

# 万店龙头高成长，折扣业态 启新章

## 核心观点

中国线下零售剧烈变革，零食量贩门店以高效灵活的商业模式成为最先跑通的典范。万辰集团是全国领先的量贩零食零售集团，为消费者提供了一站式采购高性价比的零食的购物方式，公司通过加盟的方式实现快速拓店，门店数量和盈利能力持续超预期。当前量贩零食跑马圈地的初期阶段已过，头部集团已经实现门店数量领先，竞争格局趋于稳定，价格战趋缓，公司已经进入利润释放阶段。展望未来，公司通过精细化运营提升效率，自有产品提升毛利率，规模效应实现更好的盈利水平。公司少数股权收购也有望增厚公司的归母净利润。

## 摘要

行业：零售专卖店兴起，量贩零食两强争霸

中国休闲食品饮料零售行业稳步扩张。2019年至2024年，行业市场规模从约3.17万亿元人民币增长至4.04万亿元人民币，复合年增长率为5.0%。从渠道演变来看，以公司为代表的量贩零食（专卖店）渠道凭借高周转和低溢价模式，正加速蚕食传统超市及杂货店份额。从格局上看，万辰集团和鸣鸣很忙两强争霸门店数量领先，地方小连锁品牌已难有全国化机会。

公司：门店网络、仓储物流、IP与品牌塑造等多维度构建壁垒

公司门店覆盖全国29个省、直辖市及自治区，拥有超过15000家门店并在华东、华北等区域形成连续门店带。51个常温仓与13个冷链仓的全国仓配网络，能够稳定支撑量贩零食“高频补货、快周转”的运营要求，并为后续门店加密提供履约保障。2023年公司推出自己的IP袋袋兔，2025年并邀请檀健次为品牌代言人，日常和王者荣耀、三丽鸥等开展联名活动，不断和年轻群体保持关注度和吸引力。

营收增长展望：开店加密和下沉，新业态提升单店销售额。我们认为开店空间和平均单店营收都存在超预期的可能。

1、开店空间：根据成熟市场渗透率和全国人口、经济发展情况，我们测算中性情况下万辰可开门店3万家，乐观情况下3.5万家。万辰集团在自身优势省份如江苏、安徽、浙江等省份存在下沉加密空间，下沉市场好的点位能给加盟商提供不逊于高线市场的投资回报，

## 万辰集团 (300972.SZ)

首次评级

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

余璇

yuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120003

发布日期：2026年01月22日

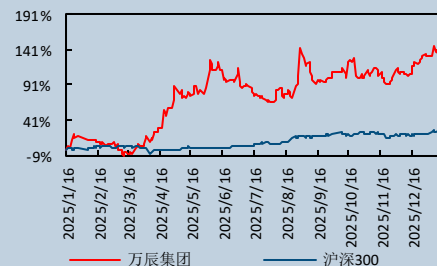
当前股价：212.06元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	8.88/3.14	11.61/5.21	133.66/106.76
12月最高/最低价(元)			214.80/79.56
总股本(万股)			18,889.14
流通A股(万股)			16,799.31
总市值(亿元)			365.84
流通市值(亿元)			325.37
近3月日均成交量(万)			205.86
主要股东			
福建含羞草农业开发有限公司			16.26%

股价表现



相关研究报告

另外在广东、福建、山西等潜力省份仍有大量可以开拓的空间。

2、单店提升：调改折扣超市业态的门店通过增加货盘品类，可实现 GMV 增长。大量新开和加密门店会不可避免造成平均单店下滑，但公司的新店折扣超市的单店营收高于普通量贩零食门店，老店通过调改（增加面积和品类）的方式提升同店，公司同店情况 25H2 较 25H1 已有明显好转，26H1 对应 25H1 低基数，因此无论是短期还是中长期都存在超预期可能。

### 利润增长展望：规模效应释放、补贴强度回落、自有品牌占比提升

公司规模效应释放，对上游供应商议价权加强，毛利率逐季提升，收入增长摊薄各项费用率。2024 年下半年以来行业竞争缓解，加盟商补贴回落增厚公司利润。参考山姆、盒马、奥乐齐等自有品牌产品占比 30-90%，公司未来战略重点将逐步由开店扩张转向自有品牌建设，中长期推动公司毛利率进一步上行。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,294	32,329	54,483	65,912	73,760
YoY(%)	1,592	248	69	21	12
净利润(百万元)	-83	294	1,307	2,207	2,655
YoY(%)	-274	454	345	69	20
EPS(摊薄/元)	-0.44	1.55	6.92	11.68	14.06
P/E(倍)	-441	125	30	18	15

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 目录

一、万辰集团：乘风而起，从传统农业到零售龙头的巨变.....	1
1.1 公司抓住量贩零食机遇，转型后实现快速扩张.....	1
1.2 家族深度绑定与专业化治理相结合的稳定结构.....	2
二、休闲食品行业稳步扩容，量贩零食模式加速崛起.....	6
2.1 休闲食品行业稳步扩张，下沉与专卖渠道成为核心增量.....	6
2.2 竞争格局：量贩零食两强争霸，地方小连锁难以全国化.....	8
三、供应链和加盟商构建壁垒，开店+新店型成长空间巨大.....	11
3.1 门店网络、仓储物流、IP 与品牌塑造等多维度构建壁垒.....	11
3.2 营收增长途径一：全国开店空间仍存，良好单店模型快速复制和下沉.....	15
3.3 营收增长途径二：打磨折扣超市新业态，第二曲线蓄势突破.....	18
3.4 利润增长途径：规模效应释放、补贴强度回落、自有品牌占比有望提升.....	21
四、盈利预测.....	26
风险分析.....	27

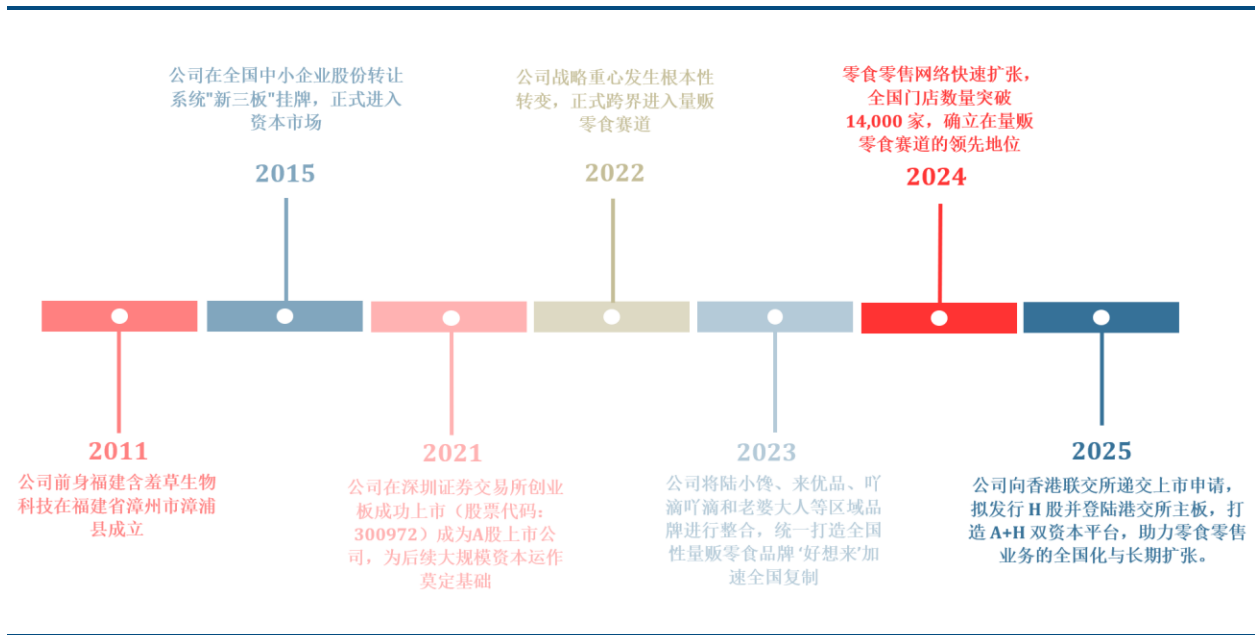
# 一、万辰集团：乘风而起，从传统农业到零售龙头的巨变

## 1.1 公司抓住量贩零食机遇，转型后实现快速扩张

万辰集团前身成立于 2011 年，早期主营业务为食用菌的种植与销售，2021 年公司成功实现 A 股上市，主营业务形成“食用菌 + 零食零售”双板块结构。

上市后，公司依托资本平台与既有供应链基础，加快探索第二增长曲线，战略重心逐步由传统农业向消费零售领域转移。在零食零售板块布局初期，公司采取区域品牌整合与规模化复制并行的发展路径。自 2022 年正式切入量贩零食赛道以来，公司陆续整合陆小馋、来优品、叮滴叮滴、老婆大人等区域零食零售品牌，快速完成线下门店网络的搭建，并逐步形成以“好想来”为核心的全国性量贩零食品牌体系。2023 年，公司进一步推进品牌整合与统一运营，原有区域品牌逐步纳入“好想来”体系，门店标准化与复制效率显著提升。2024 年，公司零食零售网络进入加速扩张阶段，全国门店数量突破 1.4 万家，覆盖多个省份及不同线城市。

图表1：万辰集团发展历史



资料来源：公司年报，公司招股书，中信建投

公司在门店规模、GMV 及增长速度等关键指标上均处于行业前列。大规模门店网络为公司提供了稳定的终端触点和持续放大的销售基础，使其在零食零售赛道中具备明显的体量优势。这一规模优势并非单点突破，而是建立在持续扩张与复制能力之上。公司通过门店规模扩张带动集中采购和供应链效率提升，从而在商品成本和零售价格端形成竞争优势。较高比例的直采模式与稳定的履约能力，使公司能够在保证产品性价比的同时维持运营效率，为门店扩张提供支撑。公司在下沉市场中具备较强的用户黏性。稳定增长的会员体系不仅为门店提供持续客流，也为公司积累消费数据、优化选品和运营决策创造条件，进一步反哺整体运营效率。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

