

2026年1月22日 星期四

【新股评论】

王柏俊

+ 852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

行业 消费

鸣鸣很忙集团（1768，未评级）：中国最大且增长最快的连锁零售商之一

鸣鸣很忙集团（“公司”）是中国一家成熟且稳步发展的食品饮料零售商。根据弗若斯特沙利文报告，按2024年休闲食品饮料产品GMV计，公司是中国最大的连锁零售商；按2024年食品饮料产品GMV计，公司亦是中国第四大连锁零售商，并保持高速增长。根据中国连锁经营协会的资料，公司位列2024年中国连锁前十位之一，也是其中增长最快的连锁商。

公司门店网络中的门店多位于人流量大、易见易达的街边位置，致力于提供欢乐、舒适的逛店体验。公司提供品类丰富、高质价比、高频上新的产品。截至2025年9月30日，公司拥有由19,517家门店构成的网络，覆盖中国28个省份和所有地级城市，且公司门店网络中约59%的门店位于县城及乡镇。于2024年，公司录得GMV人民币555亿元。截至2025年9月30日止九个月，公司录得GMV人民币661亿元，较2024年同期增长74.5%。

发展历程：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。鉴于互补的地区覆盖范围及既有的消费者认可度，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，并建立统一的集团标志。

图表 1：发展历程

年份	里程碑
2017年	於湖南省長沙市開設首家「零食很忙」門店
2019年	於江西省宜春市開設首家「趙一鸣零食」門店
2021年	我們成立內部數字化中心，加強信息化建設
2022年	「零食很忙」門店數量突破1,000家 我們入圍2022年中國糖酒食品行業年度渠道標桿
2023年	「趙一鸣零食」門店數量突破1,000家 我們完成趙一鸣收購事項，實現了「零食很忙」與「趙一鸣零食」的融合
2024年	我們的會員總數突破100百萬 我們門店網絡中的門店總數突破10,000家 我們被福布斯中國評為2024大消費年度影響力零售商

资料来源：招股说明书

产品：公司的产品包括(i)烘焙食品、(ii)饼干、(iii)坚果及籽类、(iv)休闲膨化食品和快餐、(v)休闲熟食食品、(vi)糖果、巧克力和蜜饯及(vii)饮料。通过提供品类丰富、高质价比、高频上新的产品，提升了公司的丰富产品供应优势。截至 2025 年 9 月 30 日，我们的在库 SKU 合共 3,997 个。一般，每家门店保持最少 1,800 个 SKU。

营运模式：主要通过加盟模式经营，授权加盟商通过加盟店以公司的品牌销售休闲食品饮料。公司绝大部分收入来自(i)向加盟商销售商品，及(ii)加盟服务费用。

图表 2：门店网络

	截至12月31日						截至2025年	
	2022年		2023年		2024年		9月30日	
	門店數量	%	門店數量 ⁽¹⁾	%	門店數量	%	門店數量	%
	(個, 百分比除外)							
自營店	4	0.2	16	0.2	15	0.1	23	0.1
加盟店	1,898	99.8	6,569	99.8	14,379	99.9	19,494	99.9
— 零食很忙	1,898	99.8	3,931	59.7	6,795	47.2	8,407	43.1
— 趙一鳴零食	—	—	2,638	40.1	7,584	52.7	11,087	56.8
總計	1,902	100.0	6,585	100.0	14,394	100.0	19,517	100.0

资料来源：招股说明书

量贩模式，通过创新产品开发、打造欢乐、舒适的逛店体验、供应链重构，解决了中国休闲食品饮料零售行业的痛点：

- a. **丰富、多元的产品和欢乐、舒适的逛店体：**门店网络中的单店 SKU 数量一般不少于 1,800 款，公司也通过灯光、陈列、购物动线设计、以及集购物、娱乐和社交于一体的店内互动活动，致力于为消费者提供欢乐、舒适的逛店体验，从而延长消费者在门店网络中门店内的驻足时间，提升门店网络中门店的市场辨识度。
- b. **围绕用户需求的产品精选与定制：**2024 年，公司门店网络中门店的订单量逾 16 亿笔，凭借对消费者喜好的深度洞察，对产品进行定制化开发。截至 2025 年 9 月 30 日，公司的产品 SKU 中约 34% 为与厂商合作定制。公司亦通过合作定制小包装和提供散装称重产品降低了产品的尝新门槛。此外，公司构建了初选、试吃、试卖、推广的标准化选品决策机制。于 2024 年及截至 2025 年 9 月 30 日止九个月，公司每月平均上新数百款产品。
- c. **重构供应链以提升产品质价比：**公司通过直接向厂商采购，并直接面向终端消费者销售，减少了中间环节，并实现了规模经济。根据弗若斯特沙利文报告，公司的产品(截至 2024 年 12 月 31 日)平均价格比线下超市渠道的同类产品便宜约 25%。
- d. **广泛覆盖下沉市场：**截至 2025 年 9 月 30 日，公司门店网络由 19,517 家门店组成，其中约 59% 位于县城及乡镇，门店网络覆盖 1,341 个县。这

一广泛且纵深的门店网络布局，使公司高质价比的优质产品可触达各线城市城市的消费者。

财务表现：公司的收入主要来自(i)向加盟商销售商品及(ii)加盟服务费。受益于内生增长及收购，过去几年公司录得持续的高速增长和稳健的盈利水平。公司的收入从2022年的人民币4,285.7百万元增长到至2024年的人民币39,343.5百万元，年均复合增速达203.0%。公司的毛利率于2022年到2024年都维持在7.5%-7.6%区间，相对稳定。截至2025年9月30日止九个月，毛利率提升到9.7%（受益于业务规模扩大及成本管控能力加强的规模经济所致）。2022年、2023年及2024年分别实现经调整净利润人民币81.5百万元、人民币234.8百万元和人民币912.6百万元，年均复合增速达234.6%。2022年、2023年及2024年的经调整净利润率分别为1.7%，2.1%及2.1%。截至2025年9月30日止九个月，经调整净利润率提升到3.4%。

图表 3：主要营运指标

	截至12月31日止年度			截至9月30日止九個月	
	2022年	2023年 ⁽¹⁾	2024年	2024年	2025年
GMV總額(人民幣百萬元).....	6,447	15,325	55,531	37,858	66,060
— 零食很忙	6,447	13,950	26,207	18,387	28,000
— 趙一鳴零食 ⁽³⁾	—	1,375	29,324	19,471	38,060
訂單總數(百萬份).....	175	423	1,615	1,079	2,129
— 零食很忙	175	387	773	533	904
— 趙一鳴零食 ⁽³⁾	—	36	842	546	1,225
每家門店日均單量 ⁽²⁾	385	388	452	462	481

资料来源：招股说明书

图表 4：财务损益表

	截至12月31日止年度			截至9月30日止九個月	
	2022年	2023年	2024年	2024年	2025年
	(人民幣千元)			(未經審核)	
收入	4,285,745	10,295,318	39,343,511	26,465,472	46,371,465
銷售成本.....	(3,966,394)	(9,522,979)	(36,344,463)	(24,565,683)	(41,861,454)
毛利	319,351	772,339	2,999,048	1,899,789	4,510,011
其他收入及收益及其他開支...	1,824	5,645	23,190	(8,359)	58,430
銷售及營銷開支.....	(159,138)	(325,209)	(1,476,110)	(978,670)	(1,723,198)
行政開支.....	(59,951)	(117,660)	(391,058)	(234,675)	(655,169)
金融資產減值虧損淨額.....	(125)	116	(123)	(99)	(3,296)
財務費用.....	(2,159)	(2,899)	(7,006)	(5,000)	(10,623)
應佔聯營公司利潤及虧損.....	—	(7,726)	4,293	5,821	3,696
除稅前利潤.....	99,802	324,606	1,152,234	678,807	2,179,851
所得稅費用.....	(28,151)	(107,072)	(323,078)	(189,928)	(621,069)
年/期內利潤及					
全面收益總額.....	71,651	217,534	829,156	488,879	1,558,782

资料来源：招股说明书

公司的优势：

- 知名的食品饮料零售商，且持续快速增长
- 卓越的产品能力和强大的供应链保障
- 欢乐、舒适的逛店体验，和标准化门店运营保证的一致性
- 深入、广泛的门店网络覆盖，和易见、易达的门店选址
- 创新营销抢占用户心智，品牌形象深入人心
- 全流程数字化能力，进一步助推卓越运营
- 具有战略眼光的管理团队和廉洁务实的企业文化

公司的战略：

- 系统性升级门店网络
- 围绕市场需求，主动迭代产品
- 持续优化、升级供应链体系
- 提升数字化水平，提高管理效率
- 进一步加大营销力度及强化公司的品牌影响力
- 探索潜在投资和收购机会

风险提示：

- 如果公司无法保持产品的受欢迎程度、对消费者偏好变化的预测和及时反应，或扩展 SKU 及产品品类，公司的销售业绩及盈利能力或会受到重大不利影响
- 如果公司无法为消费者提供具有高度吸引力价格的产品或维持具有竞争力的价格，公司的业务、财务状况及经营业绩将受到重大不利影响
- 公司高度依赖加盟商
- 食品安全及质量风险
- 行业竞争激烈

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。。



第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789
网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)