



休闲零食专题系列报告（一）

——量贩模式发展：渠道渗透与品类拓展机遇，
行业双超对比思考

证券分析师

张东雪 S1350525060001

周翔 S1350525070003

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



- 量贩零食作为“垂类+万店”硬折扣模式，本质是流量驱动成长的生意；正是凭借“好快多省”的模式优势，量贩龙头充分享受到下沉市场升级 + 渠道效率提升的红利。行业总门店数从2022年1.3万家快速扩张至目前超4万家，并带动专卖店渠道份额（休闲餐饮赛道2024年市场规模达3.7万亿）从2019年7.6%提升到2024年11.2%。
- 本篇报告试图以产业数据为锚，以海外折扣龙头为镜，探究了“量贩渠道崛起逻辑&成长空间”、“模式迭代以及出海等行业新机遇”，并由浅入深地解析了量贩双超的核心能力与差异；最后思考了量贩双超的中远期盈利趋势、自有品牌战略以及潜在估值演绎空间。
- 量贩业态优，远期仍有较大成长空间。对比其他万店业态，量贩零食模型从回本周周期、资金规模效益等角度看依旧具备较强竞争力。同时以湖南成熟市场为锚，并结合各省人口、消费水平、地租等供需参数，测算全国理论开店空间约8.6万家；同时，参照海外折扣业态的渗透率，量贩渠道未来仍有较大成长空间。
- 垂类&万店只是折扣化业态基业长青的第一步，横向拓品是做难而正确的事。在创业原点，垂类量贩vs复合品类折扣化 是做“容易且正确”的事。但伴随万店规模优势、精细化运营、供应链效率等核心能力形成，折扣超市有助于优化单店模型、打开龙头拓店空间等；且对比全球折扣龙头唐吉诃德，UNY店型在品类拓宽后 营收、客户数、利润都有明显提升。
- 量贩双超多强的格局逐步稳固，选品/拓品逻辑系双超核心差异。量贩龙头从跑马圈地到兼并收购，两超多强的竞争格局清晰。聚焦双超差异：鸣鸣很忙与万辰门店区域分布错位，各有优势市场；ROE视角看：鸣鸣很忙规模领先、周转动销快，而万辰盈利表现更好。从未来拓品、门店迭代视角看，很忙发力点在纵向调结构、布局自有商品/品牌，侧重规模、单店以及加盟商生态；而万辰侧重横向拓品，更注重利润。
- 双超短期盈利爬坡，中远期靠自有品牌战略打开龙头量、利、估值提升空间。伴随行业竞争格局清晰，龙头收缩费用补贴以及规模效益体现，量贩双超盈利提升趋势显露。而从中长期国内折扣零售龙头发展来看，打造自有品牌是其实现规模增长、量利齐升的关键。鸣鸣很忙的自有品牌战略：短期服务于品类规划，而不是盈利导向；侧重点在打造差异化、提供更高附加值、匹配未来需求以及沉淀消费心智等。而从估值视角看，唐吉诃德等折扣龙头在自有品牌等战略驱动下业绩持续成长，PE估值达30X以上。
- 风险提示：市场竞争恶化风险、拓店不及预期风险、企业因管理不当导致出现食品安全的风险、上市不及预期风险、市场空间测算偏差的风险、存在资料统计误差风险

主要内容

1. 量贩零食渠道发展复盘与未来机遇
2. 量贩渠道：鸣鸣很忙vs万辰思考
3. 量贩双超未来盈利&估值思考
4. 风险提示



1.1 量販渠道的底层逻辑，做对了什么？

2024年，中国休闲食品饮料市场规模约3.7万亿，2019-2024年CAGR约5.5%，整体平稳增长。而伴随城镇化发展、信息平权以及物流&数字化等体系健全，“厂家（代工）→品牌商→经销商→零售商”的传统供应链条正面临效率变革。

量販零食渠道作为一种硬折扣业态，本质是流量驱动成长的生意。具体通过“垂直品类+万店”模式 极致化效率&价格之矛，最终成功在性价比消费崛起、新零售变革时代攻城略地、迅速壮大。

图表：鸣鸣很忙为代表的量販模式vs传统零售模式





1.1 量贩渠道的底层逻辑，做对了什么？

在休闲食品饮料赛道，量贩近年凭借“好快多省”的模式优势，充分享受到下沉市场升级 + 渠道效率提升的红利。

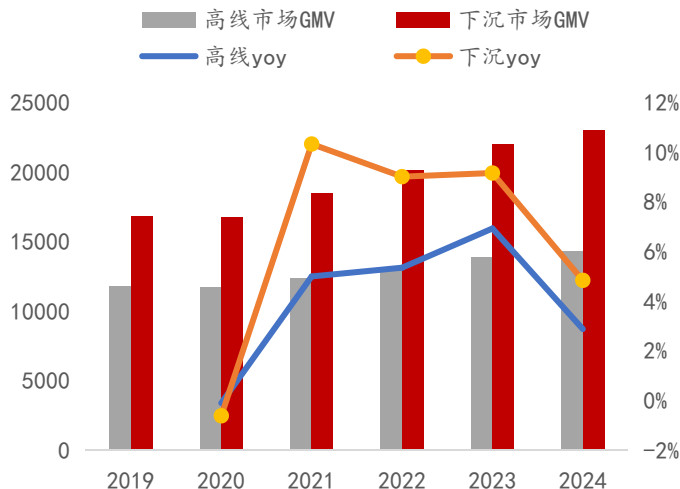
量贩总门店数也从2022年1.3万家快速扩张至目前逾4万家；且伴随量贩渠道持续转化商超、杂货店份额，专卖店渠道份额也从2019年7.6%提升到2024年11.2%。

高景气度市场培育出休闲餐饮业内第一、第三大连锁零售商：鸣鸣很忙/万辰集团2024年GMV约550/435亿元。

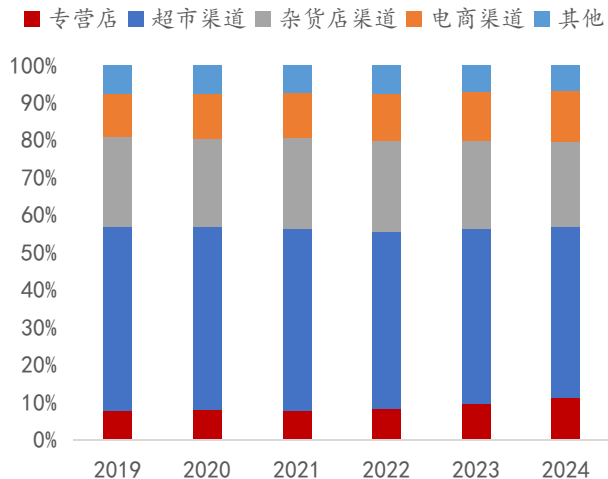
图表：对比休闲食饮其他渠道，量贩模式具备“好快多省”优势

休闲食品饮料 渠道		产品多样性	产品性价比	门店网络范围	购物体验
专营店渠道	量贩模式	高 龙头sku>1800	高 比超市便宜7%-40%	广	高
	其他专营店	较高	较高	广	高
超市渠道	超市及大卖场	中	中	中	较高
	便利店	中	中	广	中
杂货店		低	低	少	低
线上电商		高	较高	/	低

图表：中国休闲食饮赛道：下沉市场GMV规模（亿元）/增速优于高线市场



图表：中国休闲食饮赛道内各渠道占比变化，专卖店占比不断提升



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文报告，鸣鸣很忙招股书，华源证券研究所



1.1 量贩渠道的底层逻辑，做对了什么？

量贩渠道“好快多省”的模式优势，与日本折扣店龙头 唐吉诃德的“CV+D+A”经营方针有异曲同工之妙

- **CV便利方面：**1) **空间便利：**唐吉诃德在日本经济下滑、资产贬值的背景下，低价接手了许多位于地铁口和十字路口附近位置的空铺，实现低成本快速开店。2) **时间便利：**也不同于其他业态竞争对手，唐吉诃德开创性的将其黄金营业时间延长，大部分店铺24小时营业，而客户到店数量占比峰值在晚上10点左右。
- **D (Discount)折扣：**唐吉诃德在店铺陈列上会突出强调折扣商品，过季商品会有3-4折的优惠。此外，唐吉诃德的店铺对于商品销售有着很大的自主权。在唐吉诃德分店的销售额构成中，60%是总公司采购的常规库存商品，40%是分店自主采购的产品。在获取充分的决定权之下，唐吉诃德分店的商品有着更强的本地适配性，从而获得当地人青睐，同时员工也更具有主观能动性，把店铺当做自己的经营场所，进行更为灵活的商品组合和排列。
- **A (Amusement)娱乐性：**唐吉诃德“杂乱无章”的商品陈列让消费者产生寻宝心理，压缩产品的可触及距离让消费者感觉自己被各类产品紧密包裹。同时，公司通过手写POP广告卡、音乐氛围感营造等方式，增强购物趣味性，刺激消费者感官。

图表：唐吉诃德“CV+D+A”的经营方针

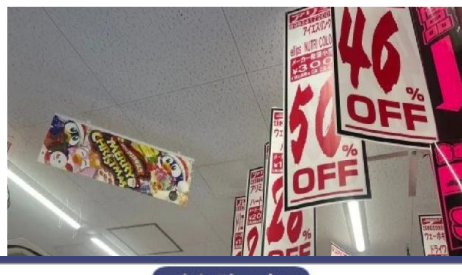
Convenience 便利性

- 品类维度：产品丰富，涵盖从食品、杂项家居用品到电器和名牌产品在内的各类产品；
- 地点维度：门店地点多元广泛
- 时间维度：店铺延长营业时间



Discount 低价

- 折扣力度大，确保产品价格较竞争对手具有性价比



Amusement 娱乐性

- 环境方面，消费者被各类产品紧密包裹，压缩产品的可触及距离
- 通过手写POP广告卡等方式，增强购物趣味性，刺激消费者感官





从街边炒货店到量贩折扣店，专营店渠道随时代持续变革



80年代:

炒货店和街边小商铺

- 品类较少、市场高度分散、未形成连锁化，加价幅度高，主要凭店主主观判断进行采购后销售。
- 早期以裸货为主，有较强的季节性；后期开始搭配销售休闲包装类食品如炒货、坚果、肉类等。裸货利润较低，但通过走量仍可实现增长；同时包装食品较新颖，因此加价幅度较大（40%-50%），产品价格透明度低。

2000年后:

以良品铺子、来伊份为代表的，高客单价、品牌化、连锁化高端零食集合店

- 主要采取渠道品牌模式，采用代工模式，用强渠道背书提升毛利率水平；由于需维持品牌形象，装修要求严格，故成本也相对较高。
- 较量贩零食店而言，高端零食集合店的产品选择较少、加价较高。当需求减少、门店效率下降时，后端出货压力增加明显。

2010年左右:

以老婆大人、糖巢等为代表的量贩零食连锁门店

- 通过直接与厂家对接采购地方或全国品牌商品，去价差，提供多选择的低价产品。
- 本阶段内，零食量贩店带有明显的区域特征，例如22年以前的湖南分布5000-6000家零食集合店；门店缺乏标准化运营，散落在居民区，主要用低价实现规模化销售。

2019年左右:

以零食很忙、好想来等为代表的量贩零食连锁门店

- 低价不再是唯一的竞争优势。除了压缩渠道层级，还通过规范化、数字化门店管理提升门店效率、优化供应链、高周转，实现高性价比。
- 店面现代化、标准化改造，运营管理规范化。
- 对产品矩阵进行更多元和标准化管理，采取白牌+腰肩部产品+引流品的模式。

1.2 怎么看量贩渠道景气度与远期空间？

对比其他万店业态，量贩零食生意稳定性较高，客流量持续增长，而且从回本周期、资金规模效益等角度看依旧具备较强竞争力。

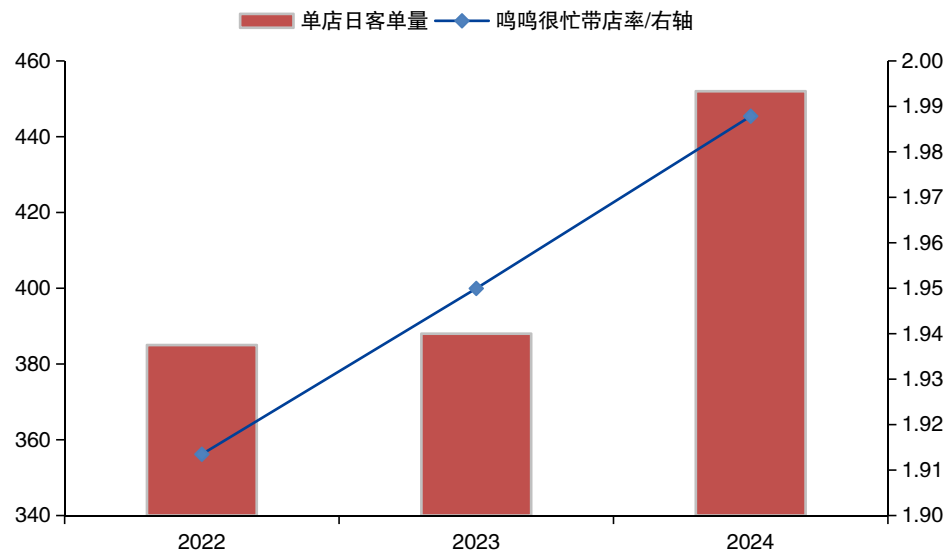
22-24年龙头鸣鸣很忙单店日客单量持续增长，同时加盟商带店率在不断提升。

短期开店节奏或受补贴政策扰动，而鸣鸣很忙、万辰双龙头修炼内功、维护加盟商生态、持续开店驱动量贩渠道扩张。

图表：量贩业态依旧具备较强的竞争力

万店品牌 业态对比	量贩零食 (鸣鸣很忙)	平价茶饮 (蜜雪)	连锁火锅食材超市 (锅圈)	卤味连锁 (绝味食品)
营业面积/平米	150+	12~40	40~100	10~15
initial cost合计(万元)	55~60	23~37	约23	8~15(普标店)
平均回本周期	18~24个月	12~24个月	18~24个月	14~25个月
年收入(万元)	456.3	149	约100	/
客单价/元	34.4	客单价11.4 杯单价6左右	70~150	38
业务特征	(高频低客单价)→客 流驱动增长	高频低客单价， 客流驱动成长	低频高客单价 旺季集中在10月-次年2月	消费场景&偏好改变，目前 行业处于调整期
盈利能力	毛利率约18% 净利率6%-8%	综合毛利率约55%	毛利率约30%-35%	/
预计全年净利润/万元	32	22	约10	7
加盟商带店率	1.99 (2024年)	2.2 (2024年)	1.62 (2022年)	约4.5 (2023年)

图表：2022-2024年鸣鸣很忙单店日客单量与带店率持续增长



资料来源：鸣鸣很忙官网，鸣鸣很忙招股书，观研天下、餐饮O2O、FBIF食品饮料创新、智谷商业评论、蓝鲸新闻、IPO早知道、财经杂志、中国商报、国际金融报、餐饮见闻、新浪财经等公众号，锅圈公司公告等，华源证券研究所
其中各业态选取万店代表品牌作为样本，年收入是指加盟单店收入，而量贩鸣鸣很忙客单价取24年数据

1.2 怎么看量販渠道景气度与远期空间？

湖南是量販零食业态发源地，也是国内量販门店渗透率最高的省份，目前门店数量接近5500家。

我们参照湖南成熟市场，并结合各省人口、消费水平、地租等供需参数，测算全国理论开店空间约8.6万家。

- 需求端参数：人口是影响需求的最大因素，同时人均食品烟酒消费额，与量販零食消费水平成正比，与门店天花板数量成正比。参数 = 当地消费水平/湖南水平，若 >1 说明消费力大于湖南。
- 供给端参数：房租人力等成本对初始投资成本和回本周期的影响较大，与门店天花板数量成反比。我们用各省省会城市房价代表区域租金水平，选取各省份的省会城市二手房价数作为参数 = 湖南二手房价格/各省会价格，若 >1 说明成本低于湖南。
- 测算方法：湖南每万人占有数天花板 * 需求端参数 * 供给端参数 = 当地每万人门店占有数天花板
当地每万人门店占有数天花板* 人口 = 当地门店天花板。

	人口 (万人)	需求参数: 人均食品烟酒消费支出 (元)	需求参数vs湖南	供给参数: 二手房价格(元/m²)	湖南vs成本参数	参数*每万人占有数	门店天花板数量
广东	12,780	12,290.38	1.39	34,546.00	0.29	0.34	4363
山东	10,080	8,275.07	0.94	16368	0.62	0.49	4890
河南	9,785	7,435.50	0.84	10,888.00	0.93	0.66	6412
江苏	8,526	10,745.82	1.22	25,665.00	0.39	0.40	3425
四川	8,364	9,614.48	1.09	15,900.00	0.64	0.58	4853
河北	7,378	7,755.36	0.88	12367	0.82	0.60	4439
浙江	6,670	12,908.75	1.46	34,825.00	0.29	0.36	2372
湖南	6,539	8,835.24	1.00	10,134.00	1.00	0.84	5470
安徽	6,123	9,164.47	1.04	15,936.00	0.64	0.55	3379
湖北	5,834	9,247.27	1.05	14,213.00	0.71	0.62	3642
广西	5,013	7,757.64	0.88	10,190.00	0.99	0.73	3662
云南	4,655	8,842.85	1.00	11,085.00	0.91	0.77	3563
江西	4,502	8,628.30	0.98	11,124.00	0.91	0.74	3350
福建	4,193	11,730.20	1.33	21,523.00	0.47	0.52	2193
辽宁	4,155	8,529.91	0.97	8,660.00	1.17	0.95	3927
陕西	3,953	7,562.42	0.86	14,277.00	0.71	0.51	2009
贵州	3,860	7,708.59	0.87	7,829.00	1.29	0.94	3647
山西	3,446	6,215.52	0.70	9,530.00	1.06	0.63	2156
重庆	3,190	10,032.68	1.14	10,383.00	0.98	0.93	2957
黑龙江	3,029	7,607.50	0.86	8,458.00	1.20	0.86	2614
新疆	2,623	8,296.40	0.94	8,252.00	1.23	0.96	2530
上海	2,480	13,568.26	1.54	65,600.00	0.15	0.20	492
甘肃	2,458	7,793.48	0.88	9,846.00	1.03	0.76	1867
内蒙古	2,388	8,707.34	0.99	8849	1.15	0.94	2255
吉林	2,317	6,967.39	0.79	7,955.00	1.27	0.84	1947
北京	2,183	10,583.62	1.20	53,072.00	0.19	0.19	418
天津	1,364	10,384.26	1.18	19,169.00	0.53	0.52	709
海南	1,048	10,775.20	1.22	14,837.00	0.68	0.70	730
宁夏	729	7,558.03	0.86	7,044.00	1.44	1.03	751
青海	593	7,489.76	0.85	8,634.00	1.17	0.83	494
					0.86	0.81	300
							85814

资料来源：零食很忙官网，共研网，ifind，wind，国家统计局等，华源证券研究所

1.3 量販模式新曲线：品类加法，是做难而正确？还是往后倒车？

伴随开店加密、产品同质化竞争加剧，量販参与者开始尝试拓品类，并推出省钱/批发超市等折扣新模型。

如鸣鸣很忙省钱超市3.0店型，零食有鸣的批发超市，来优品省钱超市，零食优选的惠真批发超市，恰货铺子扩充全品类向超市转型等。

为什么会做？谁来参与？ 对比量販零食，新模型有利于①单店：提升客流量、客单价、盈利； ②品牌：差异化+插店加密网点，切割利基市场，打开成长空间。 ③ 虽然量販龙头持续更新货架sku，以优化消费者购买体验，但零售业态长期活力难以靠单一品类实现。

图表：量販零食（鸣鸣很忙）vs省钱超市模型

垂类vs复合品类	量販零食	社区省钱/批发超市
品类sku	sku数量1800+，以休闲食饮类为主	sku达2.2k-3k+ 新增潮玩文具、日用百货、短保烘焙等高频低损品类
客单价/元	34（鸣鸣很忙）	预计提升
日客单量	452（鸣鸣很忙）	预计提升
门店面积/平米	150+	200-300+
盈利能力	毛利率约18%	预计提升
月坪效（万元/平）	0.25	0.3（本社生活模型）
社区店人流要求	社区店辐射5k户 聚焦下沉市场	预计要求更低 聚焦下沉市场

图表：鸣鸣很忙3.0省钱超市店型



资料来源：鸣鸣很忙招股书，零售圈、观研天下、Z-Partners、FBIF食品饮料创新等公众号，第七届量販零食暨折扣超市产业生态大会等，华源证券研究所

1.3 量販模式新曲线：品类加法，是做难而正确？还是往后倒车？

拓品类：本质是垂类零食硬折扣（广义零售） → 复合品类的社区折扣零售。**量販业态拓品类本质在流量生意上添砖加瓦。**

社区折扣超市虽然能打开单店&拓店的增长空间，但对供应链、选品折扣化以及门店运营等均提出更高要求，对周转效率之“矛”带来一定挑战，新店型快速复制难度更高。

我们认为在创业原点，垂类量販vs复合品类折扣化 是**容易且正确**。但伴随万店规模优势、供应链管理、运营能力、效率基因形成，鸣鸣很忙等龙头可通过品类加法，优化客户互动体验，拉长业态的生命周期。

图表：零售业态矩阵



图表：本社生活硬折扣超市模型vs其他渠道

业态	扩张成本 (万元)	营业面积 m²	装修投入 (元/m²)	人力投入 人/100m²	月劳效 万元/人	月坪效 (元/m²)	月能耗 (元/m²)
大卖场	3000	5000	3000	4	5	1500	40
社区超市	100	500	2000	4	4	1600	35
便利店	50	80	1000	3	6	2000	40
零食店	80	100	1500	6	4	2400	40
本社生活硬折扣超市	50	200	700	4	7	3000	35

资料来源：第七届量販零食暨折扣超市产业生态大会，food daily每日食品公众号，华源证券研究所

图表：不同品类结构下的折扣业态对比

	特点	代表业态	品牌形象
垂直品类	垂直品类折扣化改造相对容易，主要系国内中上游产品供给充沛，尤其是高度标准化的品类，供应链整合相对容易、规模化扩张更快	量販零食、连锁火锅食材超市等	
复合品类	对多个品类同步进行折扣化改造，前端运营、供应链突破难度相对更高一些，快速规模化复制难度大	社区折扣店（省钱超市）、巡物社等	
全品类综合	全品类中严选 需求定位精准且高质中价的sku（2万平的山姆店sku数量仅为传统商超的 1/5），并形成一系列以自有品牌为核心的大单品	山姆、盒马等会员超市	



1.3 量贩模式新曲线：海外经验视角，怎么看量贩做品类加法？

作为日本四大零售集团之一，唐吉诃德自第一家店铺诞生三十余年收入持续增长，1997年至今营收/利润CAGR分别为20%/22%。

- 随着公司的持续增长和日本折扣零售行业逐渐成熟走入跑马圈地阶段，唐吉诃德也开始通过收并购进一步丰富自身的店铺数量和形式。从区域布局的角度看，2002年之前公司一直主要在东京大都市区开设店铺，模式经过打磨后，02年开始全国化扩张。公司充分考虑区域之间的差异特征，进一步根据商业区域、规模和位置特征，启动与这些特征相匹配的店铺来实现持续增长。

- 吸引更多类型客户、为唐吉诃德带来协同效应的“PAW”商业综合体：2002年4月，川崎开设了第一家“PAW”商业综合体。“PAW”以全天候运营为特色，销售面积近2000m²。PAW是一种全新的商业综合体的形式，其中包括唐吉诃德、各类零售店超市、餐馆等不同类型的租户聚集在一起，“全天候”和“娱乐”是关键概念。PAW是“purchase 购买”，“amusement 娱乐”，“wonderland 仙境”的缩写，意思是一个充满各种购物乐趣的仙境。“PAW”商业综合体内的租户要么营业到深夜，要么24小时营业。自该设施开放以来，吸引不同类型客户的租户范围带来了显著的协同效应。



唐吉诃德（传统店铺）

创立时间：1989
面积：1000-3000平方米
SKU：4-6万
商品特征：种类多样、娱乐元素丰富
目标客群：年轻消费者



PAW

创立时间：2002年
面积：近2000平方米
商品特征：品类丰富，以唐吉诃德为主要租户，并且存在各类零售商和服务提供商。以“全天候”和“娱乐”为核心理念的商业综合体形式。
目标客群：大范围商业区内的消费者



PICASSO

创立时间：2001年
面积：300-500平方米
SKU：1-2万
商品特征：食品、日用品、服装、非处方药、家电用品
目标客群：小范围商业区内的消费者



新唐吉诃德（主要店铺）

面积：3000-5000平方米
SKU：4-8万
商品特征：食品、日用品、服装、家电
目标客群：女性消费者、家庭



唐吉诃德UNY

创立时间：2018
面积：4000-13000平方米
SKU：5-10万左右
商品特征：以食品见长
目标客群：各个年龄段消费者

- 店面更小、目标客群为便利店消费者、适合短期快速加大区域布局的“毕加索”：继传统的“唐吉诃德”商店形式（标准销售面积约为1000平方米）之后，公司于2001年6月推出了“毕加索”折扣店，经营面积更小、目标客群主要是便利店类型顾客。“毕加索”折扣店销售面积为300至500平方米，较便利店来说商品选择广泛、价格低廉和购物娱乐程度高。对公司来说，由于“毕加索”店铺较小，开设相对容易，初始投资需求低、转换合作方的难度小，更容易短期内迅速开店加大区域布局。

- 大店模型：在日本百货商店行业持续承压的背景下，公司2008年开始使用MEGA Don Quijote形式扩大在GMS市场中的份额。2007年公司完成了对濒临破产的综合折扣店长崎屋的收购。收购后，公司将部分长崎屋的店铺改造成符合唐吉诃德品牌特色的折扣店，命名这些新店为“Mega唐吉诃德（Mega Don Quijote）”，同时保留了长崎屋的部分店铺和品牌。相较于传统的唐吉诃德店面，Mega Don Quijote的定义是一家“家庭型综合折扣店”，拥有比传统唐吉诃德更大的店铺面积（平均销售面积约9000平方米）和更多的商品种类（库存6-10万件）。

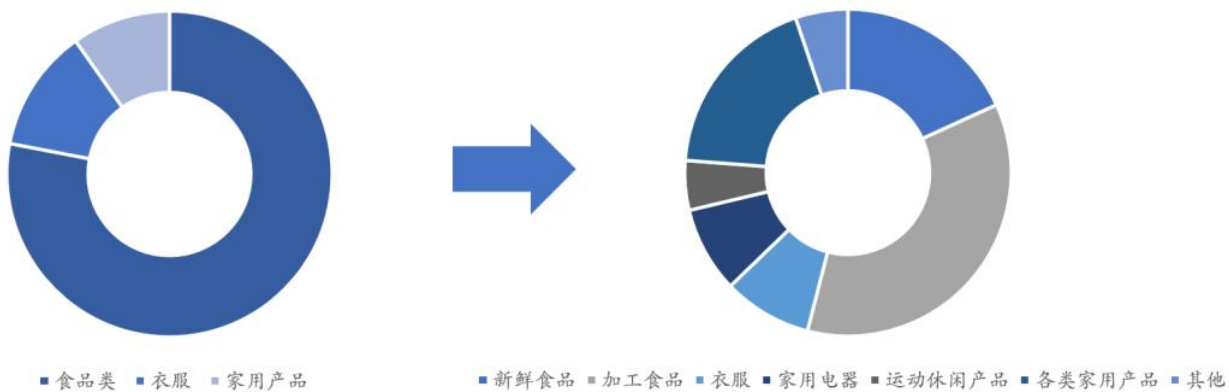


1.3 量贩模式新曲线：海外经验视角，怎么看量贩做品类加法？

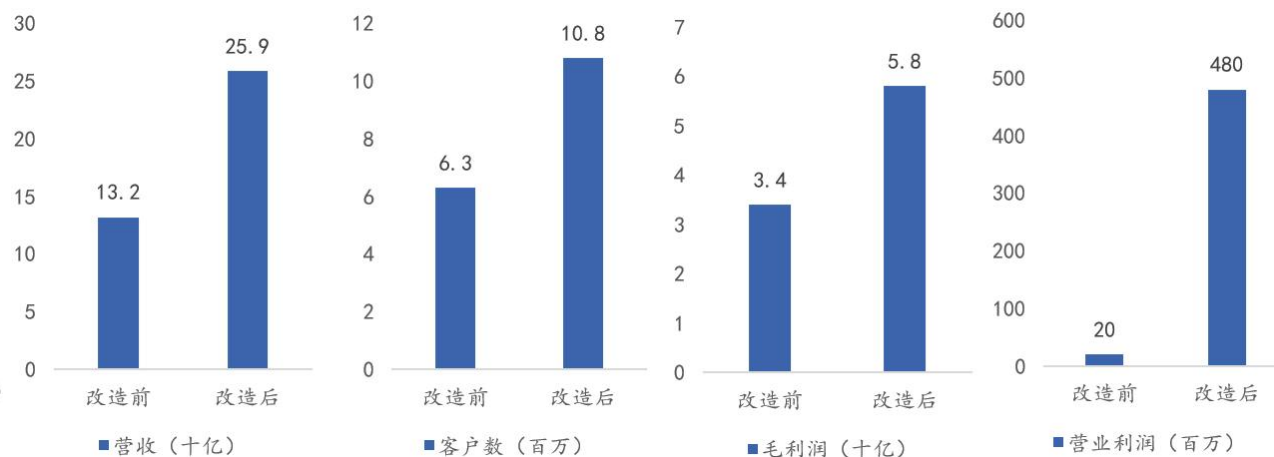
参考唐吉诃德UNY：UNY的品类拓宽后营收、客户数、利润都有明显提升。我国量贩零食店开启品类破圈（难而正确），而零食+X可以包括日化百货等刚需类、潮玩卡牌、烘焙、水果生鲜等，核心聚焦情绪价值+周转效率+社区生活便利等，延长业态生命周期。

- UNY出身全家FamilyMart，主要针对家庭主妇和中老年人，产品组合侧重于新鲜食品、日常消费品和其他日常生活必需品，能够在食品领域为公司赋能。2017年公司与全家FamilyMart UNY HD达成业务联盟，对UNY门店形式进行了转变，后又与FamilyMart联合试办门店，2019年UNY正式转变为公司全资子公司。唐吉诃德对UNY门店进行了一系列转换，包括产品品类的多元化，产品展示的“唐吉诃德式”差异化等。转型后，UNY门店销售额和客户数量都获得了大幅增加，2018年3月至2019年2月期间销售额增长了97%，客户数大幅提升71%，收购后协同效应明显。

图表：UNY改造后品类更丰富



图表：唐吉诃德对UNY改造后成效显著



资料来源：唐吉诃德公司公告，华源证券研究所



1.4 量贩模式新曲线：东南亚市场存在折扣化改造机遇

伴随国内量贩渠道渗透放缓、集中度较高，部分品牌开始探索东南亚市场；其中，越南零食市场景气度高；根据食力家公众号的数据，健康趣味零食市场增速达9%，且毗邻中国、交通便利，故市场存在折扣化改造机遇。

以越南市场为例：

MioMio量贩零食店（凭借其丰富多样的产品选择和极具竞争力的价格，迅速赢得了当地消费者的喜爱）

Kisnac量贩零食店（本土化爆品矩阵，健康化创新以及全渠道流量赋能等）；**MlemMlem**（越南一线零食折扣连锁品牌）

图表：MioMio量贩零食店：门面&货架



图表：Kisnac量贩零食店：招牌门面&货架



资料来源：华源证券研究所自制



二、量販渠道：嗶嗶很忙vs萬辰思考

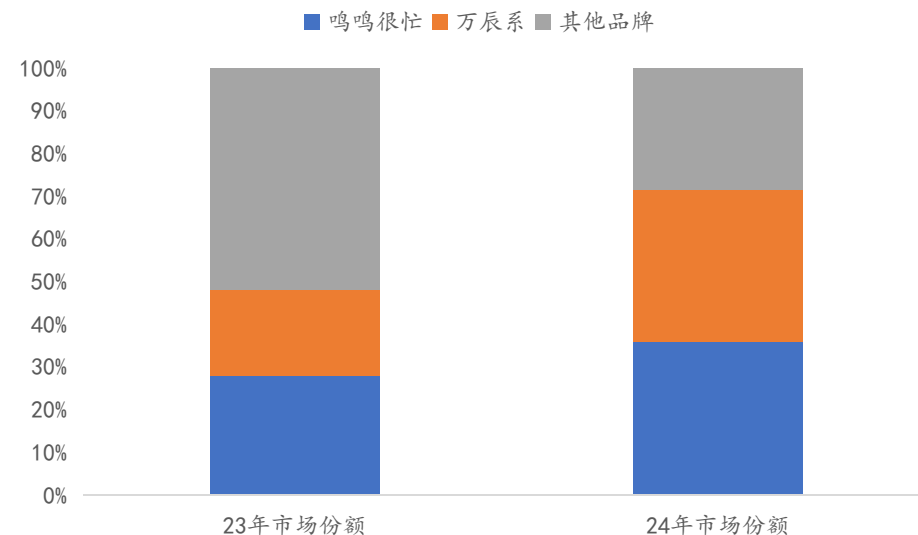
2.1. 从跑马圈地到兼并收购，量販两超多强格局清晰

- 2022-2024年量販零食高速扩店期间，行业出现加速整合趋势；如万辰自2022年陆续并购好想来、吡滴吡滴、来优品、老婆大人，零食很忙与赵一鸣双龙头23年合并为嗶嗶很忙，爱零食整合西南恐龙和泰迪、零食泡泡以及胡卫红等。
- 24年，初步完成整合的嗶嗶很忙、万辰系借助品牌势能、资本杠杆分别扩店7809/9470家，迅速抢占全国份额，奠定量販行业两超多强的竞争格局。
- 门店视角：24年末嗶嗶很忙、万辰各经营1.4+万家店，预计CR2约68%，同比23年提升20pcts。

图表：2021-2024年量販扩张&整合并行

品牌/门店数		2021	2022	2023	2024
嗶嗶很忙	零食很忙	800	1900+	6585 合并后	14394
	赵一鸣	350	800+		
万辰系	好想来		1200+	4726 五家合计	14196
	吡滴吡滴		200+		
	来优品		400+		
	老婆大人		600+		
零食有鸣				2500+ (23.11)	3500+
零食优选			700+	1300+	2000+
糖巢			1000+	1500+	2069
爱零食			500+	1400+ 合并三家后	1800+
戴永红			500+	600+	1000+
恰货铺子				500+	1000+

图表：门店视角，24年量販CR2约68%，较23年提升约20pcts



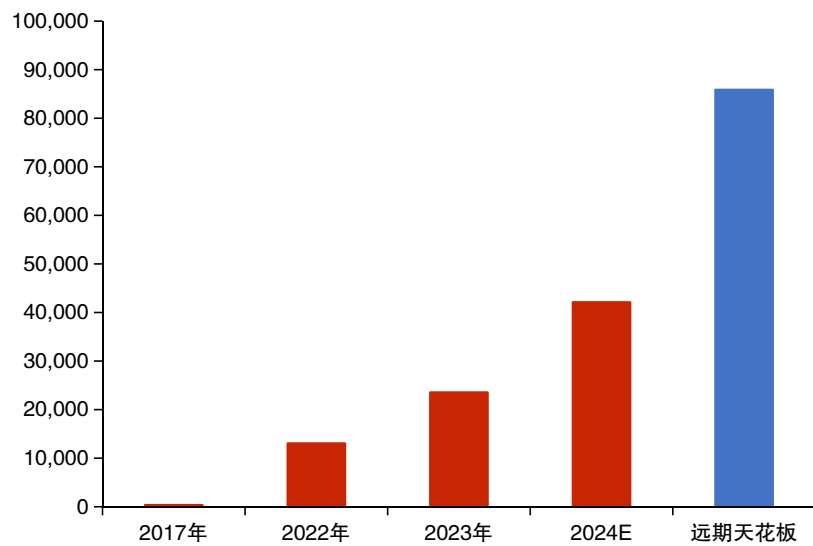
资料来源：万辰公司公告，嗶嗶很忙招股书，灼识咨询，亿欧，FBIF食品饮料创新、剥椒spicy、钛媒体、商业评论、观研天下公众号等，华源证券研究所



2.1. 从跑马圈地到兼并收购，量贩两超多强格局清晰

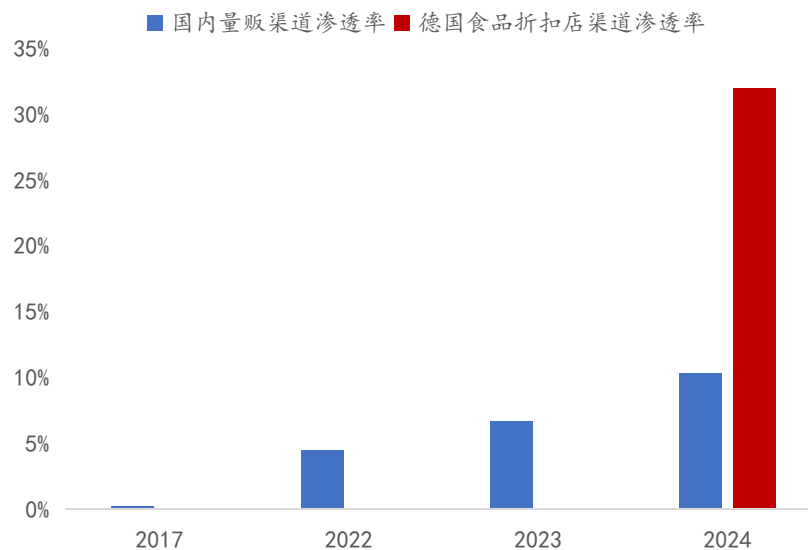
- 参照海外折扣店业态的高渗透率（根据德国食品贸易协会（BVLH），目前德国有15972家折扣店，消费者每购买100欧元的食品，就有32欧元在折扣店支出），国内量贩零食远期天花板较高。
- 市场集中度高，双超龙头优势凸显；伴随尾部品牌门店扩张停滞/收缩，两家龙头有望享受渠道渗透+份额提升红利。

图表：门店视角：22-24年量贩门店迅速扩张，远期天花板较高



资料来源：灼识咨询，钛媒体，好想来公司官网等，华源证券研究所

图表：对比海外，量贩零食渠道渗透率仍有提升空间



资料来源：灼识咨询，艾媒数据，中国连锁经营协会公众号等，华源证券研究所

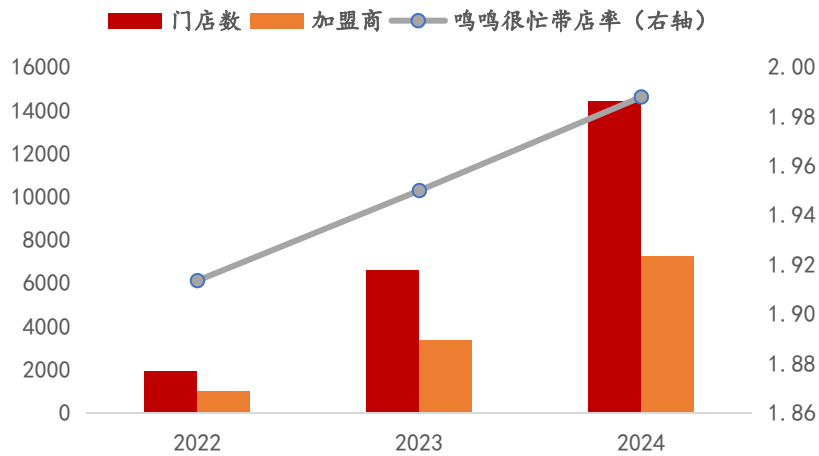


2.2. 量販供給側：鳴鳴與萬辰脫穎而出的共性點？做對了哪些事情？

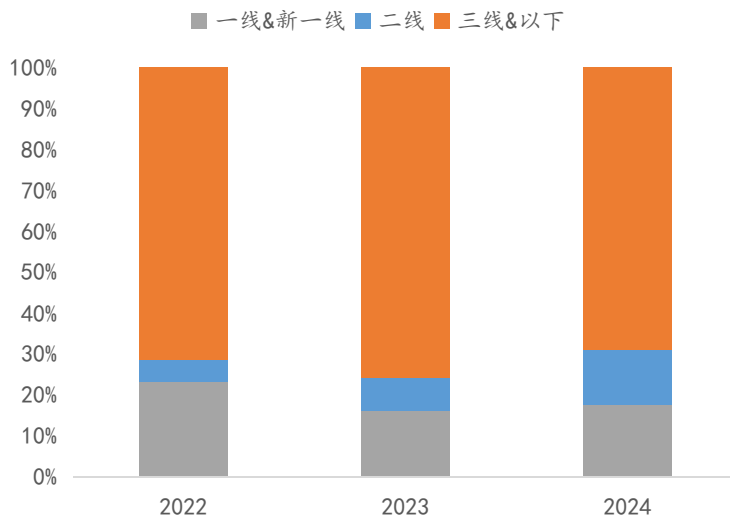
雙超收入均以向加盟商銷售商品為主，跑馬圈地系關鍵一步

- 雙超均在極致優化供應鏈效率、前店模型 → 加盟信心強、吸引資本。
- 聚焦下沉市場（需求升級紅利、門店爬坡更快），龍頭鳴鳴很忙下沉市場（三線及以下）門店數量占69%。
- 規模導向、品牌勢能：23年強強聯手，24年借助資本杠桿加速開店&卡位市場，快速與市場跟隨者拉開差距。
- 注重修煉內功（選品、品控質檢、門店標準化管理、品牌化發展、物流供應鏈等）→ 優化加盟生態。
- 保持靈活、积极探索新模型/业态。

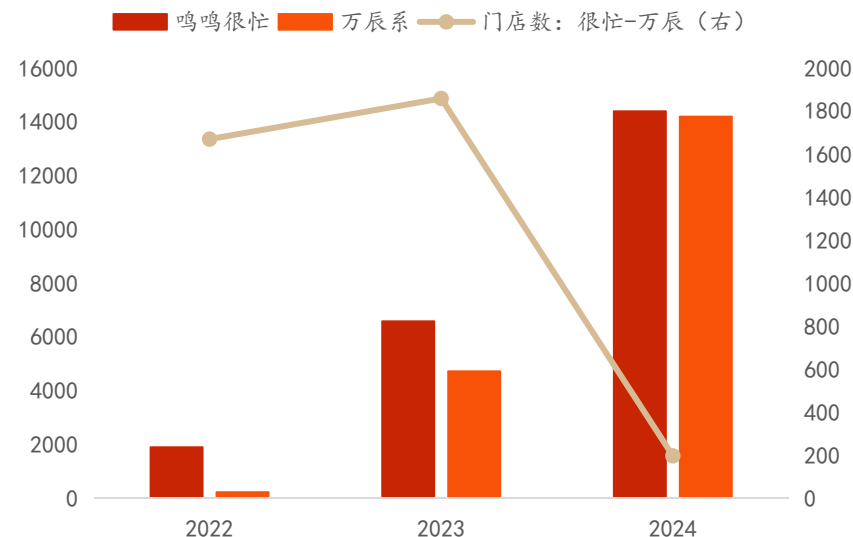
图表：鳴鳴很忙加盟商數量和帶店均在提升



图表：鳴鳴很忙各層級市場門店數占比



图表：雙超2022-2024年門店數量變化對比



資料來源：萬辰公司公告，鳴鳴很忙招股書，華源證券研究所

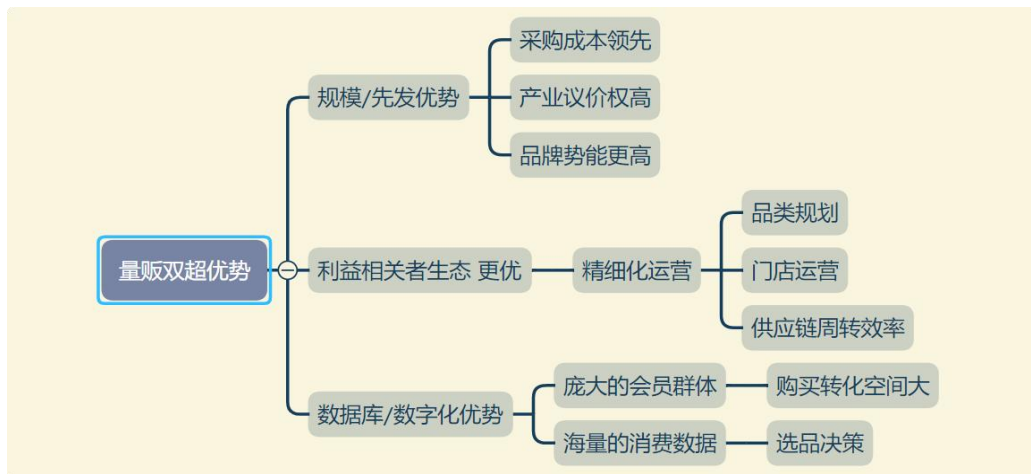


2.2. 量販供給側：鳴鳴與萬辰脫穎而出的核心能力？雙超與中尾部選手的差別？

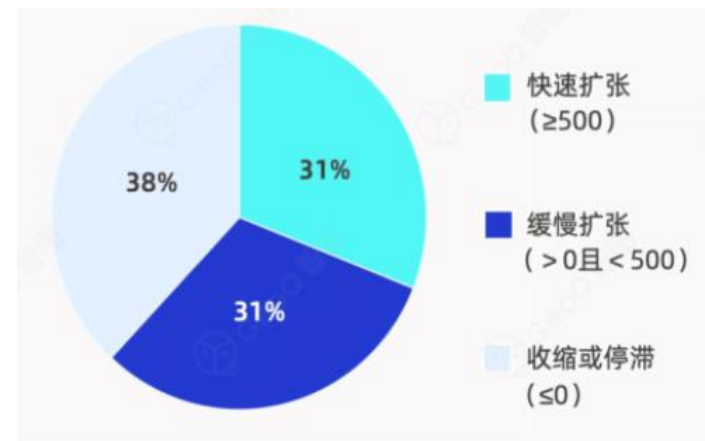
對比量販行業中尾部選手，整個模式“好快多省”的優勢更顯著，馬太效應突出

- **規模/先發優勢**：雙超24年快速擴店後已經與市場跟隨者拉开規模/體量差距，伴隨而來採購成本優勢、產業議價權、品牌勢能顯著領先。
- **精细化运营**（品類規劃、門店運維、供應鏈周轉效率等持續強化）→**雙超利益相關者生態更優**。
- **龐大的會員消費數據既提供了較大的轉化空間，也構築出數字化優勢**：2024年鳴鳴很忙註冊會員數達1.2億。（1.03億會員有購買行為，會員復購率約為75%），而海量消費數據賦能公司反向定制產品、精準決策；同期萬辰會員數達8000萬，並通過熱力圖分析優化區域選品。

圖表：對比行業跟隨者，雙超先發/迭代優勢顯著



圖表：2024年十三家連鎖零食品牌中38%出現收縮或停止



資料來源：鳴鳴很忙招股書，萬辰公司公告，GeoQ Data，華源證券研究所

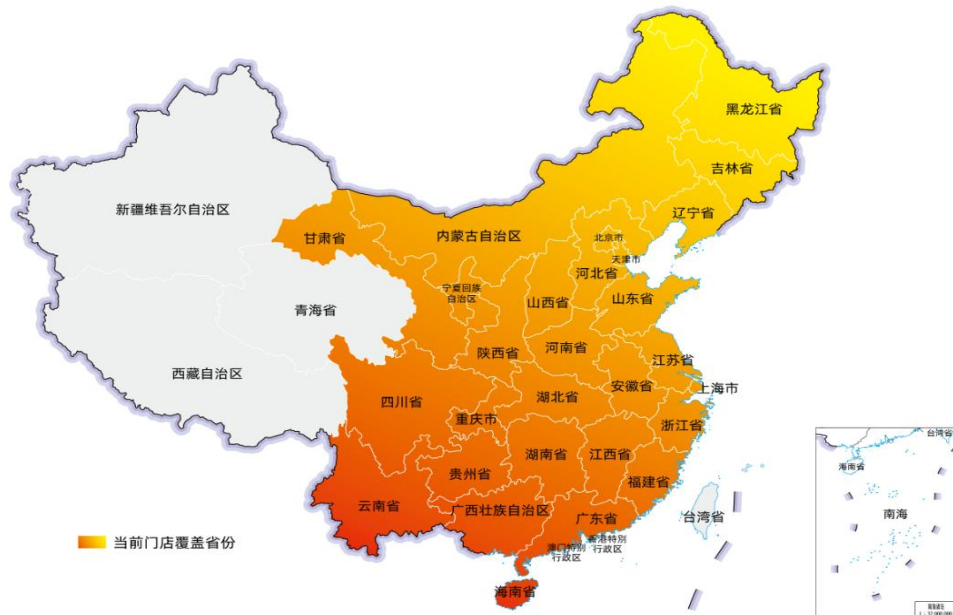


2.3. 量販双超对比思考

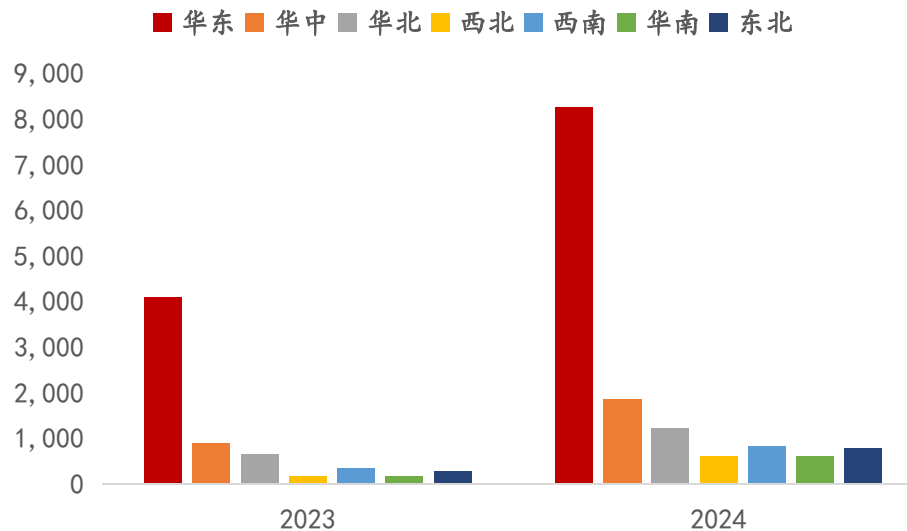
业务/财务等表观差异：

- 门店区域分布错位，各有优势市场；万辰系聚焦华东华北，呜呜很忙则集中在华中华南。
- 开店&运营策略差异：呜呜很忙**双品牌战略**，预计很忙继续在华中及周边市场加密、培育自有商品/品牌，探索呜呜很忙省钱超市3.0；万辰各品牌划分片区，门店布局立足华东、向北加密山河四省。

图表：呜呜很忙门店实现全国化覆盖



图表：万辰门店集中在华东区域单位市场/家



资料来源：呜呜很忙招股书，万辰公司公告，华源证券研究所

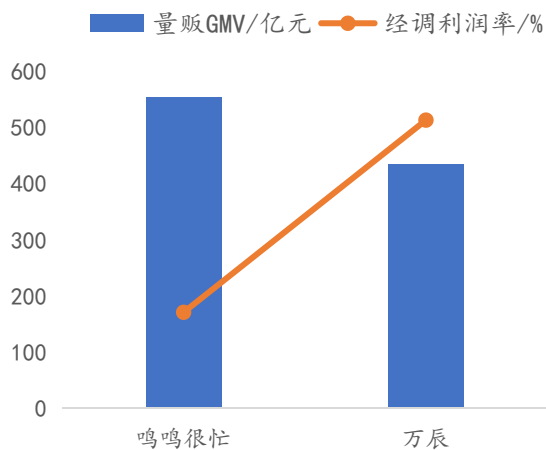


2.3. 量販雙超對比思考

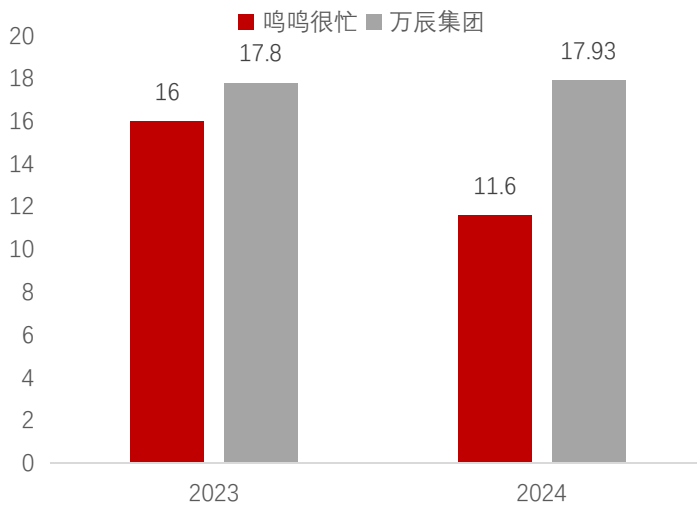
業務/財務等表現差異：

- 業務規模/單店GMV嗶嗶很忙暫時領先，而盈利表現萬辰較優（萬辰量販業務、嗶嗶很忙2024年毛利率分別為10.86%/7.6%）。
- 毛利率差異來源：預計主要系產品結構差異，其中萬辰白牌產品占比相對更高。
- 萬辰經調ROE顯著優於嗶嗶很忙，而兩家經調ROA（剔除商譽）接近：嗶嗶很忙在資產、存貨周轉效率更高，而萬辰在淨利率上表現更優。
- ROE視角反應各自優勢/側重：萬辰更注重利潤，嗶嗶很忙側重周轉動銷。

圖表：2024年量販規模、經調利潤率：嗶嗶很忙vs萬辰



圖表：嗶嗶存貨周轉率表現好



圖表：ROE視角，嗶嗶很忙vs萬辰

2024年對比 (量販)	萬辰集團	嗶嗶很忙	嗶嗶很忙 (周轉率剔除商譽)
經調ROE（歸母）	48.7%	17.77%	24.15%
權益乘數	6.41	1.64	1.64
經調ROA	15.6%	10.8%	14.7%
總資產周轉率/次	5.8	4.7	6.3
經調淨利率	2.70%	2.32%	2.32%

資料來源：嗶嗶很忙招股書，萬辰公司公告，ifind，華源證券研究所

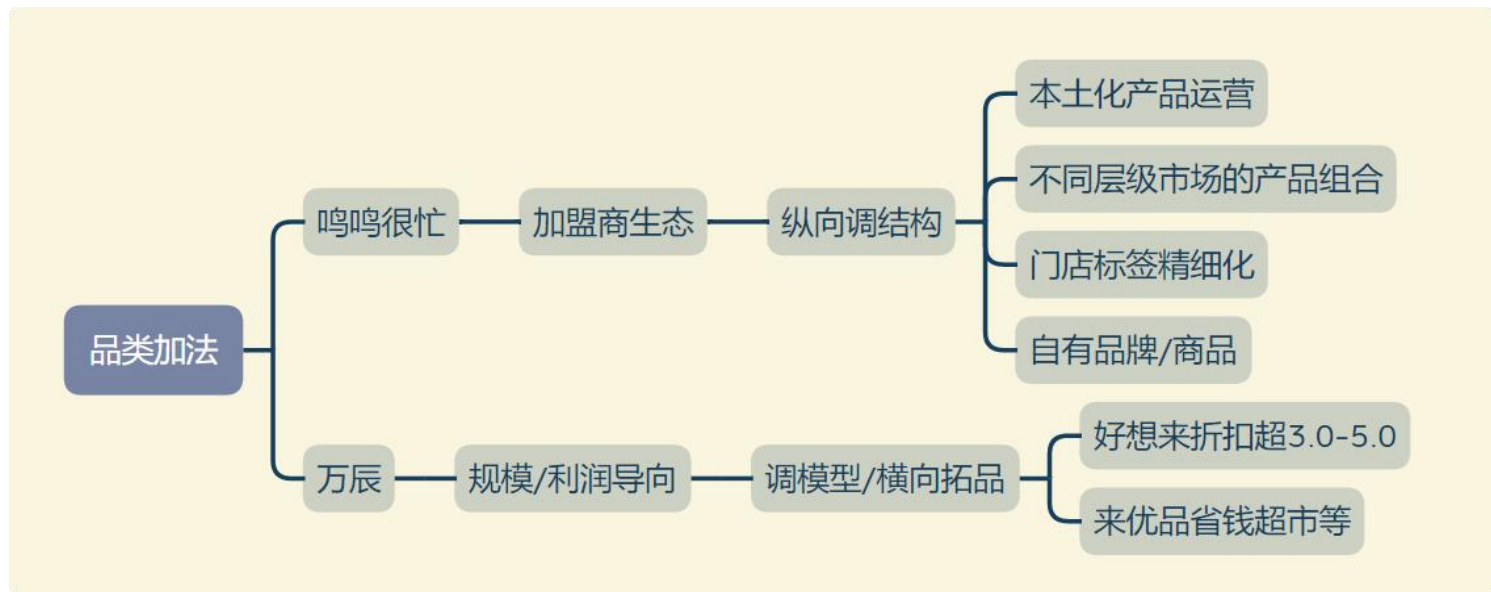


2.3. 量販雙超對比思考

量販业态目前已歷經高速擴店、併購整合，行業滲透率與市場集中度均達到一定量級，雙超均在探索品類破圈：

- **品類加法 背後的邏輯差異：**嗶嗶很忙基於數據型零售商定位，聚焦休閒餐飲主品類：縱向調結構、布局自有商品/品牌，側重規模、單店以及加盟商生態；萬辰積極探索模型迭代（如好想来門店3.0/4.0/5.0等），橫向拓品類，注重規模&利潤目標。
- **公司發展：**嗶嗶很忙作為量販业态模式的先驅，雙強合併鞏固領先地位；而萬辰通過槓桿併購好想来、來优品等區域頭部品牌，整合一體後快速加密擴店，最終成為行業龍頭。

圖表：量販雙超品類加法



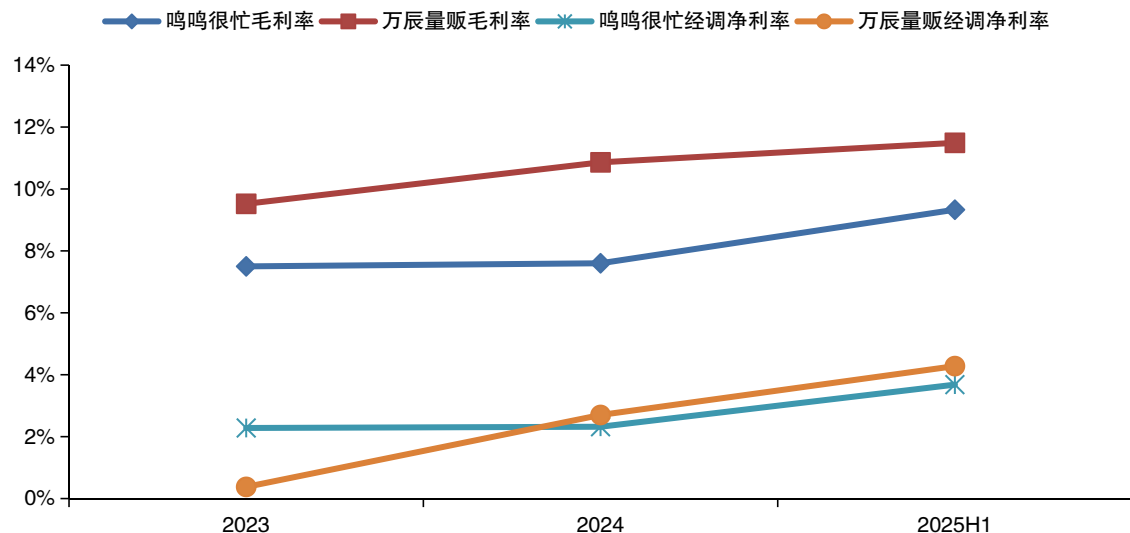
資料來源：華源證券研究所白製



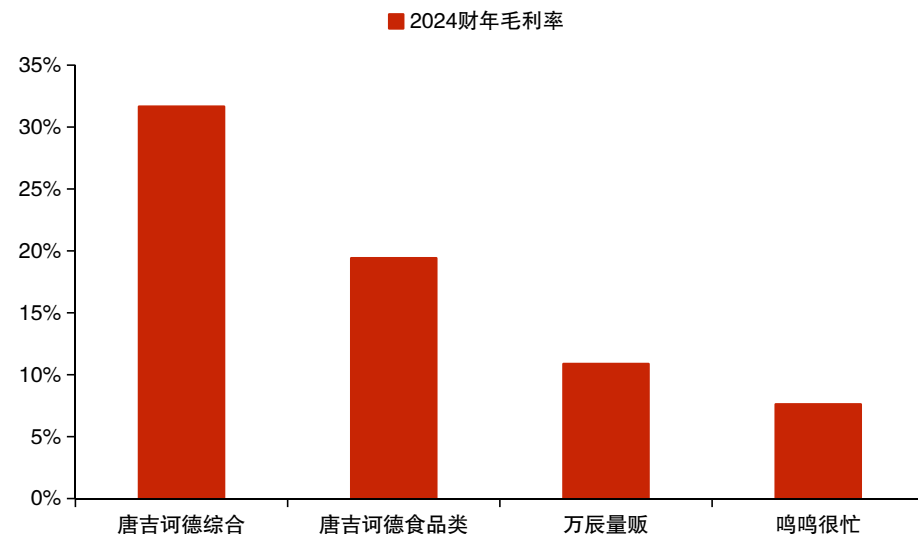
3.1. 量贩双超发展：盈利爬坡下，如何看待龙头中远期利润率？

- 短期量贩龙头进入盈利爬坡期：伴随行业竞争格局清晰，今年双超均逐步收缩高额竞争投入；叠加规模效益呈现，双超实现费用摊薄（尤其管理费下降明显），盈利提升趋势显露。
- 参照海外成熟的硬折扣业态经验，例如龙头唐吉诃德2024财年综合毛利率、归母利润率可达31.6%/4.2%，量贩双超中远期盈利能力仍有提升空间。
- 从中远期看，量贩双超盈利爬坡的具体路径包括拓品类优化门店模型、调结构、推出自有品牌商品、定制贴牌以及自建供应链等。

图表：量贩双超短期盈利能力改善



图表：量贩双超盈利能力仍有提升空间





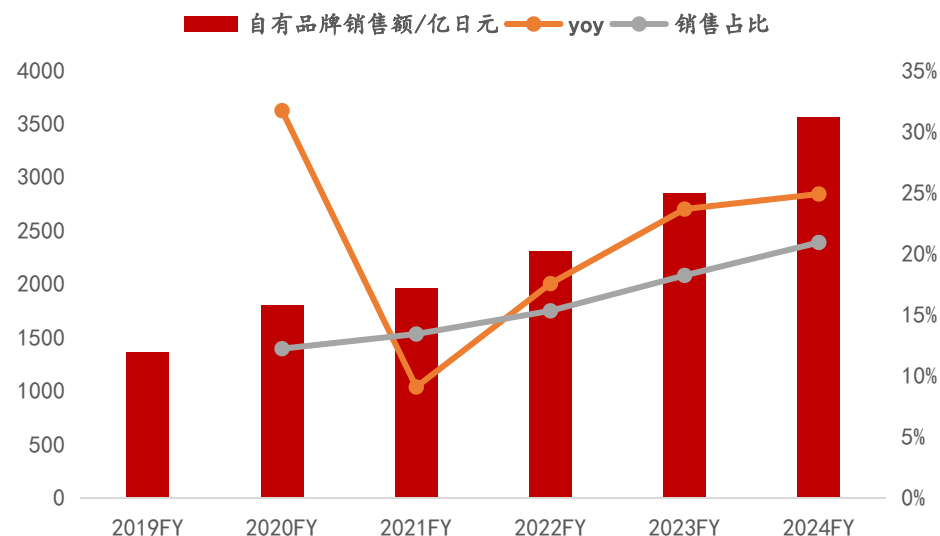
3.1. 量贩双超发展：从量贩生意到价值生意，自有品牌战略促进龙头量利齐升

- 自有品牌商品不仅有助于改善盈利（通过ODM/OEM模式直连工厂，省去中间环节，终端价格可比同类品牌低30%，利润空间平均提升15%-25%）；而且还是打造差异化、沉淀消费心智的关键。
- 参照国内外零售/硬折扣龙头，打造自有品牌是其实现规模增长、量利齐升的关键：
- 唐吉诃德自09年推出自有品牌“热情价格”系列以来，该系列营业额持续快速增长；截至2024财年，销售占比已提升至20.9%，毛利率高于整体，未来战略仍围绕自有品牌做增长。
- 奥乐齐（中国）自有品牌比例高达70%，门店整体毛利率20%左右，而自有产品毛利率25-30%。
- 山姆会员店（国内）SKU数量约4000个，自有品牌Members' Mark占比超30%，贡献了约40%的营业额。

图表：国内外零售龙头积极推进自有品牌/商品战略

企业	sku数量	毛利率	自有商品毛利率	归母净利率
DONKI唐吉可德	门店4-10w	31.60%	高于整体	4.23%
山姆（中国）	4k+	14%-15%	15%-20%	/
奥乐齐（中国）	2K+	约20%	预计25%-30%	3%左右
胖东来	1-1.5w	预计15%-20%	自有商品/自制商品加价率15%~25%/20%~30%	4.8%
万辰集团	门店1.9k+ 总数2K+	10.9%	/	2.7%
鸣鸣很忙	门店1.8K+ 总数3.3K+	7.6%	/	2.3%

图表：2019-2024财年，唐吉诃德自有品牌销售额持续快增



资料来源：联商网公众号，唐吉诃德公司公告，鸣鸣很忙招股书，万辰公司公告，极致零售研究院、food daily每日食品、红餐网公众号等，其中，万辰、鸣鸣很忙归母净利率均采取24年数据



3.1. 量販双超发展：从量販生意到价值生意，自有品牌促进龙头量利齐升

- 怎么看量販龙头探索做自有品牌/商品？ 一场难而正确的价值长跑。
- 鸣鸣很忙的自有品牌/商品战略：短期服务于品类规划，而不是盈利导向；侧重点在打造差异化、提供更高附加值、匹配未来需求以及沉淀消费心智等。
- 鸣鸣很忙自有商品规划：红标系列定位“去除部分溢价”，市场同品质下更便宜，如1.9元/瓶600毫升的无糖乌龙茶（规格增加100ml，但价格便宜50%）；金标系列主打品质，如9.9元/50克装的拇指风干牛肉等；未来预计将择机上线一系列子品牌；携手工厂推动食品健康化，包括减少不必要的添加剂，二维码巡厂以及24H监控。
- 万辰集团品类规划：拓展潮玩IP、民生必需品等，同时开发自有品牌"超值"、"超省"系列，例如0.6元/520ml的千岛湖高山瓶装水、2.3元/525ml的无糖茶，9.9元来优品洗发水。

图表：鸣鸣很忙推出30款自有产品，涵盖零食、冻品、饮品、牛奶、酒类、日化等





3.2. 如何看待量販龙头未来估值？

- 参照全球折扣零售龙头(DONKI, Dollarama etc.)，唐吉诃德目前PE估值在30X以上。
- 伴随量販双超探索品类破圈（省钱超市等）、培育自有品牌以及逐步打开东南亚等海外市场，其商业模式的稳定性，营收规模与盈利能力有望持续提升，未来估值或对标全球折扣龙头。

图表：海外龙头估值对比

2025-10-29 Pan Pacific International [7532.T] 收盘价: 923.30 涨跌幅: -2.02% F5 全球可比公司估值

可比公司 全部公司 交易市场 全部 统计 中位值 货币: CNY 下载

所属行业 ☒ 折扣零售 ☐ 便利店

排名	证券代码	证券简称	涨跌	市值(亿元)	PE	PB	PS	ROE	营收 CAGR	盈利 CAGR	交易市场
5	7532.T	Pan Pacific Inte...	-2.03%	1,377.44	32.70	4.74	1.32	15.13%	7.05%	13.49%	东证
中位值			-1.92%	1,377.44	32.70	2.88	0.65	30.43%	7.05%	-2.86%	--
1	COST.O	好市多	-1.27%	28,760.00	49.93	13.87	1.47	28.09%	6.64%	11.49%	纳斯达克
2	TGT.N	塔吉特	-3.08%	3,041.82	10.45	2.77	0.40	34.40%	0.18%	-16.18%	纽交所
3	DOL.TO	Dollarama	-1.42%	2,511.96	42.24	33.90	7.70	1,062.04%	13.98%	20.78%	多伦多交易所
4	DG.N	达乐	-1.97%	1,564.07	19.54	2.74	0.54	30.43%	5.87%	-22.31%	纽交所
5	7532.T	Pan Pacific Inte...	-2.03%	1,377.44	32.70	4.74	1.32	15.13%	7.05%	13.49%	东证
6	BME.L	B&M European	-1.32%	180.27	5.96	2.53	0.34	46.21%	3.79%	-2.86%	伦交所
7	SVV.N	Savers Value Vi...	-2.57%	146.93	71.16	4.88	1.34	25.81%	8.49%	-29.65%	纽交所
8	FIXP.ME	Fix Price Group	-1.59%	131.16	5.28	2.88	0.65	131.96%	15.37%	26.65%	莫交所
9	GO.O	Grocery Outlet	-1.92%	100.06	35.65	1.19	0.32	5.46%	12.39%	-14.12%	纳斯达克



- **1、市场竞争恶化风险。**量贩零食双超的主要收入来源于加盟商；而伴随着门店持续加密，市场竞争加剧，下游加盟商单店、回报周期以及整个产业生态体系都会面临较大挑战。
- **2、拓店不及预期风险。**国内量贩零食双超正享受着渠道渗透与市场集中化红利，目前主要成长来源在门店扩张，而需求环境变化、竞争加剧等都可能导致门店开拓不及预期失败的风险。
- **3、企业因管理不当导致出现食品安全的风险。**量贩双超目前产品以休闲食品饮料为主，若因管理不当出现食品安全风险，将大幅损害公司品牌及行业形象。
- **4、上市不及预期风险。**鸣鸣很忙正处于上市申报阶段，上市进度可能不及预期。
- **5、市场空间测算偏差的风险。**报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。
- **6、存在资料统计误差风险。**在数据收集、处理和分析过程中，由于各种原因导致的统计数据与实际情况存在偏差，从而影响决策准确性的风险。这种风险可能源于抽样方法不当、数据采集错误、数据处理失误或分析方法不合理等因素。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券
HUAYUAN SECURITIES