鸣鸣很忙港股上市，关注产业链投资新趋势

—— 零食行业专题报告

2026 年 01 月 26 日

核心观点

- **鸣鸣很忙港股上市，板块投资关注度提升。**鸣鸣很忙计划于 1 月 28 日在港交所挂牌上市，将成为港股“量贩零食第一股”，全球发售 1410 万股（占比约 7%），预计净筹资 30 亿港元以上，发行市值约 500 亿港元；目前市场反馈积极，8 家基石投资者合计认购 15 亿港元（包括腾讯、淡马锡与贝莱德等），招股阶段最新认购倍数超过 1500 倍。我们认为鸣鸣很忙作为零食量贩龙头企业，其成功上市将长期提振市场对零食板块的关注度，长期持续看好零食量贩产业链投资机会，并且认为当前行业已经步入新的发展阶段，建议积极关注上下游二大新趋势带来的投资机会。

- **下游：从跑马圈地到高质量增长，收入增长仍具持续性&盈利能力提升。**1）传统店型仍有较大开店空间，预计 2025 年零食量贩传统门店接近 5 万家，未来开店总空间约 7.4 万家（增量 2 万家以上），但需平衡好门店数量与单店收入的关系。2）盈利能力有望持续提升，2023 至 2025 年前三季度鸣鸣很忙经调整净利率从 2.3%提升至 3.9%，万辰净利率则从-1.6%提升至 4.4%，主要得益于开店补贴收窄与品类结构调整，我们认为上述二大逻辑在 2026 年仍有持续性。3）新店型支撑门店扩张与单店改善，2025 年鸣鸣很忙与万辰均开设折扣超市新店型，拓展烘焙、速冻与日化等品类，目前新店型数量占比预计不到 20%，参考堂吉诃德新店型数量占比约 50%，我们判断 2026 年新店型仍有开店空间。4）开发自有产品提振收入与毛利率，两强目前开发的自有产品包括定制化商品与自有品牌商品，其中自有品牌收入占比预计个位数，对标堂吉诃德与国内“胖山盒”自有品牌占比（20-30%）提升空间明显。

- **上游：下游品类扩张与培育自有产品，看好相关供应链企业的投资机会。**1）方向一：下游门店品类向乳品、烘焙与速冻食品等扩张，相关行业上游供应链公司有望受益，尤其是部分腰部品牌收入具备较大弹性，例如饮料（香飘飘&欢乐家&李子园等）、乳品（新乳业&一鸣食品等）、烘焙（立高食品等）、速冻（三全食品&千味央厨等）；2）方向二：下游大力发展自有产品或导致供应链公司市场份额分化，随着下游门店加大对自有商品的开发，我们认为上下游的合作关系已经从简单贸易合作过渡到产品深度合作，因此具备强产品研发能力&定制化服务能力的制造商有望实现市场份额提升，例如零食（盐津铺子&卫龙美味&劲仔食品&甘源食品&有友食品）、乳制品（新乳业）与烘焙（立高食品）等。

- **投资建议：**我们看好零食量贩行业发展新趋势带来的投资机会：1）下游，从跑马圈地切换到高质量增长阶段，二强通过多种举措推动收入持续增长+盈利能力提升，推荐**万辰集团**、关注**鸣鸣很忙**；2）上游，一是下游门店向乳品、烘焙与速冻食品等新品类扩张，相关上游供应链企业有望分享红利，推荐**新乳业**与**立高食品**，关注**一鸣食品**；二是随着下游门店不断提升自有产品占比，具备强产品研发能力&定制化服务能力的供应链公司有望提升份额，推荐**劲仔食品**，关注**盐津铺子**、**卫龙美味**、**有友食品**与**甘源食品**。

- **风险提示：**新店型拓展不及预期的风险，传统门店竞争加剧的风险，上游企业竞争加剧的风险，食品安全问题的风险。

食品饮料行业

推荐 维持评级

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图 2026 年 01 月 26 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1.【银河食饮】万辰集团覆盖深度报告：万店为基，效率制胜——渠道变革系列深度报告（四）

2.【银河食饮】渠道变革系列报告（二）：零食量贩店拓展第二增长曲线的路径

3.【银河食饮】行业深度报告：从渠道变革视角寻找上游供应链投资机会

目录
Catalog

一、 鸣鸣很忙港股上市，板块投资关注度提升 3
二、 下游：从跑马圈地到高质量增长，收入&盈利增长仍具持续性 4
（一） 传统店型仍有开店空间 4
（二） 盈利能力有望持续提升 4
（三） 新店型支撑门店扩张与单店改善 5
（四） 积极开发自有产品提振收入与毛利率 6
三、 上游：下游品类扩张与培育自有产品利好相关供应链企业 7
（一） 方向一：下游门店品类向乳品、烘焙与速冻食品等扩张 7
（二） 方向二：下游大力发展自有产品或致供应链公司份额分化 7
四、 投资建议 8
五、 风险提示 9

一、鸣鸣很忙港股上市，板块投资关注度提升

鸣鸣很忙港股上市，板块投资关注度提升。鸣鸣很忙计划于 1 月 28 日在港交所挂牌上市，将成为港股“量贩零食第一股”，全球发售 1410 万股（占比约 7%），预计净筹资 30 亿港元以上，发行市值约 500 亿港元；目前市场反馈积极，8 家基石投资者合计认购 15 亿港元（包括腾讯、淡马锡与贝莱德等），招股阶段最新认购倍数超过 1500 倍。

我们认为鸣鸣很忙作为零食量贩龙头企业，其成功上市将长期提振市场对零食板块的关注度。我们长期持续看好零食量贩产业链投资机会，并且认为当前行业已经步入新的发展阶段，建议积极关注上下游二大新趋势带来的投资机会。

图1：鸣鸣很忙发售概览

公司资料与发行情况			
股份简称	鸣鸣很忙	**股份代码**	1768
上市日期	2026年1月28日		
发售价格范围	229.60-236.60港元		
发售股份数目	1410万股H股（视发售量调整权及超额配股权是否行使最终确定）		
发售后总市值	约500亿港元（视发售量调整权及超额配股权是否行使最终确定）		
发售所得款项净额	31.24-39.60亿港元（视发售量调整权及超额配股权是否行使最终确定）		
基石投资者情况			
基石投资者认购总金额	约15亿港元（1.95亿美元）		
基石投资者（8家）	认购金额（百万美元）		
腾讯	45		
Temasek 淡马锡	45		
BlackRock 贝莱德	35		
富达基金	30		
博时国际	10		
易方达	10		
Springs Capital（Hong Kong） 淡水泉	10		
泰康人寿	10		

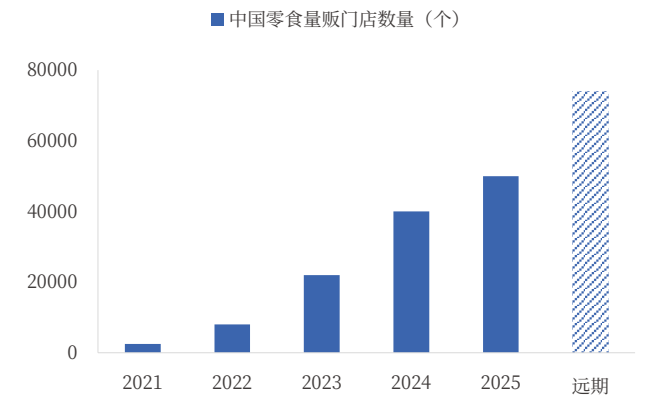
资料来源：鸣鸣很忙公司公告，中国银河证券研究院

二、下游：从跑马圈地到高质量增长，收入&盈利增长仍具持续性

（一）传统店型仍有开店空间

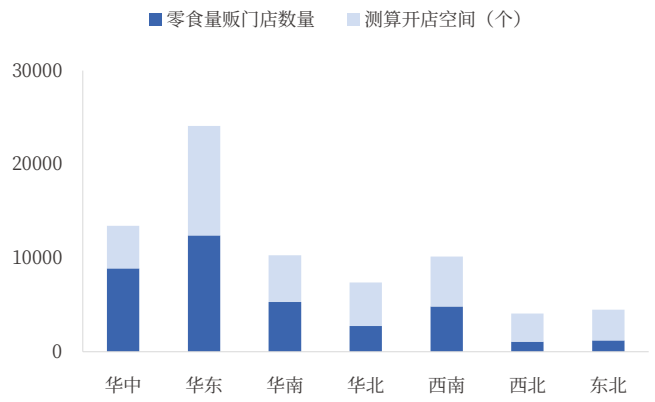
预计行业传统门店远期空间 7.4 万家，对应未来增量超 2 万家。2022 年至 25H1 我国零食量贩传统门店数量从 8000 家增至超 4.5 万家，近三年实现高速增长。我们认为当前行业仍有加密和区域拓展的空间，以零食量贩标杆省份湖南为参考，根据常住人口、消费能力、经济发展水平等指标对各省进行分层后分别计算开店空间，全国传统门店开店总空间约 7.4 万家，存在约 2.4 万家开店空间。

图2：中国零食量贩门店数量



资料来源：国家统计局，高德地图，有数 DataVision，中国银河证券研究院

图3：零食量贩门店仍具有区域加密和拓展潜力

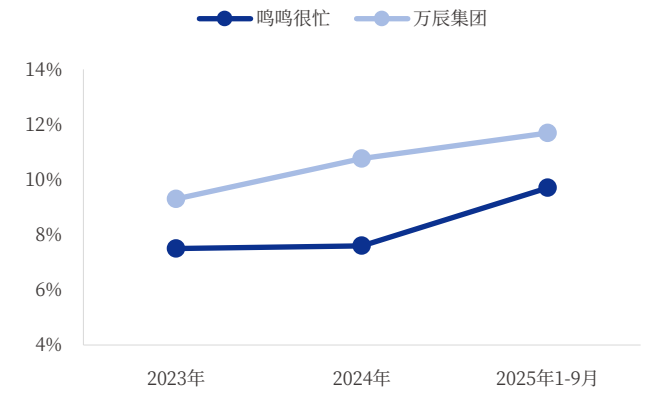


资料来源：国家统计局，高德地图，中国银河证券研究院

（二）盈利能力有望持续提升

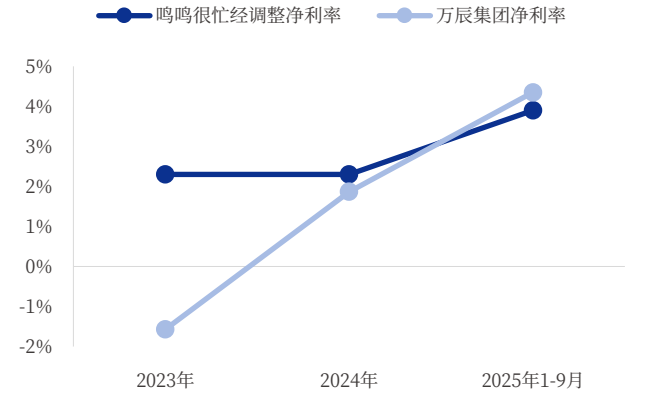
毛利率，2025 年 1-9 月鸣鸣很忙/万辰集团分别为 9.7%和 11.7%，较 2023 年提升 2.2pcts/2.4pcts；净利率，鸣鸣很忙（经调整）/万辰集团分别为 3.9%/4.4%，较 2023 年提升 1.6pcts/5.9pcts；盈利能力改善主要得益于加盟商开店补贴收窄与内部品类结构调整，根据目前趋势来看，我们认为上述二大逻辑在 2026 年仍有持续性。

图4：鸣鸣很忙与万辰集团毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：鸣鸣很忙与万辰集团净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：鸣鸣很忙与万辰集团 2026 年加盟商补贴延续减弱趋势

		24H1	24H2	25H1	25H2	2026
鸣鸣很忙	加盟费政策	五个0政策：0加盟费、0管理费、0培训费、0服务费、装修0利润				
	一次性补贴	开店一次性补贴10万元	开店补贴最高10万元，需门店开间面积（补贴7万）和位置招牌（补贴3万）两方面达标	开店补贴3.6万元（卖场营业面积达到150㎡以上（不含内仓）、开间12m以上（含左右墙体宽度各1/2）且招牌面积30㎡以上的转角门店，补贴36000元）		
	大招牌补贴	超过20㎡的部分300元/平米补贴	300-500元/m^2：有效招牌面积在20-40㎡之间，超过20㎡部分补贴 300元/m^2；面积在40-60㎡之间，超过20㎡部分补贴 400元/m^2；面积超过60㎡，超过20㎡部分补贴 500元/m^2			
	竞争补贴等其他	凡门店遭调恶意竞对打折促销，经核查符合标准，公司将补贴毛利至15%；凡在竞品高销门店100m内开店，经公司审核通过，额外补贴门店店铺年租金的50%或转让费的50%	促销补贴：凡门店遭遇竞品门店恶意打折促销，距离符合高竞争门店标准，公司全力支持门店竞争，补贴毛利至15%；高竞争门店：竞品高销店50米范围内开店，一店一议，不设上限	\	\	\
万辰集团（好想来）	加盟费政策	加盟费、服务费、配送费、管理费均为0		六个0政策：加盟费、服务费、配送费、选址费、管理费、培训费均为0		
	一次性补贴	门店 100 米范围内迁址更优位置或扩大营业面积的门店，一次性奖励 12 万装修补贴	\	\	\	\
	大招牌补贴	凡门头面积超过30平米的门店，超出30平米的部分按500元/平米全额补贴	\	\	\	\
	竞争补贴等其他	凡在很忙系门店 200 米范围内的门店，进行的所有提升门店销售的活动，公司全力支持给予活动政策补贴	\	\	\	\

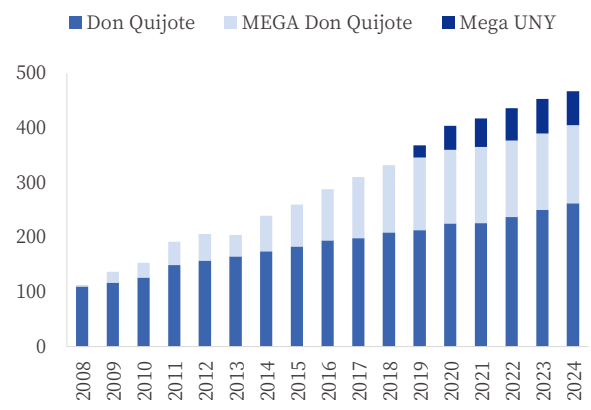
资料来源：零食很忙、赵一鸣、好想来加盟中心官方公众号，中国银河证券研究院

（三）新店型支撑门店扩张与单店改善

海外折扣零售巨头通过拓展新店型成功打造第二增长曲线。1997-2024 年堂吉诃德收入从 160 亿日元增至 20951 亿日元，期间 CAGR 约 19.8%，实现长期增长。1）店型拓展：公司先后收购长崎屋、UNY 并改造出 Mega 店型，将主要顾客从年轻人拓展至家庭客群，不同店型共同驱动增长。2）品类结构：公司品类结构持续优化，着重布局能够提振收入与改善盈利的品类，2024 财年形成以食品为主（占比 50%），兼具日用起居（20-30%）等高频快消品的业务结构。

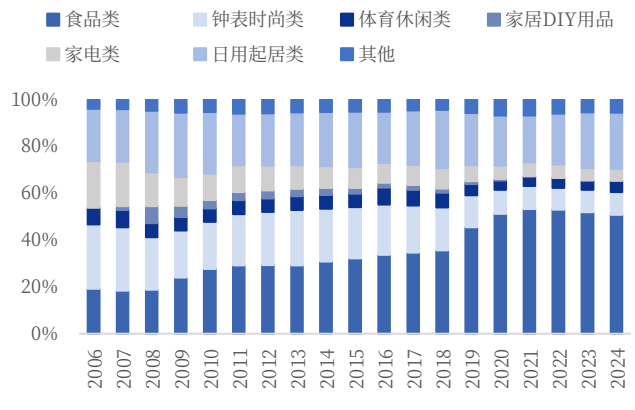
国内鸣鸣很忙&万辰集团均在积极拓展新店型。在原有传统零食门店基础上，2025 年两强积极拓展面积更大的折扣超市店型，增加烘焙、水果、冻品、粮油调味、日化等品类，有望吸引零食业态无法触及的家庭客流，推动单店流水与盈利能力改善，打开第二增长曲线。目前鸣鸣很忙与万辰集团新店型数量占比预计不到 20%，对标堂吉诃德新店型数量占比约 50%，我们判断 2026 年仍有一定开店空间。

图7：堂吉诃德新门店模型成为第二曲线（个）



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

图8：堂吉诃德品类结构持续优化



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

（四）积极开发自有产品提振收入与毛利率

1）定制产品，鸣鸣很忙约 34%的 SKU 为与厂商合作定制；万辰集团约 27%的 SKU 与传统零售有一定区别。2）自有品牌，鸣鸣很忙推出“红标”、“金标”，万辰推出“好想来超值”和“好想来甄选”。鸣鸣很忙与万辰集团赴港上市后均计划将部分募集资金用于产品开发，当前两强自有品牌收入占比预计为个位数，对标日本堂吉诃德与国内“胖山盒”自有品牌占比（20-30%）提升空间明显。

图9：鸣鸣很忙自有品牌与渠道定制产品



资料来源：鸣鸣很忙公司公告，果子熟了官方公众号，中国银河证券研究院

图10：万辰集团自有品牌与渠道定制产品



资料来源：万辰集团公司公告，好想来官方公众号，中国银河证券研究院

表1：鸣鸣很忙与万辰集团赴港上市后均计划将部分募集资金用于产品拓展

公司	资金用途	预计使用金额（百万港元）	占募集所得款项净额的比例	说明
鸣鸣很忙	发展产品开发能力	156	5%	公司产品开发计划主要集中于**优化产品组合及丰富自有品牌产品**，目标是不断增加加盟店的产品种类及销售。于未来三至五年，公司计划招聘约 100 名在食品科学领域及食品饮料选品方面具有专长的人员，其将与公司的供应商紧密合作，完善并改进公司的产品组合，从而为产品的迭代升级和新产品的开发建立强大的人才基础。
万辰集团	引入更多新产品及扩展至其他品类	/	/	部分将用于增聘采购、品类管理及供应链规划方面的专业人员，以强化商品运营团队，从而进一步优化产品选择及营运规划能力； 部分将用于**开发自有品牌产品**。这包括招聘经验丰富的商品开发人员、为商品开发投入（例如材料成本、包装设计及品质测试）提供资金，以及为推出及推广自有品牌而进行的精准营销活动； 部分将用于市场研究及交易数据分析以加强公司对消费者的洞察。这包括招聘具备商业分析及品类规划专业知识的人员，以及聘请信誉良好的第三方调研机构进行消费者分析及追踪不断变化的市场趋势。

资料来源：鸣鸣很忙、万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

三、上游：下游品类扩张与培育自有产品利好相关供应链企业

（一）方向一：下游门店品类向乳品、烘焙与速冻食品等扩张

我们看好鸣鸣很忙与万辰拓展饮料、乳品、烘焙等品类，主要系其消费场景&品类属性与零食有较高相似度，因此相关行业上游供应链公司有望受益，尤其是部分腰部品牌收入具备较大弹性，例如饮料（香飘飘&欢乐家&李子园等）、乳品（新乳业&一鸣食品等）、烘焙（立高食品等）、速冻食品（三全食品&千味央厨等）。

图11：零食量贩门店拓展乳品品类



资料来源：鸣鸣很忙门店，中国银河证券研究院

图12：零食量贩新店型布局速冻品类



资料来源：鸣鸣很忙门店，中国银河证券研究院

（二）方向二：下游大力发展自有产品或致供应链公司份额分化

随着下游门店加大对自有商品的开发，我们认为上下游的合作关系已经从简单贸易合作过渡到产品深度合作，因此具备强产品研发能力&定制化服务能力的制造商有望实现市场份额提升，例如零食（盐津铺子&卫龙美味&劲仔食品&有友食品&甘源食品）、乳制品（新乳业）与烘焙（立高食品）等。其中，盐津铺子和鸣鸣很忙定制的麻酱味魔芋素毛肚，2025 年前 9 个月销量超 9.6 亿件；劲仔食品 2025 年 12 月在万辰系统上新爆嫩豆干。

图13：盐津铺子与鸣鸣很忙共同开发麻酱味魔芋素毛肚



资料来源：鸣鸣很忙门店，中国银河证券研究院

图14：劲仔食品新品“爆嫩豆干”进入万辰系统



资料来源：好想来门店，中国银河证券研究院

四、投资建议

我们看好零食量贩行业发展新趋势带来的投资机会：1）下游，从跑马圈地切换到高质量增长阶段，二强通过多种举措推动收入持续增长+盈利能力提升，推荐**万辰集团**、关注**鸣鸣很忙**；2）上游，一是下游门店向乳品、烘焙与速冻食品等新品类扩张，相关上游供应链企业有望分享红利，推荐**新乳业**与**立高食品**，关注**一鸣食品**；二是随着下游不断提升自有产品占比，具备强产品研发能力&定制化服务能力的供应链公司有望提升份额，推荐**劲仔食品**，关注**盐津铺子**、**卫龙美味**、**有友食品**与**甘源食品**。

五、风险提示

新店型拓展不及预期的风险，传统门店竞争加剧的风险，上游企业竞争加剧的风险，食品安全问题的风险。

图表目录

图 1： 鸣鸣很忙发售概览 3
图 2： 中国零食量贩门店数量 4
图 3： 零食量贩门店仍具有区域加密和拓展潜力 4
图 4： 鸣鸣很忙与万辰集团毛利率 4
图 5： 鸣鸣很忙与万辰集团净利率 4
图 6： 鸣鸣很忙与万辰集团 2026 年加盟商补贴延续减弱趋势 5
图 7： 堂吉诃德新门店模型成为第二曲线（个） 5
图 8： 堂吉诃德品类结构持续优化 5
图 9： 鸣鸣很忙自有品牌与渠道定制产品 6
图 10： 万辰集团自有品牌与渠道定制产品 6
图 11： 零食量贩门店拓展乳品品类 7
图 12： 零食量贩新店型布局速冻品类 7
图 13： 盐津铺子与鸣鸣很忙共同开发麻酱味魔芋素毛肚 7
图 14： 劲仔食品新品“爆嫩豆干”进入万辰系统 7

表 1： 鸣鸣很忙与万辰集团赴港上市后均计划将部分募集资金用于产品拓展 6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn