，主要系收入规模扩大影响；销售费用中，随着量贩业务的开展，职工薪酬、业务拓展费和业务宣传费快速提升，24 年占比分别达 44%/23%/13%。管理费用率在 22 年后持续下降；管理费用率中，职工薪酬、仓储物流费和股份支付费用快速增长，24 年股份支付费用高达 2.19 亿元；根据已公布的股权激励计划，25 年股权支付费用开始下滑，并在往后年份逐步下降。我们认为随着规模效应持续影响，费用率有望进一步收缩，带动利润水平提升。

图 29：随着规模提升，费用率呈下降趋势



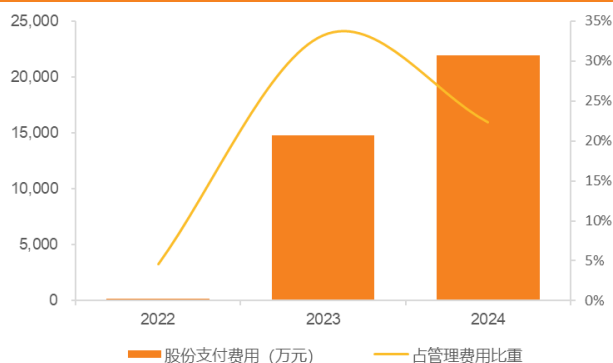
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：销售费用中业务宣传和业务拓展费占比提升



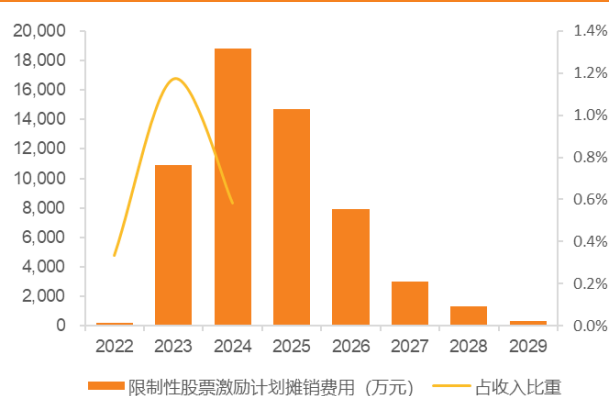
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：管理费用中的股份支付费用增加较多



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：股权支付费用 24 年后逐步减少

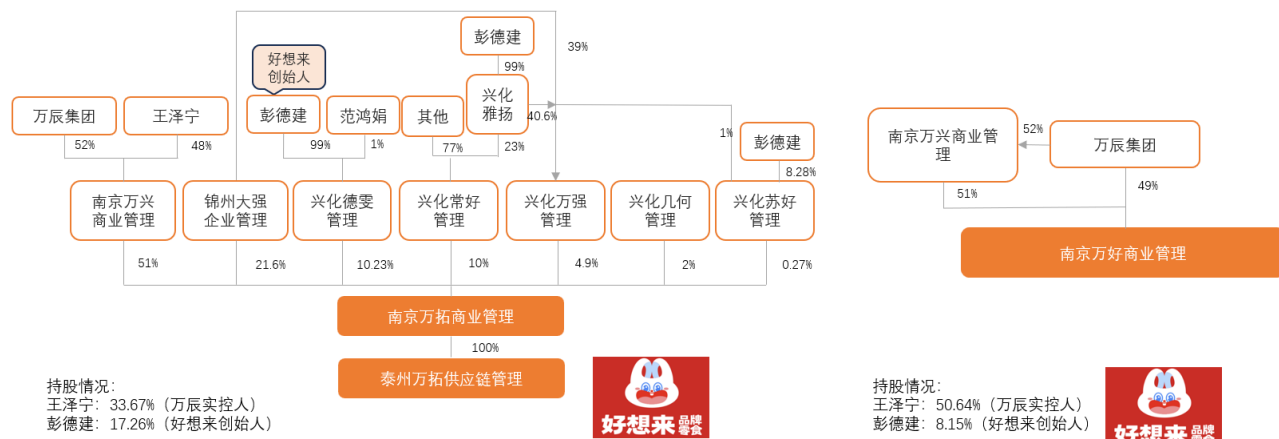


资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过参股方式，加强与各品牌合作。公司 2022 年 8 月设立南京万兴开始经营量贩零食连锁，并通过与零食品牌成立公司的方式，以期取得规模效应和品牌势能。

图 33：万辰集团通过成立公司方式与各品牌合作（统计时间截至 2025 年 7 月）





资料来源：Wind，食品商、数字化云研社公众号等，天风证券研究所

对部分参股企业持股仍不高，已经收购南京万好部分股权。根据公告，参股企业仍有较大股权比例掌握在品牌创始人手中，在收入体量较大的企业中，万辰集团仅持有南京万好（24 年营收 108 亿）的股权较多（持股比例 76%）；万辰集团 24 年持有南京万优（24 年营收 73 亿）/南京万昌（24 年营收 50 亿）/泰州万拓（24 年营收 17 亿）/南京万灿（24 年营收 10 亿）/南京陆小馋（24 年营收 7 亿）比例分别为 26%/27%/27%/51%/52%。而哆嘀哆创始人持有南京万昌 34%股权，来优品创始人持有南京万优 49%股权，老婆大人创始人袁振勤持有南京万权 49%股权，好想来创始人彭德建持有泰州万拓/南京万好 17%/8%股权。24 年公司发布公告，以 2.94 亿元收购兴化德雯、兴化苏好、兴化几何合计持有的南京万好 49%的股权。

表 13：万辰集团对参股企业持股情况（截至 2025 年 4 月）

	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	上市公司持股	合作品牌
南京金万辰	1.87	-0.38	100%	
南京万兴	11.32	0.89	52%	
南京万优	73.30	3.09	26.01%	来优品
南京万好	108.13	3.94	75.52%	好想来
南京陆小馋	7.13	0.16	52%	陆小馋
南京万昌	49.81	-0.07	26.52%	哆嘀哆
南京万灿	9.52	-0.67	51%	小嘴零食
泰州万拓	16.60	0.51	26.52%	好想来

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：营业收入和净利润为 2024 年数据

积极开发自有品牌，有利于利润率提升。自有品牌能够帮助企业实现差异化，构建品牌力，推出自有品牌是迈向精细化运营的标志之一。通过自有品牌开发可以提升利润率，也能为后续调整店型、提升消费者服务能力、吸纳更多加盟商入局做准备。万辰通过来优品省钱超市等，重点开发自有品牌，针对民生必需品，通过源头直供降低成本，让利消费者。我们认为随着自有品牌占比的提升，利润率有望得到提升。

表 14：来优品省钱超市品类规划

模块	具体规划
第一模块	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

第二模块

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

第三模块

自有品牌开发，将会是接下来重点战略之一。目标溯源厂家产地，将产品的品质。价格做到极致。满足消费者生活所需在未来，将陆续有来优品自有品牌产品问世，以及“超值”“超省”两系列的商品

资料来源：来优品官方公众号，天风证券研究所

3.3. 布局 IP 赛道，向全品类折扣店转型

布局 IP 赛道，丰富消费者选择。万辰集团持续加码品牌力建设，基于核心零食品类，不断推出 IP 衍生品，通过以 IP 合作、品牌联动合作等营销形式，为消费者提供更多的情绪附加值，从而实现门店业态升级。1）2024 年底，好想来与现象级国漫电影《哪吒 2》达成深度合作，推出限量版周边手办盲盒及联名零食礼盒；2）25 年春节期间，好想来进一步携手国民级游戏《王者荣耀》，推出限定款新年礼盒。3）瞄准年轻女性消费群体，于 2025 年初与全球知名 IP 三丽鸥（Sanrio）达成合作，推出 Hello Kitty、美乐蒂等角色的联名零食系列。

