零食量贩龙头扩店提速、规模效应持续兑现，行业头部景气延续上行

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

核心观点：

- 零食量贩持续替代传统零售渠道，行业结构性高景气仍在延续。2019—2024 年，中国休闲食品饮料专卖店渠道市场规模年复合增速达到 13.9%，明显高于整体休闲食品饮料零售市场 5.5%的增速，渠道份额由 7.6%提升至 11.2%。量贩零食 2019—2024 年业态市场规模年复合增速达到 77.9%。行业增长主要受到零售渠道结构性替代驱动，量贩零食仍处于渗透率较快提升阶段。
- 2026 年龙头扩店明显提速，验证零食量贩渠道仍具备较强的扩张动力。2026 年上半年，万辰集团和鸣鸣很忙分别新开门店同比分别增长 296.0%和 83.0%，两家合计新开门店 10,404 家，同比增长 161.7%。同期，万辰集团量贩零食业务收入同比增长 54.49%，鸣鸣很忙收入同比增长 60.0%。龙头门店扩张与收入增长相互验证，行业头部需求及收入景气维持高位。
- 规模效应持续转化为盈利改善，龙头利润增长明显快于收入增长。2026 年上半年，万辰集团量贩零食业务毛利率同比提升 1.25 个百分点至 12.74%，鸣鸣很忙毛利率同比提升约 2.20 个百分点至 11.53%；同期两家企业调整后净利率分别有所提升。门店规模扩大带动集中采购、供应链管理和组织运营效率改善，毛利率提升与费用率下降共同推动利润释放。两家龙头盈利能力连续改善，表明行业头部景气已由渠道规模扩张进一步传导至企业收入盈利提升。
- 龙头扩张质量尚未出现系统性恶化，行业高景气延续，但部分经营指标已出现边际压力。2026 年上半年，万辰集团和鸣鸣很忙门店退出比例分别由上年同期的 2.11%、0.89%下降至 1.78%、0.55%，经营现金流净额分别同比增长 39.5%、175.4%，门店网络整体保持稳定。不过，万辰集团 2026Q3 归母净利润同比增速低于上半年，前三季度经营现金流同比下降 1.09%，9 月末存货较 2025 年末增长 57.83%，显示利润增速和营运资金表现开始承压。整体判断，零食量贩行业头部企业仍处于高景气扩张阶段，规模效应和盈利能力改善趋势尚未逆转，但增长正从高速扩店与利润释放并行，逐步进入经营质量重要性上升的阶段。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

一、渠道替代持续深化，龙头扩店提速验证行业高景气

零食量贩行业持续快速增长，核心驱动力来自消费渠道的结构性变化。随着消费者对商品性价比、品类丰富度和购物便利性的要求提高，量贩零食凭借低价、多品类和社区化布局，持续承接传统商超、杂货店等渠道的消费需求，推动零食零售渠道份额重新分配。根据弗若斯特沙利文数据，2019—2024 年中国休闲食品饮料零售市场规模由 2.86 万亿元增长至 3.74 万亿元，年复合增速为 5.5%；同期休闲食品饮料专卖店渠道零售额由 2,184 亿元增至 4,190 亿元，年复合增速达到 13.9%，在整体零售市场中的份额由 7.6%提升至 11.2%。作为对比，超市渠道和杂货店渠道的份额分别由 49.2%、24.2%下降至 45.8%、22.7%，专卖店渠道对传统零售渠道的替代趋势较为明确。量贩零食是专卖店渠道中增长较快的细分业态，根据灼识咨询数据，2019—2024 年量贩零食市场规模年复合增速达到 77.9%，显著高于同期整体零食饮料零售市场增速。不同统计机构对零食零售市场的划分存在差异，但均显示量贩零食所处渠道具备较强的结构性增长动力。

量贩模式的竞争力主要体现在商品价格、购物体验和消费场景三个方面。传统零食流通通常经过多级经销商，终端加价环节较多，而量贩零食通过缩短流通链条、集中采购和较低的终端加价率，形成更具吸引力的零售价格。根据弗若斯特沙利文对一篮子常见零食饮料商品的比较，鸣鸣很忙 2024 年末的同类商品平均售价较线下超市低约 25%。同时，量贩零食门店通常提供约 1,800—2,000 个 SKU，涵盖零食、饮料、烘焙、乳制品等高频消费品类，并通过小包装、散装称重及持续上新降低消费者尝新成本。相较于传统商超以计划性采购为主、线上渠道存在配送时间和起购数量限制，社区量贩门店能够更好地满足即时购买、少量多次及休闲体验等需求。这种商品价格和消费体验的共同改善，使量贩零食在整体消费增长相对平稳的环境下，仍能通过渠道份额提升实现较快扩张。

