

行业深度 (R3)

食品饮料

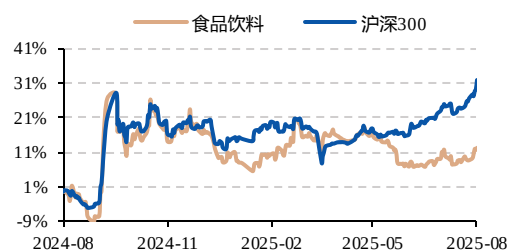
量贩零食品牌，步入业绩释放期

2025 年 08 月 22 日

评级 领先大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
食品饮料	2.85	-3.49	11.37
沪深 300	7.16	11.79	31.80

黄静

分析师

执业证书编号:S0530524020001
 huangjing48@hncasing.com

相关报告

- 1 食品饮料行业 2025 年 8 月月报：市场交投活跃，等待补涨机会 2025-08-20
- 2 食品饮料行业 2025 年 7 月月报：中报窗口期，关注绩优股 2025-07-23

重点股票	2024A		2025E		2026E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
万辰集团	1.63	92.05	4.73	31.71	5.88	25.54	买入
盐津铺子	2.35	30.55	2.96	24.22	3.60	19.92	买入
劲仔食品	0.65	20.17	0.77	17.01	0.93	13.98	买入

资料来源：Wind，财信证券

投资要点：

- **何为量贩零食：**量贩零食是一种通过集中采购、压缩流通链条、提升运营效率从而为消费者提供高性价比消费体验的垂直品类零售业态。该业态通过对供应链和零售门店的创新改革，提升渠道效率，确保产品更高效地触达消费者，满足消费者“多快好省”的综合消费需求。具体来看，量贩零食品牌压缩流通环节的毛利，将节省的利润让渡给消费者和加盟商，实现互利共赢，真正实现薄利多销。
- **量贩零食行业研究：**2024 年，我国休闲食品饮料零售行业规模为 3.74 万亿元，同比增长 4.09%，五年 CAGR 为 5.48%。过去，渠道变革引领了休闲食品行业发展脉络。当前，我们处于渠道多元化阶段，线下量贩渠道、线上直播电商和内容电商正快速发展。量贩零食业态有望持续承接其他渠道的零食消费转移而成长，预计于 2028 年达到 2353 亿市场规模。根据测算，全国门店数量天花板超过 7 万家。经历过前期激烈的跑马圈地竞争之后，当前行业竞争格局愈发稳固，“南很忙北万辰”格局基本形成。两大龙头优势显著，门店数量超过 1.5 万家，遥遥领先，后续有望通过偏远空白区域门店开拓和已有核心区域门店加密达到 2 万家门店规模。与此同时，行业竞争呈现趋缓态势，开店补贴“退坡”，门店折扣力度减少；企业迈入新的供应链精细化运营阶段，积极发展自有品牌产品，龙头公司盈利能力有望随之提升。“零食+”的省钱超市模型有望打造第二成长曲线。省钱超市大多以零食为核心基础，增加高频生活用品或新兴潮玩等品类，覆盖更广泛的人群，提升消费者黏性，有助于增加消费者购买频次和客单价，升级优化门店模型。
- **量贩零食行业玩家研究：**量贩零食行业玩家主要分为两类：1) 量贩零食品牌，如万辰集团（好想来）和鸣鸣很忙等，向加盟商供货赚取价差，并收取相应的加盟费/配送服务等；2) 休闲零食生产品牌商，如盐津铺子、劲仔食品、好想你等，向量贩零食渠道供货增加销售规模，提升品牌影响力。目前来看，量贩零食品牌进入业绩加速释放期，而零食生产品牌商则进入相对稳健成长阶段。
- **投资建议：**建议重点关注量贩零食品牌确定性的业绩释放，关注零食生产商收入规模超预期情况。当前，国内外环境复杂多变，促消费政

策持续推进发力，消费者信心有所恢复，消费市场活跃度有所提升，因此，维持食品饮料行业“领先大市”评级。对于量贩零食行业，伴随行业规模的持续扩大和行业竞争的放缓，量贩零食品牌有望显著受益于此，叠加龙头公司本身内部治理优化和精细化管理运营能力提升，业绩释放确定性增强。对零食生产商而言，量贩零食在过去两年贡献较高的业绩增量，但随着行业增速放缓，其边际效应有所削弱，往后看，其收入和业绩的成长性更多地依赖于自身产品或品类的扩张、以及新渠道的开拓或现有渠道的精耕。因此，建议关注业绩有望持续兑现的万辰集团、渠道力和供应链能力较强的盐津铺子、产品力强及期待渠道改革的劲仔食品。

➤ 风险提示：开店不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题等。

内容目录

1 何为量贩零食	6
1.1 多：满足消费者一站式购物需求	7
1.2 快：满足消费者便捷即时购物需求	8
1.3 好：满足消费者安全多变购物需求	9
1.4 省：满足消费者极致性价比消费需求	11
2 量贩零食行业研究	12
2.1 行业规模	12
2.2 单店模型	15
2.3 行业发展阶段	16
2.4 行业发展展望	18
3 量贩零食行业玩家研究	21
3.1 万辰集团	21
3.2 鸣鸣很忙	23
3.3 三只松鼠	25
3.4 盐津铺子	26
3.5 好想你	28
3.6 劲仔食品	29
4 投资建议	30

图表目录

图 1: 鸣鸣很忙的量贩商业模式 VS 传统模式.....	6
图 2: 休闲零食各销售渠道特征对比.....	7
图 3: 量贩零食门店覆盖多个核心品类.....	7
图 4: 门店 SKU 数量 (个)	8
图 5: 好想来的选址逻辑.....	8
图 6: 头部品牌门店数量 (家)	9
图 7: 鸣鸣很忙门店分布情况.....	9
图 8: 头部品牌的仓储情况	9
图 9: 鸣鸣很忙的选品逻辑	10
图 10: 万辰集团主要合作生产厂家.....	10
图 11: 食品质量及安全控制.....	10
图 12: 量贩零食业态的极致性价比.....	11
图 13: 量贩零食渠道产品价格更低.....	11
图 14: 中国休闲食品饮料行业零售市场按区域划分的市场规模 (单位: 十亿)	12
图 15: 休闲零食行业渠道变迁.....	13
图 16: 中国休闲食品饮料行业零售市场各渠道占比 (单位: 十亿元)	13
图 17: 量贩零食店市场规模	14
图 18: 量贩零食店规模占比	14
图 19: 行业竞争格局.....	18
图 20: 行业主要玩家未来扩张区域.....	18
图 21: 万辰集团门店数量.....	21
图 22: 万辰集团零食业务收入.....	21
图 23: 万辰集团零食业务剔除股份支付费用后利润	21
图 24: 万辰集团零食业务盈利能力	21
图 25: 万辰集团股权结构.....	22
图 26: 万辰集团各个子公司情况一览	22
图 27: 鸣鸣很忙门店数量.....	23
图 28: 鸣鸣很忙收入.....	23
图 29: 鸣鸣很忙利润.....	23
图 30: 鸣鸣很忙盈利能力	23
图 31: 零食很忙的门面装饰	24
图 32: 赵一鸣零食的门面装饰.....	24
图 33: 零食很忙闭店率低.....	24
图 34: 零食很忙加盟商情况	24
图 35: 鸣鸣很忙自有品牌产品矩阵.....	25
图 36: 三只松鼠经营模式.....	25
图 37: 三只松鼠收入.....	26
图 38: 三只松鼠渠道拆解.....	26
图 39: 三只松鼠利润.....	26
图 40: 三只松鼠盈利能力	26
图 41: 盐津铺子收入.....	27
图 42: 盐津铺子渠道拆分.....	27
图 43: 盐津铺子利润.....	27

图 44: 盐津铺子盈利能力	27
图 45: 好想你收入	28
图 46: 好想你收入构成	28
图 47: 好想你利润	28
图 48: 好想你盈利能力	28
图 49: 劲仔食品收入	29
图 50: 劲仔食品产品拆解	29
图 51: 劲仔食品利润	30
图 52: 劲仔食品盈利能力	30
表 1: 量贩零食门店测算	14
表 2: 鸣鸣很忙经营数据拆解	15
表 3: 鸣鸣很忙单店模型拟合	16
表 4: 行业主要玩家情况一览	17
表 5: 不同零售业态的利润率水平	19
表 6: 行业主要玩家 2025 年加盟补贴“退坡”	19
表 7: 省钱超市新增品类/特点	20
表 8: 经营数据拆解	24

1 何为量贩零食

量贩零食是一种通过集中采购、压缩流通链条、提升运营效率从而为消费者提供高性价比消费体验的垂直品类零售业态。该业态通过对供应链和零售门店的创新改革，提升渠道效率，确保产品能更高效地触达消费者，满足消费者“多快好省”的综合消费需求。具体来看，量贩零食品牌压缩各环节的毛利，将节省的利润让渡给消费者和加盟商，与加盟商互利共赢，真正实现薄利多销。在供应链端，量贩零食直接与品牌厂商或上游代理商对接供货，利用规模化销售促使品牌厂商降价，最大限度地降低了中间环节加价率。在门店端，基于大量动销数据持续优化店铺模型，推动产品种类、商品陈列及库存周转优化，从而提升门店经营效率，并通过标准化的门店设计和统一品牌策略，大幅节约了营销和传播成本。

图 1：鸣鸣很忙的量贩商业模式 VS 传统模式



资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

量贩零食通过极致效率提升来满足消费者“多快好省”的消费需求，契合我国经济发展周期，得以迅猛发展。

多：休闲食品饮料的垂直品类超市，满足消费者多品类、多品牌、多规格的一站式的购物需求。

快：开在家门口和购物中心的门店，易见易达，持续加密仓储物流配送网络，满足消费者便捷即时的购物需求。

好：严选优质生产厂家，保证产品质量，精选爆款品牌、品类，时常上新，满足消费者安全且多变的购物需求。

省：通过大规模集中采购、简化中间流通环节来降低成本，满足消费者极致性价比的购物需求。

图 2：休闲零食各销售渠道特征对比

		渠道定位	产品多样性	产品性价比	门店网络范围	购物体验
专卖店渠道	量贩模式	专注经营多品牌、多品类、多规格休闲食品饮料的量贩零售商，以高质价比为核心，打造广泛精选商品组合的一站式购物体验。	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
	其他专卖店	依托特定休闲食品饮料品牌或品类的专卖店，提供精选购物体验。	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★	★★★★
超市渠道	超市及大卖场	均衡布局食品饮料及家庭日用品类的综合零售商，适量销售休闲食品饮料品类。	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆
	便利店	满足即时消费需求及便利型杂货采购需求的零售业态。	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★	★★★☆☆
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	★★★☆☆

资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

1.1 多：满足消费者一站式购物需求

从商品品类来看，量贩零食门店的商品主要为休闲食品饮料，完全覆盖水饮冲调、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、素食山珍等多个核心品类。

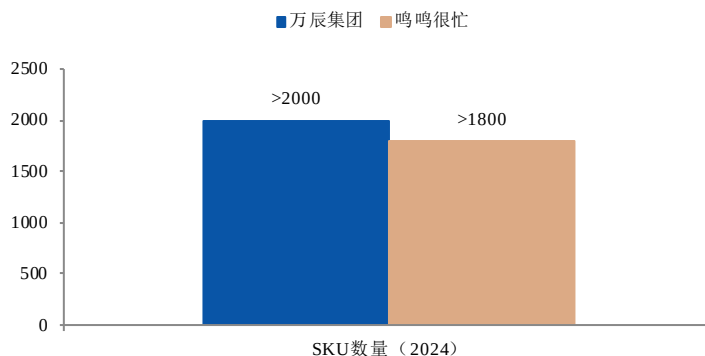
图 3：量贩零食门店覆盖多个核心品类

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		

资料来源：万辰集团年报，财信证券

从门店 SKU 数量来看，量贩零食门店的 SKU 显著多于同等规模的商超。具体来看，万辰集团的整体 SKU 超过 2000 个；鸣鸣很忙在库 SKU 共 3380 个，其中单店 SKU 最少为 1800 个，是同等规模商超中休闲食品饮料产品平均 SKU 数量的 2 倍。

图 4：门店 SKU 数量（个）



资料来源：万辰集团年报，鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

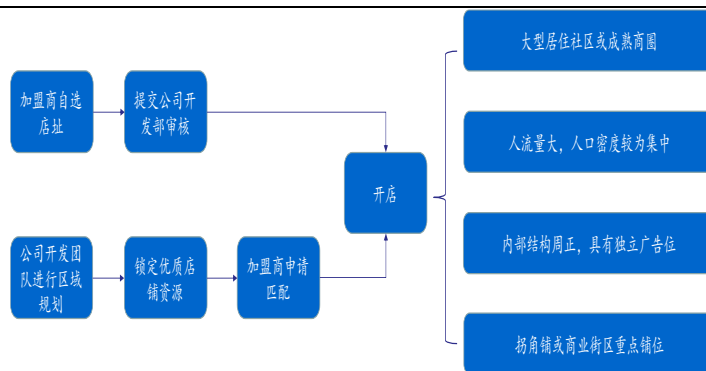
1.2 快：满足消费者便捷即时购物需求

选址是零售行业最重要的因素之一。量贩零食门店大多选址于客流量大的商场和社区。通常位于易见、易达的街边位置，人流量大且稳定，可满足消费者日常需求且便于复购。

好想来的加盟选址要求为：1) 大型居住社区或成熟商圈，人流量大，人口密度较为集中，主入口最佳；2) 内部结构周正，具有独立广告位；3) 门头 10 米以上，一二线城市使用面积 120 平的拐角铺或商业街区重点铺位，县城门店使用面积 150 平最佳。

零食很忙的加盟选址要求为：1) 大型居住社区或成熟商圈，人流量较大，人口密度较为集中的位置，主入口最佳；2) 选择门面内部结构周正，具有独立广告位，套内实际营业面积不低于 150 平米，门头开间不低于 12 米，三门头以上最佳。

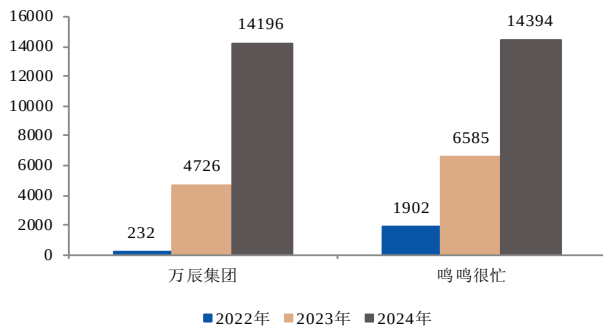
图 5：好想来的选址逻辑



资料来源：好想来官网，财信证券

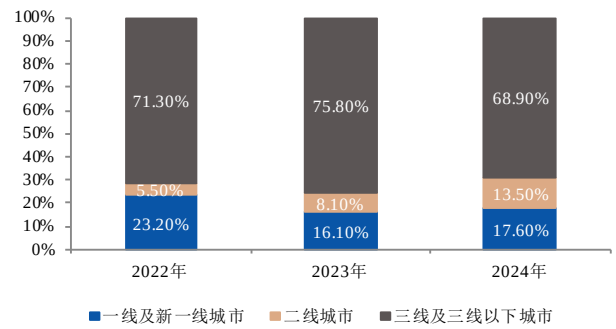
量贩零食门店在部分地区已经实现高度下沉。目前，头部品牌的门店数量早已超过万家，门店网络基本覆盖到全国范围。以鸣鸣很忙为例，截至 2024 年 12 月 31 日，其门店网络已经覆盖 28 个省份和所有线级城市、1224 个县，覆盖率达到约 66%。一线及新一线城市、二线城市、三线及三线以下城市门店占比分别为 17.6%/13.5%/68.9%。

图 6：头部品牌门店数量（家）



资料来源：万辰集团年报，鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

图 7：鸣鸣很忙门店分布情况

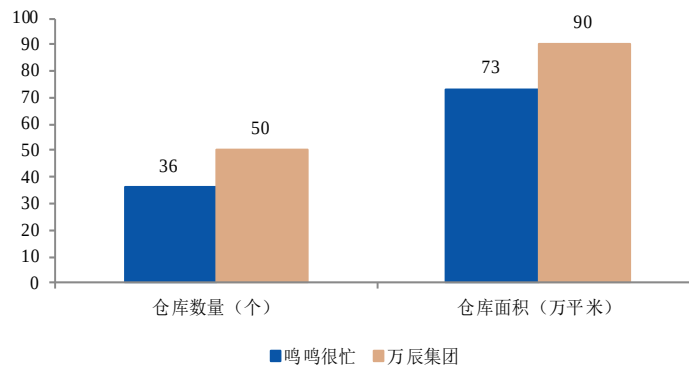


资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

量贩零食门店基本实现了全流程数字化管理。量贩零食品牌已具备覆盖选品采购、仓储物流、加盟商及门店管理等全流程的数字化能力。通过使用数字化订货系统、仓储管理系统和运输管理系统，有效提高整个供应链的反应效率，也保障门店的标准化运营。

量贩零食门店仓储物流配送反应迅速。为保证配送的及时和供应链的高效运转，头部品牌已经搭建起全国性仓储网络。其中，为保证配送范围在 300 公里以内，实现 24 小时内及时向门店配送，鸣鸣很忙在全国布局了 36 个仓库，仓库面积达到 73 万平方米；万辰集团更是在全国布局了超 90 万平方米的仓库。

图 8：头部品牌的仓储情况



资料来源：万辰集团年报，鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

1.3 好：满足消费者安全多变购物需求

量贩零食门店选品一般围绕用户需求进行，核心原因在于精选爆款品牌或品类，有助于提高门店周转效率从而提升盈利能力。量贩零食品牌通过记录和分析大量的消费者的消费行为和习惯，积累其喜好、口味变化趋势等信息，从而实现门店产品的精选与定制。以鸣鸣很忙为例，公司目前拥有超百人的选品团队，积累了超 16 亿人次消费者的消费数据，有助于对消费者需求变化趋势进行深入分析和决策；公司构建了一套基于用户需求选品的“初选-试吃-试卖-推广”的标准化选品决策机制；门店每月有数百款产品的上新活动，持续为消费者带来新鲜、精细的产品体验，引领行业的口味趋势。

```
graph LR; subgraph Selection [选品]; S1[超百人的选品团队]; S2[16亿人次消费带来海量消费者样本数据]; S3[上线全民选品小程序来吸收消费者意见]; S4[构建“初选-试吃-试卖-推广”的标准化选品流程]; end; subgraph Production [生产]; P1[合作超750个主要品牌厂商]; P2[与供应商合作生产定制款]; end; subgraph Promotion [上新推广]; end; Selection --> Production; Production --> Promotion; Promotion -- "循环积累消费者数据" --> Selection;
```

循环积累消费者数据

选品

- 超百人的选品团队
- 16亿人次消费带来海量消费者样本数据
- 上线全民选品小程序来吸收消费者意见
- 构建“初选-试吃-试卖-推广”的标准化选品流程

生产

- 合作超750个主要品牌厂商
- 与供应商合作生产定制款

上新推广

量贩零食品牌的主要合作生产商为中小型厂商，保障产品品质。零食量贩店大多直接从品牌商处拿货，且对生产商或者品牌商的资质有一定的门槛，从而保证产品质量。鸣鸣很忙目前合作了超 750 个主要品牌，与《2024 胡润中国食品行业百强榜》中约 50% 的企业达成合作。万辰集团主要合作生产商也大多为知名品牌。

量贩零食品牌有一套完备的食品质量及安全控制制度。公司一般针对供应链端和门店端均建立了食品安全管理体系。该体系从产品源头开始，覆盖生产、运输、仓储、门店销售、消费者服务的全过程，保障产品质量和安全。

综合管理基础设施：供应链及门店建立全面的食品安全管理系统，实现全过程覆盖。	供应链管理：对供应商进行多维度、定期的评估。远程质量控制措施及现场检查
仓储及质量核查：入库质检程序全覆盖，专门实验室检验、上架再检验。	培训：食品安全培训项目、定期更新培训模块。

-10-

1.4 省：满足消费者极致性价比消费需求

“高性价比”是量贩零食业态服务大众的竞争策略，也是其持续抢占市场份额最关键的因素之一。量贩零食业态低价的核心竞争力主要构成因素有：1) 休闲零食饮料产品绝大多数产品由厂商直供，缩短流转环节，加快商品周转，减少中间成本；2) 零售行业规模优势显著，量贩零食品牌凭借规模优势和灵活的结算方式向上游生产厂商实现更高议价水平；3) 量贩零食品牌纷纷建立起高效的物流体系和高效的数字化系统以降低物流成本和运营成本；4) 发展自有品牌，逐步增加定制化产品份额。

图 12：量贩零食业态的极致性价比



资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

量贩零食模式下，产品价格显著更低。据鸣鸣很忙上市申报书披露，基于重构的供应链和显著的规模效应，鸣鸣很忙门店产品的平均价格对比线下超市渠道的同类产品便宜约 25%。对比主要量贩零食门店、便利店和电商的主要产品价格，量贩零食门店的价格优势明显。此外，量贩零食门店可提供更小品规的产品，适合少量多次的购物需求。

图 13：量贩零食渠道产品价格更低

产品	规格	好想来（长沙店）	零食很忙（长沙店）	某连锁便利店（长沙店）	某线上购物平台
怡宝纯净水	555ml/瓶装	1	1	2	1.5
农夫山泉东方树叶	500ml/瓶装	4.5	4.5	5	4.26
乐事薯片	56g/袋装	4.3	4.2	3.5（40g）	7.45（75g）
	10g（换算后）	0.77	0.75	0.88	0.99
洽洽瓜子	115g/袋装	4.5（115g）	2.9（68g）	8.5（142g）	29.9（350g）
	100g（换算后）	3.91	4.26	5.99	8.54
白象汤好喝方便面	116g/桶装	—	3.8	5.5	4.58
百事可乐	330ml/罐装	1.8	1.8	2.5	2.63

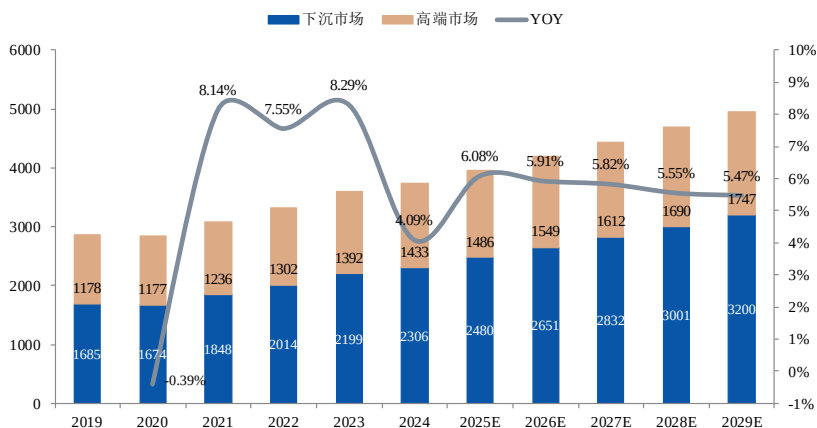
资料来源：好想来、零食很忙、某连锁超市线下门店草根调研数据，淘宝网，财信证券（单位：元）

2 量贩零食行业研究

2.1 行业规模

根据鸣鸣很忙上市申请书中弗若斯特沙利文报告，2024 年我国休闲食品饮料零售行业规模为 3.74 万亿元，同比增长 4.09%，五年 CAGR 为 5.48%。按照区域划分来看，下沉市场发展空间较大，增速较高。2024 年，下沉市场和高端市场规模分别为 2.31/1.43 万亿元，占比分别为 61.68%/38.32%，分别增长 4.85%/2.89%。预计未来五年，行业将维持 5% 以上的增速，并于 2029 年达到接近 5 万亿市场规模。

图 14：中国休闲食品饮料行业零售市场按区域划分的市场规模（单位：十亿）

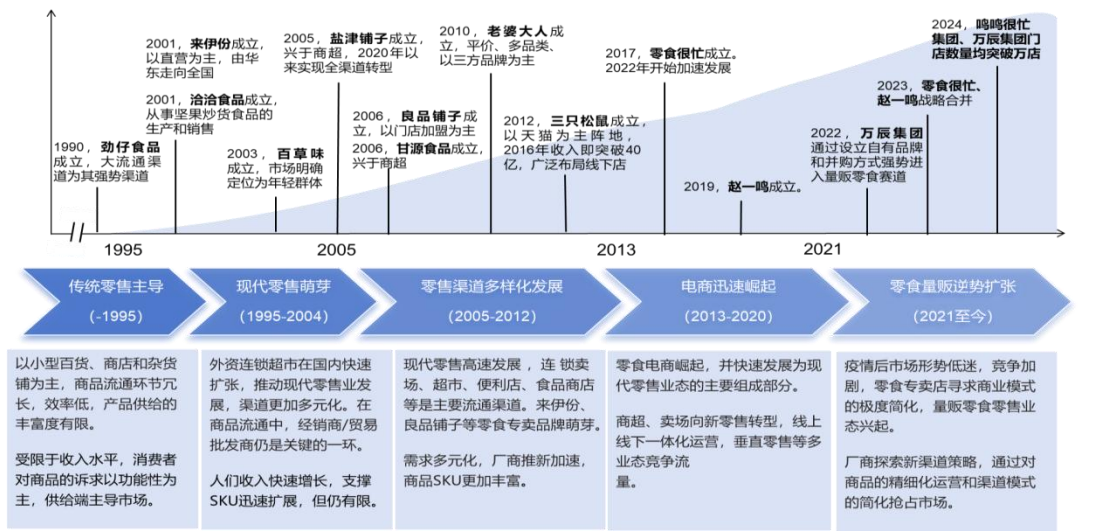


资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

回顾过去，休闲零食行业的渠道变革引领行业发展。当前，我们正处于多元化渠道的阶段。

- 1) 传统零售主导的大流通阶段（1995 年以前）：销售渠道以基层夫妻店、小型百货、商店和杂货铺为主。
- 2) 现代零售萌芽（1995-2004 年）：外资零售商开始进入中国并快速扩张，推动国内现代零售业的发展。
- 3) 零售渠道多样化（2005-2012 年）：多 SKU 的连锁卖场、超市、便利店、食品商店等成为主要流通渠道。
- 4) 电商爆发阶段（2013-2020 年）：互联网的高速发展带动线上新零售的成长，线上销售不断蚕食线下零售市场。
- 5) 多元化渠道阶段（2021 年至今）：行业竞争加剧，线下量贩零食店爆发，线上直播电商和内容电商兴起。

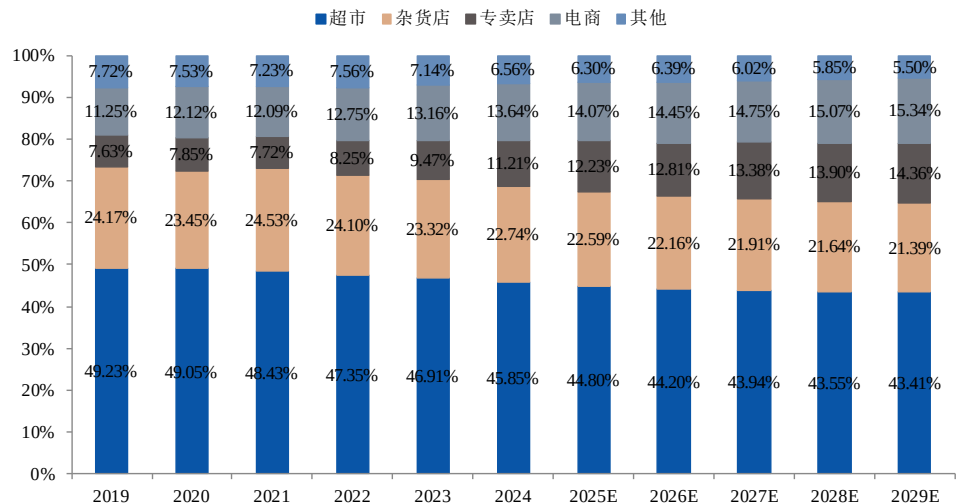
图 15：休闲零食行业渠道变迁



资料来源：灼识咨询，欧睿咨询，劲仔食品、洽洽食品、百草味、甘源食品官网，万辰集团公司公告，零食很忙上市申报书，财信证券

按渠道划分，超市/杂货店/专卖店/电商/其他渠道市场规模分别为1.71/0.85/0.42/0.51/0.25万亿元，占比分别为45.85%/22.74%/11.21%/13.64%/6.56%。从发展趋势来看，更便捷、能满足消费者多样化需求的专卖店和电商渠道逐步侵蚀传统渠道份额。过去五年，专卖店和电商渠道占比分别提升3.58/2.40pct，而超市/杂货店/其他渠道的占比则分别下滑3.39/1.43/1.16pct。未来5年，预计该变化趋势将延续。

图 16：中国休闲食品饮料行业零售市场各渠道占比（单位：十亿元）



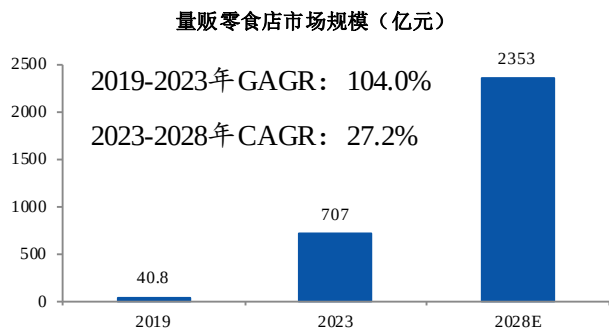
资料来源：零食很忙上市申请书，财信证券

量贩零食行业规模：根据万辰集团公告，国内量贩零食店的市场规模从2019年的40.8亿元增长至2023年的706.7亿元，CAGR高达104%。基于量贩零食店开店空间广阔和持续承接零食消费者从其他渠道的消费转移的逻辑，预计未来5年行业市场规模仍将保持快速增长，预计2023-2028年CAGR为27.2%，即2028年达到2353亿元市场规模。

对应地，按照上文2028年休闲食品行业预测规模4.69万亿元计算，量贩零食渠道占

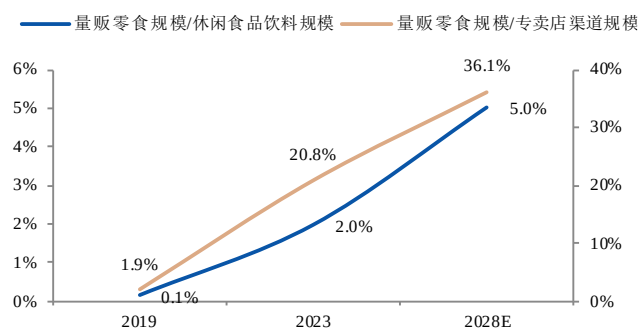
比有望从 2023 年的 2% 提升至 2028 年的 5%；按照专卖店渠道预测规模 6521 亿元计算，量贩零食店在专卖店渠道占比有望从 2023 年的 20.8% 提升至 36% 以上。

图 17：量贩零食店市场规模



资料来源：万辰集团公告，财信证券

图 18：量贩零食店规模占比



资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

量贩零食门店天花板测算：以湖南作为成熟样本市场测算，全国量贩零食门店数量天花板超过 7 万家。湖南省作为多个量贩零食品牌发源地，市场竞争激烈，门店下沉充分，因此作为测算的样本市场。选取三个参数对其他省市进行调整后测算开店空间：1) **人口系数：**用于调整消费者人群数量，选取各省市常住人口数量进行系数调整；2) **消费系数：**用于调整消费者消费能力和意愿情况，选取各省市城镇居民人均食品消费性支出进行系数调整；3) **蜜雪冰城系数：**用于调整各省市对于休闲饮料零食需求偏好差异；选取各省市蜜雪冰城门店数量进行系数调整（考虑到湖南省的特殊性，湖南省的基数为蜜雪冰城和茶颜悦色门店数量之和）。本文将三个因子系数的乘积作为综合调整系数，用来估算各省市远期开店空间。此外，根据极海品牌监测数据和百度地图数据，我们将湖南省主要品牌门店数进行加总，门店数量已超过 4300 家。

表 1：量贩零食门店测算

省市	2024 年常住人口数（万人）	人口系数	2022 年人均食品消费支出（元）	消费系数	人均蜜雪冰城门店数量（家/万人）	蜜雪冰城系数	综合调整系数	门店数量天花板（家）
湖南	6,539	1.00	7,807	1.00	0.34	1.00	1.00	4,300
北京	2,183	0.33	8,751	1.14	0.25	0.74	0.28	1206
天津	1,364	0.21	9,122	1.17	0.32	0.94	0.23	980
河北	7,378	1.13	6,235	0.84	0.27	0.81	0.77	3309
山西	3,446	0.53	5,304	0.71	0.29	0.85	0.32	1375
内蒙古	2,388	0.36	6,691	0.85	0.27	0.81	0.25	1078
辽宁	4,155	0.64	7,334	1.00	0.30	0.88	0.56	2399
吉林	2,317	0.36	6,041	0.76	0.27	0.79	0.21	914
黑龙江	3,029	0.47	6,029	0.86	0.24	0.70	0.28	1210
上海	2,480	0.38	11,515	1.53	0.22	0.64	0.37	1590
江苏	8,526	1.3	8,292	1.18	0.30	0.89	1.37	5878
浙江	6,670	1.01	9,914	1.43	0.33	0.98	1.41	6082
安徽	6,123	0.93	7,401	1.06	0.33	0.98	0.96	4131
福建	4,193	0.64	9,673	1.32	0.25	0.75	0.63	2718

江西	4,502	0.69	6,949	0.89	0.28	0.84	0.51	2200
山东	10,080	1.54	7,319	0.91	0.25	0.73	1.03	4422
河南	9,785	1.49	5,584	0.79	0.33	0.99	1.17	5036
湖北	5,834	0.89	7,112	1.04	0.26	0.76	0.70	3022
广东	12,780	1.93	10,795	1.44	0.19	0.57	1.58	6785
广西	5,013	0.77	7,092	0.85	0.21	0.63	0.41	1762
海南	1,048	0.16	8,896	1.14	0.24	0.72	0.13	559
重庆	3,190	0.49	8,619	1.20	0.27	0.81	0.47	2036
四川	8,364	1.27	8,741	1.11	0.24	0.71	1.01	4338
贵州	3,860	0.59	6,568	0.84	0.23	0.67	0.33	1427
云南	4,655	0.71	5,665	0.86	0.22	0.66	0.40	1729
西藏	370	0.06	8,638	1.08	0.24	0.71	0.04	182
陕西	3,953	0.6	6,296	0.80	0.40	1.19	0.58	2480
甘肃	2,458	0.38	7,068	0.89	0.34	1.00	0.34	1445
青海	593	0.09	6,754	0.85	0.42	1.24	0.10	410
宁夏	729	0.11	6,068	0.78	0.46	1.37	0.12	510
新疆	2,623	0.4	7,194	0.92	0.25	0.74	0.27	1162
合计	140,769	——	——	——	——	——	——	76,676

资料来源：Wind，极海品牌监测，百度地图，财信证券（部分省份 2022 年人均食品消费支出数据缺失，采用历史最近年份两省数据比值作为其消费系数）

2.2 单店模型

鸣鸣很忙集团的单店 GMV 在 2024 年显著提升。从其披露的经营数据来看，两大品牌于 2023 年合并之后，品牌影响力加强，单店日均单量大幅提升，但客单价（GMV/订单总数）呈现下降的态势；共同作用下，单店日均 GMV（单店日均单量*客单价）则从 1.4 万元提升至 1.5 万元以上。

表 2：鸣鸣很忙经营数据拆解

	2022	2023	2024
收入总额（亿元）	42.86	102.95	393.44
GMV 总额（亿元）	64.47	153.25	555.31
公司收入/门店 GMV	66.48%	67.18%	70.85%
订单总数（亿份）	1.75	4.23	16.15
单店日均单量（份）	385	388	452
YOY		0.78%	16.49%
客单价（元/单）	36.84	36.23	34.38
YOY		-1.66%	-5.09%
单店日均 GMV（元）	14183	14057	15542
YOY		-0.89%	10.56%

资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

量贩零食门店通常以品牌零食饮料引流，用白牌产品赚钱。相较品牌零食饮料，白牌产品无品牌溢价，且终端价格相对不透明，定价空间较大，因此其毛利率高于品牌零

食饮料。以鸣鸣很忙为例，其量贩零食门店的单店投资额为 55-60 万元，综合毛利率为 18% 左右，综合净利率为 8-10%，回收期在一年半到两年。根据不同区域/城市的经营成本对于毛利率会有一些的调节，高线城市毛利率一般会有所提升。

根据以上数据，我们对其单店模型进行拟合。可以发现，门店的费用端相对固定，毛利的波动显著影响门店的盈利能力，即门店的经营核心指标为客流、客单价和毛利率。

表 3：鸣鸣很忙单店模型拟合

	鸣鸣很忙	依据/假设条件
日均单量	408	过去三年均值
客单价	36	过去三年均值
日均 GMV (元)	14626	单量*客单价
年 GMV (万元)	527	日均 GMV*360
年收入 (万元)	444	净利润/净利率
收入/GMV	84%	
毛利率 (%)	18%	
年毛利额 (万元)	80	收入*毛利率
年费用 (万元)	40	毛利-净利；含租金、人工、水电、物流配送费等
年净利润 (万元)	40	投资额/投资回收期
净利率	9.00%	综合净利率中枢
单店投资额 (万元)	60	
投资回收期 (年)	1.5	

资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，鸣鸣很忙官网，零食很忙加盟公众号，财信证券（未考虑税负影响）

往后看，门店的毛利率有望因产品结构优化和规模效应而有所提升。从门店的产品构成来看，随着品牌影响力加强，门店的客群趋于稳定，低毛利的引流产品占比有望逐步降低，而毛利率相对较高的肩腰部产品、白牌产品和自有品牌产品占比有望提升，从而提升整体单店的盈利能力。从供应链整合来看，量贩零食集团的规模越大，对上游生产商或品牌商的议价能力越强，成本优势更明显。

在量贩零食品牌层面，其盈利能力与加盟门店盈利能力息息相关，一荣俱荣，一损俱损。一方面，量贩零食集团总部留存的毛利率均按照引流产品、肩腰部产品和白牌产品进行划分，且其毛利率水平高低与加盟门店的步调保持一致，高毛利产品占比提升也有助于品牌层面盈利能力提升。另一方面，当前阶段，量贩零食品牌给予加盟商的扶持和补贴力度较大，若后续加盟门店盈利能力持续提升，补贴力度或减小。

2.3 行业发展阶段

回顾行业发展历程，量贩零食业态起于疫情前，兴于疫情后。借鉴国外零售行业发展经验，零食行业玩家入局量贩零食赛道，改造传统线下休闲零食销售业态，资本市场下场助力品牌加快跑马圈地进程，快速完成全国化布局。当前，“南很忙北万辰”的行业格局基本形成。

我们可以把行业发展划分为四个阶段：

1) 2017-2020 年：品牌成立期；借鉴国外零售行业的发展经验，国内“硬折扣”风起，量贩零食玩家/品牌先后成立入局。品牌创立者以行业玩家为主，经验丰富。各大品牌成立时间集中在 2010-2021 年间，发源于华中、华东地区，这是我国休闲零食生产企业聚集地，也是后续各家竞争最为激烈的主战场。

2) 2021-2022 年：资本助力期；国内经济进入相对低速发展周期，叠加新冠疫情对消费者心智的冲击影响，量贩零食概念风起，该业态受到一级资本市场追捧，融资火热，助力行业迅速燎原。

3) 2023-2024 年：跑马圈地期；为抢占先机，头部玩家拿到一级市场融资后，开始大手笔通过兼并收购和跑马圈地开店扩大其品牌影响力。区域型龙头企业迅速发展成为全国性龙头企业。期间，零食很忙和赵一鸣零食的合并可视为该阶段的标志性事件。与此同时，万辰集团通过持续兼并多个品牌并快速整合而迅速发展壮大。

4) 2025 年以来：大浪淘沙期；当前，行业头部品牌已经跑出来，后续开始比拼各品牌的供应链能力和精细化运营能力，我们判断强者恒强，中小品牌生存空间将越来越小。

表 4：行业主要玩家情况一览

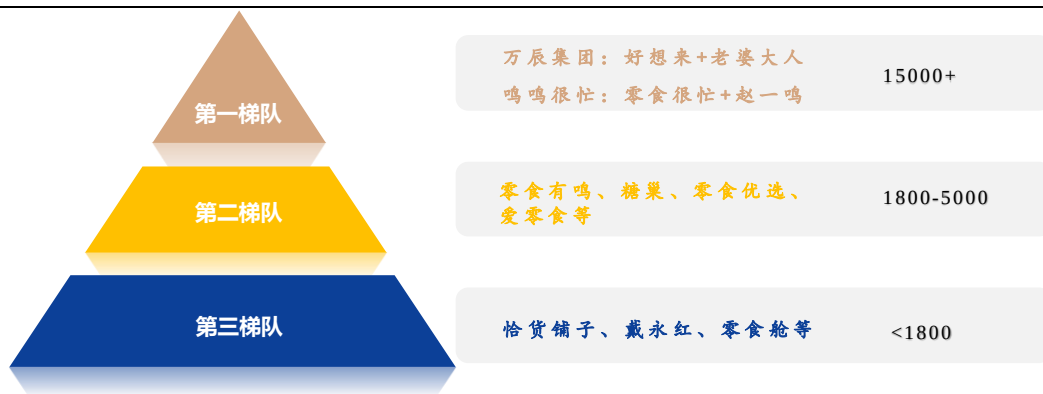
	品牌名称	成立时间	总部地点	区位分布
万辰集团	好想来	2011	江苏首化	
	来优品	2015	安徽淮南	2023 年四大品牌合并后全国化布局,遍布 29 个省和直辖市,其中长三角和华北地区为优势区域
	吖嘀吖嘀	2020	江西南昌	
	陆小馋	2022	江苏南京	
	老婆大人	2010	浙江宁波	分布在浙江、上海，2024 年 10 月浙江门店超 1000+
鸣鸣很忙	零食很忙	2017	湖南长沙	集中于华中、华南地区，分布在湖南（2300+）、湖北（1600+）等多个省市
	赵一鸣	2019	江西宜春	主要集中在东部和南部地区，尤其在广东（1800+）、江西（1200+）等多个省市
	零食有鸣	2021	四川成都	主要分布在西南、华南、华中、西北、东北等区域，门店数量超过 4500 家
	零食优选	2019	湖南长沙	主要分布在湖南、湖北、广东、云南、贵州等 18 个省份，2024 年初门店数量超过 2000 家
	爱零食	2020	湖南长沙	主要分布在湖南、湖北、四川等区域，门店数量超过 1800 家
	糖巢	2011	福建厦门	立足福建，辐射周边，门店数量超过 2300 家

资料来源：好想来品牌官网，万辰集团公告，老婆大人官网和官方公众号，零食很忙官网，赵一鸣官网，零食有鸣官网和官方公众号，零食优选官网，爱零食官方公众号，糖巢官网和官方公众号，极海品牌监测，财信证券

当前，“南很忙北万辰”的行业竞争格局基本已经形成。按照各个量贩零食品牌的门店数量，我们可以将其分为三个梯队：第一梯队为两大头部集团万辰和鸣鸣很忙，门店数量遥遥领先；第二梯队为门店数在 1800-5000 家的中型品牌，包括零食有鸣、糖巢、零食优选、爱零食四个品牌，通过战略性布局稳步建立起区域品牌优势；第三梯队为门

店数在 1800 家以下的小品牌，包括恰货铺子、戴永红、零食舱等，凭借自身的特色商品和服务，在部分区域建立自己的服务特色。

图 19：行业竞争格局



资料来源：好想来官网，零食有鸣官网，糖巢官网，零食优选官网，爱零食微信公众号，恰货铺子微信公众号，戴永红官网，零食舱微信公众号，极海品牌监测，财信证券

2.4 行业发展展望

展望 1：龙头品牌有望扩张至 2 万家以上门店。

目前来看，量贩零食行业前十品牌门店数量预计已经达到约 4.5 万家；根据我们的预测，行业可容纳超 7 万家量贩零食店，即行业仍有 50%+ 的开店空间。作为行业龙头的鸣鸣很忙和万辰集团，实现扩张至约 2 万家门店的概率较高。

各家跑马圈地混战的阶段已经过去，各大品牌后续扩张发展区域均有所侧重。好想来和鸣鸣很忙集团基本全国化铺开，但好想来针对偏远区域有所放弃，鸣鸣很忙集团旗下两大品牌则兵分两路，完成区域互补式覆盖。第二梯队品牌则相对谨慎，深耕强势区域，辐射周边，如零食有鸣深耕西南地区 and 西北地区，糖巢深耕福建周边区域，爱零食则集中在华中和西南地区。

图 20：行业主要玩家未来扩张区域

	华中			华南			西南					华东						华北				东北			西北					
	湖南	湖北	河南	广西	广东	海南	贵州	重庆	云南	四川	西藏	安徽	上海	浙江	江苏	山东	江西	福建	山西	天津	河北	内蒙	黑龙江	吉林	辽宁	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆
零食很忙	√	√	√	√	√		√	√	√	√		√	√				√									√	√			
赵一鸣			√	√	√	√						√		√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
好想来	√	√	√	√	√		√	√		√		√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
零食有鸣			√	√	√	√	√	√	√	√	√						√		√			√				√	√	√	√	√
爱零食	√	√		√			√	√	√	√							√									√	√			
糖巢					√									√			√	√												

资料来源：零食很忙加盟微信公众号，赵一鸣零食官网，好想来官网，零食有鸣官网，爱零食微信公众号，糖巢微信公众号，财信证券

展望 2：行业竞争趋缓，龙头品牌的盈利能力有望提升。

对标其他零售连锁业态，量贩零食品牌当前的盈利能力尚有提升空间。2024 年，鸣鸣很忙和万辰集团的净利率分别为 2.12%和 2.01%，剔除股份支付费用后的净利率分别为 2.32%和 2.70%。对标其他零售业态，量贩零食的利润率偏低，部分其他零售业态的净利率高达双位数。随着规模效应和品牌效应的持续释放，运营效率的持续提升，行业竞争趋缓，以及自有品牌占比提升，我们判断量贩零食品牌的盈利能力有望持续提升至更高水平。

表 5：不同零售业态的利润率水平

	公司	收入（亿元）	净利润（亿元）	净利率
量贩零食业态	万辰集团	318	6.39	2.01%
	鸣鸣很忙集团	393	8.34	2.12%
其他零售业态	胖东来	170	8	4.71%
	罗森	516	24.71	4.79%
	蜜雪冰城	248	44.37	17.87%
	瑞幸	345	29.32	8.50%

资料来源：万辰集团公告，鸣鸣很忙上市申请书，胖东来创始人抖音，Wind，财信证券（备注：罗森为 2023 年数据）

短期行业竞争趋缓已现。从主要量贩零食品牌 2025 年的加盟政策来看，跑马圈地降温，加盟补贴政策更为谨慎，行业品牌方大力补贴加盟门店从而加剧行业竞争的阶段已经过去。其中，鸣鸣很忙集团旗下的零食很忙和赵一鸣的开店一次性补贴已经从 2024 年最高的 10.8 万元降至 2025 年的 3.6 万元；万辰集团好想来 2024 年迁址补贴和开店补贴并未明确出现在 2025 年加盟政策中。此外，门店端的直接和间接折扣不管是频次还是力度均有所减少。

表 6：行业主要玩家 2025 年加盟补贴“退坡”

	好想来	零食很忙	赵一鸣
加盟费（万元）	3.8（限免）	5（限免）	3.8（限免）
保证金（万元）	2	3	2
管理费（万元）	限免	限免	限免
店铺面积要求	≥120 平	≥150 平	≥150 平
回本周期	12-24 个月	一年半-两年	——
开店一次性补贴	24 年：最高 10 万元；迁址补贴 12 万； 25 年：延续 6 个“0”	24 年：最高 10.8 万元； 25 年：最高 3.6 万元。	24 年：最高 10.8 万元； 25 年：最高 3.6 万元。

资料来源：好想来公司官网，好想来加盟中心公众号，好想来招商中心视频号，零食很忙加盟公众号，赵一鸣加盟公众号，财信证券

打造自有品牌，有助于提升量贩零食品牌的中长期盈利能力。从某种角度来说，自有品牌是量贩零食品牌力的有效变现方式之一。基于消费者对于品牌的信任，通过减少中间环节，极大程度上利用强大的“中国制造”，减少对第三方知名品牌的依赖，减少比价压力，摆脱单纯的价格竞争，有效提升盈利能力，也反哺品牌影响力。发展自有品牌产品为鸣鸣很忙的发展战略之一。2025 年，鸣鸣很忙在北京国家游泳中心举办了“2025 鸣鸣很忙省钱战略发布会”，正式宣布进军自有品牌，并推出多款自有品牌产品，其中红

标和金标两大系列产品，分别聚焦“超高性价比”和“高品质生活”需求。好想来则力图以创新的“三维布局+品类扩容”实现差异化突破，其中，战略层为发力自有品牌，构筑竞争护城河，在低价表象下实现价值深耕。

展望 3：“量贩零食+”业态发展，大有可为。

随着纯粹的量贩零食天花板逐步显现，各大品牌积极寻求新的发展空间，硬折扣超市打开新的想象空间。针对折扣超市业态，多家头部平台已有一定布局。其中，万辰集团推出多个业态：“来优品省钱超市”、“好想来省钱超市”、“好想来全食优选”，在不同地区试水；赵一鸣零食推出 3.0 模式的“赵一鸣省钱超市”；布局较早的零食有鸣已经开出超 2000 家的批发超市；爱零食推出硬折扣超市业态，门店面积扩张至 200 m² 以上。

对比之前的量贩零食门店，省钱超市/折扣超市做了产品品类的延伸。目前来看，主要增加的品类有高频日常生活必需品（如纸品家清、烘焙类产品）、符合当下情绪消费热潮的 IP 潮玩类产品等。增加商品品类一方面有助于提升客单价，降低客单数对门店盈利能力冲击的敏感度；另一方面有助于提升客户黏性，提升消费频次；此外，长尾品类毛利率较高，有助于拉高整体盈利能力。

对比传统商超和会员系统，“量贩零食+”新模式商业逻辑存在较大的差异。传统商超和会员系统大多以大面积卖场为主，以生鲜品类引流，依靠品牌方上架费和长尾日用百货产品或自有品牌产品盈利。“量贩零食+”除去与原有量贩零食重合的品类，百货区域主要以低价高频的纸巾、粮油、调味品等标品 SKU 引流，而以非标的长尾日用百货品获利。

表 7：省钱超市新增品类/特点

品牌	名称	区域	新增品类/特点
万辰集团	来优品省钱超市	安徽	均衡增加全品类产品，如短保烘焙、咖啡烤肠、鲜制卤味、冻品、粮油调味、日用百货等。子品类较多，而同一子品类下 SKU 数量较少。
	好想来省钱超市	河北、广东等	完成家庭日常消费全品类覆盖，创新性引入 IP 元素。产品涵盖米面粮油、洗护用品、休闲零食、潮玩 IP 衍生品、现烤蛋挞等烘焙产品。
	好想来全食优选	江苏	低温饮品、冻品、水果、现制烘焙是其创新点。增加现制烘焙、生鲜水果、冻品类产品，而日化及粮油调味等品类相比省钱超市有所缩减。
鸣鸣很忙集团	赵一鸣省钱超市	全国	新增 SKU 超过 400 种，涵盖百货日化、文具潮玩、鸡蛋等多元化产品，如全新上架短保面包、增设了鲜食鲜奶及低温冻品专区。
零食有鸣	零食有鸣批发超市	西部地区	基本覆盖全时段、全年龄段人群的大多数消费需求。将新鲜鸡蛋、牛奶作为引流大单品，低温冻品类目领域也有众多产品。

资料来源：每日食品公众号，好想来加盟中心公众号，零食有鸣公众号，财信证券

3 量贩零食行业玩家研究

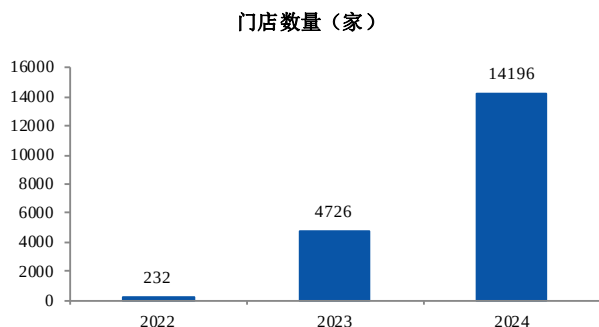
量贩零食行业玩家主要分为两类：1) 量贩零食品牌，如万辰集团（好想来）和鸣鸣很忙等，向上万家加盟商供货从而赚取价差，并收取相应的加盟费/配送服务费等；2) 休闲零食生产品牌商，如盐津铺子、劲仔食品、好想你等，通过向量贩零食品牌商的供货增加销售规模和提升品牌影响力。目前来看，量贩零食品牌进入业绩加速释放期；而零食生产品牌商则进入稳健成长阶段。

3.1 万辰集团

公司为 A 股量贩零食行业龙头公司，内部机制理顺，进入业绩兑现期。

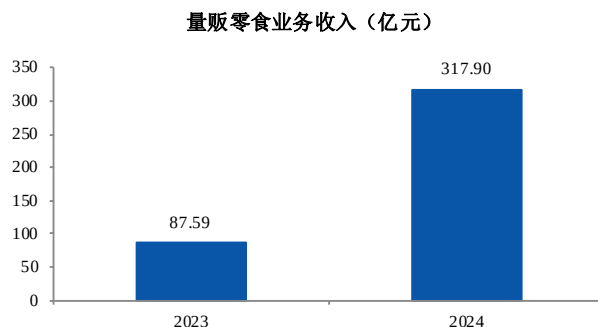
公司于 2022 年开始正式涉足量贩零食业务领域，先后创立并收购多家零食品牌并积极整合为“好想来”品牌，整合节奏快，且效果显著。2024 年，公司量贩零食业务营收为 317.90 亿元，剔除股份支付费用后，净利润为 8.58 亿元，盈利能力显著提升。

图 21：万辰集团门店数量



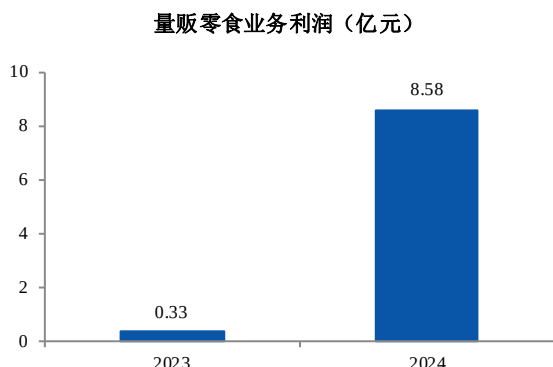
资料来源：万辰集团公告，财信证券

图 22：万辰集团零食业务收入



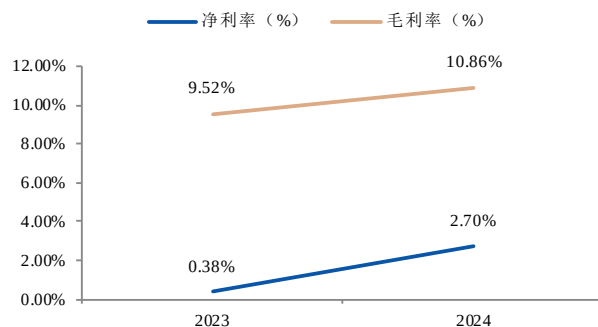
资料来源：万辰集团公告，财信证券

图 23：万辰集团零食业务剔除股份支付费用后利润



资料来源：万辰集团公告，财信证券

图 24：万辰集团零食业务盈利能力

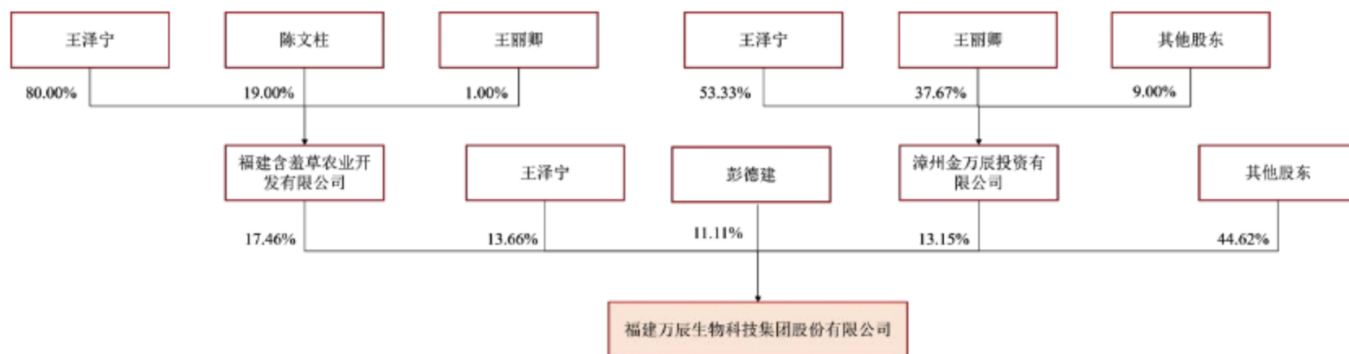


资料来源：万辰集团公告，财信证券

内部治理层面，公司实际控制人和被收购零食品牌创始人的共同利益逐步理顺，多方利益陆续回归到上市公司层面。公司实际控制人为王泽宁先生。公司通过健全优化长

效激励机制等多种方式，持续激发组织潜力。具体来看，公司一方面通过设计多层股权架构来协调各方利益，并将各量贩零食品牌收入并表；另一方面通过股权激励、上市公司股份协议转让等方式统一多方利益。

图 25：万辰集团股权结构



资料来源：万辰集团公告（截至 20250810）

量贩零食运营主体主要为子公司南京万兴和南京万品及其下属孙公司，股权结构相对比较复杂。上市公司控股，故整体收入并表，但穿透实际持有的股份比例较低，即并表归母比例低，后续有望通过现金等方式陆续缓步收回少数股东权益，从而增厚上市公司利润。零食业务经营主体的主要持股人员为万辰集团、王泽宁先生以及旗下量贩零食品牌创始团队。其中，南京万拓的股东主要为“好想来”的创始团队；南京万权的股东为“老婆大人”的创始人；南京万昌的股东为“吖嘀吖嘀”的创始人；南京万品股东之一的周鹏为“来优品”的创始人。根据公司最新公告，上市公司拟现金收购南京万优 49% 的少数股东股权，再次提升并表利润。

图 26：万辰集团各个子公司情况一览

子公司/ 孙公司	万辰集团持股	王泽宁持股	其余股东	主要品牌	2024A		2023A	
					收入（亿元）	净利率	收入（亿元）	净利率
南京万兴	52.00%	48.00%	无	——	231.78	2.03%	56.04	-1.02%
南京万好	75.52%	24.48%	无	好想来	108.13	3.64%	29.11	0.14%
南京万拓	26.52%	24.48%	彭德建、张海国等	好想来	16.60	3.53%	0.45	-3.07%
南京万权	26.52%	24.48%	袁振勤等	老婆大人	——			
南京万昌	26.52%	24.48%	毛颖辉等	吖嘀吖嘀	49.81	-0.14%	11.31	0.65%
陆小饴	52.00%	48.00%	无	陆小饴	7.13	2.26%	3.61	-0.65%
南京万品	51.00%	24.50%	周鹏等	——	77.12	3.19%	31.19	-1.32%
南京万优	26.01%	12.50%	周鹏、杨俊等	来优品	73.30	4.21%	29.81	1.32%

资料来源：万辰集团公告，企查查，财信证券（截至 20250810）

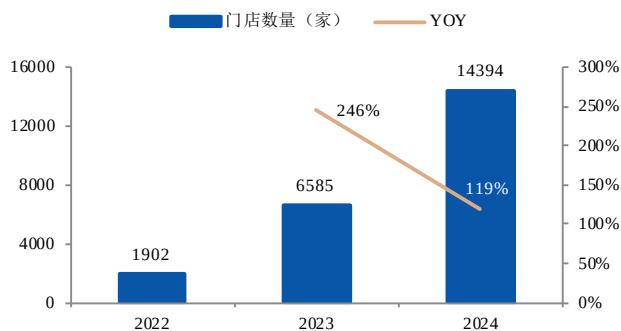
作为行业龙头，公司行业地位稳固，盈利能力尚有提升空间。一方面，公司门店仍有一定的扩张空间，短期有望保持高于行业开店的增速；另一方面，公司将显著受益于行业竞争变化，叠加规模效应释放，盈利能力或进一步提升。此外，省钱超市多管齐下，进展较为顺利，后续有望打造新的成长曲线。

3.2 鸣鸣很忙

量贩零食行业龙头之一，运营能力突出，拟港股上市。

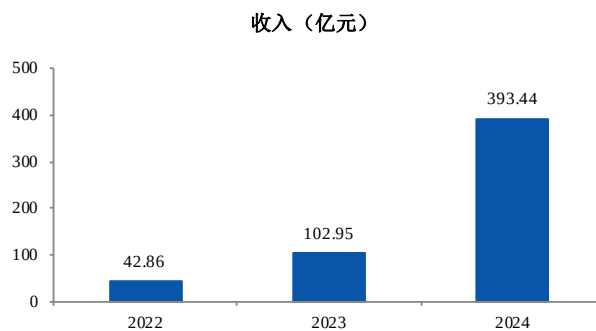
强强联合成为行业领导者。公司前身为零食很忙，2023 年吸收合并赵一鸣零食，组成鸣鸣很忙集团并开启双品牌深度融合。截至 2024 年年底，公司拥有 14394 家门店，覆盖率高。2024 年，公司的 GMV 达 555 亿元，位列行业第一；收入达 393.44 亿元，净利润达 8.29 亿元。

图 27：鸣鸣很忙门店数量



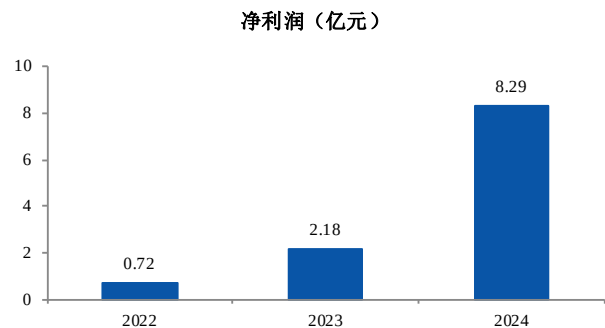
资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

图 28：鸣鸣很忙收入



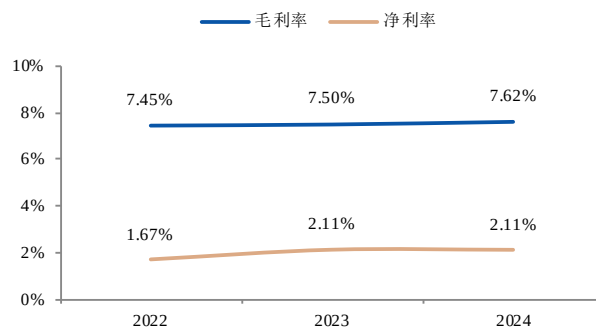
资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

图 29：鸣鸣很忙利润



资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

图 30：鸣鸣很忙盈利能力



资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

双品牌差异化定位，零食很忙深耕湖南并持续辐射周边，赵一鸣由南向北布局全国下沉市场。公司加盟商管理较为良好，加盟商带店数较高，而闭店率较低，侧面印证下游加盟商处于相对健康的经营状况。2024 年，单加盟商门店数（期末的加盟门店数/加盟商数）持续稳步提升至约 2 家；因行业竞争加剧，公司闭店率（本期闭店数量/期初门店数量）略有提高至 4.16%，加盟商退出比例（本期退出加盟商数/期初加盟商数）提高至 2.55%。但仍处于较低水平；

图 31：零食很忙的门面装饰



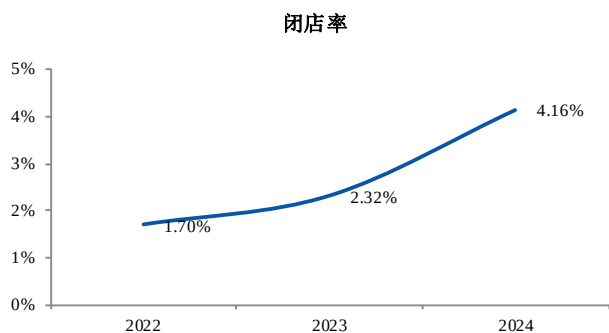
资料来源：鸣鸣很忙上市申请书

图 32：赵一鸣零食的门面装饰



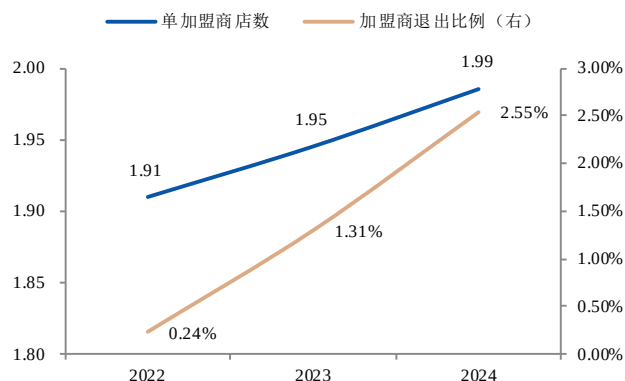
资料来源：鸣鸣很忙上市申请书

图 33：零食很忙闭店率低



资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

图 34：零食很忙加盟商情况



资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

单店 GMV 增长主要依靠订单量增长驱动。拆解公司经营数据来看，2022-2024 年，单店日均单量提升较为显著，两年复合增速为 8.35%；客单价则因市场下沉等因素有所下降，两年复合增速为-3.39%；两者共同作用下，单店日均 GMV 超过 1.55 万元，两年复合增速为 4.68%。此外，截至 2024 年 12 月 31 日，公司的注册会员人数达到约 1.2 亿人，2024 年有购买行为的会员人数超过 1 亿人，会员复购率约为 75%。

表 8：经营数据拆解

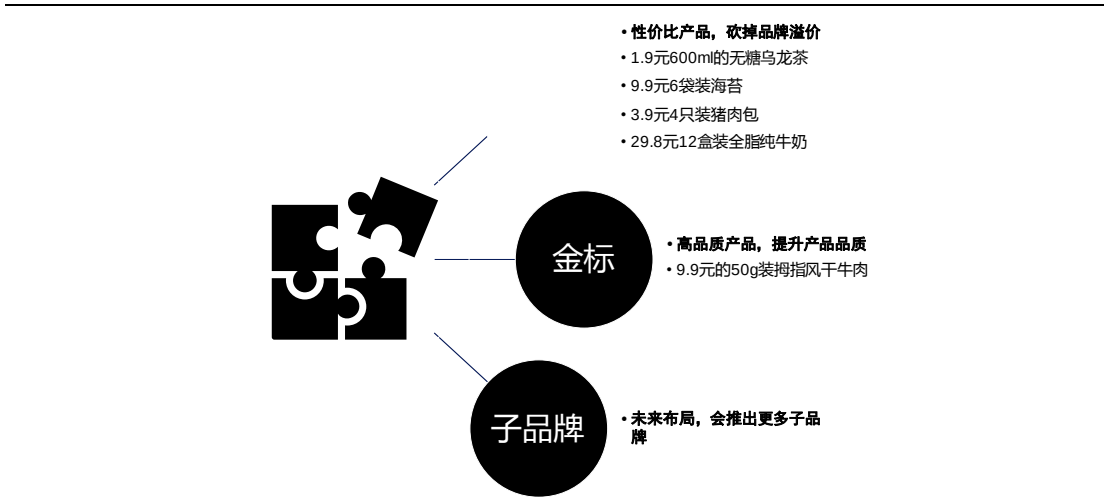
	2022	2023	2024	CAGR
GMV 总额（亿元）	64.47	153.25	555.31	193.49%
订单总数（亿份）	1.75	4.23	16.15	203.79%
单店日均单量（份）	385	388	452	8.35%
客单价（元/单）	36.84	36.23	34.38	-3.39%
单店日均 GMV（元）	14183	14057	15542	4.68%

资料来源：鸣鸣很忙上市申请书，财信证券

未来自有品牌占比有望持续提升，驱动盈利能力提升。2025 年 2 月，公司在北京举办“鸣鸣很忙省钱战略发布会”，发布 30 款自有商品，主要品类含零食、日化等。鸣鸣很忙自有品牌包括红标、金标系列，未来还将推出子品牌，以满足消费者不同层级的需

求。红标系列主打去除品牌溢价，让消费者买得起、买得放心，如 1.9 元 600 毫升 1 瓶的无糖乌龙茶。金标系列严选优质原料，为品质生活提供更优选择，如 9.9 元 50 克装拇指风干牛肉，采用巴西或阿根廷进口草饲牛后腿肉，确保产品健康与风味。子品牌则将在未来推出，以满足更精细化的市场需求。

图 35：鸣鸣很忙自有品牌产品矩阵



资料来源：食业头条，财信证券

3.3 三只松鼠

向全品类全渠道自有品牌制造零售商转型，重回百亿规模。

公司是中国零食行业领先的全品类、全渠道自有品牌制造型零售商。公司最初的快速发展起源于电商，从而构建起全国化的品牌和认知。2022 年底，公司在行业内率先提出“高端性价比”战略，顺利帮助公司走出困境周期，实现收入和利润的逆势转增。

图 36：三只松鼠经营模式

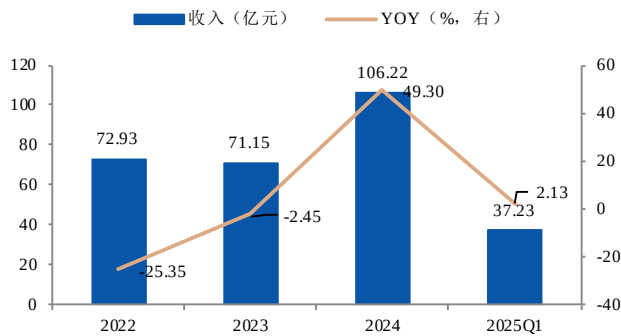


资料来源：三只松鼠公告

2024 年，公司实现营业收入 106.22 亿元，同比增长 49.30%；实现归母净利润 4.08 亿元，同比增长 85.51%。从渠道拆解来看，第三方电商平台收入/分销业务收入/线下门店收入占比分别为 69.73%/24.86%/3.26%，线上渠道，抖音系/天猫系/京东系销售收入占

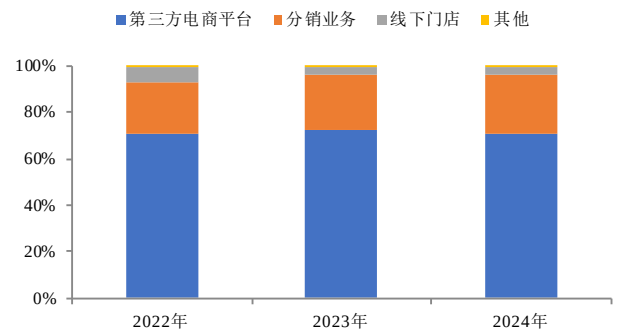
比分别为 29.54%/26.15%/18.09%，分别同比增长 81.73%/11.45%/11.95%。

图 37：三只松鼠收入



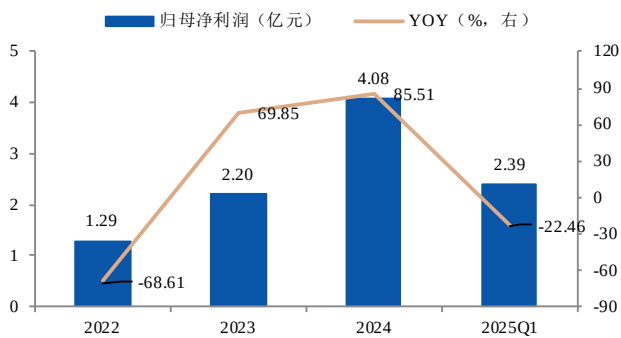
资料来源：Wind，财信证券

图 38：三只松鼠渠道拆解



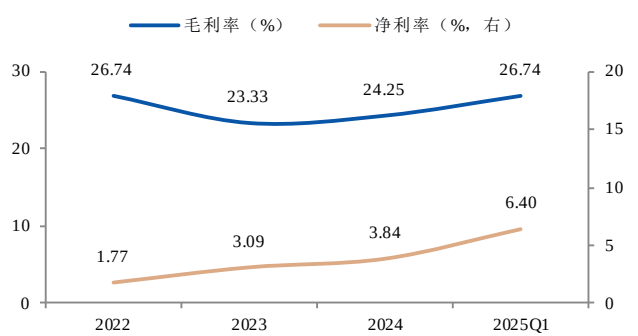
资料来源：三只松鼠公告，财信证券

图 39：三只松鼠利润



资料来源：Wind，财信证券

图 40：三只松鼠盈利能力



资料来源：Wind，财信证券

与量贩零食品牌深度合作，是全渠道策略下的重要举措。2025 年 4 月，公司合计出资 1.14 亿元取得松鼠爱折扣 60% 股权。2025 年 6 月 16 日，公司宣布因交易的部分核心条款未达成一致而终止收购爱零食控股股权。2025 年 6 月 21 日，公司与零食优选签署深度战略合作协议，双方将在组织力提升、自有产品开发、线上线下渠道融合、营销资源共享等多个板块深入合作，未来零食优选将在三只松鼠的大力支持下继续扎根社区和下沉市场，步步为营，行稳致远，立志成为中国新零售的优秀代表。

3.4 盐津铺子

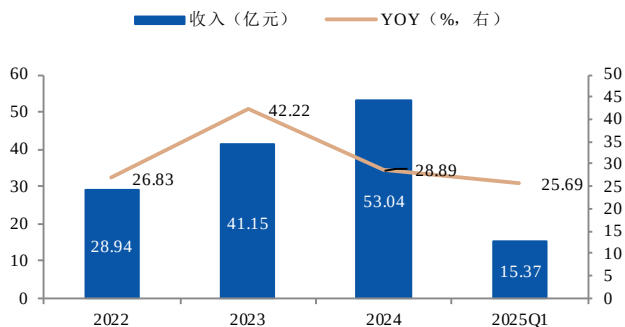
强供应链能力+强渠道力的企业，深度绑定量贩渠道，业绩持续高增。

2021 年以来，公司按照“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”的中长期发展战略，全面启动供应链转型升级，聚焦核心品类，拓展全渠道。2024 年，公司实现营业收入 53.04 亿元，同比增长 28.89%；实现归母净利润 6.40 亿元，同比增长 26.53%。

公司各个渠道收入变化与行业渠道变迁基本吻合，侧面印证公司对行业变化感知较快，且渠道力和供应链能力均较强。最初，公司是以商超渠道为主，经销渠道为辅；2022

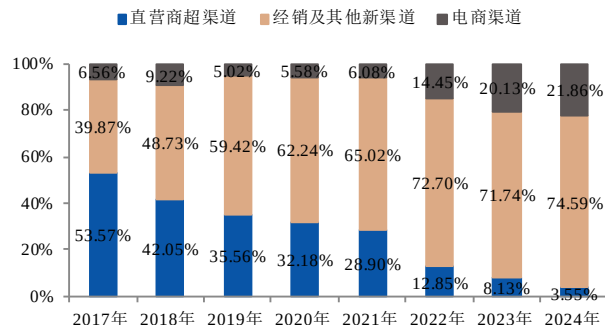
年以来，公司战略发力效果显现，以量贩零食和会员制商超为主的新兴渠道以及电商渠道迎来高速发展。2024 年，电商渠道、经销及其他新渠道、直营商超渠道的收入占比分别为 21.86%/74.59%/3.55%。

图 41：盐津铺子收入



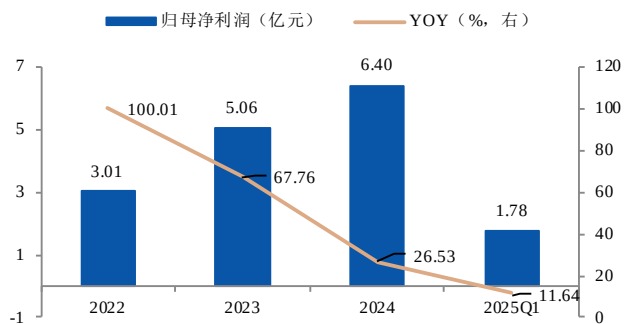
资料来源：Wind，财信证券

图 42：盐津铺子渠道拆分



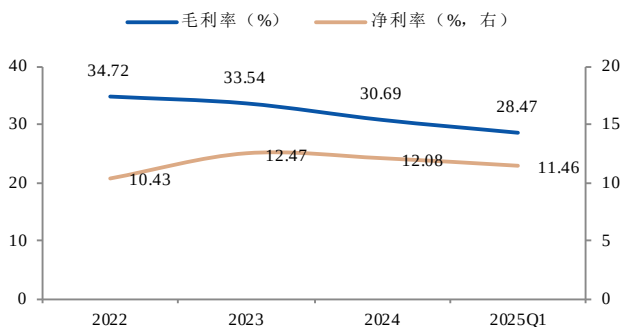
资料来源：盐津铺子公告，财信证券

图 43：盐津铺子利润



资料来源：Wind，财信证券

图 44：盐津铺子盈利能力



资料来源：Wind，财信证券

盐津铺子是一家多品类生产型企业，具备深度参与量贩渠道基因。公司是一家专注休闲食品行业，长期坚持自主制造的企业。公司目前拥有“盐津铺子”企业主品牌及辣卤零食品牌“大魔王”、健康蛋类零食“蛋皇”、深海零食品牌“31°鲜”、休闲烘焙品牌“憨豆爸爸”、蒟蒻果冻品牌“蒟蒻满分”等多品牌矩阵。公司已成为目前国内产品品种较丰富、品类较为齐全的中式休闲零食全品类生产企业。丰富的产品体系，使公司能够完全贯彻全渠道覆盖、差异化的竞争策略，针对消费者不同地域、不同偏好、不同年龄、不同消费习惯，采取多品种差异化组合的方式充分迎合消费需求，有效助推业绩持续增长。

积极拥抱行业渠道变化，打造全渠道、线上线下结合的营销网络，与鸣鸣很忙集团关系密切。目前，公司渠道已覆盖包含沃尔玛、大润发、山姆会员店、盒马系统等国内、国际大型连锁商超，逐步覆盖全国经销商网络；公司产品在“零食很忙”“赵一鸣”“零食有鸣”等为代表的高效零食量贩渠道和社区团购等 O2O 渠道热卖；公司的官方商城在抖音、快手、小红书等兴趣电商及天猫、京东、唯品会、拼多多等货架电商位居前列。公司以多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络提升供应链效率，快速进行产品升级优

化，以贴近更多消费者。公司与鸣鸣很忙均来自湖南长沙，关系较为密切。公司与鸣鸣很忙的合作不仅在自有品牌产品，也有不少的 OEM 代工产品合作。此外，2023 年 12 月，公司控股股东曾作价 3.5 亿元认购鸣鸣很忙股份，后考虑到客户竞争等各方面因素出售。

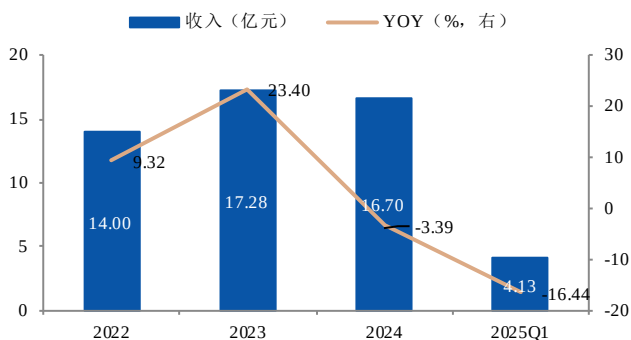
3.5 好想你

参股鸣鸣很忙有望贡献投资收益，成本红利下盈利改善可期。

好想你是一家始终专注于红枣+健康锁鲜食品的公司。公司坚持做精做透红枣产业，坚持“1+N”品牌策略，实现了多品类、多场景、全渠道覆盖的品牌发展逻辑。其中，“1”是主品牌“好想你”，定位高端红枣；“N”是“MISS YOU”、“红小派”、“报喜枣”、“食有道”、“红枣姐姐”等多类型子品牌。

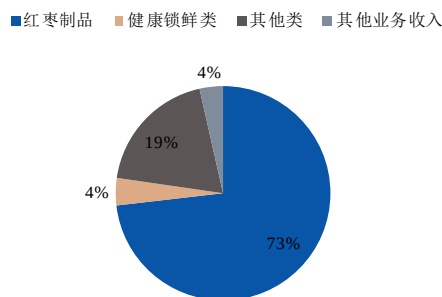
2024 年，公司实现营业收入 16.70 亿元，同比下滑 3.39%；实现归母净利润-0.72 亿元，同比下滑 38.67%。2025 年上半年，公司聚焦核心品类、优化产品清单管理以改善产品结构，并努力巩固现有渠道、拓展新渠道；通过生产精细化管理措施控制采购和生产成本，并加强费用管理，盈利能力有所改善；受参股公司投资收益核算方法变更的影响，非经常性损益同比减少约 3700 万元。预计公司实现归母净利润亏损 1500-2500 万元，亏损缩窄；实现扣非归母净利润 1400-2100 万元，扭亏为盈。

图 45：好想你收入



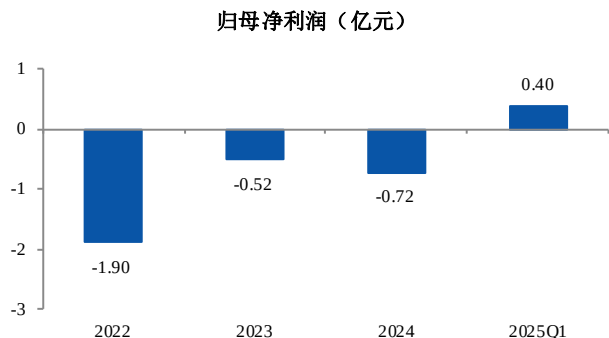
资料来源：Wind，财信证券

图 46：好想你收入构成



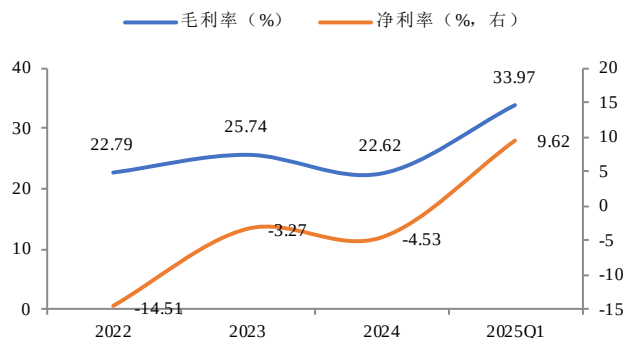
资料来源：好想你公告，财信证券

图 47：好想你利润



资料来源：Wind，财信证券

图 48：好想你盈利能力



资料来源：Wind，财信证券

持有鸣鸣很忙 6.29%股权，有望显著受益于鸣鸣很忙上市。2023 年 12 月，公司及全资子公司向鸣鸣很忙合计投资 7 亿元，持有其 6.64%股权，成为鸣鸣很忙第三大股东。截至 2025 年 6 月，公司及全资子公司合计持有鸣鸣很忙 6.2881%的股权。因鸣鸣很忙已正式向香港交易所提交上市申请，2025 年 4 月起，公司将该项投资从长期股权投资（按权益法核算）变更为金融工具（计入其他非流动金融资产）核算。鸣鸣很忙后续公允价值变动将计入公司当期损益。

成本红利下，盈利能力有所提升。过去公司高价原料基本消耗完毕，新一季采购成本较低，有助于公司毛利率恢复。2025Q1，公司毛利率提升至 33.97%，为过去五年高值。叠加公司费用管控强化，公司盈利能力有望持续改善。

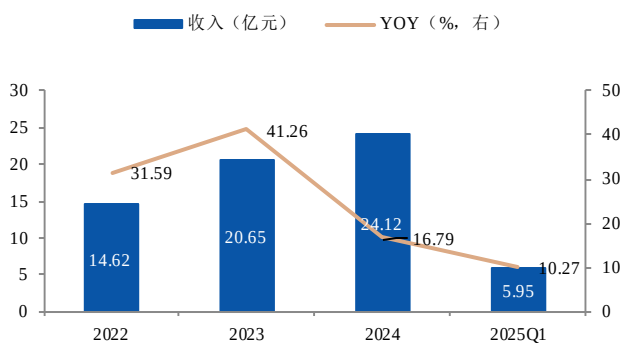
3.6 劲仔食品

坚定“三年倍增”目标，大单品策略下，精耕细作。

公司战略定位为大单品公司，自主研发生产，产品力强。公司是中国零食行业领先的全品类、全渠道自有品牌制造型零售商，是一家以中式风味休闲零食研发、生产与销售为核心的现代化食品企业，于 2020 年 9 月 14 日在深交所主板挂牌上市，成为“鱼类零食第一股”。公司创始人周劲松于 1990 年涉足食品行业，专注于休闲食品领域已经 35 年。2024 年，公司实现营业收入 24.12 亿元，同比增长 16.79%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 39.01%。

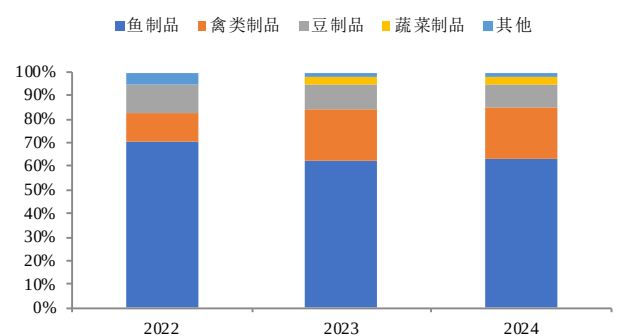
公司聚焦深耕休闲食品，依托博士后创新创业基地、湖南省健康休闲食品工程技术中心、湖南省博士创新站等多个科研平台，打造健康零食研发高地，持续推进“大单品”战略，打造“一超多强”的健康产品矩阵，逐步形成“鱼制品、禽类制品、豆制品”三大品类，“深海鳀鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品系列。公司主要品牌为“劲仔”、“七个博士”、“周鲜鲜”、“小蛋圆圆”等，主要口味包括香辣、麻辣、酱香、卤香、糖醋等多种口味。劲仔鱼制品销量连续多年稳居即食鱼类零食行业第一、海味零食第一。

图 49：劲仔食品收入



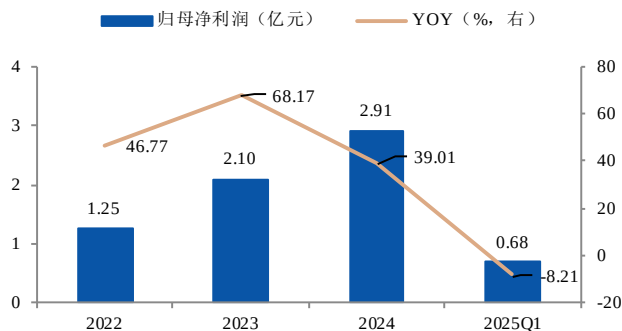
资料来源：Wind，财信证券

图 50：劲仔食品产品拆解



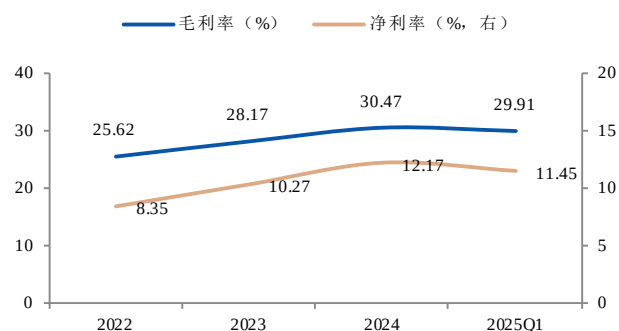
资料来源：劲仔食品公告，财信证券

图 51：劲仔食品利润



资料来源：Wind，财信证券

图 52：劲仔食品盈利能力



资料来源：Wind，财信证券

公司持续推进线下传统流通渠道、现代渠道、零食专营渠道和线上渠道立体式全渠道稳健发展。公司全力推动经销商升级转型，发力终端型经销商的全国经销体系建设，渠道增长质量明显提升。一方面，公司稳步发展终端管理型的高质量客户，不断发展壮大经销商队伍，推动更多优质终端覆盖；另一方面，精选优质门店，多方面加强陈列打造与推广投入，树立品牌形象和精细化管理的标杆。同时，公司与零食专营渠道共同成长，与零食很忙、赵一鸣、好想来、老婆大人等超 100 家零食系统合作，覆盖 35000 多家终端，2024 年营收同比增长超 100%。

4 投资建议

当前，国内外环境复杂多变，促消费政策持续推进发力，消费者信心有所恢复，消费市场活跃度有所提升，维持食品饮料行业“领先大市”评级。建议重点关注量贩零食品牌确定性的业绩释放，关注零食生产商收入规模超预期情况。伴随行业规模的持续扩大和竞争的放缓，量贩零食品牌有望显著受益，叠加龙头公司本身内部治理优化和精细化管理运营，业绩释放确定性增强。对零食生产商而言，将更多地依赖于自身产品/品类的扩张、以及新渠道的开拓维持其快速成长。

量贩零食业态的成长性和盈利能力提升具备较大的确定性。量贩零食业态有望因“多快好省”特点持续抢占传统渠道份额，头部玩家仍具备一定的下沉渗透的成长性。而零售行业本身具备规模效应和马太效应，强者恒强，头部玩家中长期存在盈利提升空间。

落实到产业链的公司层面，我们认为量贩零食品牌业绩的确定性高于零食生产商。建议关注业绩有望持续兑现的万辰集团、渠道力和供应链能力较强的盐津铺子、产品力强及期待渠道改革的劲仔食品。短期看，量贩零食品牌头部双强均有较强的盈利提升诉求。2025 年以来，行业价格战和补贴战均呈趋缓态势，有助于头部玩家的业绩释放。从 2025Q1 业绩来看，万辰集团业绩再超预期，持续验证行业竞争趋缓，盈利能力提升逻辑。中长期看，“零食+”业态发展空间大，有望打造新的成长曲线。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本报告风险等级定为 R3，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R3 级（含 R3 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和人员追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438