万辰集团的零食零售业务已从早期的规模扩张阶段，逐步演进为“门店扩张—规模采购—性价比提升—用户黏性增强—运营效率改善—再扩张”的闭环增长模式。在该模式下，规模本身成为公司最核心的竞争要素，并持续强化其在量贩零食赛道中的领先地位。

图表2： 万辰集团核心经营指标



资料来源：公司港股招股书，中信建投

图表3： 万辰集团的规模化增长飞轮



资料来源：公司港股招股书，中信建投

## 1.2 家族深度绑定与专业化治理相结合的稳定结构

**核心决策层：家族深度绑定，战略交接平稳。** 公司的最高决策层由实际控制人家族成员构成，形成了权责清晰、稳定高效的治理结构。集团实际控制人、32岁的王泽宁先生作为执行董事兼总经理，全面负责集团战略规划与经营决策；其凭借海外名校的教育背景，成功主导了公司从食用菌主业向量贩零食零售业务的战略转型，并直接统筹全国门店扩张、品牌整合及资本运作。50岁的董事长王丽卿女士（王泽宁姑母）负责董事会运作及公司治理，以其丰富的经验保障公司规范运营；57岁的非执行董事林该春女士（王泽宁母亲）则参与重大决策并提供建议。这种紧密的家族关系确保了核心利益的深度一致与战略决策的长期稳定性，实现了从上一代到新一代管理者的平稳交接与高效协作。

**执行与管理层：专业化分工明确，形成人才梯队。** 管理层团队兼具深厚的行业背景与专业技能，有效支撑战略落地。其中，执行董事兼副总经理李博先生（42岁）作为食用菌遗传学专业硕士，是公司传统主业的技术核心，协助总经理开展经营管理工作，确保了基本盘的稳定。资本与运营专家、副总经理兼财务总监及董事会秘书蔡冬娜女士（53岁）身兼三职，统筹公司财务、信息披露及投资者关系，是公司资本运作的关键人物；副总经理王松先生（40岁）作为微生物学硕士，同样具备扎实的专业背景，负责部分经营管理并参与内部监督。此外，独立董事林丽叶女士（61岁）作为注册会计师，在审计与薪酬委员会担任要职，为公司的规范治理提供了有效的独立第三方监督，完善了公司治理结构。

**图表4：万辰集团高管及履历**

董事及高管	年龄	职位	职责	履历
王泽宁先生	32岁	执行董事兼总经理（集团实际控制人）	负责集团整体战略规划与经营决策；主导公司由食用菌业务向量贩零食零售业务的战略转型；统筹全国门店扩张、品牌整合及资本运作	于2014年6月起担任福建万辰生物科技集团股份有限公司董事；于2017年1月至2025年7月期间担任公司副总经理；于2025年7月起担任公司总经理，并同时担任战略委员会委员及提名委员会委员。此外，曾任南京万兴商业管理有限公司、南京万品商业管理有限公司、南京陆小馋量贩零食有限公司及漳州陆小馋量贩零食有限公司经理；亦曾担任万辰集团董事、总经理。 学历情况： 于2016年获得美国密歇根大学的经济学学士学位以及于2019年取得美国哥伦比亚大学的理学硕士学位
王丽卿女士	50岁	董事长兼执行董事	负责董事会运作及公司治理；参与制定公司中长期发展战略；监督管理层执行董事会决议来保障公司规范运作	于2014年6月起担任福建万辰生物科技集团股份有限公司董事；于2014年6月至2025年7月期间担任公司总经理；自2025年7月起担任公司董事长、法定代表人，并担任战略委员会召集人、薪酬与考核委员会委员。 学历情况：专科学历。
林该春女士	57岁	非执行董事	参与董事会决策，对公司重大事项提供专业意见和建议；不直接参与公司日常经营管理	于2014年6月起担任福建万辰生物科技集团股份有限公司董事；自2025年7月起担任公司审计委员会委员。 学历情况：专科学历。
李博先生	42岁	执行董事兼副总经理	协助总经理开展公司经营管理工作；参与业务规划、组织管理及重点项目推进，促进经营计划落实	于2014年6月起担任福建万辰生物科技集团股份有限公司董事；于2014年6月至2025年9月期间担任公司副总经理；自2025年9月起担任公司职工董事。 学历情况：食用菌遗传学专业硕士研究生学历。
陈文柱先生	45岁	非执行董事	参与董事会审议与决策，对公司经营发展及重大事项提供意见与建议	于2014年6月起担任福建万辰生物科技集团股份有限公司董事。此外，还曾任南京含羞草采购经理、江苏含羞草董事，并曾在多家农业及制造类企业担任董事或高级管理人员。
蔡冬娜女士	53岁	财务总监、董事会秘书、副总经理	负责公司财务管理、资金运作及信息披露；统筹资本市场事务及投资者关系管理，协助推进公司资本运作与规范治理	于2014年6月起担任福建万辰生物科技集团股份有限公司财务负责人；于2019年3月起担任公司董事会秘书；于2021年8月起担任公司副总经理。 学历情况：专科学历。
王松先生	40岁	副总经理	负责公司部分经营管理工作；作为审计委员会委员，参与公司财务报告、内部控制及审计事项的监督	于2014年12月起加入福建万辰生物科技集团股份有限公司；于2014年12月至2023年9月期间担任公司总经理助理；自2024年3月起担任公司副总经理，并担任审计委员会委员。 学历情况：微生物学专业硕士研究生学历。
林丽叶女士	61岁	审计委员会委员、薪酬与考核委员会主任、独立董事	独立监督公司经营管理与治理结构；作为审计及薪酬与考核委员会成员（主任），对公司财务合规、高管薪酬及任免事项提供独立判断。	于2014年6月至2020年7月期间担任福建万辰生物科技集团股份有限公司独立董事；自2023年5月起再次担任公司独立董事；并担任提名委员会召集人、薪酬与考核委员会主任及审计委员会委员。 学历情况：本科学历，注册会计师。

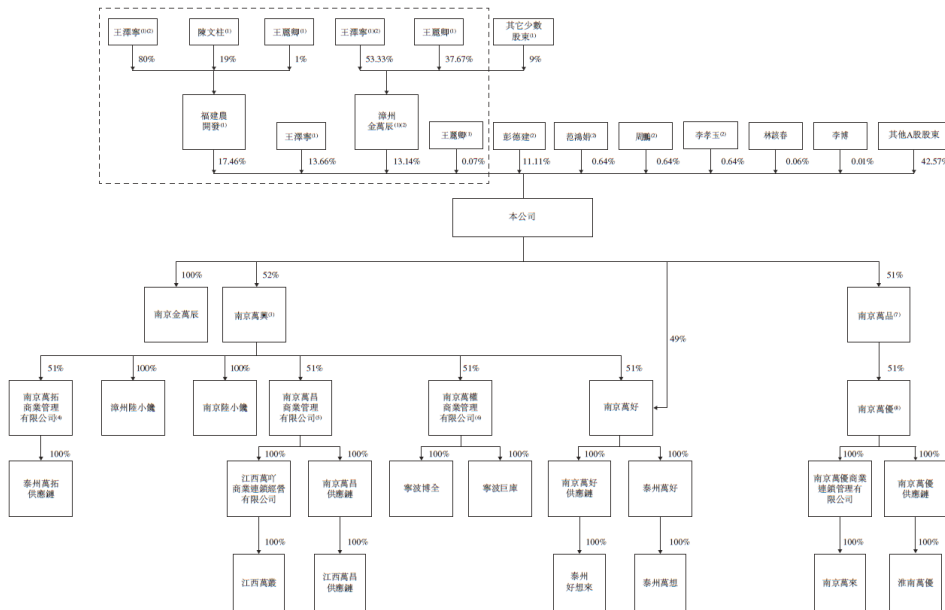
资料来源：公司年报，wind，中信建投

万辰集团股权结构整体呈现创始人家族高度集中、核心资产控制权清晰的特征，为公司为在量贩零食赛道推进品牌整合与全国扩张提供了稳定的治理基础。截至目前，公司实际控制人为王泽宁，其通过直接及间接持股方式，对上市公司形成稳定控制。创始人家族成员合计持股比例约43%，控制权集中度较高，且不存在多元资本博弈或外部股东对经营方向形成实质性制约的情况，有利于公司在快速扩张阶段保持战略一致性与执行效率。

公司通过控股式整合方式，将量贩零食核心资产逐步集中至上市公司体系内。2022 年以来，公司以南京万兴、南京万好等平台为载体，持续对“好想来”“来优品”“叮嘀叮”“老婆大人”等区域品牌进行整合，并在关键节点通过受让少数股权，实现对核心运营主体的绝对或相对控股。其中，2024 年公司进一步提升对南京万好商业管理有限公司的持股比例至 75%+，标志着量贩零食主业已基本完成从“多品牌并行”向“统一平台管控”的过渡。

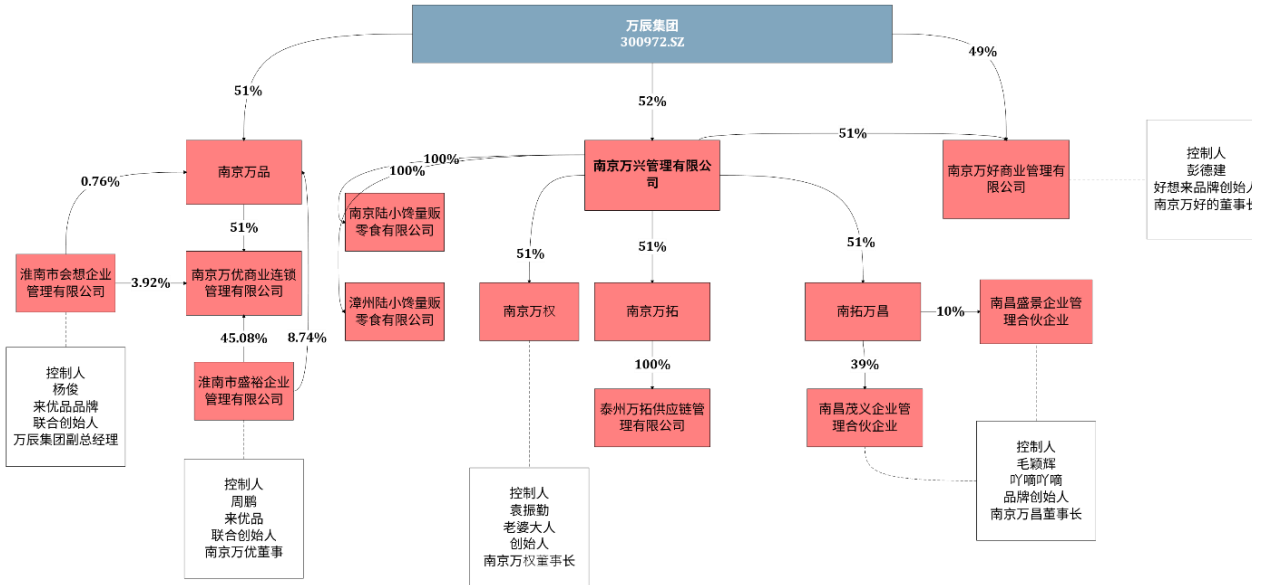
**控制权结构 + 对核心经营主体的控股安排有助于公司在以下方面形成优势：**（1）加快品牌整合与门店模型统一，减少内耗；（2）提升跨区域复制与资源调配效率；（3）在加盟政策、供应链投入及新业态试点中保持决策效率与执行连贯性。

图表5：万辰集团控股结构



资料来源：公司港股招股书，中信建投

图表6：万辰集团核心子公司布局



资料来源：公司港股招股书，中信建投

## 二、休闲食品行业稳步扩容，量贩零食模式加速崛起

### 2.1 休闲食品行业稳步扩张，下沉与专卖渠道成为核心增量

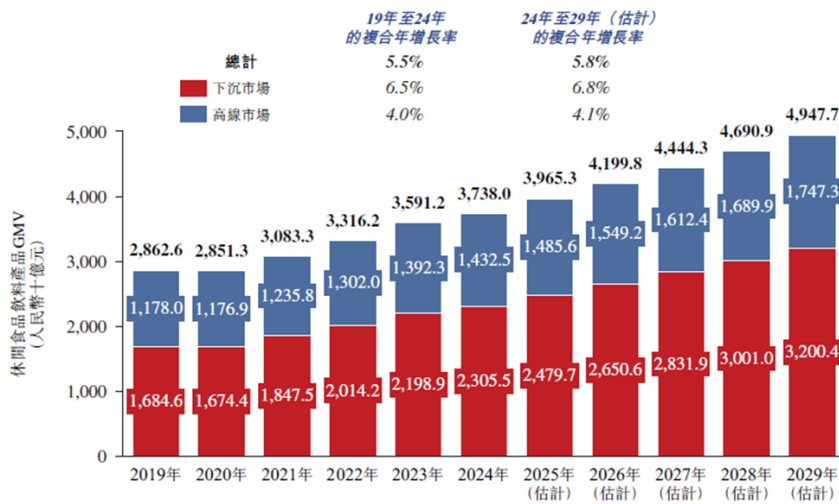
在消费需求升级、消费场景多元化以及消费者对性价比关注度提升的推动下，中国休闲食品饮料零售行业保持稳步扩张。2019–2024 年行业市场规模由约 2.9 万亿元增长至 3.7 万亿元，复合增速约 5.5%。展望未来，在居民消费能力提升及消费结构持续优化的背景下，预计 2024–2029 年行业规模将进一步扩大至约 4.9 万亿元，整体增长趋势稳健，长期发展空间明确。

休闲食品消费兼具高频、小额与情绪属性，具备一定抗周期特征，其中下沉市场已成为行业增长的主要驱动力。2019–2024 年，下沉市场 GMV 复合增速约 6.5%，显著快于高线城市约 4.0% 的增长水平。2024 年，下沉市场 GMV 规模已达约 2.3 万亿元，占行业整体比重持续提升。

休闲食品饮料零售市场向下沉区域渗透趋势明确。预计 2024–2029 年，下沉市场 GMV 复合增速有望维持在约 6.8%，持续领先高线城市约 4.1% 的增速，下沉市场将继续为行业提供最主要的增量来源。

图表7：中国休闲食品饮料零售市场按区域划分的市场规模

2019年至2029年(估计)中国休闲食品饮料零售市场按区域划分的市场规模



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投

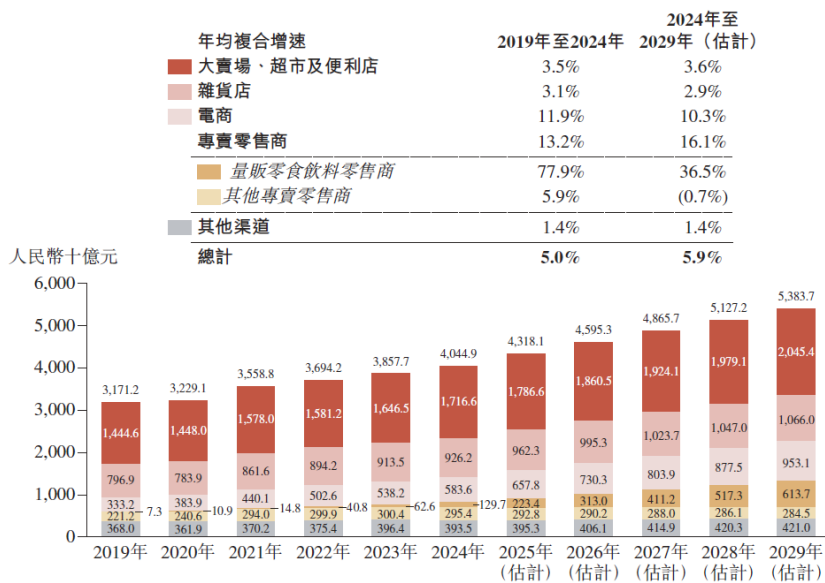
专卖店渠道加速崛起，逐步成为休闲食品饮料零售的重要增长引擎。从行业渠道结构变化来看，传统渠道占比呈现下行趋势。2019–2024 年，杂货店渠道 GMV 占比由 24.2% 下降至 22.7%，超市渠道 GMV 占比亦

由 49.2% 回落至 45.8%，显示传统零售渠道增长动能趋弱。

专卖店渠道(含量贩零食)占比持续提升,展望未来,专卖店渠道有望继续提升行业渗透率。2019–2024 年,专卖店渠道 GMV 占行业总规模的比例由 7.6% 显著提升至 11.2%，对应 GMV 规模由约 2,402 亿元增长至约 4,509 亿元,成为各渠道中增速最快的细分方向。专卖店模式在选品效率、性价比及消费体验方面的综合优势,正持续吸引消费需求向该渠道集中。预计 2024–2029 年,休闲食品饮料通过专卖店渠道实现的 GMV 占比将进一步提升至约 14.6%，市场规模有望突破 7,800 亿元,成为推动行业结构性增长的核心力量。

图表8：中国休闲食品饮料零售市场按销售渠道的市场规模

按销售渠道劃分的中國零售飲料零售市場的市場規模(按GMV計),  
2019年至2029年(估計)



资料来源：公司招股说明书，灼识咨询，中信建投

专卖店渠道通过模式创新有效破解行业痛点,成为休闲食品饮料零售中增速最快的细分方向。专卖店渠道聚焦休闲食品饮料核心品类,通过精选SKU与差异化陈列,为消费者提供更具针对性的购物体验。其中,量贩零食模式作为专卖店渠道的重要形态,以多品牌、多品类、多规格组合及高性价比定位,逐步形成显著竞争优势,并对传统零售模式形成替代。

在商品供给层面,量贩模式显著提升了品类丰富度与更新效率。量贩零食门店以休闲食品饮料为单一核心品类,围绕消费者高频需求构建高密度SKU矩阵,形成一站式选购场景。相较于超市、大卖场及便利店受限于货架资源与综合业态属性,量贩模式更能满足消费者对多样化、差异化产品的需求。同时,专注细分赛道使其能够快速捕捉消费趋势变化,并与上游品牌深度协同,加快新品引入与爆款迭代节奏,提升整体商品周转效率。

在消费体验层面,量贩模式更契合休闲食品的非计划性消费特征。休闲食品饮料消费具有即时性、连带性

与场景驱动属性。相较于以计划性采购为主的大型商超，量贩零食门店通过轻松活跃的门店氛围、高密度陈列及强视觉刺激，强化“逛购”体验，有效提升冲动消费转化率。此外，门店内促销互动、试吃体验及社区化触达方式，有助于持续激活消费需求，该线下体验优势亦是电商渠道难以复制的。同时，小规格包装设计进一步降低了消费者尝新门槛，促进购买频次提升。

**在性价比维度，量贩模式依托规模优势重构成本结构。**通过集中采购、压缩中间流通环节及提升供应链效率，量贩零食模式实现了更为精简的成本体系。在此基础上，其终端定价普遍低于传统超市及便利店，价格优势区间约为 7%–40%，在当前消费者对“质价比”高度敏感的环境下具备显著吸引力。

