下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

商贸零售行业深度报告

量贩零食系列深度（一）：从日本折扣零售看中国量贩零食龙头成长路径

增持（维持）

2026 年 10 月 21 日

证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 郗越
执业证书：S0600524080008
xiy@dwzq.com.cn
证券分析师 杜玥莹
执业证书：S0600526040001
duyy@dwzq.com.cn

投资要点

- **日本经验表明，低增长环境下消费理性化推动折扣零售兴起，性价比需求由阶段性选择转变为长期消费趋势。**20 世纪 90 年代初，日本泡沫经济破裂后，1991-2000 年平均增速仅 1.4%。随着经济增长中枢下移，居民消费逐步由品牌溢价和消费升级转向价格与价值匹配，日本家庭消费水平指数于 1992 年达到 108.8 高点后持续回落。在消费增长放缓背景下，折扣零售凭借低价、高效率和丰富商品供给快速发展，成为日本零售体系重要组成部分。

- **日本折扣零售形成两类典型模式：唐吉诃德依靠机会型采购实现非标准化商品变现，神户物产通过供应链重构实现持续低价。**日本折扣业态发展过程中，供给端商品迭代加速，为折扣渠道提供充足货源。FY1983-FY2000，日本便利店门店数由 6,308 家增长至 38,274 家；1993-1997 年食品新品上市数量由 1,992 个增加至 3,758 个，商品快速迭代推动尾货、过季品及阶段性库存增加。唐吉诃德通过灵活采购、门店放权和“寻宝式”体验，将非标准化货源转化为竞争优势；神户物产则依靠自有工厂、全球采购和制贩一体降低成本，FY2018-FY2025 业务超市门店数由 813 家增长至 1,122 家，PB 商品占比由 30.0%提升至 34.2%，销售额由 2,672 亿日元增长至 5,517 亿日元。两类模式最终均从货源红利走向供应链和组织效率竞争。

- **中国量贩零食具备类似日本折扣零售发展的需求基础，但依托成熟制造体系形成差异化路径。**在需求端，消费者更加关注质价比；在供给端，中国拥有全球领先的食品制造体系，大量白牌、代工厂及品牌厂商提供稳定低价供给。疫情期间，盐津铺子、劲仔食品及有友食品等代表性零食企业平均库销比由 2019 年的 18.3%提升至 2020 年的 23.2%，2022—2023 年仍维持 20%以上，行业库存压力推动厂商积极拓展量贩渠道。量贩零食通过厂商直采、规模采购、定制商品和中心仓配送压缩传统流通环节。

- **日本折扣零售发展路径验证低价业态长期空间，测算显示中国量贩零食仍处于全国渗透阶段。**日本经验显示，折扣零售的发展不仅来自消费环境变化，更依赖渠道结构演变和规模化复制。中国量贩零食自 2017 年以来经历区域验证、全国扩张和行业整合三个阶段，2024 年以来行业集中度快速提升。截至 2025 年底主要量贩零食品牌门店约 4.46 万家，其中鸣鸣很忙、万辰集团 2025 年门店数分别达到 2.19 万家和 1.83 万家，行业 CR2 按 GMV 计算约 75.5%。我们以各省常住人口及成熟市场门店密度为基础，结合人口密度、地区 GDP、人均 GDP 及人均食品烟酒消费支出进行区域修正，中长期门店空间约 8.5-11.2 万家，随着双龙头继续扩张，全国门店数量仍具备较为可观的提升空间；进一步结合行业规模及单店模型测算，远期门店理论容量约 10.3 万-10.6 万家。

- **投资建议：**我们认为，日本折扣零售发展经验为理解中国量贩零食成长路径提供重要参考，唐吉诃德和神户物产均经历由单点低价优势向体系化能力升级的过程。中国量贩零食行业亦正在从早期“跑马圈地”进入效率竞争阶段，未来竞争重点将由门店数量转向采购规模、仓配效率、商品开发和加盟管理能力，关注中国量贩零食龙头全国化扩张及效率提升机会，重点推荐鸣鸣很忙、万辰集团。

- **风险提示：**消费需求及店效不及预期,行业竞争加剧,跨区域扩张及加盟管理不及预期,食品安全及供应链管理风险。

行业走势



相关研究

《节日数据稳步增长，错峰长线游与县域消费活跃》

2026-10-19

《保险新规引导红利属性更受重视，黄金珠宝行业配置价值提升》

2026-08-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 日本折扣零售：经济承压催生性价比业态 4
1.1. 经济增长换挡下，消费重归理性 4
1.2. 连锁扩张与商品迭代提速，尾货供给持续增加 4
1.3. 渠道结构切换，成熟商业网络支撑折扣业态扩张 5
2. 低价供给的两条实现路径：尾货消化与效率重构 6
2.1 唐吉诃德：非标准化货源与个店经营能力 6
2.1.1 由单店折扣起家，借力经济低迷逆势扩张，并购整合打开成长空间 6
2.1.2 经验模式：门店放权盘活尾货，寻宝体验提升转化 8
2.2 神户物产：供应链重构与持续性低价 8
2.2.1 食品折扣起家，借力 FC 模式加速扩张，纵向一体化夯实低价优势 8
2.2.2 经验模式：纵向一体化重构效率，支撑食品长期低价 10
2.3 日本经验总结：从货源红利走向效率竞争 10
3. 中国量贩零食：相似需求基础下的差异化扩张路径 11
3.1 收入增速中枢下移，消费信心承压，性价比需求强化 11
3.2 制造供给持续扩容，渠道层级加速压缩，稳定低价能力形成 12
3.3 电商分流计划性需求，线下渠道向近场化迁移，即时体验价值凸显 14
3.4 中日对比：需求环境趋同，供给渠道有别，扩张路径分化 14
4. 中国量贩零食的发展脉络与未来展望：从区域探索到全国扩张 15
4.1 商业模式逐步成熟，行业由区域探索走向全国整合 15
4.2 市场空间测算：成熟区域验证全国扩张潜力 17
4.2.1 全国门店空间仍有扩容余地，成熟市场密度外推下中性空间约 9.8 万家 17
4.2.2 GMV 口径交叉验证：行业容量可支撑约 10.3—10.6 万家门店 19
4.3 重点公司：双龙头基本面持续改善，竞争优势各有侧重 20
5. 投资建议 23
6. 风险提示 23

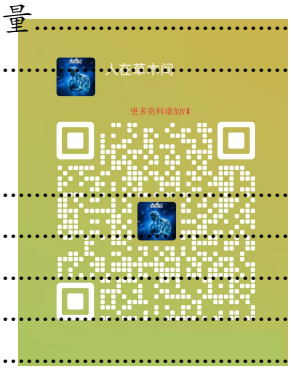
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 1981-2000 年日本与全球实际 GDP 增速对比 4
图 2: 1981–2015 年日本家庭消费水平变化趋势 4
图 3: FY1983-FY2000 日本便利店门店及销售规模快速扩张 5
图 4: 日本食品行业新品上市数量变化趋势 5
图 5: 1983—2000 年日本百货店、超级市场与便利店零售额变化 6
图 6: FY1989—FY2012 年唐吉诃德门店数量变化 7
图 7: FY2004—FY2012 年唐吉诃德销售额及营业利润变化 7
图 8: FY2021—FY2025 年 PPIH 海外分区域销售额及门店数变化 7
图 9: 唐吉诃德倒金字塔式现场授权管理体系 8
图 10: 唐吉诃德“商品轴×门店轴”矩阵化组织架构 8
图 11: FY2012—FY2017 年神户物产销售额及业务超市门店数 9
图 12: FY2013—FY2017 年业务超市事业销售额及营业利润 9
图 13: FY2018—FY2025 年业务超市门店数及 PB 商品占比 9
图 14: FY2018—FY2025 年神户物产销售额及营业利润 9
图 15: 神户物产官网全流程自营体系图 10
图 16: 神户物产制贩一体的业务系统图 10
图 17: 2014-2025 年我国人均收入水平中位数增速 12
图 18: 2019-2025 年我国消费者信心指数变化 12
图 19: 2019—2024 年代表性零食制造企业库销比 13
图 20: 2021—2025 年全国重点城市百街商铺平均租金 13
图 21: 传统渠道与量贩渠道供应链对比图 13
图 22: 2020—2024 年我国网络购物用户规模及使用率 14
图 23: 2024 年我国不同零售业态零售额同比增速 14
图 24: 我国量贩零食行业发展时间轴和公司矩阵 16
图 25: 2023—2025 年两大量贩零食龙头 GMV 和门店数量变化 17
图 26: 2023—2025 年中国量贩零食行业 CR2 变化（按 GMV 计） 17
图 27: 2019-2029 年休闲食品饮料零售市场规模及专卖店渠道占比 20
图 28: 2025—2030E 中国量贩零食饮料市场规模及渗透率变化 20
图 29: 2023—2025 年万辰集团门店规模及单店经营表现 21
图 30: 2023—2025 年万辰集团盈利能力 21
图 31: 2022—2025 年鸣鸣很忙门店数量及单店日均订单量 22
图 32: 2022—2025 年鸣鸣很忙盈利表现 22

表 1: 日本折扣零售两类代表模式对比 11
表 2: 中日折扣零售需求环境与扩张路径对比 15
表 3: 主要量贩零食品牌全国门店空间测算 18
表 4: 量贩零食 2029 年单店 GMV 及全国门店空间测算 20
表 5: 鸣鸣很忙与万辰集团经营特征对比 22



下载日志已记录，仅供内部参考

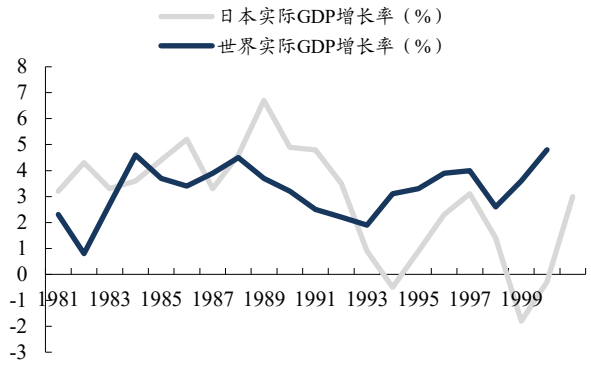
1. 日本折扣零售：经济承压催生性价比业态

1.1. 经济增长换挡下，消费重归理性

泡沫破裂后，经济增长中枢快速下移。20 世纪 90 年代初，日本经济由盛转衰，实际 GDP 增速由 1990 年的 4.89%降至 1993 年的-0.52%，1991—2000 年平均增速仅 1.4%。经济由高速增长转入长期低增长，居民收入增速随之放缓，对未来收入增长的预期趋于谨慎。消费并未简单收缩，而是更加重视预算约束和商品实际价值，消费决策由追求品牌溢价和单纯升级，逐步转向对价格、品质与实用性的综合权衡，性价比的重要性明显提升。

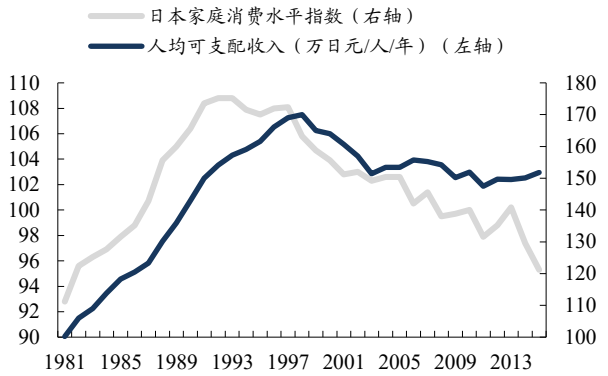
消费先于收入见顶，零售市场逐步转入存量竞争。日本家庭消费水平指数于 1992 年达到 108.8 的峰值，人均可支配收入则于 1998 年达到 170 万日元/人的高点，此后二者整体呈下降趋势。消费较收入更早见顶，反映居民支出意愿对经济及收入预期变化更为敏感；随着收入增长中枢进一步下移，居民消费决策持续趋于谨慎。消费需求增长放缓背景下，零售行业依靠市场扩容实现增长的难度加大，企业竞争逐步转向存量需求的承接，低价供给与运营效率的重要性随之提升。

图1：1981-2000 年日本与全球实际 GDP 增速对比



数据来源：IMF，东吴证券研究所

图2：1981–2015 年日本家庭消费水平变化趋势



注：消费水平指数为二人以上家庭口径；人均可支配收入根据二人以上勤劳者家庭每户可支配收入及平均家庭人数计算。

数据来源：日本总务省统计局，东吴证券研究所

1.2. 连锁扩张与商品迭代提速，尾货供给持续增加

便利店扩张强化新品测试功能，尾货供给随之增加。FY1983—FY2000，日本便利店门店数由 6,308 家增至 38,274 家，销售额由 0.61 万亿日元增至 6.99 万亿日元，单店年均销售额由 0.97 亿日元提升至 1.83 亿日元。随着门店网络加密和销售规模扩大，便

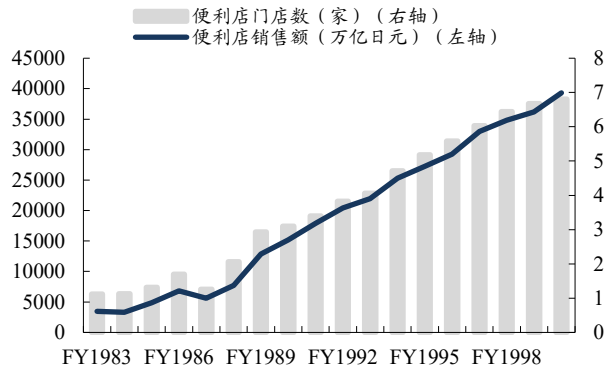
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

利店逐步成为食品企业投放新品、测试市场反应的重要终端，品牌商可根据短期动销表现快速调整商品组合。便利店本身并非折扣业态，但其高频上新和快速淘汰机制，使部分商品加速退出主流渠道，为折扣零售承接低价货源创造条件。

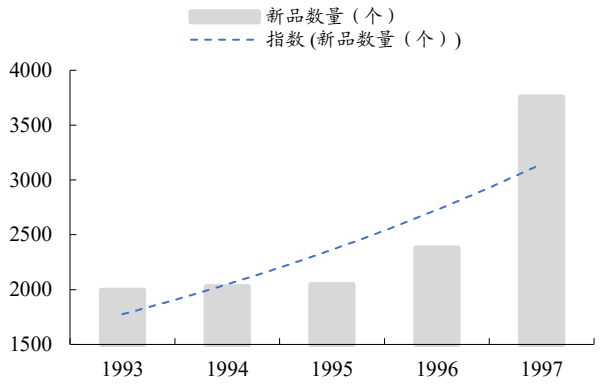
新品供给扩张叠加货架约束，商品淘汰节奏进一步加快。1993—1997 年，日本食品新品上市数量由 1,992 个增至 3,758 个，推出新品的企业由 366 家增至 477 家，单家企业平均新品数由 5.4 个升至 7.9 个；同期便利店年度商品更替率约 70%。在新品数量持续增加、终端货架容量相对有限的背景下，便利店需频繁调整陈列以维持商品新鲜度和货架效率，动销不及预期的商品因而更快下架。由此形成的临期品、改版品、测试失败品及阶段性过剩库存，需要通过主流零售体系之外的渠道加快处置，为唐吉诃德等软折扣零售商开展机会型采购提供货源基础。

图3：FY1983-FY2000 日本便利店门店及销售规模快速扩张



数据来源：日本特许经营连锁协会（JFA），东吴证券研究所

图4：日本食品行业新品上市数量变化趋势



数据来源：日本公平交易委员会，东吴证券研究所

1.3. 渠道结构切换，成熟商业网络支撑折扣业态扩张

渠道结构由百货向商超迁移，高频低价消费场景逐步成熟。1983—2000 年，日本百货店销售额由 7.31 万亿日元增至 10.01 万亿日元，但在 1991 年达到 12.09 万亿日元后持续回落；同期，超级市场销售额由 6.84 万亿日元增至 12.62 万亿日元，并于 20 世纪 90 年代中期超过百货店。百货渠道增长承压，而超级市场凭借更高的消费频次和更具竞争力的价格，持续承接居民日常消费需求，日本零售渠道逐步由高客单、低频业态向日常化、高频化业态迁移。

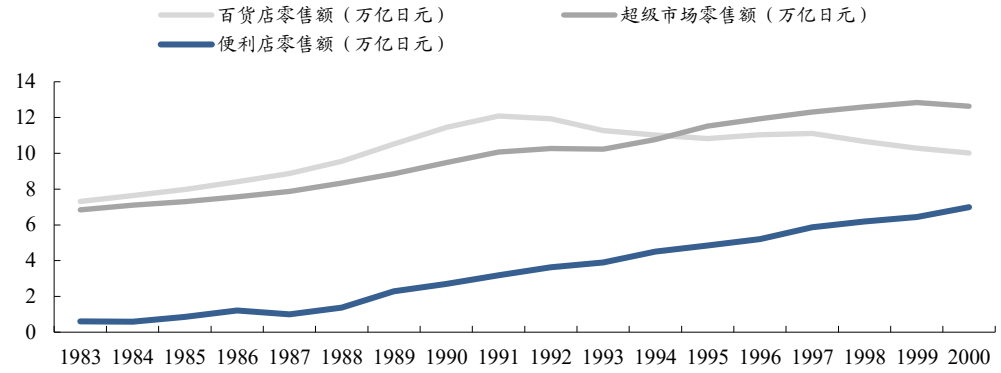
便利店等近场业态同步扩张，零售竞争更加注重价格、便利与商品丰富度。FY1983—FY2000，日本便利店销售额由 0.61 万亿日元增至 6.99 万亿日元，小额、高频、便利的消费场景加速普及。超级市场与便利店持续渗透，推动日本零售渠道向高频、高

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

周转方向演进，为低价商品触达消费者提供成熟的商业网络。尾货供给增加叠加高频渠道扩张，为折扣零售发展创造条件；不同商品的供给特征进一步形成两类低价路径：唐吉诃德通过机会型采购承接非标准化货源，神户物产则依靠自有商品与产销一体化压缩标准化食品成本。

图5：1983—2000 年日本百货店、超级市场与便利店零售额变化



注：百货店及超级市场为自然年口径，便利店为日本特许经营协会财年口径（当年 4 月至次年 3 月）。

数据来源：日本经济产业省，日本特许经营协会，东吴证券研究所

2. 低价供给的两条实现路径：尾货消化与效率重构

2.1 唐吉诃德：非标准化货源与个店经营能力

2.1.1 由单店折扣起家，借力经济低迷逆势扩张，并购整合打开成长空间

阶段 1：单店验证（1978—2001 年）——机会型货源切入，软折扣模式初步跑通。1978 年，安田隆夫创办“泥棒市场”，以尾货及非标准化商品起家；1989 年首家唐吉诃德开业，逐步形成“低价、便利、娱乐”相结合的经营定位。泡沫经济破裂后，居民低价需求与企业库存处置需求同步上升，公司加快区域复制，门店数由 FY1989 的 1 家增至 FY2001 的 33 家，并于 1996—2000 年完成由场外交易至东京证券交易所主板上市，软折扣模式得到初步验证。

阶段 2：全国复制（2002—2012 年）——并购补齐稳定供给，推动软折扣规模化扩张。公司在延续机会型商品低价引流的基础上，逐步补强常规货盘与供应链能力。2007 年收购 Doit 与长崎屋，随后推出 MEGA Don Quijote 及自有品牌“情热价格”，经营范围由个性化折扣门店延伸至家庭型大店和标准化商品供给。FY2002—FY2012，公司门店数由 53 家增至 242 家；同期经营规模持续扩大，销售额于 FY2012 达到 5,403 亿日元，

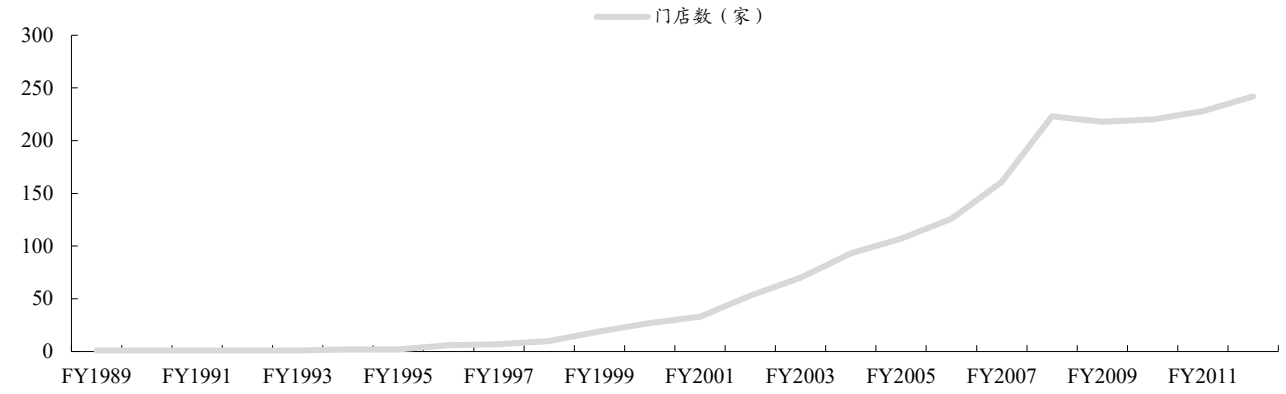
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

软折扣模式由区域经营走向全国复制。

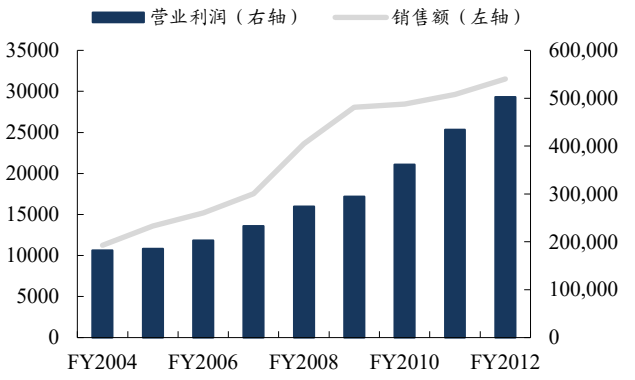
阶段 3：海外扩张（2013 年至今）——多业态协同发展，向泛太平洋输出经营体系。2013 年，公司设立海外业务平台并收购 MARUKAI；2017 年首家 DON DON DONKI 在新加坡开业，此后通过 UNY 门店改造、海外并购及亚洲开店持续拓展业态与区域边界。2019 年集团更名为 PPIH，FY2024 销售额突破 2 万亿日元；FY2021—FY2025 海外门店数由 84 家增至 124 家，亚洲及北美销售额合计由 1,699 亿日元增至 3,519 亿日元，增长动力逐步由日本国内复制延伸至海外本地化运营。

图6：FY1989—FY2012 年唐吉诃德门店数量变化



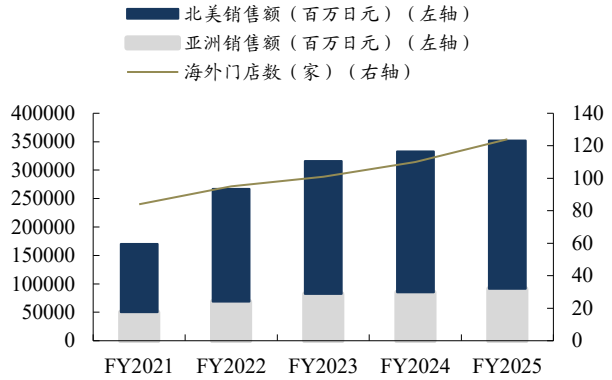
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图7：FY2004—FY2012 年唐吉诃德销售额及营业利润变化



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图8：FY2021—FY2025 年 PPIH 海外分区域销售额及门店数变化



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

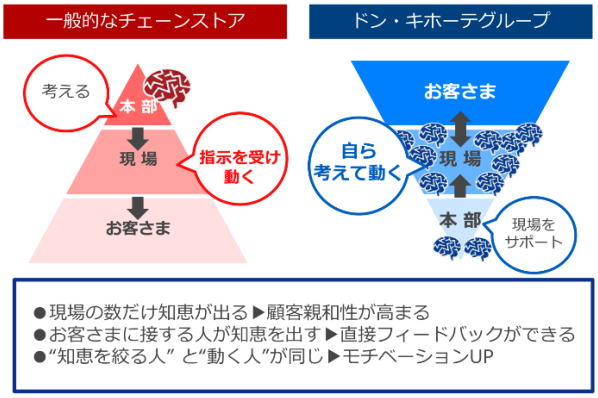
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1.2 经验模式：门店放权盘活尾货，寻宝体验提升转化

低增长叠加高频推新，持续放大尾货处置需求。作为典型软折扣业态，唐吉诃德并未从生产端重构商品成本，而是依托灵活采购、门店经营与组织管理，提高非标准化商品的变现效率。1）**门店充分放权，提升尾货消化效率。**公司坚持“现场第一主义”，将约30%商品的采购及定价权下放至门店，由店长结合商圈和客群特征自主调整货盘、价格与陈列，并通过与门店业绩挂钩的考核机制，形成“放权—激励—反馈”的经营闭环。2）**打造“寻宝式”体验，将货源不稳定转化为消费吸引力。**公司通过海量商品、密集陈列、手绘 POP 及持续变化的机会型货盘构建“CV+D+A”模式，将尾货的非标准化与不确定性转化为购物乐趣，提升消费者停留时间与非计划性购买。3）**优化货盘结构，增强经营稳定性。**公司约 30%商品为尾货、过季品及阶段性过剩库存，主要承担低价引流和差异化功能；其余约 70%为常规折扣商品，稳定销售与利润贡献，降低门店经营对机会型货源波动的依赖。4）**矩阵管理兼顾规模效率与门店灵活性。**公司采用“商品轴×门店轴”的组织架构，总部负责供应链整合、自有品牌开发及整体经营策略，门店保留本地采购、定价与陈列权限，将依赖个店经验的尾货经营能力逐步沉淀为可跨区域复制的组织能力。

图9：唐吉诃德倒金字塔式现场授权管理体系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图10：唐吉诃德“商品轴×门店轴”矩阵化组织架构

	2015年10月	2017年4月
対象	商品軸の改革	店舗軸の改革
概要	7事業部体制 ▼ 3カテゴリー160中分類体制	18支社体制 ▼ 6営業本部52支社体制
ねらい	●個店主義の追求 ●時代対応のスピードアップ ●狭くて深いMD開発 ●スケールメリットとスモールメリットの両立	●個店主義の追求 ●次世代経営陣の育成 ●組織固定化の回避 ●若い幹部候補のモチベーションUP

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2 神户物产：供应链重构与持续性低价

2.2.1 食品折扣起家，借力 FC 模式加速扩张，纵向一体化夯实低价优势

阶段 1：供应链探索（1981—1999 年）——地方零售起步，经营环节逐步向上游制造延伸。1981 年，沼田昭二在兵库县开设食品超市“Fresh Ishimori”，此后逐步增设区域门店；1992 年，公司在中国辽宁设立首座集团自有工厂，开始直接参与食品生产。公司早期以地方食品零售为基本盘，并逐步向上游制造延伸，为后续构建低价供应链奠定基础。

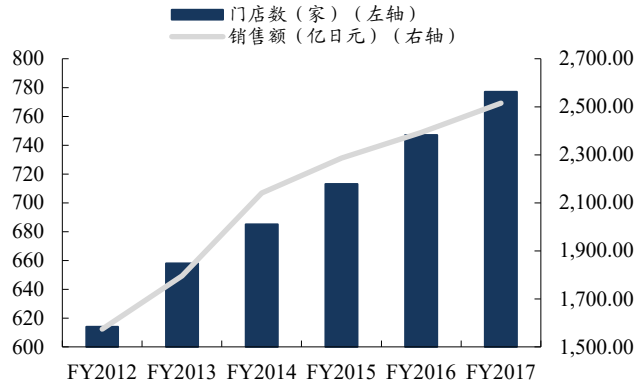
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段 2：全国复制（2000—2012 年）——FC 扩店与供应链建设并行，转型全国性食品折扣连锁。2000 年首家业务超市 FC 店开业，此后公司启动区域加盟并进入关东市场，门店网络逐步向全国延伸。同期，公司通过设立商品开发平台、自有工厂和物流中心，持续补强生产、进口与配送能力。至 FY2012，业务超市门店数增至 614 家，公司销售额达到 1,574 亿日元，FC 扩店与供应链建设共同推动公司由地方食品超市走向全国复制。

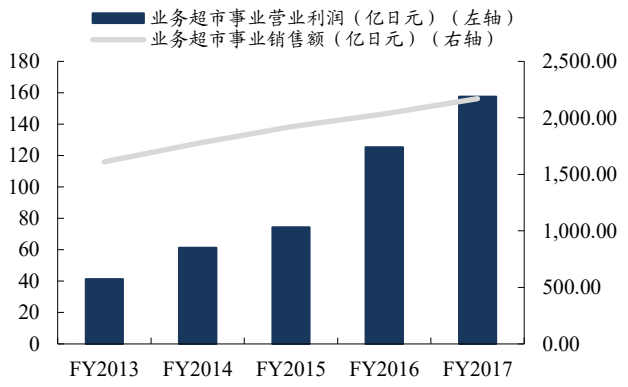
阶段 3：规模提效（2013 年至今）——PB 建设与上游扩产协同，持续放大规模效应。2013 年后，公司继续通过新设及并购食品企业扩充乳制品、面食和肉制品等产能，并加强北海道、九州等区域经营。FY2018—FY2025，业务超市门店数由 813 家增至 1,122 家，PB 商品占比由 30.0%提升至 34.2%；同期公司销售额由 2,672 亿日元增至 5,517 亿日元，营业利润由 157 亿日元增至 399 亿日元。全国扩店带动采购与生产规模扩大，PB 强化和上游产能建设则进一步提升成本控制与流通效率。

图11：FY2012—FY2017 年神户物产销售额及业务超市门店数



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图12：FY2013—FY2017 年业务超市事业销售额及营业利润



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图13：FY2018—FY2025 年业务超市门店数及 PB 商品占比

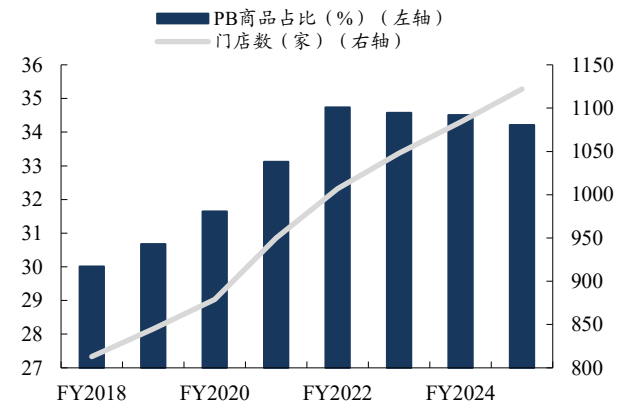
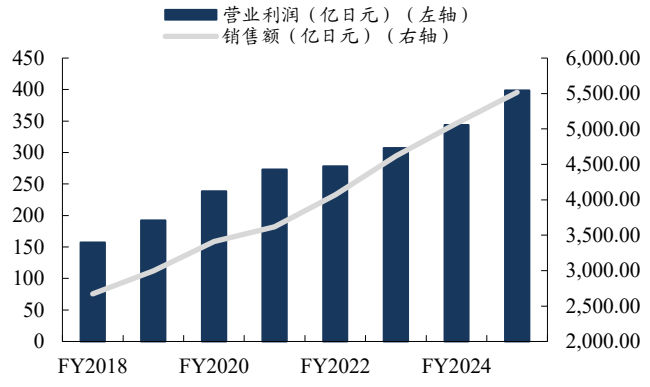


图14：FY2018—FY2025 年神户物产销售额及营业利润



请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

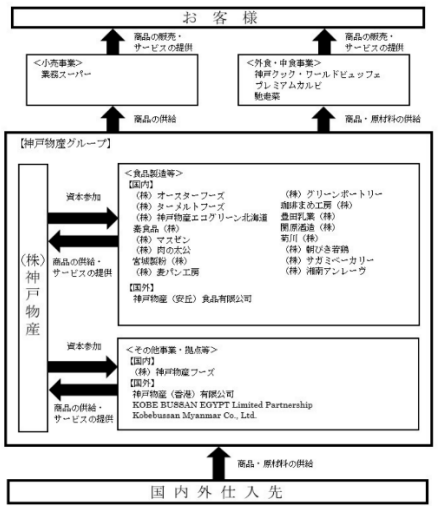
2.2.2 经验模式：纵向一体化重构效率，支撑食品长期低价

食品消费高频、需求稳定，推动硬折扣由获取偶发低价货源转向持续压缩全链路成本。作为典型硬折扣业态，神户物产不依赖尾货折价，而是将降本环节前移至生产和采购端，通过供应链一体化持续重构商品成本。1）**向上游制造延伸，从源头掌握商品成本。**公司依托 28 个日本国内食品加工基地自主生产和开发 PB 商品，将商品研发、生产加工与终端需求相衔接，减少对外部品牌商及加工环节的依赖，从生产端压缩商品成本。2）**推进全球直采，减少中间流通环节。**公司直接连接约 600 家海外合作厂商，绕过进口商、批发商等传统中间渠道，并通过集中采购和规模进口降低采购及流通成本。3）**标准化货盘与低成本运营配合，强化持续低价能力。**业务超市以大包装食品和 PB 商品构建差异化货盘，采用 EDLP 定价，减少频繁促销和广告投入；同时通过简化陈列、专用货架及库存管理，持续压缩门店运营成本。4）**FC 扩店放大供应链规模效应，推动效率全国复制。**公司以加盟模式降低扩张所需资本投入，快速扩大门店网络，并带动生产、采购和进口规模增长，形成“门店扩张—规模采购—成本下降—低价引流”的经营闭环。

图15：神户物产官网全流程自营体系图



图16：神户物产制贩一体的业务系统图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.3 日本经验总结：从货源红利走向效率竞争

1）**低增长与消费谨慎构成折扣零售兴起的需求基础。**日本泡沫经济破裂后，收入与消费增长中枢下移，零售市场由增量扩张转向存量竞争。居民价格敏感度提升，低价逐步由阶段性促销手段转变为长期消费诉求。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2）**渠道扩张与高频推新放大供给错配，催生软折扣模式。**便利店、超市等渠道持续扩张，商品迭代加快，尾货及阶段性过剩库存增加。唐吉诃德通过灵活采购和个店经营承接非标准化货源，将供给不稳定转化为低价与“寻宝式”体验。

3）**高频刚需强调稳定供给，推动硬折扣向上游重构成本。**食品消费频次高、需求稳定，对供应连续性要求更高。神户物产通过自主生产、全球直采和减少中间环节，将降本前移至生产与采购端，以标准化供给支撑长期低价。

4）**货源红利决定起步，体系效率决定长期复制。**随着门店网络扩大，单纯依赖尾货或低价货源难以支撑稳定扩张。唐吉诃德补齐常规商品与 PB，神户物产以 FC 扩店放大生产和采购规模，两类模式最终均由货源优势转向商品开发、供应链整合与组织复制能力。

表1：日本折扣零售两类代表模式对比

对比维度	软折扣：唐吉诃德	硬折扣：神户物产
低价来源	尾货、过季品及机会型采购	自主生产、全球直采与减少中间环节
商品特征	非标准化、货盘持续变化	标准化、高频刚需商品为主
门店经营	门店放权、灵活定价与寻宝式陈列	EDLP、简化陈列与低成本运营
扩张方式	直营、并购及多业态协同	FC 扩店与上游产能同步扩张
核心壁垒	非标准化供给的组织与变现能力	标准化供应链的成本控制能力

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 中国量贩零食：相似需求基础下的差异化扩张路径

3.1 收入增速中枢下移，消费信心承压，性价比需求强化

收入增速放缓、消费信心走弱，居民消费趋于理性。2015—2025 年，我国居民人均可支配收入中位数增速由 9.7%降至 4.4%，居民收入增长中枢整体下移，收入端对消费扩张的支撑有所减弱。新增收入减少后，居民依靠收入增长推动消费升级的空间收窄，消费决策逐步由扩大支出转向在有限预算内优化配置。与此同时，消费者信心指数由 2019 年的 124.6 降至 2022 年的 95.0，2023—2025 年进一步维持在 87—89 的低位区间。消费信心持续低于景气区间，居民对未来收入、就业和支出能力的预期偏谨慎，非必需消费更容易受到压缩。收入增长放缓叠加消费预期偏弱，居民消费决策由此前偏重升级和品牌，逐步转向更加理性和克制。

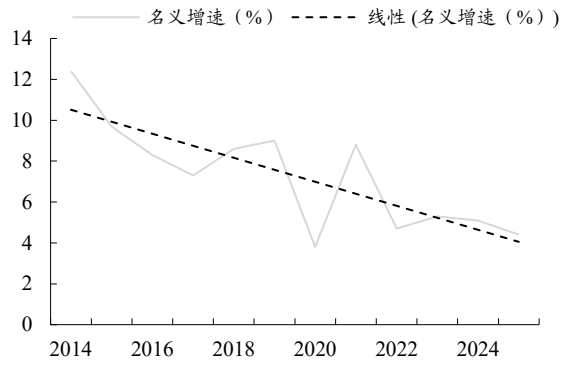
价格敏感度提升，消费需求由单纯升级转向质价比优先。在消费能力和消费信心承压背景下，消费者并非简单减少消费，而是更加重视价格、品质与使用价值之间的匹配，品牌溢价和非必要附加价值的重要性相对下降。消费支出趋于谨慎并不意味着居民放弃

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

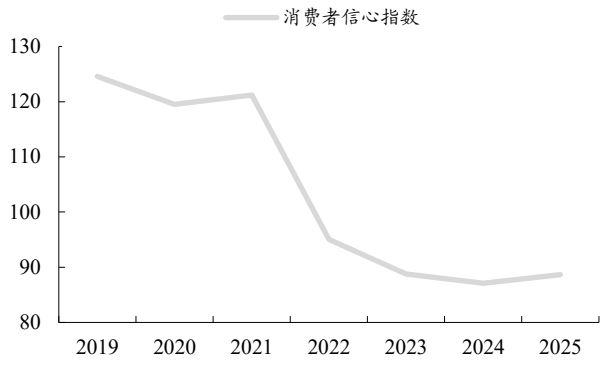
品质，而是更加关注价格下降是否以牺牲品质为代价，能够同时提供低价、稳定品质和丰富选择的商品更易获得青睐。由此，消费需求由“买得更贵”转向“买得更值”，性价比需求强化，也为量贩零食等低加价、高周转、强供应链业态的快速扩张提供了需求基础。

图17：2014-2025 年我国人均收入水平中位数增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图18：2019-2025 年我国消费者信心指数变化



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.2 制造供给持续扩容，渠道层级加速压缩，稳定低价能力形成

1）上游供给充足，库存压力为量贩渠道提供低价货源。伴随休闲食品行业扩容及线上品牌兴起，上游产能持续扩张；同时，行业生产门槛相对较低、产品标准化程度较高，大量白牌及代工厂进入，供给分散且竞争充分。疫情期间终端动销和传统渠道周转受阻，盐津铺子、劲仔食品及有友食品等代表性零食制造企业平均库销比由 2019 年的 18.3%升至 2020 年的 23.2%，2022—2023 年仍维持在 20%以上，反映上游库存占用和周转压力持续存在，厂商以让利换销量、拓展增量渠道的意愿增强。量贩零食凭借规模订单、厂商直采和快速回款获取更低采购价格，并持续丰富低价货盘。

2）渠道去中间化，规模采购与仓配提效共同支撑终端低价。传统休闲食品通常需经过品牌商、多级经销商、批发商及零售终端触达消费者，流通层级较多，渠道加价、重复仓储及资金占用逐级累积。量贩零食以总部集中采购直接对接品牌商和白牌工厂，并通过定制规格、中心仓统配和统一补货压缩中间环节，将原本分散于各级经销商的采购、库存和配送职能集中至总部。一方面，总部集中采购将分散的门店需求汇聚为规模订单，增强对上游厂商的议价能力；另一方面，统一选品和仓配提高库存周转，摊薄单件物流及履约成本。供应链提效形成的成本节约进一步转化为终端价格优势，支撑量贩零食持续低价。

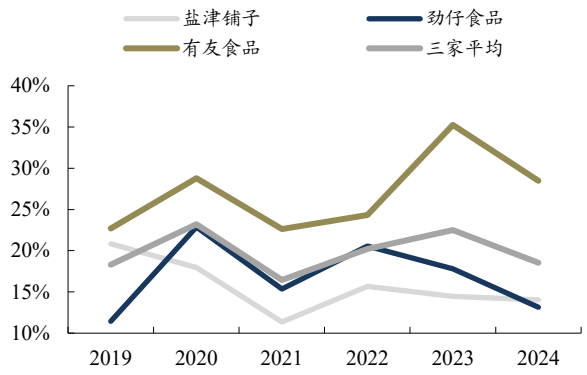
3）租金回落叠加下沉市场成本优势，量贩零食单店模型率先跑通。量贩零食门店面积较小、选址灵活，对核心商圈依赖较低，适合布局社区及下沉市场。2021—2025 年，全国重点城市百条商业街商铺平均租金由 24.82 元/平方米/天下降至 24.05 元/平方米/天，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

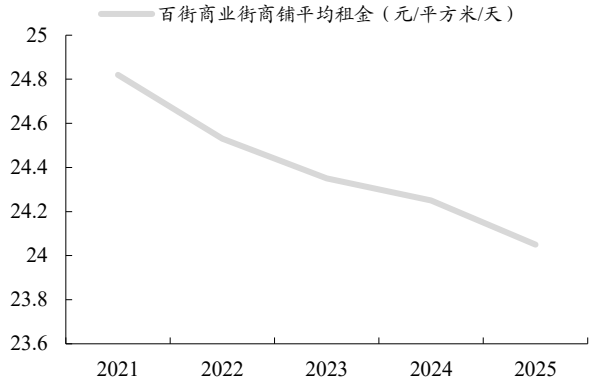
疫情后商业租金整体承压，降低了实体门店的进入和扩张成本。与此同时，下沉市场租金和人工成本相对较低，消费者价格敏感度更高，使量贩零食能够依靠低毛利、高周转更快实现单店盈利，并为后续加盟复制和规模扩张奠定基础。

图19：2019—2024 年代表性零食制造企业库销比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：2021—2025 年全国重点城市百街商铺平均租金



数据来源：中指云，东吴证券研究所

图21：传统渠道与量贩渠道供应链对比图



数据来源：嘉世咨询，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

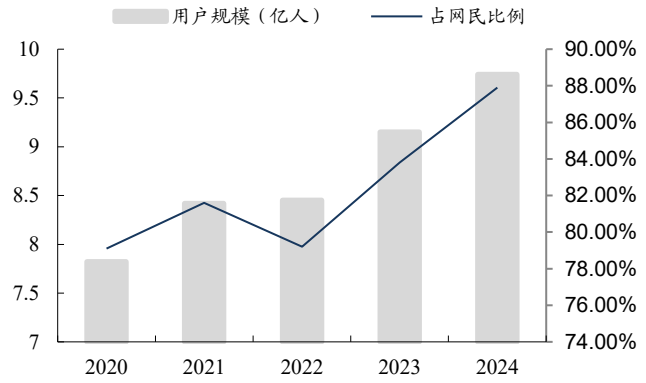
下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 电商分流计划性需求，线下渠道向近场化迁移，即时体验价值凸显

电商渠道高度成熟，标准化、计划性消费加速向线上迁移。与日本零售渠道由百货店向超市和便利店迁移不同，我国渠道变革发生在电商基础设施已较为完善的背景下。2024 年我国网络购物用户达到 9.74 亿人，占网民整体的 87.9%；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的 26.8%，其中吃类商品网上零售额同比增长 16.0%。电商凭借价格透明、选择范围广和配送便利，已较好承接品牌明确、复购稳定及适合集中购买的食品需求，传统线下渠道仅依靠商品齐全已难以形成差异化优势。

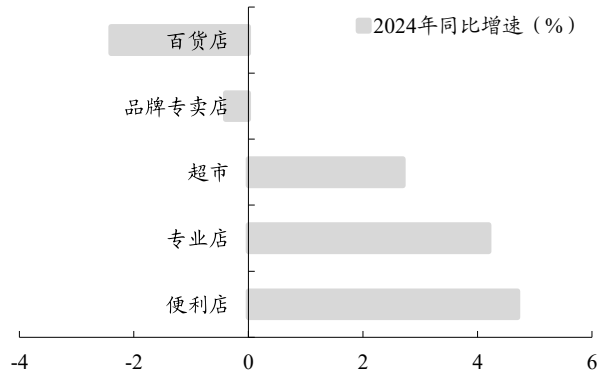
线下零售向近场化和专业化迁移，量贩零食承接即时与体验需求。电商发展并未消除实体渠道价值，而是推动线下业态由综合零售向更贴近消费者、品类定位更清晰的专业渠道转型。2024 年限额以上便利店和专业店零售额分别增长 4.7%和 4.2%，而百货店和品牌专卖店分别下降 2.4%和 0.4%，反映近场、便利及专业化业态表现相对更优。休闲零食具有即时食用、冲动购买和持续尝新的特点，量贩零食通过社区化布局、丰富 SKU、小规格商品和高频上新，承接电商难以充分满足的即时性、场景触发和逛店体验需求，与线上渠道形成差异化分工。

图22：2020—2024 年我国网络购物用户规模及使用率



数据来源：中国互联网络信息中心，东吴证券研究所

图23：2024 年我国不同零售业态零售额同比增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.4 中日对比：需求环境趋同，供给渠道有别，扩张路径分化

低增长与消费谨慎构成共同需求基础，性价比诉求推动折扣业态兴起。日本泡沫经济破裂后收入与消费增长中枢下移，我国疫情后收入增速放缓、消费信心偏弱，两国消费者均更加关注价格、品质与实际价值，为折扣零售发展提供需求基础。

供给与渠道环境差异，推动中国量贩零食形成更轻、更快的扩张路径。1）成熟制造体系支撑稳定货盘，厂商直采取代尾货采购成为主要降价方式。日本软折扣更多承接

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

商品迭代产生的尾货和阶段性过剩库存，我国量贩零食则依托充足的白牌及代工供给，通过集中采购、定制规格和快速回款获取稳定低价货源。**2）电商成熟重塑线下价值，量贩零食以即时与体验需求切入市场。**我国电商已充分承接标准化、计划性和囤货型消费，量贩零食通过社区近场、丰富 SKU、小规格尝新和高频上新，满足即买即得、现场挑选与逛店需求。**3）小店化与标准化降低复制门槛，加盟体系加快门店网络扩张。**相较日本部分折扣业态依靠较大门店和长期能力沉淀，我国量贩零食门店面积较小、选址灵活，并以统一选品、仓配和补货提高标准化程度，在下沉市场跑通模型后实现快速连锁复制。

表2：中日折扣零售需求环境与扩张路径对比

	日本	中国
需求环境	经济增长放缓、居民消费趋于谨慎，价格敏感度提升，性价比诉求成为折扣零售兴起的共同基础	
供给与货源	渠道扩张和商品高频迭代产生尾货及阶段性过剩库存；硬折扣进一步通过自主生产和全球直采稳定供给	食品制造体系成熟，白牌、代工厂及品牌厂商供给充足，量贩零食通过厂商直采、集中采购和定制商品构建稳定低价货盘
渠道与业态定位	电商尚未普及，线下门店承担一站式采购功能，折扣业态以丰富货盘、低价商品和“寻宝式”体验吸引消费者	电商已分流标准化和计划性需求，量贩零食以社区近场、即买即得、丰富 SKU 和高频上新承接即时与尝新消费
门店与扩张方式	部分业态依赖较大门店和个店经营，通过直营或 FC 逐步扩张	小店面积较小、选址灵活，依托加盟体系及统一选品、仓配和补货实现快速复制
长期竞争能力	货源红利决定业态起步，商品开发、供应链整合和组织复制能力决定长期发展	

数据来源：东吴证券研究所

4. 中国量贩零食的发展脉络与未来展望：从区域探索到全国扩张

4.1 商业模式逐步成熟，行业由区域探索走向全国整合

第一阶段（2017—2020 年）——区域品牌率先跑通低价零售与加盟复制模型。量贩零食最早在湖南、江西及川渝等区域市场兴起，行业初期的核心在于验证低加价、高周转的单店模型，并形成可标准化复制的加盟体系。2017 年零食很忙于湖南长沙成立，2019 年赵一鸣零食、零食有鸣分别从江西宜春和四川成都起步。各品牌通过厂商直采压缩流通环节，以散称销售和社区选址降低商品价格及门店经营成本，同时逐步完善选品、陈列、补货和门店管理标准，为后续跨区域扩张奠定基础。

第二阶段（2021—2023 年）——需求、资本与基础设施共振，头部品牌加快跨区域

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

扩张。消费者对高性价比商品的需求提升，叠加融资支持、加盟体系成熟及仓储物流网络完善，推动量贩零食由区域市场向全国复制。2021 年零食很忙完成 2.4 亿元 A 轮融资，零食有鸣亦连续获得融资并推进全国化布局；2022 年万辰集团切入量贩零食赛道，并逐步将陆小馋、来优品、叮嘀叮嘀等品牌整合至“好想来”体系。2023 年 11 月，零食很忙与赵一鸣零食完成合并，行业进入整合提速阶段。至 2023 年末，鸣鸣很忙与万辰集团门店数分别达到 6,585 家和 4,726 家，GMV 分别为 153.3 亿元和 111.5 亿元，头部企业规模优势初步形成。

第三阶段（2024 年至今）——双龙头格局确立，行业竞争由规模扩张转向效率提升。并购整合完成后，鸣鸣很忙与万辰集团加快全国门店网络建设，规模优势进一步巩固。2024 年，两家公司 GMV 分别达到 555.3 亿元和 426.0 亿元，门店数分别增至 14,394 家和 14,196 家；2025 年 GMV 进一步提升至 935.7 亿元和 733.2 亿元，门店数达到 21,948 家和 18,314 家。按 GMV 计，行业 CR2 由 2023 年的 58.1%提升至 2024 年的 75.7%，2025 年维持在 75.5%，双龙头格局基本形成。与此同时，零食有鸣等区域品牌继续深耕优势市场，并通过全品类门店、日化百货及低温冻品等拓宽经营边界。随着门店规模和行业集中度提升，行业竞争重点逐步由开店速度转向采购议价、仓配效率、商品差异化及单店盈利能力，量贩零食亦加快由垂直零食渠道向综合硬折扣零售演进。

图24：我国量贩零食行业发展时间轴和公司矩阵

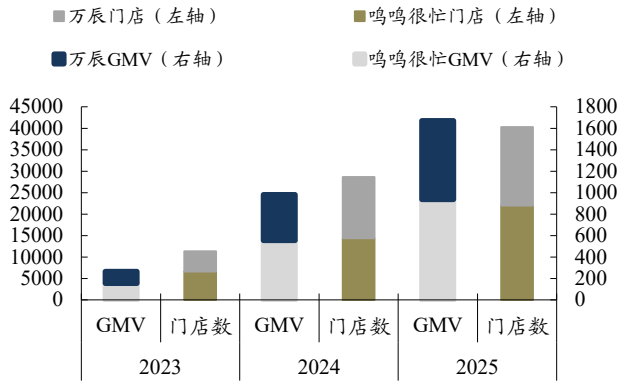


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

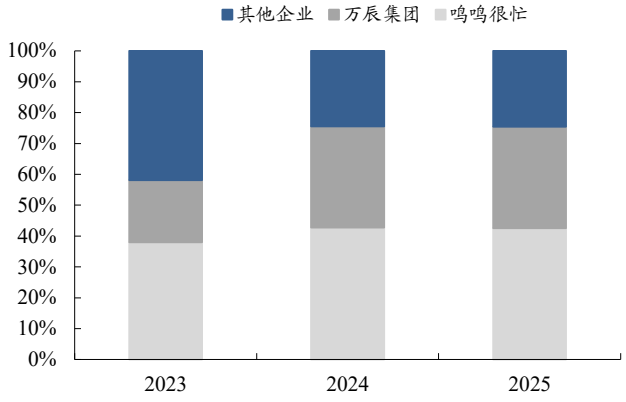
下载日志已记录，仅供内部参考

图25：2023—2025 年两大量贩零食龙头 GMV 和门店数量变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2023—2025 年中国量贩零食行业 CR2 变化（按 GMV 计）



数据来源：灼识咨询，公司公告，东吴证券研究所

4.2 市场空间测算：成熟区域验证全国扩张潜力

4.2.1 全国门店空间仍有扩容余地，成熟市场密度外推下中性空间约 9.8 万家

以两大龙头成熟市场为锚，分集团测算全国门店空间。量贩零食门店分布具有较强的区域性，鸣鸣很忙与万辰集团在华中、长三角及华北等区域的基本盘存在明显差异，因此我们分别对两大集团进行测算。当前门店端，以极海品牌监测中零食很忙、赵一鸣零食、好想来、老婆大人等 8 个主要品牌的省级门店分布为基础，并根据公司公告披露的 2025 年末全国门店数进行校准，得到鸣鸣很忙、万辰集团及其他区域品牌当前门店约 2.19 万、1.83 万和 0.48 万家，合计约 4.50 万家。在此基础上，分别筛选两大集团现有布局中门店数量较多、密度较高的 8 个成熟省份，以成熟区域“每万人门店数”作为全国外推的核心参照，从而避免不同品牌区域基础差异对测算结果造成干扰。

成熟市场密度决定门店数量中枢，区域消费和人口条件进一步决定各省能够承载多少门店。鸣鸣很忙成熟市场主要集中于湖南、湖北、江西、广东等省份，万辰集团则主要集中于安徽、江苏、河南、山东等区域。我们根据成熟省份门店密度的不同加权方式设置保守、中性和乐观三种情景：保守情景采用成熟省份整体人口加权密度，中性情景给予现有门店规模较大的成熟市场更高权重，乐观情景进一步向高密度成熟市场倾斜，对应鸣鸣很忙成熟门店密度约为 0.30/0.37/0.43 家/万人，万辰约为 0.23/0.26/0.31 家/万人。考虑到同样的人口规模在不同省份对应的实际消费需求和开店条件并不相同，我们进一步以人均 GDP、人均食品烟酒消费支出、地区 GDP 和人口密度对各省基础门店空

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

间进行修正：前两项分别反映居民整体消费能力和食品消费需求，地区 GDP 反映区域市场总体容量，人口密度则反映门店覆盖及履约效率。四项指标均相对于对应集团成熟市场平均水平进行标准化后等权合成，并将修正系数控制在 0.70—1.60 倍之间，以降低极端省份对测算结果的扰动。最终各省门店空间可理解为 **“常住人口×成熟市场门店密度×区域修正系数”**，同时以现有门店数作为下限，避免成熟市场出现测算空间低于当前门店数的情况。

测算结果显示，全国主要量贩零食品牌中长期门店空间约 8.5—11.2 万家，中性情景约 9.8 万家。保守、中性、乐观情景下全国门店空间分别约为 8.48 万、9.81 万和 11.16 万家，相较当前约 4.50 万家仍有约 3.98 万、5.30 万和 6.66 万家增量空间，随着双龙头继续扩张，全国门店数量仍具备较为可观的提升空间。

表3：主要量贩零食品牌全国门店空间测算

区域	省份	常住人口（万人）	面积（万 km^2）	人口密度	GDP（亿元）	人均 GDP（元）	食品烟酒（元）	保守总空间	中性总空间	乐观总空间
华北	北京	2183.00	1.64	1330.25	49843.10	228323.87	10139.00	1779.45	2133.02	2482.08
华北	天津	1364.00	1.20	1139.85	18024.32	132143.11	10209.00	800.09	932.92	1085.78
华北	河北	7378.00	18.88	390.78	47526.90	64417.05	6941.00	3263.13	3737.43	4349.18
华北	山西	3446.00	15.67	219.91	25494.69	73983.43	5601.00	1279.95	1531.84	1781.87
东北及西北	内蒙古	2388.00	118.30	20.19	26314.60	110195.14	8073.00	885.51	1060.07	1233.33
东北及西北	辽宁	4155.00	14.80	280.74	32612.70	78490.25	7774.00	1645.13	1972.76	2295.76
东北及西北	吉林	2317.00	18.74	123.64	14361.22	61981.96	6332.00	857.24	1026.61	1194.72
东北及西北	黑龙江	3029.00	47.30	64.04	16476.90	54397.16	6979.00	1122.67	1344.08	1563.85
华东及华南	上海	2480.00	0.63	3911.36	53926.71	217446.41	13550.00	2097.25	2511.61	2922.90
华东及华南	江苏	8526.00	10.72	795.34	137008.00	160694.35	10491.00	7074.75	8476.76	9864.57
华东及华南	浙江	6670.00	10.55	632.23	90100.00	135082.46	12578.00	5320.39	6361.59	7382.67
华东及华南	安徽	6123.00	14.01	437.04	50625.00	82680.06	8425.00	4514.29	4932.95	5309.87
华东及华南	福建	4193.00	12.40	338.15	57761.02	137755.83	10846.00	4252.60	4738.02	5214.02
华中	江西	4502.00	16.69	269.74	34202.50	75971.79	7868.00	2660.37	2672.98	2807.91
华北	山东	10080.00	15.79	638.38	98566.00	97783.73	7295.00	6484.76	7784.31	9058.68
华北	河南	9785.00	16.70	585.93	63589.99	64987.22	6622.00	4892.57	5853.71	6810.09
华中	湖北	5834.00	18.59	313.82	60012.97	102867.62	8221.00	4194.41	4372.73	4579.90
华中	湖南	6539.00	21.18	308.73	53230.99	81405.40	7976.00	5732.90	5913.73	6123.81
华东及华南	广东	12780.00	17.97	711.19	141633.81	110824.58	11721.00	10966.21	13009.20	15021.42
西南	广西	5013.00	23.76	210.98	28649.40	57150.21	6655.00	1878.71	2245.14	2608.86
华东及华南	海南	1048.00	3.54	296.05	7935.69	75722.23	10043.00	417.74	494.34	570.38
西南	重庆	3190.00	8.24	387.14	32193.15	100918.97	8610.00	1518.75	1806.99	2089.64
西南	四川	8364.00	48.60	172.10	64697.00	77351.75	8126.00	3560.54	4245.77	4919.12
西南	贵州	3860.00	17.62	219.07	22667.12	58723.11	6057.00	1691.47	1867.28	2147.34
西南	云南	4655.00	39.41	118.12	31534.10	67742.43	7247.00	1809.25	2149.52	2487.27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东北及西北	西藏	370.00	122.84	3.01	2764.94	74728.11	6992.00	156.89	183.94	210.78
东北及西北	陕西	3953.00	20.56	192.27	35538.77	89903.29	6309.00	1564.32	1857.70	2148.50
东北及西北	甘肃	2458.00	42.58	57.73	13002.90	52900.33	5898.00	941.41	1121.08	1299.42
东北及西北	青海	593.00	72.23	8.21	3950.80	66623.95	6458.00	221.40	264.74	307.77
东北及西北	宁夏	729.00	6.64	109.79	5502.76	75483.68	6316.00	271.71	325.00	377.90
东北及西北	新疆	2623.00	166.49	15.75	20534.08	78284.71	6740.00	971.46	1163.19	1353.50
合计	**全国**	**140628.00**						**84827.34**	**98091.01**	**111602.89**

注：当前门店数基于极海品牌监测的 8 个主要量贩零食品牌省级门店分布，并结合鸣鸣很忙集团和万辰集团公告披露的全国门店数进行校准；分别选取两大集团成熟省份门店密度作为外推基准，以常住人口为基础，并结合人均 GDP、食品烟酒消费支出、地区 GDP 及人口密度进行区域修正，测算全国主要品牌门店空间

数据来源：极海品牌监测，公司公告，国家统计局，东吴证券研究所

4.2.2 GMV 口径交叉验证：行业容量可支撑约 10.3—10.6 万家门店

量贩渠道加速渗透，行业容量为门店扩张提供支撑。按灼识咨询预测口径，中国量贩零食饮料市场 GMV 有望由 2,140 亿元增至 6,082 亿元，占零食饮料零售市场的比重由 5.0%提升至 11.4%。量贩业态凭借高性价比和高周转优势持续承接传统商超、夫妻店等渠道需求，渠道份额提升有望带动行业规模进一步扩容。基于此，我们以 6,082 亿元市场 GMV 作为行业容量参考，并结合成熟门店店效反推对应的门店承载空间，对前述区域密度法测算结果进行交叉验证。

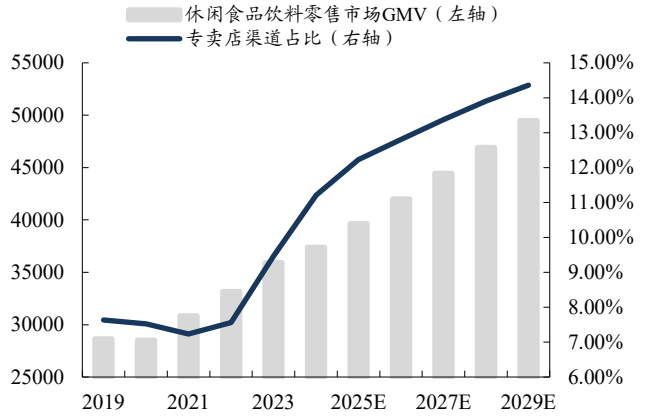
成熟门店店效趋于稳定，为单店 GMV 假设提供参考。鸣鸣很忙披露，2024 年，2022 年及以前开业门店、2023 年开业门店日均 GMV 分别为 15,760 元、15,946 元；2025 年前九个月，2023 年开业门店日均 GMV 进一步达到 16,139 元。考虑上述门店已度过主要爬坡期，我们以三组数据作为成熟门店店效参考，按 365 天年化后，对应单店年 GMV 分别约 575.2 万元、582.0 万元和 589.1 万元。以行业 GMV 除以成熟门店年 GMV，低、中、高店效假设下对应全国门店容量分别约 10.57 万、10.45 万和 10.32 万家。

GMV 口径与区域密度法测算结果基本吻合，全国门店空间约 10 万家具备一定支撑。前述区域密度法基于两大龙头成熟省份门店密度，并结合各省人口、消费能力及市场承载条件测得保守、中性、乐观情景下全国主要品牌门店空间约 8.48 万、9.81 万和 11.16 万家；GMV 口径对应的 10.3—10.6 万家位于该区间内，并与中性情景结果较为接近。两种口径分别从区域门店承载能力和行业销售容量进行测算，结果相互印证。以当前主要品牌约 4.50 万家门店计，行业门店网络仍有较大扩容空间，后续增量有望主要来自低渗透区域拓展、优势区域加密及渠道份额持续提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

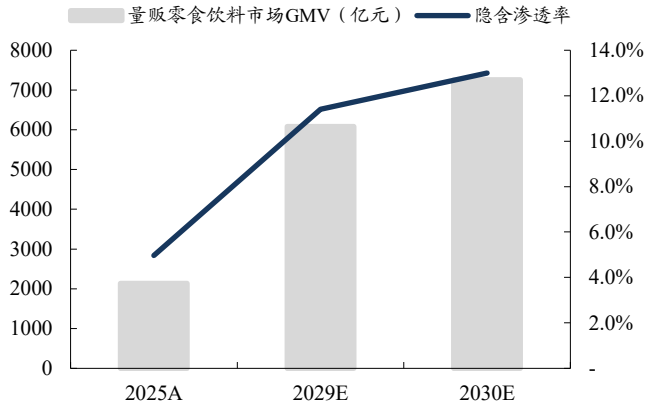
下载日志已记录，仅供内部参考

图27：2019-2029 年休闲食品饮料零售市场规模及专卖店渠道占比



数据来源：弗若斯特沙利文，公司公告，东吴证券研究所

图28：2025—2030E 中国量贩零食饮料市场规模及渗透率变化



数据来源：灼识咨询，公司公告，东吴证券研究所

表4：量贩零食 2029 年单店 GMV 及全国门店空间测算

店效情景	单店日均 GMV（元）	单店年化 GMV（万元）	理论门店上限（万家）	较当前增量（万家）
高店效	16,139	589.1	10.3	5.9
中性	**15,946**	**582.0**	**10.4**	**6.0**
低店效	15,760	575.2	10.6	6.1

注：2029 年量贩零食饮料市场 GMV 采用灼识咨询预测的 6,082 亿元；成熟门店店效采用鸣鸣很忙披露的分开业年份门店日均 GMV，单店年化 GMV 按日均 GMV×365 天计算，隐含门店容量按“2029 年量贩零食饮料市场 GMV÷单店年化 GMV”计算。当前门店数为零食很忙、赵一鸣零食、好想来、老婆大人、糖巢、零食优选、戴永红及爱零食 8 个主要品牌的校准门店数。

数据来源：灼识咨询，公司公告，极海品牌监测，东吴证券研究所

4.3 重点公司：双龙头基本面持续改善，竞争优势各有侧重

万辰集团：门店扩张持续推进，核心区域密度较高，盈利能力加速释放。万辰集团以好想来为全国主品牌，近年来通过并购整合与加盟扩张快速完成全国化布局。**1）规模上，**截至 2025 年末，公司门店数达到 18,314 家，较 2024 年末净增 4,118 家，其中下半年净增 2,949 家，开店节奏较上半年进一步加快。**2）区域上，**公司优势市场主要集中于长三角及山东、山西、河南、河北等北方人口大省，其中江苏、安徽、河南、山东、河北等省份门店密度较高，区域规模效应相对明显。**3）店效方面，**在新店集中开设的背景下，2025 年下半年单店月均 GMV 较上半年有所恢复，单店日均订单量约 419 单，反映新店爬坡对店效的拖累逐步减弱。伴随门店网络扩大和供应链效率提升，公司盈利能力持续改善，2025 年零食业务收入约 508.6 亿元；四季度剔除股份支付后的量贩零食业务净利率进一步提升。**整体看，万辰已由前期快速拓店逐步进入规模效应兑现阶段，核心**

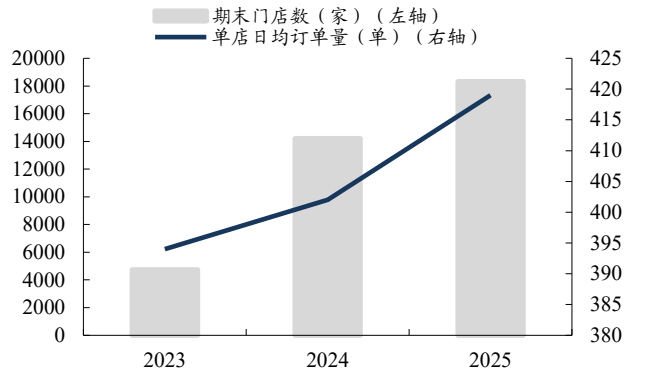
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

区域加密、成熟店店效修复及供应链提效成为当前主要增长驱动。

风险提示：新店爬坡及单店店效不及预期、跨区域扩张不及预期、加盟管理及供应链整合不及预期、行业竞争加剧风险等。

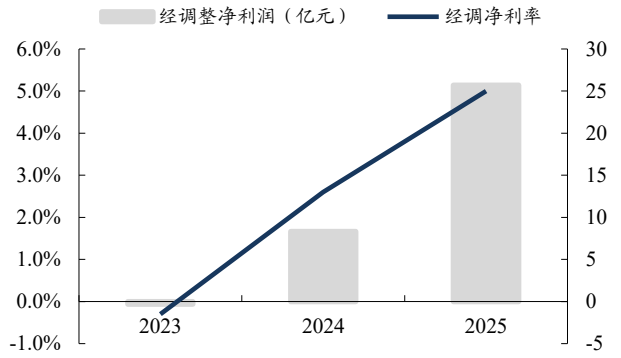
图29：2023—2025 年万辰集团门店规模及单店经营表现



注：2025H1/H2 单店月均 GMV 分别为 37.1/39.2 万元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30： 2023—2025 年万辰集团盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

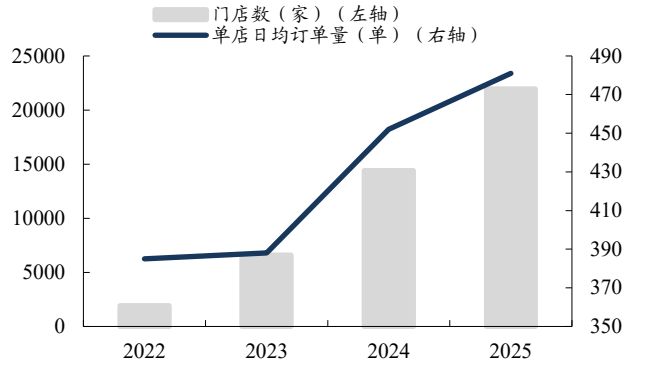
鸣鸣很忙：门店规模持续领先，下沉市场覆盖更深，规模效应逐步释放。鸣鸣很忙由零食很忙和赵一鸣零食双品牌构成，2023 年完成整合后依托两品牌原有区域优势持续推进全国化扩张。**1）规模上，**截至 2025 年末，公司门店数达到 21,948 家，较 2024 年末净增 7,554 家，全年新开加盟店 7,813 家、关闭 265 家，门店规模继续保持行业领先。**2）区域上，**公司门店布局整体呈现较强的下沉特征，2025 年末约 60%的门店位于县城及乡镇，三线及以下城市门店达到 14,376 家、占比约 65.5%；双品牌区域布局具有一定互补性，其中零食很忙在湖南、湖北等华中地区布局较多，赵一鸣零食则在华北及零食很忙覆盖相对较少的地区布局较多。**3）店效方面，**在门店快速扩张背景下，公司单店日均订单量由 2022 年的 385 单提升至 2024 年的 452 单，2025 年前三季度进一步提升至 481 单；同期店效整体保持相对稳定。伴随门店网络扩大及供应链规模效应释放，公司盈利能力同步改善，2025 年经调整净利润 26.9 亿元，经调整净利率由 2024 年的约 2.3%提升至约 4.1%。**整体看，鸣鸣很忙在保持较快开店速度的同时，单店交易频次和盈利能力同步提升，下沉市场加密、全国化扩张及供应链规模效应成为当前主要增长驱动。**

风险提示：低毛利经营模式下盈利能力不及预期、门店扩张及加盟管理不及预期、供应链降本提效不及预期、食品安全风险等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

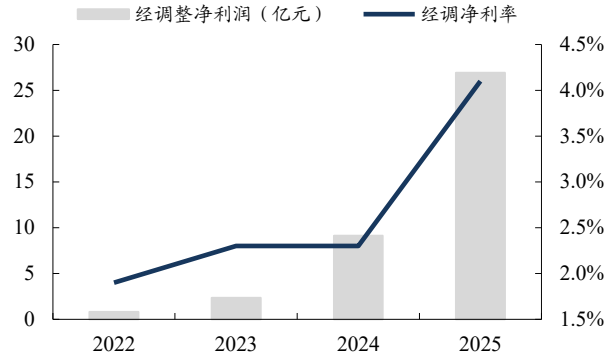
下载日志已记录，仅供内部参考

图31：2022—2025 年鸣鸣很忙门店数量及单店日均订单量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：2022—2025 年鸣鸣很忙盈利表现



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

双龙头比较：鸣鸣规模与店效占优，万辰盈利效率更高，区域错位竞争逐步转向全国化竞争。两家公司已基本形成行业双龙头格局，但经营特征存在一定差异。**1）规模端，**鸣鸣很忙领先。2025 年末其门店数约 2.19 万家，高于万辰的 1.83 万家，GMV 和收入规模亦保持领先；同时鸣鸣很忙下沉程度更深，三线及以下及县乡市场覆盖更广，单店日均订单量整体也高于万辰。**2）区域端，**两者优势市场存在一定错位。鸣鸣很忙以湖南、湖北、江西等华中区域为基本盘，并向广东及西南扩张；万辰则在江苏、安徽等长三角及山东、河南、河北等北方市场形成较高密度，因此现阶段更多体现为各自在优势区域持续加密。**3）盈利端，**万辰当前表现相对更优。2025 年万辰量贩业务利润率持续提升，四季度剔除股份支付后的净利率达到 5.7%，而鸣鸣很忙全年经调净利率约 4.1%；前者在供应链议价和利润释放方面更快，后者则仍保持更强的规模和流量优势。随着两家公司全国门店网络逐渐成型，行业竞争重点预计将从单纯的门店数量扩张，进一步转向成熟店店效、新店爬坡、区域加密和供应链效率。

表5：鸣鸣很忙与万辰集团经营特征对比

对比维度	鸣鸣很忙	万辰集团
品牌结构	零食很忙+赵一鸣零食双品牌运营，品牌认知度较高，两品牌区域布局互补	以好想来为全国主品牌，老婆大人等品牌作为区域补充，整合后品牌体系逐步统一
区域基本盘	起家华中，湖南、湖北、江西等区域优势突出，并持续向广东、西南及北方拓展	长三角及北方市场基础较强，江苏、安徽以及山东、河南、河北等区域门店密度较高
市场层级	下沉属性更强，县城、乡镇及三线以下市场覆盖更深	下沉市场为主，同时在长三角及高人口密度区域保持较强覆盖

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

门店扩张	双品牌协同扩张，全国门店规模领先，空白区域仍在持续进入	通过并购整合快速做大门店网络，近年来全国化扩张速度较快
单店经营	单店交易频次较高，快速拓店背景下成熟店店效保持相对稳定	新店集中开设阶段店效有所承压，随门店成熟度提升逐步修复
供应链特征	依托更大的采购规模及全国仓配体系强化低价和高周转能力	随门店规模扩大，采购、仓储及物流效率持续改善，规模效应加速释放
盈利特征	当前更强调规模、流量和价格竞争力，盈利能力随规模效应逐步改善	盈利效率相对更高，供应链提效及费用摊薄带动利润率较快提升
核心优势	**规模领先、下沉覆盖深、交易频次高**	**核心区域密度高、整合能力强、盈利效率较优**
后续竞争重点	空白区域拓展、优势市场加密、供应链效率提升	核心区域加密、新店爬坡、单店效率及利润率提升

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 投资建议

量贩零食行业仍处于规模扩张与效率提升阶段，头部企业依托采购规模、仓配体系和数字化运营巩固成本及周转优势。随着全国化布局推进和存量门店运营优化，行业增长有望由开店驱动逐步向店效及盈利改善延伸。**重点推荐鸣鸣很忙、万辰集团**：鸣鸣很忙门店网络和供应链基础领先，全国复制能力较强；万辰集团品牌整合持续推进，规模扩张与盈利改善具备弹性。

6. 风险提示

1）消费需求及店效不及预期。居民消费意愿偏弱或客流、客单价下降，可能导致同店销售承压，拉长新店爬坡和加盟商回本周期。

2）行业竞争加剧。头部品牌加速开店、局部市场门店密度上升，可能带来门店分流和价格竞争，压低单店 GMV 及利润水平。

3）跨区域扩张及加盟管理不及预期。新市场的选址能力、仓配覆盖和消费习惯存在差异，可能影响开店进度、新店存活率及加盟商经营质量。

4）食品安全及供应链管理风险。公司 SKU 和供应商数量较多，采购、仓储或门店管理环节出现质量、临期及合规问题，可能引发商品召回并损害品牌声誉。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn