

2026 年 1 月 28 日

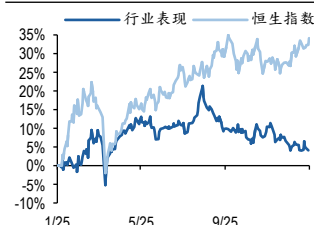
消费行业

行业前瞻洞察系列：

零食量贩行业——效率重塑的下半场

作为硬折扣模式在零食零售行业的成功应用，零食量贩业态顺应了消费者对质价比与便捷购物的需求趋势，实现了对传统渠道的效率升级。我们认为，当前行业发展将逐步从门店扩张为主过渡到以精细化运营和单店价值提升的高质量增长阶段。当前“南很忙、北万辰”的头部企业格局已趋稳固，竞争焦点将逐步从规模扩张和份额争夺转向效率兑现与业态升级。因此，业态演进和盈利能力提升将是未来关注的重点。本报告中，我们聚焦零食量贩行业这一新兴业态，拆解商业逻辑、前瞻行业发展趋势、以及剖析竞争格局，为把握该新兴业态提供投资参考。

行业与大盘一年趋势图



资料来源：FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com

(852) 3766 1853

- ④ **以效率重塑零食零售价值链的硬折扣模型：**零食量贩的成功在于对渠道价值链的有效重构。它通过压缩中间流通环节、规模化直采的硬折扣模型，将终端加价率大幅压缩，从而形成了较传统渠道便宜两到三成的可持续的价格优势，充分顺应了当下消费者追求质价比的消费趋势。同时，丰富的产品矩阵与社区化体验进一步增强了价值创造。头部企业依托加盟模式和数字化运营，在保证周转和效率的同时，实现了万店规模的快速复制。
- ④ **未来增长动力将逐步从门店扩张转向单店价值提升：**零食量贩的行业规模已从 2019 年的 73 亿元（人民币，下同）激增至 2024 年的 1,297 亿元（CAGR 78%）。未来增长依旧可观，驱动因素主要包括门店扩张与单店价值提升。我们测算中期全国门店天花板约为 6.7 万家，较当前仍有超过三成的增长空间，下沉市场与空白区域将成为主要增量来源。之后，随着门店数量接近中期目标，增长动能将逐步转向单店潜力的挖掘。对于头部企业而言，规模效应的进一步显现将带来盈利能力的提升，净利率（2024 年：低单位数）水平有可观的上行空间，主要依靠采购成本优化、高毛利自有品牌占比提升以及数字化驱动的运营效率改善。
- ④ **“双强”格局稳固，运营效率是关键：**行业已形成集中度较高、且相对稳定的“双强”格局。两大头部企业——鸣鸣很忙与万辰集团的合计市占率已超过七成（以 2024 年 GMV 计算），形成“南很忙、北万辰”的区域错位竞争格局。鸣鸣很忙深耕华中华南，凭借高效的单店模型与商品周转效率建立优势；万辰集团则在长三角及华北市场占据主导地位，并正积极探索省钱超市等新业态。未来几年，行业的竞争逻辑将由早期的开店与价格战，转向供应链深度优化、自有品牌打造与精细化运营的综合比拼，运营效率提升带来的盈利能力改善将成为核心考量。
- ④ **未来趋势与风险：**未来，品类拓展、自有品牌开发和业态创新有望帮助打开收入天花板和提升盈利能力。核心趋势在于：1）业态创新，有望从垂直零食店向全品类社区硬折扣超市演进，通过增加粮油、日化、冻品等高频刚需品类打开新的收入天花板；2）自有品牌战略，通过差异化产品提升毛利率与客户粘性。关键风险主要需注意低毛利模式下的盈利脆弱性、同质化竞争可能导致的单店分流、新业态带来的潜在管理复杂度及宏观消费环境不确定性。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

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

目录

投资要点3

核心观点：零食量贩行业——从规模扩张迈向系统性效率重塑3

商业模式拆解——以极致效率重构价值链的硬折扣模型4

市场规模与增长空间测算6

市场现状：渠道结构重塑，量贩赛道增速亮眼6

增长空间测算：中期门店容量与市场规模8

关键运营策略：构建效率为先的协同生态10

产品策略：数据驱动的产品分层组合与自有品牌建设10

渠道与扩张策略：加盟驱动，高效下沉12

供应链策略：高效供应链是成本优势的基石14

未来发展趋势三大前瞻15

业态演进方向：从垂直零食向社区全品类折扣超市演进15

盈利提升路径：从规模扩张到效率兑现15

市场拓展空间：从国内加密到海外探索15

竞争格局与头部企业分析16

竞争态势演变16

头部企业对比：鸣鸣很忙 vs. 万辰集团18

估值分析22

挑战与风险分析23

附录：行业发展脉络24

中国零食行业渠道变迁24

投资要点

核心观点：零食量贩行业——从规模扩张迈向系统性效率重塑

我国零食量贩行业正经历从跑马圈地向深度运营转型的关键期。过去五年（2019-2024 年），行业凭借去中间化的硬折扣模式，规模爆发式增长，塑造了千亿级的零食量贩版图。展望 2026 年，基于对当前行业发展阶段和零售环境判断，我们认为，行业增长逻辑将逐步由门店扩张驱动切换至单店价值的提升；在这个过程中，头部企业有望将运营效率和规模优势转化为实质性的盈利提升，进而驱动业绩高质量增长，为市场带来投资机遇。

④ 硬折扣重构价值链，效率构筑护城河

渠道效率的代际差是行业增长的底层驱动力。零食量贩店通过“工厂直采-总仓-门店”的极简链路，将终端加价率较传统商超压缩三成，不仅支撑了终端价格较传统商超低 20%-30% 的竞争优势、建立了价格心智，也通过丰富的产品选择、高频上新、贴近社区的布局为消费者提供了便捷体验。在消费趋于理性、消费者追求质价比的背景下，这种渠道效率优势进一步被放大，从而推动整个赛道的扩容。

④ “双强”格局下的盈利释放周期有望逐步开启

随着鸣鸣很忙与万辰集团合计市场份额突破七成（以 GMV 计算，2024 年），行业已进入“双强”格局阶段。2025 年以来，价格战趋缓、门店增速放缓，标志着竞争重心正在从份额争夺转向盈利能力优化。头部企业在万店规模带来的议价权、数字化带来的高周转效率以及高毛利自有品牌占比提升等因素的推动下，有望迎来盈利能力提升。

④ 业态演进有望打开行业潜在的规模天花板

面对零食饮料品类的天花板，头部企业正向全品类社区硬折扣超市升级。这不仅是品类的叠加，更是商业模式的升维。若能跑通新模式，行业将打开现有的开店天花板、提升单店价值，切入更广阔的社区零售市场。

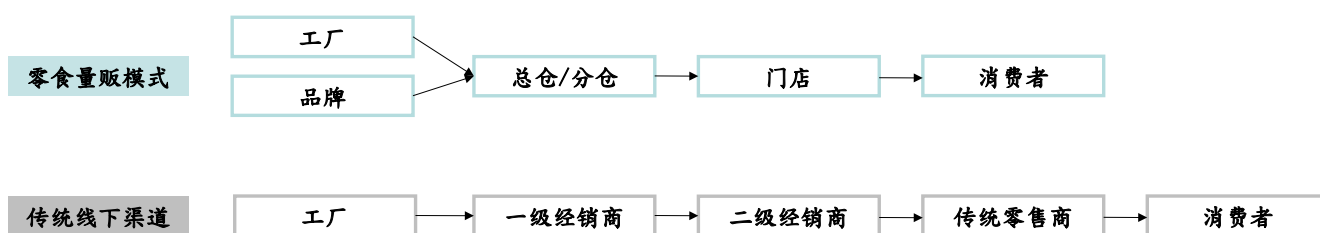
④ 投资建议：聚焦效率重塑机会

我们建议投资策略应紧扣效率重塑这一主线，聚焦于具备极强供应链整合能力、数字化运营壁垒及跨品类管理能力的头部零食量贩企业，以及深度绑定量贩渠道红利的生产制造企业。**零食量贩企业端**，我们建议关注万辰集团（300972 CH，未评级）与鸣鸣很忙（1768 HK，未评级）。随着行业步入效率兑现阶段，建议投资者密切跟踪头部企业在业态升级与盈利改善方面的具体进展；其中，同店销售额的变动趋势将是衡量单店模型稳定性的关键因素，而自有品牌的发展速度及其毛利贡献、经调整净利率的提升幅度、以及新业态模型的跑通情况，将是决定估值进一步提升的核心催化剂。**产业链方面**，推荐关注相关上游食品饮料生产企业，若企业具备极强的定制能力与敏捷的供应链优势，则有望通过与量贩渠道的深度绑定，实现了大单品策略的快速放量，分享渠道变革与扩容带来的红利。

商业模式拆解——以极致效率重构价值链的硬折扣模型

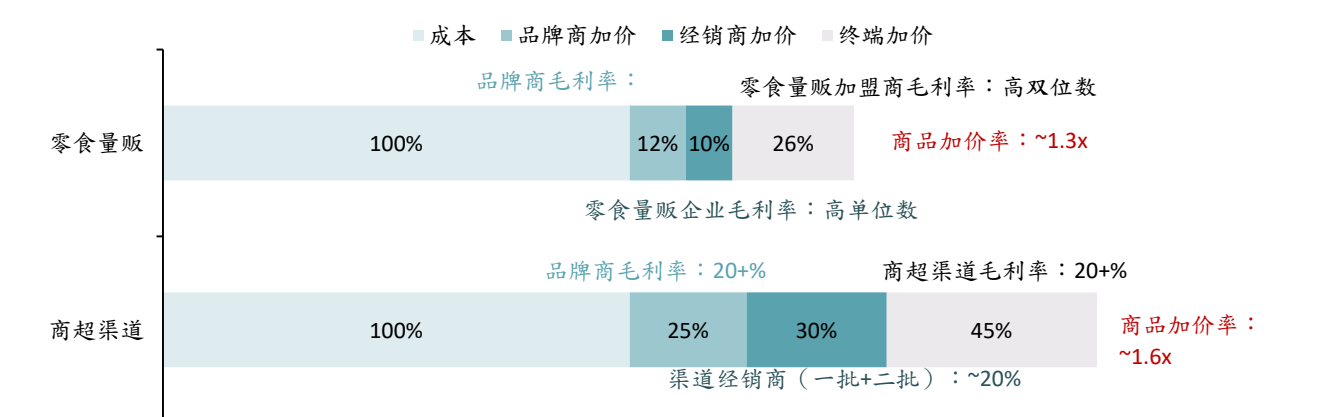
零食量贩通过压缩中间环节、规模化直采实现价格优势：零食量贩是硬折扣零售模式在零食领域的本土化应用，该模式的核心竞争力在其重构价值链带来的价格优势。传统零食流通链条偏长，通常包含品牌方、一级经销商、二级经销商等多个环节，层层加价推高终端零售价。相比之下，零食量贩模式通过“工厂—仓储—门店—消费者”的极简链路，显著精简了中间环节，将整体渠道加价率压缩到1.3倍左右（传统商超渠道估算在1.6倍以上）。除此之外，头部零食量贩品牌大部分产品直接从厂商采购（万辰集团直采比例高达95%）。依托万店规模，这种规模化直采模式大幅提升了零食量贩企业对上游的议价能力，有效降低了采购成本；而对生产企业来说，其产品可以快速进入市场积累销量，帮助缩短从生产到消费的周期，从而形成了薄利多销的良性循环。价值链的重构使零食量贩成为一种更具韧性的零售模式，价格优势是硬折扣模式在零食领域能够快速被消费者接受的关键，使其在追求性价比消费的现下消费趋势中保持优势。

图表 1: 零食量贩产业链对比传统渠道中间流通环节更少



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际整理

图表 2: 零食量贩渠道的商品加价率低于商超渠道



资料来源: 公司公告, 交银国际测算

供需共振下的消费者行为演进：零食量贩精准契合了近年来消费者对质价比的追求，尤其是在低线城市，零食作为具备情绪价值与社交属性的非刚需高频消

费品，低客单价属性使其呈现出一定程度的口红效应。与此同时，下沉市场庞大的人口基数与尚未被充分满足的品质消费需求，为高性价比的量贩零食提供了广阔空间。在客群画像上，早期消费者呈现出明显的价格敏感特征，主力是追求低价、便捷性与丰富度的年轻群体和家庭用户；随着模式成熟，中老年群体也逐步成为新客群。整体来看，消费趋势正从单纯的价格敏感，逐步转向对品质、体验和品类多样性的综合追求。

性价比是该模式的核心价值主张：量贩零食店通过极致性价比、丰富的产品矩阵以及便捷体验，迎合了庞大消费群体的需求。相比传统渠道，量贩式零食饮料零售有以下几点优势：

- ④ **性价比优势：**如上所述，这是该模式最核心的竞争力。量贩式零食得益于供应链重构，产品定价平均比传统商超渠道低约 20%-30%，部分品类甚至可达 40% 以上，建立了极强的价格心智，是吸引客流的关键。
- ④ **丰富的产品矩阵与高频上新：**头部公司打造了多品牌、多品类、多规格的一站式体验，头部公司储备 SKU 约 4,000 个，单店陈列约 1,800-2,000 个，数量是同等规模商超的 2 倍。除此之外，门店大量陈列小规格产品，满足消费者尝鲜的需求，并依托数字化反馈机制每月上新数百个 SKU，产品新鲜度明显优于其他渠道。
- ④ **便捷的社区化购物体验：**门店布局深入社区满足高频即时需求，配合高效的仓储物流网络可实现 T+1（24 小时）配送到店，保障商品高速流转。此外，严格的品控、明亮的门店环境及试吃、社区导购等体验活动，也提供了优于传统夫妻店和线上渠道的沉浸式购物体验。

盈利模式：高周转驱动的规模飞轮：零食量贩成功构建了性价比心智，区别于传统零售相对“高毛利、低周转”的模式，企业主动将门店毛利率控制在较低水平（约 18%-20%，如下图），以低价吸引高频客流，叠加极高的门店运营效率保持适中的门店利润率。根据我们的单店模型测算，在高双位数的毛利率下，扣除租金、人工及物流等成本，门店经营利润率约为中-高单位数，回本周期在 2 年附近，具备较好的可复制性。零食量贩企业利用加盟模式高速拓店，形成规模后将进一步增强渠道对上游生产企业的议价权、压低成本，并将利润投入数字化与物流建设以筑高壁垒。这一模式转动后，具有极强的自我强化能力与马太效应，这也是头部企业能在过去几年间迅速拉开与区域小玩家差距、从区域走向全国的重要原因。

图表 3: 单店模型测算

项目	金额 (人民币)	备注
月均 GMV	33-36 万元	日销约 1.1-1.2 万元，受门店层级与门店密度影响波动
毛利额	5.9-7.2 万元	毛利率约为 18%-20%，低于便利店和商超（25-30%）
主要运营成本		
- 租金及物业	1.5-2.5 万元	占比约 5%-8%，社区选址租金相对可控
- 人工成本	1.5-1.8 万元	占比约 5%-6%，4-6 名员工
- 物流配送及水电杂费	0.3-0.5 万元	占比约 1%-2%
门店经营利润	1.6-2.3 万元	门店经营利润率约 5%-7%
前期投入	50-60 万元	含装修、设备、首批货款、保证金等
回本周期	21-28 个月	

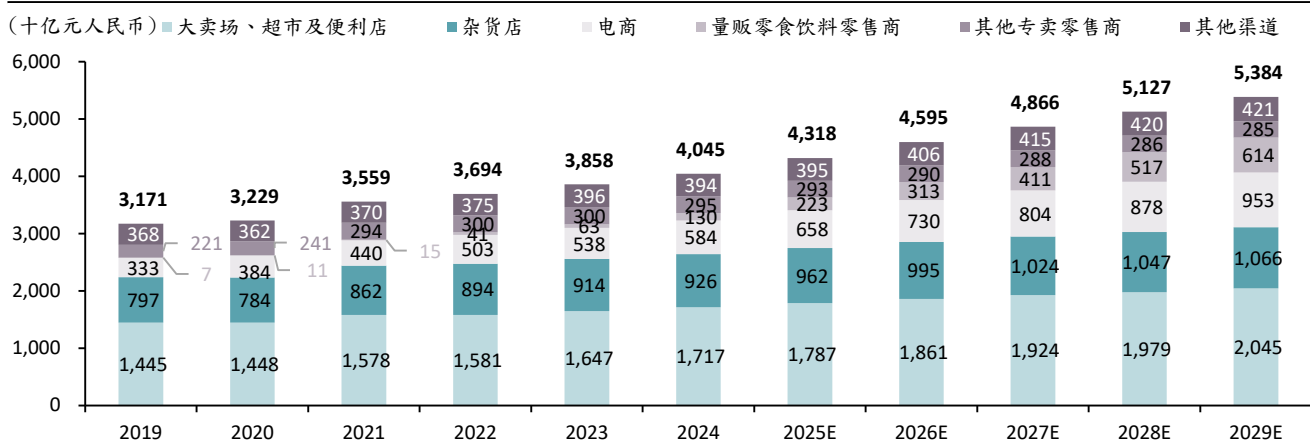
资料来源: 交银国际测算 *注: 门店面积在 120-150 平米左右

市场规模与增长空间测算

市场现状：渠道结构重塑，量贩赛道增速亮眼

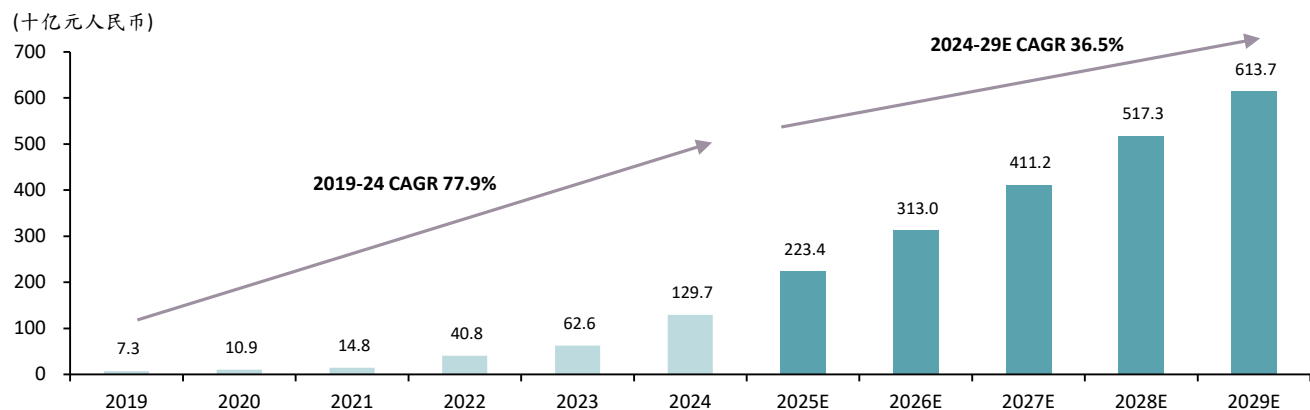
整体零食市场稳健增长，渠道结构正在重塑：据灼识咨询数据，中国零食饮料零售市场规模已从 2019 年的 3.2 万亿元稳步增长至 2024 年的 4.0 万亿元，年均复合增速为 5.0%。此过程中，传统渠道（大卖场、超市、便利店）虽仍占据主导地位，但增长相对乏力，而以零食量贩为代表的专卖零售商表现亮眼，成为增长最快的细分赛道。数据显示，零食量贩行业的市场规模从 2019 年的 73 亿元激增至 2024 年的 1,297 亿元，年均复合增速高达 77.9%，展现出惊人的爆发力。该业态在短短数年内完成了从区域性探索到全国性扩张的跨越，并已形成清晰的“南很忙、北万辰”区域错位竞争格局，截至 2025 年 9 月，两大头部集团门店规模均已突破 1.5 万家。（详见章节：[零食量贩业态发展历程](#)）。

图表 4：2019-29E 年按销售渠道分的中国零食饮料零售市场规模，按 GMV 计



资料来源: 国家统计局, 灼识咨询预测, 万辰招股书, 交银国际

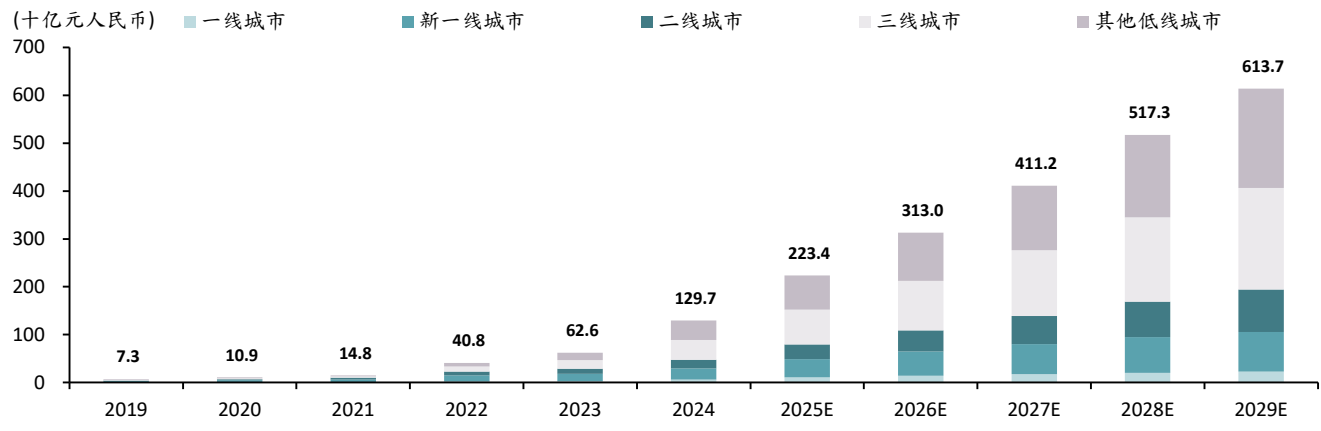
图表 5：2019-29E 年中国量贩零食饮料零售市场规模，按 GMV 计



资料来源: 国家统计局, 灼识咨询预测, 万辰招股书, 交银国际

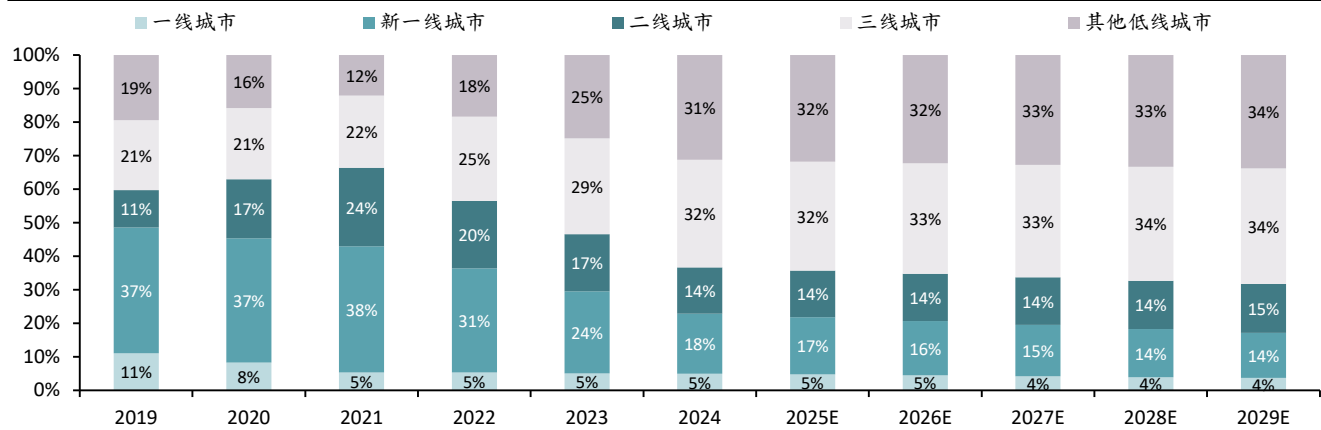
三线及以下城市是零食量贩的主力市场：分层级来看，2024 年，三线及以下城市的市场规模占比整体零食量贩市场约六成，其庞大的人口基数叠加消费者对价格的高敏感度，有望为量贩模式提供了广阔的生存空间。灼识咨询预计，到 2029 年中国零食量贩市场规模将达到 6,137 亿元，2024-2029 年的预期年复合增速仍高达 36.5%，显示出巨大的增长潜力。

图表 6: 中国量贩零食饮料零售市场规模（分城市层级），按 GMV 计



资料来源: 灼识咨询预测, 万辰招股书, 交银国际

图表 7: 中国量贩零食饮料零售市场分城市层级占比，按 GMV 计



资料来源: 灼识咨询预测, 万辰招股书, 交银国际

增长空间测算：中期门店容量与市场规模

④ 测算中期门店数量可达 6.7 万家

尽管 2025 年以来，中国量贩零食饮料零售市场门店扩张速度环比略微放缓，但基于对不同层级城市人口密度、消费水平及成熟市场（如湖南省，门店密度约 1.6 万人/店）的综合测算，我们认为市场远未饱和。

从中期维度来看，全国门店数量天花板预计可达 6.7 万家，较 2025 年末的 5.1 万家（极海品牌监测数据）仍有超过 30% 的增长空间，这意味着未来 1-2 年市场规模仍将随门店网络向低线城市的渗透而快速增长。

基于此，我们构建了基于城市分层人口密度与单店覆盖半径的容量模型，并对市场规模进行了量化展望。参照头部企业（鸣鸣很忙、万辰集团）2024 年平均单店 GMV 343 万元，同时结合未来品类扩张带来的单店价值提升预期，我们采用 510 万元/年的中性单店 GMV 假设。据此测算，三年后全国零食量贩行业的潜在市场规模或可达到 3,406 亿元（6.7 万家门店×510 万元单店 GMV）。敏感性分析显示，在悲观与乐观假设区间内，市场规模范围分布在 2,886 亿元至 4,049 亿元之间。

图表 8: 中国量贩零食饮料零售市场中期行业门店空间和市场规模测算

城市线级	门店密度 (万人/店)	潜在人口覆盖 (百万人)	测算门店天花板 (千家)	单店 GMV (百万人民币/家)	总 GMV (百万人民币)	备注
一线及新一线城市	2.6	287	11.0	5.60	61.8	便利店等代替渠道密集
二线城市	2.0	235	11.8	5.32	62.5	仍有渗透空间，但竞争已经较为激烈
三线城市	1.8	365	20.3	5.05	102.5	量贩业态的主力渗透市场
四线及其他城市	2.2	521	23.7	4.80	113.8	未来核心增长区域，下沉市场空间广阔
合计	2.1	1,408	66.8	5.10	340.6	

资料来源: 国家统计局，交银国际估算

图表 9: 2024 年中国量贩零食饮料零售市场头部企业单店 GMV

公司	2024 年总 GMV (百万元)	门店总数 (家)	年均单店 GMV (百万/家)	月均单店 GMV (百万/家)
鸣鸣很忙	55,531	14,394	3.86	0.32
万辰集团	42,596	14,196	3.00	0.25
合计	98,127	28,590	3.43	0.29

资料来源: 鸣鸣很忙招股书，万辰集团招股书，交银国际整理

图表 10: 零食量贩总 GMV 的敏感性分析，绝对值

		门店空间 (千家)		
		60.7	66.8	74.2
单店年均 GMV (百万元/家)	4.8	288.6	317.5	352.8
	5.1	309.6	340.6	378.4
	5.5	331.3	364.4	404.9

资料来源: 交银国际预测

图表 11: 零食量贩总 GMV 的敏感性分析，百分比

		门店空间 (千家)		
		60.7	66.8	74.2
单店年均 GMV (百万元/家)	4.8	87.4%	93.2%	103.3%
	5.1	93.8%	100.0%	110.8%
	5.5	100.7%	107.4%	118.9%

资料来源: 交银国际预测

④ 行业将逐步从高速扩张转向高质量发展阶段，业态演进可能打开新天花板

我们判断，行业正从规模扩张转向精细化运营与差异化竞争的阶段。随着未来三年门店数量逐渐接近中期天花板，行业增长逻辑将逐步从单纯的门店扩张转向高质量发展阶段，核心驱动力将切换为单店价值提升与业态创新。短期来看，行业仍处于门店扩张期，门店网络将继续向空白市场和下沉市场加密。但从中长期来看，业态的升级将有望打开新的门店天花板。

头部品牌正积极探索第二增长曲线，通过在零食基础上增加米面粮油、日化百货、短保烘焙及低温冻品等高频刚需品类，硬折扣全品类超市的门店 SKU 数量可从目前的 1,800-2,000 个扩充至 2,500 个以上，相信这种店型能有效吸引家庭客群，提升客单价与毛利。目前，赵一鸣、好想来、零食有鸣等均已开始拓展此类新业态。若硬折扣全品类超市的模型成功跑通，行业总门店天花板有望进一步提升至 8-10 万家，推动量贩业态从垂直零食专卖进化为重要的社区零售基础设施。

关键运营策略：构建效率为先的协同生态

零食量贩行业构建了一个以效率为核心的协同生态。供应链的极致效率为前端门店提供了极具优势的产品组合，低价与丰富的产品吸引客流、带来可持续的单店盈利，进而支撑起庞大的加盟门店网络；而万店规模反过来又赋予了供应链更强的议价权与周转效率。**这种由产品、渠道与供应链构成的正向反馈循环，在数字化系统的精准调度下高速运转，成为头部企业在激烈竞争中持续领先的动力。**

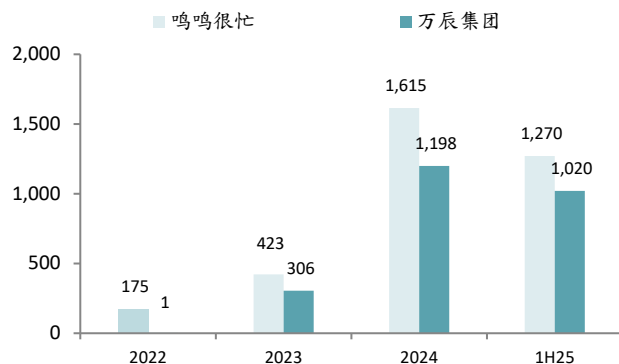
产品策略：数据驱动的产品分层组合与自有品牌建设

构建差异化的产品分层：为了在激烈的市场竞争中平衡客流、利润与品牌独特性，门店端普遍采用“引流品+盈利品+差异化产品”的组合策略。其中，引流品主要以一线知名品牌为主，其价格通常低于传统渠道 20%-40%，核心职能在于确立价格心智并吸引客流；盈利品主要由肩腰部品牌及高性价比白牌构成，这类产品毛利率相对较高，是门店利润的主要来源；差异化产品则主要包含自有品牌与特色白牌产品，尽管目前自有品牌占比仍较低（估算头部企业约单位数），但凭借显著高于代理品牌的毛利率，已成为构建竞争护城河和未来提升整体盈利能力的核心抓手，而白牌产品则提供了丰富的长尾选择以满足多样化需求。

高频迭代的选品逻辑：头部品牌的选品逻辑不同于传统超商的大而全、更新慢，倾向于通过精选高周转单品最大化货架效率。目前，行业头部公司的总部 SKU 库约 4,000 个（如万辰超 4,000 个，鸣鸣很忙约 3,997 个），覆盖水饮冲调、膨化食品、烘焙糕点、肉类零食等核心品类，而单店陈列 SKU 则控制在 1,800-2,000 个之间。为保持产品新鲜感与高周转，企业建立了极高频的汰换机制，每月上新数百个 SKU（鸣鸣很忙达数百个，万辰约 250 个）。在选品流程上，企业依托数百人的专业采购团队，建立“初选-试吃-试卖-推广”的标准化筛选机制；公司也会根据终端销售数据指导上游订货，以求实现更佳高效的商品周转。以鸣鸣很忙为例，截至 2025 年 3 季度，其产品 SKU 中约 34% 为与厂商合作定制。

数字化驱动的精准确运营与会员体系：海量的用户数据是产品策略精准落地的基石。头部企业已积累了超过 10 亿笔年交易笔数以及庞大的会员数据（注册会员均超 1.5 亿），这为洞察消费趋势、指导选品和营销策略提供了决策依据。基于这些高频交易数据与会员池，企业能够通过会员系统进行精准画像与营销触达，不仅大幅提升了复购率，更实现了从“人找货”到“货找人”的效率提升。

图表 12: 鸣鸣很忙和万辰集团订单总数



资料来源: 万辰招股书, 鸣鸣很忙招股书, 交银国际

自有品牌战略：构建利润与心智的双重护城河：面对行业激烈竞争，发展自有品牌已成为头部企业构建差异化优势、提升毛利率和增强客户黏性的必然路径。对标 Aldi、Trader Joe's 等海外成熟折扣业态，自有品牌不仅能够通过直连工厂减少品牌溢价，将成本优势最大化让利给消费者，更能通过独家定制产品形成代表性产品、增强客户粘性。尽管目前自有品牌销售占比尚低（估算约单位数），但头部企业正稳步增加投入，通过与上游优质厂商联合研发、定制生产，打造品质大单品。

从目前反馈上看，鸣鸣很忙 2025 年开始销售自有产品，例如乌龙茶及牛肉干，其中多个产品成为爆款；万辰旗下好想来亦推出了“超值”和“甄选”系列。未来，兼具性价比与创新性的自有品牌有望成为支撑行业净利率提升的关键驱动。

图表 13: 好想来自有产品系列



资料来源: 万辰招股书, 交银国际

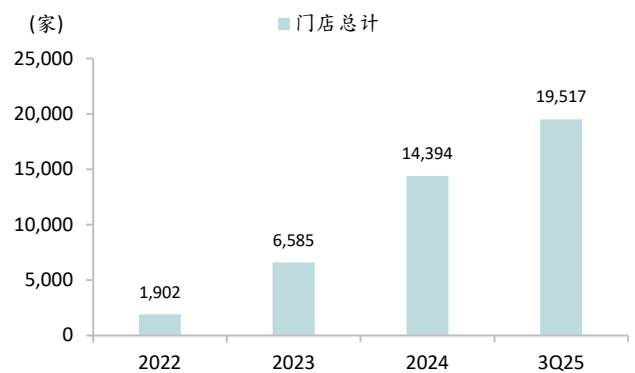
渠道与扩张策略：加盟驱动，高效下沉

加盟模式下快速拓张，形成规模壁垒：以加盟为核心的轻资产扩张模式是零食量贩行业实现快速规模化的关键。近年来，头部企业通过为加盟商提供零加盟费是具有吸引力的优惠政策降低加盟门槛，并配套涵盖选址、装修、供应链、培训及数字化系统的全方位运营支持，迅速构建起强大的渠道网络。

截至 2025 年 9 月，鸣鸣很忙集团与万辰集团的门店数量均已突破 1.5 万家，这种万店规模不仅带来了上游供应商的绝对议价权，大幅降低采购成本，更形成了显著的规模效应。

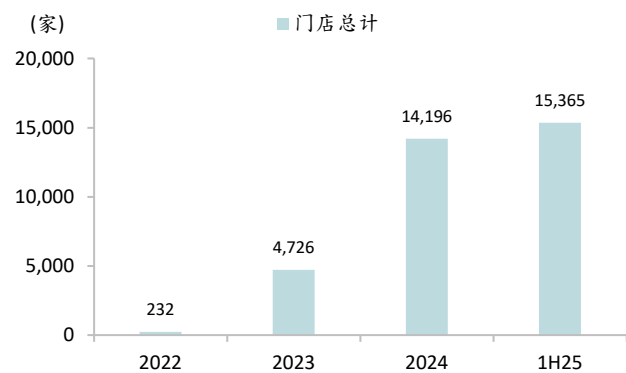
在经历过门店数量爆发式增长后，2025 年以来，行业开店速度趋缓，头部企业继续通过优化选品、加强运营指导等方式为加盟商持续赋能，以维持加盟体系的健康稳定。数据显示，头部企业的闭店率远低于行业平均水平（万辰 2025 年上半年闭店率仅 1.9%），充分验证了单店模型的健康度与可复制性。

图表 14: 2022-3Q25 鸣鸣很忙门店数量



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际

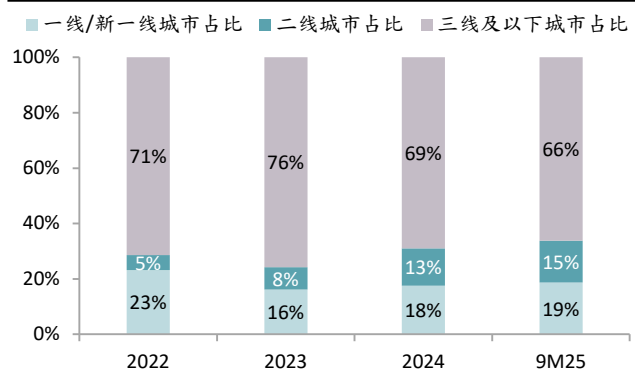
图表 15: 2022-1H25 万辰集团门店数量



资料来源: 万辰招股书, 公司公告, 交银国际

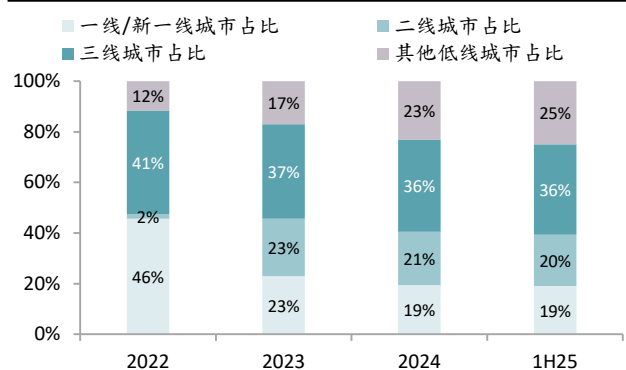
贴近社区的选址策略与下沉市场渗透：零食量贩的核心选址贴近社区，以满足当地消费者高频、即时性的需求。在选址过程中，企业综合会考量当地人口密度、消费特征、本地竞争格局、品牌曝光度及邻近仓库的物流覆盖能力。目前，渠道下沉趋势明显，三线及以下城市的门店在 2024 年分别占比鸣鸣很忙/万辰集团约 69%/59% 的份额。头部企业在主力市场加密的同时也在向空白市场外延扩张，持续拓展市场边界。

图表 16: 鸣鸣很忙分层级城市门店占比



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际

图表 17: 万辰集团分层级城市门店占比



资料来源: 万辰招股书, 交银国际

数字化驱动的智能选址与运营赋能：为了保证万店规模下的开店质量与运营效率，头部企业构建了强大的数字化运营体系。在选址环节，利用数字化工具分析潜在人流、环境及竞对分布等数据，对点位潜力进行精准评估，大幅提升了新店成功率。在门店运营端，企业引入智能零售中台。数字化系统能够实时监控门店整体的销售趋势，并为加盟商提供智能补货建议。这种全生命周期的在线支持，不仅降低了加盟门槛和运营难度，更确保了全国门店服务与体验的质量。

供应链策略：高效供应链是成本优势的基石

扁平化价值链，压缩渠道加价率：高效且数字化的供应链结构是零食量贩作为硬折扣业态的核心竞争力，也是其实现产品性价比的基础。头部企业大部分产品已实现厂家直采，通过精简中间环节使得企业能够在保证自身毛利的同时，精准契合当前宏观环境下消费者对质价比的追求，将节省下来的渠道成本最大化地让利给终端消费者，从而构建起价格壁垒。

万店规模构建议价权，深化与上游供应商的协同效应：在扁平化结构之上，万店规模带来的采购量构成了对上游品牌厂商的议价权。头部企业通过与食品饮料企业建立战略合作关系，实现了大规模集中采购，进一步提升采购议价能力。更重要的是，规模优势使得量贩企业能够即时通过收集到的海量数据反馈终端趋势，帮助上游厂商更精准地进行产品开发和排产，有效降低了双方的试错成本与库存风险。这种供应链的深度整合，不仅巩固了成本优势和货源稳定性，更强化了上下游之间的协同效应。

全国化仓配网络，支撑商品“T+1”高速周转：为了支撑高周转的商业模式，头部企业已建成覆盖全国的高密度仓储物流网络。最新数据，以万辰集团（2025 年 6 月）/鸣鸣很忙（2025 年 9 月）分别拥有 64/48 个仓库，形成了强大的物流基建能力。这种广泛布局的仓储体系确保了商品能够实现 24 小时（T+1）极速配送到店，不仅保障了门店的补货效率和商品鲜度，更是支撑行业极低库存周转天数的关键基础设施。

未来发展趋势三大前瞻

业态演进方向：从垂直零食向社区全品类折扣超市演进

尽管零食量贩店目前仍处于规模扩张的红利期，但头部企业已敏锐地察觉到零食品类增长的潜在瓶颈。首先，零食作为冲动消费品，缺乏生鲜、粮油那样的高频刚需属性，且客单价通常锁定在 30-40 元区间，难以通过品类自身大幅提升。其次是随着门店加密，单店客流或被稀释，而引入扩充品类成为稳住单店营收的成为重要途径之一。

因此，行业正尝试从垂直零食店向社区全品类折扣超市的探索。这一战略不仅是品类的叠加，更是商业模式的升维，旨在通过增加米面粮油、日化百货、短保烘焙及低温冻品等高频刚需品类，扩充 SKU，从而吸引更广泛的家庭客群。头部企业如万辰集团积极推广面积扩大至 200-300 平的“省钱超市”店型，测试数据显示能有效提升客单价与毛利，若该模型跑通，行业有望从零食垂类进入为市场空间更大的社区零售领域。

盈利提升路径：从规模扩张到效率兑现

行业竞争逻辑已逐步发生改变，从早期的跑马圈地式高速扩张，进入以高质量发展和盈利能力提升为核心的新阶段。头部企业（如鸣鸣很忙、万辰集团）的增长逻辑正从门店数量驱动转向单店价值与运营效率驱动，盈利释放成为核心看点。

2025 年以来，我们观察到行业内价格战与开店增速放缓，标志着竞争重心从份额争夺转向利润兑现。这一趋势直接驱动了净利率的显著修复，以鸣鸣很忙/万辰集团为例，其经调整净利率已从 2024 年的 2.3%/2.5% 快速提升至 2025 年前 3 季度的 3.9%/4.7%。

中长期来看，盈利能力的提升将由三大因素驱动：**1）**规模效应深化，凭借万店规模（鸣鸣很忙约 2 万家，万辰超 1.5 万家）对上游形成的议价权，持续压低采购成本；**2）**运营效率提升，数字化驱动下整体费用率优化；**3）**高毛利产品占比提升，通过大力发展自有品牌（目标占比提升）及引入高毛利的新品类，优化整体毛利结构。

市场拓展空间：从国内加密到海外探索

在国内市场，下沉市场（三线及以下城市）仍存在巨大的渗透空间。头部企业一方面在优势区域加密，另一方面在交叉区域争夺份额、并向西北、东北等空白市场渗透。与此同时，海外市场被视为下一个战略市场。万辰集团等头部企业已明确将出海作为第二增长曲线，计划策略性地从东南亚市场切入。目前海外市场还在早期探索阶段。

竞争格局与头部企业分析

竞争态势演变

④ “双强”格局确立，细分赛道集中度远超零食大盘

经过 2023-2024 年的快速扩张与行业整合，零食量贩行业逐步进入集中度较高的“双强”稳定格局。在万亿规模的中国零食饮料零售大市场，竞争格局极为分散，2024 年前五大连锁品牌合计市占率仅为 3.85%。然而，在量贩零食这一高速增长的细分赛道中，头部效应却极为显著，2024 年前五大连锁品牌合计市占率高达 84.3%。若以 GMV 计算鸣鸣很忙与万辰集团的市占率，2024 年两者在量贩细分赛道的合计市占率（CR2）超过 75%。这种极高的市场集中度标志着行业格局已趋稳定，第二梯队及长尾品牌在缺乏规模效应与供应链壁垒的情况下，生存空间或被持续挤压，行业马太效应明显、强者恒强。

图表 18: 2024 年中国零食饮料零售业五大连锁零售品牌，按 GMV 计

排名	品牌名称	2024 年零食饮料 GMV (十亿元人民币)	2024 年市占率 (%)
1	好想来	36.8	0.91%
2	品牌 A	33.2	0.82%
3	品牌 B	29.4	0.73%
4	品牌 C	29.0	0.72%
5	品牌 D	27.1	0.67%
CR5			3.85%

资料来源: 万辰集团招股书，灼识咨询，交银国际

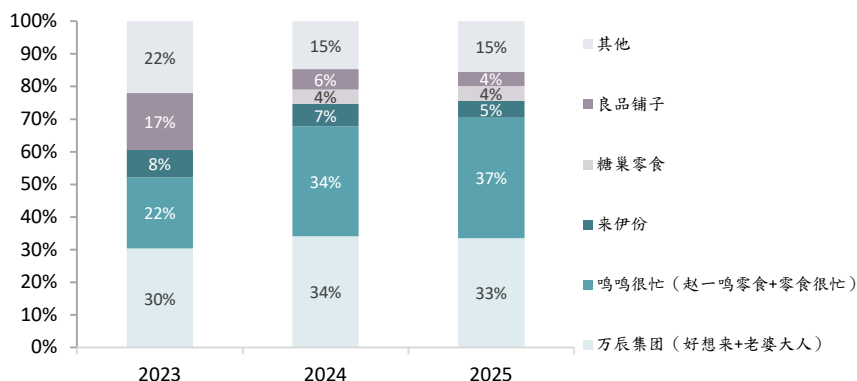
图表 19: 2024 年中国量贩零食饮料零售前五大品牌，按 GMV 计

排名	品牌名称	2024 年零食饮料 GMV (十亿元人民币)	2024 年市占率 (%)
1	好想来	36.8	28.2%
2	品牌 C	29.0	22.3%
3	品牌 E	26.5	20.4%
4	品牌 F	12.0	9.2%
5	老婆大人	5.4	4.2%
CR5			84.3%

资料来源: 万辰集团招股书，灼识咨询，交银国际

两大巨头领跑全行业：当前行业梯队分层清晰，第一梯队由鸣鸣很忙与万辰集团构成，两者在门店规模、供应链深度及资本实力上均已建立高度壁垒。鸣鸣很忙集团通过零食很忙与赵一鸣零食的战略合并，叠加迅速的内生增长锁定了行业规模第一的位置，截至 2025 年末门店规模接近 2 万家（极海品牌监测）；而万辰集团通过收购高效整合了好想来、来优品、老婆大人等区域龙头，实现了规模的跃迁，截至 2025 年末门店规模超过 1.7 万家（极海品牌监测）。相比之下，以零食有鸣（2025 年末门店超 3000 家，窄门餐眼）为代表的第二梯队虽然在西南等特定区域拥有较强影响力，但在全国化网络布局与资金实力上与第一梯队差距显著。至于地方性小品牌及新进入者，与头部品牌万店规模相比成本存在劣势，正面临严峻的考验。

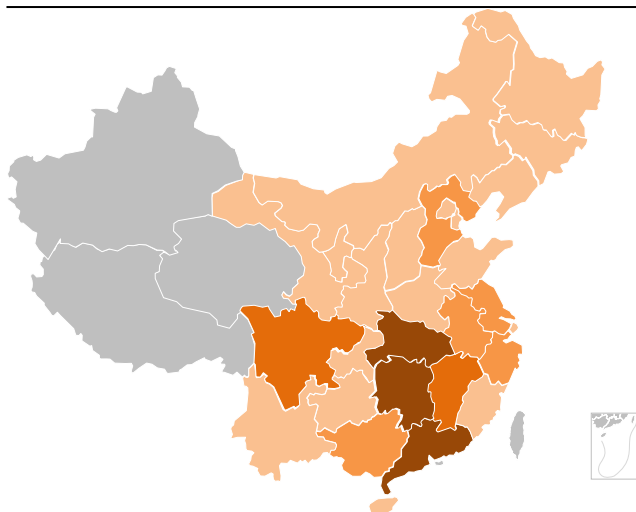
图表 20: 2023-25 年量贩零食行业竞争格局变化，以门店数计



资料来源: 极海品牌监测, 鸣鸣很忙招股书, 万辰招股书, 交银国际整理

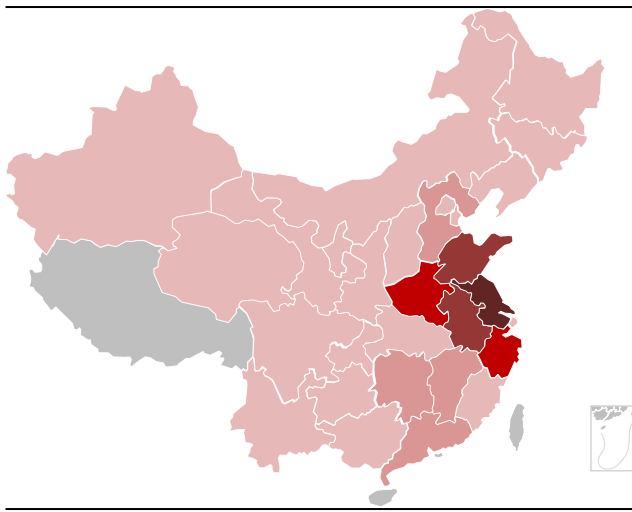
“南很忙、北万辰”的区域错位与战略渗透：从区域布局来看，头部企业呈现出清晰的“南很忙、北万辰”的分布态势。鸣鸣很忙集团深耕大本营湖南，并向华中、华南辐射，在本地市场形成了极高的市场渗透率与品牌心智；万辰集团则在长三角区域和华北市场构建了稳固的基本盘，部分区域市占率高达六成以上。尽管双方在各自的根据地市场拥有高市占率，但竞争并未止步于此。当前，双方均在向对方的优势区域进行渗透，同时将目光共同锁定在西北、东北等全国性空白市场。这种竞争态势使得区域间的边界逐渐模糊，未来的增长将更多依赖于对交叉区域的争夺以及对新市场的先发占领。

图表 21: 鸣鸣很忙门店主要分布于华东及华北等区域



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 极海品牌监测, 交银国际整理 *注: 截至 2025 年 12 月 31 日

图表 22: 万辰集团门店主要分布于华中、华南等区域



资料来源: 万辰集团招股书 *注: 截至 2025 年 6 月 30 日

竞争维度升维，转向运营效率与差异化的综合比拼：我们相信未来行业竞争逻辑将从初期的开店速度竞赛和价格战，转向供应链深度优化、数字化运营及单店盈利能力的综合比拼。头部企业的核心护城河不再仅仅是门店数量，而是继续提升的运营效率以及业态升级的探索。未来，头部企业在保持万店规模的同时，还需持续通过数字化手段压降成本、通过自有品牌提升毛利、探索新业态门店模型打开收入和利润的上升空间。

头部企业对比：鸣鸣很忙 vs. 万辰集团

④ 头部企业近年来收入爆发式增长，鸣鸣很忙规模略高于万辰

鸣鸣很忙与万辰集团虽然共同构成了行业的“双强”竞争格局，但两者的成长路径略有区别。

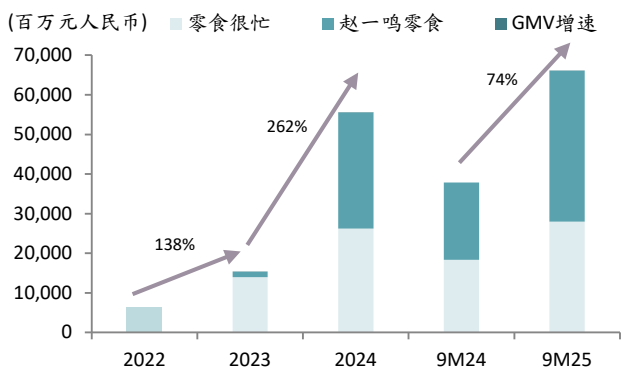
鸣鸣很忙更多依靠运营驱动，其首先通过内生增长，在湖南大本营打磨出极致的单店模型，再通过与赵一鸣的战略合并实现了规模的爆发式增长，截至 2025 年 9 月，门店规模已接近两万家，确立了领先的行业规模地位。

相比之下，万辰集团则更多依靠收购整合，其先后高效并购整合了好想来、来优品、老婆大人等多个区域龙头，实现了超过 1.5 万家门店的规模。

从整体财务规模来看，鸣鸣很忙目前领先于万辰集团。2024 年鸣鸣很忙 GMV 高达 555 亿元，总收入达 393.4 亿元；同期万辰集团（零食业务）GMV 为 426 亿元，总收入 317.9 亿元，近三年均保持了快速增长。

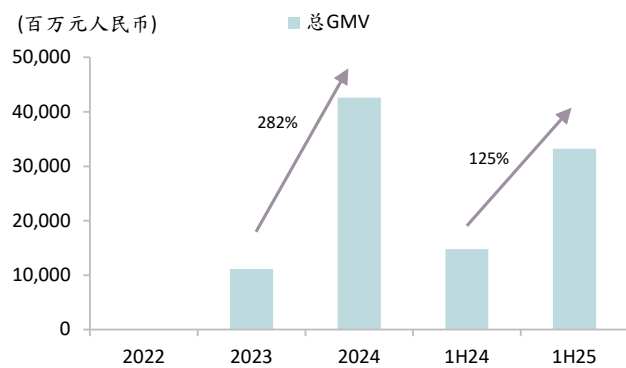
单店层面，鸣鸣很忙集团依托精细化运营，展现出更优的单店产出能力，2024 年其年均单店 GMV 约为 386 万元（月均约 32 万元），高于万辰集团约 300 万元的年均水平（月均约 25 万）；在同等客单价水平下（35 元左右），鸣鸣很忙通过更高的交易频次实现了单店效率的领先。

图表 23: 鸣鸣很忙 2022-9M25 GMV 规模及增速



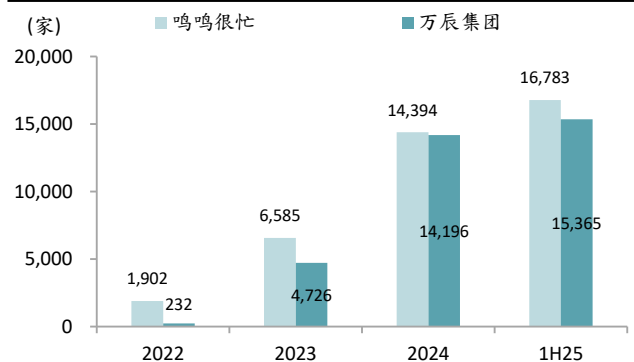
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际

图表 24: 万辰集团 2022-1H25 GMV 规模及增速



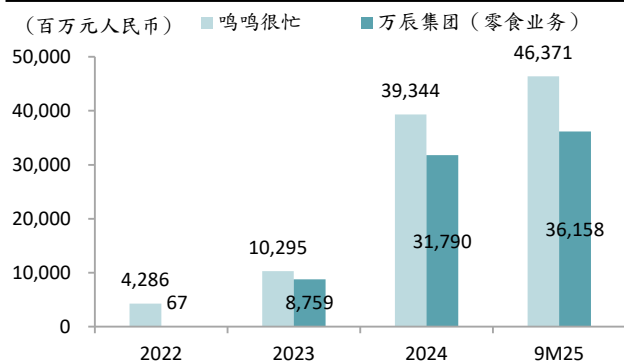
资料来源: 万辰招股书, 公司公告, 交银国际

图表 25: 2022-1H25 门店规模对比



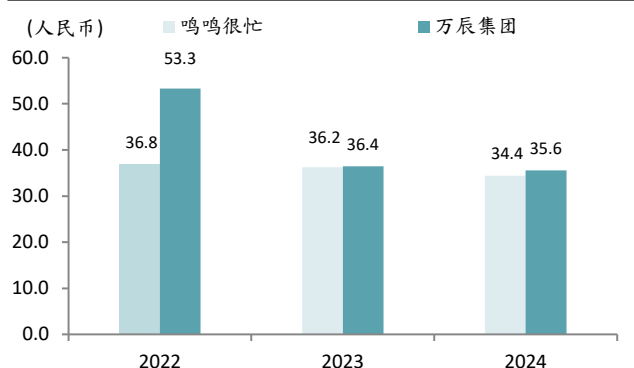
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰招股书, 公司公告, 交银国际

图表 26: 2022-9M25 收入规模对比



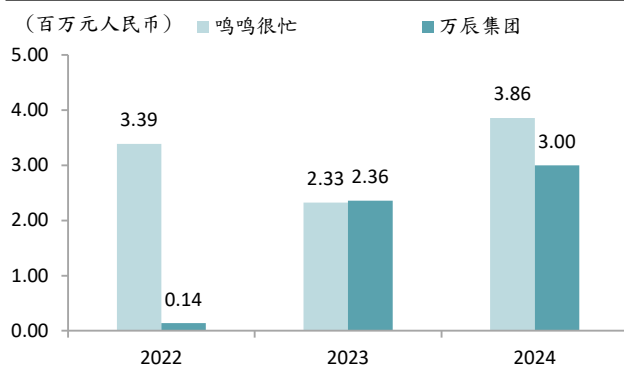
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰招股书, 公司公告, 交银国际

图表 27: 2022-2024 客单价趋势



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰招股书, 公司公告, 交银国际

图表 28: 2022-2024 单店 GMV 趋势



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰招股书, 公司公告, 交银国际

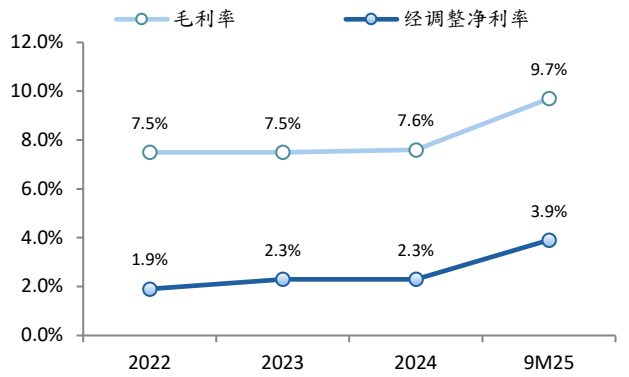
④ 运营效率与盈利能力差异

运营效率是量贩业态的护城河, 鸣鸣很忙在此维度表现出更高的效率。在此维度上, 鸣鸣很忙集团凭借极高的单店标准化程度与精细化管理, 表现出行业领先的周转效率。数据显示, 鸣鸣很忙的库存周转天数仅为 11.6 天 (2024 年), 周转效率明显高于同业, 极大地降低了资金占用成本与库存减值风险。相比之下, 万辰集团的库存周转天数约为 17.7 天 (2024 年), 虽然略逊于鸣鸣很忙, 但在行业内也属于优秀水平。

随着行业竞争从份额争夺转向利润兑现, 两家企业的盈利能力均迎来显著修复, 且展现出高周转模型下的高 ROE 特征。从净利率趋势来看, 万辰集团在完成多品牌整合后, 管理提效显著, 其经调整净利率从 2024 年的 2.5% 提升至 2025 年上半年已达到 4.1%, 毛利率也同步修复至 11.4%, 展现良好的盈利弹性。鸣鸣很忙集团也保持了稳健的盈利能力, 其经调整净利率从 2024 年的 2.3% 进一步提升至 2025 年前三季度的 3.9%, 毛利率稳步增长至 9.7%。

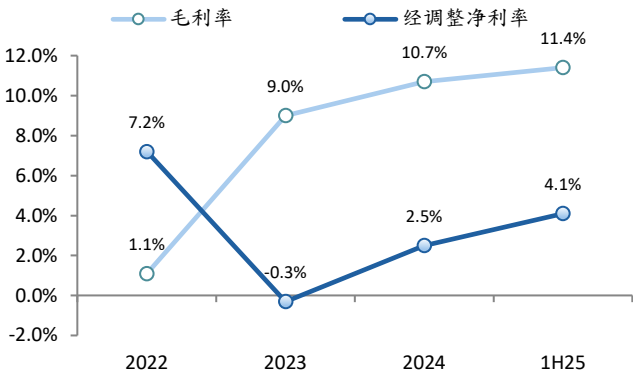
这表明，在万店规模的议价权与运营杠杆作用下，行业正步入利润释放期。量贩模式虽然净利率不高（2024：低个位数），但结合其极高的资产周转率，随着净利率的边际改善，其净资产收益率有望进一步提高。

图表 29: 2022-9M25 鸣鸣很忙利润率趋势



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际

图表 30: 2022-1H25 万辰集团利润率趋势



资料来源: 万辰招股书, 公司公告, 交银国际

④ 现金流与营运资本

得益于独特的商业模式和强势的产业链地位，头部企业展现出了强劲的现金流生成能力。数据显示，万辰集团的运营活动现金流净额呈现爆发式增长，从2022年的1.0亿元激增至2024年的7.8亿元，而到了2025年上半年，其经营现金流达到13.0亿元，这一数字高于其同期的净利润（9.2亿元）。此外，以万辰集团为例，其现金转换周期一直维持在极低甚至为负的水平。在2024年为-1.3天，2025年上半年维持在0.6天的极低水平。企业能够在向供应商支付货款之时，就及时通过门店销售从加盟商处收回现金，极大地降低了对自有资本的依赖。这种资金结构不仅为企业的快速扩张提供了充沛的营运资金，更构建了极高的竞争壁垒。

图表 31: 2022-9M25 鸣鸣很忙现金周转天数

	2022	2023	2024	9M25
存货周转天数	11.5	16.0	11.6	13.4
贸易应收款项周转天数	0.2	1.1	1.0	0.5
贸易应付款项周转天数	7.2	13.8	10.5	9.6
现金周转天数	4.5	3.3	2.1	4.3

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际

图表 32: 2022-1H25 万辰集团现金周转天数

	2022	2023	2024	1H25
存货周转天数	28.8	16.2	17.7	16.9
贸易应收款项周转天数	7.7	0.8	0.3	0.1
贸易应付款项周转天数	59.5	22.9	19.3	16.4
现金周转天数	-22.9	-5.9	-1.3	0.6

资料来源: 万辰招股书, 交银国际

⊕ 全品类升级的探索

面对行业天花板，两家头部企业均将全品类硬折扣超市作为第二增长曲线，但战略上略有不同。万辰集团在业态转型上更为积极，率先测试“省钱超市”模型，通过引入粮油、日化、冻品等高频刚需产品探索新品类，以推高门店端的客单价和单店营收。鸣鸣很忙集团也在探索新品类、新店型，在推进 3.0 门店升级的同时，也注重数字化与自有品牌的深度建设，通过精细化运营挖掘存量门店的单店价值。

图表 33: 鸣鸣很忙与万辰集团关键数据对比

	鸣鸣很忙	万辰集团
门店规模	19,517 家（截至 2025 年 3 季度末）	15,365 家（截至 2025 年上半年末）
GMV 总额	2024/9M25: 555.3 亿元/660.6 亿元	2024/1H25: 426.0 亿元/332.4 亿元
收入	2024/9M25: 393.4 亿元/463.7 亿元	2024/9M25: 313.5 亿元/361.6 亿元（零食业务）
区域布局	华中、华南、西南，下沉市场渗透率高，59%门店位于县城、乡镇	华东、华北市场为主
发展路径	内生增长+战略合并（零食很忙+赵一鸣零食）	外延并购为主，整合多个区域品牌
供应链能力	48 个仓库（截至 2025 年 3 季度末）	64 个仓库（截至 2025 年上半年末）
库存周转天数	2024: 约 11.6 天	2024: 约 17.6 天（零食业务）
毛利率	2024/9M25: 7.6%/9.7%	2024/1H25: 10.7%/11.4%
经调整净利率	2024/9M25: 2.3%/3.9%	2024/1H25: 2.5%/4.1%
未来战略	推进 3.0 门店升级，强化数字化与自有品牌	积极探索新店型，积极拓品类

资料来源: 鸣鸣很忙招股书，公司公告，交银国际整理

估值分析

我们总结了相关休闲零食、连锁零售业态可比公司的估值如下。A 股主要休闲零食品牌公司 2026 年的预测市盈率 (P/E) 约 17-25 倍；港股零售业态的 2026 年的预测市盈率 (P/E) 约 5-23 倍，其中已进入稳定增长期的垂类连锁业态公司的 2026 年平均预测市盈率约在 5-11 倍左右。万辰集团自 2022 年切入量贩零食业务后，其估值发生了显著变化，目前其 2026 年预测市盈率约 22 倍。

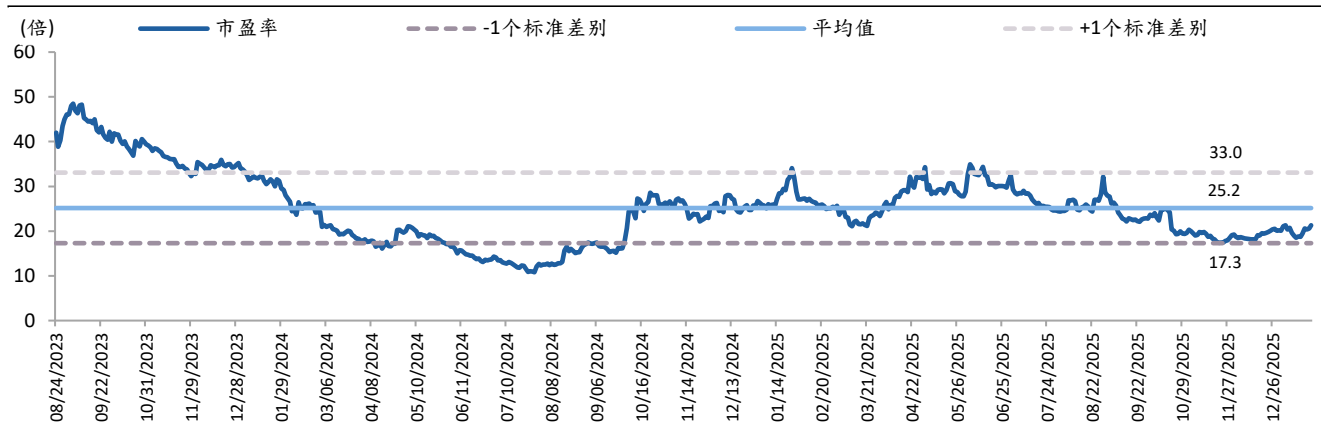
图表 34：同业估值比较

股票代码	股价 货币	收盘价 (1/23)	市值 (USDbn)	Beta	3 个月日均 成交量 *(USDmn)	—每股盈利同比增长—			3 年 CAGR PEG		—市盈率—			股本 回报率		—市净率—		—股息率—		EV/EBITDA				
						25E	26E	27E	24-27E	(x)	(x)	25E	26E	27E	(%)	(%)	25E	26E	25E	26E	(%)	(%)	25E	26E
						(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)		
休闲零食						2.2	25.8	51.5	22.2	21.8	4.1	30.5	19.8	16.2	24.3	25.1	6.6	4.8	1.8	2.7	19.0	12.3		
300972-CH	万辰集团	CNY	219.5	6.0	0.65	59.1	290.1	51.9	24.3	94.6	0.2	32.8	21.6	17.4	63.9	53.7	18.6	10.6	0.5	0.7	12.8	9.3		
002847-CH	盐津铺子	CNY	71.12	2.8	0.63	34.6	25.2	20.4	19.5	21.7	0.9	24.1	20.0	16.7	39.1	38.3	9.0	7.2	2.4	2.8	17.6	14.5		
002991-CH	甘源食品	CNY	62.82	0.8	0.79	9.6	(35.6)	36.8	17.8	1.3	13.7	23.6	17.2	14.6	14.0	17.4	3.3	3.0	3.1	4.1				
002557-CH	洽洽食品	CNY	23.19	1.7	0.78	18.2	(56.7)	83.7	19.2	(1.8)		32.0	17.4	14.6	6.5	11.5	2.1	2.0	2.1	3.8	17.3	9.7		
003000-CH	劲仔食品	CNY	11.75	0.8	0.77	7.4	(17.4)	23.7	17.5	6.3	2.8	21.7	17.6	14.9	15.8	18.0	3.4	3.1	2.0	3.7	14.9	11.2		
300783-CH	三只松鼠	CNY	24.5	1.4	0.71	32.6	(50.6)	92.5	34.9	8.7	2.9	48.6	25.3	18.7	6.6	11.5	3.3	3.0	0.6	1.1	32.4	16.7		
零售/ 连锁业态				6.0			13.1	53.5	24.3	21.4	0.9	25.7	16.6	13.4	22.2	19.5	4.2	3.6	5.2	5.7	11.2	9.9		
2097-HK	蜜雪冰城	HKD	430.4	21.0		27.1	24.8	14.6	14.5	17.9	1.2	25.0	21.8	19.1	30.2	25.4	6.8	5.2	0.7	1.3	17.4	14.5		
9896-HK	名创优品	HKD	38.82	6.2	1.10	21.0	(7.3)	49.4				15.8	17.1	11.4	26.6	21.8	4.0	4.6	2.9	3.1	9.2	10.4		
1364-HK	蜜雪冰城	HKD	29.92	9.1		21.3	51.4	8.2	21.4	25.8	0.9	24.9	23.0	18.9	66.4	50.6	13.0	9.9	3.6	2.0	19.4	17.0		
2517-HK	锅圈食品	HKD	4.41	1.5	0.76	8.0	88.1	23.4	20.5	40.9	0.5	24.9	20.2	16.8	13.2	15.2	3.2	3.0	3.5	4.2	12.5	9.8		
6110-HK	滔搏	HKD	2.86	2.3	1.27	5.3	(1.4)	10.8	13.7	7.5	1.5	12.5	11.3	9.9	13.7	15.2	1.7	1.7	8.1	9.4	6.5	5.6		
6808-HK	高鑫零售	HKD	1.5	1.8	0.87	2.8	(52.5)	300.0	38.2	37.9	0.5	70.5	17.6	12.8	1.0	3.8	0.7	0.7	9.6	10.2	2.4	1.9		
3813-HK	宝胜国际	HKD	0.47	0.3	0.68	0.1	(31.6)	24.6	12.3	(1.4)		6.5	5.2	4.6	4.0	4.3	0.3	0.2	8.3	10.0				

资料来源：各公司资料，彭博一致预测，交银国际 *截至 2026 年 1 月 23 日

*注：3M ADTV 代表 3 个月日均成交量

图表 35：万辰集团历史市盈率 (TTM)



资料来源：彭博，公司资料，交银国际

挑战与风险分析

尽管零食量贩行业展现出强劲的增长势头和清晰的盈利提升路径，但作为仍在快速演进中的新兴业态，其参与者也面临着多方面的挑战与风险。这些挑战主要围绕其商业模式的核心，即极致效率与低毛利，并延伸至运营、管理和战略层面。

④ 盈利性挑战：低毛利模式的脆弱性与规模依赖

尽管零食量贩行业展现出强劲的增长势头，但其商业模式本质上建立在薄利多销之上，具有一定的脆弱性。我们的测算下，该模式通过压缩供应链成本，将门店毛利率压低至 18%-20%，净利率仅为 5%-7%，这意味着盈利高度依赖于高店效和快速周转。

对门店端来说，一旦单店销售额下滑或库存周转放缓，利润空间可能迅速被吞噬。对企业来说，毛利率和净利率也已被控制在较低水平，这种商业模式要求企业必须持续通过规模效应来摊薄仓储、物流及研发等固定成本。

未来，若规模扩张速度放缓，或高毛利产品的结构优化不及预期，公司层面的盈利释放将面临边际压力，甚至可能陷入增收不增利的困境。

④ 运营与管理挑战：万店规模下的标准化与同质化考验

随着门店网络突破万家大关，管理半径的扩大对标准化运营提出了更大考验。压力一方面来自于同质化竞争，目前企业尚未大规模介入上游产品研发，因此门店间产品类似，容易陷入价格战。尽管头部企业试图通过自有品牌寻求差异化，但建立消费者心智仍需时间。另一方面的压力来自于庞大加盟体系的管理风险，在食品安全、运营标准执行及加盟商留存等方面风险仍存。

此外，供应链与库存管理也面临挑战，高效的“T+1”配送依赖于精准的需求预测，面对超数千个 SKU 及极快的上新频率，一旦预测失误，有可能发生畅销品缺货或滞销品积压等事件，引发存货减值风险。

④ 市场与战略风险：新旧动能转换中的不确定性

当未来行业进入精耕细作的发展阶段，将面临新的竞争维度。一方面，区域市场饱和和风险日益凸显，在高密度市场的继续加密可能导致同店分流，如何在市场渗透与单店健康之间取得平衡成为挑战。另一方面，新业态探索的不确定性仍存。头部企业正积极转型，引入冻品等高损耗品类。这将对冷链物流的管理提出更高要求，或因管理复杂度提高而拖累整体效率。若无法有效控制新增品类的物流成本与损耗，新模式可能反而成为盈利拖累。

此外，宏观消费环境的变化及其他渠道（如传统商超、电商）的竞争，也为行业前景增添了变数。

附录：行业发展脉络

中国零食行业渠道变迁

回顾中国零食零售的发展历程，每一次渠道的变革，本质上都是供应链效率的提升。

- ④ 早期的供销社时代（1950 年代至 1970 年代），渠道分散且效率低下，核心任务只是解决物资“有无”的问题。
- ④ 随着改革开放，本土零售业开始发展、后期沃尔玛等大卖场进入中国，开启了 KA 商超时代（1970 年代至 2000 年代）。这一时期引入了现代化的条码技术与品类管理，显著提升了效率，但也让渠道掌握了较强的话语权，渠道成本居高不下，终端价格因此偏高。
- ④ 进入 2000 年后，淘宝、京东等电商平台的崛起带来了电商与垂直专卖店时代（2000 年代至 2010 年代）。良品铺子、三只松鼠等品牌借助 OEM 模式与互联网流量红利迅速建立了品牌心智，但随着流量成本的不断走高，电商原本的轻资产优势逐渐被削弱。
- ④ 2010 年至今，以零食很忙、好想来为代表的硬折扣量贩时代登场，竞争逻辑转向总成本领先战略。通过极低加价率形成终端价格优势，产业链的价值分配被深度重塑，供应链效率也因此达到历史新高。

图表 36: 中国零食行业发展历程

时期	萌芽期（1949年-1978年）	改革期（1978年-2000年）	洗牌期（2000年-2012年）	提质期（2012年-现在）
阶段特征	新中国成立之初，百废待兴，经济发展面临严峻挑战，资源匮乏，食品供应难以满足基本生活需求。零食领域品类有限主要是传统糕点、花生瓜子等，未形成规模化生产，产业尚处萌芽阶段。	随着改革开放推进与对外开放格局形成，方便面、薯片、饼干等工业化零食涌入市场。同时，可口可乐、乐事等国外品牌开始进入中国，给国内消费者带来新饮食体验，推动本土零食行业变革发展。	此期间国民经济稳健增长、消费持续升级，零食行业迎来黄金发展期。一批极具竞争力的国产品牌涌现，凭借精准的市场洞察、创新理念和高效营销，迅速抢占市场，成为推动行业发展的中坚力量。	随着市场逐步成熟，健康化、场景化和数字化成为推动行业创新发展的核心驱动力，消费者偏好日益复杂多元化。健康零食、功能性零食以及高性价比零食备受关注。新零售和零售品牌不断涌现，零食量贩业态开始兴起，为行业带来新的发展动力。
主流渠道	• 国营商店 • 农村合作社销售 • 家庭自制和邻里交易	• 大型连锁超市 • 本土连锁超市 • 便利店	• 线下渠道稳步扩张 • 线上渠道兴起	• 线上线下模式融合创新 • 零食量贩店兴起

资料来源: 勤策消费研究, 交银国际

零食量贩业态发展历程

商业模式摸索期（2010-2020 年）：这一阶段涌现出不少区域性品牌，但尚未实现全国化扩张。浙江的“老婆大人”（2010 年成立）、江苏的“好想来”（2011 年成立）、江西的“赵一鸣零食”（2015 年成立）、湖南的“零食很忙”（2017 年成立）等品牌相继出现，经营模式以散装产品销售为主，管理方式相对粗放，门店仍处于探索阶段，运营范围主要局限在当地省份，缺乏强有力的供应链支持。

商业模式革新期（2021-2022 年）：行业迎来高速成长的转折点。核心突破在于供应链数字化和门店标准化。在需求端，消费者对高性价比零食的即时性需求不断上升，成为行业扩张的重要推动力。在供需两端的共振下，行业龙头开始从区域走向全国，头部公司采取针对加盟商的补贴策略加速省外覆盖。

全国化扩张与整合期（2023 年至今）：行业进入全国化扩张与整合期，格局开始发生变化。头部品牌通过大规模并购迅速提升市场集中度，逐渐形成“南很忙、北万辰”的“双强”格局。标志性事件包括“零食很忙”与“赵一鸣零食”的合并，以及万辰集团对多个区域品牌的收购整合。这些举措不仅推动了行业集中度的提升，也推动零食量贩渠道逐渐成为零食销售的重要渠道。

图表 37: 中国零食量贩行业主要并购事件

时间	参与者	关键事件
2022 年 11 月 - 2023 年 4 月	万辰集团	通过设立合资公司（南京万好、万优、万昌），先后整合“好想来”、“来优品”、“叮嘀叮”等品牌，确立量贩零食业务版图
2023 年 8 月	零食很忙	战略投资“恰货铺子”，通过供应链赋能实现业务协同
2023 年 9 月	万辰集团	收购浙江知名量贩品牌“老婆大人”，进一步巩固华东市场份额；将旗下“好想来”、“来优品”等四大品牌统一合并为“好想来”，集中资源打造全国性品牌
2023 年 11 月	零食很忙 / 赵一鸣零食	零食很忙 / 赵一鸣零食两大行业巨头宣布战略合并，合并后保留各自品牌独立运营
2024 年 6 月	鸣鸣很忙	零食很忙与赵一鸣合并后集团正式更名“鸣鸣很忙”，全国门店总数突破 10,000 家
2024 年 10 月	万辰集团	旗下“好想来”品牌全国门店数量突破 10,000 家，量贩零食行业正式进入“双万店”时代
2024 年 10 月	三只松鼠	宣布拟收购“爱零食”、“爱折扣”等，意图切入线下量贩赛道
2025 年 6 月	爱零食 / 零食优选	与三只松鼠终止收购谈判；随即与“零食优选”达成深度战略合作

资料来源: 交银国际整理

2026 年 1 月 28 日

消费行业

图表 38: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	217.60	401.60	84.6%	2025 年 10 月 22 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	7.69	9.00	17.0%	2026 年 01 月 12 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	25.72	35.90	39.6%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	31.72	39.00	23.0%	2025 年 11 月 19 日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	26.68	34.50	29.3%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	15.46	21.51	39.2%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.97	12.30	54.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.83	4.00	4.4%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	23.33	13.40	-42.6%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	14.70	10.40	-29.3%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	61.30	84.00	37.0%	2025 年 08 月 28 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	25.64	36.60	42.7%	2025 年 09 月 01 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	76.35	96.20	26.0%	2025 年 09 月 01 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	39.07	52.96	35.5%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	27.36	22.64	-17.3%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.21	2.32	5.0%	2025 年 10 月 16 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	37.20	48.70	30.9%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	76.35	108.70	42.4%	2026 年 01 月 21 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	20.40	19.50	-4.4%	2026 年 01 月 16 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.48	0.74	55.8%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.75	2.98	8.3%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测 截至 2026 年 1 月 26 日收盘价

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026 年 1 月 28 日

消费行业

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司及爱芯元智半导体股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。