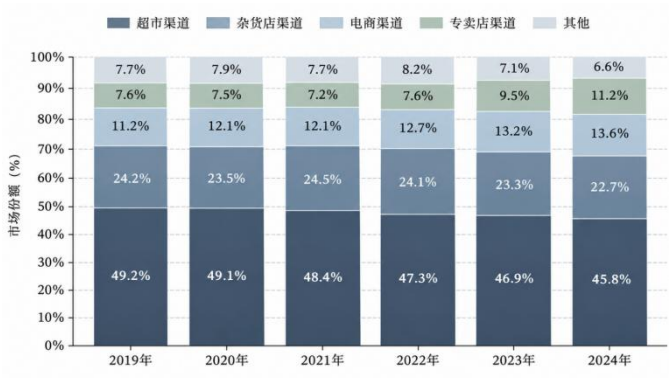
从龙头企业经营情况看，2026 年上半年量贩零食门店扩张明显提速，进一步验证行业渠道渗透仍在加快。万辰集团与鸣鸣很忙的门店数量在 2023 年末分别为 4,726 家和 6,585 家，2024 年末分别增长至 14,196 家和 14,394 家，2025 年末进一步增至 18,314 家和 21,948 家。进入 2026 年，两家企业扩店速度再次加快，上半年万辰集团新开门店 5,814 家，同比增长 296.0%；鸣鸣很忙新开加盟店 4,590 家，同比增长 83.0%。两家龙头上半年合计新开门店 10,404 家，较 2025 年同期的 3,976 家增长 161.7%，截至 2026 年 6 月底合计门店达到 50,207 家，较 2025 年末净增加 9,945 家。两家企业在门店规模已经达到万店级别的基础上，仍然实现了新增门店数量的明显增长，表明行业头部企业的市场拓展尚未进入停滞阶段，量贩零食渠道仍具备较强的扩张动力。

龙头门店扩张同时呈现优势市场加密与全国化渗透并行的特征。万辰集团早期主要布局长三角及华北市场，近年来逐步向华中、西北、东北等区域拓展，截至 2026 年 6 月底已覆盖全国 31 个省级行政区，其中华东地区门店数量达到 12,532 家，较 2025 年末净增加 2,644 家。鸣鸣很忙则持续向县城及乡镇市场渗透，截至 2026 年 6

月底，门店覆盖全国 31 个省级行政区，其中约 60%的门店位于县城及乡镇，覆盖县域数量由 2025 年末的 1,401 个增至 1,480 个，县域覆盖率由约 75%提升至 79%。两家企业通过不同区域的门店网络拓展，推动量贩零食由区域性业态逐步发展为全国性零售渠道，行业增长空间进一步向下沉市场及既有区域的门店加密延伸。

门店网络扩张已同步体现为龙头经营规模的快速增长。2026 年上半年，万辰集团量贩零食业务实现营业收入 345.21 亿元，同比增长 54.49%；鸣鸣很忙实现营业收入 449.97 亿元，同比增长 60.0%，两家企业收入均维持较高增速。其中，鸣鸣很忙同期门店终端 GMV 达到 638.89 亿元，反映其门店网络已经形成较大的终端零售规模。考虑到两家企业主要采用加盟模式，集团收入主要来自向加盟商销售商品，收入增长与门店扩张具有较强关联，目前尚不能将收入增速直接等同于同店销售增长。但结合专卖店渠道份额持续提升及 2026 年上半年龙头扩店重新提速的事实，量贩零食渠道的高景气已得到行业数据与企业经营数据的共同验证。整体判断，零食量贩行业仍处于渠道渗透率快速提升阶段，2026 年上半年龙头扩店速度明显加快，行业头部收入景气维持高位，结构性增长趋势持续向上。

图 1 2019—2024 年中国休闲食品饮料零售各渠道市场份额变化



资料来源：国家统计局、弗若斯特沙利文、第一创业证券研究所整理

图 2 2023—2026H1 万辰集团与鸣鸣很忙门店数量变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

二、规模效应持续兑现，龙头毛利率与净利率同步提升

零食量贩行业在门店规模持续扩张的同时，龙头盈利能力明显改善，规模效应已经开始转化为实际经营利润。2025 年，万辰集团量贩零食业务实现收入 508.57 亿元，同比增长 59.98%，毛利率同比提升 1.46 个百分点至 12.32%；鸣鸣很忙实现收入 661.70 亿元，同比增长 68.2%，毛利率由 2024 年的 7.6%提升至 9.8%。进入 2026 年，盈利改善趋势进一步延续，上半年万辰集团量贩零食业务毛利率同比提升 1.25 个百分点至 12.74%，鸣鸣很忙毛利率同比提升约 2.2 个百分点至 11.5%。两家企业连续两个年度均实现收入扩张与毛利率提升，表明量贩零食龙头的规模增长已经形成了较为稳定的盈利正反馈，行业头部盈利景气持续向上。

采购规模扩大、供应链整合深化，是推动龙头毛利率提升的重要因素。量贩零食企业主要通过向加盟商供应商品赚取进销差价，商品采购成本直接决定零售商的毛利空间。随着门店网络扩大，龙头对上游食品饮料厂商的采购规模持续增长，能够通过集中采购、厂商直供和定制化商品开发降低单位采购成本。同时，门店覆盖范围扩大使采购需求更加稳定，有助于企业提高订单计划性，并增强与供应商在商品规格、供货价格和交付周期方面的协调能力。以鸣鸣很忙为例，截至 2026 年 6 月底，公司已与超过 2,700 家食品饮料厂商建立合作关系，较 2025 年末的 2,500 余家进一步增加。万辰集团则持续推进统一采购及商品管理体系建设，并增加与上游厂商联合开发的定制化产品。两家龙头的供应链组织能力持续增强，已经在毛利率提升中得到体现。由于企业尚未单独披露采购单价、定制商品毛利率等指标，采购降本的具体贡献仍难以精确拆分，但毛利率连续改善表明规模优势正逐步转化为经营收益。

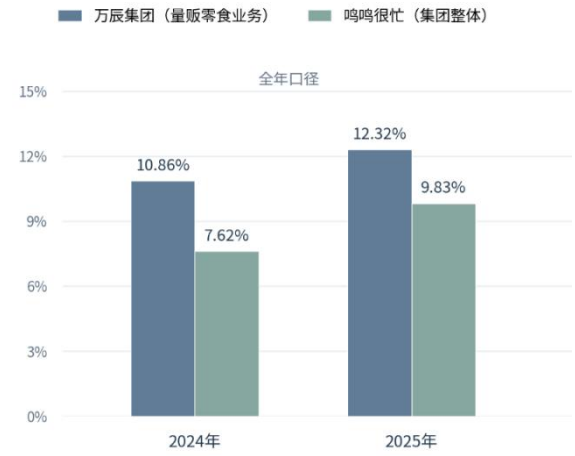
除采购端外，仓储配送和组织管理的规模效应也开始体现为费用率改善。量贩零食采用集中仓储、统一配送的模式，区域门店密度提高后，有助于提升仓库利用率、配送线路效率及管理人员服务门店数量，降低单位商品流通和管理成本。2026 年上半年，万辰集团销售费用与管理费用合计占营业收入的比例由 2025 年同期的 5.86%下降至 5.62%，下降 0.24 个百分点；鸣鸣很忙销售及营销费用与行政费用合计占收入的比例由 5.09%下降至 4.78%，下降 0.32 个百分点。同期，万辰集团营业收入同比增长 54.26%，销售费用和管理费用分别增长 48.14%和 47.71%；鸣鸣很忙营业收入同比增长 60.0%，销售及营销费用和行政费用分别增长 54.4%和 38.9%。两家企业收入增速均高于相关费用增速，说明在新增仓储、人员和管理投入持续增加的情况下，组织运营效率仍在改善，费用摊薄效应开始显现。

毛利率提升与费用率改善共同推动净利率上行，行业龙头已经进入利润加速释放阶段。从万辰集团量贩零食业务看，2024 年加回股份支付费用后的净利润为 8.58 亿元，对应净利率 2.70%；2025 年净利润增至 25.33 亿元，净利率提升至 4.98%。2026 年上半年，该业务加回股份支付费用后的净利润进一步增至 19.31 亿元，同比增长约 102%，净利率由 2025 年同期的 4.28%提升至 5.59%。鸣鸣很忙亦呈现相同趋势，2024—2025 年经调整净利润由 9.13 亿元增至 26.92 亿元，经调整净利率由 2.32%提升至 4.07%；2026 年上半年经调整净利润达到 24.48 亿元，同比增长 136.6%，经

调整净利率由 2025 年同期的 3.68%提升至 5.44%。两家公司调整后利润的具体口径存在差异，但各自的连续财务数据均显示，利润增长明显快于收入增长，盈利能力改善具有较强的一致性。

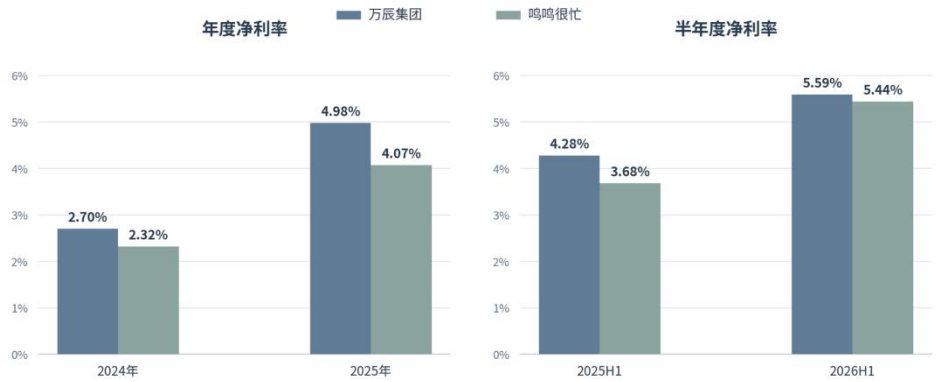
从盈利传导看，量贩零食龙头已形成规模扩张、采购成本优化、运营费用摊薄、净利率提升的正向循环。2026 年上半年，两家龙头毛利率分别同比提升 1.25 和 2.20 个百分点，销售及管理相关费用率分别下降 0.24 和 0.32 个百分点，毛利率改善对整体盈利能力提升的贡献更为明显。采购规模扩大、供应链管理优化为毛利率提升提供支撑，商品及收入结构变化也可能产生影响。尤其在量贩零食本身采取低毛利、高周转经营模式的背景下，毛利率与费用率的小幅改善能够形成较大的利润弹性。整体判断，零食量贩龙头的规模效应已经得到连续财务数据验证，行业头部盈利景气持续上行，增长动力正在由门店数量扩张进一步延伸至经营效率和单位收入盈利能力提升，利润释放仍处于持续兑现阶段。

图 3 2024—2026H1 万辰集团、鸣鸣很忙毛利率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

图 4 2024—2026H1 两家龙头调整后净利率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

三、扩张质量尚未出现系统性恶化，头部高景气仍具持续性

零食量贩龙头在门店快速扩张过程中，门店退出比例并未明显上升，加盟网络整体仍保持较强的扩张能力。2026 年上半年，万辰集团减少门店 326 家，虽然高于 2025 年同期的 299 家，但相对于期初门店规模的减少比例由 2.11%下降至 1.78%；鸣鸣很忙同期关闭加盟店 121 家，低于 2025 年同期的 128 家，相对于期初加盟店规模的关闭比例由 0.89%下降至 0.55%。两家企业在新开门店明显增加的同时，门店退出比例均有所下降，表明现阶段大规模扩张尚未导致门店网络出现系统性收缩。不过，门店退出数据只能反映加盟网络的稳定程度，尚不足以证明所有存续门店的盈利能力同步改善。

经营现金流表现进一步验证龙头具备较强的经营获现能力，但企业之间已出现一定差异。2026 年上半年，万辰集团经营活动现金流净额达到 18.11 亿元，同比增长 39.5%，低于同期 54.3%的收入增速；鸣鸣很忙经营活动现金流净额达到 38.43 亿元，同比增长 175.4%，明显高于同期 60.0%的收入增速。两家龙头 2026 年上半年经营现金流均保持较大规模净流入，其中鸣鸣很忙经营现金流明显高于同期净利润；万辰集团经营现金流同比增长 39.5%，但略低于合并口径净利润，表明两家企业的利润现金转化程度已经出现差异。考虑到量贩零食主要采用加盟经营模式，总部通常通过向加盟商供货确认收入，经营现金流仍受到加盟商预付款、供应商结算及备货周期的影响，因此总部现金流改善与终端门店销售质量之间仍存在一定差异。

库存变化则显示两家龙头的营运资本管理开始出现不同趋势。鸣鸣很忙 2026 年 6 月末存货为 24.81 亿元，较 2025 年末的 24.90 亿元基本持平，反映其在业务规模持续增长的情况下，期末库存并未同步扩张。万辰集团 2026 年 6 月末存货为 25.37 亿元，较 2025 年末增长 7.6%；至 2026 年 9 月末进一步增加至 37.22 亿元，较 2025 年末增长 57.8%。公司披露主要系量贩零食业务增长带动仓库商品储备增加，反映其扩张过程中对库存及营运资金的占用有所上升。目前尚无充分证据表明库存增长已经转化为终端滞销压力，但相比鸣鸣很忙，万辰集团的库存扩张速度明显更快，经营资金占用有所增加。

从最新季度业绩看，万辰集团利润仍保持较快增长，但增速已出现边际放缓。2026Q3 公司实现营业收入 207.92 亿元，同比增长 48.73%；归母净利润 6.28 亿元，同比增长 63.84%，利润增速继续高于收入增速，但较上半年 156.58%的归母净利润增速明显下降。同期，根据前三季度与上半年累计数据计算，公司第三季度经营现金流净额约 5.45 亿元，低于上年同期的 10.84 亿元，同比下降约 49.7%。截至 2026 年 9 月末，公司前三季度累计经营现金流净额仍达到 23.56 亿元，但同比下降 1.09%，与同期归母净利润增长 114.99%的表现形成差异。这表明万辰集团目前仍处于盈利增长阶段，但利润增长的现金流转化力度有所减弱，经营表现已从此前利润与现金流同步快速增长，转向利润保持较高增速、现金流边际承压的阶段。

综合来看，零食量贩行业头部企业的扩张质量尚未出现系统性恶化，两家龙头门店

退出比例保持低位，盈利和经营现金流仍具备较强支撑，行业高景气延续的基础尚未改变。不过，随着门店网络规模扩大，龙头经营表现已开始出现差异，万辰集团最新季度利润增速回落、库存增加及经营现金流放缓，表明高速扩张对营运资本和经营效率提出了更高要求。同时，总部盈利能力提升并不能直接代表加盟商单店盈利水平同步改善。整体判断，零食量贩行业头部景气仍处于高位，规模扩张与盈利能力改善的趋势尚未逆转，但 2026 年下半年部分经营指标已出现边际压力，行业正进入高增长延续、扩张质量重要性上升的阶段。

图 5 2025H1—2026H1 万辰集团与鸣鸣很忙经营现金流变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

表 1 两家龙头门店退出比例及最新经营质量指标

指标	万辰集团		鸣鸣很忙	
	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1
门店退出比例（%）	2.11%	1.78%	0.89%	0.55%
经营活动现金流净额（亿元）	12.98	18.11	13.96	38.43
经营现金流同比增速（%）	143.9%	39.5%	13.6%	175.4%
营业收入同比增速（%）	106.89%	54.26%	77.6%	60.0%
期末存货（亿元）	22.69	25.37	24.90	24.81
期末存货较期初变动（%）	-15.7%	+7.6%	+14.9%	-0.4%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

注：1）门店退出比例=退出/关闭门店数量÷期初门店数量。2）万辰集团 2025H1 门店退出数量按减少及关闭门店合计 299 家计算；2026H1 按减少门店 326 家计算。3）鸣鸣很忙门店退出数量采用关闭加盟店口径。4）两家公司“最新”指标披露期不同：万辰集团最新为 2026Q3，鸣鸣很忙最新为 2026H1。

重要声明：

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式：

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL:0755-23838888FAX:0755-25831718 P.R.China:518048www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL:010-63197788FAX:010-63197777 P.R.China:100140