图 34：万辰集团与哪吒联名



资料来源：新折扣商业公众号，天风证券研究所

图 35：好想来与王者荣耀联名



资料来源：好想来品牌零食公众号，天风证券研究所

布局全品类折扣业态，进行多业态探索。公司开始布局“省钱超市”等，向折扣业态开始转型。24 年底推出“来优品省钱超市”，25 年 1 月推出“好想来全食优选”，在零食的基础上进行品类拓展，增加日化洗护、冻品、生鲜等多种品类产品。25 年 3 月推出全食优选 5.0 门店，面积 390 m²，更加突出“全食”的属性，增加了较多的现制烘焙、生鲜水果、冻品类产品，日化及粮油调味等品类相比省钱超市有所缩减。省钱超市和全食优选这些全品类店型，将会展开在下沉市场的规模化布局。

表 15：万辰集团转型全品类折扣业态

时间	具体措施
2024 年 12 月	“来优品”在合肥推出“省钱超市”新业态，通过增加短保烘焙、鲜食冻品及日用百货等高频刚需品类，将 SKU 从传统零食店的 1500 个扩充至 3000 个，满足社区家庭一站式购物需求。
2025 年 1 月	推出“好想来全食优选”，聚焦现制烘焙、生鲜水果及低温冻品等高

毛利品类。

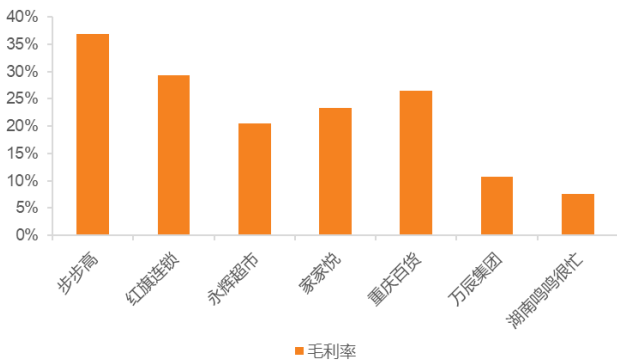
25 年 3 月

好想来首家全食优选 5.0 门店——兴化莲开水香店开业, 390 m² 门店、2000+SKU。

资料来源：新折扣商业、食业家公众号，天风证券研究所

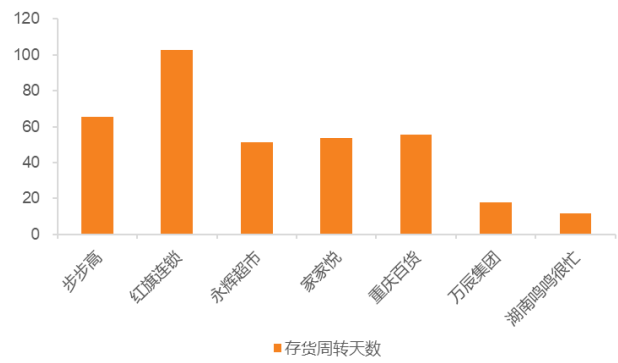
对比传统超市，量贩零食转型后毛利率有较大提升空间。对比量贩零食业态，传统全品类超市业态毛利率更高，基本都超过 20%，而量贩零食企业毛利率仅有 10% 左右（24 年万辰 11%、鸣鸣很忙 8%）；由于零食行业单价低，消费频次高，因此周转率更高（周转天数更低）。我们认为随着万辰布局全品类折扣业态，增加日化、洗护等用品，周转率或将下降，同时毛利率有望逐步提升。

图 36：相较于传统超市，量贩零食毛利率有较大提升空间



资料来源：Wind，天风证券研究所，注：数据为 2024 年数据

图 37：量贩零食周转较快



资料来源：Wind，天风证券研究所，注：数据为 2024 年数据

4. 盈利预测与估值

4.1. 分产品盈利预测

1) 量贩零食业务：

营业收入：收入与门店数量和单店收入相关，我们认为加盟门店数量有望进一步增加；同时加盟店收入提升需要一定爬坡时间，24 年门店数量增加较多，单店收入并没有完全体现，因此我们认为 25-27 年单店营收有望保持增长；综合看收入有望实现快速提升。我们预计 25-27 年量贩零食业务营收分别为 536/629/711 亿元，增速为 69%/17%/13%。

门店数量：我们预计 25-27 年公司门店数量分别为 18000/20500/22500 家。

单店营收：我们预计 25-27 年单店收入为 298/307/316 万元/家，增速为 33%/3%/3%。

毛利率：量贩零食业务收入提升后对下游的议价能力进一步增强，有望降低采购成本，规模效应下毛利率有望提升，预计 25-27 年毛利率为 11.46%/11.76%/12.06%。

2) 食用菌：

1) 营业收入：24 年食用菌业务价格承压，我们认为食用菌业务价格或将继续承压（降幅收窄），基于 24 年销量，预计后续销量有望保持增长（增幅收窄），因此预计 25-27 年营收为 5.4/5.4/5.4 亿元，增速为 0.8%/0.3%/0.1%。

销量：我们预计 25-27 年公司食用菌销量分别为 14.5/15.8/16.6 万吨，增速为 12%/9%/5%。

单价：我们预计 25-27 年公司食用菌单价分别为 3744/3444/3282 元/吨，增速为 -10%/-8%/-5%。

毛利率：由于 24 年食用菌业务承压，毛利率有所下降。我们预计 25-27 年毛利率较 24 年略有下滑，分别为 4.3%/4.1%/4.0%。

表 16：业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万）	9293.74	32328.83	54153.64	63432.79	71639.30
YOY	1592.05%	247.86%	67.51%	17.13%	12.94%
总营业成本（百万）	8,429.63	28,850.62	47,984.88	56,012.92	63,041.42
YOY	1726.45%	242.25%	66.32%	16.73%	12.55%
毛利率	9.30%	10.76%	11.39%	11.70%	12.00%
量贩零食					
营业收入（百万）	8,759.02	31,790.21	53610.70	62888.33	71094.49
YOY	13057.61%	262.94%	68.64%	17.31%	13.05%
营业成本（百万）	7,925.13	28,336.92	47465.45	55490.95	62518.56
YOY	13808.62%	257.56%	67.50%	16.91%	12.66%
门店数量（家）	4726.00	14196.00	18,000.00	20,500.00	22,500.00
门店增加数量	4494	9470	3804	2500	2000
单店收入（万元/家）	185.34	223.94	297.84	306.77	315.98
YOY	545.91%	20.83%	33%	3%	3%
毛利率	9.52%	10.86%	11.46%	11.76%	12.06%
食用菌					
营业收入（百万）	534.71	538.62	542.93	544.45	544.81
YOY	10.78%	0.73%	0.80%	0.28%	0.07%
营业成本（百万）	504.50	513.69	519.4320	521.9754	522.8595
YOY	24.71%	1.82%	1.12%	0.49%	0.17%
销量（吨）	111,351.94	129485.60	145,023.87	158,076.02	165,979.82
YOY	28.01%	16.28%	12.00%	9.00%	5.00%
销售单价（元/吨）	4802.025	4159.716	3743.745	3444.245	3282.366
YOY	-13.47%	-13.38%	-10%	-8%	-5%
毛利率	5.65%	4.63%	4.33%	4.13%	4.03%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

我们预计公司 25-27 年实现营收为 542/634/716 亿元，归母净利润为 7.7/10.8/13.0 亿元，对应 EPS 分别为 4.12/5.78/6.94 元/股。我们采取相对估值法，选取盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠、西麦食品、有友食品、甘源食品作为可比公司。通过计算 6 家公司 24-27 年净利润 CAGR 以及平均 PEG，得出 2025 年可比公司平均 PEG 为 1.16，我们给予万辰集团 2025 年可比公司平均 PEG 的 60%即 0.69，预计公司 2025-2027 年归母净利润 CAGR 为 64%，对应目标价 184.01 元，目标市值 345.23 亿元，仍有约 20%的上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值表（截至时间 2025 年 8 月 22 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			CAGR	PEG		
			2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
002847.SZ	盐津铺子	195.45	6.40	8.16	10.16	12.32	23.95	19.25	15.86	24.42%	0.98	0.79	0.65
003000.SZ	劲仔食品	58.75	2.91	3.31	3.93	4.65	17.75	14.93	12.63	16.87%	1.05	0.89	0.75
300783.SZ	三只松鼠	106.80	4.08	4.92	6.66	8.48	21.73	16.03	12.59	27.65%	0.79	0.58	0.46
002956.SZ	西麦食品	49.87	1.33	1.81	2.31	2.86	27.60	21.58	17.44	29.01%	0.95	0.74	0.60
603697.SH	有友食品	55.34	1.57	2.11	2.57	2.99	26.19	21.54	18.48	23.93%	1.09	0.90	0.77
002991.SZ	甘源食品	54.75	3.76	3.17	4.02	4.78	17.27	13.63	11.46	8.30%	2.08	1.64	1.38
行业均值											1.16		
300972.SZ	万辰集团	281.63	2.94	7.73	10.85	13.02	36.43	25.96	21.64	64.29%	0.57	0.40	0.34

资料来源：Wind，天风证券研究所（可比公司 25-27 年归母净利润使用 wind 一致预期，万辰集团使用天风预测值）

5. 风险提示

1) 新业务开拓和整合风险

公司于 2022 年 8 月进入量贩零食行业，又相继成立多家控股子公司，并纳入其专业运营管理团队以及成熟的线下门店网络。随着量贩零食业务版图的扩大，公司面临不同团队之间的整合风险。此外，量贩零食业务处于开拓投入期，公司在短期内投入较大、投资回报周期存在一定的不确定性，短期盈利能力不确定性较大。

2) 量贩市场需求变化的风险

量贩零食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食渠道具有直接影响，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。

3) 市场竞争风险

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。未来来看，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、近场电商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。

4) 市场开拓的风险

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，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。

5) 门店选址所带来的经营风险

对于量贩零食业务来说，门店选址极为重要，需要综合考虑目标消费群的构成、消费习惯、消费水平、预期客流量、交通便利条件、商业辐射能力、可选用的门店面积、附近已有或潜在的商业竞争程度以及是否能以合适的价格租赁经营场地等多种因素。门店选址一旦失当，不仅会使既定的目标市场地位难以实现，而且也会因开店前期产生的装修费等资本性支出、筹办费等不能收回等因素而给公司带来经营损失。

6) 产品质量管控与食品安全的风险

公司不涉及食品相关的生产环节，各门店所销售的商品均来自外部品牌的供应商。在食品物流与销售环节中，公司一旦出现人员操作疏忽、运输储存差错、进货查验未尽责、采购瑕疵产品等管控意外，都可能会出现产品变质、食品安全问题，进而对公司的品牌声誉、公众形象及经营业绩产生重大不利影响。

7) 食用菌销售价格季节性波动风险

食用菌在我国的消费具有明显的季节性特征。深秋至早春季节由于天气较凉、节假日较多，金针菇等食用菌消费频率上升，同时绿色蔬菜供应量下降，因此金针菇等食用菌的消费量显著上升；而在晚春至早秋季节，金针菇等食用菌消费频率不高，绿色蔬菜供应量充足，因此金针菇等食用菌的消费量下降。食用菌销售价格的季节性波动和生产成本的相对稳定导致公司食用菌产品毛利率和整体业绩呈现较明显的季节性波动特征，上半年收入、利润水平一般低于下半年，甚至可能出现淡季亏损的情况。产品销售价格和经营业绩的季节性波动也给公司经营管理能力、现金流造成一定的压力，从而给公司带来一定的经营风险和财务风险。

8) 食用菌产品质量波动风险

公司产品质量受原材料质量、选育菌种和生产过程中的拌料、装瓶、培养基配比、杂菌防控体系建设、食用菌生长环境参数设置及监控等环节以及食用菌出厂后的运输、保存等多方面因素的影响，质量控制贯穿食用菌从采购、生产到销售的整个链条。因此一旦出现产品质量问题，将影响公司食用菌产品的产量、销售价格、市场声誉等，对公司生产经营产生较大影响。

9) 股价波动较大风险

近一年（24 年 7 月 31 日-25 年 7 月 31 日）公司股价涨幅较大，股价涨幅过快可能导致回调风险，且股价也受市场情绪等非基本面因素影响，一旦公司业绩表现转弱或者有其他利空因素，则公司股价存在回调风险。

10) 近期存在股东及高管减持行为或带来风险

25 年 6 月 5 日公司公告股东减持计划，并于 25 年 7 月 1 日减持完成，合计减持股份占总股本 0.0333%。25 年 7 月 4 日公司公告股东减持计划，公司股东漳州金万辰投资有限公司计划以集中竞价或大宗交易方式减持公司股份不超过 1,799,897 股（占公司总股本比例 0.9594%），股东减持或给公司股价带来回调风险。

11) 舆情风险

7 月 5 日晚，江苏连云港海州区“好想来”新海云谷店发生店员给顾客下跪道歉事件，此事件给公司带来一定的舆情风险，虽然该事件已经妥善解决（顾客已向店员道歉，双方和解，门店也会对员工进行安抚），但是不排除后续仍有相关冲突而带来舆情影响，或对公司品牌造成一定影响。

12) 统计误差相关的风险

由于本文涉及数据较多，且部分数据统计截至时间不同，因此存在统计误差的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,209.69	2,380.61	3,790.75	4,440.29	6,234.59
应收票据及应收账款	26.93	18.47	56.74	31.36	68.14
预付账款	248.43	1,140.97	1,681.72	2,363.66	2,889.79
存货	733.29	2,141.25	3,190.40	3,966.80	4,788.95
其他	130.89	89.29	248.23	119.34	299.63
流动资产合计	2,349.23	5,770.59	8,967.85	10,921.46	14,281.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	850.85	793.77	724.97	654.60	582.66
在建工程	1.24	1.10	1.05	1.02	1.01
无形资产	60.59	59.52	56.24	52.96	49.68
其他	663.45	628.43	464.19	558.39	526.27
非流动资产合计	1,576.13	1,482.81	1,246.45	1,266.97	1,159.62
资产总计	3,925.35	7,253.41	10,214.29	12,188.43	15,440.71
短期借款	510.77	956.01	843.07	752.02	500.00
应付票据及应付账款	943.17	2,093.94	2,957.45	2,939.06	3,697.34
其他	1,186.27	2,078.12	2,884.46	2,916.14	3,311.30
流动负债合计	2,640.21	5,128.08	6,684.97	6,607.21	7,508.64
长期借款	148.35	237.48	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	440.98	426.50	314.11	393.86	378.16
非流动负债合计	589.33	663.98	514.11	593.86	578.16
负债合计	3,229.55	5,792.06	7,199.09	7,201.08	8,086.80
少数股东权益	50.45	363.19	1,136.31	2,023.78	3,088.73
股本	154.69	179.99	187.62	187.62	187.62
资本公积	364.09	534.07	534.07	534.07	534.07
留存收益	126.58	384.10	1,157.22	2,241.90	3,543.50
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	695.81	1,461.35	3,015.21	4,987.35	7,353.91
负债和股东权益总计	3,925.35	7,253.41	10,214.29	12,188.43	15,440.71

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(146.02)	603.26	773.12	1,084.68	1,301.61
折旧摊销	98.19	121.03	103.13	104.68	106.23
财务费用	28.91	50.85	37.13	32.41	33.39
投资损失	(0.06)	(0.00)	(0.53)	(0.20)	(0.24)
营运资金变动	782.10	(53.97)	(13.51)	(1,335.96)	(392.30)
其它	259.97	127.17	773.12	887.47	1,064.95
经营活动现金流	1,023.08	848.35	1,672.46	773.08	2,113.63
资本支出	(153.48)	61.33	143.39	(48.75)	46.70
长期投资	(0.24)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(52.97)	(157.54)	(173.33)	17.83	(77.56)
投资活动现金流	(206.69)	(96.21)	(29.95)	(30.92)	(30.86)
债权融资	503.45	507.50	(240.00)	(92.62)	(288.49)
股权融资	60.13	87.28	7.63	0.00	0.00
其他	(341.32)	(291.31)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	222.26	303.46	(232.37)	(92.62)	(288.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,038.65	1,055.60	1,410.14	649.54	1,794.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,293.74	32,328.83	54,153.64	63,432.79	71,639.30
营业成本	8,429.63	28,850.62	47,984.88	56,012.92	63,041.42
营业税金及附加	20.97	63.42	106.24	124.44	140.54
销售费用	433.84	1,430.82	1,895.38	2,220.15	2,507.38
管理费用	445.11	980.71	1,516.30	1,776.12	2,005.90
研发费用	3.31	4.04	16.25	6.34	7.16
财务费用	29.40	39.23	37.13	32.41	33.39
资产/信用减值损失	(12.14)	(16.59)	(9.84)	(12.86)	(13.09)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.06	0.00	0.53	0.20	0.24
其他	4.18	97.54	38.38	46.70	60.87
营业利润	(76.43)	1,040.94	2,626.52	3,294.44	3,951.53
营业外收入	2.15	13.23	5.16	6.85	8.41
营业外支出	10.44	21.73	10.95	14.37	15.68
利润总额	(84.72)	1,032.44	2,620.74	3,286.91	3,944.26
所得税	61.30	429.18	1,074.50	1,314.77	1,577.70
净利润	(146.02)	603.26	1,546.23	1,972.15	2,366.56
少数股东损益	(63.10)	309.74	773.12	887.47	1,064.95
归属于母公司净利润	(82.93)	293.52	773.12	1,084.68	1,301.61
每股收益（元）	(0.54)	1.63	4.12	5.78	6.94

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1592.03%	247.86%	67.51%	17.13%	12.94%
营业利润	-281.32%	-1461.99%	152.32%	25.43%	19.95%
归属于母公司净利润	-273.61%	-453.95%	163.39%	40.30%	20.00%
获利能力					
毛利率	9.30%	10.76%	11.39%	11.70%	12.00%
净利率	-0.89%	0.91%	1.43%	1.71%	1.82%
ROE	-12.85%	26.73%	41.15%	36.60%	30.52%
ROIC	-11.31%	-173.80%	-838.26%	-2438.42%	220.12%
偿债能力					
资产负债率	82.27%	79.85%	70.48%	59.08%	52.37%
净负债率	-56.81%	-69.76%	-87.31%	-67.01%	-73.32%
流动比率	0.89	1.13	1.34	1.65	1.90
速动比率	0.61	0.71	0.86	1.05	1.26
营运能力					
应收账款周转率	448.45	1,424.05	1,440.00	1,440.00	1,440.00
存货周转率	22.30	22.49	20.31	17.73	16.36
总资产周转率	3.63	5.78	6.20	5.66	5.19
每股指标（元）					
每股收益	-0.54	1.63	4.12	5.78	6.94
每股经营现金流	6.61	4.71	8.91	4.12	11.27
每股净资产	4.17	6.10	10.01	15.80	22.73
估值比率					
市盈率	-280.02	92.05	36.43	25.96	21.64
市净率	35.98	24.60	14.99	9.50	6.60
EV/EBITDA	81.14	11.77	9.55	7.72	6.25
EV/EBIT	-164.00	12.99	9.92	7.96	6.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com