图表9：专卖店量贩模式最能解决行业各项痛点

	渠道定位	休闲食品饮料 产品多样性	休闲食品饮料 产品质价比	门店网络范围	购物体验
专卖店渠道	量贩模式	●●●	●●●	●●●	●●●
	其他专卖店	●●○	●●○	●●●	●●●
超市渠道	超市及大卖场	●○○	●○○	●○○	●●○
	便利店	●○○	●○○	●●●	●○○
杂货店渠道	小型、独立商店，产品标准化程度有限的碎片化零售模式。	○○○	○○○	○○○	○○○
电商渠道	网上购物及交易的线上平台。	●●●	●●○	不适用	○○○

完全满足

完全未满足

资料来源：招股书，中信建投

## 2.2 竞争格局：量贩零食两强争霸，地方小连锁难以全国化

行业整体集中度仍处于较低水平，尚未形成具备显著垄断优势的龙头企业。根据 2024 年中国前五大休闲食品饮料连锁零售品牌（按 GMV 计），头部企业单体市场份额普遍不足 1%，行业呈现“头部初现、整体分散”的竞争特征。

2024 年万辰集团旗下核心零食零售品牌好像来以约 36.8 亿元 GMV 位居行业前列，对应市场份额约 0.91%。前五大连锁零食品牌合计市占率不足 2%，表明休闲食品饮料零售行业整体仍呈现高度分散的竞争格局。尽管行业集中度仍处于较低水平，但头部连锁品牌已逐步显现规模优势。从 2023 到 2024 年 GMV 增速表现来看，部分头部品牌实现了较快增长，反映零食品类的连锁模式在当前消费环境下具备较强的复制性与扩张潜力。目前，行业竞争重点主要集中于门店拓展效率、下沉市场覆盖能力以及供应链与运营管理水平，头部品牌之间的分化趋势正逐步显现。

休闲食品饮料零售行业仍处于集中度提升的早期阶段，头部连锁品牌优势逐步累积，具备持续扩张能力与运营效率优势的企业有进一步提升市场份额的空间。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表10: 中国前五大休闲食品饮料零售商

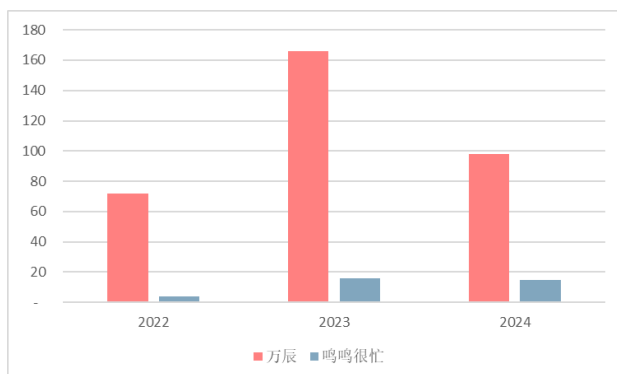
2024年中國零食飲料零售業五大連鎖零售品牌(按GMV計)

等級	品牌名稱 <sup>1</sup>	2024年零食飲料GMV <sup>2</sup> 人民幣十億元	2024年市佔率 %	2023年至2024年 期間的GMV 同比增長率 <sup>2</sup> %
1	好想來	36.8	0.91%	271.2%
2	品牌A	33.2	0.82%	(0.3%)
3	品牌B	29.4	0.73%	52.7%
4	品牌C	29.0	0.72%	217.9%
5	品牌D	27.1	0.67%	(14.4%)

资料来源: 公司招股书, 中信建投

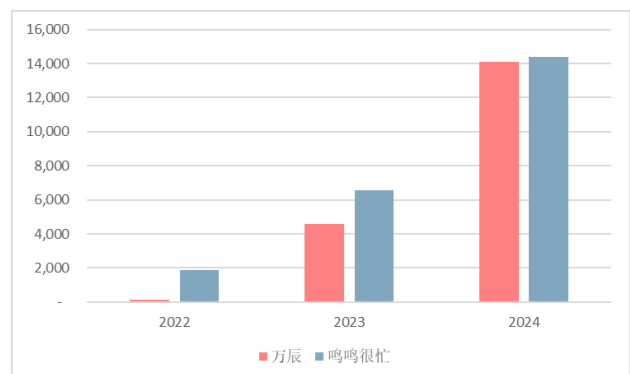
经过过去几年的跑马圈地, 行业里万辰集团与鸣鸣很忙门店数量大幅领先。2024、2025 年两家公司加快全国化, 门店规模的快速放量, 一方面来自于对被收购品牌门店的整合, 另一方面也受益于品牌影响力提升后加盟商数量的持续增加。随着全国化布局推进, 双方在核心区域持续加密门店密度的同时, 进一步向新区域延伸覆盖范围。

图表11: 万辰集团及鸣鸣很忙: 自营门店数量



资料来源: 公司招股书, 中信建投

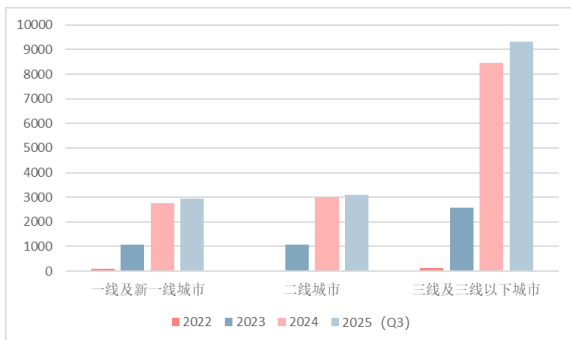
图表12: 万辰集团及鸣鸣很忙: 加盟门店数量



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 中信建投

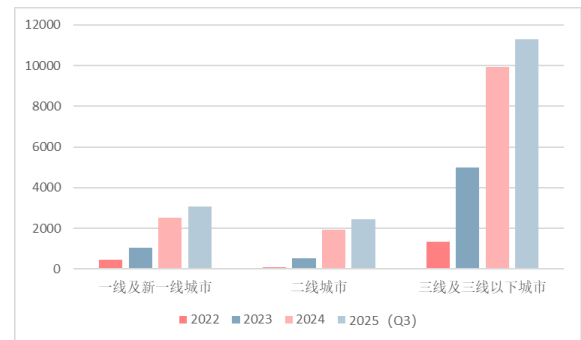
从门店布局结构看，万辰集团与鸣鸣很忙的扩张方向高度一致，均明显向下沉市场倾斜。2024 年，两家公司三线及以下城市门店数量占比均已超过一半，下沉市场已成为其门店扩张的主要承载区域。具体来看，2024 年万辰集团三线及以下城市门店占比约 59.5%，鸣鸣很忙占比约 68.9%，两者在下沉市场的门店数量均实现高速增长。下沉市场消费者对高质价比休闲食品的需求仍然旺盛，而当地供应链及现代零售渗透度相对不足，为量贩零食与专卖店模式提供了持续扩张空间。预计未来两家公司仍将围绕下沉市场展开密集布局，并在区域密度与单店效率层面展开进一步竞争。

图表13： 万辰集团：各线城市门店数量（截至 2025Q3）



资料来源：万辰集团招股书，中信建投

图表14： 鸣鸣很忙各线城市门店数量（截至 2025Q3）



资料来源：鸣鸣很忙招股书，中信建投

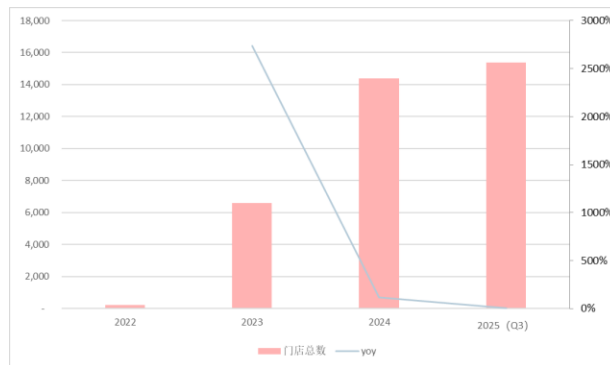
### 三、 供应链和加盟商构建壁垒， 开店+新店型成长空间巨大

#### 3.1 门店网络、 仓储物流、 IP 与品牌塑造等多维度构建壁垒

万辰集团在量贩零食赛道中， 已率先完成“门店网络成型 + 仓配体系前置”的规模化布局， 扩张模式由早期的铺点竞争， 进入以区域密度与系统效率为核心竞争的阶段。

门店层面， 公司已具备区域成网能力。 截至 2025 H1， 公司门店覆盖全国 29 个省、 直辖市及自治区， 拥有超过 15000 家门店， 并在华东、 华北等区域形成连续门店带。 公司通过区域加密提升履约效率与品牌曝光， 对加盟商具备更强的复制吸引力。 相较仍处于“点状试水”的中小品牌， 万辰已进入规模驱动效率的阶段， 扩张确定性显著更高。

图表15： 万辰集团门店总数和增速



资料来源： 公司招股书， 中信建投

公司的仓储物流与供应链体系大大加强了门店的可复制性与履约稳定性。 仓配网络的覆盖密度、 配送半径与组织效率， 直接决定了公司在不同区域实现门店加密与跨省复制的上限。

截至 2025 年 6 月末， 公司已在全国 29 个省份布局 64 个仓储节点， 其中包括 51 个常温仓与 13 个冷链仓， 形成以分布式节点为核心的全国仓配网络。 整体采用以租赁为主的轻资产模式， 在保障仓配标准化的同时保留区域扩张的弹性空间。 在现有布局下， 门店至仓库的平均配送半径约 124 公里， 能够稳定支撑量贩零食“高频补货、 快周转”的运营要求， 并为后续门店加密提供履约保障。

在具体履约模式上， 公司采取‘核心节点自营 + 社会化运力协同’的组合路径。 集团通过自营仓掌控区域调度与库存管理， 引入第三方物流承接干线及末端配送， 统一覆盖直营与加盟门店， 实现仓库直配至店的履约闭环。 该模式在保障交付稳定性的同时， 降低了跨区域扩张过程中对单一物流资源的依赖， 有助于公司在门店网络快速扩张阶段维持履约一致性与运营可控性。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表16: 好想来品牌零食南宁仓储中心



