

量贩零食稀缺标的，开启增长新纪元

——万辰生物（300972）深度报告

评级：首次覆盖

评级：增持

目标价格：

最新收盘价：43.92

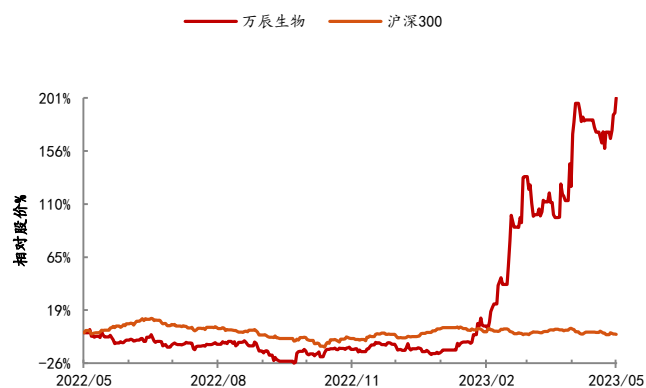
股票代码：300972

52 周最高价/最低价：47.53/10.19

总市值(亿) 67.42

自由流通市值(亿) 32.86

自由流通股数(百万) 74.82



分析师：寇星

分析师：卢周伟

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120120070103

联系电话：

联系电话：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **全面转型量贩零食，高成长赛道的稀缺标的：**万辰22年8月正式从食用菌生产销售外延转型至量贩零食，实现多元化业务布局，同时增强公司抗农业周期性波动的能力。公司在半年多的时间里成立自主品牌“陆小馋”，与“好想来”和“来优品”品牌团队合作开展量贩零售业务，并迅速通过实控人定增+股权激励助力新业务发展，2023Q1实现收入7.6亿元，预计量贩零食贡献主要收入，量贩零食业务快速发展。
- **深度布局量贩零食，供应链持续完善：**公司量贩零食已形成“陆小馋”、“好想来”和“来优品”三大品牌矩阵，三大品牌旗下门店合计接近2000家，各品牌门店数量仍在快速增长，有望形成以华东市场为核心，泛全国化的量贩零食市场布局。供应链端公司已经积累了丰富的行业经验，搭建了完整的全链路供应链体系，在选品、品控端公司探索出一套契合自身发展的管理制度，并拥有经验丰富的选品和品控人员以及稳定的供应渠道；仓储物流端南京和漳州已经建成了现代化物流仓储中心，同时计划在河南驻马店、洛阳、山东潍坊等地区建设完善零售仓储场地；管理团队拥有数十年的零食连锁运营经验；品牌宣传端根据市场形势动态制定整体品牌营销策略；供应链持续完善。
- **量贩零食行业快速发展，广阔天地大有可为：**量贩零食兴起于线下商超人流下降和线上电商去中心化的新时期，以“多快省”的优势打动消费者，带来零食行业的重大变革。我国1.5万亿元的休闲零食规模中预计量贩零食占比不足3%，未来有望享受零食市场规模增长和渠道占比提升双重红利，成长空间巨大。行业目前正处快速成长期，各头部品牌针对未来3年都提出积极的开店计划，资本纷纷入局，CR3约为30%，我们认为行业在经历“跑马圈地”式发展后，未来市场份额将逐步向头部品牌倾斜。

投资建议

► 我们预计公司23-24年收入分别为29.01/37.08/45.11亿元，分别同比+428.1%/+27.8%/+21.7%；归母净利润分别为1.98/3.01/4.47亿元，分别同比+313.8%/+52.2%/+48.6%；EPS分别为1.29/1.96/2.91元；对应2023年5月24日43.92元的收盘价PE估值分别为34/22/15，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

► 新业务扩张不及预期、行业竞争加剧、定增推进不及预期

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	435	549	2,901	3,708	4,511
YoY (%)	-3.4%	26.4%	428.1%	27.8%	21.7%
归母净利润（百万元）	23	48	198	301	447
YoY (%)	-75.6%	103.7%	313.8%	52.2%	48.6%
毛利率 (%)	10.3%	16.0%	21.7%	22.3%	22.9%
每股收益（元）	0.17	0.31	1.29	1.96	2.91
ROE	3.6%	7.1%	22.8%	25.8%	27.7%
市盈率	263.47	141.13	34.11	22.40	15.08

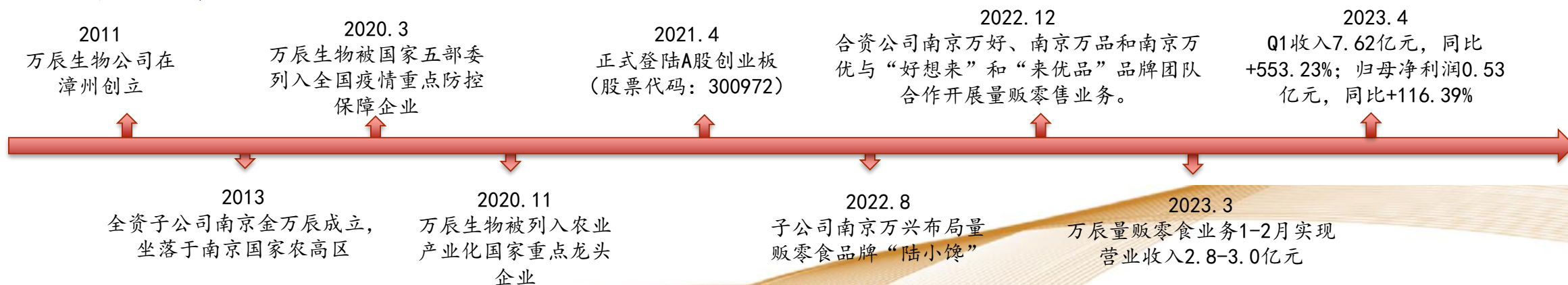
1

万辰生物：全面转型量贩零食，开启新纪元

1.1 食用菌生产销售外延至量贩零食

- **食用菌行业领先企业：**万辰生物成立于2011年，是集食用菌研发、工厂化培育、销售为一体的全产业链现代化企业，主要工厂化生产金针菇、蟹味菇、白玉菇、海鲜菇等食用菌鲜品。公司现有福建漳州和江苏南京两大生产基地，食用菌日产能达243.5吨，其中金针菇日产能204吨，真姬菇日产能28吨，鹿茸菇日产能11.5吨，位于国内同行业前列。公司2021年4月正式登陆A股创业板。
- **22年8月开始进军量贩零食赛道：**公司2022年8月成立子公司南京万兴正式延伸布局至量贩零食赛道，有利于公司业务多元化发展，增强抗农业周期性波动风险的能力，巩固公司行业地位。公司在半年多的时间里成立自主品牌“陆小馋”，与“好想来”和“来优品”品牌团队合作开展量贩零售业务，2023年1-2月量贩零食业务共计实现营业收入2.8-3.0亿元，一季度实现收入7.6亿元，预计主要为量贩零食业务收入。公司量贩零食业务加速布局，未来看仍是星辰大海。

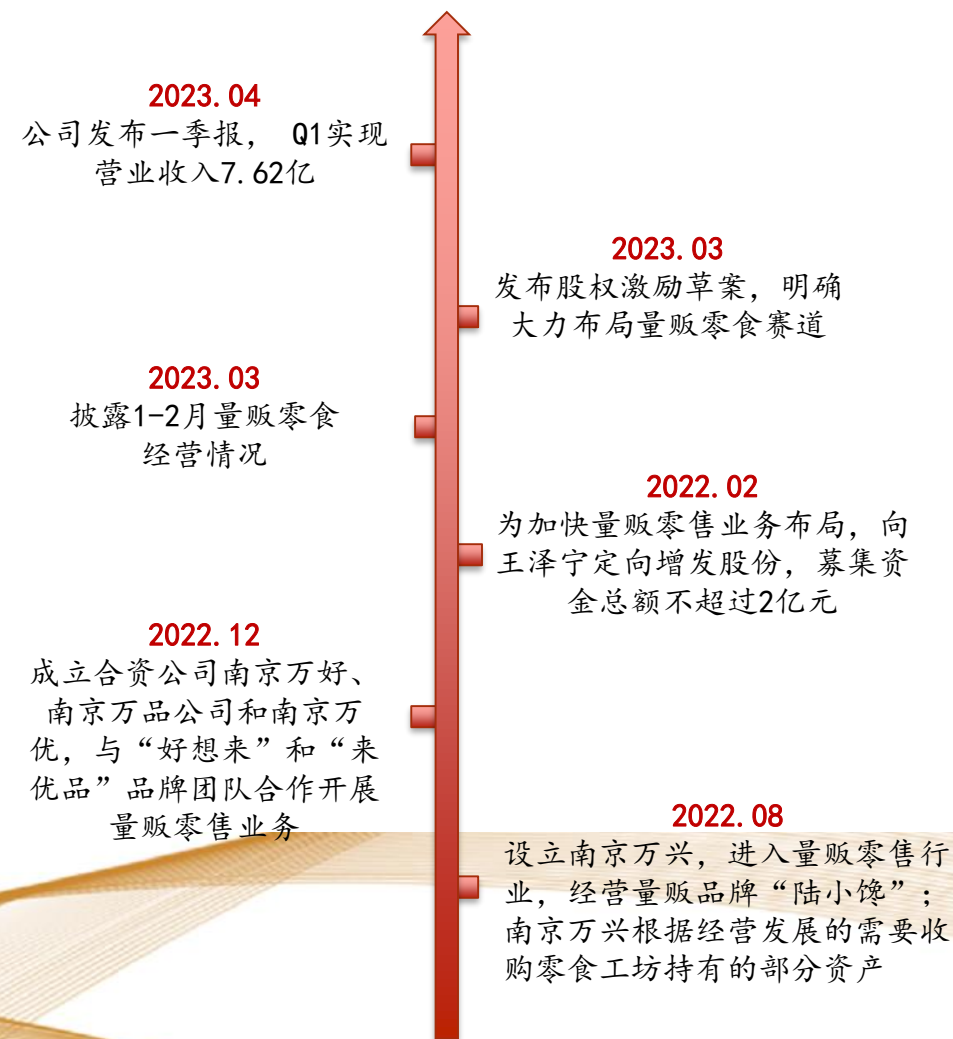
图表：公司发展历程



1.1 食用菌生产销售外延至量贩零食

图表：公司量贩零食业务布局历程

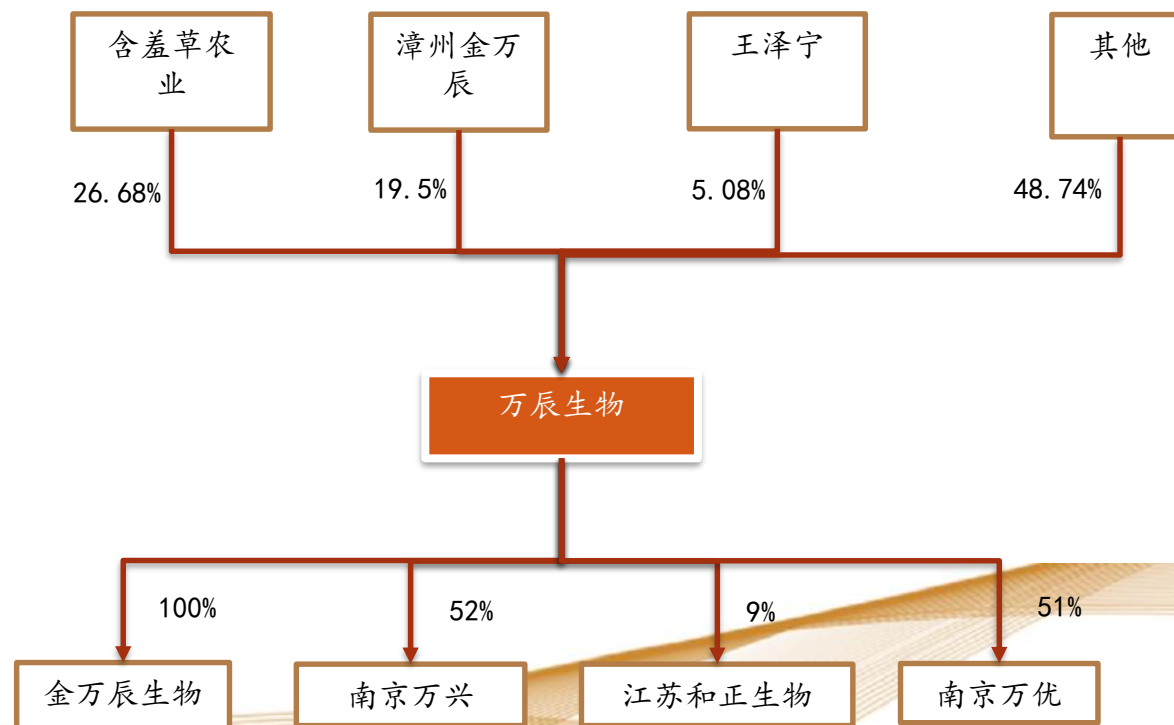
- 公司自2022年8月明确布局量贩零食业务以来，迅速从业务、管理、经营等多维度落子，业务发展有条不紊，简单梳理公司公开披露的量贩零食相关布局：
 - 2022年8月，公告成立子公司南京万兴，进入量贩零售行业，创建品牌“陆小馋”；
 - 2022年8月，南京万兴根据经营发展的需要收购零食工坊持有的部分资产；
 - 2022年12月，公司成立合资子公司南京万好和南京万品，与“好想来”和“来优品”合作开展量贩零食业务；
 - 2023年2月，公司发布定增预案，拟向实控人之一的王泽宁定向募资不超过2亿元；
 - 2023年3月，公司发布股权激励草案，再次明确大力布局量贩零食赛道；
 - 2023年3月，公司披露1-2月量贩零食业务经营情况，1-2月累计实现营业收入2.8-3.0亿元；
 - 2023年4月，公司发布一季报，Q1实现营业收入7.62亿元，预计主要为量贩零食业务贡献收入。



1.2 典型家族企业，定增+股权激励助力新业务发展

- 典型家族企业，股权集中度高：公司是典型的家族企业，实际控制人是王泽宁、王丽卿和陈文柱，直接间接合计持有公司51.26%的股权，股权集中度高，也使得公司经营决策不受外界因素影响，有助于公司稳健经营。

图表：公司股权结构



1.2 典型家族企业，定增+股权激励助力新业务发展

- **实控人全额参与定增认购，降低发展新业务风险：**公司23年2月发布定增预案，拟向公司实际控制人之一的王泽宁先生定向发行不超过1769.91万股，拟募集资金不超过2亿元，扣除发行费用后将全部用于品牌营销网络建设项目和运营服务支持建设项目。定增募投项目与公司量贩零售连锁业务发展战略密切相关，实控人全额参与认购，彰显实控人对公司发展量贩零售连锁业务的信心，控制公司新业务发展的风险，同时加快公司量贩零售业务布局和提高重点发展区域的物流配送效率。
- **股权激励助力量贩零食业务发展：**公司23年3月发布股权激励草案，公司拟授予核心业务人员和骨干员工42人限制性股票1209.5万股，占公司总股本的7.88%，授予价格为12.07元/股，激励业绩考核23-25会计年度，要求收入分别达到16/18/20亿元。股权激励明确了公司布局量贩零食赛道的决心和信心，能够有效调动员工积极性，提升主观能动性，助力公司新业务量贩零食的发展。

图表：公司定增情况

定向增发情况	
发行时间	2023年2月20日
发行对象	实际控制人之一王泽宁
股份额	不超过1769.91万股
发行价格	11.30元/股
预计募集资金总额	不超过2亿元
目标项目	品牌营销网络建设 运营服务支持建设
发行目的	加快量贩零售连锁业务的布局

图表：公司股权激励情况

股权激励情况	
激励计划发布时间	2023年3月
计划名称	2023年限制性股票激励计划(草案)
股份额	限制性股票1209.50万股
授予价格	12.07元/股
公司股本总额占比	7.88%
激励对象	核心业务人员和骨干员工共42人
发行目的	加快量贩零售连锁业务的布局
解锁目标	激励业绩考核23-25会计年度，要求收入分别达到16/18/20亿元

2

万辰生物：深度布局量贩零食，规模快速扩张

2.1 坚定布局量贩零食赛道，供应链持续完善

- 量贩零食业务承接至大股东名下的零食工坊，含羞草供应链亦为其保驾护航：公司布局量贩零食业务并非空虚来风，一方面大股东名下拥有零食连锁品牌零食工坊，07年开始布局，门店已超200家，运营经验丰富，且在江苏有一定的品牌基础；另一方面供应链端集团旗下公司含羞草食品有果干、炒货产能，零食工坊打通了多品类供应链，在南京/漳州有现代化物流仓储中心，有成熟的信息化数据运营体系，均为公司完善量贩零食业务的供应链提供支持。

图表：零食工坊门店展示



图表：含羞草供应链成熟



2.2 坚定布局量贩零食赛道，供应链持续完善

► 品牌端：三大品牌携手运作，奠定量贩零食领先地位

- **陆小馋**：2022年8月开出第一家门店，目前门店主要集中在江苏和福建，现有门店100-200家，隶属于公司子公司南京万兴。
- **好想来**：2011年开始布局零食连锁业务，门店主要集中在江苏、安徽、河南、山东、浙江等地，拥有门店超1200家，属于同一体系内公司。
- **来优品**：创立于2015年，门店主要集中在安徽，门店数量800多家，属于上市公司间接持股公司。

图表：三大品牌门店情况

	成立年份	现有门店数量	门店分布	供应链优势
陆小馋	2022年	100-200家	江苏/福建/安徽	智能化仓储配送系统；智能化ERP数据运营；智能信息化运营系统；
好想来	2011年	全国超1200家门店	开遍苏皖豫鲁四省 50个地市	泰州第五代超30000M2综合性配送中心投入使用；马鞍山第三配送中心15000M2建设投入运营
来优品	2015年	全国超800家门店	主要位于安徽省，覆盖全国66个城市	公司布局5大智能仓储，实现“48h速达”的高效终端服务，智能化供应链，每月上新100+品类零食。

2.2 坚定布局量贩零食赛道，供应链持续完善

➤ 品牌端：来优品和好想来与上市公司股权关系

- **陆小馋**：为上市公司控股子公司，属于上市公司体内资产
- **来优品**：运营主体为南京万优商业，股权穿透后上市公司持有股份26.01%；南京万优成立时签有特别协议，南京万优或其指定方将收购其他关联方持有的49%南京万优商业的股权。
- **好想来**：上市公司和大股东并不直接或间接持股，但其股东兴化系与南京万兴成立了子公司南京万好，存在股权上的交叉。南京万好成立时设有特别协议，南京万好或其指定方成立后将收购泰州好想来及其子公司部分资产（包括存货、“好想来”系列商标等）。南京万好成立后，协议各方同意，未来三年内，如南京万好经营业绩良好，南京万兴或其关联方有权收购其他方持有的南京万好49%的股权。

图表：三大品牌股权情况

品牌	运营主体	与上市公司股权关系
陆小馋	南京万兴	万辰生物—52%—南京万兴
来优品	南京万优	万辰生物—51%—南京万品—51%—南京万优
好想来	泰州好想来	万辰生物—52%—南京万兴——51%—— 南京万好 兴化系（兴化德雯+兴化苏好+兴化几何） 49% 兴化系（兴化德雯+兴化常想来+兴化几何）—100%—泰州好想来

资料来源：企查查、公司公告、华西证券研究所

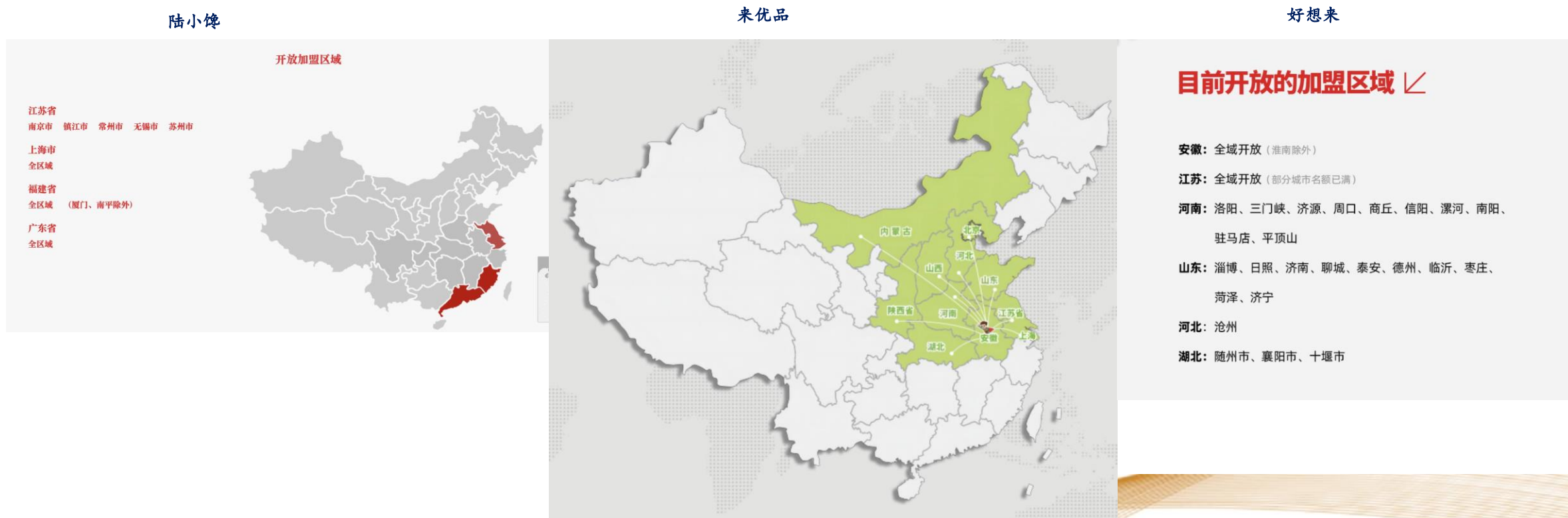
图表：公司与南京万好、南京万优的特别约定

<p>(三) 特别约定</p> <p>协议各方同意，为了保证南京万优成立初期业务的正常开展，南京万优或其指定方成立后将收购安徽省盛亨食品科技有限公司等主体的部分资产（包括“来优品”系列商标等），交易价格参考具有证券期货业务资格的评估机构对资产的评估结果，由各方协商确定。</p> <p>南京万优成立后，各方作为股东，依照相关法律法规及本协议的约定行使股东权利，履行股东义务，参与南京万优的经营决策，保障公司的合规运营。协议各方同意，如未来南京万优经营业绩良好，甲方的母公司或其关联方有权收购乙方持有的南京万优49%的股权，届时由各方另行签订股权转让协议。</p>
<p>(三) 特别约定</p> <p>协议各方同意，为了保证南京万好成立初期业务的正常开展，南京万好或其指定方成立后将收购泰州好想来企业管理咨询有限公司及其子公司部分资产（包括存货、“好想来”系列商标等），交易价格参考具有证券期货业务资格的评估机构对资产的评估结果，由各方协商确定。</p> <p>南京万好成立后，各方作为股东，依照相关法律法规及本协议的约定行使股东权利，履行股东义务，参与南京万好的经营决策，保障公司的合规运营。协议各方同意，未来三年内，如南京万好经营业绩良好，甲方母公司或其关联方有权收购乙方持有的南京万好49%的股权，届时由各方另行签订股权转让协议。</p>

2.2 坚定布局量贩零食赛道，供应链持续完善

➤ 品牌端：有望形成以华东市场为核心，泛全国化量贩零食市场布局

图表：三大品牌市场布局



2.3 坚定布局量贩零食赛道，供应链持续完善

- **供应链端：**持续完善，打造行业领先的供应链体系
- **选品：**在选品、品控方面，公司运营的量贩零售品牌在多年的经营中摸索出一套契合自身发展的管理制度，并且拥有一批稳定、经验丰富的选品和品控人员，能够保障产品种类紧密贴合消费者需求，产品品质稳定可靠。
- 大股东名下有**含羞草供应链**，含羞草是行业有名的果干供应链企业，21年实现收入5.75亿元，对陆小馋进行果干、炒货类产品供应，降低采购成本，确保产品稳定性。
- **体系内几家公司有望集中采购**，陆小馋与好想来、来优品合计门店超过2000家，几家公司有望集中采购，采购价格谈判有优势，种类选择性多，采购供应链体系稳定。

图表：含羞草财务指标

	项 目	2021年12月31日/2021年度
主要财务数据（万元）（未经审计）	总资产	27,434.79
	净资产	22.22
	营业收入	57,544.06
	净利润	237.75

图表：含羞草服务多个零售品牌



2.3 坚定布局量贩零食赛道，供应链持续完善

- **供应链端：**持续完善，打造行业领先的供应链体系
- **仓储物流：**对于量贩零售企业来说，零售产品种类丰富，对于仓库的温度、环境等多方面有着一定的要求，因此量贩零售企业对于仓储体系的建设一直是重中之重，成熟的仓储体系是保障零售产品质量的关键环节。此外，量贩企业的产品主要呈现出高频次、多点配送、快速配送等特点，仓储体系的建设是相关企业长远发展的重要保障。
- 公司在南京和漳州已经建成了现代化物流仓储中心，计划定增在河南驻马店、洛阳、山东潍坊等地区建设完善零售仓储场地，进一步扩大零售业务的仓储覆盖支持面。物流仓储项目的建设，将为公司在苏皖这一重点发展区域的门店及全渠道服务提供系统性物流解决方案，以安全、专业、高效、便捷的配送体系，确保公司对各门店的配送规模、配送时效，提升全渠道、差异化服务水平，在日趋激烈的零售市场确立领先优势，进而提升公司运营效率和竞争力。

图表：公司已在南京和漳州拥有物流仓储中心
南京/漳州现代化物流仓储中心



2.3 坚定布局量贩零食赛道，供应链持续完善

- **供应链端：**持续完善，打造行业领先的供应链体系
- **门店管理：**陆小馋主要运营团队承接自零食工坊，拥有数十年的零食连锁运营经验，最新吸纳业内门店拓展、供应链管理人才，完善管理团队。
- **品牌宣传推广：**为实现对新市场的快速渗透，公司拟结合不同区域市场的情况开展多品牌战略，将更好地满足不同地域消费者的需求。公司根据市场形势动态制定整体品牌营销策略，再借助线上多营销渠道触达消费者，既可以有效保证品牌整体步调一致，也可以快速提升公司品牌形象，加深客户的认知度，加快潜在资源的转化，争取对市场占有率的更高覆盖，促进公司业务稳健增长。

图表：公司拥有成熟的门店管理团队



图表：公司品牌宣传策略

抖音达人推广

抖音达人精准推广，
赋能门店销量增长

终端品牌活动拉动

门店开业营销活动+陆小馋零食节
强势引爆门店流量

核心商圈品牌投放

城市核心商圈品牌体验店曝光
+KOL营销

3

量贩零食行业：新渠道、新业态、新展望

3.1 零食渠道变迁：大流通→大连锁→线上B2C→量贩渠道

- **零食渠道历经变革，各品牌拥抱全渠道。**回顾我国零食行业发展历史，我们认为从上世纪90年代至今，零食销售渠道主要经历了四种业态变革，分别为大流通（上世纪90年代）、大连锁（本世纪初）、线上B2C（2010-2020）和量贩渠道发展。
- **大流通：**上世纪90年代初，处在行业头部的零食品牌针对大众需求与市场特点，着重研发少数SKU商品，然后通过单点爆破，实现大规模量产，并倚重经销流通网络，将产品分销出去。该阶段的零食渠道主要追求大而全的大卖场。
- **大连锁：**2000年后，大型商超在国内兴起，沃尔玛、家乐福等连锁商超品牌进入中国，同时来伊份、良品铺子随后推出连锁专营店模式。与上一阶段相比，该阶段零食SKU更多，渠道端开始采用自建渠道的方式进行销售。
- **线上B2C：**2010年后，电商迅速兴起。以百草味和三只松鼠为代表的零食电商企业迅速崛起，成为零食行业的重要组成部分。与上一阶段相比，线上B2C渠道适应了80后、90后等零食主力消费者的习惯，丰富的SKU也更好满足了其个性化、多样化的需求。
- **量贩渠道发展：**2020年后，由于电商加速去中心化、疫情影响商超人流等原因，各零食厂商开始对全渠道进行布局，量贩零食等新业态逐步兴起，涌现出诸如零食很忙、老婆大人等量贩零食连锁品牌。

图表：2000年至今的零食销售渠道变迁

渠道参与者

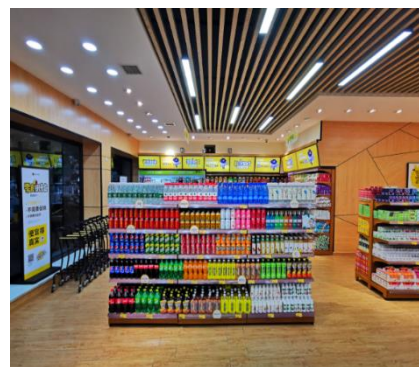


资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

3.2 量贩零食：“多快省”的新业态

- 量贩零食店是指将不同品牌零食集合到一起销售的线下门店，主打性价比、品类丰富度高。门店面积多为几十平米至一百余平米不等，不同品牌、不同规格零食通过货架进行陈列，供人选购。我们认为该业态有“多快省”三个特点。
- “多”：品牌多，SKU数量多。与品牌专营店不同，量贩零食店囊括品牌较多，包含一线大众品牌（如农夫山泉等）、二线特色零食品牌（如盐津铺子等）和散装白牌零食。此外，量贩零食渠道SKU较多，多家头部品牌单店SKU均超1000个。
- “快”：区位便利，上新速度快。处于自身定位与租金成本的考虑，量贩零食店选址通常位于社区周边，区位便利。此外，量贩零食店上新速度快，每月定期更新10-20%的产品，让消费者常有新鲜感。
- “省”：价格实惠，性价比高。一方面，量贩零食渠道商品整体售价约为商超的70-80%，其中不乏价格接近腰斩的大牌单品；另一方面，散货零食可以按斤称，大多数零食都小包装，灵活性、性价比均较高。

图表：零食很忙量贩店外景与内景展示



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图表：零食很忙与传统品牌商超价格对比（单位：元）

商品	零食很忙	T11生鲜超市	折扣率
怡宝瓶装矿泉水（500ml）	1.2	2	60%
百岁山瓶装水（570ml）	1.8	2.5	72%
可口可乐（500ml瓶装）	2.4	3.8	63%
统一阿萨姆奶茶（500ml瓶装）	3.5	4.6	76%
红牛维生素功能饮料（250ml）	5.2	6.5	80%
张君雅休闲丸子（80g）	5.8	9.8	59%
炫迈薄荷味28片无糖装（50.4g）	8.9	10.8	82%

资料来源：腾讯新闻，大众点评，T11生鲜小程序，华西证券研究所

3.3 量贩零食产业链：对接生产端与消费者

- **对接生产端与消费者，优化产业链。**相较于传统的商超渠道，量贩零食店在产业链上实现优化，整体来看，量贩零食产业链可分为上游、中游、下游三部分。
 - **上游（供给端）：**大牌市场流通产品、二线品牌厂家直供、散装白牌货。从产品供给端来看，量贩零食店中的一线大牌产品，如矿泉水、可乐等，多为市场流通产品，而盐津铺子、甘源食品等国产二线品牌由于看好该渠道销售能力，积极梳理与该渠道匹配的产品，未来有望不断拓品，对于散装白牌货则是进行规模优势以降低采购成本。
 - **中游（品牌方）：**对接产端与消费者，提效+大额采购维持价格优势。量贩零食渠道直接沟通了生产厂家与消费者，为厂家省去了进场费、条码费等渠道费用，以大额采购赢得议价权，从而保证其绝对低价的优势。
 - **下游（消费者）：**大牌产品引流，其余产品提供利润，主打高周转。由于对一线大牌商品定价远低于市场价，量贩零食店在这部分商品上利润空间有限，主要依靠其进行引流，其余产品则通过高周转与相对较高的利润空间承担盈利任务。以零食很忙为例，我们估算其商品周转天数为14天左右，时长约为综合商超、零售店等业态的40%。

图表：量贩零食产业链及各方参与者



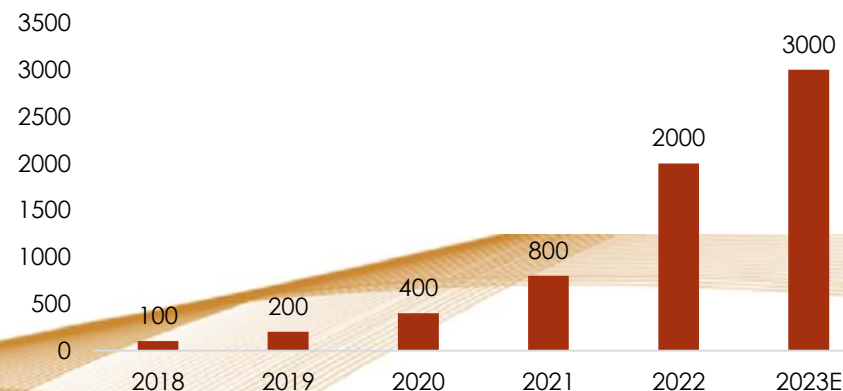
3.4 量贩零食行业现阶段发展特点及主要玩家

- 我们认为现阶段量贩零食行业主要有三个特点：市场格局分散、品牌地域性强、行业成长速度快。
- 市场格局分散，未形成全国化龙头。截止2022年末，全国约有1.3万家量贩零食门店，其中门店数量较多的品牌包括零食很忙（约2000家）、糖巢零食（约1000家）、零食有鸣（约1000家）等，各品牌市场占有率均较为有限。由于该业态仍在发展，各品牌仍在快速开店，最终竞争格局未定，全国化龙头品牌尚未形成。
- 地域性强，各地诞生特色品牌。目前量贩零食头部企业均形成了较为稳固的基地市场，成为各区域区域性龙头，包括华中地区的零食很忙、零食优选、戴永红等（辐射两湖、江西），华东地区的糖巢零食、老婆大人、赵一鸣等（辐射闽浙、江苏、安徽），西南地区的零食有鸣、零食魔法（辐射川渝）等。
- 行业成长迅速，头部企业加速扩张。目前量贩零食头部企业多起步于2017年前后，5年间行业总门店数突破万家，且在近两年出现加速增长趋势。以零食很忙为例，其首家加盟店于2017年3月开业，第100店于2018年11月开业，第1000店于2022年3月开业，第2000店于2022年11月开业，实现加速扩张。

图表：各地区量贩零食品牌代表企业



图表：零食很忙2018-2023E开店数量估算



资料来源：零食很忙官网，华西证券研究所

3.4 量贩零食行业现阶段发展特点及主要玩家

图表：量贩零食市场头部企业现状一览

公司名称	成立时间	总部地点	目前门店数量	主要区域	融资情况	宣传定位	开店规划
零食很忙	2017	湖南长沙	2000+	湖南（1400+）江西（270）湖北（155）	2021年4月完成了2.4亿元人民币的A轮融资。由红杉中国与高榕资本联合领投	不贵好吃真量贩人民的零食品牌	——
糖巢量贩零食	2011	福建厦门	1100+	福建（800+）	——	为人民省钱	——
零食有鸣	2019	四川成都	1000+	四川（600+）	2021年11月完成了数千万元的A轮融资，由凯辉基金投资	零食有鸣牌，便宜有好货	2023年全国门店突破3500+，西南/华南/华中市场占有率NO.1；2026年全国门店数量突破16000+，遍布中国千县万镇
零食优选	2019	湖南长沙	900+	湖南（500+）湖北（100+）	——	零食好吃不贵，生活有滋有味	——
赵一鸣	2015	江西宜春	900+	江西（400+）安徽（100+）	2023年2月完成1.5亿元A轮融资，由黑蚁资本领投，良品铺子跟投	帮消费者省钱，帮加盟商赚钱，帮员工值钱	——
老婆大人	2010	浙江宁波	700+	浙江（100+）	——	致力为喜爱零食的消费者带来物超所值的享受	——
好想来	2011	江苏兴化	700+	浙江（480+）安徽（150+）	——	新鲜、健康、美味	——
爱零食	2020	湖南长沙	600+	湖南（340+）	2021年10月获得了股权投资。投资方为银河系创投	——	——
戴永红	1996	湖南株洲	420+	湖南（420+）	——	为消费者提供放心、优质、平价的产品	2023年底，门店数量超1000家
恰货铺子	2018	湖南长沙	200+	湖南（200+）	——	货真价实，超省量贩	——
网批码头	2018	湖南长沙	200+	湖南（100+）江西	——	品种多、品质好、价格优	——
零食舱	2020	湖南长沙	39	广东（29）	——	——	2023年底，店铺数量突破800家，近年内，广东广西福建开店2000家
零食魔法	2021	四川成都	10	四川（10）	——	——	23年规划开出200家门店，在成都、四川市场成为领头羊，并向全国市场布局。3年计划扩张近4000家门店

3.5 量贩零食单店模型：高周转、低毛利、控费用

- ▶ 相比于传统零食连锁业态，我们认为量贩零食店有三个显著特点：**销售周转率高、毛利率低、费用率低**。以下以零食很忙与良品铺子加盟门店为例进行单店模型比较。
- **销售周转率高**：零食很忙单店年销售额约为450万元，良品铺子单店销售额约为150万元，在首年投入资金和首次备货资金体量类似的情况下，零食很忙资金周转效率显著更高。运营进入平稳期后，量贩零食店商品周转天数为7-10天，仅为行业水平50%。
- **销售毛利率低**：量贩零食店采用薄利多销策略，毛利率较传统业态更低。以零食很忙为例，其加盟商平均毛利率为18%，而根据公司报表口径估算，良品铺子加盟门店毛利率水平约为35%。
- **费用率低**：相较于传统业态，量贩零食店选址更下沉，对人员要求更低，因此在销售金额显著提高而租金、人员等成本增长并不显著的情况下，费用率被大幅摊薄，渠道效率明显提高。回本周期也与传统业态接近。

图表：单店模型对比

资料来源：零食很忙官网，良品铺子2021年年报，华西证券研究所

项目	零食很忙单店模型		项目	良品铺子加盟店模型	
	金额	来源及备注		金额	备注
年收入（万元）	450	官网披露日正常营业额为1-1.5万元	年收入（万元）	150	年报披露推算
加盟商毛利率（%）	18%	官网披露	加盟商毛利率（%）	35%	年报披露推算
加盟商毛利（万元）	81		加盟商毛利（万元）	52.5	
门店面积（平方米）	110	依据官网不同地区标准，整体要求100平以上	门店面积（平方米）	70	年报披露数据
门店租金（万元）	13.2	根据市场水平，假设月租金1万元/100平米	门店租金（万元）	12.6	由于选址较零食很忙更好，根据市场水平，假设月租金1.5万元/100平米
人工费用（万元）	24	根据市场水平，假设招聘4人，司职收银理货等业务，平均人力成本5000元/月	人工费用（万元）	18	由于店面更小，假设招聘3人，平均人力成本5000元/月
杂项费用（万元）	5	水电网等费用	杂项费用（万元）	3.8	水电网等费用
加盟商净利润（万元）	38.8		加盟商净利润（万元）	18.1	
加盟商净利润率（%）	8.62%		加盟商净利润率（%）	12.07%	
期初投入（万元）	48-50	公司官网披露	期初投入（万元）	40-45	公司披露
回收期（年）	1.5-2		回收期（年）	2-2.5	

3.6 量贩零食品牌模型：薄利多销，以量取胜

- **收入端：薄利多销，以量取胜。**相较于传统渠道40-50%的加价率，量贩零食渠道终端价格约为其7-8折，同时量贩渠道也有20%左右的毛利空间，这对量贩渠道品牌方成本控制能力提出了较高的要求。一方面，量贩品牌通过大批量采购、不收取渠道费用等手段压低出厂价格，另一方面则适当压缩产品毛利空间，保证产品在终端的价格竞争力。据公开资料测算，量贩品牌向加盟店供货环节毛利率在5-10%，从出厂价至终端加价率约为25%，效率提升明显。
- **费用端：参考餐饮连锁同业，存在优化空间。**我们采用与量贩零食加盟类似的纯加盟类餐饮企业绝味食品、紫燕食品作为对比，此处我们假设其期间费用率为两者平均值12%。我们认为量贩零食业态较卤味连锁更简单，费率存在优化空间。
- **利润端：现阶段承压，未来财务回报可期。**根据以上数据测算，同时考虑到加盟费收入，我们估算现阶段量贩零食品牌公司的利润端承压，潜力尚未完全释放，主因行业尚处于竞争白热化阶段，未来随行业竞争格局优化，利润率与费用率存在优化空间。我们预计当行业竞争告一段落，部分玩家脱颖而出后，将为投资者提供可观的财务回报。

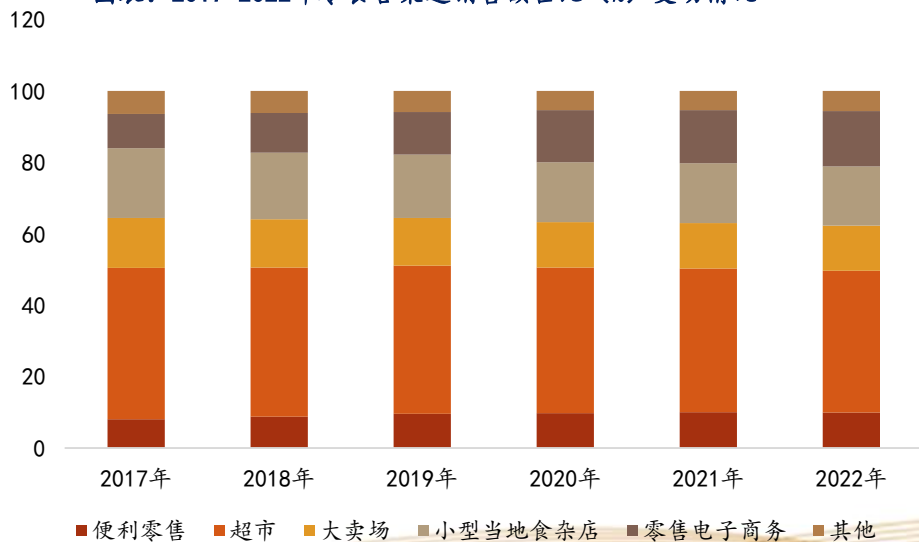
图表：传统经销渠道与量贩零食渠道价值链对比



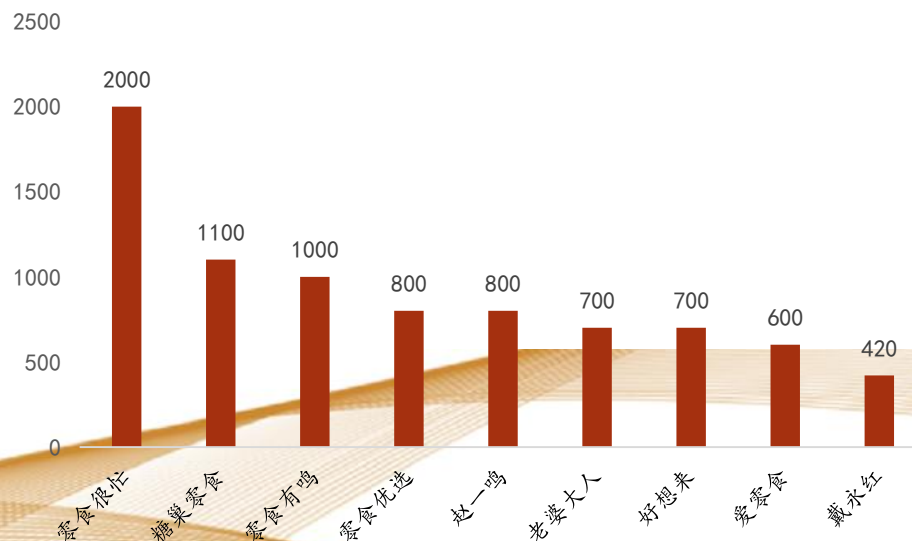
3.7 量贩零食行业未来展望：空间巨大，看好头部

- 市场扩张远未结束，增长空间巨大。据尼尔森估算，2022年我国休闲零食市场规模超1.5万亿元，且年复合增长率超过10%，量贩零食渠道销售占比仍然较低。以行业头部品牌零食很忙为例进行估算，其旗下2000家门店2022年营业额达64.45亿元，推算全行业1.3万家总营业额约为420亿元，渠道占比不足3%。我们认为量贩零食业态优势明显，未来成长空间巨大，有望享受零食市场规模增长与渠道占比提高双重红利。
- 行业竞争日趋激烈，份额或向头部倾斜。各头部品牌针对未来3年都提出了较为激进的开店计划，资本也纷纷布局量贩零食赛道，预计未来2-3年将是行业竞争加剧期。目前量贩零食行业CR3约为30%，头部企业已占据一定份额，其中头部企业零食很忙在华中、华南市场形成了一定渗透，品牌壁垒初现雏形。我们认为行业在经历“跑马圈地”式发展后，未来市场份额将逐步向头部品牌倾斜。

图表：2017-2022年零食各渠道销售额占比（%）变动情况



图表：各企业开店数量排名（截止2023年3月）



3.8 量贩零食渠道发展受益标的

- 我们认为A股中受益于量贩零食渠道快速发展的标的可以分为两类：
- 积极拥抱量贩渠道的零食生产厂商，代表公司包括盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等。
 - **盐津铺子**：公司积极布局定量装、小商品及量贩装产品，与当下热门零食量贩品牌零食很忙、零食有鸣、戴永红、好想来、老婆大人、糖巢零食等各区域量贩零食品牌进行深度合作，瞄准三四线城市线下市场，在2022年疫情期间逆势加速增长，未来潜力巨大。
 - **甘源食品**：目前公司与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、老婆大人、戴永红等系统都建立了合作关系，合作品项包括经典老三样、薯片、综合豆果、综合果仁、花生、调味坚果等系列产品。公司认为量贩零食业态未来成长空间较大，值得投入。
 - **劲仔食品**：除持续开发与拓展全国大型连锁、CVS等渠道外，公司还为零食很忙、糖巢零食、好特卖等零食专营渠道直接提供定制化产品与服务。
- 积极参与量贩零食业务的上市公司，代表公司包括良品铺子、万辰生物等。
 - **良品铺子**：公司已采用新品牌“零食顽家”布局新型零食连锁业务，目前已在武汉开出两家门店。零食顽家旨在通过下沉市场快速抢占门店、高效的供应链整合以及组织运营能力来扩展销售渠道。此外，公司联手投资机构联合投资量贩零食明星企业赵一鸣。
 - **万辰生物**：公司于2022年成立子公司南京万兴开始发展量贩零食业务，旗下“陆小馋”品牌运营近百家门店，主要覆盖江苏等地，已经形成了一定的品牌影响力。公司在今年2月公布的定增预案中提到将依托量贩品牌优势，在安徽、河南、山东等地开设100家门店。

4 盈利预测

➤ 量贩零食为公司新业务，公司已经披露23年一季度报实现收入7.6亿元，预计主要由量贩零食贡献，全年随着新增门店数量增加，预计量贩零食业务将实现快速增长，24/25年继续实现规模快速扩张，到2025年整体规模有望超过37亿元。食用菌为公司传统业务，23年价格上涨较为明显，预计将实现量价齐升，24/25年主业规模将稳步增加。

收入(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
零食	66.57	2,312.00	3,013.00	3712
yoy		3373.09%	30.32%	23.20%
食用菌	482.70	589	695	799
yoy		22%	18%	15%
营业收入	549	2901	3708	4511
yoy		428.1%	27.8%	21.7%

➤ 我们预计公司23-24年收入分别为29.01/37.08/45.11亿元，分别同比+428.1%/+27.8%/+21.7%；归母净利润分别为1.98/3.01/4.47亿元，分别同比+313.8%/+52.2%/+48.6%；EPS分别为1.29/1.96/2.91元；对应2023年5月24日43.92元的收盘价PE估值分别为34/22/15，首次覆盖，给予“增持”评级。

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率PE				EPS		
		TTM	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
万辰生物	68	90	34	22	15	1.29	1.96	2.91
洽洽食品	221	23	19	16	14	2.25	2.67	3.03
盐津铺子	168	48	24	19	15	3.68	4.68	5.78
良品铺子	124	32	28	22	18	1.11	1.39	1.69
甘源食品	84	44	48	34	26	1.89	2.62	3.47

- **新业务扩张不及预期：**公司零食量贩为全新业务，随着量贩零售业务版图的扩大，公司面临不同团队之间的整合风险。此外，量贩零售业务处于开拓投入期，公司在短期内投入较大、投资回报周期存在一定的不确定性，短期盈利能力不确定性较大。公司已通过股权激励绑定核心管理和运营团队，是激发内部活力。
- **行业竞争加剧：**随着市场的不断细分，部分传统的零售企业和新进入者也开始涉足量贩连锁经营模式。同时，社区团购等销售模式亦有可能冲击量贩连锁经营模式。如果公司不能继续保持快速增长速度，可能导致公司的产品销量减少，从而影响本公司的财务状况和经营业绩。公司量贩零食业务将继续执行拓店战略，达到增强品牌覆盖度和强化消费者认知的效果，同时继续加强对供应链的管理，保持量贩零食业务的成本控制能力是保持量贩零食连锁经营模式核心竞争力的关键。
- **定增推进不及预期：**公司定增事宜仍在推进过程中，存在推进进程不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	549	2,901	3,708	4,511	净利润	42	172	262	389
YoY (%)	26.4%	428.1%	27.8%	21.7%	折旧和摊销	65	37	47	49
营业成本	462	2,271	2,881	3,479	营运资金变动	-42	80	-9	-152
营业税金及附加	3	17	22	27	经营活动现金流	70	289	298	286
销售费用	20	290	352	383	资本开支	-316	-249	-249	-179
管理费用	32	174	215	253	投资	20	0	0	0
财务费用	3	0	0	0	投资活动现金流	-294	-249	-249	-179
研发费用	2	12	15	18	股权募资	10	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	170	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	筹资活动现金流	123	0	0	0
营业利润	42	194	296	441	现金净流量	-101	40	49	107
营业外收支	-1	1	1	1	主要财务指标				
利润总额	42	195	297	442	成长能力 (%)				
所得税	0	23	36	53	营业收入增长率	26.4%	428.1%	27.8%	21.7%
净利润	42	172	262	389	净利润增长率	103.7%	313.8%	52.2%	48.6%
归属于母公司净利润	48	198	301	447	盈利能力 (%)				
YoY (%)	103.7%	313.8%	52.2%	48.6%	毛利率	16.0%	21.7%	22.3%	22.9%
每股收益	0.31	1.29	1.96	2.91	净利率	8.7%	6.8%	8.1%	9.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率ROA	4.0%	10.0%	14.0%	16.9%
货币资金	115	155	204	310	净资产收益率ROE	7.1%	22.8%	25.8%	27.7%
预付款项	43	204	259	313	偿债能力 (%)				
存货	100	278	282	298	流动比率	0.84	0.90	0.96	1.23
其他流动资产	21	210	83	272	速动比率	0.40	0.38	0.33	0.60
流动资产合计	279	847	828	1,194	现金比率	0.35	0.16	0.24	0.32
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	43.5%	57.2%	48.7%	43.6%
固定资产	432	445	528	578	经营效率 (%)				
无形资产	53	53	53	53	总资产周转率	0.54	1.84	1.80	1.88
非流动资产合计	911	1,123	1,326	1,457	每股指标 (元)				
资产合计	1,189	1,971	2,154	2,651	每股收益	0.31	1.29	1.96	2.91
短期借款	148	148	148	148	每股净资产	4.35	5.64	7.60	10.51
应付账款及票据	117	514	367	406	每股经营现金流	0.46	1.88	1.94	1.86
其他流动负债	66	279	348	416	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	331	941	863	971	估值分析				
长期借款	111	111	111	111	PE	141.13	34.11	22.40	15.08
其他长期负债	75	75	75	75	PB	2.77	6.93	5.14	3.72
非流动负债合计	185	185	185	185					
负债合计	517	1,126	1,049	1,156					
股本	154	154	154	154					
少数股东权益	4	-22	-61	-119					
股东权益合计	672	844	1,106	1,495					
负债和股东权益合计	1,189	1,971	2,154	2,651					

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

重要提示:

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施。通过本订阅号发布的观点和信息仅面向华西证券的专业投资机构客户。若您并非华西证券客户中的专业投资机构客户,为控制投资风险,请取消订阅、接收或使用本订阅号中的任何信息。因本订阅号受限于访问权限设置,若给您造成不便,敬请谅解。市场有风险,投资需谨慎。

法律声明:

本订阅号为华西证券食品饮料团队设立及运营。本订阅号不是华西证券研究报告的发布平台。本订阅号所载的信息仅面向华西证券的专业投资机构客户,仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。本订阅号所载的信息均摘编自华西证券研究所已经发布的研究报告或者是对已发布报告的后续解读,若因对报告的摘编而产生歧义,应以报告发布当日的完整内容为准。

在任何情况下,本订阅号所推送信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本订阅号信息所引致的任何损失负任何责任。

本订阅号及其推送内容的版权归华西证券所有,华西证券对本订阅号及推送内容保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。