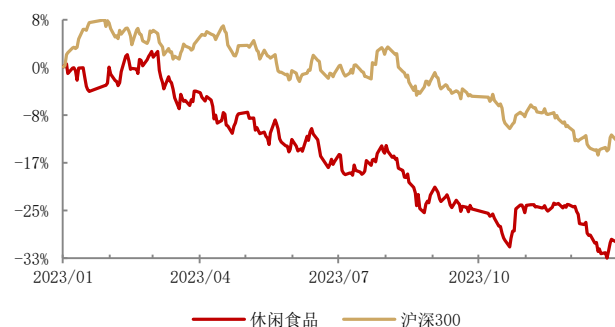


零食量贩行业深度报告：渠道变革正当时，两强引领行业整合

休闲食品行业评级：推荐



分析师：寇星

邮箱：
kouxing@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO：S1120120070103

联系电话：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

核心逻辑

- ◆ **“多快省”打造高效渠道，零食量贩赛道快速崛起。** 零食量贩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。该业态“多快省”三大特点具体表现为：1) 多：品牌数量多，SKU多，满足消费者多样化需求；2) 快：区位便利，上新速度快，满足消费者便利与尝鲜需求；3) 省：价格实惠，性价比高，满足消费者经济性需求。
- ◆ **产业链全链条共同发力，“货场人”打造极致效率。** 零食量贩业态“多快省”的优势源自于产业链全链条共同发力，拆解来看：1) 上游供货端（货）：通过缩短供应链环节降低品牌产品采购成本，通过规模采购降低白牌产品成本；2) 中游品牌方（场）：直接对接品牌方与消费者，免除中间环节，提效+大额采购维持价格优势；3) 下游消费者（人）：低价品牌产品引流，其余产品提供利润，满足多样性需求。
- ◆ **内生增长+兼并收购，两强引领行业整合。** 零食量贩行业的快速发展体现出两个特征，一方面头部、腰部品牌开店速度快，另一方面品牌之间兼并收购频繁。从竞争格局看，零食很忙与好想来目前处于行业头部两强的地位，通过自身开拓和兼并收购的方式开始向全国进行扩张，各区域品牌跟随扩张。
- ◆ **推荐标的：** 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，一类是积极入驻量贩渠道的零食生产厂商，一类是积极参与量贩零食业务的上市公司，前者包括盐津铺子、甘源食品、劲仔食品，后者包括万辰集团、良品铺子。
- ◆ **风险提示：** 零食量贩业务扩张速度不及预期、市场竞争加剧、食品安全问题



目录

- 01 零食量贩：快速崛起的“多快省”渠道
- 02 产业链拆解：“货场人”共同打造极致效率
- 03 竞争格局：南北两强引领行业加速整合
- 04 未来展望与受益标的



01 零食量贩：快速崛起的“多快省”渠道

1.1 零食渠道变迁：大流通→大连锁→线上B2C→量贩渠道

- ◆ **零食渠道历经变迁，各品牌转向全渠道。**回顾我国零食行业发展历史，我们认为零食销售渠道经历了四次重要的业态变革，从上世纪90年代至今，各个品牌从流通网络经销商及卖场（1990s），逐渐变革为连锁店销售形式（2000s），后历经电商的兴起（2010s），发展为量贩渠道销售（2020s）。
- **大流通：**20世纪90年代初，行业头部的一些零食品牌根据大众需求和市场特点，专注于研发少量SKU的商品，**以单品突破的策略实现大规模量产**，依赖于经销流通网络，这些品牌将产品分销到大型卖场，以追求销售的规模化和普及化，大而全的大卖场就是该阶段主要的零食渠道。
- **大连锁：**从2000年开始，随着大型连锁商超如沃尔玛、家乐福等进入中国市场，同时零食品牌如来伊份、良品铺子等也推出了连锁专营店模式。在这一阶段，零食SKU更加丰富，**渠道端也开始采用与“大流通”阶段不同的自建渠道的方式进行销售。**
- **线上B2C：**2010年后，电商迅速崛起，渗透入生活的每一部分，零食行业也不例外。**以百草味和三只松鼠为代表的零食电商企业快速发展**，成为零食行业的重要组成部分。相较“大连锁”阶段，线上B2C渠道顺应了80后、90后等年轻主力消费者的习惯、以更丰富的产品SKU更好地满足了其个性化与多样化的需求
- **量贩渠道发展：**自2020年以来，由于电商的去中心化趋势以及疫情对商超人流的影响等原因，各零食厂商开始布局全渠道。**新兴的量贩零食等业态逐步兴起**，涌现出了诸如零食很忙、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



1.2 零食量贩：主打“多快省”的新业态，迅速崛起的新赛道

- ◆ 量贩零食店指将多个品牌的零食集合在一起销售的线下门店，其主打特点是性价比高和品类丰富。门店面积100平米左右，销售产品形态包括袋装、散称、瓶装饮料等。相比于传统零食零售业态，我们认为零食量贩业态有“多”、“快”、“省”三个显著特点。
 - **“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丰富，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，量贩零食店SKU多样，多家头部品牌单店SKU数量均超1000个。
 - **“快”：区位便利，上新速度快。**由于自身定位与租金成本等因素，量贩零食店选址通常位于社区附近或人流较多的商业区域，区位便利，能为顾客提供便利的购物体验。此外，量贩零食店上新速度快，每月定时更新10-20%的产品，以保持消费者的新鲜感。
 - **“省”：价格实惠，性价比高。**一方面，根据中国经营报报道，量贩零食渠道商品整体售价约为传统商超的70-80%；另一方面，散装零食可以按斤购买，大多数零食都有小包装，因此具有较高的灵活性与性价比。
- ◆ 由于“多快省”的业态特点，零食量贩赛道近年来发展迅速。根据北京商报报道，零食量贩行业2022年约有1.3万家门店，该报估计2023年底全行业有2.5万家左右门店。据公司官网数据，头部企业零食很忙由2018年100家门店迅速扩张至2023年底超过4000家门店。

图表：零食很忙量贩店外景与内景展示



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%

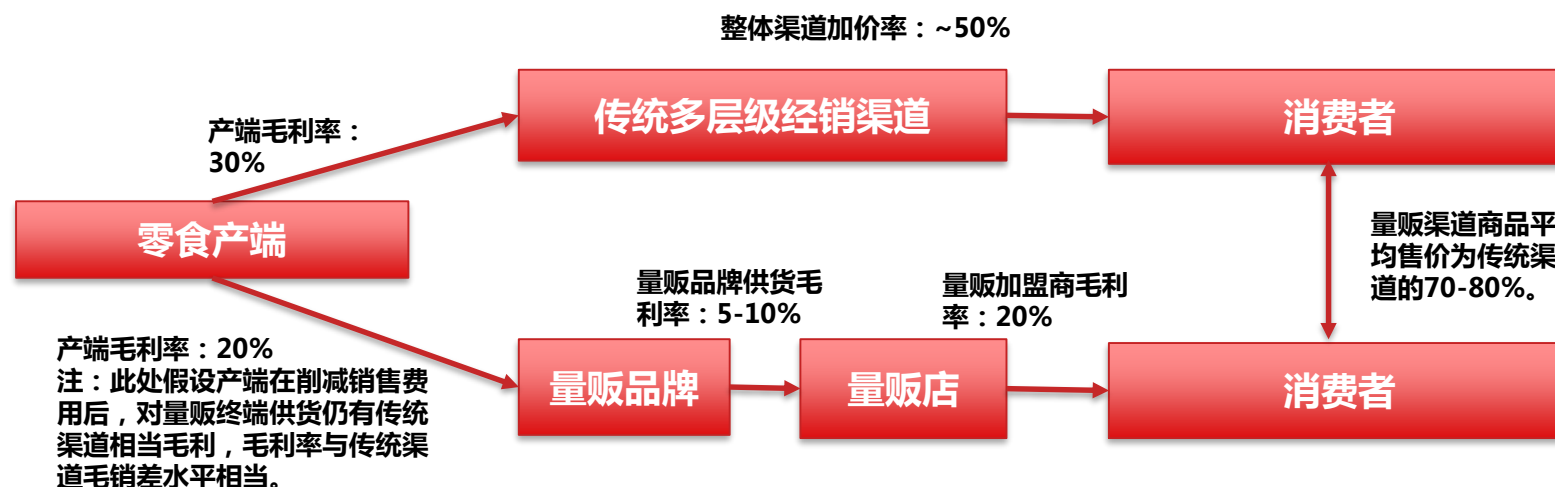


02 产业链拆解：“货场人”共同打造极致效率

2.1 上游货源：进货渠道压层级、减费用，成本管控更高效

- ◆ 量贩零食店通过缩短采购链路、减少额外收费、大额采购议价，实现更高效的成本管控、提供更便宜的产品价格，具体而言：
 - **优化采购链路及渠道结构**：传统经销渠道通常需经过多层经销渠道，每一层渠道都进行加价。据“销售与市场”报道，传统KA渠道最终加价率能达到46-60%；而量贩零食渠道则省去了多层级的复杂供应结构，同厂家直接合作，缩短经销层级。据中国经营报报道，零食量贩终端价格约为传统商超的70-80%。
 - **减少额外收费降低成本**：零食量贩品牌通常与上游厂商直接合作，不设陈列费、条码费、广告费等渠道中间费用，因此相比商超等传统渠道，零食量贩渠道减少了经销商流通环节和渠道平台进场费用，压缩账期以降低资金成本，所以交易成本相对更低，价格更加优惠。
 - **大额采购议价**：除上述两种情况外，量贩品牌商亦通过大额采购获取价格优势。上游厂商中，一般而言白牌厂商议价能力弱，大额采购现象较多。对品牌厂商而言，零食量贩“以价换量”的商业模式虽然可能带来收入较快增长，但过低的终端价格有可能造成价盘混乱。我们认为这种业态特点将使多SKU布局的企业更愿意与零食量贩企业合作，而依托大单品的企业则会更加谨慎。

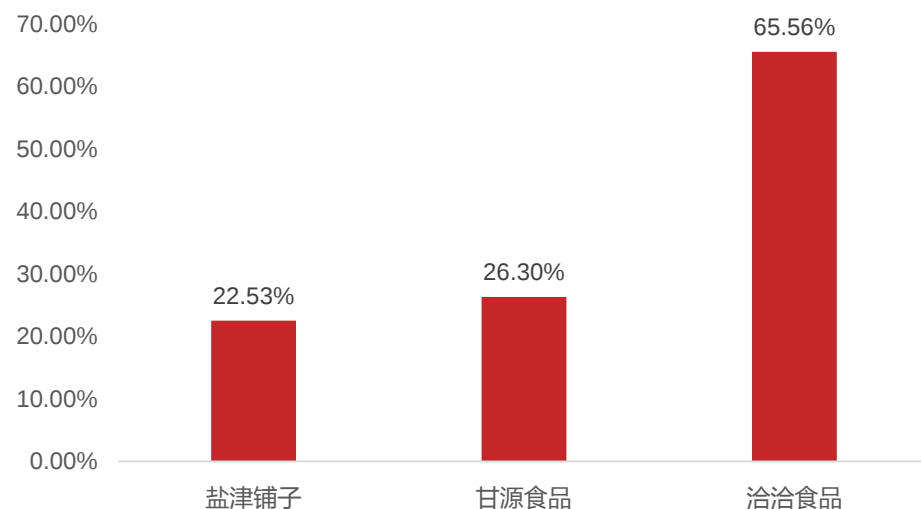
图表：传统经销渠道与量贩零食渠道价值链对比



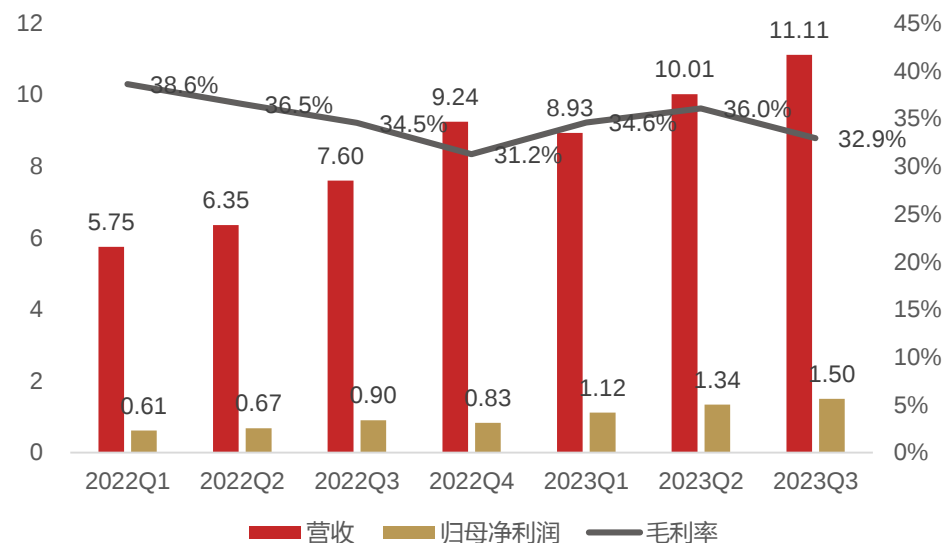
2.1 上游货源：量价平衡vs渠道增量，部分品牌企业积极拥抱新渠道

- ◆ **量价平衡vs渠道增量，品牌与渠道合作博弈共存。** 由于极致的效率特性，零食量贩渠道对传统渠道这一零食企业原有的基本盘产生了一定冲击，尤其对品牌企业而言，与零食量贩渠道合作需要考虑较多因素。一方面，对于品牌企业而言，量贩渠道极致效率带来的终端低价有可能对传统渠道的货品价盘形成冲击；另一方面，对于量贩品牌方而言，由于“大牌引流”的商业模式，品牌产品所提供的毛利微乎其微。我们认为这一博弈短期内不会发生改变，双方关系中合作与博弈共存。
- ◆ **多SKU布局更加受益，部分品牌企业拥抱新渠道。** 从品牌企业内部来看，我们认为多SKU布局的企业相较于大单品类型企业更容易与零食量贩渠道形成合作，一方面多SKU布局与零食量贩业态中SKU多且常换常新的特点相适应，能够很好满足消费者需求，另一方面其对单品营收依赖度较低，产品价盘混乱造成的风险较小。品牌企业中积极拥抱量贩渠道的例子包括盐津铺子、甘源食品等，其对营收单一品类占比均在30%以下。未来随着量贩渠道发展，品牌企业为量贩渠道定制SKU的现象值得关注。
- ◆ **增营收、降毛利、增利润，渠道红利仍在释放。** 从前述量贩渠道价值链条可以看出，生产端企业对量贩渠道供货毛利率低于传统渠道，因此会降低整体毛利率水平。但从整体营收及利润体量来看，零食量贩渠道仍然为品牌企业提供了增量。

图表：盐津铺子、甘源食品及洽洽食品22年第一大品类营收占比



图表：盐津铺子2022年以来营收、利润及毛利率情况（单位：亿元）



2.1 上游货源：价格优势+严格选品，白牌产品打开利润空间

- ◆ **SKU结构引入白牌产品实现更低采购成本**：相比于传统商超、便利店等，量贩零食店的货品结构中除了农夫山泉、盐津铺子等一线知名品牌外，还引入部分区域品牌及工厂白牌产品，压缩了品牌溢价，降低了整体采购成本。
- ◆ **品牌标品低价引流、白牌产品达成盈利**：量贩零食店中对知名品牌标品的定价较低，据中国经营报报道，量贩渠道产品平均售价为传统商超70-80%，通过低价带给消费者更强烈的价格优势感知以吸引更多客流；而进货成本较低的白牌商品毛利率则相对较高，据南风窗报道，白牌产品毛利率能达到约20%-30%，以此来平衡引流品带来的低利润甚至是亏损，提升整体的盈利能力。总体上，量贩零食店多采用“品牌引流、白牌盈利”的运营模式。
- ◆ **严格的品控措施确保产品优质**：白牌产品较于品牌产品缺乏品牌背书，因此更需品牌对供应链的严格把握；以零食很忙为例，其通过各级合规审核、建立自主品控实验室、引入权威检测机构等行动严格把关产品品质及安全。

图表：赵一鸣在售产品SKU在马上赢CR10品牌中的占比情况

品类	赵一鸣在售SKU数量	赵一鸣该类目在售“CR10”品牌SKU计数	赵一鸣所售SKU属于CR10品牌的占比
话梅、果干、果丹皮	44	5	11.36%
果冻/布丁	39	18	46.15%
鸡鸭肉干肉脯零食	28	6	21.43%
猪肉脯/干零食	14	2	14.29%
薯片/薯条	7	0	0.00%
沙琪玛	7	0	0.00%
锅巴	9	0	0.00%

图表：各零食量贩品牌严控上游货源品质，构建高标准供应链

零食量贩品牌	品控措施
零食很忙	从生产出厂到消费者手中，零食很忙所有产品都会经过工厂合规、产品合规、入仓合规、配送合规等多道品控检测环节。同时，零食很忙还成立了自主品控实验室，并引入了国家第三方权威检测机构—中国检验认证集团进行品控合作，目前正在筹建全国品控实验研发中心，多重保障产品品质。
零食有鸣	零食有鸣的供应商入驻流程严格且复杂，首先需经过采购主管的资质初审，初步淘汰劣质品牌；接着需经过供应商服务平台的资质复审；最终通过采购部门与供应商的交流最后筛选才能达成合作建档。
赵一鸣	在供应商的选择上，赵一鸣仅选择品类前三客户合作，并和一些国内头部或上市企业，例如洽洽、甘源、沃隆、达利、盐津铺子等，达成战略合作伙伴关系，严选一线品牌及大厂制造；此外，借助供应商评分体系，对厂商的订单履约率、预约交货准时率、客诉率等方面进行客观的综合评分，严格审查供应商资质，杜绝滥竽充数的劣质杂牌小厂混入，从源头上保证零食的品质。

2.2 中游渠道：单店模型追求极致效率，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：**高周转、低毛利、控费用**。我们以零食量贩龙头企业“零食很忙”与传统连锁零食头部企业“良品铺子”的加盟门店为例进行单店模型对比。
- **销售周转率高**：在加盟首年投入资金与首次备货体量类似的情况下，零食很忙资金周转效率显著更高（单店年销售额：零食很忙约450万元VS良品铺子约150万元）。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**：量贩零食渠道的模式本质上是“薄利多销”，利用“薄利”来实现规模提升，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，多为三、四线城市或一、二线城市相对远离市中心的城区，对店铺销售人员招聘要求更低，因此在销售金额显著提高，而租金、人力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；零食量贩店的回收期也与传统业态时间更短。

图表：单店模型对比

零食很忙单店模型			良品铺子加盟店模型		
项目	金额	来源及备注	项目	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	

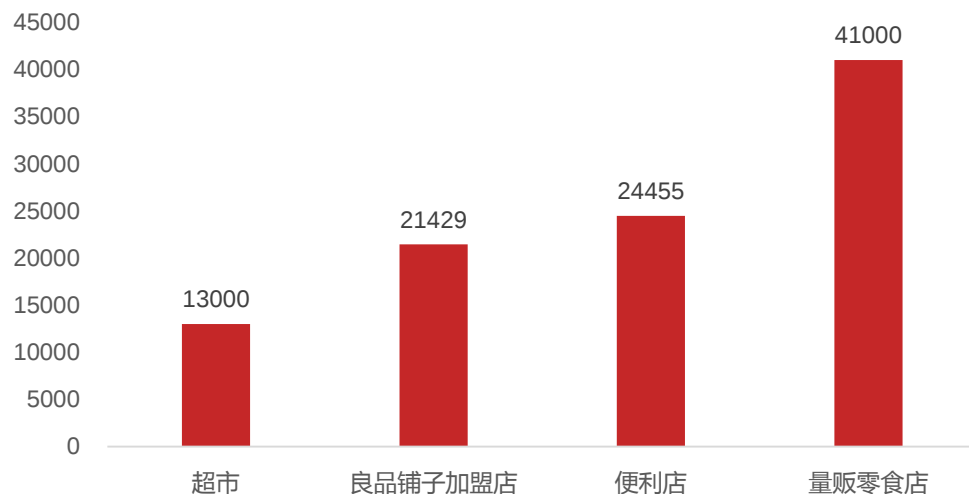
资料来源：零食很忙官网，良品铺子2021年

2.2 中游渠道：低价强选品，追求高周转，零食量贩店坪效胜过同业

根据前文零食量贩店模型（年收入450万，门店面积110平）推算，该业态年坪效约为4.1万元/平。较高的坪效主要来自于**低价+优质选品+精细化管理**：

- ◆ **低价驱动高周转**：零食量贩店以低价驱动高周转，其毛利率明显低于其他业态，以零食很忙为例，综合毛利率在18%左右。低进货成本和低毛利率使得零食量贩店能够提供更具竞争力的价格，吸引更多的顾客流量。这种低价策略不仅增加了店铺客流量，而且促进了更好的销售转化，从而实现了高周转和高坪效。
- ◆ **优质选品推动高周转**：零食量贩店在选品能力方面表现出色，深入洞悉顾客需求，通过不断提供优质的选品，满足消费者多样化的口味需求，零食量贩店能够吸引更多的顾客，实现高周转率。
- ◆ **精细化管理实现高周转**：零食量贩店数字化程度较高，能对单品的周转情况进行有效监测。对于周转较差的SKU，零食量贩店能够及时进行淘汰和上新，以确保门店的周转速度最优，满足消费者新鲜多样的需求；各零食量贩店统一、良好的消费动线设计也进一步提升带单率，最大化店铺坪效。

图表：量贩零食店业态与其他零售业态的年坪效水平比较（元/平）



图表：赵一鸣加盟门店高标准选址+定制化装修+专利型货架+标准化管理



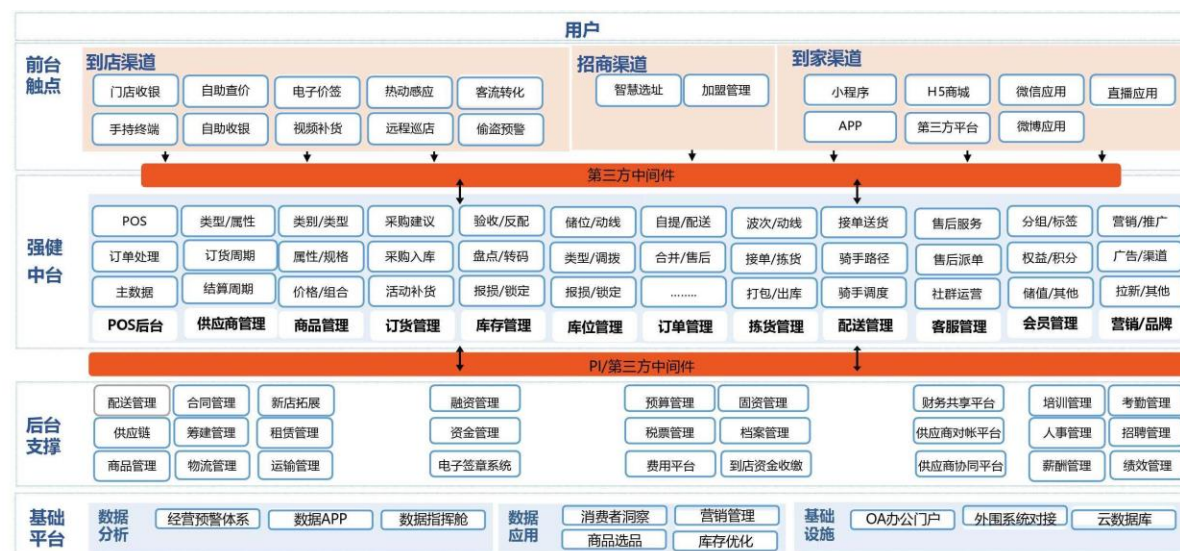
2.2 中游渠道：量贩品牌总部强管控，规模效应降费用

- ◆ **从1到N，强管理体系护航，快速复制开店，最大化规模效应。** 零食量贩店以加盟为主，以零食很忙为代表的量贩零食加盟门店在经营中多个环节均高度标准化，核心环节均由总部统一强把控，能最大化规模效应；
- ◆ **引入加盟门店评分体系，零食很忙以多种方式定期考核，确保门店经营规范：**零食很忙以月为单位对门店进行线上+线下的标准化评分并公示，评分内容包括货品陈列、话术引导、营业时间、音乐播放等，每月公示考核结果，最终得分持续3个月95分以上可享受再开店权力，同时优秀门店可减免运费，不合格门店运费翻倍并整改学习。
- ◆ 此外，头部企业纷纷发力供应链建设，如零食很忙截止2023年12月已拥有9大供应链中心，超20万平方米现代物流仓，零食魔法则在天使轮融资后将融资资金全部用于用于新门店筹建、数字化系统开发和供应链建设等方面。

图表：零食很忙门店定期巡店考核公示



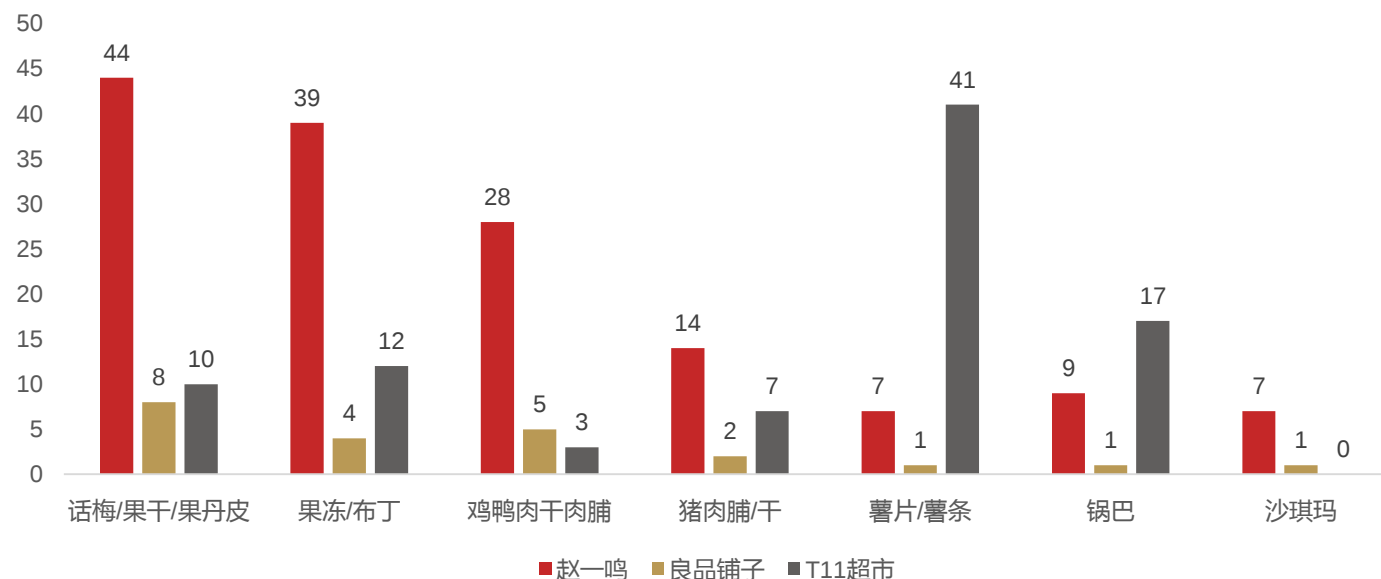
图表：零食魔法科技产品战略规划



2.3 下游消费者：SKU丰富度高，满足个性化需求，提供“多”价值

- ◆ **量贩零食店提供广泛的SKU选择。**零食量贩店的SKU一般为1500-2000个左右，高于便利店（以罗森、711等为例，其SKU数仅为1000个，且包含其他品类）等其他线下零售业态。丰富的SKU种类满足了消费者多样化的口味和个性化需求。
- ◆ **SKU宽度：量贩零食店提供更多零食子品类。**在SKU宽度方面，量贩零食店展现出了较高的多样性。相比之下，部分高端线下零食店，如良品铺子，其SKU选择通常局限于自有品牌产品，而便利店由于店铺面积和货架数量的限制，可上架的零食子品类较少。而量贩零食店的SKU范围不仅包括了常见的饼干、糖果和坚果肉脯，还涵盖了黑芝麻糊、藕粉、豆浆粉等只出现在大型商超的营养滋补子品类产品，满足消费者对于各类不同零食产品的需求。
- ◆ **SKU深度：针对同一种零食产品，量贩零食店的品牌及口味选择更丰富。**通过对比统计，我们发现量贩零食店在同一子品类的SKU深度上表现出较高的水平，甚至能够接近或超过大型超市。以蜜饯果干类产品（话梅/果干/果丹皮）为例，量贩零食店的SKU数量能达到40+，显著高于其他零食零售业态，为消费者提供丰富多样的选择。
- ◆ **SKU的数量、宽度及深度提供更多符合个人口味和偏好的产品，为顾客提供更丰富的购物体验 and “多” 的价值。**

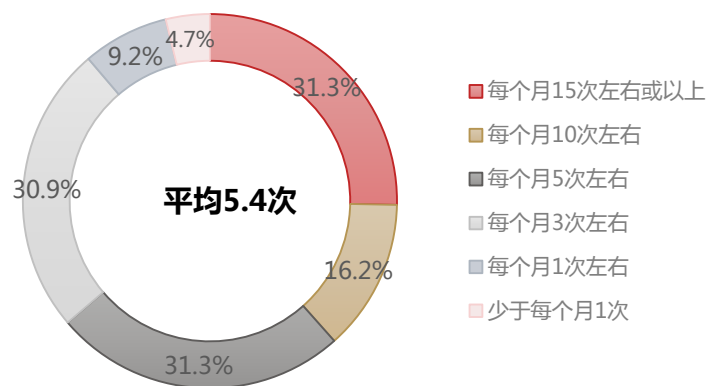
图表：赵一鸣、良品铺子线上商城、T11超市部分零食品类在售SKU数量对比



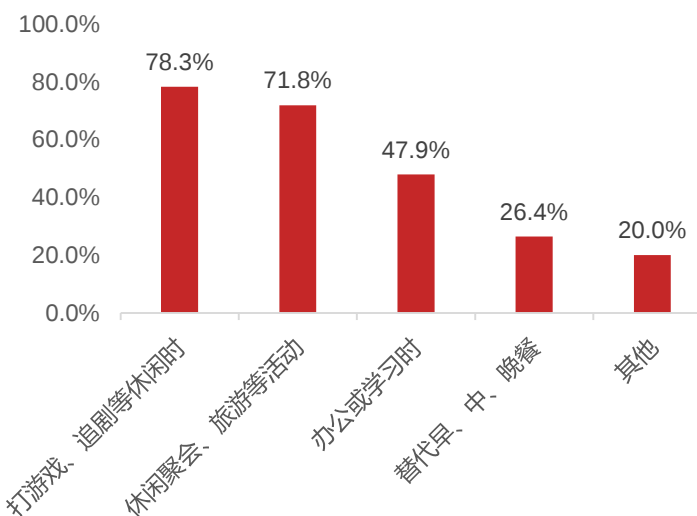
2.3 下游消费者：高频消费，就近购买，量贩店提供“快”价值

- ◆ **购买频次高**：根据艾媒咨询，中国休闲食品消费者平均每个月约购买5.4次休闲食品，其中每个月购买5次左右的消费者比例为31.3%，超6成消费者购买休闲食品的频率集中在每个月3-5次左右，高于每个月1次左右的消费者比例为86.1%。总体而言，休闲食品是一种高频消费产品，而量贩零食店大多选址社区附近，方便消费者就近购买，满足消费者高频购买需求，为顾客提供“快”价值。
- ◆ **就近购买需求驱动**：据艾媒数据显示，中国休闲食品消费者消费场景通常为打游戏、追剧等休闲时(78.3%)和休闲聚会等活动时(71.8%)；此外，在家庭小型化及人口老龄化等趋势的推动下，消费者的购买需求更趋于便利化。相较于线下其他零售业态，便利店等离消费者更近、更便捷的业态同比增速持续优于商超、百货商店等其他线下业态。

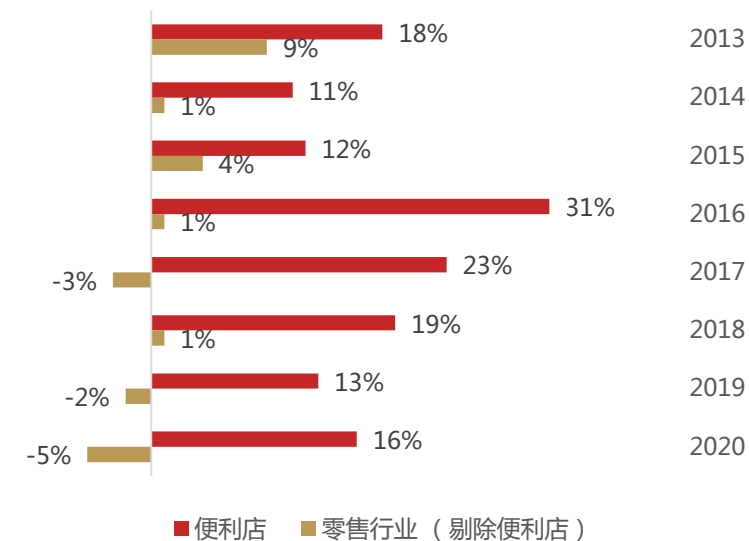
图表：中国休闲食品消费者消费频次：每月平均5.4次



图表：中国休闲食品消费场景：游戏、聚会等即时场景居多



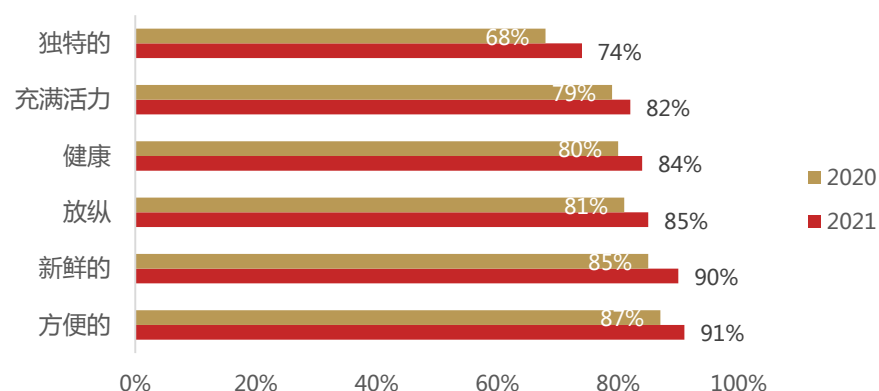
图表：便利店VS零售行业（剔除便利店）增速对比



2.3 下游消费者：极致性价比，为消费者提供“省”价值

- ◆ **零食消费群体对于产品价格较为敏感，量贩零食店价格竞争力强，“省钱”**：我们通过对比零食量贩店、商超、便利店及线上零售四个渠道的产品价格，发现商超、便利店、线上零售渠道的产品价格都不同程度地高于量贩零食店贩卖价格。
- ◆ **零食消费尝鲜心理强，散称的购买方式降低决策成本，“省心”**：同时据亿滋国际《2021年全球零食现状报告》，与两年前相比，消费者正在寻求零食的新满足。选择零食时，方便、新鲜、独特等因素都会影响消费者的零食选择。出于即时购买、即时尝鲜的心理驱动，消费者天然有意愿自发尝试新产品；而量贩零食店产品以更小包装、散称方式销售，允许消费者以较低的成本尝试新品，进一步降低购买决策成本。
- ◆ **零食消费群体以一二线城市年轻女性居多，零食量贩产品价格更低、选址区位便捷易达，“省钱”、“省心”**完美切中零食消费受众群体的内在需求。

图表：经常影响零食选择的属性：方便、新鲜、独特



图表：零食消费人群画像：多为一二线城市年轻女性，享受“即时购买”



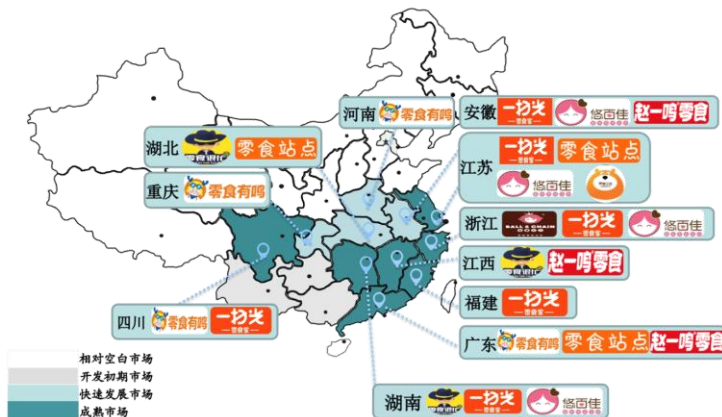


03 竞争格局：南北两强引领行业加速整合

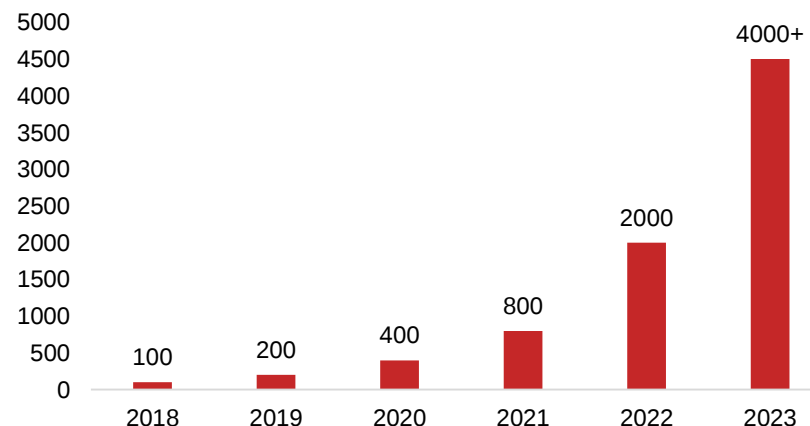
3.1 格局现状：两强格局已定，整合速度加快

- ◆ 我们认为当前量贩零食行业出现两大特点：1) 两强格局已定；2) 整合速度加快。
- “南很忙，北万辰”，两强格局已定。量贩零食头部企业多在过去5年内迅速崛起，行业门店数量突破万家，头部企业均形成了较为稳固的基地市场，成为各地区龙头，其中有两家企业从一众竞争者中脱颖而出，成为行业两强。“两强”指万辰集团旗下的好想来（华东地区为基地市场）与零食很忙（湖南地区为基地市场），从地理位置上看，好想来基地市场与扩展区域偏北，零食很忙则偏南，形成了“南很忙，北万辰”的局面。在“两强”的头部引领下，各地存在较多的区域龙头品牌，包括华中地区的零食优选，华东地区的糖巢零食以及西南地区的零食有鸣等。
- 市场格局相对分散，整合速度加快。据北京商报测算，截止2023年末，全国量贩零食门店数量超过两万家，实现翻番增长，其中两强品牌好想来与零食很忙在2023年底分别实现门店总数3700+/4000+，均实现翻番式增长。在龙头快速增长的背后，除了业态内生的快速增长外，更多的是大量地区性品牌的收购兼并与加速整合，其中较有代表性的整合事件包括万辰集团旗下四大品牌合并、零食很忙与赵一鸣战略合并等。我们认为零食量贩行业已经度过品牌数量激增，行业无序扩张的草莽阶段，而是进入了行业整合发展的新阶段。

图表：各地区量贩零食品牌代表企业



图表：零食很忙2018-2023加盟店数量



3.1 格局现状：多类型参与者竞争，头部效应明显

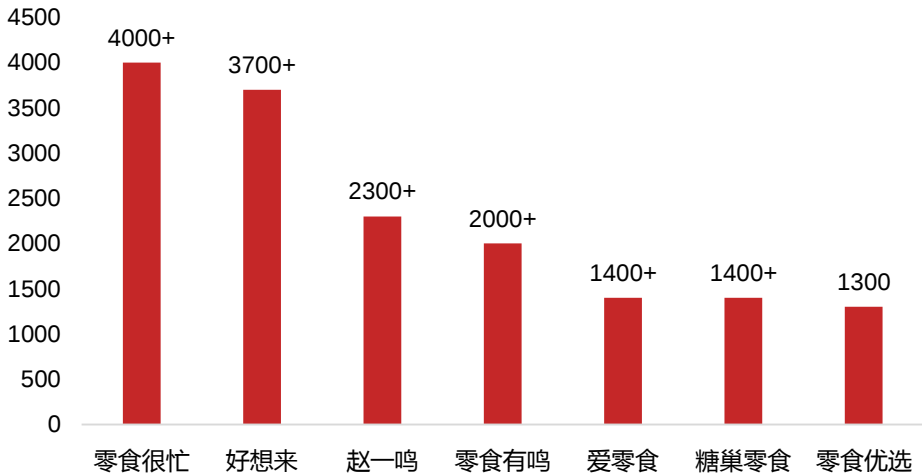
量贩零食行业参与者主要包括三类：零食很忙、赵一鸣等初创零食量贩企业，良品铺子等零食连锁跨界企业及家家悦等超市连锁跨界企业。

- ◆ 初创零食量贩企业目前共经历三个主要发展阶段：第一阶段（2017-2021），试行零食贩卖新模式，区域化加盟测试；第二阶段（2021-2022），加盟扩店提速，区域门店数量增加；第三阶段（2022-至今），向基地市场外扩张，进军全国。
 - 以行业龙头**零食很忙**为例，2017年3月其长沙首店开业，2018年开始进军湖南省各地级市，2023年进驻广西、广东、贵州等市场。根据新京报报道，下一步，**零食很忙**将目光瞄准河南、重庆、四川、云南等省份，不断以湖南大本营为中心，向全国范围进军。
- ◆ 从开店数量处于行业前列的头部参与者情况来看，当前初创零食量贩企业处在领先地位；而零食跨界及超市连锁跨界企业正借助原有渠道力与既有客群优势加速发展、追赶行业头部初创企业。
- ◆ 截至2023年底，行业中门店数量突破1000家企业共有七家，分别为零食很忙（4000+）、好想来（3700+）、赵一鸣（2300+）、零食有鸣（2000+）、爱零食（1400+）、糖巢零食（1400+）、零食优选（1300+），与下一梯队已逐步拉开距离，且各领跑参与者仍在持续高速拓展旗下门店数量，例如零食很忙日均新开7家，好想来每月新开门店500+。

图表：三种零食量贩企业参与者

参与者类型	代表公司	量贩品牌及开店/规划开店数量
行业初创者	零食很忙	零食很忙（4000+）
零食厂商跨界	良品铺子	零食顽家（500）
连锁超市跨界	家家悦	悦记·好零食（近20家）

图表：各头部企业2023年底门店数



3.1 格局现状：现阶段零食量贩行业主要玩家与规划

图表：量贩零食市场头部企业现状一览（截止2023年底）

公司名称	成立时间	总部地点	目前门店数量	开放加盟的省级行政区划数量	融资情况	宣传定位及愿景	开店规划
零食很忙	2017	湖南长沙	4000+	10	2021年4月完成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	省会饱和300店，地市15-30店 下面县城3-5家店，每个县城下面40%乡镇开1家店，立足10省市，放眼全国
好想来	2011	江苏兴化	3700+	27（全域开放22，部分开放5）	——	家门口的零食乐园	2025年门店突破10000家。
赵一鸣	2019	江西宜春	2300+	16	2023年2月完成1.5亿元A轮融资，由黑蚁资本领投	不玩套路真便宜，超值超省超好吃	——
零食有鸣	2019	四川成都	2000+	20（已开放5，新开放15）	2023年5月完成B+轮融资	零食有鸣牌，便宜有好货	计划在2026年，全国门店数量突破16000+
爱零食	2020	湖南长沙	1400+	7	2021年10月获得股权投资，投资方为银河系创投	年轻人的零食品牌	3年打造3000家门店
糖巢零食	2011	福建厦门	1400+	3（福建、广东全省，江西赣州）	——	为人民省钱	——
零食优选	2018	湖南长沙	1300	14	——	您家门口的零食店	——
戴永红	1996	湖南株洲	600+	湖南省全区域开放，外省申请协商	——	匠心打造优质零食连锁品牌	——
老婆大人	2010	浙江宁波	550+	——	——	致力为喜爱零食的消费者带来物超所值的享受	——
零食舱	2021	广东东莞	500+	6	——	品质好零食，就到零食舱	近年目标突破5000家
恰货铺子	2018	湖南长沙	500+	4（湖南、广西全境，云南、贵州部分）	——	货真价实，超省量贩	——
桔子花开	2016	浙江衢州	500+	8	——	真量贩，更实惠	——

3.2 格局展望：价格竞争初显，整合进程加快

- ◆ **局部地区短兵相接，价格竞争初显。** 由于量贩业态的快速发展以及地区市场发展不均衡，部分地区已经出现了头部企业之间价格竞争的情况。根据蓝鲸财经报道，零食很忙与赵一鸣在江西、湖北等重合度较高的地区发生价格竞争，出现了对标对方折扣价格进行定价的情况。我们认为价格竞争对企业而言只会使其利润空间进一步被压缩，盈利压力更大，对行业而言无益于长期发展，且不利于行业形象，最终形成“都是输家，没有赢家”的局面。
- ◆ **品牌兼并进程加快，行业步入下半场。** 行业竞争压力增大带来的直接后果是收购兼并与企业整合。进入2023年下半年以来，零食量贩行业整合明显开始加速。9月12日，万辰集团将旗下四大品牌整合为好想来，并推出统一的好想来品牌战略符号，同月收购浙江零食量贩品牌老婆大人。11月10日，国内量贩零食头部企业零食很忙与赵一鸣宣布战略合并，合并后两家公司组织架构不变，保留各自品牌和业务独立运作。我们认为这一系列品牌合并动作标志着行业已经从跑马圈地为主的上半场走向整合优化为主的下半场。

图表：2023年下半年以来零食量贩行业主要兼并收购投资事件

公司	时间	兼并收购事件
爱零食	8月9日	长沙零食品牌“爱零食”宣布控股成都本地量贩零食连锁品牌“恐龙和泰迪”
零食很忙	8月9日	“零食很忙”宣布战略投资恰货铺子数千万元，并给予开放运营体系、管理经验、供应链资源支持。
万辰集团	9月12日	万辰召开媒体发布会，宣布旗下“好想来”、“来优品”、“陆小馋”、“吖嘀吖嘀”四大零食品牌合并为“好想来”，并在此基础上加速品牌形象、运营、数字化、文化等方面的整合。
万辰集团	9月28日	万辰集团发布公告，持股比例51%的合资子公司南京万权拟对外投资，以自有及自筹资金867.75万元人民币购买宁波博全商贸有限公司的100%的股权，由合资方袁振勤先生领导的团队负责“老婆大人”品牌的日常运营。
爱零食	9月30日	“爱零食”全资收购贵州的胡卫红零食，并将其更名为“爱零食”
爱零食	10月19日	“爱零食”宣布控股陕西的“零食泡泡”。
零食舱	10月24日	华南最大零食连锁品牌“零食舱”战略整合广东连锁“零食么么”所有门店
零食很忙、赵一鸣	11月10日	“零食很忙”与“赵一鸣零食”宣布战略合并，合并后两家公司组织架构保持不变，并保留各自的品牌和业务独立运营。
盐津控股、好想你、零食很忙	12月18日	盐津铺子控股股东盐津控股出资3.50亿元，好想你出资7亿元，共计出资10.5亿元投资零食很忙集团。

3.2 格局展望：短期仍有增量空间，异地扩张有待观察

- ◆ **全国范围仍有空间，短期仍存增量。**当前零食量贩业态发展主要集中在前期发展较为充分的市场，我们认为，从全国范围内看，短期内仍然存在空白地区的增量空间。从头部品牌2023年开放加盟区域的动作看，各家对空白市场重视程度明显加强。以好想来为例，截止至11月，除公司前期布局较深的江苏、安徽等华东地区外，公司开放加盟区域有明显的全国化趋势，目前开放加盟区域覆盖27个省、市、自治区及直辖市。
- ◆ **品牌、物流要求高，异地扩张有待观察。**我们认为虽然空白市场短期内存在增量，但是异地扩张难度较大，是否能长期稳定提供业绩增量值得观察。我们认为零食折扣业态异地扩张主要有以下三个难点：1) 零食量贩业态对供应链要求较高，远离基地市场扩张需要对仓库、物流、配送等环节进行投入，且如果不能形成较大体量收入的话难以实现规模效应；2) 头部品牌在基地市场已经形成一定的认可度，新进入品牌占领消费者心智需要较高成本；3) 不同区域消费者消费习惯、口味偏好等存在差异，快速响应新消费者的产品需求对公司选品能力提出更高要求。

图表：截止2023年12月部分头部零食量贩店开放加盟或已有门店地区情况

公司	起步市场	开放加盟或已有门店地区
好想来	江苏	4个直辖市：上海、重庆、北京、天津； 20个省：山东、河南、江苏、安徽、河北、辽宁、江西、山西、吉林、陕西、浙江、福建、湖北、广东、黑龙江、四川为全域开放，湖南、青海、贵州、甘肃为部分开放； 3个自治区：宁夏、广西为全域开放，内蒙为部分开放。
零食很忙	湖南	江西、河南、湖北、湖南、广东、广西、重庆、四川、贵州、云南
赵一鸣	江西	江西、广东、重庆、山西、山东、天津、海南、湖南、福建、湖北、安徽、江苏、河南、河北、陕西、广西
爱零食	湖南	湖南、湖北、江西、四川、重庆、陕西、贵州
零食有鸣	四川	全域：四川、广东、重庆、河南、海南； 新开放：甘肃、青海、内蒙古、新疆、西藏、宁夏、陕西、山西、辽宁、吉林、黑龙江、广西、江西、云南、贵州

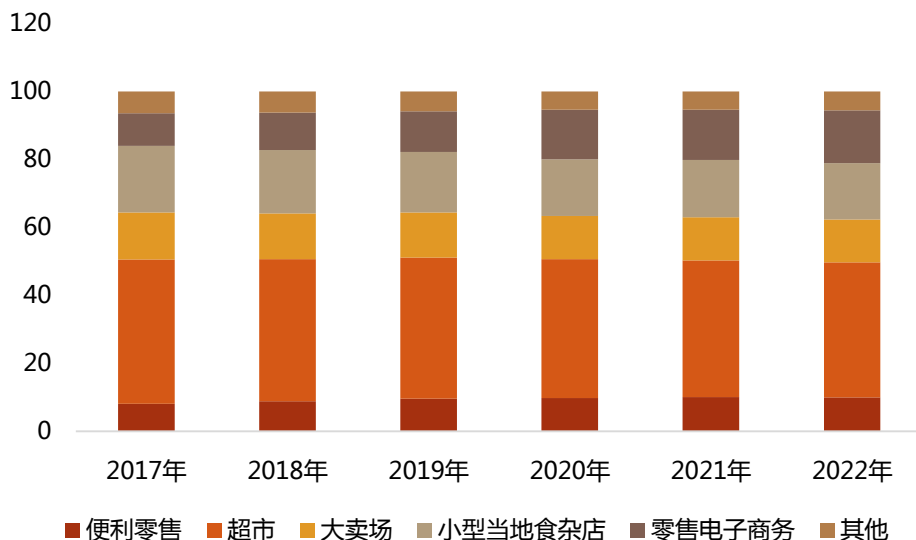


04 未来展望与受益标的

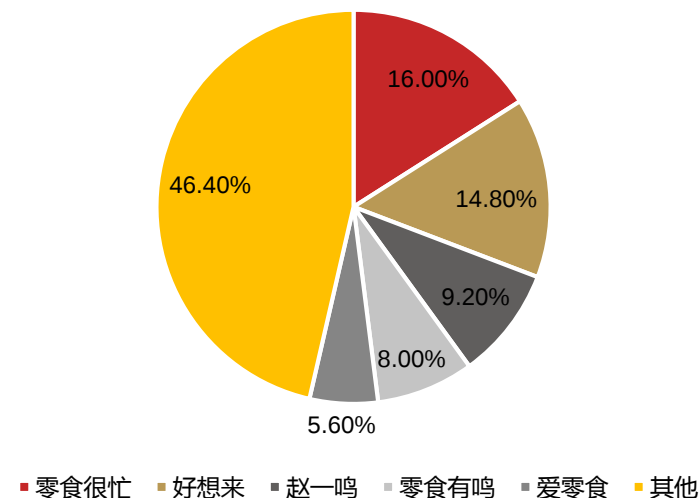
4.1 行业竞争格局展望：竞争远未结束，看好头部玩家

- ◆ **市场扩张远未结束，行业增长空间巨大。**据尼尔森测算，2022年中国休闲零食市场规模超1.5万亿元，年复合增长率超过10%，然而量贩零食渠道销售在市场中的占比仍然相对较低。以行业领军品牌“零食很忙”为例，其旗下2000家门店2022年营业额达64.45亿元，据此推算，整个行业1.3万家门店总营业额约为420亿元，量贩零食渠道的占比不到3%。根据欧睿数据，便利零售与小型当地食杂店在渠道销售占比约为26%，我们假设零食量贩渠道最终能够与其余两种业态达到均衡状态，则最终渠道渗透率能达到8-9%。鉴于此，我们认为量贩零食业态优势突出，且未来增长空间巨大。这一业态有望享受零食市场规模增长和渠道占比提高的双重红利。
- ◆ **行业竞争日益激烈，份额或向头部倾斜。**量贩零食市场前景广阔，各头部品牌针对未来3年都提出了较为激进的开店计划，资本市场也纷纷涌入量贩零食赛道，我们预计未来2-3年将是行业竞争加剧的时期。目前量贩零食行业CR2约为30%，头部企业已占据一定份额，两强企业零食很忙和好想来已在华中/华南和华东市场达成了一定的渗透率，品牌壁垒初现雏形。我们预计，在经历“跑马圈地”式的发展之后，未来市场份额将逐步向头部品牌倾斜。我们持续看好行业两强的发展，推荐关注当前门店数量超1000家的头部玩家。

图表：2017-2022年零食各渠道销售额占比（%）变动情况



图表：零食量贩行业市占率测算（截止2023年底）



4.2 行业空间测算：人口与经济视角下，饱和门店数可达8万余家

测算假设：我们认为一个地区零食量贩市场规模与人口密度及经济水平两个因素有关：

1) 人口密度上看，维持一定的人口密度才能发挥供应链规模化水平，而人口密度过大则会导致地租水平过高，量贩业态高效率优势难以施展；2) 经济水平上看，零食量贩业态适合在一定经济水平的地区发展，经济水平过高则开店成本较高，人均消费价位段高于业态水平；经济水平过低则缺乏消费需求。

- 以湖南省为测算基准：**头部企业零食很忙2023年加快了湖南以外市场的扩张，我们认为其在当地市场进入了趋近饱和的阶段。根据中国日报报道，23年中零食很忙湖南门店约1500家，其余品牌中，零食优选、爱零食门店数均超过1000家。我们假设零食优选、爱零食各有70%门店位于湖南省内，则湖南省内三家头部企业开店约3000家。参考业态类似的便利店在快速发展后进入整合阶段的CR3约50%的水平，我们预计湖南省内饱和开店数量约为6000家，单店覆盖人数1.15万。
- 以江苏湖南为上下限计算各省饱和门店数：**考虑到我国地域差异较大，各地开店情况不同，我们以两家头部企业零食很忙与好想来所在的湖南和江苏省为人口密度和经济水平的上下限，以湖南量贩零食店饱和门店数6000家为基准进行测算：
 - 人口密度调整系数：以湖南省人口密度（人/平方千米）为下限，江苏省人口密度为上限，位于区间内的调整系数为1，低于下限的为该省人口密度/湖南省人口密度，高于上限的为江苏省人口密度/该省人口密度
 - 人均GDP调整系数：以湖南省人均GDP为下限，江苏省人均GDP为上限，位于区间内的调整系数为1，低于下限的为该省人均GDP/湖南省人均GDP，高于上限的为江苏省人均GDP/该省人均GDP。
 - 该省饱和门店数=人口密度调整系数*人均GDP调整系数*湖南饱和门店数*该省人口总数/单店可覆盖人次
- 加总各省份及直辖市饱和门店数，**得到大陆地区饱和门店数为8.75万家。相比2022年底全国约1.3万家的水平，仍有约5.7倍的扩张空间。

图表：中国大陆区域量贩零食店空间测算（以2023年10月公开数据测算）

省份	人口（亿人）	人均GDP（元）	人口密度调整系数	人均GDP调整系数	预期饱和门店
广东	1.13	101796	1.00	1.00	9826
山东	1	85973	1.00	1.00	8696
河南	0.96	62071	1.00	0.84	7050
四川	0.83	67785	0.52	0.92	3489
江苏	0.81	144475	1.00	1.00	7043
河北	0.76	56888	1.00	0.77	5115
湖南	0.69	73498	1.00	1.00	6000
安徽	0.63	73687	1.00	1.00	5478
湖北	0.59	92170	0.97	1.00	4998
浙江	0.57	118830	1.00	1.00	4957
广西	0.49	52215	0.64	0.71	1924
云南	0.48	61736	0.38	0.84	1325
江西	0.46	71009	0.85	0.97	3269
辽宁	0.44	68515	0.91	0.93	3255
福建	0.39	126845	0.97	1.00	3274
陕西	0.39	82885	0.58	1.00	1973
黑龙江	0.38	50883	0.25	0.69	564
山西	0.37	73686	0.72	1.00	2332
贵州	0.36	52348	0.63	0.71	1400
重庆	0.31	90688	1.00	1.00	2696
吉林	0.27	55033	0.44	0.75	777
甘肃	0.26	44986	0.18	0.61	243
内蒙古	0.25	96496	0.06	1.00	141
新疆	0.25	68526	0.05	0.93	94
上海	0.24	179401	0.09	0.81	145
北京	0.22	190091	0.24	0.76	353
天津	0.16	118801	0.24	1.00	337
海南	0.09	66845	0.78	0.91	555
宁夏	0.07	69925	0.32	0.95	187
青海	0.06	60776	0.03	0.83	11
西藏	0.03	58269	0.01	0.79	2
合计					87509

4.3 受益标的：建议关注供货端与渠道端两类标的

- 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：
- **积极入驻量贩渠道的零食生产厂商（供货端）**，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，未来发展潜力巨大。
 - **甘源食品**：目前公司与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、老婆大人、戴永红等零食量贩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（渠道端）**，代表公司包括万辰集团、良品铺子等。
 - **万辰集团**：公司自2022年成立子公司南京万兴后，开始布局量贩零食业务，在华东地区形成了一定的品牌影响力。公司在2023年2月公布的定增预案中规划将在安徽、河南、山东等地开设100家门店。2023年9月，万辰收购浙江知名零食量贩品牌老婆大人；同年9月，万辰完成旗下品牌来优品、好想来、吖嘀吖嘀、陆小馋的整合，正式合并为“好想来品牌零食”。
 - **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，目前已在武汉开设两家门店。零食顽家旨在通过下沉市场策略，迅速扩展门店数量，并通过高效的供应链整合和组织运营能力来增加销售渠道。此外，公司于12月宣布对旗下产品进行降价，走向品质好、价格亲民的路线。

4.3 受益标的在零食量贩赛道的布局与规划

供货端公司	量贩渠道收入及增长	量贩渠道收入占比	合作品牌	量贩渠道未来规划
盐津铺子	23H1约为3.22亿元，与战略合作伙伴的季度销售环比持续增长	23H1占比约17%，预计23年全年占比15-20%	与零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等多家连锁渠道构建战略合作伙伴	后续公司将通过扩展现有合作品牌的在销SKU数量，同时持续新增、精耕零食连锁渠道
甘源食品	销售量环比持续提升	——	合作的有影响力的零食折扣系统20家以上，加上区域系统共有40家以上。零食很忙、零食有鸣、赵一鸣占量贩渠道比例约60%，前十名量贩品牌占比约80%	——
劲仔食品	23Q1-3营收超一亿元，同比增长超230%，保持稳定增长趋势	据前信息推算，占比超6%	已覆盖超过100余家零食系统	主要考虑零食专营渠道价盘、盈利能力、品牌价值等方面因素。未来公司保持高度关注，与客户加强开放定制化产品，在符合公司发展情况的前提下积极与零食专营渠道进行合作
渠道端公司	量贩渠道收入及增长	量贩渠道收入占比	现有门店数量	开店规划
万辰集团	23Q1-3营收45.07亿元，其中23Q3营收25.58亿元，规模环比提升	超过90%	集团旗下门店数量超5000家	2025年开店突破10000家
良品铺子	——	——	量贩品牌“零食顽家”，截止23年10月超300家，每月新开50家	“零食顽家”品牌规划2023年开店500家

4.3 供货端推荐标的：盐津铺子

- ◆ **投资建议：**从产品端来看，公司具备辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蛋类零食、蒟蒻果冻、果干坚果等七大品类，SKU储备丰富，我们认为这与零食量贩业态多SKU的经营特点较为吻合，同时自身对大单品依赖度较低也保证了产品整体价盘稳定。从渠道端来看，根据2022年年报，零食很忙系统是盐津铺子第一大客户，此外公司与零食有鸣、赵一鸣等量贩头部企业均有合作。根据公司投资者关系记录表披露，2023年上半年公司零食量贩渠道收入占比约为17%。我们认为随着零食量贩赛道发展，公司有望在该渠道取得进一步突破。
- ◆ **盈利预测及估值：**根据公司最新财务数据，我们维持公司23-25年营收40.28/50.30/60.95亿元的预测，维持23-25年EPS为2.61/3.39/4.26元的预测，对应2024年1月12日的收盘价70.28元/股，PE分别为27/21/16倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧，渠道扩张不及预期，食品安全问题

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
业绩增长（百万元/%）				
营业总收入	2894	4028	5030	6095
营业收入增长率	26.8%	39.2%	24.9%	21.2%
归属于母公司净利润	301	512	665	836
净利润增长率	100.0%	69.9%	29.7%	25.7%
盈利能力（%）				
毛利率	34.7%	34.0%	34.2%	34.6%
净利率	10.4%	12.7%	13.2%	13.7%
总资产收益率ROA	12.3%	17.4%	17.6%	17.1%
净资产收益率ROE	26.6%	38.4%	33.2%	29.5%
偿债能力（%）				
流动比率	0.92	1.03	1.42	1.78
速动比率	0.34	0.50	0.82	1.22
现金比率	0.18	0.24	0.64	0.97
资产负债率	53.2%	54.3%	46.6%	41.7%
经营效率（%）				
总资产周转率	1.28	1.49	1.50	1.41
每股指标（元）				
每股收益	2.40	2.61	3.39	4.26
每股净资产	8.82	6.81	10.20	14.47
每股经营现金流	3.31	2.98	3.98	4.50
每股股利	1.50	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	29.28	26.89	20.73	16.49
PB	12.28	10.31	6.89	4.86

4.3 供货端推荐标的：甘源食品

◆ 核心逻辑：

- ◆ **1、零食细分赛道龙头，产品力备受认可。**公司作为豆果类零食龙头，产品力较强。旗下经典“老三样”（瓜子仁、青豌豆、蚕豆）产品广受好评。“老三样”是豆类、籽类炒货零食中的传统品类，甘源食品通过率先引入蟹黄味、芥末味等新口味实现差异化，后推出酱香肉汁、蒜香等口味，实现口味与产品丰富度的全面完善。公司拳头产品蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆于2017年获得中国食品工业协会经典产品奖，产品力受到业界认可。
- ◆ **2、积极扩展新品类，增速已超传统产品。**除了传统老三样产品外，公司依托自身较强的产品研发能力，积极拓展花生、兰花豆、虾条豆果等新品类。从报表端来看，2017-2022年，经典老三样收入CAGR仅为5.4%，而综合果仁及豆果和其他系列产品增速均超过25%。此外，根据公司23年半年报及投资者关系记录表披露，公司安阳工厂建设项目逐步投产，其所生产的冻干类、膨化类产品逐步投入市场，我们预计有望实现新品类高增。
- ◆ **3、拥抱量贩新渠道，与头部玩家合作广泛。**根据投资者关系记录表披露，目前公司与数家头部量贩品牌达成稳定合作，其中头部品牌零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、好想来等占零食量贩渠道总订单额的50%。我们认为一方面公司积极扩充品类的举措降低了其对个别品类的依赖，有利于公司更加积极地融入零食量贩渠道，另一方面公司较强的产品力和较为适中的定价符合量贩渠道注重性价比的消费特点，有助其在量贩渠道实现较快增长。

4.3 供货端推荐标的：甘源食品

◆ 业务拆分

- ◆ **1、“老三样”基本盘稳健增长：**“老三样”（瓜子仁、青豌豆、蚕豆）是公司的优势产品，我们预计在公司渠道扩张的背景下，其收入端可以实现稳健增长，预计23-25年收入增速26%/23%/16%，毛利率则受益于棕榈油价格回落略有提升。
- ◆ **2、综合果仁及豆果类新品驱动高增：**公司在豆果类产品的口味创新是其区别于其他豆果零食企业的重要原因。我们认为综合果仁及豆果类产品的新品驱动有望实现营收高增，预计23-25年收入增速60%/40%/27%，毛利率保持稳定。
- ◆ **3、其他系列产品有望放量增长：**随着安阳工厂投产，其生产的烘焙、膨化类产品有望借助前期搭建的销售渠道进行导入，收入端实现高增，预计23-25年收入增速54%/20%/20%，毛利率则因产能利用率提升而逐步提升。

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
老三样（瓜子仁、青豌豆、蚕豆）					
营收	774	809	1015	1248	1448
YOY(%)		4%	26%	23%	16%
毛利	325	345	472	593	709
毛利率(%)	42%	43%	47%	48%	49%
综合果仁及豆果系列					
营收	295	382	610	855	1085
YOY(%)		29%	60%	40%	27%
毛利	77	103	177	248	315
毛利率(%)	26%	27%	29%	29%	29%
其他系列产品					
营收	220	253	390	468	562
YOY(%)		15%	54%	20%	20%
毛利	47	45	78	94	112
毛利率(%)	22%	18%	20%	22%	24%
其他业务					
营收	5	8	11	14	19
YOY(%)		68%	40%	35%	30%
毛利	5	5	9	13	17
毛利率(%)	99%	60%	85%	90%	90%
合计					
营收	1294	1451	2026	2586	3115
YOY(%)		12%	40%	28%	20%
毛利	454	497	736	947	1154
毛利率(%)	35%	34%	36%	37%	37%

4.3 供货端推荐标的：甘源食品

- ◆ **投资建议：**甘源食品是零食行业豆果细分领域的龙头企业。从产品端来看，“老三样”产品为其提供了稳健的基本盘，同时在豆果类新品以及其他类型产品上均有较大突破，有望维持高增；渠道端来看，公司积极拥抱量贩渠道，与头部量贩玩家形成紧密合作，渠道扩张有望为公司带来新的机会。
- ◆ **盈利预测及估值：**根据公司最新财务数据，我们给予公司23-25年营收20.26/25.86/31.15亿元的预测，给予公司23-25年EPS为3.19/3.96/4.93元的预测，对应2024年1月12日的收盘价75.49元/股，PE分别为24/19/15倍。
- ◆ 首次覆盖，给予“买入”评级，A股可比公司估值见报告第39页。
- ◆ **风险提示：**新品推广不及预期，渠道扩张不及预期，食品安全问题

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
业绩增长（百万元/%）				
营业总收入	1,451	2,026	2,586	3,115
营业收入增长率	12.1%	39.7%	27.6%	20.4%
归属于母公司净利润	158	297	369	460
净利润增长率	3.0%	87.6%	24.3%	24.6%
盈利能力（%）				
毛利率	34.3%	36.1%	36.5%	36.6%
净利润率	10.9%	14.7%	14.3%	14.8%
总资产收益率ROA	7.9%	13.1%	13.4%	13.8%
净资产收益率ROE	10.5%	17.8%	18.2%	18.5%
偿债能力（%）				
流动比率	3.38	3.13	3.15	3.40
速动比率	2.91	2.63	2.67	2.91
现金比率	1.27	1.29	1.62	2.02
资产负债率	24.8%	26.2%	26.6%	25.4%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.76	0.95	1.03	1.02
每股指标（元）				
每股收益	1.72	3.19	3.96	4.93
每股净资产	16.15	17.92	21.71	26.64
每股经营现金流	3.35	3.96	5.26	6.01
每股股利	1.07	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	43.89	23.69	19.06	15.30
PB	4.72	4.21	3.48	2.83

4.3 供货端推荐标的：劲仔食品

◆ 核心逻辑

- ◆ **1、鱼类零食第一股，多品类多单品发展。**公司是熟食鱼类麻辣零食产品的龙头企业，被誉为“鱼类零食第一股”。除鱼类零食外，公司积极布局鹌鹑蛋、豆干等品类，已经形成了“鱼制品、禽类制品、豆制品”三大品类，“小鱼、鹌鹑蛋、豆干、肉干、魔芋、素肉”六大产品，其中公司规划以“超十亿级”单品小鱼为绝对核心，“潜力十亿级”单品鹌鹑蛋为第二曲线，打造“一超多强”的产品系列矩阵。
- ◆ **2、新渠道+新包装，放量增长填补空白。**在强大的产品力基础上，公司在渠道端积极拥抱零食量贩渠道，已经与100多个零食量贩系统进行合作，我们估算2023年前三季度占整体收入比例6%以上。随量贩渠道快速发展，未来仍有提升空间。此外，公司在原有小包装产品上推出大包装与散称装产品，切入原有渠道空白，实现放量增长。
- ◆ **3、完善产业链布局，规模效应初显。**面对原材料价格波动，公司积极整合上下游，完善产业链布局。小鱼产品方面，公司在肯尼亚成立子公司布局上游，缓解成本压力；鹌鹑蛋产品方面，随着产能逐步释放，规模效应提升，利润率逐步提升。我们认为随着产业链布局的完善，公司规模效应逐渐显现，利润弹性有望释放。

4.3 供货端推荐标的：劲仔食品

◆ 业务拆分

- ◆ **1、鱼制品**：鱼类产品是公司的基本盘。伴随渠道深耕，凭借公司较强的产品力，我们预计公司未来基本盘业务仍将保持稳健增长，预计23-25年鱼制品营收增速27%/23%/18%。同时公司产业协同与规模效应逐步显现，预计23-25年毛利率为29%/30%/30%。
- ◆ **2、豆制品**：豆制品行业竞争激烈，预计公司该部分业务保持稳健增长态势，预计23-25年豆制品营收增速27%/20%/15%。同时随着大豆价格压力缓解，预计23-25年公司毛利率为25%/26%/27%。
- ◆ **3、禽类制品**：公司所规划的“潜力十亿级”单品鹌鹑蛋属于这一品类，预计23-25年将实现快速放量增长，预计23-25年营收增速132%/50%/30%，同时由于产能释放带来规模效应，预计23-25年公司毛利率20%/21%/22%。
- ◆ **4、其他产品**：预计在较低基数下实现较快增长，预计23-25年营收增速50%/31%/21%，预计23-25年公司毛利率23%/22%/24%。

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
鱼制品					
营收	822	1026	1303	1602	1891
营收YOY(%)		25%	27%	23%	18%
毛利	235	288	382	473	567
毛利率(%)	29%	28%	29%	30%	30%
豆制品					
营收	143	183	232	279	321
营收YOY(%)		28%	27%	20%	15%
毛利	34	44	58	72	87
毛利率(%)	24%	24%	25%	26%	27%
禽类制品					
营收	98	183	424	635	826
营收YOY(%)		87%	132%	50%	30%
毛利	18	27	85	133	165
毛利率(%)	18%	15%	20%	21%	22%
其他					
营收	48	71	106	139	168
营收YOY(%)		48%	50%	31%	21%
毛利	11	16	24	31	40
毛利率(%)	22%	22%	23%	22%	24%
合计					
营收	1111	1462	2065	2656	3205
营收YOY(%)		32%	41%	29%	21%
毛利	298	375	549	709	859
毛利率(%)	27%	26%	27%	27%	27%

4.3 供货端推荐标的：劲仔食品

- ◆ **投资建议：**公司是熟食鱼类麻辣产品龙头企业，除鱼类零食外，公司积极布局鹌鹑蛋、豆干等品类，其中公司规划以“超十亿级”单品小鱼为绝对核心，“潜力十亿级”单品鹌鹑蛋为第二曲线，打造“一超多强”的产品系列矩阵。渠道端来看，公司与100多个零食量贩系统进行了合作，估算该渠道2023年前三季度收入占比6%以上，此外公司通过大包装与散称装填补渠道空白，两者为业绩提供坚实增量。
- ◆ **盈利预测及估值：**根据公司最新财务数据，我们给予公司23-25年营收20.65/26.56/32.05亿元的预测，给予23-25年EPS为0.42/0.55/0.69元的预测，对应2024年1月12日的收盘价13.00元/股，PE分别为31/24/19倍。
- ◆ 首次覆盖，给予“买入”评级，A股可比公司估值见报告第39页。
- ◆ **风险提示：**新品推广不及预期，渠道扩张不及预期，食品安全问题。另根据公司2023年4月12日公告，公司原监事收到中国证券监督管理委员会湖南监管局警示函，特此提示风险。

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
业绩增长（百万元/%）				
营业总收入	1462	2065	2656	3205
营业收入增长率	31.6%	41.2%	28.6%	20.7%
归属于母公司净利润	125	188	248	313
净利润增长率	46.8%	50.4%	32.5%	25.8%
盈利能力（%）				
毛利率	25.6%	26.6%	26.9%	27.0%
净利率	8.5%	9.1%	9.4%	9.8%
总资产收益率ROA	9.6%	10.8%	11.8%	12.1%
净资产收益率ROE	12.9%	14.4%	16.1%	16.8%
偿债能力（%）				
流动比率	2.78	3.07	2.98	2.98
速动比率	1.41	1.62	1.52	1.65
现金比率	1.36	1.56	1.46	1.59
资产负债率	24.3%	24.4%	26.6%	27.8%
经营效率（%）				
总资产周转率	1.23	1.36	1.38	1.37
每股指标（元）				
每股收益	0.31	0.42	0.55	0.69
每股净资产	2.40	2.88	3.43	4.12
每股经营现金流	0.23	0.21	0.37	0.69
每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41.94	31.27	23.60	18.76
PB	4.91	4.52	3.79	3.15

4.3 渠道端推荐标的：万辰集团

- ◆ **投资建议：**公司22年8月正式从食用菌生产销售外延转型至量贩零食，实现多元化布局。经过一年多的布局与发展，万辰已经成长为零食量贩行业领先的集团。随着公司品牌合并和好想来品牌战略超级符号的发布，公司成长路径逐渐明晰，公司旗下门店数量有望进一步提升，同时得益于规模效应和供应链效率提升，公司量贩业务盈利能力亦有望持续优化。中长期我们看好万辰借助上市公司平台优势，享受零食市场规模增长和渠道占比提升的双重红利，实现规模扩张。
- ◆ **盈利预测及估值：**我们维持公司23-25年收入80.28/135.95/170.74亿元的预测，维持公司23-25年EPS为-0.26/0.88/2.05元的预测，对应2024年1月12日收盘价34.88元/股，PE分别为-136/40/17倍，维持“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧，扩店速度不及预期，食品安全问题

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
业绩增长（百万元/%）				
营业总收入	549	8028	13595	17074
营业收入增长率	26.4%	1361.6%	69.3%	25.6%
归属于母公司净利润	48	-40	136	315
净利润增长率	103.7%	-183.1%	441.6%	132.3%
盈利能力（%）				
毛利率	16.0%	9.0%	10.2%	10.8%
净利率	8.7%	-0.5%	1.0%	1.8%
总资产收益率ROA	4.0%	-1.1%	3.1%	6.3%
净资产收益率ROE	7.1%	-6.3%	17.7%	29.2%
偿债能力（%）				
流动比率	0.84	0.87	0.92	1.04
速动比率	0.40	0.26	0.22	0.26
现金比率	0.35	0.05	0.08	0.01
资产负债率	43.5%	84.3%	80.2%	72.1%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.54	3.32	3.37	3.62
每股指标（元）				
每股收益	0.31	-0.26	0.88	2.05
每股净资产	4.35	4.06	4.94	6.98
每股经营现金流	0.46	1.81	2.42	-0.42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	112.08	-135.92	39.79	17.13
PB	2.77	8.59	7.06	5.00

4.3 渠道端推荐标的：良品铺子

◆ 核心逻辑

- ◆ **1、高端零食第一股，品牌及渠道基础深厚。** 公司从武汉市场起步，在创立之初便秉承“良心的品质、大家的铺子”的理念，后逐步扩张，2017年入选“中国500最具价值品牌”，品牌估值超100亿元。而后公司于2020年上市，成为高端零食上市第一股。截止2023Q3，公司拥有超3000家门店，实现全国化布局，在全国范围内奠定了良好的渠道基础。我们认为在休闲零食行业仍在扩容，消费者对食品安全与零食品质日益关注的今天，公司增长仍有动力。
- ◆ **2、主动降价提效，积极转型高性价比赛道。** 根据证券时报e公司报道，良品铺子董事长、总经理杨银芬于2023年12月发布公开信，宣布良品铺子围绕“降价不降质”这一原则，同步实施17年来首次最大规模降价，门店在售300余款产品会员价平均降价22%，最高降幅45%，主要集中在成本优化但不影响品质以及复购率高的零食上。我们认为此次降价背后体现的是公司战略的导向转变，从高端零食向高性价比零食的转变，重视经营效率提升，为公司高质量发展提供动力。
- ◆ **3、打造“零食顽家”，布局零食量贩赛道。** “零食顽家”是良品铺子于2022年下半年，为拓展下沉市场而推出的连锁零食店品牌。不同于走偏高端路线、售卖贴牌零食的良品铺子门店，零食顽家打出“便宜才是性价比”的口号，主要售卖第三方品牌产品。据界面新闻报道，截至2023年10月，零食顽家门店数超300家，月度开店数量超50家，加盟商二店率达68%，新店开店成功率95%，已基本覆盖湖北省全域。我们认为公司积极布局量贩赛道，打造独立品牌，已经形成一定规模，未来在行业浪潮中有望占据一席之地。

4.3 渠道端推荐标的：良品铺子

◆ 业务拆分

- ◆ **1、电子商务：**考虑到线上平台流量去中心化趋势明显，我们预计未来几年公司线上业务整体维持稳定状态。预计23-25年电商业务营收同比-7%/+5%/+7%，预计23-25年电商业务毛利率分别为24%/24%/24%。
- ◆ **2、加盟业务及直营零售：**考虑到两方面因素，在开店数量方面来看，公司仍在积极拓店，同时“零食顽家”品牌也提供一部分增量；在单店收入方面来看，公司23年以来积极推动门店升级，同时考虑到疫情后人流恢复，单店提振效果可期。因此预计加盟业务23-25年营收同比-4%/+21%/+17%，预计23-25年毛利率22%/22%/22%；预计直营零售业务23-25年营收同比+18%/+20%/+15%，预计23-25年毛利率48%/48%/48%。
- ◆ **3、团购业务：**预计有望在低基数下延续快速增长，预计23-25年团购业务营收同比+40%/+30%/+20%，预计23-25年毛利率25%/25%/25%。

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电子商务					
收入	4858	4698	4363	4581	4901
收入YOY		-3%	-7%	5%	7%
毛利	1142	1128	1047	1099	1176
毛利率(%)	24%	24%	24%	24%	24%
加盟业务					
收入	2556	2572	2479	2989	3490
收入YOY		1%	-4%	21%	17%
毛利	567	584	558	643	768
毛利率(%)	22%	23%	22%	22%	22%
直营零售					
收入	1409	1556	1836	2203	2534
收入YOY		10%	18%	20%	15%
毛利	676	739	900	1058	1216
毛利率(%)	48%	48%	48%	48%	48%
团购					
收入	321	493	690	897	1077
收入YOY		54%	40%	30%	20%
毛利	83	133	173	224	269
毛利率(%)	26%	27%	25%	25%	25%
其他业务					
收入	180	121	151	136	143
收入YOY		-33%	24%	-10%	5%
毛利	28	19	23	20	21
毛利率(%)	15%	16%	15%	15%	15%
总计					
收入	9324	9440	9519	10806	12145
收入YOY		1%	1%	14%	12%
毛利	2496	2603	2700	3044	3451
毛利率(%)	27%	28%	28%	28%	28%

4.3 渠道端推荐标的：良品铺子

- ◆ **投资建议：**公司从武汉市场起步，逐步扩张，并于2020年上市，成为高端零食第一股。截止2023Q3，公司拥有超3000家门店，实现全国化布局。2023年11月，公司启动大规模降价，重回品质好、价格亲民路线，回归追求性价比的消费趋势。此外，公司积极布局零食量贩赛道，打造零食量贩品牌“零食顽家”。截止2023年10月，零食顽家已经拥有超300家门店。我们认为公司渠道基础扎实，品牌深入人心，通过降价以及布局量贩赛道重回高性价比定位，有助于公司长期发展。
- ◆ **盈利预测及估值：**根据公司最新财务数据，我们给予公司23-25年营收95.19/108.06/121.45亿元的预测，给予23-25年EPS为0.87/0.99/1.17元的预测，对应2024年1月12日的收盘价20.50元/股，PE分别为24/21/18倍。
- ◆ 首次覆盖，给予“买入”评级，A股可比公司估值见报告第39页。
- ◆ **风险提示：**新赛道扩张不及预期，战略调整效果不及预期，食品安全问题

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
业绩增长 (百万元/%)				
营业总收入	9439.61	9519.11	10806.30	12145.41
营业收入增长率	1.2%	0.8%	13.5%	12.4%
归属于母公司净利润	335.5	347.4	398.3	469.2
净利润增长率	19.2%	3.5%	14.7%	17.8%
盈利能力 (%)				
毛利率	27.6%	28.3%	28.0%	28.3%
净利率	3.6%	3.6%	3.7%	3.9%
总资产收益率ROA	6.7%	6.0%	6.3%	6.5%
净资产收益率ROE	14.0%	13.1%	13.0%	13.3%
偿债能力 (%)				
流动比率	1.45	1.40	1.47	1.49
速动比率	0.90	0.93	0.97	1.01
现金比率	0.55	0.65	0.67	0.71
资产负债率	52.4%	53.9%	51.8%	51.4%
经营效率 (%)				
总资产周转率	1.80	1.76	1.79	1.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.84	0.87	0.99	1.17
每股净资产	5.98	6.63	7.62	8.79
每股经营现金流	0.26	2.47	0.83	1.98
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24.40	23.67	20.64	17.52
PB	6.16	3.09	2.69	2.33

4.4 推荐标的财务预测、估值情况及同业对比

代码	证券简称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			PE		
				23E	24E	25E	23E	24E	25E
002847.SZ	盐津铺子	137.8	70.28	2.61	3.39	4.26	27	21	16
002991.SZ	甘源食品	70.37	75.49	3.19	3.96	4.93	24	19	15
003000.SZ	劲仔食品	58.64	13.00	0.42	0.55	0.69	31	24	19
300972.SZ	万辰集团	53.96	34.88	-0.26	0.88	2.05	-136	40	17
603719.SH	良品铺子	82.2	20.50	0.87	0.99	1.17	24	21	18

风险提示

- ◆ **零食量贩业务扩张速度不及预期。**零食量贩业务已完成“从0至1”的初始发展阶段，大片空白市场尚待开发的时期已经过去，行业将从跑马圈地的快速扩张时期逐步走向行业整合阶段，业务扩张速度或不及以往。
- ◆ **市场竞争加剧。**零食量贩行业扩张阶段参与者众多，区域发展不均衡，部分地区优质点位有限而门店密度较大，或将引发市场竞争加剧，影响品牌公司与加盟商的利润水平。
- ◆ **食品安全问题。**零食量贩业态销售大量白牌产品，生产销售门槛较低，可能存在个别参与者品控不严导致食品安全问题，影响行业整体形象。

附：财务报表及主要财务比率——盐津铺子

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	2,894	4,028	5,030	6,095	净利润	302	513	666	837
YoY (%)	26.8%	39.2%	24.9%	21.2%	折旧和摊销	140	51	52	53
营业成本	1,889	2,658	3,310	3,986	营运资金变动	-34	14	55	-15
营业税金及附加	28	38	48	58	经营活动现金流	426	585	780	882
销售费用	457	564	694	823	资本开支	-260	-132	-97	-97
管理费用	131	165	201	238	投资	0	0	0	0
财务费用	9	10	12	13	投资活动现金流	-251	-132	-97	-97
研发费用	74	101	126	152	股权募资	6	-119	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	85	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	-97	-311	0	0
营业利润	341	572	740	929	现金净流量	77	141	683	785
营业外收支	-8	-7	-7	-7	主要财务指标				
利润总额	333	565	733	922	成长能力 (%)				
所得税	31	52	67	85	营业收入增长率	26.8%	39.2%	24.9%	21.2%
净利润	302	513	666	837	净利润增长率	100.0%	69.9%	29.7%	25.7%
归属于母公司净利润	301	512	665	836	盈利能力 (%)				
YoY (%)	100.0%	69.9%	29.7%	25.7%	毛利率	34.7%	34.0%	34.2%	34.6%
每股收益	2.40	2.61	3.39	4.26	净利率	10.4%	12.7%	13.2%	13.7%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率ROA	12.3%	17.4%	17.6%	17.1%
货币资金	203	344	1,027	1,812	净资产收益率ROE	26.6%	38.4%	33.2%	29.5%
预付款项	118	159	199	239	偿债能力 (%)				
存货	453	506	652	721	流动比率	0.92	1.03	1.42	1.78
其他流动资产	278	466	385	571	速动比率	0.34	0.50	0.82	1.22
流动资产合计	1,053	1,476	2,263	3,343	现金比率	0.18	0.24	0.64	0.97
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	53.2%	54.3%	46.6%	41.7%
固定资产	941	927	912	896	经营效率 (%)				
无形资产	200	205	210	215	总资产周转率	1.28	1.49	1.50	1.41
非流动资产合计	1,402	1,476	1,514	1,551	每股指标 (元)				
资产合计	2,455	2,952	3,776	4,894	每股收益	2.40	2.61	3.39	4.26
短期借款	472	472	472	472	每股净资产	8.82	6.81	10.20	14.47
应付账款及票据	277	417	447	594	每股经营现金流	3.31	2.98	3.98	4.50
其他流动负债	394	549	678	812	每股股利	1.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,142	1,438	1,597	1,878	估值分析				
长期借款	137	137	137	137	PE	29.28	26.89	20.73	16.49
其他长期负债	27	27	27	27	PB	12.28	10.31	6.89	4.86
非流动负债合计	164	164	164	164					
负债合计	1,307	1,603	1,761	2,042					
股本	129	191	191	191					
少数股东权益	13	14	15	16					
股东权益合计	1,148	1,350	2,015	2,852					
负债和股东权益合计	2,455	2,952	3,776	4,894					

附：财务报表及主要财务比率——甘源食品

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	1,451	2,026	2,586	3,115	净利润	158	297	369	460
YoY (%)	12.1%	39.7%	27.6%	20.4%	折旧和摊销	65	55	59	65
营业成本	954	1,296	1,643	1,974	营运资金变动	99	24	71	47
营业税金及附加	17	23	30	36	经营活动现金流	312	369	490	561
销售费用	204	243	328	388	资本开支	-123	-120	-109	-115
管理费用	65	92	117	141	投资	-170	0	0	0
财务费用	-11	-12	-15	-25	投资活动现金流	-145	-106	-92	-94
研发费用	23	29	38	45	股权募资	0	-32	-16	0
资产减值损失	-3	1	1	1	债务募资	0	0	0	0
投资收益	7	14	16	20	筹资活动现金流	-76	-134	-16	0
营业利润	212	388	484	602	现金净流量	91	130	382	466
营业外收支	-4	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	208	388	484	602					
所得税	50	91	114	142	成长能力 (%)				
净利润	158	297	369	460	营业收入增长率	12.1%	39.7%	27.6%	20.4%
归属于母公司净利润	158	297	369	460	净利润增长率	3.0%	87.6%	24.3%	24.6%
YoY (%)	3.0%	87.6%	24.3%	24.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.72	3.19	3.96	4.93	毛利率	34.3%	36.1%	36.5%	36.6%
资产负债表 (百万元)					净利率	10.9%	14.7%	14.3%	14.8%
货币资金	473	602	984	1,450	总资产收益率ROA	7.9%	13.1%	13.4%	13.8%
预付款项	25	35	44	53	净资产收益率ROE	10.5%	17.8%	18.2%	18.5%
存货	137	189	238	287	偿债能力 (%)				
其他流动资产	626	633	644	652	流动比率	3.38	3.13	3.15	3.40
流动资产合计	1,261	1,459	1,910	2,442	速动比率	2.91	2.63	2.67	2.91
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.27	1.29	1.62	2.02
固定资产	483	527	550	573	资产负债率	24.8%	26.2%	26.6%	25.4%
无形资产	100	101	102	104	经营效率 (%)				
非流动资产合计	743	803	846	886	总资产周转率	0.76	0.95	1.03	1.02
资产合计	2,004	2,263	2,755	3,328	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.72	3.19	3.96	4.93
应付账款及票据	139	175	228	272	每股净资产	16.15	17.92	21.71	26.64
其他流动负债	234	290	378	447	每股经营现金流	3.35	3.96	5.26	6.01
流动负债合计	373	466	606	719	每股股利	1.07	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	125	126	126	126	PE	43.89	23.69	19.06	15.30
非流动负债合计	125	126	126	126	PB	4.72	4.21	3.48	2.83
负债合计	498	592	732	845					
股本	93	93	93	93					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,506	1,670	2,023	2,483					
负债和股东权益合计	2,004	2,263	2,755	3,328					

附：财务报表及主要财务比率——劲仔食品

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	1,462	2,065	2,656	3,205	净利润	122	184	244	306
YoY (%)	31.6%	41.2%	28.6%	20.7%	折旧和摊销	34	0	0	0
营业成本	1,087	1,515	1,941	2,338	营运资金变动	-64	-81	-73	8
营业税金及附加	8	13	16	19	经营活动现金流	93	97	169	312
销售费用	156	237	300	353	资本开支	-166	-3	-4	-4
管理费用	65	80	101	115	投资	15	0	0	0
财务费用	-15	-8	-12	-16	投资活动现金流	-148	-22	-1	0
研发费用	30	41	53	64	股权募资	9	239	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	3	5	5	6	筹资活动现金流	-55	144	0	0
营业利润	148	225	297	373	现金净流量	-109	220	168	312
营业外收支	-6	-3	-4	-4	主要财务指标				
利润总额	142	222	293	369					
所得税	20	38	50	63	成长能力 (%)				
净利润	122	184	244	306	营业收入增长率	31.6%	41.2%	28.6%	20.7%
归属于母公司净利润	125	188	248	313	净利润增长率	46.8%	50.4%	32.5%	25.8%
YoY (%)	46.8%	50.4%	32.5%	25.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.31	0.42	0.55	0.69	毛利率	25.6%	26.6%	26.9%	27.0%
资产负债表 (百万元)					净利率	8.5%	9.1%	9.4%	9.8%
货币资金	396	616	784	1,096	总资产收益率ROA	9.6%	10.8%	11.8%	12.1%
预付款项	10	15	19	23	净资产收益率ROE	12.9%	14.4%	16.1%	16.8%
存货	301	421	593	695	偿债能力 (%)				
其他流动资产	101	161	198	236	流动比率	2.78	3.07	2.98	2.98
流动资产合计	808	1,213	1,594	2,050	速动比率	1.41	1.62	1.52	1.65
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.36	1.56	1.46	1.59
固定资产	350	350	350	350	资产负债率	24.3%	24.4%	26.6%	27.8%
无形资产	35	35	35	35	经营效率 (%)				
非流动资产合计	488	517	520	523	总资产周转率	1.23	1.36	1.38	1.37
资产合计	1,296	1,730	2,114	2,573	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.31	0.42	0.55	0.69
应付账款及票据	100	147	205	279	每股净资产	2.40	2.88	3.43	4.12
其他流动负债	190	248	331	408	每股经营现金流	0.23	0.21	0.37	0.69
流动负债合计	291	395	535	688	每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	24	27	27	27	PE	41.94	31.27	23.60	18.76
非流动负债合计	24	27	27	27	PB	4.91	4.52	3.79	3.15
负债合计	315	422	562	715					
股本	403	451	451	451					
少数股东权益	14	10	5	-1					
股东权益合计	981	1,308	1,552	1,858					
负债和股东权益合计	1,296	1,730	2,114	2,573					

附：财务报表及主要财务比率——万辰集团

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	8,028	13,595	17,074	净利润	42	-99	301	525
YoY (%)	26.4%	1361.6%	69.3%	25.6%	折旧和摊销	65	37	47	49
营业成本	462	7,305	12,208	15,230	营运资金变动	-42	342	27	-639
营业税金及附加	3	24	41	51	经营活动现金流	70	280	375	-65
销售费用	20	401	517	598	资本开支	-316	-249	-249	-179
管理费用	32	417	489	598	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	4	4	5	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	-116	349	610	现金净流量	-101	31	126	-244
营业外收支	-1	1	1	1	主要财务指标				
利润总额	42	-115	350	611	成长能力 (%)				
所得税	0	-16	49	85	营业收入增长率	26.4%	1361.6%	69.3%	25.6%
净利润	42	-99	301	525	净利润增长率	103.7%	-183.1%	441.6%	132.3%
归属于母公司净利润	48	-40	136	315	盈利能力 (%)				
YoY (%)	103.7%	-183.1%	441.6%	132.3%	毛利率	16.0%	9.0%	10.2%	10.8%
每股收益	0.31	-0.26	0.88	2.04	净利率	8.7%	-0.5%	1.0%	1.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率ROA	4.0%	-1.1%	3.1%	6.3%
货币资金	115	146	271	27	净资产收益率ROE	7.1%	-6.3%	17.7%	29.2%
预付款项	43	657	1,099	1,371	偿债能力 (%)				
存货	100	1,117	1,256	1,282	流动比率	0.84	0.87	0.92	1.04
其他流动资产	21	609	454	879	速动比率	0.40	0.26	0.22	0.26
流动资产合计	279	2,529	3,080	3,559	现金比率	0.35	0.05	0.08	0.01
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	43.5%	84.3%	80.2%	72.1%
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	3.32	3.37	3.62
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	3,652	4,406	5,016	每股收益	0.31	-0.26	0.88	2.04
短期借款	148	148	148	148	每股净资产	4.35	4.06	4.94	6.98
应付账款及票据	117	1,912	1,818	1,566	每股经营现金流	0.46	1.81	2.42	-0.42
其他流动负债	66	834	1,380	1,717	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	331	2,894	3,346	3,431	估值分析				
长期借款	111	111	111	111	PE	112.08	-135.92	39.79	17.13
其他长期负债	75	75	75	75	PB	2.77	8.59	7.06	5.00
非流动负债合计	185	185	185	185					
负债合计	517	3,079	3,532	3,616					
股本	154	154	154	154					
少数股东权益	4	-55	110	320					
股东权益合计	672	573	874	1,400					
负债和股东权益合计	1,189	3,652	4,406	5,016					

附：财务报表及主要财务比率——良品铺子

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	9,440	9,519	10,806	12,145	净利润	334	347	398	469
YoY (%)	1.2%	0.8%	13.5%	12.4%	折旧和摊销	397	248	94	177
营业成本	6,837	6,827	7,782	8,706	营运资金变动	-641	377	-155	153
营业税金及附加	50	56	61	70	经营活动现金流	103	989	332	793
销售费用	1,756	1,809	2,039	2,297	资本开支	-160	-477	-183	-329
管理费用	480	495	558	628	投资	-27	-16	-23	-20
财务费用	-35	-27	-38	-41	投资活动现金流	-145	-469	-203	-346
研发费用	51	47	55	62	股权募资	0	12	0	0
资产减值损失	-28	0	0	0	债务募资	50	95	35	27
投资收益	2	2	3	3	筹资活动现金流	-330	17	35	27
营业利润	436	458	523	617	现金净流量	-372	537	164	474
营业外收支	1	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	437	458	523	617					
所得税	103	110	125	148	成长能力 (%)				
净利润	334	347	398	469	营业收入增长率	1.2%	0.8%	13.5%	12.4%
归属于母公司净利润	335	347	398	469	净利润增长率	19.2%	3.5%	14.7%	17.8%
YoY (%)	19.2%	3.5%	14.7%	17.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.84	0.87	0.99	1.17	毛利率	27.6%	28.3%	28.0%	28.3%
资产负债表 (百万元)					净利率	3.6%	3.6%	3.7%	3.9%
货币资金	1,354	1,891	2,055	2,529	总资产收益率ROA	6.7%	6.0%	6.3%	6.5%
预付款项	303	206	290	293	净资产收益率ROE	14.0%	13.1%	13.0%	13.3%
存货	916	1,023	1,105	1,270	偿债能力 (%)				
其他流动资产	989	948	1,078	1,185	流动比率	1.45	1.40	1.47	1.49
流动资产合计	3,563	4,069	4,527	5,278	速动比率	0.90	0.93	0.97	1.01
长期股权投资	28	42	62	79	现金比率	0.55	0.65	0.67	0.71
固定资产	559	597	592	602	资产负债率	52.4%	53.9%	51.8%	51.4%
无形资产	134	131	125	120	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,473	1,692	1,807	1,981	总资产周转率	1.80	1.76	1.79	1.79
资产合计	5,036	5,761	6,334	7,259	每股指标 (元)				
短期借款	80	100	135	162	每股收益	0.84	0.87	0.99	1.17
应付账款及票据	1,093	1,319	1,374	1,609	每股净资产	5.98	6.63	7.62	8.79
其他流动负债	1,278	1,489	1,574	1,767	每股经营现金流	0.26	2.47	0.83	1.98
流动负债合计	2,451	2,908	3,083	3,539	每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
长期借款	56	56	56	56	估值分析				
其他长期负债	131	140	140	140	PE	24.40	23.67	20.64	17.52
非流动负债合计	187	195	195	195	PB	6.16	3.09	2.69	2.33
负债合计	2,638	3,103	3,278	3,734					
股本	401	401	401	401					
少数股东权益	-1	-1	-2	-2					
股东权益合计	2,398	2,658	3,056	3,524					
负债和股东权益合计	5,036	5,761	6,334	7,259					

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。

郭辉：10 年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

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。

李嘉瑞：华西证券食品饮料行业研究助理，中央财经大学硕士研究生，2023 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。