资料来源: 东方网, 中信建投

图表17: 好想来品牌零食南宁仓储中心内部



资料来源: 东方网, 中信建投

在智能化管理方面, 万辰集团自研的数字化供应链系统与物流伙伴的信息系统(如菜鸟的系统)深度融合, 支持“T+1”配送原则(即下单后次日送达), 使大部分门店的订单满足率超过 99%, 这套系统还能基于数据驱动智能补货, 将库存周转天数优化至约 12 天。高效的物流系统将整体物流成本占收入的比例控制在 3% 以内, 远低于行业平均水平, 支撑了公司业务的快速增长和强劲的盈利能力。

图表18: 万辰数字化供应链系统与物流伙伴的信息系统图



资料来源: 公司招股书, 中信建投

图表19: 好想来内蒙古物流中心



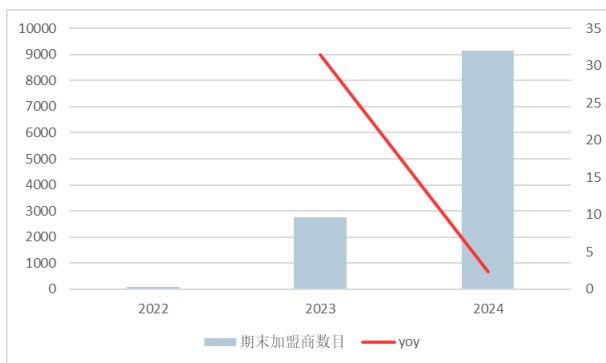
资料来源: 搜狐, 中信建投

**公司加盟体系稳步扩张, 留存改善, 门店经营质量持续验证。**随着门店规模快速扩张, 万辰集团加盟商体系同步实现高速增长, 且整体稳定性持续改善。2022 到 2024 年, 公司加盟商数量由 85 家快速提升至 9,159 家, 两年复合增速显著; 其中 2023 年和 2024 年期末加盟商数量同比增速分别达 3,151% 和 231%, 反映公司商业模式对加盟商具备较强吸引力。从加盟商结构与质量看, 公司在高速扩张过程中保持了相对可控的流失水平。2024 年新增加盟商 6,463 家, 退出加盟商 67 家, 对应加盟商流失率约 2.4%, 较 2023 年的 15.3% 显著下降, 显示加盟商体系在经历初期快速扩张后逐步趋于稳定。同时, 公司闭店率维持在 4.2% 的可控区间, 整体

门店经营质量经受住规模化扩张考验。

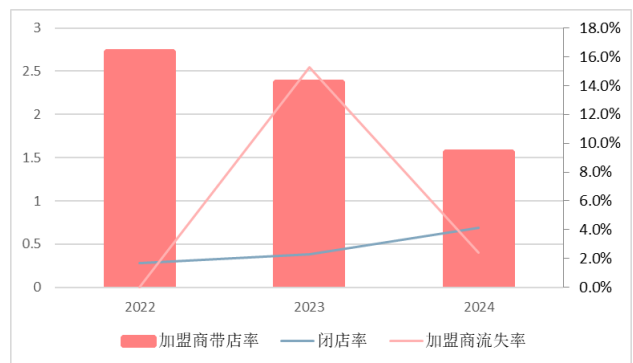
加盟商带店效率方面，随着门店基数快速放大，公司加盟商带店率由 2022 年的 2.73 下降至 2024 年的 1.57，主要反映扩张阶段新增加盟商数量大幅增长、门店扩张节奏加快的结构性影响，而非单店经营能力恶化。结合低流失率与较低闭店率来看，公司门店模型仍具备较强的复制性和可持续性。总体而言，万辰集团在高强度开店背景下，实现了加盟商数量、门店规模与经营稳定性之间的平衡，加盟体系已从“快速铺量阶段”逐步向“规模化、稳定运营阶段”过渡，为后续门店扩张与盈利能力释放奠定了良好基础。

图表20： 万辰集团加盟商数目



资料来源：招股书，中信建投

图表21： 万辰集团加盟商带店率、流失率、闭店率



资料来源：招股书，中信建投

线上渠道的拓展进一步放大了品牌影响力：截至 2025 年 7 月底，约 5000 家门店接入美团闪购、淘宝闪购平台，线上新客占比突破 90%；此外好想来连续三个月在淘宝闪购订单量同比增长超 200%，与美团闪购合作四个月后月度交易订单达 200 万单，线上线下协同效应显著。这种“线下高密度覆盖+线上全渠道渗透”的模式，让万辰集团的品牌影响力持续扩大，成为“中国质价比零售”的代表。

## IP 塑造：强化门店视觉与内容识别度，构建差异化零售形象

2023 年 10 月，好想来品牌推出由华与华设计的超级符号和 IP 形象——袋袋兔，以积极可爱的小动物形象吸引零食群体中的小孩，建立亲民的形象。2025 年 4 月 15 日，万辰集团旗下好想来品牌官宣檀健次为品牌代言人，进一步吸引年轻群体。

图表22：好想来品牌零食



资料来源：搜狐，中信建投

图表23：好想来品牌零食口号



资料来源：搜狐，中信建投

除本集团 IP 形象以外，公司积极引入其他 IP 做内容化陈列，持续强化旗下量贩零食门店的视觉识别度与品牌记忆点，逐步摆脱传统“低价零食集合店”的单一心智定位。公司围绕好想来品牌，系统性推进头部 IP 合作，将阶段性营销流量转化为门店端的真实客流与消费转化。以 2025 年春节为例，公司与国内头部游戏 IP《王者荣耀》合作开展主题营销活动，并同步推出独家正版授权产品，在节庆消费高峰期有效拉动门店进店率与客单活跃度。公司已持续引入包括迪士尼、奥特曼、小马宝莉、草莓熊等在内的多类知名 IP 授权产品，覆盖儿童、家庭及年轻消费群体，丰富了门店的消费场景与客群结构。

IP 合作并非单一促销工具，而是好想来构建差异化门店体验、强化品牌情绪价值的重要组成部分。一方面，IP 主题陈列与授权商品提升了门店的可逛性与停留时长，有助于降低纯价格竞争权重；另一方面，通过持续输出统一、可识别的视觉与内容体系，公司正在推动门店由“卖货场所”向“具备内容属性的社区零食消费空间”演进，为后续门店加密与跨区域复制提供品牌层面的支撑。

图表24：好想来王者荣耀合作海报



资料来源：好像来抖音官方账号，中信建投

图表25：好想来 IP 潮玩海报



资料来源：好想来小红书，中信建投

### 3.2 营收增长途径一：全国开店空间仍存，良好单店模型快速复制和下沉

量贩零食单店模型具有良好的利润率水平，让加盟商 3 年内能回本，万辰集团旗下量贩零食门店以中等面积门店为主，单店建筑面积通常在 100-200 平方米 区间，兼顾坪效与 SKU 承载能力。公司在核心商圈及人流密集区域布局少量 250-300 平方米的大型门店，用于增强品牌展示与客流聚集效应。整体门店设计以明亮、开放为核心，强调舒适度与沉浸感，降低消费者进入门店的心理门槛。门店内支持按件与称重相结合的购买方式，消费者可根据价格敏感度与消费场景灵活组合不同品类，提升购物自由度与客单弹性。通过这一模式，公司在保持“高性价比”心智的同时，有效拓宽了单次消费结构。

图表26： 量贩零食单店模型

	量贩零食门店
员工 (人)	5
单店投入 (万元)	50
年收入 (万元)	360
月收入 (万元)	1
毛利率	18%
毛利额	64.8
人工费用	24.00
租金	18.00
水电及杂费	6.00
净利额	16.80
净利率	5%
回本周期 (月)	3

资料来源： 中信建投

图表27： 好像来店内设计图



资料来源： 招股书， 中信建投

#### 未来开店空间测算

我们基于万辰集团旗下全部品牌的合并口径门店分布，采用“区域分层 + 密度预测”的方法，对全国门店中长期可达规模进行测算。我们已验证区域作为锚点，对不同渗透阶段的区域分别赋予差异化密度假设。

我们按照当前集团合并口径的门店密度（万人/店），将全国省份、直辖市及自治区划分为四档：（1）成熟区域（≤6 万人/店）已进入相对成熟阶段，典型省份包括江苏、浙江、山东、河南、安徽等，集团门店网络已成规模，后续扩张更多体现为局部加密、门店结构优化及店型升级；（2）成长区域（6-10 万人/店）仍具备较好的复制条件，主要集中于东北及部分中部省份，扩张路径以核心城市加密与低线城市下沉并行；（3）潜力区域（10-20 万人/店）为当前集团中期扩张的核心增量来源，覆盖广东、四川、湖北、湖南等人口大省，整体

仍处于“补点+成网”阶段，门店数量增长弹性较高；（4）空白区域（>20 万人/店或尚未形成有效布局）包括海南、云南及部分自治区，以示范性与补点式布局推进，扩张节奏受制于供应链半径与加盟支持能力。

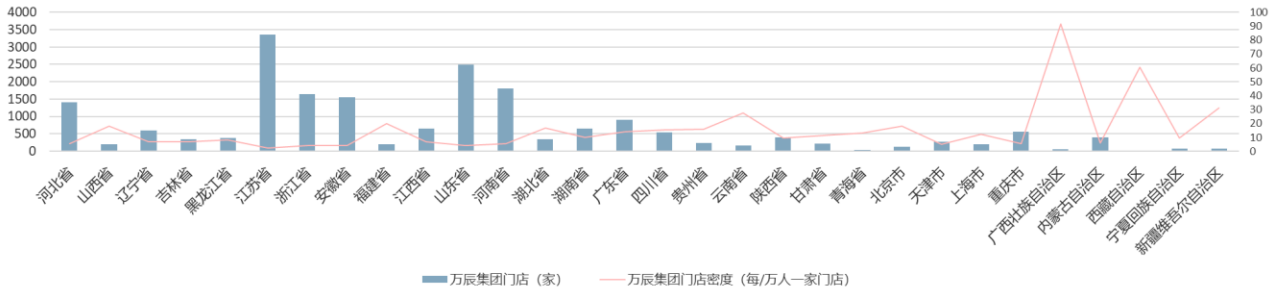
在情景假设上，我们分别设定乐观/中性/保守三种稳态密度水平：（1）乐观情景下，对应 2.2 / 5.5 / 9.5 / 20 万人/店；（2）中性情景下，对应 2.5 / 6.0 / 10.5 / 25 万人/店。我们测算中性情况下万辰可开门店 3 万家，乐观情况下 3.5 万家。

**图表28： 开店数量测算**

分级	省份、直辖市、或自治区	常住人口 (万人)	目前总门店 (家)	乐观预测门店 (家)	中性预测门店 (家)
成熟区域	河南省	9810	1813	4459	3924
	江苏省	8526	3353	3875	3410
	山东省	10122	2489	4601	4049
	河北省	7393	1403	3360	2957
	天津市	1367	272	621	547
	内蒙古自治区	2397	405	1090	959
	重庆市	3213	562	1460	1285
	安徽省	6121	1546	2782	2448
	浙江省	6627	1643	3012	2651
成长区域	辽宁省	4182	605	760	697
	吉林省	2339	341	425	390
	江西省	4510	644	820	752
	黑龙江省	3070	384	558	512
	陕西省	3952	407	719	659
	宁夏回族自治区	728	77	132	121
潜力区域	上海市	2488	202	262	237
	湖南省	6568	644	691	626
	甘肃省	2465	220	259	235
	青海省	595	45	63	57
	福建省	4183	210	440	398
	北京市	2183	121	230	208
	广东省	12706	899	1337	1210
	湖北省	5838	349	615	556
	四川省	8368	548	881	797
	贵州省	3856	241	406	367
	山西省	3467	193	365	330
空白区域	云南省	4657	170	233	186
	西藏自治区	364	6	18	15
	新疆维吾尔自治区	2587	83	129	103
	广西壮族自治区	5047	55	252	202
	海南省	1034	4	52	41

资料来源：百度地图，大众点评，中信建投

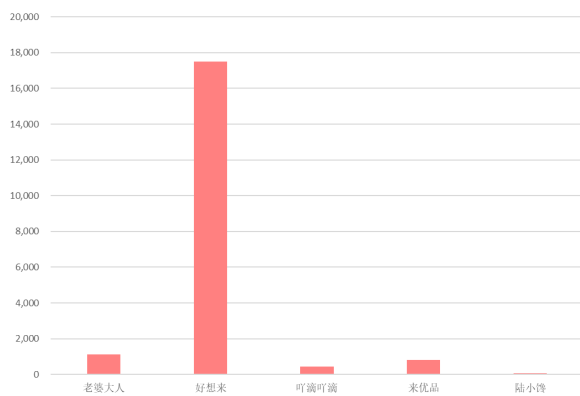
图表29： 2025 年全国万辰品牌门店密度（省、直辖市以及自治区）



资料来源：百度地图，窄门餐眼，大众点评，中信建投

好想来是万辰旗下门店数量最多的品牌，仍有加密空间。目前好想来门店密度约为 8.2 万人/店，而老婆大人、来优品、叮咚叮咚多集中在 100 - 2000 万人/店区间，表明多数区域仍处于“补点 + 加密”阶段。后续增量预计主要来自南方及中西部低密度省份（如广东、四川、广西等）的补密度。

图表30： 2025 年万辰集团品牌门店数量



资料来源：鸣鸣很忙、赵一鸣零食官网及公众号，中信建投

图表31： 2025 年万辰集团品牌门店密度



资料来源：鸣鸣很忙、赵一鸣零食官网及公众号，中信建投

### 3.3 营收增长途径二：打磨折扣超市新业态，第二曲线蓄势突破

从单店模型对比来看，折扣超市业态稳态下有着比社区型商超更好的回本周期和更优的 ROE。由于提供更好的性价比优势，折扣超市人流高于社区型商超，从而带来更高的门店收入，同时在租金和人工上的节约，以及更快的周转率，折扣超市的 ROE 优于社区型商超。当前折扣超市店型在 SKU 结构、供应链协同及运营节奏上持续迭代，单店收入提升的稳定性与可验证性有望进一步增强，经过为期一年的打磨之后，我们认为 2026 年加盟商的开店意愿有望加强，放量拐点临近。

**图表32：折扣超市和社区型商超单店模型对比**

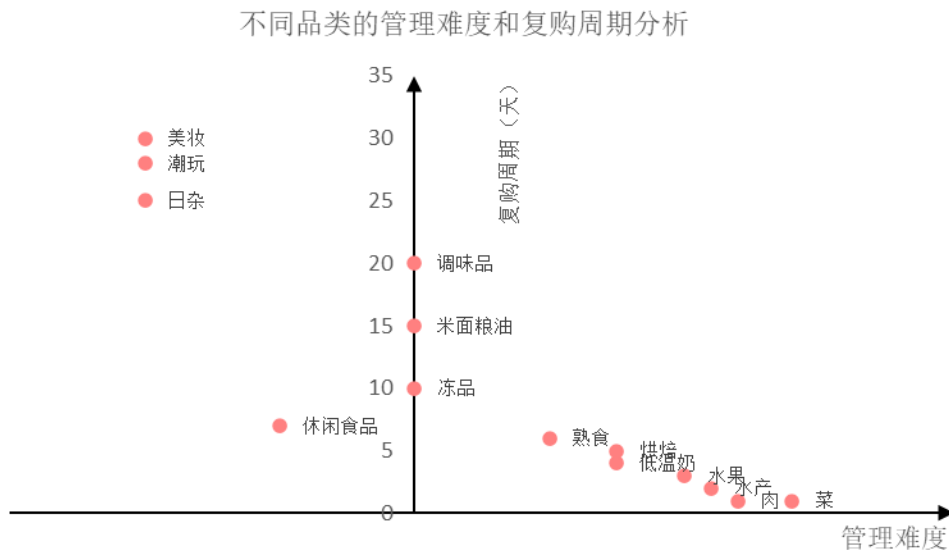
	折扣超市（基准情景预测）	折扣超市（放量情景预测）	社区型商超
员工（人）	6-7	6-7	7-9
单店投入（万元）	80-90	80-90	110-120
年收入（万元）	560-600	650-700	480-520
月收入（万元）	45-50	55-60	40-43
毛利率	约20%	约20%	约25%-30%
商品成本率	80%	80%	72%
人工费用率	6.0%	5.2%	8%
租金费用率	6.2%	5.4%	11%
水电费用率	2.0%	1.5%	1.9%
门店经营利润率	约6%-7%	约7%-8%	约7.7%
门店EBITDA（万元）	35-40	40-50	38-40
存货周转率（次）	6-7	7-8	4-5
ROE	约45%-50%	约60%-65%	约30%
回本周期（月）	26-30	18-22	34-38

资料来源：中信建投

当前折扣超市面临的核心约束，主要集中在三方面：（1）**品类扩张的有效性**：折扣超市并非“全品类即成功”，不同品类在毛利、周转与损耗上的差异显著，如何在扩品类的同时维持整体效率，是模型能否稳定复制的关键；（2）**性价比在全品类下的可持续性**：日化、粮油等上游集中度较高的品类，对规模议价能力要求更高，折扣超市在这些品类上的价格优势仍需通过规模放量进一步验证；（3）**门店运营复杂度显著提升**：更大的经营面积与更高的 SKU 密度，对前端人员培训、后端督导及信息系统提出更高要求，短期内对运营效率形成一定掣肘。

从中国线下门店经营来看，门店需要在不同品类的管理和复购周期做平衡，休闲食品是唯一具有较低管理难度和较高频复购的品类。（1）“双高组”，菜、肉类产品可以做到 1 天的高频复购，日常的水果、低温奶、烘焙等大多在 7 天以内复购，但管理难度（仓储、配送、运营、标准化执行）最大。（2）“中等组”，冻品、米面粮油、调味品具有中等的复购周期和管理难度，内部复购周期跨度其实较宽，从 10-20 天都有，具体需要结合具体细分品类分析。（3）“双低组”，美妆、潮玩、日杂具有低管理难度和低复购的特征，部分品类毛利率较高。管理难度成为制约门店的先决条件，因此高管理难度的菜、肉、水产、水果基本被排除在外，门店可以做的是通过优化选品组合，在潮玩、日杂、调味品、米面粮油、冻品、熟食、烘焙等品类中达到复购的高低配合。

图表33： 门店不同品类的管理难度和复购周期分析



资料来源：乐檬，中信建投

从全球折扣零售业态的演进路径看，不同折扣模式在成本结构与盈利稳定性上呈现出显著差异。硬折扣业态的核心特征并非依赖库存清理或阶段性促销获取价格优势，而是通过精简 SKU 结构、提升单品周转效率、压缩流通层级及降低门店运营成本，在低毛利率水平下实现可持续盈利。以奥乐齐和利多为代表的海外成熟的硬折扣企业模式为例，单店 SKU 数量通常控制在约 3,000 个左右，通过高度集中的选品结构换取对上游供应链的持续议价能力，门店毛利率约 15%，但依托高周转与低费用率，净利率仍可维持在约 4% 的相对稳定区间，体现出“低毛利—高效率—稳盈利”的商业特征。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

相比之下，软折扣业态通常通过更高的 SKU 丰富度与非标化选品吸引客流，单店 SKU 数量可达数万级别，毛利率区间相对较高，但由于门店运营复杂度和费用率水平较高，其盈利表现更依赖规模扩张与运营效率的持续改善，盈利稳定性相对弱于硬折扣模式。以唐吉诃德、TJ 麦克斯以及 伯灵顿等海外企业为代表，软折扣模式在引流能力与选品灵活性方面具备优势，但在成本结构的可复制性上存在一定差异。






在国内市场，上述两类模式仍处于本土化探索阶段，折扣零售业态已呈现出以成本结构为核心的分化路径。以零食很忙、盒马 NB、乐尔乐等为代表的硬折扣探索型企业，多以高频快消或零食为切入点，在较快库存周转与相对克制的费用投入下，净利率已达到约 3%-6% 的高标准表现。与此同时，以好特卖、嗨特购为代表的国内软折扣业态，更多依赖机会型采购与非标化选品，但其类型企业受制于选品复杂度与费用率水平，其净利率整体仍处于 1%-4% 的相对有限区间。因此我们认为国内折扣零售仍处在由规模扩张向效率与成本结构逐步沉淀的过渡阶段。

图表34：硬折扣业态代表公司（整合所有门店）

硬折扣业态代表公司（2025）							
企业	起源	核心折扣逻辑	SKU 数量	毛利率	净利率	费用结构特征	自有品牌策略
奥乐齐 (海外)	德国	以极致供应链效率和高自有品牌占比为核心，通过压缩 SKU、减少中间环节和门店运营成本实现长期低价	约 1,800 - 2,000 个	约 10% - 20% (全国) 约 20% 左右 (中国)	约 1% - 2% (全国) 约 5% 以上 (中国)	门店模型高度标准化，人效高，租金与营销费用占比低	自有品牌占比 90% 以上，品牌集中度极高
利多 (海外)	德国	以硬折扣模式为核心，通过高度标准化的门店模型、规模化直采及高比例自有品牌，压缩 SKU 数量和中间流通环节；依托供应链整合能力和高周转，实现“低毛利 + 低费用率”下的稳定盈利。	约 2,500 - 3,000 个	约 20% - 23%	约 3% - 5%	门店运营高度标准化，人效水平高；租金、营销及管理费用率较低，固定成本通过规模效应持续摊薄，盈利对销量和周转率依赖度较高。	自有品牌占比较高 (约 75% - 90%)
零食很忙	中国	以零食零售为切入点，通过高密度门店网络与加盟扩张形成规模采购优势；依托供应链直采与快速周转，压低进货成本与库存损耗，实现“低价走量”的折扣化零售。	约 2,000 - 4,000 个	约 9.3%	约 3.68%	总部轻资产运营，门店端承担主要租金与人工成本；总部以供应链、物流与信息系统投入为主，营销费用率相对较低，盈利对门店数量与周转效率依赖度较高。	自有品牌占比较低 (约 10% - 20%)
盒马 NB	中国	以“SKU 精简 + 高生鲜占比 + 源头直采/供应链重构 + 城市仓-社区店补货体系”为核心，主打天天低价与高周转，通过压缩流通环节与提升补货效率降低综合成本。	约 1,000 - 1,500 个	约 15%	未披露	低价策略下依赖“高周转 + 低损耗 + 低库存天数”，通过“城市仓 + 社区门店”提升补货时效，降低缺货与损耗；门店以性价比商品与日配提升坪效。	约 60% 以上
乐尔乐	中国	以零食量贩与折扣供应链为基础，通过规模化采购、与供应商深度议价和快速库存周转来降低采购成本；强化门店价格优势，吸引客流并形成价格敏感型消费场景，从而在竞争中建立价格与流量双驱动能力。	约 3,000 - 5,000 个	约 20% 左右	约 4% - 6%	总部采用轻资产模式 + 加盟扩张，门店承担主要的租金与人工成本；总部投入集中在供应链建设、信息系统与品牌推广，营销费用和渠道费用占比行业中等偏低。	没有自有品牌

资料来源：新浪财经，历德年报，知乎，彭拜，天下网商，整点消费，中信建投

图表35： 软折扣业态代表公司（整合所有门店）

软折扣业态代表公司（2025）							
企业	起源	核心折扣逻辑	SKU 数量	毛利率	净利率	费用结构特征	自有品牌策略
	日本	企业通过高密度、多品类的 SKU 组合与机会型采购相结合，营造“寻宝式购物体验”，在不追求极致低价的前提下，以价格低于常规零售的方式刺激冲动消费和高频到店，从而在维持相对较高毛利率的同时实现高周转和规模扩张。	约 2-5 万个	约 31.6%	约 4% 以上	门店模型强调体验与陈列密度，导致人工与运营成本占比较高，同时租金与管理费用水平高于极致效率型零售业态。	自有品牌占比约 20%
	美国	通过全球化采购网络获取品牌尾货、过季库存及订单取消商品，以低于传统百货的价格出售，并通过高 SKU 轮换与“寻宝式购物体验”刺激高频到店，在不追求极致低价的前提下实现高毛利与高周转	约 2-4 万个	约 25% - 30.9%	约 5.81% - 8.68%	门店模型相对轻资产，人工与租金费用占比中等，营销投入较低，整体费用率低于百货但高于硬折扣业态，依托高库存周转和规模效应维持较强盈利能力	自有品牌占比约 10% - 20%
	美国	通过机会型采购大规模获取品牌尾货、过季库存及取消订单商品，以显著低于传统百货的价格出售，并依托 SKU 高频轮换与“寻宝式购物体验”吸引非计划性消费，在不依赖制度化低价或规模直采的前提下实现盈利	约 2-4 万个	约 40% - 45%	约 3.5% - 5%	门店模型相对轻资产，人工与租金费用占比中等，营销投入较低，整体费用率低于百货、高于硬折扣，依靠高库存周转和规模效应维持利润	自有品牌占比约 10% - 20%
	中国	通过机会型采购集中获取品牌尾货、临期品及库存清理商品，以显著低于常规渠道的价格销售，商品结构高度非标、SKU 高频更换，依托“今天有什么便宜卖什么”的寻宝式体验吸引冲动型与高性价比消费	约 3,000 - 8,000 个	约 25% - 30%	约 2% - 4%	门店多位于社区或商场次级位置，租金成本相对可控，人工与运营费用占比中等偏高，整体费用率高于硬折扣但低于体验型零售，依靠低进货成本与高周转对冲费用压力	自有品牌占比极低约 10% 以下
	中国	通过机会型采购获取部分品牌尾货、临期及库存清理商品，同时辅以稳定直采商品，以低于常规渠道的价格覆盖高频刚需与冲动消费，折扣逻辑兼具“机会型采购”与“制度化低价”特征	约 4,000 - 10,000 个	约 20% - 25%	约 1% - 3%	门店多布局于社区及商场非核心位置，租金与人工成本相对可控，费用率低于体验型软折扣、高于硬折扣，运营结构更接近折扣超市	自有品牌占比约 10% - 20%

资料来源：Macrotrends，唐吉珂德年报，知乎，北京商报，亿邦动力，天下网商，整点消费，中信建投

### 3.4 利润增长途径：规模效应释放、补贴强度回落、自有品牌占比有望提升

公司盈利能力已完成“拐点确认”，并进入由规模效应与费用改善共同驱动的加速修复阶段。随着门店网络持续扩张，公司经营重心已由前期依赖补贴驱动的规模获取，逐步转向以规模效应与效率改善为核心的盈利兑现阶段，利润率修复路径逐步清晰。

**盈利能力改善且具备连续性特征。**公司净利率自 2023 年的 -1.57% 明显修复至 2024 年的 1.87%，并在 2025 年前三季度进一步提升至 4.35%，利润改善节奏随收入放量同步加快。归母净利润于 2024 年实现转正，2025 年前三季度同比大幅增长，ROE 同步回升至较高水平，显示盈利释放对股东回报形成放大效应。现金流表现进一步验证盈利改善的质量。2024 年公司经营现金流/净利润达 141%，自由现金流/净利润达 121%，2025 年前三季度继续提升至 150% 和 146%，证明盈利修复并未以透支现金流为代价，补贴及前期投入正逐步进入回收阶段。一方面，随着单店模型逐步成熟，前期开店补贴、翻牌补贴及竞争性补贴等对利润的侵蚀边际明显减弱，销售费用率进入下行通道；另一方面，门店规模扩张带动物流、仓储与信息系统等固定投入摊薄，规模效应开始在费用端持续释放。整体来看，公司费用结构正由“高补贴换规模”的扩张模式，向“低补贴+高周转+规模摊薄”的稳定复制模式过渡。

**图表36： 万辰集团各项财务指标历年情况**

	2022	2023	2024	2025Q3
营业收入(百万元)	549.26	9,293.74	32,328.83	36,562.31
YOY(%)		1592	247.86	77.37
归母净利润(百万元)	47.77	-82.93	293.52	854.98
YOY(%)		-274	453.95	917.04
毛利率(%)	15.97	9.3	10.76	11.69
净利率(%)	7.57	-1.57	1.87	4.35
ROE(%)摊薄	7.15	-12.85	26.73	41.87
EPS(元/股, 摊薄)	0.31	-0.54	1.63	4.56
P/E(倍)(TTM)	22.36	-125.35	250.86	44.56
P/B(倍)	2.81	8.27	15.85	20.99
经营现金流/净利润(%)	169	-701	141	150
自由现金流/净利润(%)	-592	-551	121	146

资料来源: Wind, 中信建投

在加盟政策层面，2025 年较 2024 年的补贴金额减小，政策重心已由单点补贴向体系化支持演进。行业整体不再进行恶性补贴强度竞争，而是更强调补贴效率与可持续性，政策重点逐步由“拉开店”转向“保经营、稳履约”。公司在加盟费、管理费、配送费等核心环节维持较低收费水平，并配套新开店补贴、翻牌补贴及阶段性竞争补贴，在选址初期与爬坡阶段为加盟商提供现金流缓冲，从而加快门店复制与区域渗透节奏。公司支持延伸至配送价格、系统使用、运营支持及竞争应对等多个经营环节，强化总部对门店运营过程的参与度与稳定性。在行业竞争加剧、优质点位争夺升温的背景下，该模式有助于在控制补贴强度的同时，维持加盟体系吸引力，并降低后续补贴刚性，对中期盈利能力形成正向支撑。

图表37: 好想来零食加盟政策



资料来源: 好想来官网, 中信建投

图表38: 好想来零食加盟政策



资料来源: 好想来官网, 中信建投

图表39: 鸣鸣很忙和万辰集团加盟政策比较

指标	时间	鸣鸣很忙	万辰集团
费用预算	2024	0 加盟费、0 管理费、0 培训费、0 装修费、0 服务费、0 督导费	0 加盟费、0 服务费、0 管理费、0 配送费、0 服务费、0 装修利润
	2025	0 加盟费、0 配送费	0 加盟费、0 配送费、0 管理费、0 装修费、0 服务费、0 装修利润
开店补贴	2024	①首店补贴最高 16.7 万元； ②门店面积达 150 m <sup>2</sup> 以上，实际经营面积达 120 m <sup>2</sup> 以上，且为非转型门店，补贴 7.2 万元； ③单店销量达标，补贴门店有效面积超过 40 m <sup>2</sup> ；补贴 3000 元，共补贴 12 个月	单店面积达 150 m <sup>2</sup> 以上，且为非转型门店，新开店补贴 10 万元
	2025	单店营业面积达到 150 m <sup>2</sup> 且为 2 m <sup>2</sup> 以上的转型门店，有效新鲜（指月报表至门店订货金额，除门店有效面积超过 40 m <sup>2</sup> ；补贴期限最长不超过一年）	单店营业面积达到 150 m <sup>2</sup> 且为 2 m <sup>2</sup> 以上的转型门店，且有效新鲜面积超过 40 m <sup>2</sup> ，最高补贴 36000 元
大招牌补贴	2024	①有效招牌面积在 20 - 40 m <sup>2</sup> 之间，超过 20 m <sup>2</sup> 部分补贴 300 元 /m <sup>2</sup> ； ②有效招牌面积在 40 - 60 m <sup>2</sup> 之间，超过 20 m <sup>2</sup> 部分补贴 400 元 /m <sup>2</sup> ； ③有效招牌面积超过 60 m <sup>2</sup> ，超过 20 m <sup>2</sup> 部分补贴	凡门头面积超过 30 平米的门店，超过 30 平米的部分公司可补贴 50 元 / 平米金额补贴（一次性装修补贴）

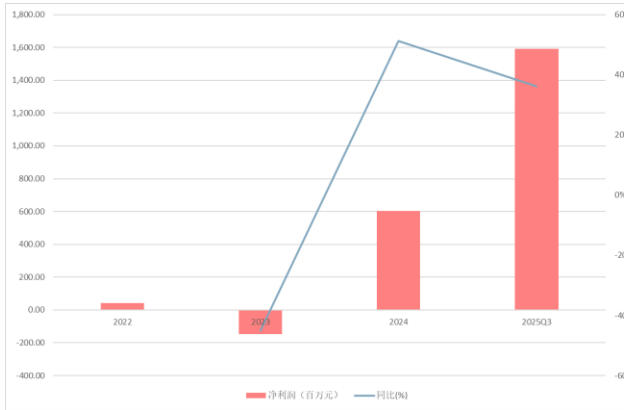
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

		500 元 /m <sup>2</sup>	
	2025	①有效招牌面积在 20 - 40 m <sup>2</sup> 之间，超过 20 m <sup>2</sup> 部分补贴 300 元 /m <sup>2</sup> ； ②有效招牌面积在 40 - 60 m <sup>2</sup> 之间，超过 20 m <sup>2</sup> 部分补贴 400 元 /m <sup>2</sup> ； ③有效招牌面积超过 60 m <sup>2</sup> ，超过 20 m <sup>2</sup> 部分补贴 500 元 /m <sup>2</sup> ，累计支持金额上限以实际计算为准	/
<b>竞争补贴</b>	2024	凡门店在选定门店（指总部初定，满足条件，公司将在本文件 1 个月内下店）1 公里范围内，且为竞品在营门店，在竞品在营门店，在该门店范围内，将额外补贴公司审核金额 50%（该 50% 是门店总补贴的 50%，且该补贴的支付时间是 2024 年 1 月 22 日 - 2024 年 4 月 30 日）	凡在竞品门店 200 米（百度地图导航步行距离）范围内的门店，进行的所有提升门店销售的活动，公司全力支持给予活动政策补贴（政策执行时间是 2024 年 1 月 1 日 - 2024 年 6 月 30 日）
	2025	/	/
<b>迁址补贴</b>	2024	本政策生效不强制调整门店，如因经营不佳（指连续 2 个月，月均免费消费金额低于 3000 元，且未达到补贴标准），可免费更换门店一次（迁址补贴支付时间是 2024 年 1 月 22 日 - 2024 年 4 月 30 日）	门店 100 米（百度地图导航步行距离）范围内迁址更换且未放弃大招牌补贴，可享受迁址补贴 1 次（迁址补贴支付时间是 2024 年 1 月 1 日 - 2024 年 6 月 30 日）
	2025	/	/

资料来源：鸣鸣很忙微信公众号，万辰集团微信公众号，中信建投

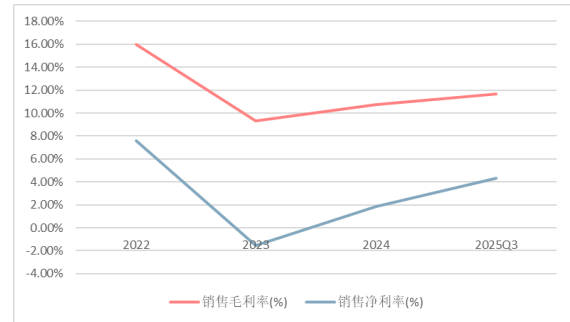
公司毛利率已处于行业相对领先水平，中长期自有品牌推动公司毛利率进一步上行。2025 年第三季度公司量贩零食毛利率已经爬升至 11.69%，领先全行业。万辰集团已启动自有品牌布局，但当前相关产品在整体收入中的占比仍处于个位数水平，显著低于成熟零售业态，山姆、盒马等会员制及新零售渠道自有品牌收入占比已达到 30%-35%，奥乐齐等海外硬折扣龙头更是接近 90%。我们认为过去 2 年公司围绕开店进行跑马圈地，自有品牌建设尚未进入公司战略最高等级，但公司本身具备庞大的销售数据库和前沿的消费者洞察，在门店数量加密到一定程度以后，自有品牌的建设将会被快速推进，推动公司毛利率进一步上行。

图表40： 万辰集团净利润和其增速



资料来源: Wind, 中信建投

图表41： 万辰集团销售毛利率和净利率



资料来源: Wind, 中信建投

## 四、盈利预测

**营收预测：**（1）量贩零食业务：根据前文测算，我们认为万辰全国仍有充足开店空间，优势区域安徽省、浙江省、河南省、山东省可继续加密，人口密度较大的河北省、山西省、福建省、广西省等省份下有广阔的下沉市场可开新店。单店由于下沉原因，贡献的年化营收有所降低，我们预计平均每年降低约 5%。（2）食用菌业务：行业竞争激烈，公司需求端较稳定，我们预计保持小幅度稳定增长。

**毛利率和费用率预测：**（1）毛利率：公司规模效应逐步释放，对上游供应链议价权加强，我们预计零食量贩业务毛利率逐步提升，带动公司整体毛利率提升。食用菌业务毛利率因成本等因素在 2024 年承压，2025 年逐步恢复，我们预计未来毛利率稳定在 5% 左右。2）费用率：随着公司营业收入提升，公司各项费用率整体被摊薄，公司于 2024 年下半年收紧对加盟商补贴，2025 年销售费用率显著下降，预计未来销售费用率、管理费用率逐步下降。

综上，我们预计万辰集团 2025、2026、2027 年营业收入分别为 545、659、738 亿元，归母净利润分别为 13.07、22.07、26.55 亿元。

**图表42：分业务拆分和费用率预测**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>零食量贩收入（百万元）</b>	67	8759	31790	53944	65363	73200
yoy		12973%	263%	70%	21%	12%
门店数（家）	232	4726	14196	19000	22500	25500
净增（家）		4494	9470	4804	3500	3000
单店年化（百万元）		3.53	3.36	3.25	3.15	3.05
yoy			-5%	-3%	-3%	-3%
<b>食用菌（百万元）</b>	483	535	539	539	549	560
yoy		11%	1%	0%	2%	2%
<b>营业总收入</b>	<b>550</b>	<b>9294</b>	<b>32329</b>	<b>54483</b>	<b>65912</b>	<b>73760</b>
yoy		1590%	248%	69%	21%	12%
总毛利率		9.3%	10.8%	11.8%	12.0%	12.0%
销售费用率		4.7%	4.4%	3.2%	2.9%	2.9%
管理费用率		4.8%	3.0%	2.8%	2.4%	2.4%

资料来源：Wind，中信建投

## 风险分析

- 1) 开店进程不及预期：随着各家量贩品牌加速开店，门店加密导致单店回本周期拉长，加盟商开店意愿可能降低，导致公司年度开店目标存在完不成风险。
- 2) 食品质量控制：公司采购、销售过程中都需要严格控制食品安全，以及各类添加剂的使用量，如果发生食品安全事件，会对公司品牌和信誉产生不利影响。
- 3) 行业竞争加剧：行业品牌众多，产品具有同质化的特征，如果更多新兴品牌进入市场，或者原有品牌为市占率掀起价格战，都会对公司产品销售产生不利影响。
- 4) 居民消费力下降，居民对可选食品的购买欲望下降，以家庭为单位的零食的购买减少。

## 分析师介绍

### 杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

### 余璇

中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk