

# 万辰集团 (300972.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 量贩零食加速成长,拓店提效盈利可期

### 公司简介

万辰集团起家于食用菌菇, 2022 年跨界进军零食量贩赛道, 在 2022-2023 年先后设立合资公司南京万好、南京万品、南京万优、南京万昌、南京万权, 取得好想来、来优品、吡嘀吡嘀、老婆大人等量贩零食品牌控股权, 2025H1 门店数 15365 家(加盟为主)。

### 投资逻辑

**零食量贩业态三方互利, 形成发展合力。**1) 对于消费者: 性价比高, 终端售价平均比超市或便利店低 7%-40%。品类多样, 单店 SKU 不少于 1800 个。2) 对于加盟商: 门店效率高, 头部品牌坪效在 2 万元/㎡以上。生意周转速度快, 投资回收期 2 年之内。3) 对于上游厂商: 打开渠道增量, 快速下沉至乡县, 回款快无账期风险。

**双足鼎立格局成型, 门店处于增量阶段。**1) 竞争态势: 零食量贩前半场主要是拓店速度的比拼, 快速形成品牌效应和规模效应。当下行业双寡头门店数均突破 1.5 万家, 断层领先同业。2) 门店空间: 我们基于人均开店密度进行推算, 中性假设下两强 27 年一共可开设 4.6 万家门店, 较 2024 年末仍有 60%拓店空间。3) 核心竞争力: 精细化运营将是下半场核心竞争力。公司在选品策略、门店运营、消费者互动、供应链环节积累了较为深厚的优势。

**后续三大业绩驱动因素:** 1) 门店模型调改, 单店收入有待提升。2024 年 12 月公司推出“来优品省钱超市”探索全品类折扣超市。若后续模型跑通、全国化推广, 有望大幅提升单店营收, 甚至拉高门店数天花板。2) 规模效应+内部提效, 净利率有望改善。考虑规模增长费用摊薄、加盟补贴减少及股份支付已过高峰, 预计 25-27 年费用率呈下降趋势。3) 收回少数股权, 增厚归母净利润。公司分别在 2024/2025 年公告收购南京万好 49%、拟收购南京万优 49%少数股权, 24H2/24 年公司归母净利率为 1.37%/0.9%。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 9.7/13.5/16.6 亿元, 同比+229%/+40%/+23%, 对应 EPS 分别为 5.14/7.22/8.86 元/股。我们采用 PEG 估值法, 给予公司 26 年 32X PE (PEG=0.8), 目标价 232.88 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险、开店速度低于预期风险、销售费率上行风险、少数股权收回节奏不及预期风险、资产负债率偏高风险、存货周转变慢风险、大股东解禁减持风险、大股东质押风险。

### 食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业 S1130519110005)

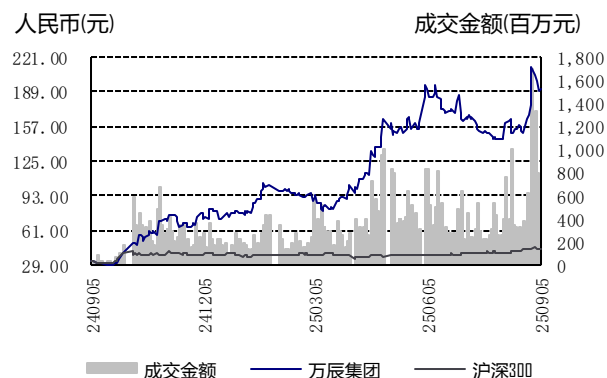
liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师: 陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 192.19 元

目标价 (人民币): 232.88 元



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 9,294   | 32,329  | 51,177  | 60,748 | 69,223 |
| 营业收入增长率        | 1592%   | 247.86% | 58.30%  | 18.70% | 13.95% |
| 归母净利润(百万元)     | -83     | 294     | 965     | 1,354  | 1,662  |
| 归母净利润增长率       | -274%   | -454%   | 228.74% | 40.33% | 22.71% |
| 摊薄每股收益(元)      | -0.536  | 1.631   | 5.143   | 7.217  | 8.857  |
| 每股经营性现金流净额     | 6.61    | 4.71    | 4.37    | 4.60   | 9.37   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | -12.85% | 26.73%  | 57.53%  | 57.02% | 52.06% |
| P/E            | /       | 49.31   | 37.37   | 26.63  | 21.70  |
| P/B            | 9.00    | 13.18   | 21.50   | 15.18  | 11.30  |

来源: 公司年报、国金证券研究所 (注: 假设 26 年 1 月 1 日前完成南京万优少数股东权益收购, 少数股东损益占比净利润分别为 50%/44%/43%)



## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、零食量贩行业：两强争霸快速拓店，三方互利优势突出.....  | 4  |
| 1.1 行业回顾：快速扩张，双足鼎立.....          | 4  |
| 1.2 行业优势：缩短供应链节点，核心三方互利.....     | 5  |
| 1.3 行业展望：门店拓展尚有空间，全品类转型开始发力..... | 9  |
| 二、万辰集团：跨界零食量贩，成长性突出.....         | 10 |
| 2.1 跨界进军零食量贩，整合品牌全国扩张.....       | 10 |
| 2.2 零食量贩拉动增长，经营效率持续优化.....       | 12 |
| 三、市场关心三问三答.....                  | 13 |
| 3.1 筹划港股上市，彰显发展信心.....           | 13 |
| 3.2 全品类转型胜算几何？.....              | 14 |
| 3.3 净利率提升空间多大？.....              | 15 |
| 3.4 少数股权影响几何？.....               | 16 |
| 四、盈利预测与投资建议.....                 | 17 |
| 4.1 收入及毛利率预测.....                | 17 |
| 4.2 费用预测.....                    | 18 |
| 4.3 估值与投资建议.....                 | 18 |
| 五、风险提示.....                      | 19 |

## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图表 1：休闲餐饮是餐饮零售最大细分市场.....       | 4 |
| 图表 2：专卖店渠道增速最快（单位：十亿元）.....     | 4 |
| 图表 3：主要零食量贩品牌创立时间及发源地.....      | 4 |
| 图表 4：23 年起品牌整合加速，收并购动作频频.....   | 5 |
| 图表 5：万辰和鸣鸣很忙门店数量激增.....         | 5 |
| 图表 6：万辰和鸣鸣很忙门店数量大幅领先（单位：家）..... | 5 |
| 图表 7：零食量贩模式示意图.....             | 6 |
| 图表 8：量贩模式毛利率低于传统业态.....         | 6 |
| 图表 9：好想来入驻品牌丰富.....             | 6 |
| 图表 10：门店标准化，购物环境舒适.....         | 7 |
| 图表 11：零食量贩单店营收高（单位：万元）.....     | 7 |
| 图表 12：零食量贩坪效高（单位：万元/m²）.....    | 7 |
| 图表 13：零食量贩存货周转快（单位：天）.....      | 8 |
| 图表 14：零食量贩应收账款无明显账期（单位：天）.....  | 8 |



|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 15: 部分供应商大客户收入占比增加 (单位: 亿元)         | 8  |
| 图表 16: 部分上游企业营收快速增长 (单位: 亿元)           | 8  |
| 图表 17: 零食量贩企业应付账款周转率高 (单位: 天)          | 9  |
| 图表 18: 部分供应商销售费率下降                     | 9  |
| 图表 19: 规模是盈利的重要因素之一 (单位: 亿元)           | 9  |
| 图表 20: 部分零售企业自有品牌占比                    | 9  |
| 图表 21: 中性假设下, 好想来+鸣鸣很忙门店数量预计可达约 4.6 万家 | 10 |
| 图表 22: 公司通过合资设立子公司等方式取得多个量贩零食品牌        | 11 |
| 图表 23: 公司发展历程梳理                        | 11 |
| 图表 24: 2023-2025H1 公司门店地区分布            | 12 |
| 图表 25: 2025 年 7 月好想来、鸣鸣很忙门店地区分布        | 12 |
| 图表 26: 零食量贩拉动公司营业收入增长                  | 12 |
| 图表 27: 公司毛利率相比同业较高且持续提升                | 12 |
| 图表 28: 2024 公司归母净利率偏低                  | 13 |
| 图表 29: 公司少数股东损益占净利润比例高                 | 13 |
| 图表 30: 零食量贩销售费用率低于传统业态                 | 13 |
| 图表 31: 2022 年来公司管理费用率逐年下降              | 13 |
| 图表 32: 部分全品类折扣超市                       | 14 |
| 图表 33: 公司员工数量和人均薪酬快速增长 (单位: 人)         | 15 |
| 图表 34: 股份支付对净利润影响较大 (单位: 亿元)           | 15 |
| 图表 35: 公司销售费用细项占营收比例变化                 | 16 |
| 图表 36: 公司管理费用细项占营收比例变化                 | 16 |
| 图表 37: 2016-2024 开市客收入持续增长             | 16 |
| 图表 38: 2016-2024 开市客期间费率逐步摊薄           | 16 |
| 图表 39: 公司少数股东损益占比高                     | 17 |
| 图表 40: 公司少数股东持股情况                      | 17 |
| 图表 41: 25-27 年分业务收入预测                  | 17 |
| 图表 42: 25-27 年三项费率预测                   | 18 |
| 图表 43: 可比公司 PEG 估值表                    | 19 |



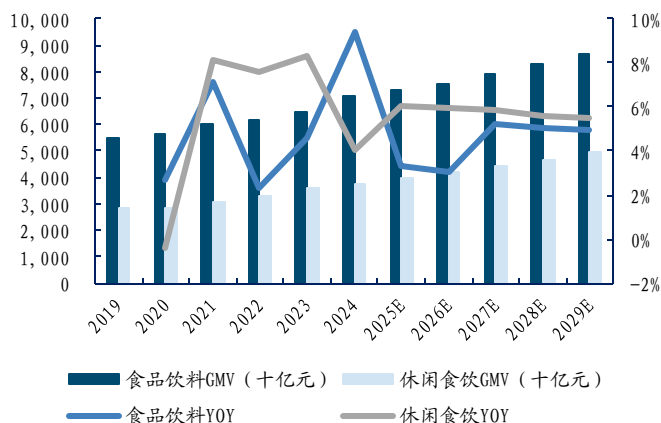
## 一、零食量贩行业：两强争霸快速拓店，三方互利优势突出

### 1.1 行业回顾：快速扩张，双足鼎立

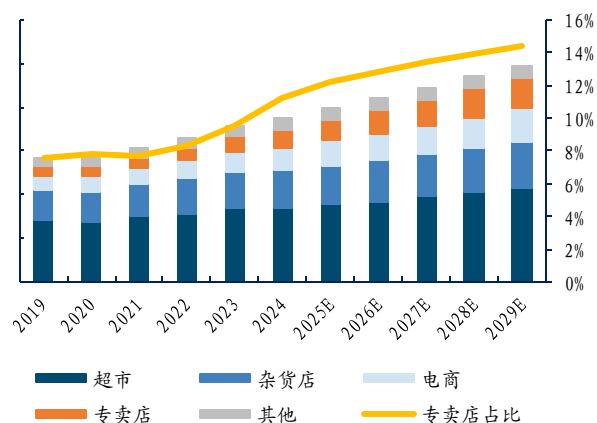
休闲食品饮料行业主要包括烘焙食品、饼干、坚果、膨化食品、糖果巧克力、饮料等品类，2024 年占中国食品饮料产品 GMV 总额的 52.98%，是食品饮料零售行业最大的细分市场。根据弗若斯特沙利文，2024 年中国休闲食品饮料零售市场规模达 37380 亿元，同比增长 4.09%，2019-2024 CAGR 为 5.48%，高于食品饮料行业整体水平；预计 2029 年市场规模将达 49477 亿元，2024-2029E CAGR 达 5.77%。

随着多元化和个性化消费需求不断增长，以零食量贩为代表的专卖店成为增速最快的细分渠道。19-24 年超市/杂货店/电商/专卖店市场规模 CAGR 分别为 3.99%/4.20%/9.64%/13.92%，专卖店增速最高、领先行业水平。2024 年超市/杂货店/电商/专卖店的市场规模占比分别为 45.85%/22.74%/13.64%/11.21%。超市和杂货店目前仍占主要地位，但占比逐年下降；专卖店占比逐年上升，2024 年 GMV 达到 4190 亿元。弗若斯特沙利文预计，24-29E 专卖店 CAGR 将达 11.14%，2029 年市场规模将增长至 7105 亿元。专卖店渠道仍将保持两位数增长，占比将持续提升。

图表1：休闲食饮是食饮零售最大细分市场



图表2：专卖店渠道增速最快（单位：十亿元）



来源：鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

来源：鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

零食量贩是休闲食饮专卖店的一种创新形式，聚焦零食品类，采用硬折扣模式，实现商品丰富度和价格优势的双重确立。复盘行业发展历程，主要可以划分为三个阶段：

■ 2010-2019 年：商业模式摸索期，规模止步于单区域。国内量贩零食店最早可以追溯到 2010 年在浙江宁波创立的“老婆大人”，以社区零食店形式起步，早期主营炒货、蜜饯等传统零食，逐渐转变为零食集合店，销售国内外知名品牌以及白牌产品数千个 SKU。随后各地纷纷涌现出区域性零食量贩品牌。但碍于门店运营、供应链管理等原因，商业模式未能实现全国化扩张。

■ 2020-2022 年：商业模式革新+需求端催化，快速拓店实现全国化。以零食很忙为首的一批零食量贩品牌实现了供应链（采购、仓储、物流等）的数字化、门店（选址、设计、运营等）的标准化，配合当时消费环境主打“性价比”策略，突出重围走向全国。

图表3：主要零食量贩品牌创立时间及发源地



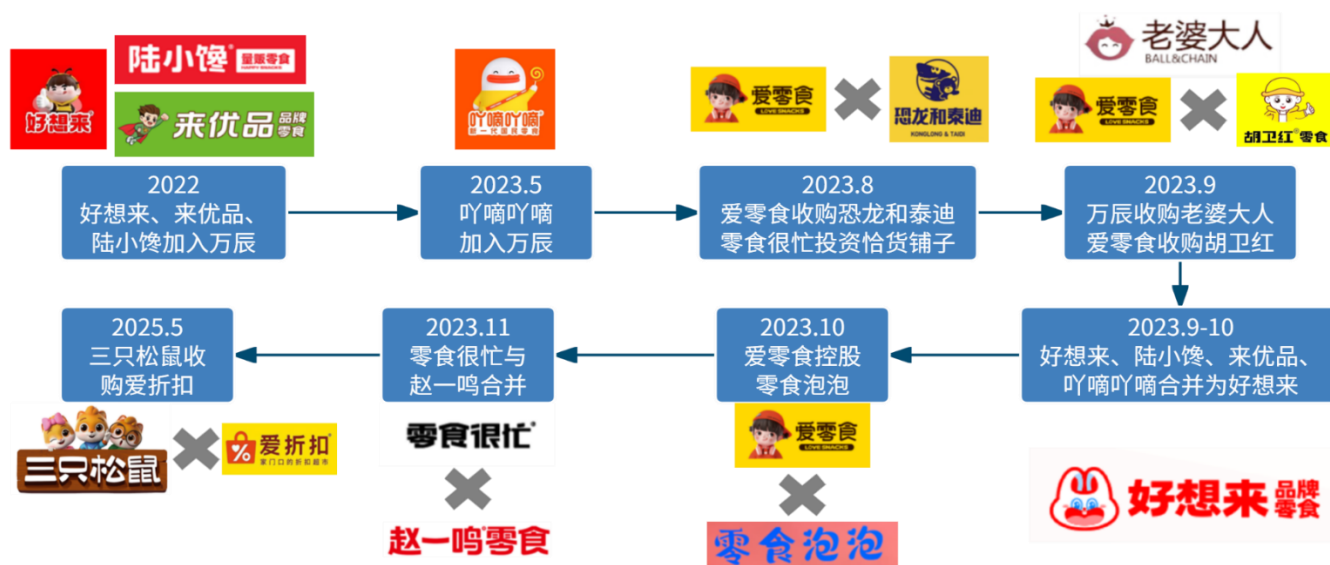
来源：各公司官网，国金证券研究所



■ 2023 年至今：竞争日益激烈，品牌整合加速。2023 年全国范围内开启大规模的兼并收购。例如，8-10 月“爱零食”陆续收购四川品牌“恐龙与泰迪”、贵州品牌“胡卫红”，控股陕西品牌“零食泡泡”，将版图从湖南本地扩大到西北、西南；9 月万辰集团将旗下四大品牌合并为“好想来”，并收购“老婆大人”；11 月“零食很忙”与“赵一鸣零食”两大品牌宣布合并为“鸣鸣很忙”。部分老牌零食企业和传统商超企业也纷纷加入零食量贩赛道。例如，2022 年良品铺子推出主打性价比的品牌“零食顾家”，2023 年家家悦、中百集团纷纷开设零食专营店，2025 年三只松鼠完成对“爱折扣”的收购。

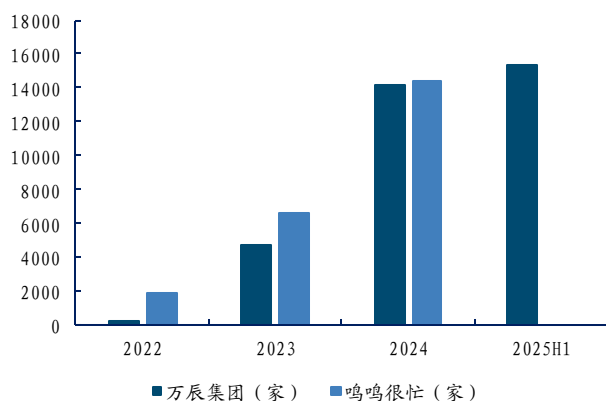
目前，零食量贩行业已经形成较为稳定的鸣鸣很忙和万辰集团双足鼎立的竞争格局。通过品牌整合和高速扩张，万辰集团和鸣鸣很忙门店数量快速破万，鸣鸣很忙 2024 期末门店数量为 14394 家，同比+118.59%；万辰集团 2025H1 门店数量达到 15365 家，同比+131.47%，二者规模断层领先同业。

图表4：23 年起品牌整合加速，收并购动作频频



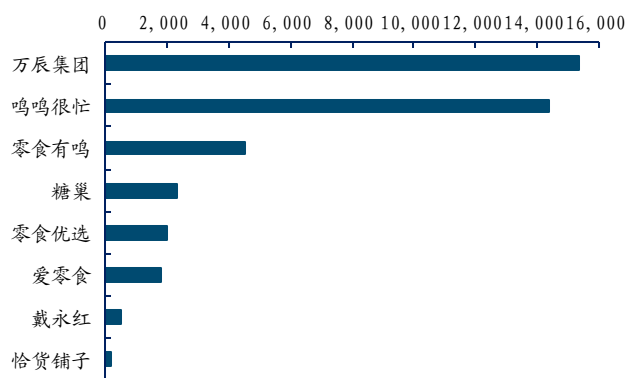
来源：各公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表5：万辰和鸣鸣很忙门店数量激增



来源：公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

图表6：万辰和鸣鸣很忙门店数量大幅领先（单位：家）



来源：公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，各公司官网，国金证券研究所（注：门店数量为最新披露数据）

## 1.2 行业优势：缩短供应链节点，核心三方互利

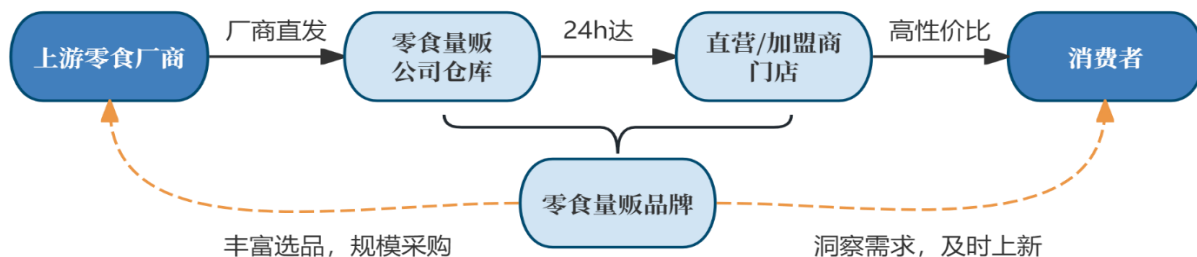
■ 随着基础设施完善、居民可支配收入提升，下沉市场消费潜力日渐释放；消费决策趋于成熟审慎，消费者对优质平价产品的需求日益增加。零食量贩提供高性价比和多元产品，获得消费者青睐。从消费者角度，零食量贩具备以下三大优势：





- 1) 高性价比: 量贩模式在供应端通过大规模集中采购、减少中间流通环节、直接对接供货商降低成本, 在需求端采用低毛利率定价, 走薄利多销、以量取胜的路线。横向对比来看, 2024 年万辰集团 (零食量贩业务) / 鸣鸣很忙/来伊份/永辉超市毛利率分别为 10.86%/7.62%/41.00%/ 20.46%, 零食量贩毛利率显著低于传统零食店和连锁商超。因此, 量贩模式价格更具优势, 终端售价平均比超市或便利店低约 7%-40%。例如, 鸣鸣很忙平均价格比线下超市同类产品便宜 25%。

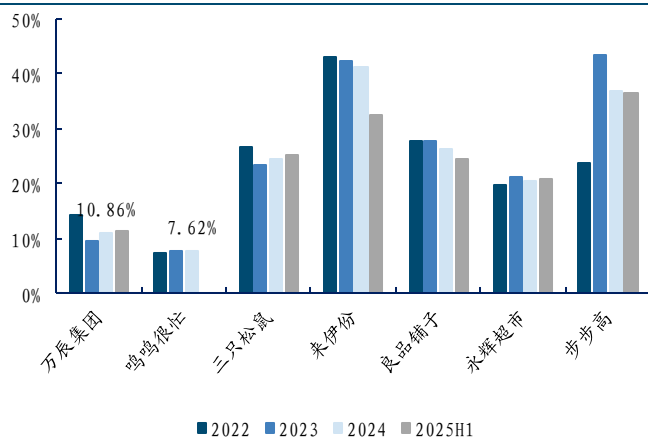
图表7: 零食量贩模式示意图



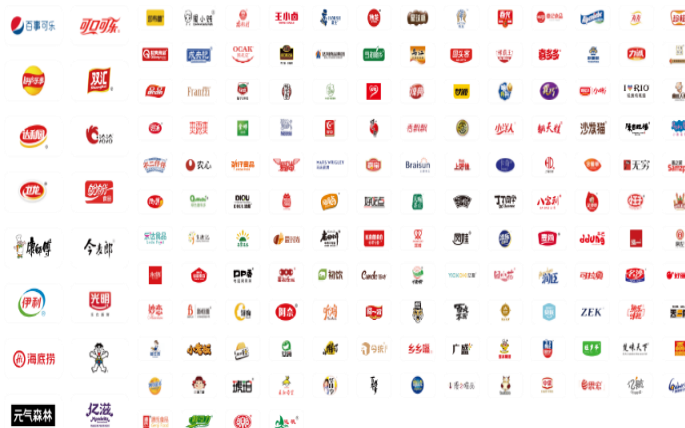
来源: 国金证券研究所

- 2) 品类丰富, 选择多样: 零食量贩专注于休闲零食饮料, 为消费者提供多品牌、多品类、多规格的产品组合, 比传统商超更能满足消费者对零食饮料的多元化需求。零食量贩门店 SKU 数量多, 上新速度快, 覆盖几乎所有零食饮料子品类, 万辰集团 SKU 数量超过 2000 个, 鸣鸣很忙单店 SKU 不少于 1800 个, 是同规模商超中休闲食品品类平均数量的 2 倍, 为消费者提供了充分的选择空间。此外, 零食量贩广泛采用小规格包装、散装称重形式, 满足消费者尝新需求, 同时降低其试错成本, 既培养复购老品+尝鲜新品的消费习惯, 又能洞察消费者偏好、及时更新产品品类。

图表8: 量贩模式毛利率低于传统业态



图表9: 好想来入驻品牌丰富



来源: Ifind, 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 万辰集团数据为其量贩零食业务数据)

来源: 好想来官网, 国金证券研究所

- 3) 购物体验好: 零食量贩连锁品牌采取统一的门店装修, 环境宽敞明亮, 陈列整齐精美, 布局合理, 动线流畅, 主题色以红黄暖色调为主。鸣鸣很忙门店一般在 140-190 m²; 好想来门店要求 120 m² 以上, 130 m² 装修投入一般为 25 万元左右。同时, 零食量贩店选址注重地点的交通便利性, 往往临近住宅区、商业街、购物中心等人流量大的区域, 与休闲餐饮消费的即时性、场景化特征相契合。购物过程中自由挑选无压力, 售后服务完善。



图表10：门店标准化，购物环境舒适

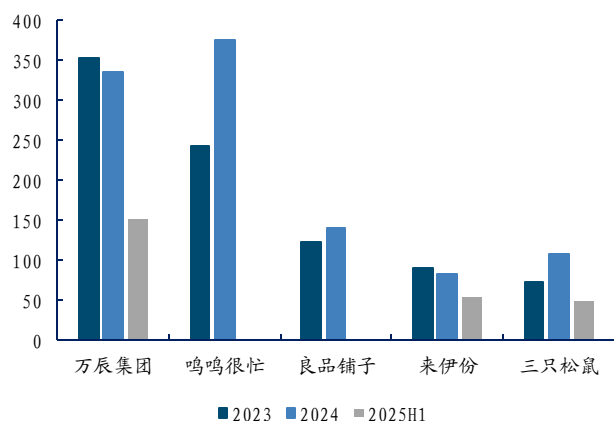


来源：好想来官网，鸣鸣很忙官网，国金证券研究所

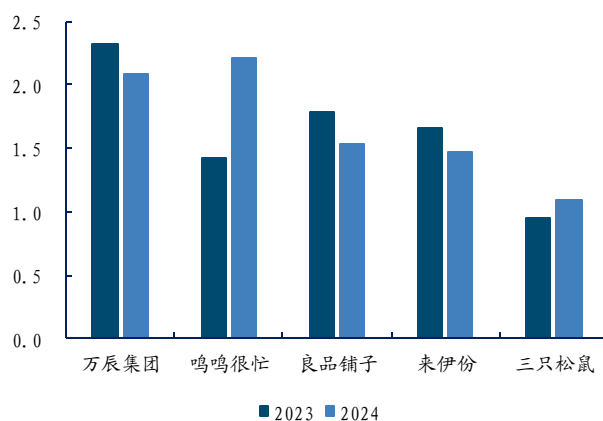
- 单店营收高，投资门槛低，吸引加盟商。零食量贩门店拓展一般以加盟模式为主，辅以少量直营品牌店。对于加盟商，零食量贩具备较强吸引力：

- 1) 零食量贩单店盈利能力强，回本较快。零食量贩企业通过提升供应链效率，向加盟商释放利润空间。例如，好想来加盟商毛利达到 19%-20%，高于万辰集团本身（2025H1 为 11.49%）。横向对比良品铺子、来伊份等传统零食门店，万辰集团和鸣鸣很忙的单店营收和坪效更高。2024 年，万辰集团/鸣鸣很忙单店营收分别为 336.01/375.08 万元，远高于良品铺子（139.32）、来伊份（82.14）和三只松鼠（108.02）。从坪效来看，万辰集团和鸣鸣很忙均在 2 万/㎡以上，其余三家则在 1-1.6 万/㎡。

图表11：零食量贩单店营收高（单位：万元）



图表12：零食量贩坪效高（单位：万元/㎡）



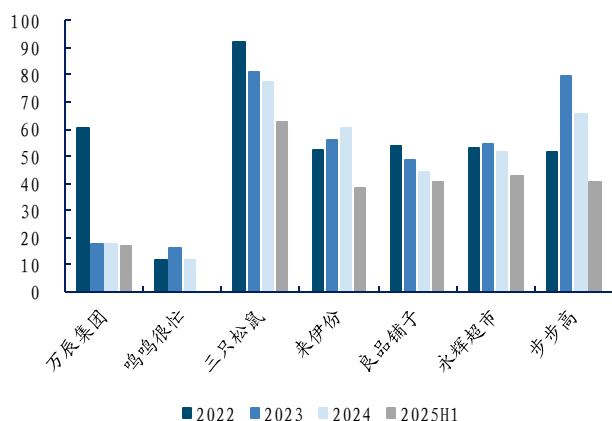
来源：Ifind，各公司公告，国金证券研究所

来源：Ifind，各公司公告，国金证券研究所

- 2) 零食量贩存货周转快，资金回笼快。横向对比传统业态，零食量贩企业存货周转效率显著更高，无明显应收账款期。2024 年万辰集团/鸣鸣很忙存货周转天数分别为 17.93/11.60 天，而传统业态在 40-80 天，数倍于零食量贩。高存货周转效率表明产品流动性强，整体未出现产品滞销、存货积压情况。对于加盟商而言，因为门店仓储面积相对较小，从公司仓库发货到门店后需要尽快回笼，公司层面无法下压库存，因此加盟商回笼资金效率较高。
- 3) 零食量贩对加盟商的投资能力和管理经验要求低。门店投资额适中，投资风险较小，现阶段品牌方为快速拓店实施的加盟政策优惠力度大。例如，好想来目前不收取加盟费和管理费，初始投资费用不含房租约 60 万，包括 2 万保证金，25 万装修成本，1.3 万系统使用费等。此外，店铺选址、门店装修、采购货品、培训店员、监督运营管理、收集会员数据等事项均由公司层面负责，公司为加盟商提供全面支持服务，及时反馈加盟商诉求。加盟商主要负责资金投入和库存管理，运营事项少，门槛较低。公司还为加盟商提供学习和培训，帮助其提升管理能力。

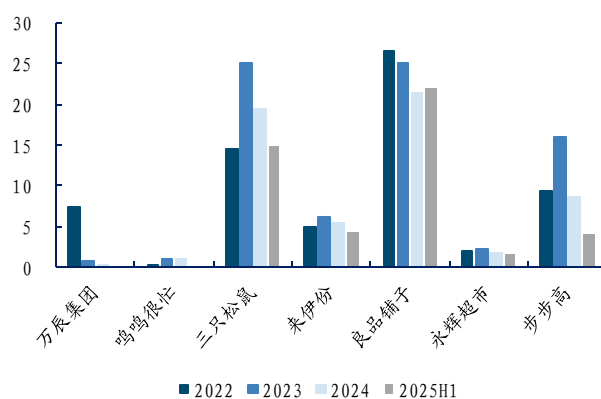


图表13：零食量贩存货周转快（单位：天）



来源：Ifind，各公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

图表14：零食量贩应收账款无明显账期（单位：天）

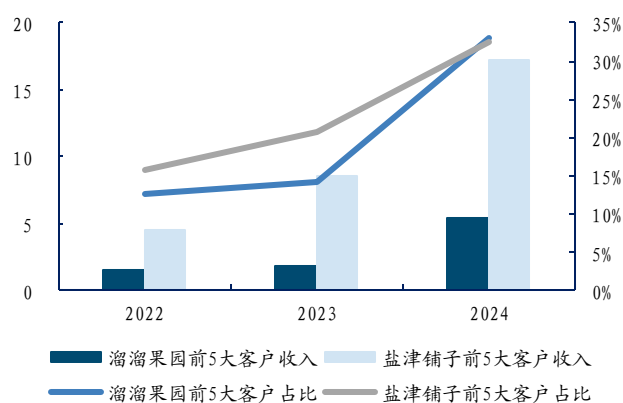


来源：Ifind，各公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

■ 对于上游厂商，零食量贩渠道铺货上量多、账款回收快。在传统流通、大型商超人流下滑背景下，零食量贩渠道成为上游生产企业放量新窗口，越来越多企业主动合作零食量贩系统，并为其形成定制化产品：

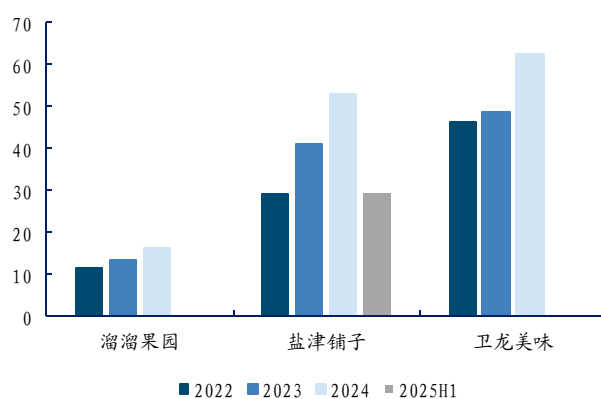
- 1) 量贩渠道集中大规模采购，贡献稳定大额业绩。零食量贩门店数量众多、各省仓储物流配送便利，可以实现快速铺货上量。万辰集团/鸣鸣很忙目前门店覆盖 29/28 个省级行政区，拥有 50+/36 个仓储中心，仓储物流总面积 90/73 万 $m^2$ ，一般可在 24 小时内配送至门店。对于上游品牌厂商，零食量贩企业大规模的采购保证了其稳定的销量，为品牌厂商提供了可预测的业务增长和收入来源。万辰集团、鸣鸣很忙等零食量贩头部成为上游供应商的新增大客户。例如，鸣鸣很忙 2022 年成为盐津铺子的第一大客户，销售额接近后四位大客户之和。2023-2024 零食量贩企业高速扩张的同时，溜溜果园/盐津铺子/卫龙美味等上游零食生产企业营收分别同比增长 22.24%/28.89%/28.63%。

图表15：部分供应商大客户收入占比增加（单位：亿元）



来源：盐津铺子公司年报，溜溜果园招股说明书，国金证券研究所

图表16：部分上游企业营收快速增长（单位：亿元）



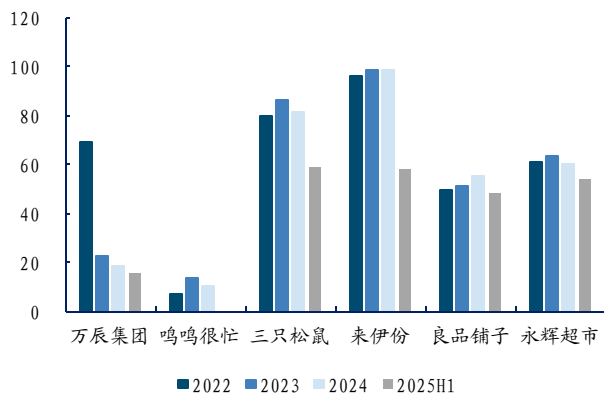
来源：Ifind，各公司公告，溜溜果园招股说明书，国金证券研究所

- 2) 量贩渠道现金回流快、销售费用低，实现效率的提高。零食量贩主要通过直接对接厂商、减少中间环节成本，来实现具有竞争力的零售价格。为获得厂商信任、寻求长期合作、增强在供应链中的议价能力，零食量贩企业与上游采购一般遵循“仓库直发、现货两清”的方式，没有明显账期。2024 年，万辰集团和鸣鸣很忙应付账款周转天数分别为 18.44 和 10.50 天，应付账款周转率显著高于其他业态。在货款结算方面，零食量贩渠道不收取入场费、条码费、平台入驻费及扣点提成等，上游厂商可以有效降低销售费率。例如，2022-2024 年溜溜果园/盐津铺子销售费率分别下降 3.31/4.89pct。

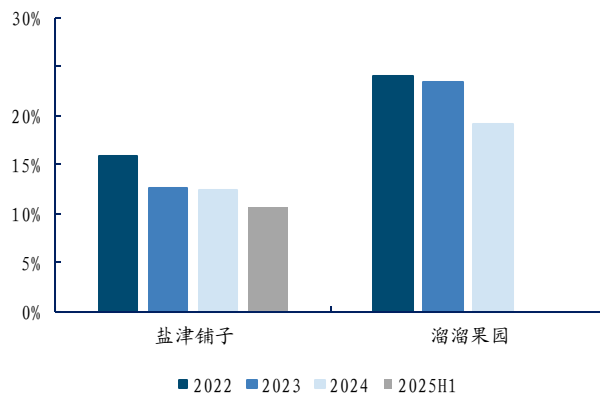




图表17：零食量贩企业应付账款周转率高（单位：天）



图表18：部分供应商合作零食量贩后销售费率下降



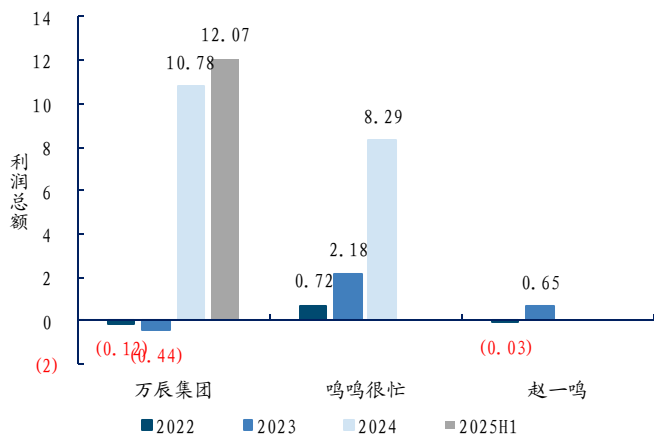
来源：Ifind，各公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

来源：Ifind，盐津铺子公司年报，溜溜果园招股说明书，国金证券研究所

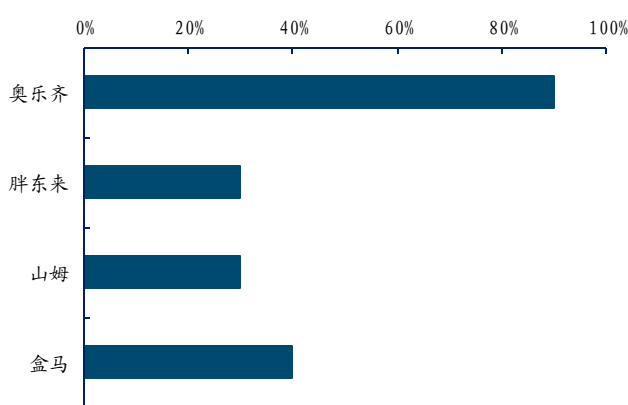
### 1.3 行业展望：门店拓展尚有空间，全品类转型开始发力

双寡头格局相对稳固，规模构筑竞争壁垒。零食量贩行业上半场主要是拓店速度的比拼，通过资本入场和品牌整合，快速形成品牌效应和规模效应。零食量贩在供应端需要规模化采购提高议价能力，在消费端走薄利多销路线，因此规模效应是零食量贩盈利的重要因素之一。万辰集团 2023 年期末已拥有 4726 家门店，依然面临 0.44 亿元的亏损；2024 年高速扩张，期末门店数量达到 14196 家，成功扭亏为盈，获得 10.78 亿元营业利润。随着行业竞争加剧，头部企业品牌和规模优势持续释放，强者恒强，部分小品牌在采购、物流、招商加盟等环节将难以和大品牌进行抗衡，零食量贩两强争霸的竞争格局较为稳定。

图表19：规模是盈利的重要因素之一（单位：亿元）



图表20：部分零售企业自有品牌占比



来源：公司公告，鸣鸣很忙招股书，国金证券研究所（注：赵一鸣 2023 年业绩 1-11 月计入赵一鸣，12 月计入鸣鸣很忙）

来源：36 氪，零售商业财经，国金证券研究所

#### TOP2 门店空间测算：

零食量贩市场短期内仍处于增量阶段，门店数量仍有较大提升空间。我们将全国各省/直辖市按照经济水平、消费习惯、好想来和鸣鸣很忙目前开店情况等划分为 4 个层级，根据人口数量和开店密度进行全国门店数量推算。值得说明的是，第一梯队省份并非都是经济最发达的省份，考虑到经济发达地区零食消费渠道更多元化、门店租金成本较高、健康意识更充分，我们认为其门店密度会低于湖南等零食量贩发源地或者目前门店密度比较高、需求已有验证的河南、山东等地。

对于第一梯队的省市，我们赋予其 1.5 万人/家店的乐观假设和 2 万人/家店的假设，最后一梯队给予 8 万人/家店的乐观假设和 10 万人/家店的假设。最终测算得到乐观/中性假设下好想来和鸣鸣很忙在全国一共可开设 5.7/4.6 万家门店，较 2024 期末（万辰集团和鸣鸣很忙合计有 28590 家门店）仍有 99%/60% 的增长空间。


**图表21：中性假设下，好想来+鸣鸣很忙门店数量预计可达约 4.6 万家**

| 分级   | 划分原因                                               | 人口数<br>(万人) | 目前开店密度<br>(万人/家) | 乐观假设<br>(万人/家) | 乐观预测<br>(家) | 中性假设<br>(万人/家) | 中性预测<br>(家) |
|------|----------------------------------------------------|-------------|------------------|----------------|-------------|----------------|-------------|
| 第一梯队 | 经济基础较好，具备开店基础（湖南、江西、安徽、江苏、湖北）                      | 31618       | 1-3              | 1.5            | 21079       | 2              | 15809       |
| 第二梯队 | 经济相对发达（浙江、广东、重庆等）；下沉市场广阔（河南、山西等）                   | 74435       | 4-7              | 2.5            | 29774       | 3              | 24812       |
| 第三梯队 | 经济基础一般，地形、地理位置特殊（云南、海南、东三省等）                       | 24225       | 7-11             | 5              | 4845        | 6              | 4038        |
| 第四梯队 | 经济高度发达，消费渠道多元，租金成本高（上海、北京）；经济基础较弱，消费和饮食习惯差异（青海、新疆） | 10333       | 12 以上            | 8              | 1292        | 10             | 1033        |
| 合计   |                                                    | 140611      | 4.4              | 3.08           | 56989       | 2.47           | 45691       |

来源：好想来、鸣鸣很忙官方小程序，国家统计局，国金证券研究所

### ■ 下半场核心竞争优势：

转型全品类，发展自有品牌。一方面，各家争相布局全品类折扣超市，以求突破零食单一品类瓶颈，提高门店收入天花板，强化消费者一站式购物体验。2024 年 6 月，零食有鸣推出全品类硬折扣批发超市，截至 2025 年 6 月全国门店已突破 2000 家；2024 年 12 月，万辰集团推出“来优品省钱超市”，覆盖休闲零食、米面粮油等各类商品，SKU 超过 3000 个；2025 年 1 月，鸣鸣很忙上线“赵一鸣省钱超市”3.0 店型，涵盖日化百货、鲜食冻品、文具潮玩等，新增超过 400 种 SKU。

另一方面，发力自有品牌将成为零食量贩企业的转型之选。目前，零食折扣店产品同质化严重，即使头部品牌也缺乏消费者忠诚度，更依靠低价格和好点位吸引客群。而打造自有品牌是打造品牌信任度、增强企业竞争力、提高消费者黏性的重要方式。近年，以盒马为代表的新零售、以叮咚为代表的生鲜电商、以永辉为代表的传统零售纷纷发力自有品牌商品（见图表 20）。开市客（Costco）和山姆（Sam's）在中国的自有品牌占比均超过 30%，奥乐齐（ALDI）自有品牌占比高达 90%；2024 年胖东来自有品牌有 100+SKU，销售额达到 30%；盒马自有品牌“盒马 Max”占比已达到 40%。2025 年 2 月，鸣鸣很忙发布多个自有品牌产品，成为零食量贩业内首家推出自有品牌的企业。其自有品牌产品被分为“红标”和“金标”，前者延续低价省钱理念，后者主打高质量并保持一定性价比。

中长期来看，精细化运营将是下半场核心竞争力。门店数量和覆盖区域饱和后，零食量贩将转入存量竞争阶段，寻求产业链、产品和品牌的合作，精细化运营将成为核心竞争力。选品策略方面，既要保持合理的上新速度，保持消费者新鲜感；又要有所侧重，形成独特的选品特色，构筑差异化竞争力。例如，可以发掘具有地域特色的产品品类，打造“全国爆款+区域特供”的产品组合。服务品控方面，在消费端，加强员工培训，优化售后服务流程，通过会员日活动、门店互动、IP 联名、零食音乐节等营销活动增加品牌知名度和消费者认同感；在供应端，严格把控选品质量关，加强供应链管理，维持产品品质稳定。在效率提升方面，推进数字化仓储物流管理，提高供应链效率；发展自主结账、散装称重精准识别，降低用人成本，提高门店运营效率。

## 二、万辰集团：跨界零食量贩，成长性突出

### 2.1 跨界进军零食量贩，整合品牌全国扩张

万辰集团前身福建益康草生物创立于 2011 年，于 2021 年在深交所 A 股上市。公司起家于食用菌菇，是农业产业化国家重点龙头企业。2022 年 8 月，公司设立子公司南京万兴，随后南京万兴于同年 8 月以自有资金 901.64 万元收购零食工坊线下门店等部分资产，并于 9 月创立量贩零食品牌陆小馋，跨界开展零食量贩业务。

通过与原品牌团队合资设立子公司的方式，公司陆续将数个区域性零食量贩品牌收入囊中，吸纳丰富的行业经验：2022 年 11 月，南京万兴与兴化德雯等合资设立南京万好，持股 51%，再由南京万好收购泰州好想来及其子公司部分资产（包括“好想来”系列商标等），从而取得品牌“好想来”。2022 年 12 月，公司及实控人王泽宁与淮南盛裕等合资设立南



京万品，公司/实控人分别持股 51%/24.5%；由南京万品与淮南盛裕合资设立南京万优，前者持股 51%，再由南京万优收购安徽盛亨食品等主体的部分资产（包括“来优品”系列商标等），从而取得品牌“来优品”。2023 年 4 月，南京万兴与南昌茂义等合资设立南京万昌，持股 51%，再由南京万昌收购江西实启供应链有限公司等主体的部分资产，取得品牌“吡嘀吡嘀”。2023 年 9 月，南京万兴与袁振勤合资设立南京万权，持股 51%；再由南京万权以自有资金 867.75 万元收购后者控股的宁波博全 100%股权。

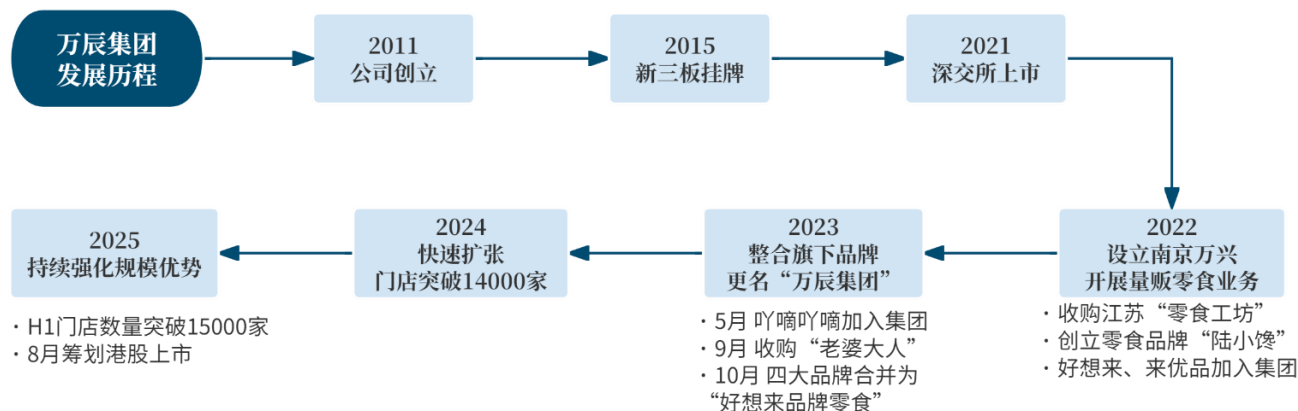
宁波博全是最早一批零食量贩品牌“老婆大人”的管理方，2023H1 营收/净利润为 138.61/141.04 万元。2023 年 10 月，公司完成品牌整合，将陆小馋、好想来、来优品、吡嘀吡嘀四大品牌合并为“好想来品牌零食”，开始在全国范围快速扩张。截至 2024/2025H1 期末，公司全国门店数量已达到 14196/15365 家，单店收入前十的店铺中 2/3 家为直营店、8/7 家为加盟店。

图表22：公司通过合资设立子公司等方式取得多个量贩零食品牌

| 子公司   | 相关品牌 | 获得时间       | 获得方式   | 彼时股权结构及与公司关联关系                                                                    |
|-------|------|------------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 南京万兴  | /    | 2022/8/1   | 合资设立   | 万辰集团 52%，王泽宁（公司实控人）48%                                                            |
| 零食工坊  | /    | 2022/8/11  | 收购部分资产 | 林该春（公司董事）99%，王健坤（公司董事长）1%                                                         |
| 南京陆小馋 | 陆小馋  | 2022/9/9   | 独资设立   | 南京万兴 100%                                                                         |
| 南京万好  | 好想来  | 2022/11/25 | 合资设立   | 南京万兴 51%，兴化德雯 29.85%，兴化几何 4.9%，兴化苏好 14.25%                                        |
| 南京万品  | 来优品  | 2022/12/19 | 合资设立   | 万辰集团 51%，王泽宁（公司实控人）24.5%，淮南盛裕 8.74%，淮南会想（0.76%），兴化德雯 7.8%，兴化几何 1.2%，宋小菲 3%，孙爱娣 3% |
| 南京万优  | 来优品  | 2022/12/26 | 合资设立   | 南京万品 51%，淮南盛裕 45.08%，淮南会想 3.92%                                                   |
| 南京万昌  | 吡嘀吡嘀 | 2023/3/24  | 合资设立   | 南京万兴 51%，南昌茂义 39%，南昌盛景 10%                                                        |
| 南京万权  | 老婆大人 | 2023/9/27  | 合资设立   | 南京万兴 51%，袁振勤 49%                                                                  |
| 宁波博全  | 老婆大人 | 2023/9/27  | 收购     | 南京万权 100%                                                                         |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：公司发展历程梳理

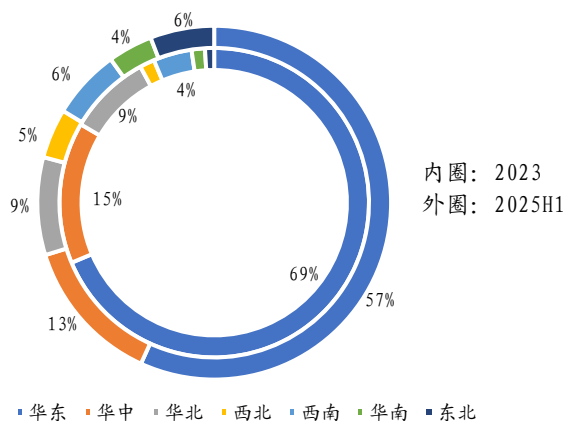


来源：公司公告，公司官网，好想来官网，国金证券研究所

公司主要市场为华东地区，持续推进零食量贩业务全国化。对比 2023 年、2025H1 门店地区分布，公司门店在华东地区最为集中，但近年来随着全国化扩张占比有所下降；西北、西南、华南、东北地区业务进一步拓展，门店数量和占比均有所提高。对比鸣鸣很忙，截至 2025 年 7 月，好想来在华东地区势力强大，在华北、东北、西北地区门店数量相对较多；而鸣鸣很忙门店在华中地区数量最多，在华南、西南地区具有一定优势。

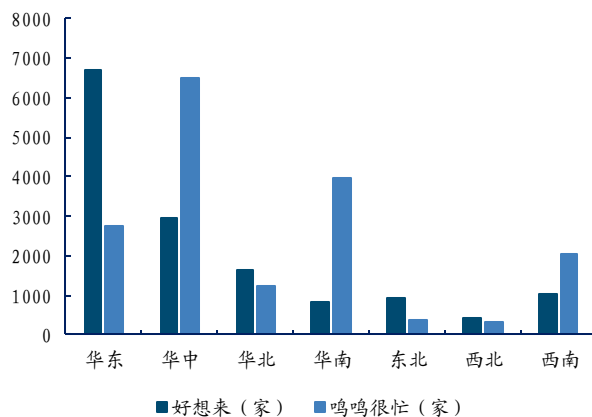


图表24：2023-2025H1 公司门店地区分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：2025 年 7 月好想来、鸣鸣很忙门店地区分布



来源：好想来、鸣鸣很忙官方小程序，国金证券研究所

## 2.2 零食量贩拉动增长，经营效率持续优化

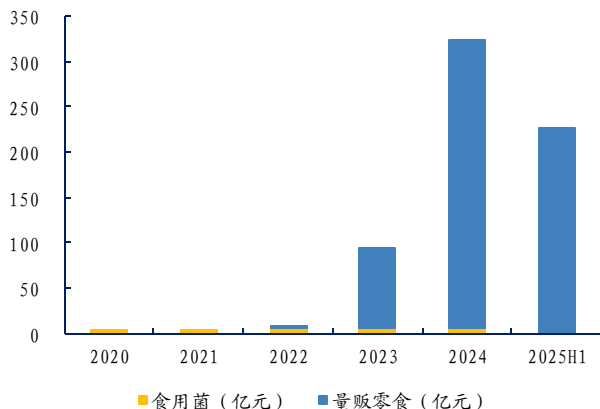
零食量贩成为增长主动力，单店经营效率尚有提高空间。公司主营业务分为食用菌和零食量贩两大版块，零食量贩业务起步较晚，但迅速崛起成为核心业务，2023/2024 年分别贡献了公司 94.25%/98.33%营业收入。在此背景下，食用菌业务占比被动下降，2019-2023 年食用菌业务维持在 4-5 亿元量级，2023 突破 5 亿元但增量相对较小。

零食量贩业务得益于品牌整合和门店的快速扩张，强势拉动公司营收指数型增长，2025H1 公司量贩零食业务实现营业收入 223.5 亿元，贡献占比 98.95%。但在单店经营效率上，公司还有提高和追赶的空间。公司 2024 年单店营收和坪效分别为 336.01 元和 2.08 万元/m²，略低于同为零食量贩大品牌的鸣鸣很忙（单店营收 375.08 元，坪效 2.21 万元/m²）。

毛利率高于同业，少数股东收益占净利润比例较高。公司在同业中毛利率较高，主要得益于公司较早进行品牌和供应链整合，以及公司对于上游生产型白牌企业议价权强，2023/2024 年毛利率分别为 9.52%/10.86%，高于鸣鸣很忙的 7.5%/7.62%。

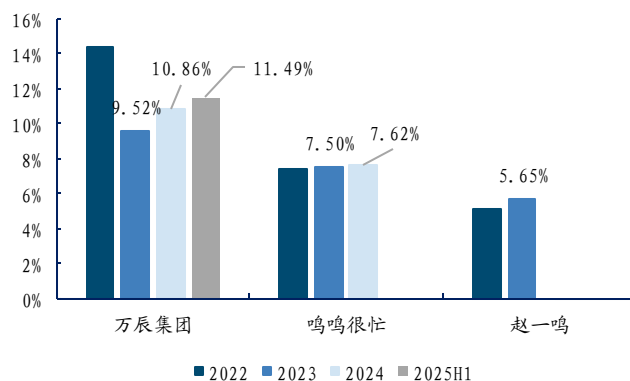
利润端，2024 年公司顺利扭亏为盈，净利率 1.87%与鸣鸣很忙的 2.11%相差不大。而公司归母净利率仅 0.91%，明显低于鸣鸣很忙的 2.12%，主要系少数股东损益影响：2024 年公司少数股东损益 3.1 亿元，占净利润比例高达 51.34%，而鸣鸣很忙少数股东损益为-4.55 亿元，占比-0.55%。

图表26：零食量贩拉动公司营业收入增长



来源：Ifind，公司公告，国金证券研究所

图表27：公司毛利率相比同业较高且持续提升

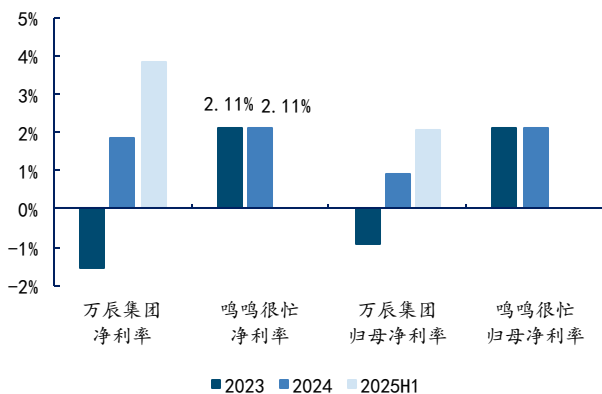


来源：Ifind，公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所（注：赵一鸣 2023 年业绩 1-11 月计入赵一鸣，12 月计入鸣鸣很忙）

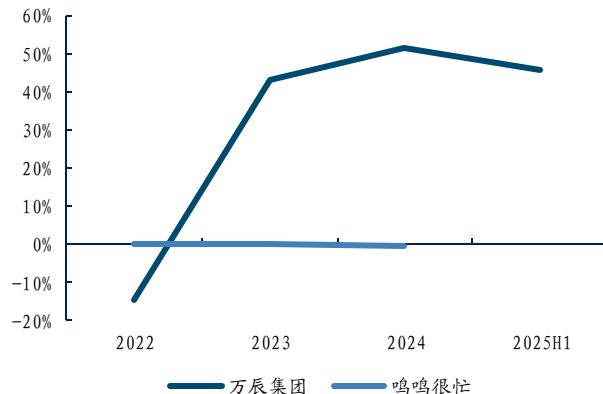




图表28：2024 公司归母净利率偏低



图表29：公司少数股东损益占净利润比例高



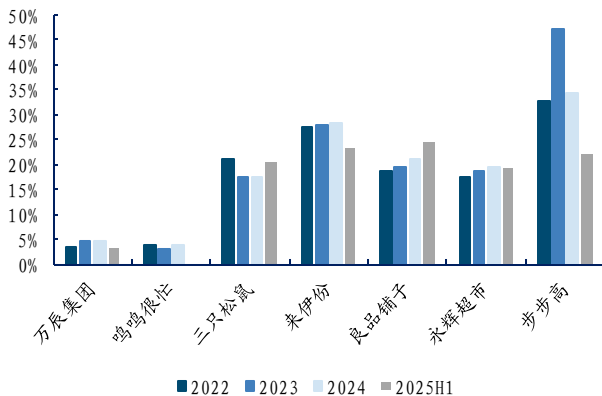
来源：Ifind，公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

来源：Ifind，公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

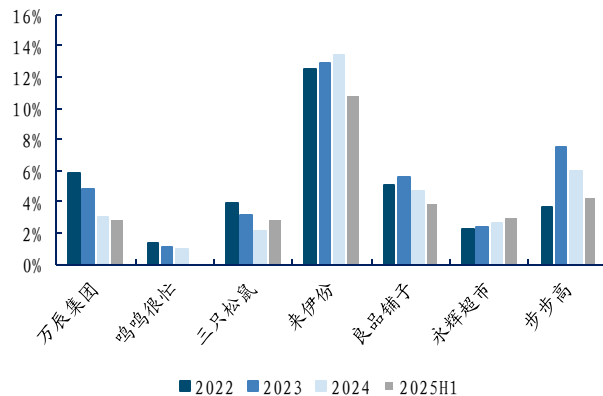
销售费用率明显低于传统业态，管理费用率逐年下降。零食量贩业态（鸣鸣很忙、万辰集团两家，下同）的销售费用率基本保持在 3%-4%之间，管理费用率保持在 1-3%之间，对比其他零售业态三项费率普遍偏低。主要系零食量贩凭借性价比、购物便利等特征自然引流、辐射周边社区，相对应的空中广告宣传、品牌推广支出较少。

对比大型超市而言，零食量贩不需要配备专门的品类导购，散装称重、收银结账等环节集中在一处，人员相对精简，相关工资支出较少。对比鸣鸣很忙，公司目前管理费用率偏高，主要系股权支付费用处于较高水平。但近年管理费用率逐年下降，2022-2024 年已下降 2.83pct，2025H1 管理费用率进一步降至 2.77%。

图表30：零食量贩销售费用率低于传统业态



图表31：2022 年来公司管理费用率逐年下降



来源：Ifind，各公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

来源：Ifind，各公司公告，鸣鸣很忙招股说明书，国金证券研究所

### 三、市场关心三问三答

#### 3.1 筹划港股上市，彰显发展信心

2025 年 8 月 22 日公司董事会会议审议通过了公司发行 H 股、在港交所主板挂牌上市的议案。公司正积极筹划港股上市相关工作，将在充分考虑现有股东的利益和境内外资本市场的情况下，在股东会决议有效期内选择适当的时机和发行窗口完成本次发行上市。若本次发行顺利，公司将有效拓宽融资渠道，为加速门店网络加密和市场渗透提供资金保障，进一步提升规模经济效应。港股上市也有利于公司建立国际化的品牌形象，增强供应链议价能力，吸引更多加盟商加入。筹划港股上市，清晰显现出公司对量贩零食业态可持续盈利能力的信心和行业长期发展的看好。



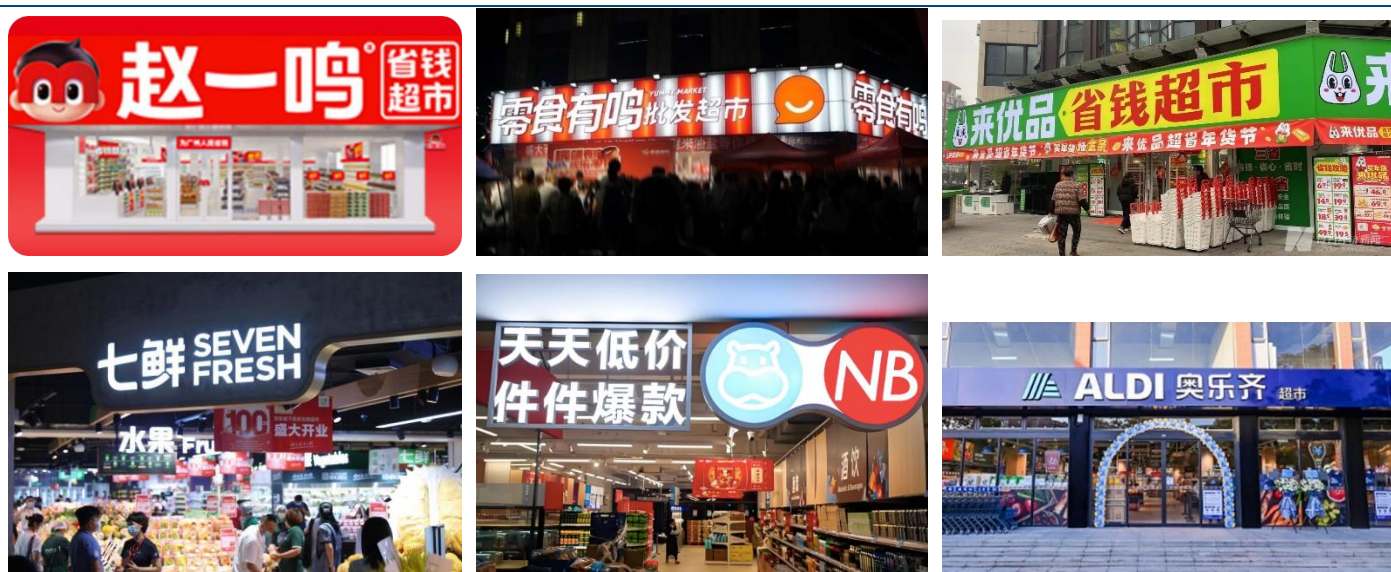
### 3.2 全品类转型胜算几何？

随着零食量贩竞争格局逐步清晰，两强优势确立，如零食有鸣等品牌开始试水全品类折扣超市，企图优化单店模型、巩固区域优势。2024 年 6 月首家“零食有鸣批发超市”落地成都，截至 2025 年 6 月门店已突破 2000 家；2024 年 9 月零食优选推出“惠真批发超市”；同年 9 月底来伊份首家仓储会员店在上海松江开业；同年 11 月爱零食硬折扣超市开放全国加盟；恰货铺子扩充米面粮油等品类正式向特价超市转型。紧接着龙头品牌亦开始探索全品类超市模型，2024 年 12 月万辰集团发布来优品省钱超市，2025 年 1 月鸣鸣很忙上线赵一鸣省钱超市。相较于原来的零食量贩门店，新店型面积扩大、SKU 增加，品类扩大到烘焙热食、米面粮油、酒水冻品、日化百货等。

我们认为全品类转型实则为防御之举。除了行业内竞争对手，龙头企业依旧面临新进入者威胁。在高线城市，互联网巨头开始进军硬折扣超市业态，如京东“七鲜”、美团“快乐猴”。随着门店模型逐步跑通，门店逐步向周围下沉市场渗透，则不可避免会与零食量贩门店交锋，因此我们认为零食量贩转型探索全品类折扣超市，实则为抢占先发优势，避免后续竞争加剧。

精细化选品为后续全品类超市转型的制胜关键。一方面，零售竞争的关键仍在于规模与效率，加入的品类倘若降低了坪效，则对于加盟商而言投资回报期将被拉长，且商品动销不畅会产生库存问题，降低公司仓储使用效率。另一方面，品类盈利能力至关重要，尤其是毛利率水平不能太低，除非是作为强引流的单品（特价促销款）能吸引消费者到店并搭配其他商品一起采购，作为商品组合来看至少要达到综合盈利水平中等偏上。

图表32：部分全品类折扣超市



来源：品牌官网，36 氪，每日经济新闻，零售商业评论，深圳新闻网，国金证券研究所

从目前奥乐齐、盒马 NB 来看，选品特色集中在生鲜，非常依赖区域供应链优势，因为生鲜损耗高且运费占比较大。目前其二者主要以上海为主阵地，近 1 年才开始做周边辐射。我们认为针对万辰集团、鸣鸣很忙所处的下沉市场，生鲜等产品并不具备直接的性价比优势，因为下沉市场往往距离生鲜产地更近，区域点状采购是最优选择，并非集中化规模采购。另外从乐而乐折扣超市目前选品来看，个护商品、居家百货、电器五金等商品占比较高，我们认为比较适合其 toB 的仓储门店生意模式，针对 toC 的门店模型而言，这些品类需要占据一定的货架空间，消费频次低，且并不具备冲动消费属性，很难提升门店坪效。

因此我们认为后续门店选品思路需要集中在全中国消费者接受度高、消费频次相对较高、具备一定即时消费属性的商品，最好该品类在全国范围内已有成熟的供应链和产业集群，比如零食（湖南区域休闲食品产值约占全国 1/3）、饮料（广东产量占比全国 22.6%）、酒类、日化纸巾（山东造纸业产量占比全国 16.8%）、玩具等（广东玩具制造企业数量最多，2024 规模以上营收 766 亿元）。诸如此类商品容易形成规模化优势，有利于于量贩企业打通供应链、以较低价格集中采购。



另外，需要借助中央工厂、中央仓库二次加工的品类亦可考虑，如烘焙、热食等品类一般通过冷链运输，以冷冻面团、冻品、冷食等形态通过集中配送运输至终端网点。在此过程中，可发挥冷链集中配送的规模化效应。且此类商品通常可作为门店引流款，以创新的口味和形态吸引年轻的消费群体进店。

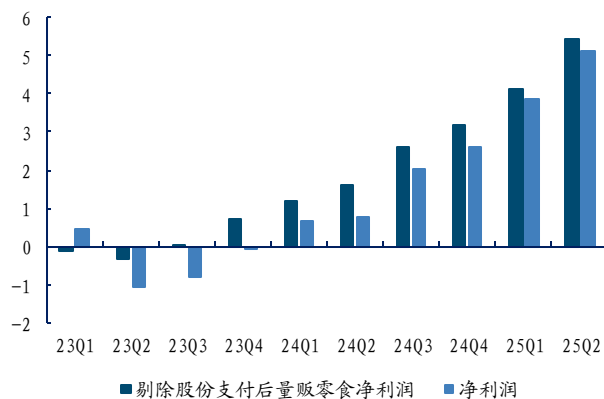
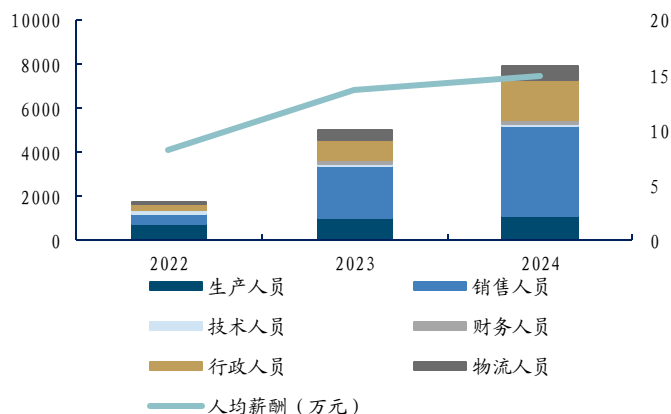
总而言之，我们认为转型全品类超市的方向是可行的，但具体落实到选品难度、复杂程度较高，仍需各大品牌前期仔细斟酌，以及根据门店测试数据再进行动态调节。品类方面，我们认为具备高频、冲动、区域特色属性的商品能提升坪效，便于集中化采购、生产、配送的商品（尤其是自有品牌）能改善利润。据此门店转型多品类后，开店空间角度有望挤占本地小超市、便利店等业态模型，拉高开店总数天花板，与此同时单店营收有望大幅提升，后续门店转型依旧值得期待。

### 3.3 净利率提升空间多大？

从近2年万辰集团、鸣鸣很忙销售、管理费率细项来看，主要是职工薪酬、股权激励支付、技术服务费、业务宣传费等项目构成。2022-2024 职工薪酬费用增长快，主要系零食量贩业务快速拓展、经营业绩向好，员工数量相应地由 1051 人大幅增长至 7904 人（主要集中在销售、行政人员），人均薪酬由 8.13 万元提高至 14.81 万元。股份支付方面，公司自 2022 年开始实施股票激励计划，以市价 50% 左右价格向员工定向发股。2023/2024/2025H1 剔除股份支付前后净利润差额分别为 1.79/2.55/0.86 亿元，对净利润有一定影响。

图表33：公司员工数量和人均薪酬快速增长（单位：人）

图表34：股份支付对净利润影响较大（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：薪酬包括离职和辞退福利；计算人均薪

来源：公司公告，国金证券研究所

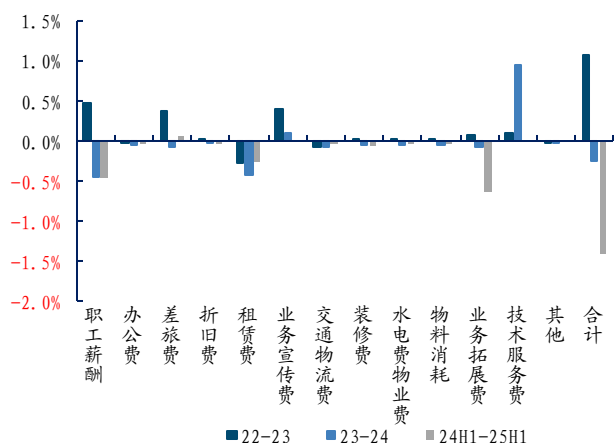
酬时员工数量=(期初+期末)/2)

随着收入增长，公司费率整体呈现摊薄的趋势。2025H1 年销售费率同比-1.41pct，其中职工薪酬/业务拓展费/租赁费占营收比率分别-0.46/-0.63/-0.25pct；管理费费率同比-0.46pct，其中职工薪酬/股份支付占营收比率分别-0.13/-0.6pct。我们认为随着收入增长和规模效应的释放，职工薪酬（加盟店员工不计入公司员工）、股份支付、差旅办公等费用后续可以被持续摊薄。例如，开市客（Costco）2016-2024 年收入以 8.84% CAGR 快速增长，市场、销售和管理费用率逐年下降，整体摊薄 1.2pct（见图表 37-38）。



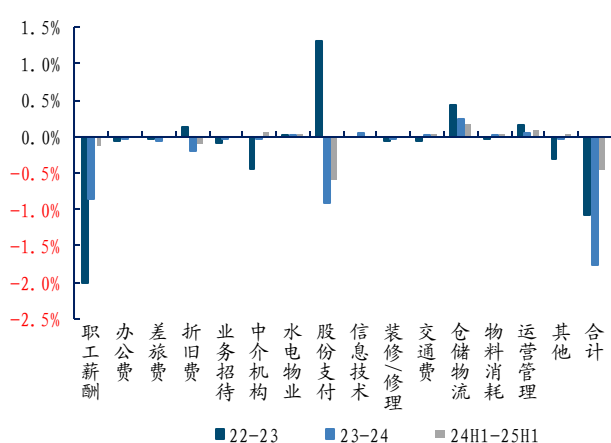


图表35：公司销售费用细项占营收比例变化



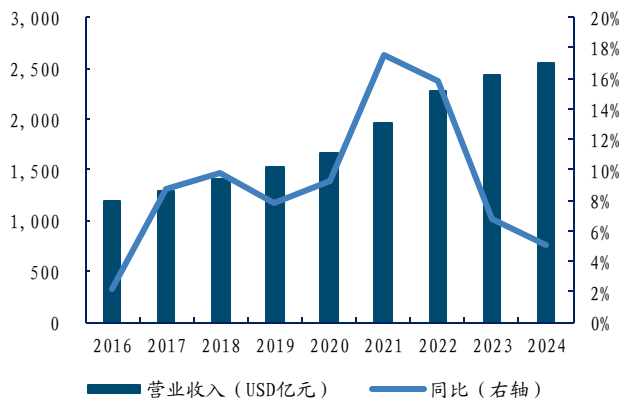
来源：公司年报，国金证券研究所

图表36：公司管理费用细项占营收比例变化



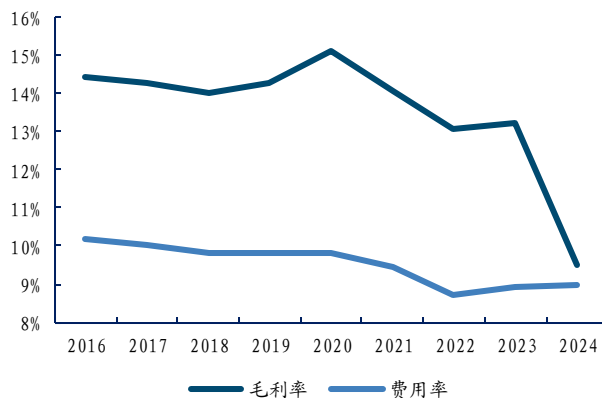
来源：公司年报，国金证券研究所

图表37：2016-2024 开市客收入持续增长



来源：Ifind，国金证券研究所

图表38：2016-2024 开市客期间费率逐步摊薄



来源：Ifind，国金证券研究所

### 3.4 少数股权影响几何？

公司少数股东权益产生系其通过收购多家品牌进行业务整合与扩张的过程中，部分原品牌的股东保留了少数股权（如好想来、来优品、叮嘀叮、老婆很忙等），成为子公司的少数股东。从报表端来看，2025H1 重要子公司南京万兴/南京万品分别贡献了公司量贩零食业务净利润的 82.58%/21.24%，而公司控股比例只有 52%/51%，归母净利润受到较大影响。

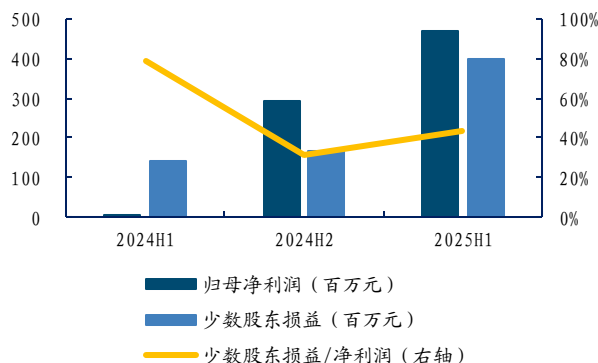
公司有望收回少数股权、降低少数股东损益影响。公司在收购好想来、来优品、叮嘀叮、老婆大人时，与相关方均有特别约定，若合资设立的子公司经营业绩良好，公司有权收购全部少数股东股权。2024 年 8 月 15 日，公司以自有资金 2.94 亿元向兴化德雯、兴化苏好、兴化几何收购其持有的南京万好合计 49% 股权，收购完成后公司通过直接持股（49%）及南京万兴间接持股（26.52%）合计持有南京万好 75.52% 股权。该少数股权收购对报表利润产生了直接影响：剔除菌菇子公司南京金万辰影响后，2024H2 少数股东损益占净利润比例环比下降 47.66pct，归母净利率环比上升 0.8pct。

2025 年 8 月 11 日，公司拟以现金 13.79 亿元向淮南盛裕、淮南会想收购其持有的南京万优合计 49% 股权，收购完成后公司将通过直接持股（49%）及南京万品间接持股（26.01%）合计持有南京万品 75.01% 股权。同时，公司拟转让 5.27% 股份给少数股东实控人，以深度绑定其核心团队、强化业务协同。根据公司公告披露，预计交易后按照 25 年 1-5 月财务数据测算，归母净利率提升至 2.2%，少数股东权益占比-10pct。参考近年来公司经营思路，我们认为后续仍有望通过合理的对价持续收回剩余少数股权，增厚归母净利润、提升盈利水平。



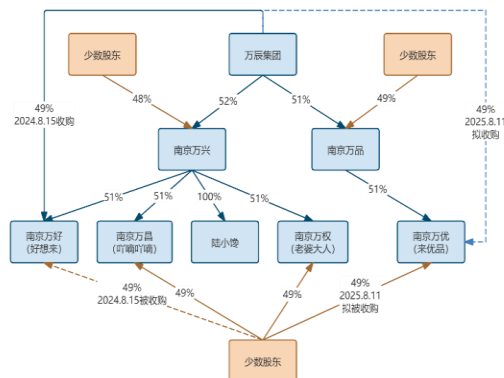


图表39：公司少数股东损益占比高



来源：Ifind，公司公告，国金证券研究所（注：此处数据均剔除南京金万辰）

图表40：公司少数股东持股情况



来源：公司公告，国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 收入及毛利率预测

我们采用分业务的模式进行收入预测，预计 25-27 年公司营业收入分别为 512/607/692 亿元，同比增长 59%/19%/14%，预计公司 25-27 年毛利率分别为 11.7%/11.9%/12.1%，分别同比提升 1.0/0.2/0.2pct。

1) 零食量贩业务：考虑到公司目前仍处于全国扩张阶段，根据前文 1.3 部分行业门店空间预测，当前处于第二梯队经济相对发达区域如浙江、广东、重庆等区域，及人口密度较大的下沉市场河南、山西等区域店均覆盖人次仅 4-7 万人，后续有望持续提升至 1-3 万人区间，且第三、第四梯队省份有望持续加密。据 25H1 公司最新门店数 15365 家（环比 24 年底净增加 1169 家）区域拆解可见，华东、华中仍为开店速度最快的两个区域，中性情况下我们预计公司总门店数 25-27 年分别为 17200/20500/22500 家，到 27 年根据我们对于行业 TOP2 的门店总数预测，基本与鸣鸣很忙平分市场。

单店收入层面，公司自 22 年开拓零食量贩业务以来，22-23 年门店加密初期单店收入快速爬坡。24 年门店数近乎翻倍，且涉及到部分区域与龙头鸣鸣很忙重叠，因此单店收入同比略有下降，我们预计随着后续行业持续加密，25-26 年单店收入仍有小个位数下滑，但同时公司也在对门店进行小幅扩品和 sku 调改，如新品潮玩、烘焙、速冻等品类，有望吸引消费者进店并提升单次购买金额，对单店收入形成支撑，因此我们预计 25-27 年单店收入分别为-4%/-1%/持平。总的来看，预计 25-27 年零食量贩业务收入分别为 506/602/687 亿元，同比+59%/+19%/+14%。

毛利率方面，随着规模效应释放（如仓储物流费用优化、开店、巡店等人员指导效率提升）及公司对于上游供货商溢价率提升，毛利率预计持续呈现改善态势，考虑到 25Q2 公司量贩零食业务毛利率达到 11.5%，预计下半年随着物流费、采购费等规模优化，年内毛利率仍有提升空间。预计 25-27 年分别为 11.8%/12.0%/12.2%。

2) 食用菌业务：随着公司 2021 年开始业务重心转移至零食量贩业务，食用菌业务占比显著下降，当前仅占比约 1%。给予当前食用菌成本较低，消费需求稳定，预计行业竞争依旧激烈，我们预计 25-27 年公司该部分业务营收小幅提升，分别为 5.4/5.5/5.6 亿元，同比增速为 0.3%/2.0%/2.2%，毛利率层面预计保持在 5%左右常态化的水平。

图表41：25-27 年分业务收入预测

| 分业务拆分     | 2022   | 2023    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 549    | 9,294   | 32,329 | 51,177 | 60,748 | 69,223 |
| 营业收入 YOY  | 29.1%  | 1592.0% | 247.9% | 58.3%  | 18.7%  | 14.0%  |
| 毛利率       | 15.97% | 9.30%   | 10.76% | 11.73% | 11.94% | 12.14% |
| 毛利率变动值    | 5.2    | -6.7    | 1.5    | 1.0    | 0.2    | 0.2    |
| 量贩零食      | 2022   | 2023    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |



| 分业务拆分        | 2022   | 2023     | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 收入占比         | 12%    | 94%      | 98%    | 99%    | 99%    | 99%    |
| 收入（百万元）      | 67     | 8,759    | 31,790 | 50,637 | 60,197 | 68,660 |
| 收入 YOY       |        | 13057.8% | 262.9% | 59.3%  | 18.9%  | 14.1%  |
| 门店数（家）       | 232    | 4,726    | 14,196 | 17,200 | 20,500 | 22,500 |
| 门店数 YOY      |        | 1937.1%  | 200.4% | 21.2%  | 19.2%  | 9.8%   |
| 平均单店收入（万元/年） | 57     | 353      | 336    | 323    | 319    | 319    |
| 单店收入 YOY     |        | 515.7%   | -4.9%  | -4.0%  | -1.0%  | 0.0%   |
| 毛利率          | 14.40% | 9.52%    | 10.86% | 11.80% | 12.00% | 12.20% |
| 食用菌          | 2022   | 2023     | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 收入占比         | 88%    | 6%       | 2%     | 1%     | 1%     | 1%     |
| 收入（百万元）      | 483    | 535      | 539    | 540    | 551    | 563    |
| 收入 YOY       |        | 10.8%    | 0.7%   | 0.3%   | 2.0%   | 2.2%   |
| 毛利率          | 16.19% | 5.65%    | 4.79%  | 4.90%  | 5.00%  | 5.00%  |

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.2 费用预测

我们结合过去几年销售费率走势来看，由于规模效应体现，23-24 年随着门店数翻倍，期间销售费率呈下降趋势，销售费用细项中如业务宣传、业务拓展等费用边际递减，结合 25H1 公司销售费用 6.97 亿元，占比收入 3.1%，同比-1.41pct，预计 25-27 年公司销售费率分别为 4.1%/4.0%/4.0%。管理费用方面，由于公司重视人才培养，给予较强的激励和薪酬绑定，考虑到股权激励费用已过高峰（25H1/24H1 股权激励费用分别为 0.59/0.94 亿元）预计 25-27 年呈现下降趋势，分别为 2.4%/2.2%/2.0%。研发费用方面，公司是采取向上游采购商品的模式，因此不需要主动参与零食行业的品类研发，目前研发费用主要集中在食用菌业务的人员投入，金额相对较少，预计 25-27 年逐步摊薄且处于低位。

**图表42：25-27 年三项费率预测**

| 三费预测      | 2022 | 2023 | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用（百万元） | 20   | 434  | 1,431 | 2,098 | 2,430 | 2,769 |
| 销售费用率     | 6%   | 7%   | 4%    | 1%    | 0%    | 0%    |
| 管理费用（百万元） | 32   | 445  | 981   | 1,228 | 1,336 | 1,384 |
| 管理费用率     | 5.9% | 4.8% | 3.0%  | 2.4%  | 2.2%  | 2.0%  |
| 研发费用（百万元） | 2    | 3    | 4     | 5     | 6     | 7     |
| 研发费用率     | 0.4% | 0.0% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.3 估值与投资建议

结合上述毛利率和费率假设，以及我们假设公司在 26 年 1 月 1 日前完成南京万优 49% 少数股东权益的收购，根据不同子公司的控股比例和盈利能力差异，预计 25-27 年少数股东损益占比净利润分别为 50%/44%/43%。综上，归母净利率有望持续改善，对应 25-27 年分别为 1.9%/2.2%/2.4%。

我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 9.7/13.5/16.6 亿元，同比+229%/+40%/+23%，对应 EPS 分别为 5.14/7.22/8.86 元/股。我们选取休闲食品赛道 3 家高增长的细分赛道龙头作为可比公司，考虑到公司作为量贩零食行业领先者，开店空间清晰、单店收入随着门店调改具备上行可能性，且少数股权收回有望持续增厚归母净利润。我们采用 PEG 估值法，因公司 24-25 年开店速度保持较高水平，与可比公司业绩增速存在较大差异，我们给予公司一定的溢价，以 26 年 PEG=0.8 进行测算，则对应 26 年 32x PE，则对应目标价 232.88 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。



图表43：可比公司 PEG 估值表

| 股票代码      | 公司   | 收盘价<br>(元/股) | EPS (元) |      |      |      |      | PE (倍) |     |     |     |     | G (%) | 26 年<br>PEG |
|-----------|------|--------------|---------|------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|-----|-------|-------------|
|           |      |              | 23A     | 24A  | 25E  | 26E  | 27E  | 23A    | 24A | 25E | 26E | 27E |       |             |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 72.2         | 2.61    | 2.36 | 3.02 | 3.71 | 4.52 | 28     | 31  | 24  | 19  | 16  | 22.7  | 0.9         |
| 603697.SH | 有友食品 | 12.6         | 0.27    | 0.37 | 0.52 | 0.64 | 0.75 | 47     | 34  | 24  | 20  | 17  | 23.1  | 0.9         |
| 002956.SZ | 西麦食品 | 21.3         | 0.52    | 0.60 | 0.79 | 1.01 | 1.23 | 41     | 35  | 27  | 21  | 17  | 27.8  | 0.8         |
| 均值        |      |              |         |      |      |      |      | 38     | 33  | 25  | 20  | 17  | 24.5  | 0.8         |
| 300972.SZ | 万辰集团 | 192.2        | -0.54   | 1.63 | 5.14 | 7.22 | 8.86 | /      | 118 | 37  | 27  | 22  | 40.3  | 0.7         |

来源：Wind，国金证券研究所（注：有友食品和西麦食品采用 wind 一致预期，股价截至 2025 年 9 月 5 日）

## 五、风险提示

- 1、食品安全风险：公司所处休闲零食行业为日常所需，若发生食品安全事件则将显著破坏公司声誉，对销量造成不利影响。
- 2、开店速度低于预期风险：本文对量贩零食两强空间容量预测基于各省份人口密度差异，但仍可能受到各区域饮食文化、经济水平等影响，本文测算空间或与实际情况存在差异。
- 3、销售费率上行风险：公司所处的量贩零食行业目前竞争格局相对清晰，但仍面临潜在竞争对手如即时零售、硬折扣超市等业态分流的可能性。假若客流分散，将会导致公司销售费用投入加大，净利率改善不及预期的风险。
- 4、少数股权收回节奏不及预期：公司近年来持续收回核心孙公司南京万好、南京万优的股权，实现归母净利润增厚，倘若后续收购节奏及收购对价不及预期，则会对中长期公司盈利能力造成影响。
- 5、资产负债率偏高风险：截至 2025 年 6 月 30 日，公司资产负债率为 68.95%。若公司进一步推进股权收购或其他资本支出，资产负债率可能进一步上升，具备偿债风险。
- 6、存货周转变慢风险：公司正在尝试拓展日用品、生鲜等品类，若运营能力不及预期，可能导致库存积压和资金占用增加。以及市场竞争加剧可能导致库存积压，进而产生存货周转变慢风险。
- 7、大股东解禁减持风险：2025 年 9 月 22 日，公司将解禁 1,769.91 万股定增股份，若大股东减持可能引发短期流动性压力和股价波动。
- 8、大股东质押风险：截至 2025 年 6 月 14 日，公司整体质押股份为 839.55 万股，占总股本的 4.66%，若股价下跌触及预警线或平仓线，可能触发强制平仓，影响公司股价。



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

|              | 2022  | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 549   | 9,294   | 32,329  | 51,177  | 60,748  | 69,223  |
| 增长率          |       | 1592.0% | 247.9%  | 58.3%   | 18.7%   | 14.0%   |
| 主营业务成本       | -462  | -8,430  | -28,851 | -45,176 | -53,497 | -60,818 |
| %销售收入        | 84.0% | 90.7%   | 89.2%   | 88.3%   | 88.1%   | 87.9%   |
| 毛利           | 88    | 864     | 3,478   | 6,002   | 7,251   | 8,405   |
| %销售收入        | 16.0% | 9.3%    | 10.8%   | 11.7%   | 11.9%   | 12.1%   |
| 营业税金及附加      | -3    | -21     | -63     | -102    | -121    | -138    |
| %销售收入        | 0.6%  | 0.2%    | 0.2%    | 0.2%    | 0.2%    | 0.2%    |
| 销售费用         | -20   | -434    | -1,431  | -2,098  | -2,430  | -2,769  |
| %销售收入        | 3.6%  | 4.7%    | 4.4%    | 4.1%    | 4.0%    | 4.0%    |
| 管理费用         | -32   | -445    | -981    | -1,228  | -1,336  | -1,384  |
| %销售收入        | 5.9%  | 4.8%    | 3.0%    | 2.4%    | 2.2%    | 2.0%    |
| 研发费用         | -2    | -3      | -4      | -5      | -6      | -7      |
| %销售收入        | 0.4%  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 31    | -39     | 999     | 2,568   | 3,357   | 4,106   |
| %销售收入        | 5.6%  | n.a     | 3.1%    | 5.0%    | 5.5%    | 5.9%    |
| 财务费用         | -3    | -29     | -39     | -91     | -239    | -330    |
| %销售收入        | 0.5%  | 0.3%    | 0.1%    | 0.2%    | 0.4%    | 0.5%    |
| 资产减值损失       | -1    | -12     | -17     | 0       | 0       | 0       |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 2     | 0       | 0       | 1       | 1       | 1       |
| %税前利润        | 3.7%  | -0.1%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 营业利润         | 42    | -76     | 1,041   | 2,554   | 3,215   | 3,872   |
| 营业利润率        | 7.7%  | n.a     | 3.2%    | 5.0%    | 5.3%    | 5.6%    |
| 营业外收支        | -1    | -8      | -9      | 10      | 10      | 10      |
| 税前利润         | 42    | -85     | 1,032   | 2,564   | 3,225   | 3,882   |
| 利润率          | 7.6%  | n.a     | 3.2%    | 5.0%    | 5.3%    | 5.6%    |
| 所得税          | 0     | -61     | -429    | -641    | -806    | -971    |
| 所得税率         | 0.0%  | n.a     | 41.6%   | 25.0%   | 25.0%   | 25.0%   |
| 净利润          | 42    | -146    | 603     | 1,923   | 2,419   | 2,912   |
| 少数股东损益       | -6    | -63     | 310     | 958     | 1,065   | 1,250   |
| 归属于母公司的净利润   | 48    | -83     | 294     | 965     | 1,354   | 1,662   |
| 净利率          | 8.7%  | n.a     | 0.9%    | 1.9%    | 2.2%    | 2.4%    |

### 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2022 | 2023  | 2024  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 42   | -146  | 603   | 1,923  | 2,419  | 2,912  |
| 少数股东损益   | -6   | -63   | 310   | 958    | 1,065  | 1,250  |
| 非现金支出    | 66   | 204   | 298   | 139    | 180    | 238    |
| 非经营收益    | 4    | 37    | 65    | 49     | 63     | 79     |
| 营运资金变动   | -42  | 928   | -118  | -1,291 | -1,799 | -1,471 |
| 经营活动现金净流 | 70   | 1,023 | 848   | 820    | 863    | 1,759  |
| 资本开支     | -316 | -201  | -96   | -251   | -552   | -552   |
| 投资       | 20   | -5    | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 其他       | 2    | 0     | 0     | 1      | 1      | 1      |
| 投资活动现金净流 | -294 | -207  | -96   | -250   | -551   | -551   |
| 股权募资     | 10   | 21    | 299   | 0      | 0      | 0      |
| 债权募资     | 170  | 403   | 537   | 36     | 922    | 158    |
| 其他       | -58  | -202  | -533  | -442   | -727   | -931   |
| 筹资活动现金净流 | 123  | 222   | 303   | -406   | 196    | -772   |
| 现金净流量    | -101 | 1,039 | 1,056 | 164    | 507    | 435    |

### 资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金     | 115   | 1,210 | 2,381 | 2,457 | 2,902  | 3,294  |
| 应收款项     | 18    | 145   | 66    | 84    | 266    | 493    |
| 存货       | 100   | 733   | 2,141 | 3,094 | 4,397  | 5,499  |
| 其他流动资产   | 45    | 261   | 1,183 | 1,079 | 1,377  | 1,621  |
| 流动资产     | 279   | 2,349 | 5,771 | 6,714 | 8,943  | 10,906 |
| %总资产     | 23.4% | 59.8% | 79.6% | 80.7% | 81.9%  | 82.6%  |
| 长期投资     | 0     | 1     | 3     | 3     | 3      | 3      |
| 固定资产     | 735   | 852   | 795   | 938   | 1,338  | 1,679  |
| %总资产     | 61.8% | 21.7% | 11.0% | 11.3% | 12.3%  | 12.7%  |
| 无形资产     | 58    | 112   | 97    | 97    | 97     | 98     |
| 非流动资产    | 911   | 1,576 | 1,483 | 1,602 | 1,980  | 2,300  |
| %总资产     | 76.6% | 40.2% | 20.4% | 19.3% | 18.1%  | 17.4%  |
| 资产总计     | 1,189 | 3,925 | 7,253 | 8,316 | 10,923 | 13,207 |
| 短期借款     | 171   | 666   | 1,124 | 1,067 | 1,970  | 2,108  |
| 应付款项     | 131   | 1,642 | 3,225 | 3,171 | 3,229  | 3,372  |
| 其他流动负债   | 30    | 332   | 779   | 411   | 337    | 296    |
| 流动负债     | 331   | 2,640 | 5,128 | 4,649 | 5,536  | 5,776  |
| 长期贷款     | 111   | 148   | 237   | 366   | 386    | 406    |
| 其他长期负债   | 75    | 441   | 426   | 302   | 240    | 197    |
| 负债       | 517   | 3,230 | 5,792 | 5,318 | 6,163  | 6,379  |
| 普通股股东权益  | 668   | 645   | 1,098 | 1,677 | 2,375  | 3,192  |
| 其中：股本    | 154   | 155   | 180   | 188   | 188    | 188    |
| 未分配利润    | 176   | 93    | 346   | 925   | 1,623  | 2,440  |
| 少数股东权益   | 4     | 50    | 363   | 1,321 | 2,386  | 3,636  |
| 负债股东权益合计 | 1,189 | 3,925 | 7,253 | 8,316 | 10,923 | 13,207 |

### 比率分析

|             | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标        |        |        |        |        |        |        |
| 每股收益        | 0.311  | -0.536 | 1.631  | 5.143  | 7.217  | 8.857  |
| 每股净资产       | 4.353  | 4.172  | 6.101  | 8.940  | 12.657 | 17.014 |
| 每股经营现金净流    | 0.459  | 6.614  | 4.713  | 4.371  | 4.598  | 9.373  |
| 每股股利        | 0.000  | 0.000  | 0.600  | 2.057  | 3.500  | 4.500  |
| 回报率         |        |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率      | 7.1%   | -12.8% | 26.7%  | 57.5%  | 57.0%  | 52.1%  |
| 总资产收益率      | 4.0%   | -2.1%  | 4.0%   | 11.6%  | 12.4%  | 12.6%  |
| 投入资本收益率     | 3.2%   | -4.3%  | 20.0%  | 42.6%  | 34.9%  | 32.6%  |
| 增长率         |        |        |        |        |        |        |
| 主营业务收入增长率   | 29%    | 1592%  | 248%   | 58.3%  | 18.7%  | 14.0%  |
| EBIT 增长率    | 108%   | -228%  | -2654% | 157.0% | 30.8%  | 22.3%  |
| 净利润增长率      | 97%    | -274%  | -454%  | 228.7% | 40.3%  | 22.7%  |
| 总资产增长率      | 38%    | 230%   | 85%    | 14.6%  | 31.3%  | 20.9%  |
| 资产管理能力      |        |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数    | 7.6    | 0.8    | 0.3    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| 存货周转天数      | 61.5   | 18.0   | 18.2   | 25.0   | 30.0   | 33.0   |
| 应付账款周转天数    | 70.0   | 23.0   | 18.7   | 17.0   | 15.0   | 14.0   |
| 固定资产周转天数    | 287.3  | 33.4   | 9.0    | 6.3    | 7.4    | 8.1    |
| 偿债能力        |        |        |        |        |        |        |
| 净负债/股东权益    | 25%    | -57%   | -70%   | -34%   | -11%   | -11%   |
| EBIT 利息保障倍数 | 11.2   | -1.3   | 25.5   | 28.2   | 14.0   | 12.4   |
| 资产负债率       | 43.46% | 82.27% | 79.85% | 63.95% | 56.42% | 48.30% |

来源：公司年报、国金证券研究所




**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 7    | 15   | 20   | 23   | 51   |
| 增持 | 4    | 14   | 15   | 15   | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.36 | 1.48 | 1.43 | 1.39 | 1.00 |

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                | 深圳                                     |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究