

鸣鸣很忙：中国领先的量贩零食公司

鸣鸣很忙 (H2065. HK)

核心观点

鸣鸣很忙是中国领先且仍在快速增长的食品饮料零售商。公司在中国首创量贩零食模式，通过供应链重构、创新产品开发等方式，公司丰富了产品组合、重新定义了零售价格体系，引领了量贩模式。

2019年至2024年，该行业市场规模从2.9万亿元人民币增长至3.7万亿元人民币，复合年增长率为5.5%。展望未来，预计中国休闲食品饮料零售行业将持续扩张，2029年市场规模有望达到4.9万亿元人民币，2024年至2029年的复合年增长率为5.8%。公司2024年实现GMV为人民币555亿元，为中国第一大休闲食品饮料零售商。展望未来，公司有望凭借超大的门店网络、同店内生增长和持续扩张的加盟体系保持龙头优势

摘要

鸣鸣很忙是中国领先且仍在快速增长的食品饮料零售商。公司在中国首创量贩零食模式，通过供应链重构、创新产品开发等方式，公司丰富了产品组合、重新定义了零售价格体系，引领了量贩模式。从各项数据来看，截至2024年12月31日，公司已形成由14,394家门店构成的网络，覆盖中国28个省份及所有线级城市，其中约58%的门店位于县城及乡镇。2024年，公司录得GMV人民币555亿元。

中国休闲食品饮料零售行业稳定增长。2019年至2024年，该行业市场规模从2.9万亿元人民币增长至3.7万亿元人民币，复合年增长率为5.5%。展望未来，预计中国休闲食品饮料零售行业将持续扩张，2029年市场规模有望达到4.9万亿元人民币，2024年至2029年的复合年增长率为5.8%。从渠道方面看，休闲食品饮料通过以公司为代表的专卖店渠道销售的GMV占比预计将继续提升。中国休闲食品饮料零售行业呈现高度分散的特点，2024年，前五大连锁零售商的市场份额合计为6.0%。而按当年休闲食品饮料GMV计算，公司是中国最大的连锁零售商，市场份额为1.5%。**公司门店网络庞大，持续扩张有力。**截至2024年12月31日，公司已建立由14,394家门店组成的门店网络，覆盖中国28个省份和所有线级城市，约58%的门店位于县城及乡镇。截至同一天，公司的门店网络已覆盖1,224个县，在县城中的覆盖率达到约66%。公司的单店数据表现优异，门店日均单量保持连年增长的态势。门店体系以加盟为主，加盟体系不断扩张，经销商忠诚度高，公司设立专门门店经营部，积极赋能经销商共同成长。

首次评级

不评级

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

余璇

yuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120003

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

发布日期：2025年09月08日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
/	/	/
12 月最高/最低价 (港元)	/	/
总股本 (万股)		未上市
流通 H 股 (万股)		未上市
总市值 (亿港元)		未上市
流通市值 (亿港元)		未上市
近 3 月日均成交量 (万)		未上市
主要股东		
数据标示		未上市

目录

一、鸣鸣很忙：中国领先的量贩零食公司	1
1.1 鸣鸣很忙：中国领先的量贩零食公司	1
1.2 股权架构与管理层：创始人亲力亲为，管理层经验丰富	3
1.3 财务情况：收入业绩高速发展，各项指标表现优异	6
二、行业：休闲食品行业稳定扩张	7
2.1 万亿休闲食品行业稳定扩张	7
2.2 竞争格局相对分散，公司成就第一大休闲零食零售商	9
2.3 发展历史：格局趋于稳固，行业发展迈入盈利提升阶段	10
三、公司业务：门店网络庞大，龙头强者恒强	14
3.1 庞大门店网络奠定公司竞争优势	14
3.2 单店数据表现优异，内生增长有力	16
3.3 加盟体系不断扩张，加盟商忠诚度高	17
风险分析	18

图目录

图 1:公司各项关键营运指标情况（2024 年）	1
图 2:量贩模式与传统模式的比较	2
图 3:中国休闲食品饮料零售市场按区域划分的市场规模	7
图 4:中国休闲食品饮料零售市场按零售渠道划分的规模	8
图 5:专卖店量贩模式最能解决行业各项痛点	9
图 6:2024 年中国前五大休闲食品饮料零售商	9
图 7:截至 2024 年末公司门店布局情况	14
图 8:零食很忙门店形象	16
图 9:赵一鸣零食门店形象	16
图 10:公司的货架和产品陈列	16
图 11: 公司的货架和产品陈列	16

表目录

表 1:公司发展里程碑	2
表 2:公司股权架构情况	3
表 3:公司执行董事及高管情况（2025/4）	4
表 4:公司各项财务指标情况	6
表 5:鸣鸣很忙和万辰集团加盟政策比较	10
表 6: 行业发展历程	13
表 7:加盟店是公司主要店铺形态	15
表 8:公司门店在不同线级城市分布情况	15
表 9:公司门店经营数据情况	17
表 10:加盟店数目变化情况	17
表 11:加盟商数目变化情况	17

一、鸣鸣很忙：中国领先的量贩零食公司

1.1 鸣鸣很忙：中国领先的量贩零食公司

公司是中国领先且仍在快速增长的食品饮料零售商。通过供应链重构、创新产品开发等方式，公司丰富了产品组合、重新定义了零售价格体系，引领了量贩模式。同时，公司在零食领域积累的独到经验对其他领域也有所助益，由此拓展到了更广泛的品类。从各项数据来看，截至2024年12月31日，公司已形成由14,394家门店构成的网络，覆盖中国28个省份及所有地级城市，其中约58%的门店位于县城及乡镇。2024年，公司录得GMV人民币555亿元。根据弗若斯特沙利文报告，按2024年休闲食品饮料GMV计，公司是中国最大的连锁零售商；按2024年食品饮料GMV计，公司也是中国第四大连锁零售商，并保持着高速增长。

公司拥有“零食很忙”和“赵一鸣零食”两个品牌。其中“零食很忙”由晏周先生于2017年3月在湖南长沙创立，“赵一鸣零食”由赵定先生于2019年1月在江西宜春创立。“零食很忙”和“赵一鸣零食”于2023年11月完成合并，组成鸣鸣很忙集团。公司在合并后保持双品牌策略，在各个经营管理环节已进行深度融合。

图 1:公司各项关键营运指标情况（2024 年）



附註：(1)於2024年；(2)截至2024年12月31日；(3)根據2024年新開門店數目除以365得出；(4)根據弗若斯特沙利文報告，分別以2024年休閒食品飲料GMV和食品飲料GMV計；(5)根據弗若斯特沙利文報告；(6)根據弗若斯特沙利文報告，在中國食品飲料零售行業。

数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投

传统休闲食品饮料销售模式具有诸多弊端。传统的商超等销售模式发展至今有诸多弊端，1)大多从销售效率和生产效率出发构建行业体系，却未深度挖掘用户的产品需求。2)层层加价让用户难以释放真正的购买需求，而多层级的销售链条则导致用户反馈无法得到快速响应。3)传统销售场景难以呈现丰富的产品结构，进而造成

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

产品单一老化，优质产品也难以脱颖而出。4) 此外，下沉市场的供应链和基础设施仍有待完善，广大消费者对高性价比产品的需求庞大却未得到满足。

重塑零食销售模式，解决行业痛点，引领行业发展。 公司在中国首创量贩零食模式，通过创新产品开发、打造逛店体验和供应链重构等方式，解决了行业痛点：1) 充分满足消费者需求和体验。公司的单店SKU数量一般不少于1800款，是同等规模商超休闲食品饮料平均SKU的2倍。此外，公司通过灯光、陈列、动线等多层次设计，以及丰富多样的门店互动活动等，为消费者提供欢乐舒适的逛店体验，增加了消费者在门店的驻足时间。2) 深度挖掘客户需求。公司产品中约25%均为定制款，每月平均上新数百款产品，持续为消费者带来新鲜、惊喜的产品体验。3) 重构供应链以提升产品性价比。通过厂商直供等方式，公司产品的平均价格比线下超市渠道的同类产品便宜约25%。4) 广泛覆盖下沉市场。截至2024年末，公司有58%的门店位于县城及乡镇。截至2025年初，门店网络覆盖1224个县，在中国所有县城中覆盖率达到约66%。

图 2:量贩模式与传统模式的比较



数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投

10年发展成就中国最大休闲零食零售商。 公司的历史可追溯至2016年，当时公司的执行董事、董事长兼总经理晏周先生创立了长沙零食很忙食品有限公司。2017年，晏先生在湖南省长沙市开设了首家“零食很忙”门店。“赵一鸣零食”由赵定先生创立，他于2019年在江西省宜春开设了第一家“赵一鸣零食”门店。2023年11月，公司完成了对赵一鸣的收购，实现了“零食很忙”与“赵一鸣零食”的融合。

表 1:公司发展里程碑

年份	里程碑
2017年	于湖南省长沙市开设首家「零食很忙」门店
2019年	于江西省宜春市开设首家「赵一鸣零食」门店

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2021 年	我们成立内部数字化中心，加强信息化建设
2022 年	「零食很忙」门店数量突破 1,000 家
	我们入围 2022 年中国糖酒食品行业年度渠道标杆
2023 年	「赵一鸣零食」门店数量突破 1,000 家
	我们完成了对赵一鸣的收购，实现了「零食很忙」与「赵一鸣零食」的融合
2024 年	我们的会员总数突破 100 万
	我们的门店总数突破 10,000 家
	我们获福布斯中国评为 2024 大消费年度影响力零售商

资料来源：鸣鸣很忙招股书，中信建投证券

1.2 股权架构与管理层：创始人亲力亲为，管理层经验丰富

两大品牌创始团队持股比例较高，并有多家创投资本参与助力。根据公司招股说明书，截至 2025 年 4 月，晏周先生直接持股比例约 25.8%，通过其他公司间接持股比例约 9.2%，合计持股比例约 34.9%；整体零食很忙系合计持股比例为 45.5%。

赵定先生通过宜春一口鸟和宜春鸟窝持有公司约 15.6% 股权，整体赵一鸣系合计持股比例为 28.50%。

创投资本方面，红杉系、黑蚁系、高榕资本、五源资本等合计持股比例约 16.6%。此外，好想你系持股比例为 6.3%，湖南晓芒持股比例为 3.14%。

表 2: 公司股权架构情况

股东	于本公司所持股份（人民币元）	股权百分比（%）	备注	合计股权占比（%）
晏先生	51,504,319	25.75		
李维先生	6,455,931	3.23		
刘貌先生	5,667,580	2.83		
朱浪先生	5,943,366	2.97		
长沙众忙	8,670,009	4.34	零食很忙系	45.5
长沙迅忙	8,190,235	4.1		
长沙食在忙	1,920,449	0.96		
长沙简忙	1,568,498	0.78		
长沙零忙	1,076,977	0.54		
宜春鸟窝	45,378,489	22.69		
宜春一口鸟	6,888,341	3.44	赵一鸣系	28.5
宜春安以诚	4,740,096	2.37		
HongShan Growth	5,724,214	2.86		
红杉稚恒	5,546,154	2.27	红杉系	7.07
红杉瀚辰	3,877,397	1.94		

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

简草巧厨	5,389,782	2.7		
好想你悠然	3,593,185	1.8	好想你系	6.3
好想你健康食品	3,593,185	1.8		
厦门黑睫	3,162,393	1.58		
厦门黑透	2,594,255	1.3	黑蚁系	4
上海翼嗨	1,224,053	0.61		
BA HM	1,019,256	0.51		
湖南晓芒	6,288,079	3.14		
Gaorong LKZN	5,392,784	2.7		
5Y	3,083,372	1.54	其他创投资本	
Discounter Seed HK	2,507,601	1.25		
总计	200,000,000	100		100

资料来源：鸣鸣很忙招股书，中信建投证券

公司管理团队经验丰富且年轻有活力。零食很忙创始人晏周先生担任公司董事长、执行董事兼总经理，赵一鸣零食创始人赵定先生担任公司副董事长、执行董事兼副总经理，两人主要负责集团的整体营运规划、业务发展及主要运营决策。核心管理团队主要源自两大品牌的创始团队，伴随品牌共同成长。

表 3:公司执行董事及高管情况 (2025/4)

董事及高管	年龄	职位	职责	履历
晏周先生	38 岁	董事长、执行董事兼总经理	负责集团的整体营运规划、业务发展及主要运营决策	于 2016 年 11 月成立长沙零食很忙食品有限公司，并自 2016 年 11 月至 2023 年 10 月期间担任执行董事兼总经理；自 2019 年 12 月公司设立起，担任公司董事长、董事兼总经理。
赵定先生	36 岁	副董事长、执行董事兼副总经理	负责集团的整体营运规划、业务发展及日常运营决策	于 2019 年 1 月成立赵一鸣商贸，并担任执行董事兼总经理；于 2022 年 6 月成立赵一鸣食品科技，且自此先后担任其监事、执行董事、总经理兼董事长；自 2023 年 11 月起，担任公司董事兼副总经理。
王钰潼先生	37 岁	执行董事兼首席财务官	负责集团的财务及资本管理	于 2023 年 8 月加入公司担任首席财务官，并自 2023 年 11 月起担任董事。曾于 2013 年 3 月至 2018 年 9 月任职于华兴

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

港股公司动态报告

				资本控股有限公司；于 2019 年 11 月创立明越资本并担任联合创始人。
王平安先生	37 岁	执行董事、员工代表董事及商品与供应链负责人	负责集团的商品开发及供应链管理	于 2019 年 1 月加入赵一鸣商贸，并自 2021 年 6 月起担任赵一鸣商贸的监事及商品与供应链负责人；自 2022 年 6 月起担任赵一鸣食品科技的董事及商品与供应链负责人；自 2023 年 11 月起担任董事及商品与供应链负责人。
李维先生	37 岁	执行董事及门店运营负责人	负责集团的门店运营管理	于 2016 年 11 月加入长沙零食很忙食品有限公司，并自 2016 年 11 月至 2023 年 10 月期间担任监事及门店运营负责人；于 2019 年 12 月起担任公司董事及门店运营负责人。
苏凯博士	47 岁	非执行董事	向董事会提供专业意见及判断	自 2018 年起担任红杉的合伙人。曾任职明基逐鹿南京分公司、Kronos、IBMChinaCompanyLtd. 及三福百货有限公司；自 2014 年 8 月至 2018 年 5 月，曾担任金鹰商贸集团有限公司的行政总裁。
张江先生	37 岁	财务总监	负责集团的日常财务运营	于 2014 年 1 月至 2017 年 3 月担任致同会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所的经理，并于 2017 年 7 月至 2018 年 12 月担任长沙欣昊财务咨询有限公司财务负责人。于 2018 年 12 月加入集团，自此一直负责集团的日常财务运营，担任财务总监。
陈超先生	37 岁	董事会秘书兼联席公司秘书	负责集团的公司管治、信息披露及投资者关系管理	于 2014 年 11 月至 2015 年 2 月担任汇添富资本管理有限公司投资经理，随后担任国泰君安证券股份有

港股公司动态报告

限公司投资银行部执行董事。于 2024 年 4 月加入集团，自此一直担任公司董事会秘书。

资料来源：鸣鸣很忙招股书，中信建投证券

1.3 财务情况：收入业绩高速发展，各项指标表现优异

经营成果表现优异，收入利润超快速增长。公司各项经营指标表现优异，收入从 2022 年的 43 亿快速增长至 2024 年的 393 亿元，利润也从不足 1 亿元快速攀升至 8 亿元左右。

盈利能力提升，费用率管控得当。2024 年公司毛利率为 7.62%，归母净利率为 2.12%，均较 2023 年有所上升，反映公司盈利能力有所提高。公司销售及营销费用率为 3.75%，同比略有上升，主要源于公司加大品牌宣传力度。管理费用率为 0.99% 维持低位。2024 年公司 ROE 为 15%。

无财务压力，现金流表现突出。公司账上有息负债率仅为 5%，销售模式采取先款后货的方式，现金流充裕。2024 年经营现金流为负值主要原因是公司为后续发展增加运营资本，存货数量有所上升。

表 4:公司各项财务指标情况

	2022 年	2023 年	2024 年
收入	4,285,745	10,295,318	39,343,511
yoy		140%	282%
归母净利润	71,651	217,428	833,701
yoy		203%	283%
毛利率	7.45%	7.50%	7.62%
yoy		0.05pct	0.12pct
归母净利率	1.67%	2.11%	2.12%
销售及营销费用率	-3.71%	-3.16%	-3.75%
管理费用率	-1.40%	-1.14%	-0.99%
ROE	12%	5%	15%
有息负债率	0	0%	5%
经营现金流/净利润	115%	271%	-28%
自由现金流/净利润	95%	256%	-45%

资料来源：鸣鸣很忙招股书，中信建投证券

二、行业：休闲食品行业稳定扩张

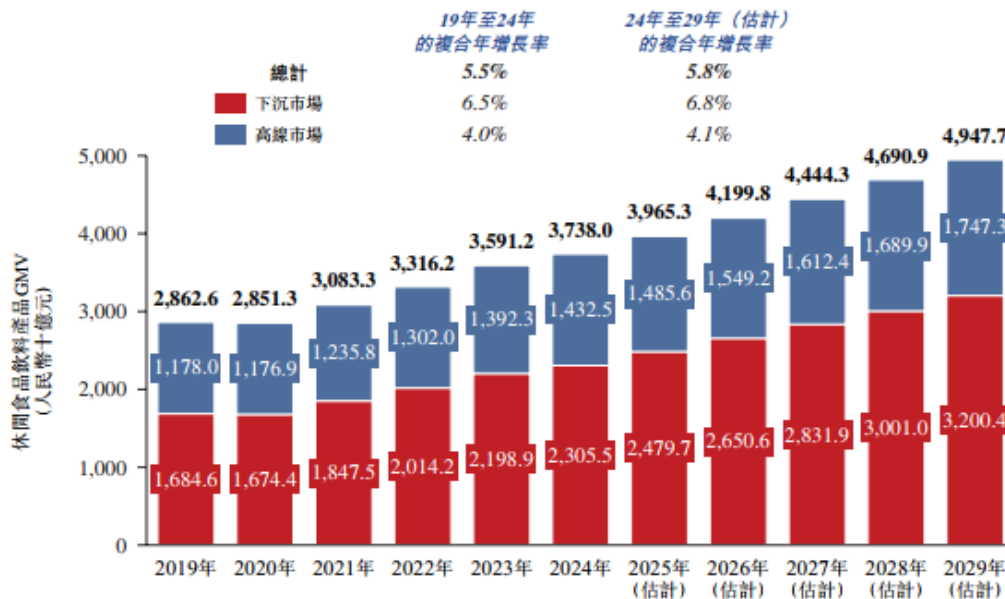
2.1 万亿休闲食品行业稳定扩张

近年来，在食品消费水平提升、消费场景多样化兴起及消费偏好转变的推动下，中国休闲食品饮料零售行业稳定增长。2019年至2024年，该行业市场规模从2.9万亿元人民币增长至3.7万亿元人民币，复合年增长率为5.5%。展望未来，预计中国休闲食品饮料零售行业将持续扩张，2029年市场规模有望达到4.9万亿元人民币，2024年至2029年的复合年增长率为5.8%。

从消费层级看，过去五年，中国休闲食品饮料零售市场正加速向下沉市场渗透。2024年，下沉市场GMV已达2.3万亿元人民币，2019年至2024年的复合年增长率为6.5%；相比之下，2024年高线市场GMV为1.4万亿元人民币，同期复合年增长率为4.0%。下沉市场增速领先于高线市场，且未来增长势头预计仍将保持强劲——2024年至2029年，下沉市场GMV复合增长率预计为6.8%，继续高于高线市场的4.1%。消费水平的提升与基础设施的完善，意味着下沉市场的结构日趋成熟，未来增长潜力巨大。此外，以休闲食品饮料专卖店为代表的、更贴近消费者且更便利的零售业态也在快速崛起。

图 3:中国休闲食品饮料零售市场按区域划分的市场规模

2019年至2029年（估计）中国休闲食品饮料零售市场按区域划分的市场规模



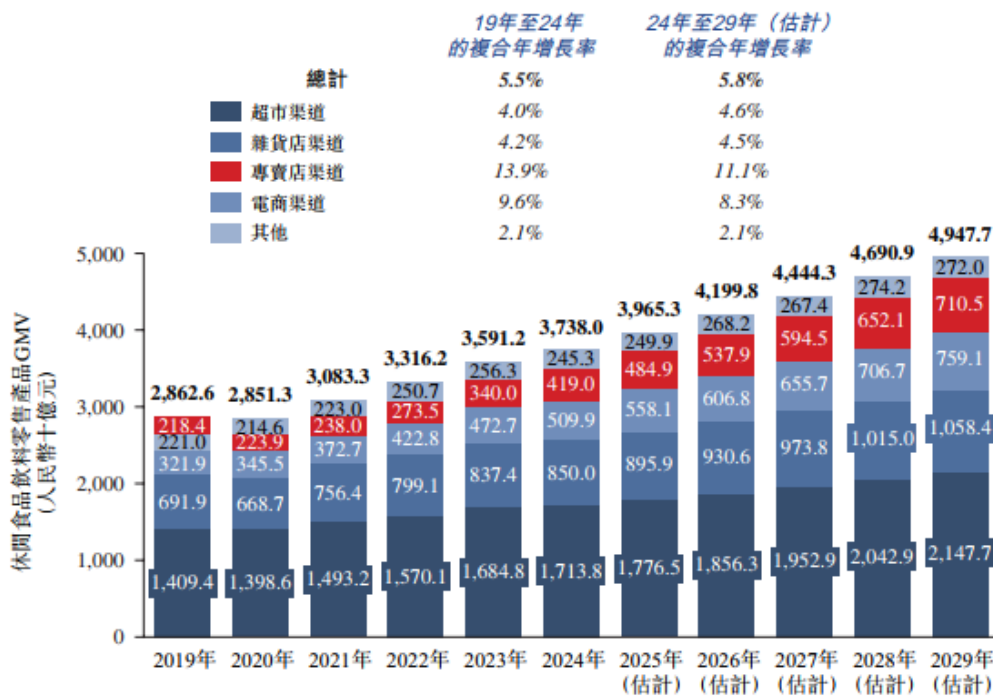
数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投

专卖店渠道强势崛起成为休闲食品饮料零售主力。从在行业总市场规模中的占比来看，杂货店渠道的GMV占比从2019年的24.2%下降至2024年的22.7%，超市渠道的GMV占比则从2019年的49.2%降至2024年的45.8%。与之相对，专卖店渠道的GMV在行业总市场规模中的占比从2019年的7.6%上升至2024年的11.2%，其GMV也从2019年的2184亿元人民币增长至2024年的4190亿元人民币。展望2024年至2029年，休闲食品饮料通过专卖店渠道销售的GMV占比预计将继续提升。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 4:中国休闲食品饮料零售市场按零售渠道划分的规模

2019年至2029年(估计)中国休闲食品饮料零售市场按零售渠道划分的市场规模



数据来源: 鸣鸣很忙招股说明书, 中信建投

解决行业痛点, 专卖店渠道增长最快。 专卖店渠道是专注于休闲食品饮料品类、提供精选产品和定制化购物体验, 以满足特定消费者偏好的零售门店。其中, 量贩模式是专卖店渠道中的一种创新模式, 它专注于提供多品牌、多品类、多规格的精选产品组合, 主打高性价比定位。这种量贩模式独特且有效地解决了中国休闲食品饮料零售行业的几大痛点:

在产品多样性方面, 量贩模式着力打造多品牌、多品类、多规格产品的一站式购物体验, 以此增强消费者黏性。相比之下, 超市、大卖场和便利店等零售商难以满足消费者对休闲食品饮料的多样化需求。此外, 由于量贩模式聚焦休闲食品饮料品类, 能更敏锐地捕捉新兴消费趋势和偏好, 提前洞察市场机遇, 并与厂商紧密合作, 比其他零售商更早抢占爆款产品先机, 确保产品高效、快速迭代更新。

在契合消费习惯方面, 休闲食品饮料消费具有即时性、连带性及场景触发式的特征。与大超市、大卖场等聚焦计划性消费的基础食品渠道不同, 量贩模式凭借欢乐舒适的购物环境, 为注重购物体验、氛围及 SKU 多样性的休闲食品饮料消费者构建了重要消费场景。此外, 量贩门店通过促销活动、样品试吃、社区导购等线下体验, 能有效激发购买欲望, 这一优势是电商渠道无法复制的。同时, 提供小规格包装产品也降低了消费者尝新、试错的成本。

在质价比方面, 量贩模式通过大规模集中采购、简化流通中间环节、降低成本等方式, 精简供应链体系。这种优化后的供应链模式, 使得量贩模式下的产品定价平均比超市或便利店低约 7%-40%。

图 5: 专卖店量贩模式最能解决行业各项痛点

	渠道定位	休闲食品饮料产品多样性	休闲食品饮料产品质价比	门店网络范围	购物体验	
专卖店渠道	量贩模式	专注经营多品牌、多品类、多规格休闲食品饮料的量贩零售商，以高质价比为核心，打造广泛精选商品组合的一站式购物体验。	●●●	●●●	●●●	●●●
	其他专卖店	依托特定休闲食品饮料品牌或品类的专卖店，提倡精选购物体验。	●●○	●●○	●●●	●●●
超市渠道	超市及大卖场	均衡布局食品饮料及家庭日用品类的综合零售商，适量销售休闲食品饮料品类。	●○○	●○○	●○○	●●○
	便利店	满足即时消费需求及便利型杂货采购需求的零售业态。	●○○	●○○	●●●	●○○
杂货店渠道	小型、独立商店，产品标准化程度有限的碎片化零售模式。	○○○	○○○	○○○	○○○	
电商渠道	网上购物及交易的线上平台。	●●●	●●○	不适用	○○○	



数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投

2.2 竞争格局相对分散，公司成就第一大休闲零食零售商

零售商包括连锁零售商、独立零售商及线上零售商。其中，连锁零售商在食品饮料零售行业中占据最大市场份额。2024年，连锁零售商贡献的GMV占中国休闲食品饮料零售行业总GMV的57.1%，达2.1万亿元人民币。中国休闲食品饮料零售行业呈现高度分散的特点，2024年，前五大连锁零售商的市场份额合计为6.0%。而按当年休闲食品饮料GMV计算，公司是中国最大的连锁零售商，市场份额为1.5%。

图 6: 2024年中国前五大休闲食品饮料零售商

排名	连锁零售商	休闲食品饮料产品GMV (人民币十亿元)	市场份额(%)
1	本集团	55.5	1.5%
2	公司A	50.5	1.4%
3	公司E	43.5	1.2%
4	公司C	41.3	1.1%
5	公司B	30.0	0.8%
前五大		220.8	6.0%
休闲食品饮料产品GMV总额		3,738.0	100.0%
其中：连锁零售商		2,132.8	57.1%
其中：其他零售商		1,605.2	42.9%

数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投

2.3 发展历史：格局趋于稳固，行业发展迈入盈利提升阶段

回顾发展历程，自 2010 年代起，量贩零食行业先后经历了“打磨商业模式、快速跑马圈地”与“行业兼并整合、市场格局确立”两个阶段。如今，头部两强与其他品牌的差距已显著拉大，在发展诉求上更注重收入与利润的平衡。在聚焦提升盈利能力的同时，行业也在积极探索多品类门店等创新模式，以此寻求更大的增长空间。

2010 年代，量贩零食连锁模式开始显露雏形，戴永红、老婆大人、好想来、糖巢等品牌率先入局，但这一阶段的拓店节奏相对平缓。2017 年，零食很忙在长沙成立，凭借更优的店型设计、标准化的门店管理体系，叠加资本力量的加持，实现了门店的快速扩张；此后，市场上也涌现出一批模仿其模式的品牌。

由于量贩零食门店的商业模式高度同质化，且门店选址的先发优势对销售表现影响显著；同时，对于依靠赚取商品进销差价盈利的品牌商而言，规模效应能有效降低采购与配送成本。因此，行业发展早期的核心经营逻辑是“拼速度”，通过快速跑马圈地抢占市场点位。

2023 年下半年，量贩零食行业的两强格局正式确立，头部企业通过大力补贴抢占空白点位，行业竞争随之加剧。

在品牌加速全国化扩张的进程中，资本的介入推动行业兼并整合节奏加快。其中，2023 年下半年万辰整合五大品牌，以及零食很忙与赵一鸣达成战略合并，共同奠定了行业“双强并立”的市场格局。此后，两大头部企业均提出“万店”发展目标，积极在北部、西部等空白区域开放加盟业务，甚至深入竞争对手的基地市场布局。

随着市场进入短兵相接的竞争阶段，双强纷纷加大政策力度：推出“免加盟费、免服务费”及 10 万元补贴等加盟优惠，同时增加商品打折的力度与天数。更值得注意的是，双强还采取了竞争补贴策略，将加盟商的毛利率补贴至 15%，以此强化市场渗透与点位争夺。

表 5:鸣鸣很忙和万辰集团加盟政策比较

指标	时间	鸣鸣很忙	万辰集团
费用预算	2024	0 加盟费、0 管理费、0 培训费、0 装修费、0 服务费、0 督导费	0 加盟费、0 服务费、0 管理费、0 配送费、0 服务费、0 装修利润
	2025	0 加盟费、0 配送费	0 加盟费、0 配送费、0 管理费、0 装修费、0 服务费、0 装修利润
开店补贴	2024	①首店补贴最高 16.7 万元； ②门店面积达 150 m ² 以上，实际经营面积达 120 m ² 以上，且为非转型门店，补贴 7.2 万元；	单店面积达 150 m ² 以上，且为非转型门店，新开店补贴 10 万元

表 5: 鸣鸣很忙和万辰集团加盟政策比较

指标	时间	鸣鸣很忙	万辰集团
		③单店销量达标, 补贴门店有效面积超过 40 m ² ; 补贴 3000 元, 共补贴 12 个月	
	2025	单店营业面积达到 150 m ² 且为 2 m ² 以上的转型门店, 有效新鲜(指月报表至门店订货金额, 除门店有效面积超过 40 m ² ; 补贴期限最长不超过一年)	单店营业面积达到 150 m ² 且为 2 m ² 以上的转型门店, 且有效新鲜面积超过 40 m ² , 最高补贴 36000 元
大招牌补贴	2024	①有效招牌面积在 20 - 40 m ² 之间, 超过 20 m ² 部分补贴 300 元 /m ² ; ②有效招牌面积在 40 - 60 m ² 之间, 超过 20 m ² 部分补贴 400 元 /m ² ; ③有效招牌面积超过 60 m ² , 超过 20 m ² 部分补贴 500 元 /m ²	凡门头面积超过 30 平米的门店, 超过 30 平米的部分公司可补贴 50 元 / 平米金额补贴(一次性装修补贴)
	2025	①有效招牌面积在 20 - 40 m ² 之间, 超过 20 m ² 部分补贴 300 元 /m ² ; ②有效招牌面积在 40 - 60 m ² 之间, 超过 20 m ² 部分补贴 400 元 /m ² ; ③有效招牌面积超过 60 m ² , 超过 20 m ² 部分补贴 500 元 /m ² , 累计支持金额上限以实际计算为准	/
竞争补贴	2024	凡门店在选定门店(指总部初定, 满足条件, 公司将在本文件 1 个月内下店) 1	凡在竞品门店 200 米(百度地图导航步行距离)范围内的门店, 进行的所有提升

表 5: 鸣鸣很忙和万辰集团加盟政策比较

指标	时间	鸣鸣很忙	万辰集团
		公里范围内, 且为竞品在营门店, 在竞品在营门店, 在该门店范围内, 将额外补贴公司审核金额 50% (该 50% 是门店总补贴的 50%, 且该补贴的支付时间是 2024 年 1 月 22 日 - 2024 年 4 月 30 日)	门店销售的活动, 公司全力支持给予活动政策补贴(政策执行时间是 2024 年 1 月 1 日 - 2024 年 6 月 30 日)
	2025	/	/
迁址补贴	2024	本政策生效不强制调整门店, 如因经营不佳(指连续 2 个月, 月均免费消费金额低于 3000 元, 且未达到补贴标准), 可免费更换门店一次(迁址补贴支付时间是 2024 年 1 月 22 日 - 2024 年 4 月 30 日)	/
	2025	/	门店 100 米(百度地图导航步行距离)范围内迁址更换且未放弃大招牌补贴, 可享受迁址补贴 1 次(迁址补贴支付时间是 2024 年 1 月 1 日 - 2024 年 6 月 30 日)

资料来源: 鸣鸣很忙微信公众号, 万辰集团微信公众号, 中信建投证券

相比之下, 中小品牌因品牌影响力较弱、供应链能力不及头部企业, 叠加头部企业推出的大额补贴政策, 导致其门店运营及盈利能力与双强的差距持续扩大, 生存空间被显著挤压, 具体表现为店效下滑、闭店率上升。

从区域竞争格局来看:

- 华东、华中地区的量贩零食业态最为成熟, 鸣鸣很忙、万辰集团分别在当地占据绝对优势;
- 华南、西南地区市场培育基础较好, 鸣鸣很忙在此区域更具竞争力;
- 华北、东北、西北市场的门店布局相对空白, 而万辰集团在这些区域的拓展更为激进, 当前门店布局已形成一定优势。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

与之相对应的是，量贩零食行业迅速诞生了两家万店规模的品牌，其达成速度与行业集中度明显高于其他连锁赛道。

表 6：行业发展历程

维度	具体内容
发展历程阶段	自 2010 年代起，先后经历“打磨商业模式、快速跑马圈地”与“行业兼并整合、市场格局确立”阶段，当前头部两强与其他品牌差距显著，更注重收入与利润平衡，探索多品类门店等创新模式以拓展增长空间。
2010 年代行业初期	量贩零食连锁模式雏形显现，戴永红、老婆大人、好想来、糖巢等率先入局，拓店节奏平缓；2017 年零食很忙在长沙成立，凭借更优店型设计、标准化门店管理及资本加持快速扩张，带动一批模仿品牌出现。
早期核心经营逻辑	因门店商业模式高度同质化，选址先发优势对销售影响显著，且品牌商靠进销差价盈利，规模效应可降采购及配送成本，故早期核心是“拼速度”跑马圈地抢占点位。
2023 年下半年格局	两强格局正式确立，头部企业通过大力补贴抢空白点位，竞争加剧；资本推动兼并整合加速，万辰整合五大品牌、零食很忙与赵一鸣战略合并奠定“双强并立”格局，双强提出“万店”目标，向北部、西部等空白区域及对手基地市场开放加盟。
双强竞争策略	推出“免加盟费、免服务费”及 10 万元补贴等加盟优惠，增加打折力度与天数，采取竞争补贴策略将加盟商毛利率补贴至 15%，强化市场渗透与点位争夺。
中小品牌处境	因品牌影响力、供应链能力弱于头部，叠加头部大额补贴，门店运营及盈利差距扩大，生存空间被挤压，表现为店效下滑、闭店率上升。
区域竞争格局	华东、华中业态最成熟，鸣鸣很忙、万辰集团分占绝对优势；华南、西南市场培育基础好，鸣鸣很忙占优；华北、东北、西北门店较空白，万辰集团拓展更激进，已形成一定优势。
行业规模与集中度	迅速诞生两家万店品牌，达成速度与行业集中度明显高于其他连锁赛道。

资料来源：晚点 LatePost，各品牌抖音号，尼尔森数据，中信建投证券

从万店连锁品牌的分布来看，主要分为两类：一类是面向广谱需求的大型行业，比如奶茶行业和便利店业态，孕育出了蜜雪冰城、古茗、美宜佳、易捷等多家万店品牌；另一类是细分需求行业，头部品牌凭借高度标准化的运营能力占据了较高的市场集中度，例如绝味鸭脖、正新鸡排、锅圈食汇等。

而量贩零食行业之所以能快速涌现万店品牌，原因主要有两方面：一方面，量贩零食门店的销售通路相对简单，且店内产品保质期较长，相较于餐饮、茶饮等连锁业态，在店型打磨完善后更易于复制和推广；另一方

面，资本的大量进驻加速了行业整合，同时高额补贴刺激了门店的高速扩张（类似瑞幸咖啡、库迪咖啡、锅圈食汇的发展路径）。

三、公司业务：门店网络庞大，龙头强者恒强

3.1 庞大门店网络奠定公司竞争优势

公司在 2017 年于湖南省长沙市开设了首家「零食很忙」门店。2023 年，公司收购了「赵一鸣零食」。公司的两个品牌通常不在同一地理区域开设门店，以实现最优的地域互补。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已建立由 14,394 家门店组成的门店网络，覆盖中国 28 个省份和所有线级城市，约 58% 的门店位于县城及乡镇。截至同一天，公司的门店网络已覆盖 1,224 个县，在县城中的覆盖率达到约 66%。

图 7:截至 2024 年末公司门店布局情况



数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投

加盟形式为公司主要的门店拓展方式。就门店形态来看，2024 年加盟店门店数量 14379 家，占有门店数量的 99.9% 左右，自营门店数量仅为 15 家左右。公司战略性运营直营店，以提升品牌认知度，并获取市场洞察。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 7:加盟店是公司主要店铺形态

	2022 年门店数量及占比	2023 年门店数量及占比	2024 年门店数量及占比
自营店	4 家, 占比 0.2%	16 家, 占比 0.2%	15 家, 占比 0.1%
加盟店	1,898 家, 占比 99.8%	6,569 家, 占比 99.8%	14,379 家, 占比 99.9%
总计	1,902 家, 占比 100.0%	6,585 家, 占比 100.0%	14,394 家, 占比 100.0%

资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投

从门店城市级别分布来看，2024 年末公司在一线及新一线城市/二线城市/三线及三线以下城市的门店数量分别为 2530/1943/9921 家，分别占比 17.6%/13.5%/68.9%。

表 8:公司门店在不同线城市分布情况

城市线级	2022 年门店数量及占比	2023 年门店数量及占比	2024 年门店数量及占比
一线及新一线城市	441 家, 占 23.2%	1,063 家, 占 16.1%	2,530 家, 占 17.6%
二线城市	104 家, 占 5.5%	532 家, 占 8.1%	1,943 家, 占 13.5%
三线及三线以下城市	1,357 家, 占 71.3%	4,990 家, 占 75.8%	9,921 家, 占 68.9%
总计	1,902 家, 占 100.0%	6,585 家, 占 100.0%	14,394 家, 占 100.0%

资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投证券

门店设计独具风格，提供出色消费体验。公司门店的总面积一般在 140 至 190 平方米之间。除提供更多样的 SKU，还设有流行新潮的休闲食品区以及互动区和休息区域，目的是提高消费者参与度和品牌声誉。此外，公司已开设创新型概念店，如“超级·零食很忙”“零食很大”“赵一鸣零食研究所”，为消费者提供独特的逛店体验。除了一般供应的产品外，公司在创新型概念店为消费者提供独有产品（如特色包装休闲食品），旨在创造有吸引力的讨论话题，提升社交体验。这些创新型概念店展示了公司在创新方面的举措，强化了品牌形象，还有助于建立忠实的消费者群体。所有创新型概念店均为自营，与其他门店遵循相同的设计风格。

公司的门店采用吸引人且令人难忘的、具有凝聚力的设计风格，为消费者提供始终如一的逛店体验，突出品牌形象，旨在为广泛的消费群体提供欢乐、舒适的逛店体验。公司要求所有门店的门面及室内装饰统一采用亮黄色或红色主题。室内温度和照明经过精心设计，以确保环境宜人。门店制作的烘焙产品散发着怡人的香气，让消费者逛店时倍感幸福。另一方面，公司深知不同的地理位置及门店类型会吸引不同的消费群体，每个群体对门店陈列有不同的偏好。例如，位于不同区域的门店，产品陈列重点以及端头摆放的商品可能会有所不同。此外，各个地区对畅销产品的需求也各不相同。为满足这些需求，公司鼓励每家门店从公司收集的约 30,000 个可视化门店陈列模板库中选择一个，这些模板详细说明了门店流程设计和产品陈列，这使得布局及产品展示呈现千店千面的风貌。这种方法既保证了“千店千面”，又在设计风格方面保持“万店如一”。

图 8:零食很忙门店形象



图 9:赵一鸣零食门店形象



数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投证券

数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投证券

公司在所有门店采用标准化门店运营流程。标准化门店运营流程涵盖多个方面，以确保客户体验的一致性，提高运营效率，保证产品质量，支持规模化扩张及品牌形象统一，所有这些都助于提升消费者满意度并提高门店的销售业绩。

例如，公司一般要求每家门店保持至少 1,800 个 SKU。公司对货架长度和过道宽度有严格的标准，以确保为消费者提供充足的空间，让他们能够舒适逛店。公司要求产品摆放整齐。公司鼓励各门店从公司的可视化门店陈列模板库中选择一种陈列方式。公司要求门店采用适当的人员配置策略，比如向日销售额更高的门店分配更多员工，以实现运营效率最大化。公司还要求员工统一着装、主动迎接消费者并耐心回答消费者的询问。

图 10:公司的货架和产品陈列



图 11: 公司的货架和产品陈列



数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投证券

数据来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投证券

3.2 单店数据表现优异，内生增长有力

业务在市场中逐步壮大、运营效率提升。从 GMV 来看，2022 年为 6447 百万元，2023 年增长至 15323 百万元，2024 年进一步大幅提升到 55351 百万元，呈现出快速增长的趋势。订单总数方面，2022 年是 175 百万份，2023 年增至 423 百万份，2024 年达到 1615 百万份，订单量逐年大幅增加。同店数据上，2022 年为 385 单/家/日，2023 年是 388 单/家/日，2024 年为 452 单/家/日。前两年相对平稳，2024 年增长明显。

表 9:公司门店经营数据情况

经营指标	2022 年(截至 12 月 31 日止年 度)	2023 年(截至 12 月 31 日止年 度)	2024 年(截至 12 月 31 日止年 度)
GMV 总额 (人民币百万元)	6,447	15,325	55,531
订单总数 (百万份)	175	423	1,615
每家门店日均单量	385	388	452

资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投证券

3.3 加盟体系不断扩张，加盟商忠诚度高

公司的主要客户是依据加盟协议经营加盟店的加盟商。2022 年末，公司拥有加盟商 994 家，当年新增 585 家，退出 1 家，平均带店率为 1.94 家；2023 年末，加盟商数量增至 3377 家，新增 2396 家，退出 13 家，平均带店率同样为 1.94 家；2024 年末，加盟商达到 7241 家，新增 3950 家，退出 86 家，平均带店率为 1.97 家。

积极赋能加盟商。2024 年末，公司门店经营部共有 2398 位员工，其中店铺督导 794 位，平均每位员工负责 6 家门店的经营检查，每位督导覆盖 18 家门店。此外，公司有 25 名全职专业人员专门为加盟商及门店员工设计培训计划；还有 44 位城市经理，负责为加盟商的门店运营提供指导，并定期巡查指定门店。

表 10:加盟店数目变化情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年
期初加盟店数目	823	1,898	6,569
期内开设的新加盟店数目	1,089	4,715	8,083
期内关闭的加盟店数目	14	44	273
期末加盟店数目	1,898	6,569	14,379

资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投证券

表 11:加盟商数目变化情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年
期初加盟商数目	410	994	3,377
新加盟商数目	585	2,396	3,950
退出的加盟商数目	1	13	86
期末加盟商数目	994	3,377	7,241

资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，中信建投证券

风险分析

客户流失风险：消费者对公司产品的需求可能会发生变化，这取决于公司无法控制的因素，如消费意愿及购买力的变化、消费者人口结构的变化以及市场上各种其他种类零食饮料日益多样化。

行业竞争加剧风险：公司所处行业的发展情况可能和预期不符，公司也有可能受到新的竞争者的影响。

公司较大依赖经销商渠道的收入，对于下游高度依赖。

公司为零售企业，同时依赖上游供应商和物流体系。

公司管理层为双方合并而来，存在利益不一致风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024新财富海外市场研究第五名；2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

余璇

中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021年10月加入中信建投证券，具有3年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk