

鸣鸣很忙 (01768.HK)

强烈推荐 (首次)

多维领先，强者恒强，两万店龙头乘势而上

量贩零食渠道效率大幅领先，预计行业规模持续增长；同时公司作为行业龙头，团队优质，供应链、仓配、拓展、品牌等多维领先，规模效应下预计强者恒强，份额进一步提升，利润逐步释放。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ 公司是国内量贩零食龙头，双品牌强强联合高速领跑。公司旗下包含零食很忙、赵一鸣零食两大品牌，零食很忙2017年于湖南长沙创立，并于2023年并入赵一鸣改名鸣鸣很忙集团。公司股权结构稳定，两大创始人晏总/赵总分别持股约36%/29%，另有好想你/红杉/黑蚁分别持股6%/7%/4%。公司管理层经验丰富，团队年轻有活力，适配零食行业需求。截至2025年11月30日，公司总门店数21041家，25Q1-Q3 GMV达到661亿/+73%，收入为464亿/+75%，经调整净利润为18.1亿/+241%。

□ 行业：量贩零食高效业态渗透率持续提升，龙头强者恒强，份额增长。休闲食品饮料行业约4万亿，泛零食品类约1.8万亿；渠道上看，传统商超、夫妻老婆店等低效渠道份额持续下降，而量贩零食多快好省全面领先，好逛+性价比支撑下，需求激发及满足的效率俱高，规模及渠道份额持续增长；2024年量贩零食规模达1297亿，2019-2024年CAGR为77.9%。经我们对标湖南市场、蜜雪冰城、电商等多口径测算，量贩零食远期开店空间有望达到8-10万家。格局上，当前鸣鸣很忙约43%，万辰市占约32%，头部先发优势+规模优势下CR2不断提升；两大头部优势市场错位，预计双龙头格局稳固。

□ 核心竞争力：供应链、运营、拓展等多维度领先，强者恒强。供应链上看，公司品类丰富、选品精准，SKU迭代快，品控严格；并合作优质供应商，开展大比重直供及定制；结合高效仓配物流体系，实现供应链高效布局。招商拓展上看，公司门店规模及开店速度领先，专业选址、运营及培训团队赋能加盟商，提升新开店质量。运营上看，公司精细化运营能力强，标准完善落地严格，门店经营质量高。品宣上看，公司线上线下结合持续投入品牌建设，品牌势能领先。

□ 投资建议。量贩零食渠道效率大幅领先，预计持续提升渗透率并保持快速开店节奏；当前行业份额加速向头部集中，鸣鸣很忙团队优质，供应链、仓配、拓展、品牌等多维领先，行业规模效应下预计强者恒强，公司份额进一步提升，利润逐步释放。预计公司2025E/26E/27E分别实现经调整净利润25.2/33.9/43.7亿。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：拓店速度、同店增长不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	10295	39344	64943	85987	99689
同比增长	140%	282%	65%	32%	16%
营业利润(百万元)	329	1132	3142	4557	5782
同比增长	229%	244%	178%	45%	27%
经调整净利润(百万元)	235	913	2520	3393	4371
同比增长	188%	289%	176%	35%	29%
每股收益(元)	15.53	33.34	11.45	15.70	20.28
P/E(倍)	24.3	11.3	32.9	24.0	18.6
P/B(倍)	1.2	1.6	9.6	5.6	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

消费/商业
当前股价：410港元

基础数据

总股本(百万股)	216
港股股(百万股)	214
总市值(十亿港元)	88.6
港股市值(十亿港元)	87.7
每股净资产(港元)	210.8
ROE(TTM)	24.1%
资产负债率	62.5%
主要股东	晏周
主要股东持股比例	33.4%

相关报告

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn

正文目录

一、 鸣鸣很忙：量贩零食龙头，股权集中，团队优质	6
1、 公司概况：量贩零食龙头，双品牌强强联合高速领跑	6
2、 股权结构：两大创始人持股集中，股权结构稳定	6
3、 管理层：创始人经验丰富，团队年轻有活力	7
4、 财务表现：门店高速扩张带动收入增长，净利率提升	8
二、量贩零食：高效业态持续渗透，龙头强者恒强	9
1、行业空间：泛零食大盘空间广，量贩零食份额持续提升	9
（1）行业规模：泛零食大盘约 1.8 万亿，量贩零食渠道快速成长	9
（2）量贩零食优势：多快好省兼具的高效业态，加盟回报靠前	11
（3）开店空间：多口径测算显示 8 万店+可期，当前饱和度预计 70%	15
（4）持续性分析：无更高效业态分流压力，零食类目中仍为最优渠道	16
2、竞争格局：双龙头强者恒强，市占持续提升	17
（1）头部 VS 腰尾部：马太效应下强者恒强，份额持续向头部集中	17
（2）鸣鸣 VS 万辰：区域错位明显，两强格局稳固	18
三、核心竞争力：供应链、运营、拓展等多维度领先，强者恒强	19
1、供应链：SKU 丰富且极具性价比，供应及仓配体系高效	19
2、招商拓展：综合能力强，全国门店规模领先	21
3、运营：精细化运营能力强，单店表现稳健	23
4、品牌：两大品牌强强联合，品牌势能领先	24
5、对比万辰：双龙头格局稳固，优势市场边界清晰	26
（1）财务对比：单店表现总体近似，盈利能力近似	26
（2）供应链对比：仓配思路略有差异，相似规模下效率接近	28
（3）运营对比：鸣鸣体系化能力更强	29
四、盈利预测和投资建议	30
五、风险提示	30

图表目录

图 1 鸣鸣很忙集团发展历程：零食很忙、赵一鸣零食两大头部品牌合并而来 ..	6
图 2 鸣鸣很忙集团股权结构	7

图 3 公司员工年龄结构分布.....	8
图 4 公司历年收入及增速（亿，%）.....	8
图 5 公司两大品牌收入结构（亿元）.....	8
图 6 零食很忙历年收入及增速（亿，%）.....	8
图 7 赵一鸣零食历年收入及增速（亿，%）.....	8
图 8 公司两大品牌门店数持续扩张（家）.....	9
图 9 公司经调整净利率逐渐提升（%）.....	9
图 10 公司毛利率：近期实现改善（%）.....	9
图 11 公司费用率变化（%）.....	9
图 12 休闲食品饮料零售行业规模约 4 万亿.....	10
图 13 泛零食大盘核心品类规模一览（亿元）.....	10
图 14 零食饮料零售的渠道结构（十亿元）.....	10
图 15 量贩零食行业规模及增速（亿，%）.....	10
图 16 国内产能利用率相对其他国家处在低位（%）.....	11
图 17 国内食品制造业产能利用率处在低位（%）.....	11
图 18 零食行业的发展历程.....	11
图 19 量贩零食流通环节更少，效率更高，加价更少.....	12
图 20 量贩零食店坪效高于商超等业态（万/平/年）.....	12
图 21 量贩零食店存货周转天数很短，仅约 30 天（天）.....	12
图 22 量贩零食 SKU 数量领先（个）.....	13
图 23 量贩零食店下沉市场门店占比更高（%）.....	13
图 24 对标蜜雪冰城，量贩零食门店/蜜雪门店数 2-3 倍（家，%）.....	16
图 25 头部品牌市占率与腰尾部差距大（%）.....	17
图 26 量贩零食 CR2（%）.....	17
图 27 头部 VS 腰尾部的门店规模对比（家）.....	18
图 28 头部 VS 腰尾部净开店对比（家）.....	18
图 29 公司品类结构（%）.....	20
图 30 公司部分合作供应商.....	20
图 31 供应商集中度低（%）.....	20
图 32 公司自有品牌分为金标及红标.....	20
图 33 鸣鸣很忙仓储物流占比收入（%）.....	21
图 34 公司存货周转天数（天）.....	21

图 35 各公司门店数对比（地图口径，截至 202512）	21
图 36 鸣鸣（左）及万辰（右）全国门店分布对比	21
图 37 公司门店分城市线结构（家）	22
图 38 公司门店分品牌结构（家）	22
图 39 公司开店保持较快速度（家）	22
图 40 鸣鸣很忙闭店率情况（%）	23
图 41 鸣鸣很忙单商带店量（家/加盟商）	23
图 42 公司门店外立面明亮醒目，吸引客流的能力强	23
图 43 门店内部整洁温馨，氛围感强	23
图 44 门店经营部人员占比达到 42%（人，%）	23
图 45 公司老店店效表现平稳（元/天，%）	23
图 46 公司 IT 研发投入	24
图 47 公司 IP double-M	25
图 48 公司品牌代言人周杰伦	25
图 49 公司各平台粉丝数领先	25
图 50 公司各平台内容点赞数领先	25
图 51 毛利率差距约 3%	26
图 52 净利率差距约 0.4%	26
图 53 两大头部公司销售费用率及结构对比（亿，%）	27
图 54 两大头部公司管理费用率及结构对比（亿，%）	27
图 55 贸易应付周转天数对比（天，万辰为零食业务）	28
图 56 贸易应收周转天数对比（天，万辰为零食业务）	28
图 57 运输费用率对比（%）	29
图 58 存货周转天数对比（天，万辰为零食数据）	29
图 59 鸣鸣很忙员工结构（人，一共 8137 人）	29
图 60 万辰集团员工结构（人，一共 8199 人）	29
图 61 人均创收对比（万/人）	29
图 62 人均创利对比（万/人）	29
表 1: 集团管理层：创始人团队经验丰富，团队成员各司其职	7
表 2: 当前供过于求，进入消费者主权时代	10
表 3: 需求侧量贩零食“多快好省”兼顾无短板；竞争业态至少有 1-2 个短板	

.....	12
表 4: 量贩零食价格力领先.....	13
表 5: 各加盟业态回本周期: 量贩零食回本周期较短	14
表 6: 量贩零食开店空间测算: 对标湖南预计远期 8-10 万家.....	15
表 7: 对标电商渠道份额测算, 量贩零食远期约 8 万店.....	16
表 8: 近期零售热点业态梳理.....	16
表 9: 两大头部品牌优势市场.....	18
表 10: 鸣鸣很忙仓数及面积 (招商宣传口径)	21
表 11: 公司加盟商情况.....	22
表 12: 公司加盟店情况.....	22
表 13: 两大品牌战略合并, 品牌打造持续投入	24
表 14: 报表单店指标对比	26
表 15: ROE 拆分对比.....	27
表 16: 采购环节对比.....	28
表 17: 仓配环节对比.....	28
表 18: 会员情况对比.....	30
表 19: 公司收入拆分及盈利预测	30
附: 财务预测表.....	32

一、鸣鸣很忙：量贩零食龙头，股权集中，团队优质

1、公司概况：量贩零食龙头，双品牌强强联合高速领跑

公司是国内领先的量贩零食龙头，GMV、收入、净利润高速增长。公司旗下现有零食很忙、赵一鸣零食两大品牌，零食很忙 2017 年于湖南长沙创立，赵一鸣零食 2019 年于江西宜春创立；截至 2025 年 11 月 30 日，公司两大品牌总门店数达到 21041 家。集团 2024 年 GMV 达到 555 亿/+262%，25Q1-Q3 GMV 达到 661 亿/+73%；集团 2024 年收入达到 393 亿/+282%，25Q1-Q3 收入为 464 亿/+75%；2024 年经调整净利润 9.1 亿/+289%，25Q1-Q3 经调整净利润为 18.1 亿/+241%。

商业模式：加盟模式拓店赚取供货收入，门店 SKU 丰富性价比高。渠道方面，公司主要通过加盟模式拓店，收入主要来自对加盟商的供货收入；截至 2025 年 11 月 30 日，公司门店数达到 21041 家，包括 23 家自营店及 21018 家加盟店，其中有约 59% 位于县城及乡镇。产品方面，公司门店品类及 SKU 丰富并保持高频上新，公司库存 SKU 约 3997 个，门店 SKU 数一般不少于 1800 款；同时保持高性价比，根据弗若斯特沙利文，公司产品平均价格比线下超市的便宜约 25%。

发展历程：两大品牌强强联合，合并后持续高速增长。集团由零食很忙和赵一鸣于 2023 年合并而来，其中零食很忙于 2017 年创立并开设首家门店，并于 2022 年门店数突破 1000 家；赵一鸣于 2019 年创立并开设首家门店，2023 年门店数突破 1000 家。两大品牌 2023 年末合并为鸣鸣很忙集团，合并后集团保持高速增长速度，双品牌门店数于 2024 年突破 10000 家，会员总数突破 100 万。

图 1 鸣鸣很忙集团发展历程：零食很忙、赵一鸣零食两大头部品牌合并而来

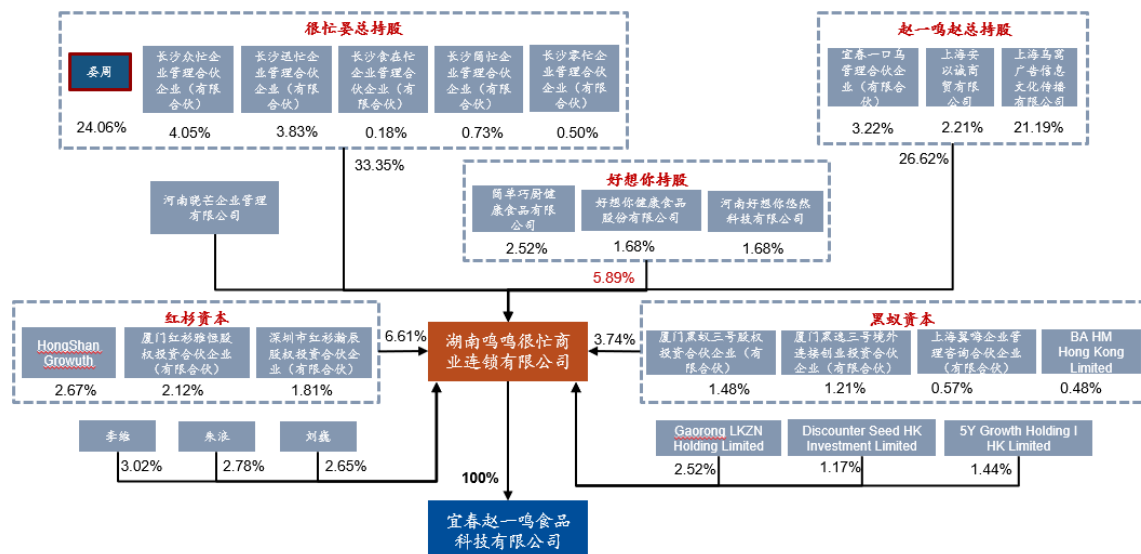


资料来源：公司招股书，招商证券

2、股权结构：两大创始人持股集中，股权结构稳定

股权结构稳定，两大品牌创始人持股比例高。零食很忙创始人晏总持股约 33%，赵一鸣创始人赵总持股约 27%，另有产业链上游好想你持股约 6%，创投持股中，红杉持股合计约 7%，黑蚁持股合计约 4%。

图 2 鸣鸣很忙集团股权结构



资料来源：公司招股书，招商证券

3、管理层：创始人经验丰富，团队年轻有活力

核心高管团队经验丰富。公司董事长晏周及副董事长赵定分别为零食很忙和赵一鸣两大品牌创始人，在食品饮料零售行业经验丰富；零食很忙创始人晏周先生曾从事房地产策划及加盟乐尔乐，一线经验丰富；赵一鸣创始人赵定先生拥有近 20 年零食行业经验，曾创立傻子瓜子等品牌，对零食行业有深刻洞察。两大品牌合并后保持双品牌策略，并在各个经营环节深度融合，两位创始人负责公司整体战略规划、业务开展和主要运营决策；公司其他核心管理层也由各领域专家组成。

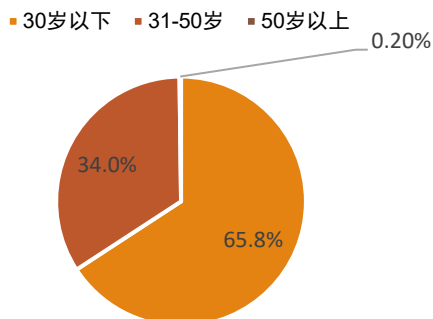
表 1：集团管理层：创始人团队经验丰富，团队成员各司其职

姓名	年龄	职位	薪酬(万)	个人简介
晏周	38	董事长、总经理	127	湖南长沙人，曾任房地产营销策划，及乐尔乐加盟商，2016 年 11 月成立长沙零食很忙食品有限公司
赵定	36	副董事长、副总经理	128	2008 年起从事炒货及零食生意，2019 年 1 月创立赵一鸣零食，2022 年 6 月成立赵一鸣食品科技，自此先后担任其监事、执行董事、总经理及董事长。自 2023 年 11 月起，担任公司董事兼副总经理。
王钰潼	37	首席财务官	1105	2013 年 3 月至 2018 年 9 月任职于华兴资本，2019 年 11 月创立明越资本并担任联合创始人，自 2023 年 8 月于公司任职。
王平安	37	职工代表董事、商品与供应链负责人	125	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。
李维	37	门店运营负责人	127	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。
张江	37	财务总监		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，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部负责人。2018 年 12 月加入零食很忙，自此一直负责公司的日常财务运营，担任财务总监。

资料来源：公司招股书，招商证券

组织年轻有活力，适配零食行业需求。零食饮料行业消费者以年轻群体为主，公司高管团队年龄都不到 40 岁，对零食饮料零售具有更敏锐的洞察；同时，公司整体员工中，66%的员工年龄在 30 岁以下，更善于理解把握核心年轻客群需求，组织活力及战斗力强。

图 3 公司员工年龄结构分布

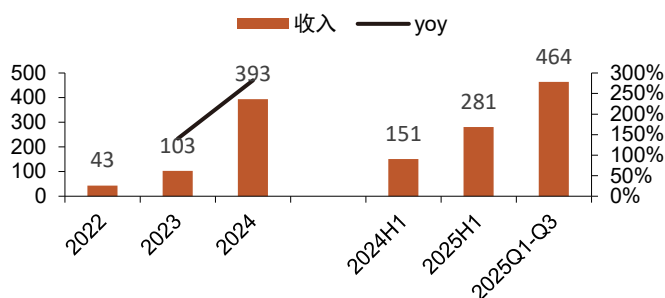


资料来源：公司公告，招商证券

4、财务表现：门店高速扩张带动收入增长，净利率提升

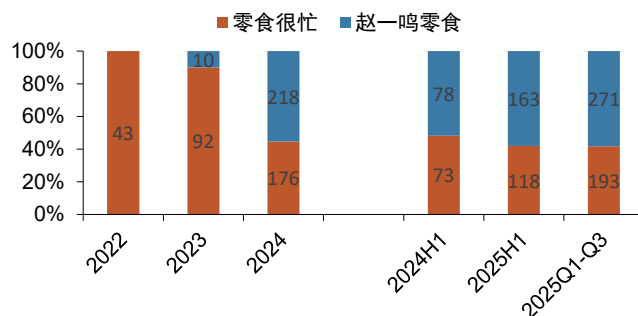
公司门店网络扩张推动收入高速增长。公司收入由 2022 年的 43 亿增长至 2024 年的 393 亿/+282%，2022-2024 年集团收入 CAGR 高达 203%，主要来自并购前零食很忙门店网络的快速扩张、2023 年对赵一鸣零食的收购，以及两大品牌合并后继续保持快速开店成长。截至 2025 年 9 月 30 日，集团收入已进一步增长至 464 亿/+75%，其中零食很忙和赵一鸣零食收入分别为 193 亿/+60%、271 亿/+88%。

图 4 公司历年收入及增速（亿，%）



资料来源：公司公告，招商证券

图 5 公司两大品牌收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 6 零食很忙历年收入及增速（亿，%）

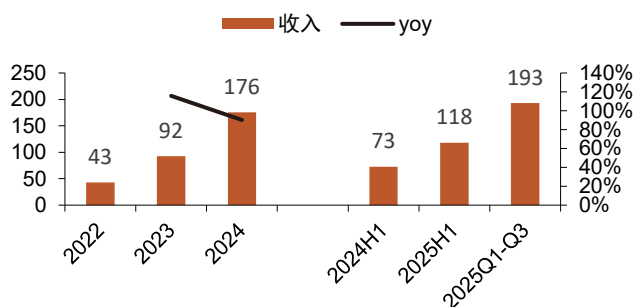
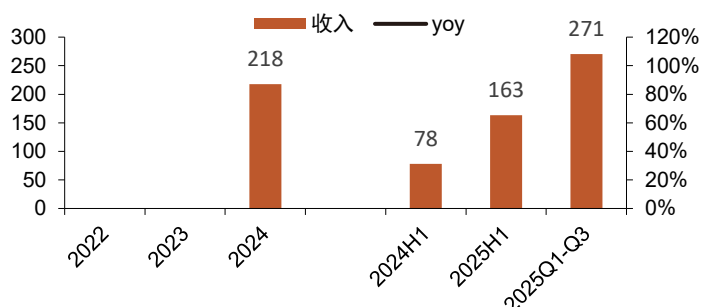


图 7 赵一鸣零食历年收入及增速（亿，%）



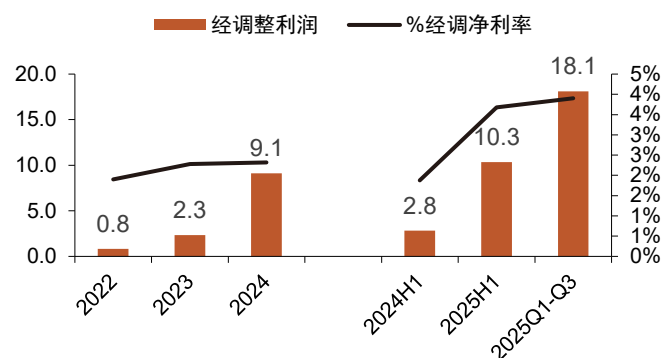
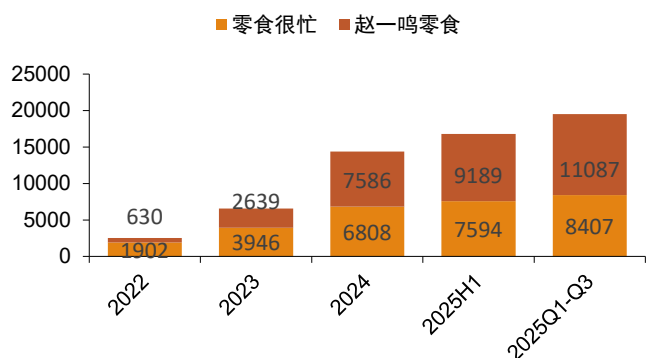
资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

规模效应及前置费用消化下，公司毛利率及净利率持续提升。集团 2024 年经调整净利润达到 9.1 亿/+289%，对应经调整净利率为 2.3%；2025Q1-Q3 经调整净利率进一步提升至 18.1 亿/+241%，对应经调整净利率 3.9%。公司净利率的提升主要来自毛利率提升，25Q1-Q3 公司毛利率达 9.7%/+2.5pct，预计主要来自规模效应及采购端降本；费用率方面，公司 25Q1-Q3 销售费率为 3.7%，管理费率为 1.4%，总体相对平稳。

图 8 公司两大品牌门店数持续扩张（家）

图 9 公司经调整净利率逐渐提升（%）

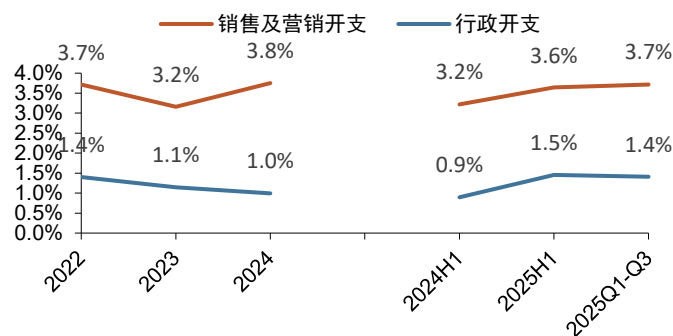
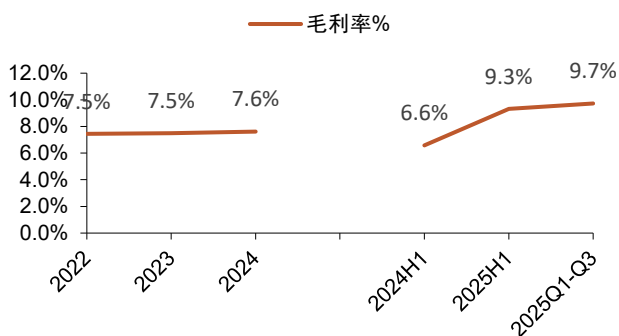


资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

图 10 公司毛利率：近期实现改善（%）

图 11 公司费用率变化（%）



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

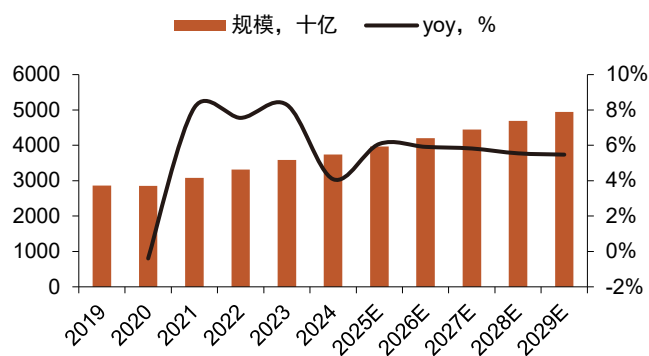
二、量贩零食：高效业态持续渗透，龙头强者恒强

1、行业空间：泛零食大盘空间广，量贩零食份额持续提升

（1）行业规模：泛零食大盘约 1.8 万亿，量贩零食渠道快速成长

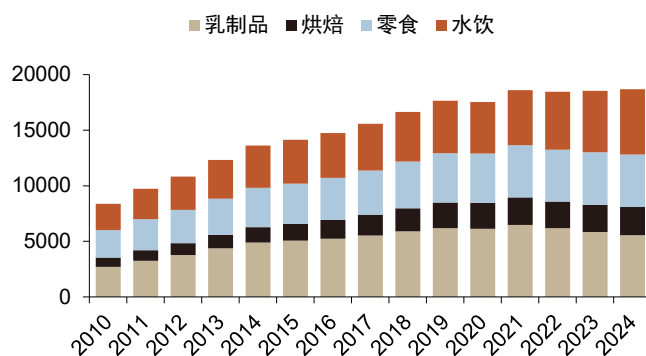
大盘规模：休闲食品饮料行业约 4 万亿，泛零食大盘约 1.8 万亿。据弗若斯特沙利文，2024 年中国休闲食品饮料零售行业的市场规模约 3.7 万亿元，复合增长率为 5.5%。结合欧睿口径，剔除酒水等，零食+烘焙+乳制品+水饮四大泛零食品类约 1.8 万亿。

图 12 休闲食品饮料零售行业规模约 4 万亿



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，招商证券

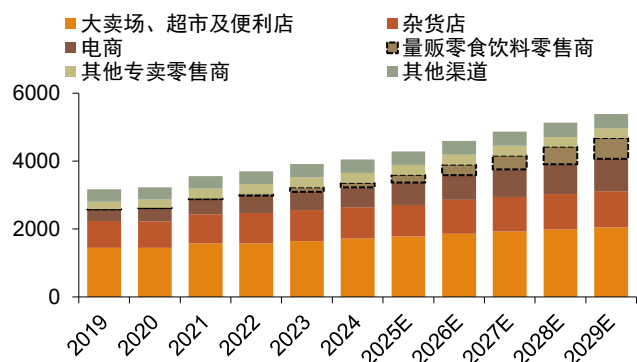
图 13 泛零食大盘核心品类规模一览 (亿元)



资料来源：欧睿，招商证券

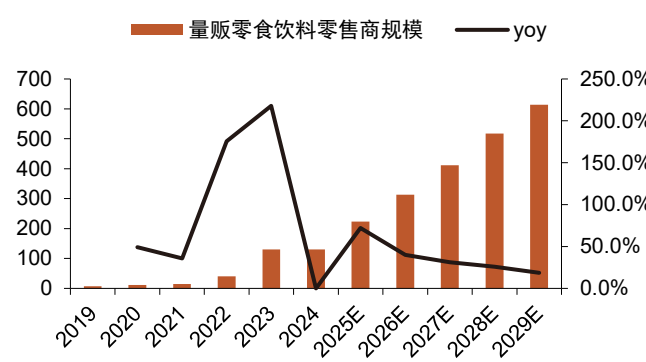
渠道结构：传统低效渠道占比高但份额下降，量贩零食增速快，渠道份额持续提升。国内零食饮料销售渠道包括大卖场、超市及便利店，杂货店（包括夫妻店），电商，量贩零食在内的专卖零售商及其他渠道。其中量贩零食渠道通过精细化选品、低运营成本及高效供应链，有效满足消费者需求，是增长最快的渠道。据灼识咨询，2024 年量贩零食销售规模达到 1297 亿元，预计 2025E 达到 2234 亿，2019-2024 年 CAGR 为 77.9%，持续分流低效渠道，预计未来规模继续增长。

图 14 零食饮料零售的渠道结构 (十亿元)



资料来源：万辰集团招股书，灼识咨询，招商证券

图 15 量贩零食行业规模及增速 (亿, %)



资料来源：万辰集团招股书，灼识咨询，招商证券

性价比消费+产能过剩等因素共同推动下，量贩零食快速崛起。

需求端看，传统零售“品牌方代理人”模式难以适配需求，性价比消费潮是主要推动因素。1) 经济增速放缓背景下性价比消费需求增加。2) 信息透明度提升，理性消费趋势下，消费者对白牌产品接受度提升；3) 下沉市场人均可支配收入不断提升，零食消费不断增长。

供给端看，产能过剩推动行业转向折扣化模式。1) 传统线下零售业态效率降低，传统商超“租赁架”的品牌方代理人模式失效，客流衰减，逐步让出零食销售份额。2) 来伊份等高端定位的零食专卖店出现后，大众定位的零食专卖店尚且空缺，量贩零食店出现后实现补缺并快速扩散。3) 便利性需求下，线下业态向便利化小型化的近场业态发展。4) 技术上，各类 SaaS、智能化技术在近年快速发展，降低门店标准化复制及管控成本，量贩零食店可通过加盟杠杆快速复制。5) 国内随出口放缓产能利用率下降，我国食品制造业产能利用率处在相对低位，产能过剩背景下折扣化发展条件成熟。

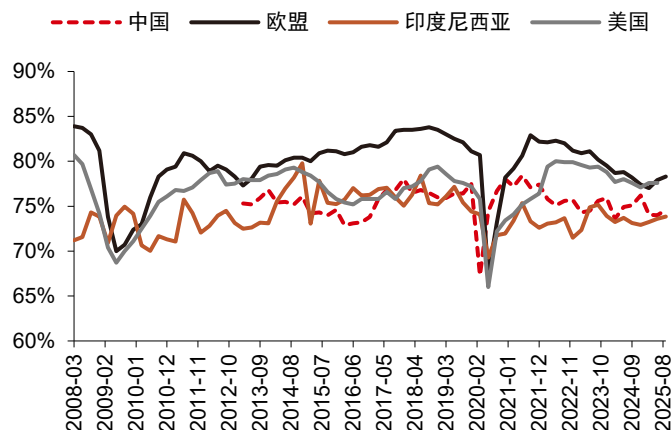
表 2: 当前供过于求，进入消费者主权时代

时代	产品主权	品牌主权	消费者主权
----	------	------	-------

时代	产品主权	品牌主权	消费者主权
供需关系	供不应求	供大于求	产能过剩
消费诉求	功能, 低价, 可得	品牌, 口碑, 服务	产品, 质价比, 体验
代表渠道模式	大批发	深度分销	直播/社团/硬折扣
商业模式	进销差价	进销差价+品牌返点	进销差价+会员费
零售商主张	有什么卖什么	谁投钱多卖谁的产品	消费者需要什么卖什么
零售商立场		品牌商代理人	消费者代理人

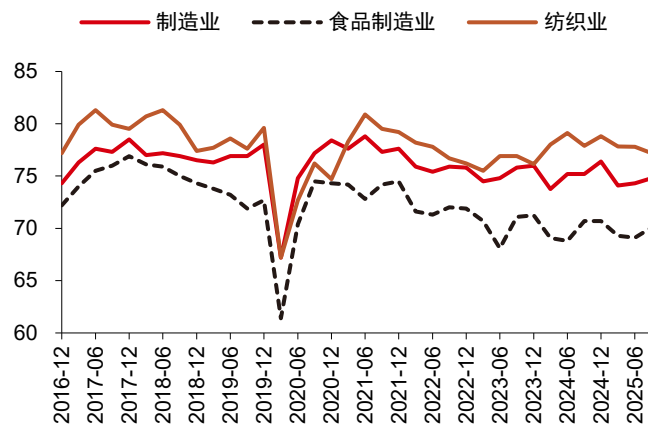
资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 16 国内产能利用率相对其他国家处在低位 (%)



资料来源: 国家统计局, WIND, 招商证券

图 17 国内食品制造业产能利用率处在低位 (%)



资料来源: 国家统计局, WIND, 招商证券

量贩零食店作为高效业态快速崛起, 其发展可划分为以下阶段:

- 第一阶段: 2011 年老婆大人诞生, 通过自有渠道销售其他厂商品牌, 成为当下量贩零食店的原型。
- 第二阶段: 2017 年零食很忙创立, 经过多代店型的迭代及打磨, 优化了店型及门店管控, 逐步将量贩零食这一业态优化成熟, 自身迅速发展的同时, 也对行业起到明显带动。
- 第三阶段: 2020 年起, 量贩零食店玩家迭起, 迅速在优势区域内加密, 并加速占领空白市场, 快速扩张。
- 第四阶段: 2022 年起, 局部龙头强强联合形成万辰集团、鸣鸣很忙集团两大头部, 格局快速集中; 马太效应下, 两大龙头持续快速开店, 格局进一步集中。

图 18 零食行业的发展历程



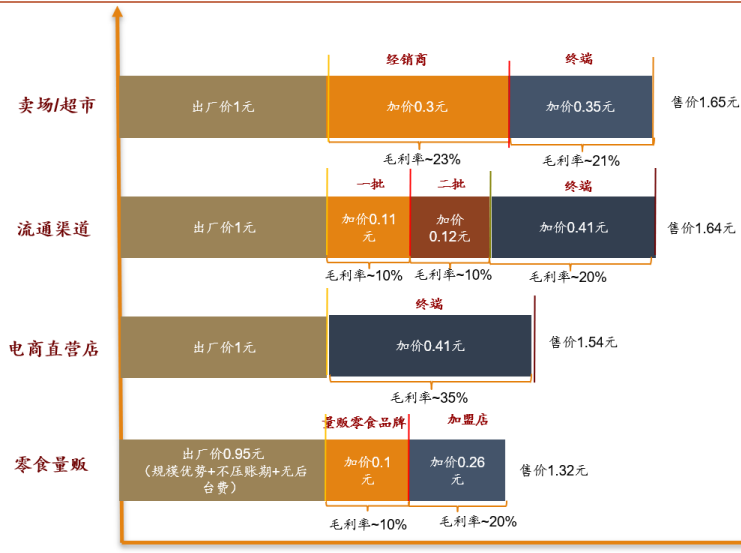
资料来源: 草根调研, 各零食网站官网, 招商证券

(2) 量贩零食优势: 多快好省兼具的高效业态, 加盟回报靠前

供给侧看, 量贩零食是低加价高周转的高效业态。从供应链路上看, 量贩零食供

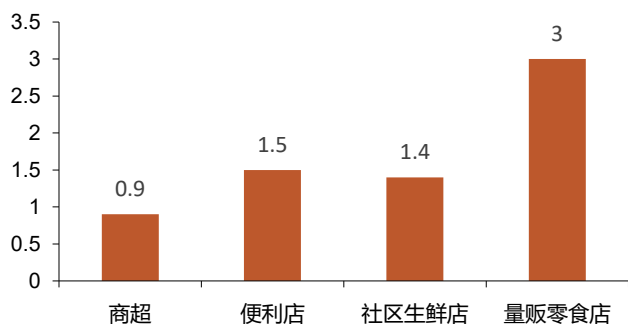
应链路扁平高效，去除中间经销商，量贩零食品牌加价约 10%+加盟商加价约 20%，全链路加价倍率仅 1.3 倍，明显优于商超等传统零售 1.7~2.3 的加价倍率。周转速度上，量贩零食门店存货周转天数仅约 30 天，明显好于传统渠道的 60~90 天；从而实现 3 万/年的坪效，优于传统零售的 1-2 万/年。

图 19 量贩零食流通环节更少，效率更高，加价更少



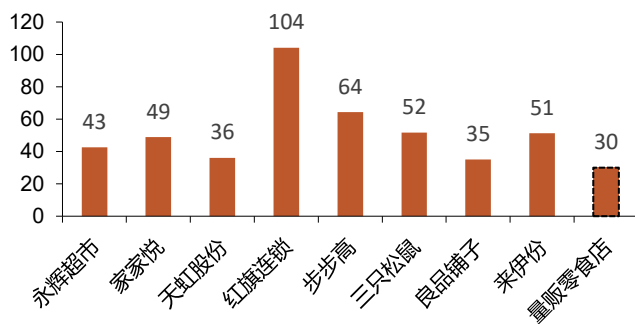
资料来源：草根调研，招商证券

图 20 量贩零食店坪效高于商超等业态（万/平/年）



资料来源：各公司公告，招商证券估算

图 21 量贩零食店存货周转天数很短，仅约 30 天（天）



资料来源：各公司公告，招商证券

需求侧看，零食激发型+即时性+尝鲜性特点下，量贩零食“多快好省”全面兼顾无短板，可高效激发并满足需求。量贩零食就近选址，门店外立面醒目，店内环境舒适有氛围感，SKU 丰富迭代快，可高效获取客流并激发需求；同时商品富有性价比，散称售卖降低决策成本，可高效转化需求。对比其他竞争渠道：①商超距离远，价格高于量贩零食 20%+；②便利店 SKU 少，价格高于量贩零食 30%+；③高端零食垂类店距离远，且价格高于量贩零食店约 40%；④电商无法高效激发需求，配送时间长，低客单下配送费占比高。

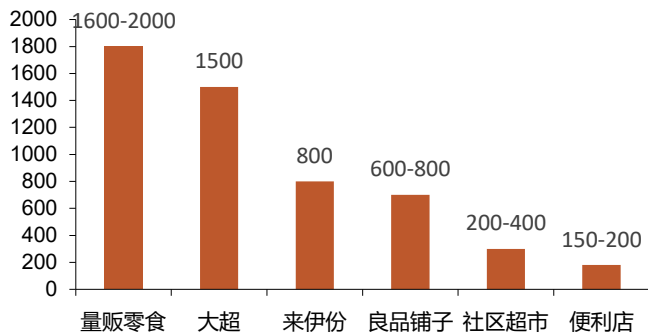
表 3: 需求侧量贩零食“多快好省”兼顾无短板；竞争业态至少有 1-2 个短板

竞争渠道	量贩零食	商超	便利店	高端垂类店	电商	夫妻老婆店
多	2000 SKU	2000 SKU	300+ SKU	1000+ SKU	上万 SKU	几百 SKU
评分(激发型消费,丰富度很重要)	★★★★	★★★★	★★	★★★	★★★★★	★★
快	几百米,几分钟	3-5公里,1小时达	几百米,几分钟	1-3公里,半小时	上千公里,2-3天达	几百米,几分钟
评分(即时性消费,快很重要)	★★★★★	★★★	★★★★★	★★★	★★	★★★★★

竞争渠道	量贩零食	商超	便利店	高端垂类店	电商	夫妻老婆店
好	大品牌+区域品牌	大品牌+少量区域品牌	大品牌+自有品牌	自有品牌	价格带分布宽, 品项杂	一线品牌+白牌
评分(产品好吃安全, 店干净好逛)	★★★★	★★★	★★★★★	★★★★★	★★★	★★
省	价格系数 1	1.2	1.4	1.3	1.2	1.4
评分	★★★★★	★★★★	★★	★★★	★★★★	★★

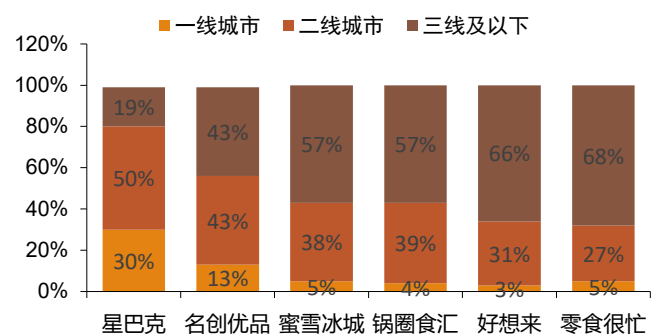
资料来源: 草根调研, 招商证券

图 22 量贩零食 SKU 数量领先 (个)



资料来源: 公司公告, 草根调研, 招商证券

图 23 量贩零食店下沉市场门店占比更高 (%)



资料来源: 久谦, 招商证券

表 4: 量贩零食价格力领先 (元)

	SKU	规格	零食很忙	好想来	电商	商超	便利店
饼干糕点类	奥利奥	规格	97g	97g	97g*4	97g	97g
		价格	4.90	4.90	23.90	6.10	7.80
		每 500g/单个价格	4.90	4.90	5.98	6.10	7.80
	丹麦皇冠曲奇	规格	72g	72g	72g*3	90g	72g
		价格	5.80	5.80	32.00	9.90	11.50
		每 500g/单个价格	5.80	5.90	10.67	7.92	11.50
纳宝帝	规格	145g	145g	145g	145g	145g	
	价格	4.50	4.50	8.80	7.90	8.50	
	每 500g/单个价格	4.50	4.50	8.80	7.90	8.50	
百醇	规格	48g	48g	48g*3	48g	48g	
	价格	5.90	5.90	25.90	8.50	9.50	
	每 500g/单个价格	5.90	5.90	8.63	8.50	9.50	
糖巧果冻类	脆香米	规格	1	1	96g	24g	48g
		价格	49.80	49.80	19.90	4.40	7.50
		每 500g/单个价格	49.80	49.80	103.65	91.67	78.13
	士力架	规格	1	1	340g	400g	51g
		价格	29.80	34.90	29.90	24.43	5.50
		每 500g/单个价格	29.80	34.90	43.97	30.54	53.92
喜之郎吸吸果冻	规格	1	1	1.4	150g	150g	
	价格	6.50	5.90	9.90	2.50	4.00	
	每 500g/单个价格	6.50	5.90	7.07	8.33	13.33	
饮料冲调类	可口可乐	规格	330ml	330ml	330ml*6	330ml	330ml
		价格	1.80	1.80	12.50	2.80	3.50
		每 500g/单个价格	1.80	1.80	2.08	2.80	3.50
雀巢咖啡	规格	268ml	268ml	268ml*3	268ml	268ml	

		价格	4.50	4.90	11.90	6.30	7.00
		每 500g/单个价格	4.50	4.90	3.97	6.30	7.00
	香飘飘原味	规格	80g	80g	80g*3	80g	80g
		价格	3.40	3.40	17.60	4.50	4.50
		每 500g/单个价格	3.40	3.40	5.87	4.50	4.50
方便食品类	统一老坛酸菜牛肉面	规格	120g	120g	120g*6	120g	120g
		价格	3.60	3.60	22.10	4.00	5.00
		每 500g/单个价格	3.60	3.60	3.68	4.00	5.00
	康师傅红烧牛肉面	规格	136g	136g	136g*12	136g	143g
		价格	3.80	3.80	50.91	5.00	7.50
		每 500g/单个价格	3.80	3.80	4.24	5.00	7.13
	茄皇牛肉面	规格	128g	128g	128g*6	80g	128g
		价格	4.50	4.50	22.75	5.00	5.80
		每 500g/单个价格	4.50	4.50	3.79	5.00	5.80
膨化食品类	乐事薯片	规格	40g	40g	40g*3	40g	40g
		价格	2.80	2.80	9.90	3.60	4.00
		每 500g/单个价格	2.80	2.80	3.30	3.60	4.00
果敢蜜饯类	溜溜梅西梅	规格	50g	50g	60g*3	60g	80g
		价格	3.90	3.90	11.20	5.90	9.50
		每 500g/单个价格	3.90	3.90	3.11	4.92	5.94
坚果炒货类	恰恰香瓜子	规格	1	1	22g*20	308g	160g
		价格	12.80	12.80	14.80	16.80	10.50
		每 500g/单个价格	12.80	12.80	16.82	27.27	32.81

资料来源：草根调研，招商证券

加盟侧看，量贩零食标准化易管理，加盟回报靠前。从投资门槛来看，量贩零食投资额约 60-70 万（不含流动资金），较珠宝及餐饮等投资额适中。管理难度上看，由于零食标准化程度高，保质期长，门店千店一面强管控，总体经营管理难度较低。回本周周期上，量贩零食回本周周期为 18-36 个月，在加盟业态中处在前列；且量贩零食 Fashion Risk 低，开店成功率高，对加盟商具备较高吸引力。

表 5：各加盟业态回本周周期：量贩零食回本周周期较短

	蜜雪冰城	幸运咖	瑞幸	量贩零食	名创	锅圈	百果园	珠宝
一次性投入（万）	18-22	22-24	30-40	45-60	65-85	30-40	28-30	400-600
回本周周期（不含首批货，月）	18-24	18-24	18-24	18-36	18-30	24	24	36-60
具体投入项（万）	品牌使用费：1 保证金：1 管理+咨询费：0.6 装修：5-8 设备：5-6 首批货：5	设备：9 首批货：5 加盟费：2.5 装修：3	保证金：5 装修：11-13 设备：19 首批货：6	加盟费：0-8 保证金：1-3 管理费：0-1.2 装修：8-24 首批货：15-30	装修+货架：40-60 品牌授权费：2 货品：25-35	装修：6-8 设备：6 保证金：2 服务费：2 首批货款：8-10	加盟费：3 选址评估费：1.5 设备：9.2 装修：10-12 商品预付款：3 保证金：1	加盟费：3-10 保证金：5-10 装修：120 首批货：300

资料来源：各公司官网，招商手册，招商证券；*注：1) 为方便比较，均不考虑人工，租金等流动资金；2) 因为首批货一般可收回，不算作加盟商一次性投入

(3) 开店空间：多口径测算显示 8 万店+可期，当前饱和度预计 70%

测算思路①-对标湖南，目标门店数约 9 万家。参照湖南饱和门店数，将湖南人口数，人均食品烟酒消费额，省会城市气温，城镇化率设为基准（系数为 1），各省的指标值/湖南指标值=该省系数，其中人口数系数=各省人口数/湖南人口数；人均食品烟酒消费额系数=各省人均食品烟酒消费额/湖南人均食品烟酒消费额；气温系数及城镇化系数分为四档。最终各省预期饱和门店数=湖南预期饱和门店数 6000*该省人口数系数*人均食品烟酒消费额系数*气温系数*城镇化系数。测算结果显示，对标湖南约 1 万人一家店的密度，再参考各省消费力、气温适度调整，测算得全国目标门店数约 9 万店。

表 6：量贩零食开店空间测算：对标湖南预计远期 8-10 万家

区域	人口数 (万)	人均食品烟酒消费	省会城市平均气温	城镇化率	人口数系数	食品烟酒消费系数	气温系数	城镇化系数	目标门店数	目标 X 万人/店	当前门店数 (地图口径)	当前门店数	当前 X 万人/店	当前各省饱和度
广东	9028	9000	22	74.8	1.37	1.3	1.0	0.8	8417	1.1	5928	7410	1.2	88%
浙江	6577	10932	18.4	73.4	1.00	1.6	1.0	0.8	7440	0.9	2920	4171	1.6	56%
山东	10163	6268	15.5	64.5	1.54	0.9	0.80	1	6579	1.5	2924	3655	2.8	56%
江苏	8515	9139	17.6	74.4	1.29	1.3	0.80	0.8	6440	1.3	3987	4984	1.7	77%
湖南	6604	7047	18.1	60.3	1.00	1.0	1.0	1	6000	1.1	3520	5867	1.1	98%
四川	8374	7738	17.3	58.4	1.27	1.1	0.80	0.8	5364	1.6	3349	4186	2.0	78%
河北	7420	6228	14.7	61.7	1.12	0.9	0.80	1	4731	1.6	2074	2593	2.9	55%
湖北	5844	7520	18	64.7	0.88	1.1	0.80	1	4520	1.3	2977	3721	1.6	82%
河南	9872	5467	16.7	57.1	1.49	0.8	0.80	0.8	4463	2.2	2742	3428	2.9	77%
福建	4188	9629	21.2	70.1	0.63	1.4	1.0	0.8	4143	1.0	2607	3259	1.3	79%
江西	4528	6946	19.4	62.1	0.69	1.0	1.0	1	4099	1.1	3292	4115	1.1	100%
安徽	6127	7679	16.9	60.2	0.93	1.1	0.80	0.8	3893	1.6	3151	3939	1.6	101%
广西	5047	5873	21.8	55.7	0.76	0.8	1.0	0.7	2649	1.9	1166	1458	3.5	55%
陕西	3956	5595	15.9	64	0.60	0.8	0.80	1	2275	1.7	973	1216	3.3	53%
重庆	3213	8600	20.5	71	0.49	1.2	1.0	0.6	2152	1.5	1273	1591	2.0	74%
云南	4693	6117	16.1	51.7	0.71	0.9	0.80	0.7	2075	2.3	971	1214	3.9	58%
辽宁	4197	7140	8.7	73	0.64	1.0	0.60	0.8	1862	2.3	755	944	4.4	51%
贵州	3856	5607	15.5	54.8	0.58	0.8	0.80	0.7	1559	2.5	1332	1665	2.3	
黑龙江	3099	6363	5.2	66.2	0.47	0.9	0.60	1	1523	2.0	682	853	3.6	56%
山西	3481	5058	11.2	64	0.53	0.7	0.60	1	1374	2.5	993	1241	2.8	90%
内蒙古	2401	6269	7.6	68.6	0.36	0.9	0.60	1	1153	2.1	501	626	3.8	54%
吉林	2348	5467	6.9	63.7	0.36	0.8	0.60	1	1011	2.3	424	530	4.4	52%
新疆	2587	5765	9	57.9	0.39	0.8	0.60	0.8	921	2.8	263	329	7.9	36%
天津	1363	9313	13.6	85.1	0.21	1.3	0.80	0.6	798	1.7	386	483	2.8	60%
甘肃	2492	5364	8.7	54.2	0.38	0.8	0.60	0.7	728	3.4	529	661	3.8	91%
海南	1027	8283	24.5	61.5	0.16	1.2	0.6	1	680	1.5	329	411	2.5	61%
上海	2475	12653	18	89.3	0.37	1.8	0.80	0.2	639	3.9	353	441	5.6	69%
宁夏	728	5644	11	66.3	0.11	0.8	0.60	1	317	2.3	120	150	4.9	47%
北京	2184	9223	13.4	87.6	0.33	1.3	0.60	0.2	311	7.0	163	204	10.7	65%
青海	595	5874	6.9	61.4	0.09	0.8	0.60	1	269	2.2	140	175	3.4	65%
西藏	364	5747	10.1	37.4	0.06	0.8	0.60	0.7	124	2.9	186	207	1.8	
	137346								88509	1.6	51010	65725		74%

资料来源：国家统计局，WIND，高德地图，招商证券测算

测算②-对标电商，目标门店数约 8.4 万+。量贩零食体验好+可逛性好+低价散称低购买门槛等多重属性下，在“快好省”四个维度均强于电商，需求的激发效率及交付效率更高，因此未来渗透率保守预计可达到电商的 21%以上，对应 1.8 万亿泛零食大盘下规模为 3600 亿 GMV/单店销售约 450 万=8.4w 家。乐观展望，若零食量贩渗透率达到 25-30%，则对应目标门店数 8.8-10.5 万家。

表 7: 对标电商渠道份额测算，量贩零食远期约 8 万店

	当前渗透	当前规模	目标渗透	目标规模	单店销售	目标门店
电商	20.40%	3672	21%	3780	/	/
量贩	13.3%	2400	21%	3780	450	84000
零食	100%	18000				

资料来源：欧睿，招商证券测算

测算③-对标蜜雪冰城，预计量贩零食门店数可达到 8 万+。量贩零食定位类似“零食界的蜜雪冰城”，通过低价、高密度门店等模式进行城市渗透。当前在量贩零食相对饱和的湖南、湖北、安徽、福建、四川、江西、广东、贵州等区域，量贩零食门店数已经达到蜜雪冰城门店数的 2-3 倍。由于量贩零食仍处在快速开店期，预计未来将有更多市场门店密度达到蜜雪冰城的 2 倍或以上，参照蜜雪全国 4-5 万家的密度，预计量贩零食门店数可达到 8-10 万家或更高。

图 24 对标蜜雪冰城，量贩零食门店/蜜雪门店数 2-3 倍（家，%）

	安徽	北京	福建	甘肃	广东	广西	贵州	海南	河北	河南	黑龙江	湖北	湖南	吉林	江苏	江西
量贩零食	4201	217	3476	705	7904	1555	1776	439	2765	3656	909	3969	4693	565	5316	4389
蜜雪冰城	2057	592	1317	903	3019	1277	892	269	2080	3331	739	1571	1498	675	2682	1436
量贩/蜜雪	204%	37%	264%	78%	262%	122%	199%	163%	133%	110%	123%	253%	313%	84%	198%	306%
	辽宁	内蒙古	宁夏	青海	山东	山西	陕西	上海	四川	天津	西藏	新疆	云南	浙江	重庆	合计
量贩零食	1007	668	160	187	3899	1324	1297	471	4465	515	248	351	1295	3893	1697	68013
蜜雪冰城	1343	754	383	227	2673	1051	1614	581	1924	436	99	769	1010	2435	892	40529
量贩/蜜雪	75%	89%	42%	82%	146%	126%	80%	81%	232%	118%	251%	46%	128%	160%	190%	168%

资料来源：久谦，高德地图，招商证券

（4）持续性分析：无更高效业态分流压力，零食类目中仍为最优渠道

零售新业态主打非标品的折扣化，预计不会对量贩零食造成分流。近期零售发展趋势较好的业态包括奥乐齐/盒马 NB/山姆等带生鲜的硬折扣业态、商超调改店、即时零售等，和量贩零食在核心市场、品类、效率上均有明显错位，预计都不会对量贩零食构成分流和竞争。量贩零食在零食类目上需求激发效率（零食 SKU 的丰富度+门店的就近密集分布+门店的可逛性+低价散称）和履约效率（仅 12-15% 的费用率）明显高于以上业态。

总体看，在零食品类零售中量贩零食仍为最优渠道。在零食消费的多快好省四个维度看，目前其他新渠道相比量贩零食仍有明显短板，在零食丰富度、可逛性、下沉能力等多个维度仍落后于量贩零食渠道，需求激发能力弱；在价格力方面仅能拉齐或仍低于量贩零食，因此量贩零食当前仍是零食销售的最高效渠道，新渠道的分流压力小。

表 8: 近期零售热点业态梳理

	品牌	核心客群	核心顾客价值	经营面积（平）	SKU 数	生鲜+3R 占比	标品占比	品类结构	自有品牌占比	单店销售额（万）	坪效	费用率合计	毛利率	净利率
生鲜折扣	山姆（国内）	高线中产	品质+质价比	20000	4000	40%	60%	生鲜加工 40%，标品 60%	35%	140000	7.0	13%-18%	20%-25%	7%

扣	奥乐齐	中产大众	近+质价比+好逛	400-1000	1200	50%	50%	生鲜 35%，烘焙加工 15%，冻品 10%，标品 40%	70%以上	2500	3.6	15%-18%	20%	
	盒马 NB	全年龄段大众消费	近+质价比	500-800	1500-1800	55%	45%	生鲜+加工 50%-55%，冻品 8%，标品 30%+	24%	5500	8.5	15%	17%	2%
商超/商超调改	永辉(调改店)	高线高消费力年轻客群	品质+好逛	3000-7000	11000-12000	70%	30%	生鲜 35%，烘焙加工 30%，标品 30%	10%-15%	20000	4.4	18%	21%	2%
	大润发(大卖场)	全年龄段大众消费	/	8000-9000	22000-24000	30%	70%	生鲜+加工 30%，标品 70%	10%以下	13000	1.5	23%	24%	1%
即时零售	美团闪购(平台)	高线年轻客群	应急+便利	各类线下零售业态	/	25%	75%	生鲜 25%+药品 10%+非生鲜食品 35%+其他标品 30%	/	/	/	9% (分母为 GMV)	10% (抽佣率)	1% (分母为 GMV)
	美团闪购(商家,以商超为例)	高线年轻客群	应急+便利	各类线下零售业态	8000	30%	70%	/	/	门店销售额的 20%	/	23%	25%	2%
	美团闪电仓	高线年轻客群	应急+便利	150	5000-10000	0%	100%	商超百货 40%，快消 60%	0%	432	2.9	31%	36%	5%
	小象超市	高线中青年客群	便利	800-1000	8000-10000	45%	55%	生鲜+加工 40-50%，标品 50-60%	约 10%			30%+	约 25%	-1%
	叮咚买菜	高线中年客群	便利+品质	300-500	4000	70%	30%	生鲜 50%，加工 20%，标品 30%	21%	2500	6.3	29%	31%	2%
量贩零食/省钱超市	量贩零食	下沉年轻客群	近+好逛+便宜	150-200	1800	0%	100%	零食水饮等标品 100%	2%以下	400-500	3.0	12%-15%	20%	5.50%
	量贩零食省钱超市	下沉年轻客群	近+好逛+便宜	180-300	2200-3000	5%-	95%+	零食水饮日百等标品 100%	2%以下	500-600	2.8	12%-15%	20%	5.50%

资料来源：公司公告，公司官网，草根调研，专家调研，招商证券

2、竞争格局：双龙头强者恒强，市占持续提升

(1) 头部 VS 腰尾部：马太效应下强者恒强，份额持续向头部集中

量贩零食格局集中，两大头部市占 70%以上。量贩零食行业主要玩家包括鸣鸣很忙、万辰集团、零食有鸣及其他腰尾部品牌，当前 CR2 达到 70%左右，腰部品牌中零食有鸣市占约 9%，尾部品牌市占约 16%。行业近年份额持续向头部集中，CR2 持续提升，头部品牌较腰尾部的差距继续扩大。

图 25 头部品牌市占率与腰尾部差距大 (%)

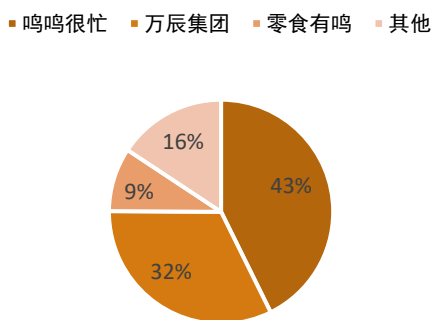
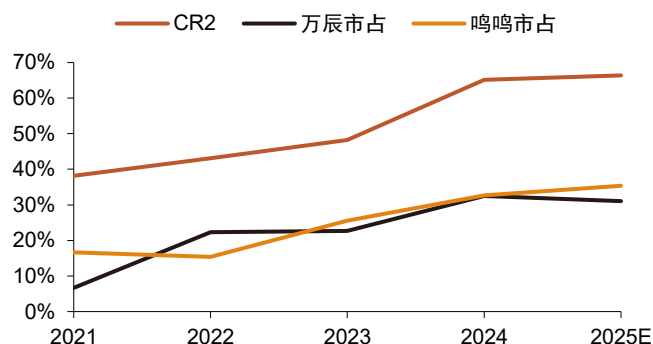


图 26 量贩零食 CR2 (%)



资料来源：万辰集团招股书，灼识咨询，招商证券

资料来源：高德地图，招商证券

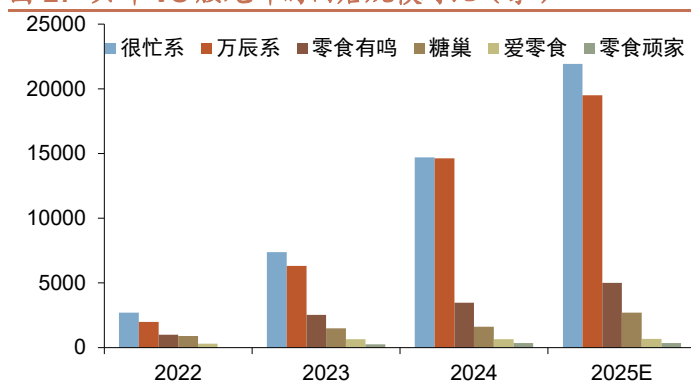
行业核心竞争要素为规模优势+先发优势，头部均明显领先，预计未来两大头部市占持续提升。据我们持续的门店跟踪验证，当前头部持续高速开店，腰部开店速度较慢，尾部无净开或略有关店，两大头部的市占仍在持续提升。

➤ 先发优势体现在早期及局部竞争中。在局部特定市场中，先行者相对更易获取当地消费者心智、熟悉消费者偏好、当地加盟商资源及第一批优质点位，因此具备相对于后发者的优势。因此行业先发优势明显，容易出现区域品牌占山为王，站稳某个市场后较难被后来者颠覆。借助先发优势，两大头部及

零食有鸣、糖巢都形成了自身的优势市场。

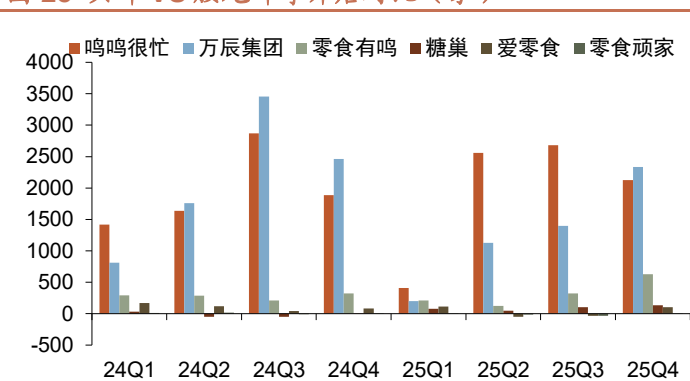
- **规模优势体现在全国性竞争中，两大头部规模已 4-10 倍于其他玩家。**量贩零食在采购、仓配、数字化、品宣、自有品牌等方面均存在明显的规模效应。采购上，全国性玩家相比区域小玩家采购价及返点可达到 0%-3% 的差异。仓配上，仓配体现为阶梯型的规模优势，一个仓覆盖 300-500 家店左右费率最低，全国性大玩家更容易接近规模最优。招商拓展上，在当地无强势品牌的情况下，加盟商更倾向于加盟门店数多的品牌；此外，规模大的企业招商团队人数更多、补贴能力更强、点位储备更足，更有实力快速开店。数字化及品宣上，数字化/品宣可提升运营效率及品牌势能，但单项投入数千万乃至数亿，千店以下小玩家难以做投入。此外，省钱超市、自有品牌、出海等方面的探索，小玩家在零食的竞争中已自顾不暇，较难把握新机会。

图 27 头部 VS 腰尾部的门店规模对比 (家)



资料来源：高德地图，招商证券

图 28 头部 VS 腰尾部净开店对比 (家)



资料来源：高德地图，招商证券

(2) 鸣鸣 VS 万辰：区域错位明显，两强格局稳固

两大头部各自优势市场地位稳固，西北部市场错位开发。两大头部优势市场错位，鸣鸣很忙优势市场为湖南+湖北+广东+江西 4 省，四省门店占比约 50%；万辰集团优势市场为河北+河南+山东+安徽+江苏+浙江 6 省，6 省门店数占比 60%。对于双方各自的优势市场，总体看其自身的门店规模领先优势仍在巩固，对方难以渗透；对于双方的非优势市场，除川渝等少数市场有明显重叠开发外，其余市场更多体现为错位开发，万辰重点开发东北等北方市场，鸣鸣更多开发西南、华南等南方市场。因此总体看，两大头部的竞争态势平稳，两强格局稳固。

表 9：两大头部品牌优势市场 (家)

年份及月份	鸣鸣很忙							万辰集团						
	2512	2508	2505	2502	2412	2406	2312	2512	2508	2505	2502	2412	2406	2312
湖北	2106	1887	1746	1615	1606	1166	993	344	275	272	225	228	66	26
湖南	2537	2430	2361	2357	2362	2106	1955	632	623	628	611	607	133	0
江西	1976	2047	1691	1641	1644	1406	1021	1097	925	858	821	768	513	378
广东	3263	2733	2454	2127	2132	1495	1020	806	658	687	578	573	198	67
江苏	849	665	548	425	400	168	71	3137	2764	2622	2451	2452	1654	1144
浙江	1204	903	681	553	540	153	10	1561	1399	1350	1313	1307	999	940
河南	891	699	571	496	496	300	231	1719	1391	1288	1184	1209	944	793
山东	694	614	554	477	479	283	130	2229	2033	1946	1857	1858	1194	883
安徽	1030	879	733	689	684	492	281	2121	1908	1864	1818	1817	1294	1012
河北	809	684	573	525	517	374	152	1255	1078	1005	953	961	586	415
北京	49	22	10	5	6	1	0	114	78	77	62	61	2	3

上海	151	112	80	42	30	2	0	202	116	76	67	60	11	6
天津	120	86	68	61	58	18	4	266	185	167	162	154	72	30
重庆	561	470	394	345	337	195	74	559	448	389	339	334	197	165
黑龙江	321	144	1	1	2	1	0	352	246	175	148	137	1	0
吉林	72	59	50	40	37	0	0	310	280	247	214	218	34	0
辽宁	174	158	158	149	151	0	0	526	507	471	454	458	205	40
内蒙古	150	122	108	92	92	27	0	340	292	276	254	250	71	0
新疆	0	0	0	0	0	0	0	63	23	11	5	0	2	0
西藏	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
甘肃	113	81	60	38	37	0	0	183	138	125	110	101	13	5
青海	2	1	1	1	1	0	0	41	34	26	18	18	1	0
陕西	461	302	209	162	151	80	36	363	261	231	210	211	142	76
宁夏	29	30	26	26	26	0	0	66	51	54	45	44	5	0
山西	651	496	401	329	332	201	74	185	161	164	172	161	89	34
四川	528	473	414	378	362	141	53	517	396	372	304	306	135	49
贵州	930	779	700	614	599	406	236	242	191	178	171	158	53	9
云南	797	626	504	438	410	149	24	154	119	0	0	0	1	0
广西	1138	920	811	750	751	536	414	0	0	0	0	0	0	0
福建	656	540	474	408	406	229	99	193	180	184	172	175	90	57
海南	121	89	78	60	57	21	19	0	0	0	0	0	0	0
合计	22383	19051	16459	14844	14705	9950	6897	19577	16760	15743	14718	14626	8705	6132
优势市场门店数	9882	9097	8252	7740	7744	6173	4989	12022	10573	10075	9576	9604	6671	5187
优势市场门店占比	44%	48%	50%	52%	53%	62%	72%	61%	63%	64%	65%	66%	77%	85%

资料来源：高德地图，招商证券

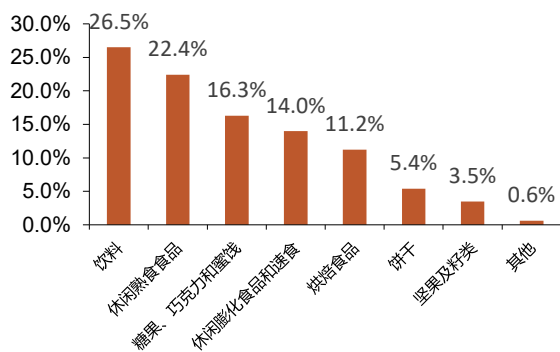
三、核心竞争力：供应链、运营、拓展等多维度领先，强者恒强

1、供应链：SKU 丰富且极具性价比，供应及仓配体系高效

品类丰富，SKU 快速迭代，性价比高。公司产品涵盖 7 个主要品类，超过 750 个主要品牌，在库 SKU 合共 3997 个，单店 SKU 数量一般不少于 1800 款，SKU 丰富度高。在售卖方式上，公司约 38% 产品采用散装称重形式，明显降低消费者尝新门槛。价格力上，据弗若斯特沙利文报告，公司同品类产品平均价格相较于线下超市便宜约 25%。

选品精准，上新迭代快。公司选品团队人数约为 234 人，负责跟踪及分析对消费者需求特点及变化趋势，做出选品决策；此外，公司设有全民选品小程序，供加盟商、店员和选品团队及时反馈当地市场所需商品。2025 年前 9 个月已有超 21 亿人次消费者在公司门店内消费，海量的产品销售数据也为需求洞察及选品提供了参考。决策机制上，公司构建了初选、试吃、试卖、推广的标准化决策机制；在推出新品时，会先在指定门店开展试吃试卖，再进行推广；同时，公司根据季节、地域、节假日等因素因地制宜地推出特色产品。公司当前每个月平均上新数百款产品，除 SKU 严选外，持续上新也为消费者带来新鲜体验。

图 29 公司品类结构 (%)



资料来源：公司公告，招商证券

图 30 公司部分合作供应商



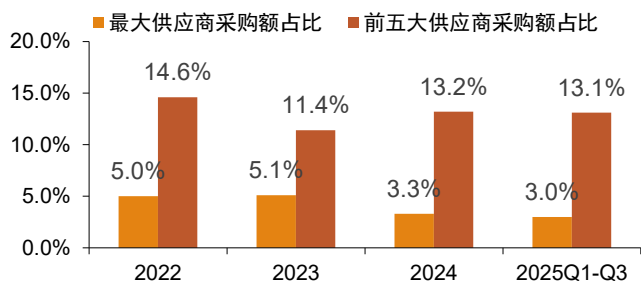
资料来源：公司微信公众号，招商证券

合作优质供应商，开展大比重直供及定制。据我们统计，公司地图口径门店数已超过 2 万家，庞大的终端门店数量及销售规模下，公司对上游零食品牌及厂商的议价能力较强，可优化采购成本。截至 2025 年 9 月 30 日，公司已与超过 2500 家厂商建立合作；《2024 胡润中国食品行业百强榜》中约 50% 的企业与公司建立了合作。公司绝大多数产品由厂商直供，压缩了中间环节；此外，公司还广泛开展定制提升强化产品质价比，截至 2025 年 9 月 30 日，公司在库 SKU 中约 34% 为定制款。

品控体系严格，严格管理食品安全问题。公司针对供应链端和门店端建立食品质量与安全管理体系，覆盖生产、运输、仓储、门店销售及消费者售后服务的全流程。同时，公司还设立自有实验室，并联合外部检测机构对产品开展抽检工作。截至 2025 年 9 月末，公司食品安全及质量控制部门共 350 名员工，严格防范食品安全风险。

自有品牌建设处于初步阶段。公司于 2025 年开始销售自有品牌产品，当前自有品牌 SKU 数及销售占比仍较小。2025 年 2 月，公司在“2025 鸣鸣很忙省钱战略发布会”中，发布多款自有品牌产品。自有品牌产品体系中包含红标、金标系列，并计划推出子品牌以迎合不同层次的消费需求；其中红标系列强调去除品牌溢价，例如一瓶 600 毫升的无糖乌龙茶售价仅为 1.9 元；金标系列则注重优质材料，提供更高品质选择，如售价 9.9 元的风干牛肉。

图 31 供应商集中度低 (%)



资料来源：公司公告，招商证券

图 32 公司自有品牌分为金标及红标



资料来源：公司自有品牌发布会，招商证券

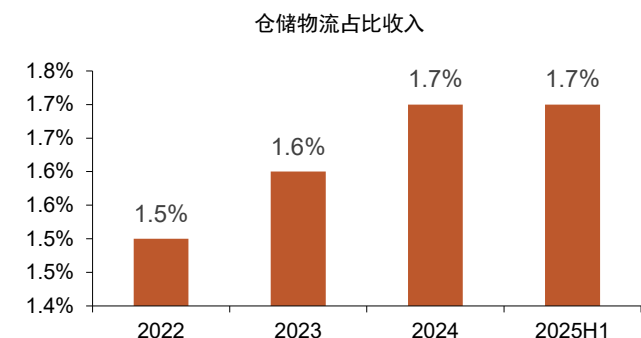
公司仓配物流体系高效，仓配费用率低。公司建立了全国性仓储网络，截至 2025 年 9 月 30 日，公司基于门店网络布局了 48 个仓库；公司门店通常距离仓库 300 公里以内，一般均可实现 24 小时内配送至门店。截至 2025 年 9 月末公司存货周转天数为 13.4 天，周转效率显著优于行业平均水平。成本方面，公司整体仓储及物流成本（包括运输开支及仓储服务费）分别占总收入约为 1.7% 左右，保持在较低水平。

表 10: 鸣鸣很忙仓数及面积 (招商宣传口径)

时间		零食很忙	赵一鸣	合计
2023 年 4 月	仓数	3		
	面积 万平	6		
2024 年 4 月	仓数	9	9	18
	面积 万平	20	19	39
2025 年 4 月	仓数	14	20	34
	面积 万平	30		
2025 年 10 月	仓数			40
	面积 万平			87

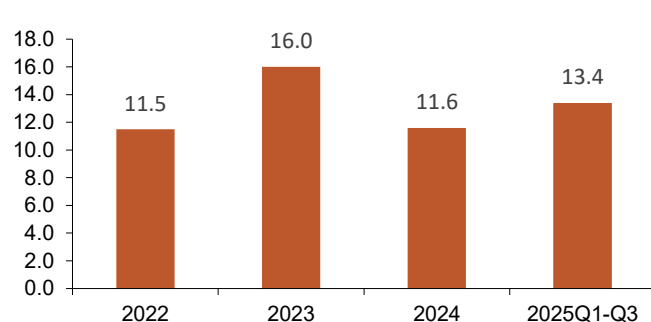
资料来源: 品牌招商手册, 招商证券

图 33 鸣鸣很忙仓储物流占比收入 (%)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 34 公司存货周转天数 (天)

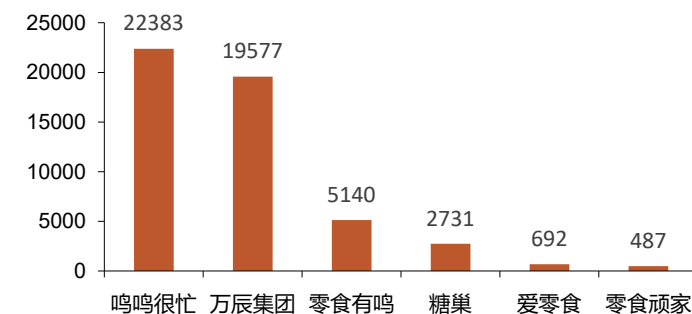


资料来源: 公司公告, 招商证券

2、招商拓展: 综合能力强, 全国门店规模领先

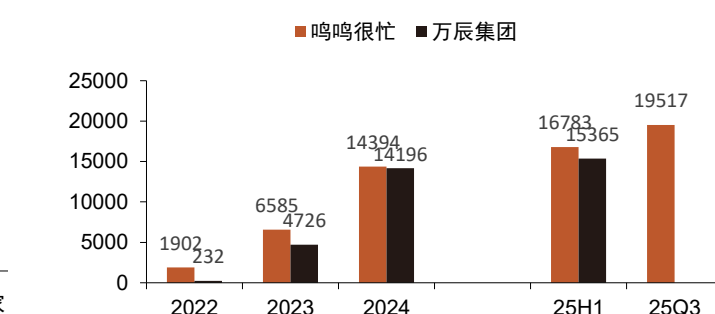
双品牌协同, 门店规模领先, 深度渗透下沉市场。截至 2025 年 9 月 30 日, 公司门店数达到 19517 家, 并有约 59% 的门店位于县城和乡镇; 门店网络已覆盖 1341 个县, 在国内县城中的覆盖率已达约 66%+。公司主要优势市场为湖南+湖北+广东+江西, 4 省门店占比约 50%, 此外公司在西南、华东也有一定渗透。公司两大品牌互补式拓店, 避免地理位置重叠, 湖南省、湖北省等主要运营零食很忙门店, 华北等主要运营赵一鸣门店。

图 35 各公司门店数对比 (地图口径, 截至 202512)



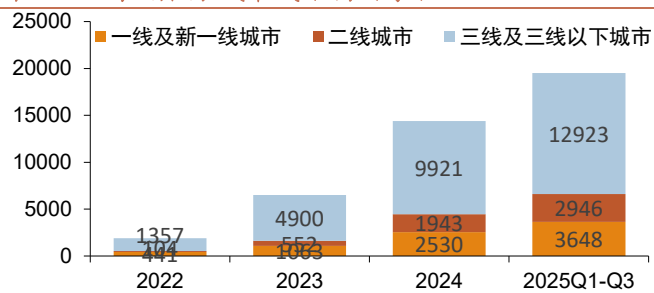
资料来源: 高德地图, 招商证券

图 36 各公司门店数对比 (报表口径)



资料来源: 各公司招股书, 招商证券

图 37 公司门店分城市线结构 (家)



资料来源: 公司公告, 招商证券

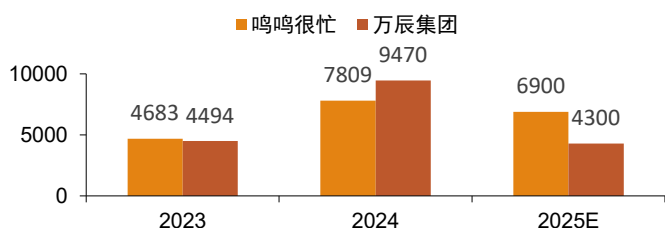
图 38 公司门店分品牌结构 (家)



资料来源: 公司公告, 招商证券

开店速度稳健、优势市场地位巩固。在前端招商拓展团队支持下,公司 2024-2025 年开店速度达到 7000-8000 家/年,公司持续巩固湖南、湖北、江西、广东等公司优势区域地位,公司在四省门店占比约 50%。

图 39 公司开店保持较快速度 (家)



资料来源: 公司公告, 招商证券

专业的选址拓展团队支持,提升开店质量。选址方面,公司基于对现有门店分析和经验积累,研发了数字化选址工具,对门店选址进行分析和预测;目前公司全国点位库中包含超过 10000 个点位。较强的拓展选址能力提升了公司的开店成功率,使得公司闭店率相对较低,单商带店量相对较高。

全方位赋能加盟商赋能。公司通过口碑推荐、社交媒体、线下广告牌等获取潜在加盟商,并通过价值观、过往经历等筛选加盟商。同时,公司在门店运营的各个阶段(包括选址、门店设计及陈列、选品、日常运营以及营销及推广)为加盟商提供支持,并使用数据化工具及行业专业知识协助加盟商选址。公司当前共近 1 万个加盟商,近 2 万家加盟店,单加盟商开店量约 2 家。

表 11: 公司加盟商情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1-Q3
期初加盟商数量	410	994	3377	7241
新增加盟商数量	585	999	3950	2416
退出的加盟商数量	1	13	86	105
期末加盟商数量	994	3377	7241	9552

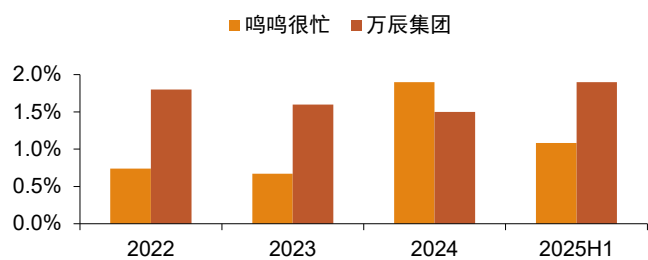
资料来源: 公司公告, 招商证券

表 12: 公司加盟店情况

加盟店情况	2022	2023	2024	2025H1
期初加盟店数目	823	1898	6569	14379
期内开设的新加盟店数目	1089	4715	8083	5326
期内关闭的加盟店数目	14	44	273	211
期末加盟店数目	1898	6,569	14379	19494

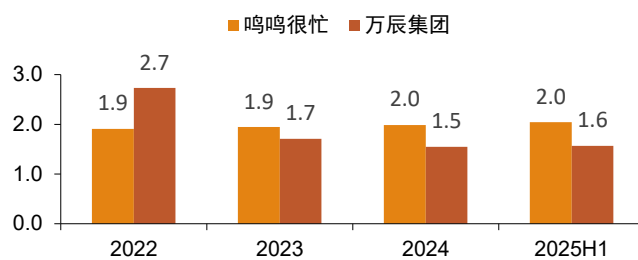
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 40 鸣鸣很忙闭店率情况 (%)



资料来源：公司公告，招商证券

图 41 鸣鸣很忙单商带店量 (家/加盟商)



资料来源：公司公告，招商证券

3、运营：精细化运营能力强，单店表现稳健

门店精心设置，为消费者提供欢乐舒适的逛店体验。公司门店门头招牌亮眼醒目，具备较强的吸引客流的能力；同时店内在装修、灯光、陈列、购物动线、环境卫生、通道空间等层面精心设计，为消费者带来快乐舒适的逛店体验。陈列方面，公司根据门店陈列经验设计了约 3 万套可视化门店陈列，加盟商可自主选择，在标准化运营的同时实现陈列上的差异化。此外，公司还举办零食狂欢节、在店内设置主题装饰、新品试吃区和游戏互动，提升消费者逛店体验。

图 42 公司门店外立面明亮醒目，吸引客流的能力强



资料来源：公司公告，招商证券

图 43 门店内部整洁温馨，氛围感强



资料来源：公司公告，招商证券

运营标准完善，团队专业，单店表现稳健。截至 2025 年 9 月 30 日，公司门店经营部共 3316 名员工，其中 784 人为店铺督导，负责督导门店运营；为确保加盟店运营符合标准，店铺督导人员利用智能化远程巡店工具远程监督店铺营运情况，并进行现场检查。督导会从门店内外的卫生标准、产品品质和食品安全、货架堆叠、客户服务、照明、宣传品展示以及员工的仪容和行为等多个方面评估加盟店表现；对于评分低的加盟店，公司将提出建议并帮助加盟店改善运营；对于评分高的加盟店则会给予运费折扣等奖励。

图 44 门店经营部人员占比达到 42% (人, %)

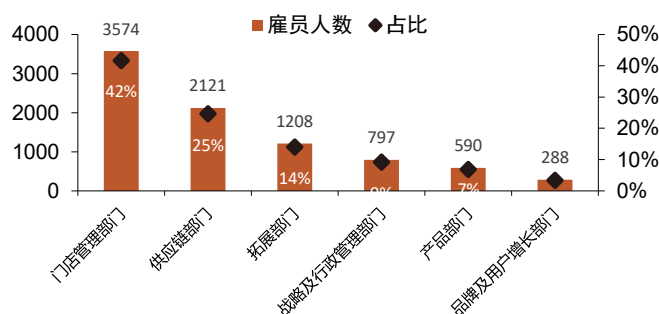
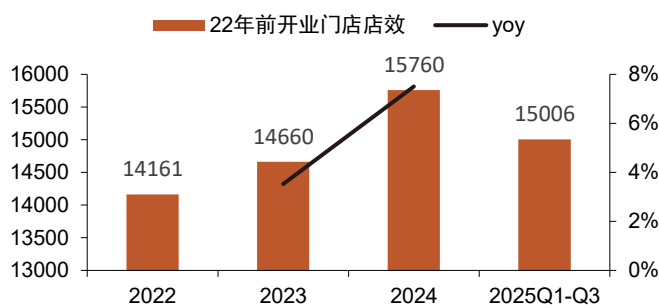


图 45 公司老店店效表现平稳 (元/天, %)



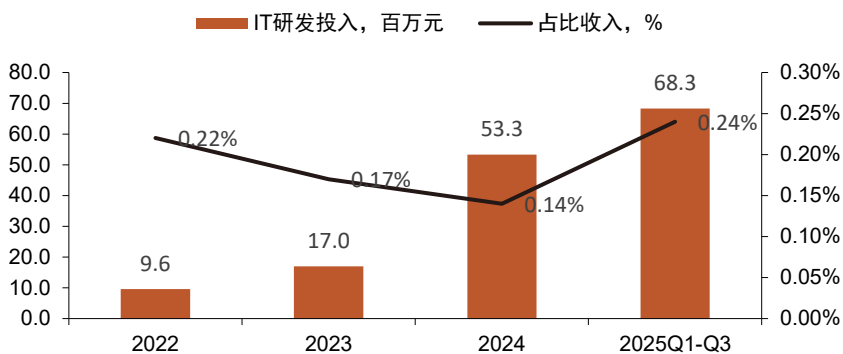
资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

完善全生命周期加盟商支持，提升门店运营水平。培训方面，公司在鸣鸣很忙商学院为加盟商及其门店员工提供培训计划，包含食品安全、消费者服务等内容；同时公司通过专有及外部平台提供线上培训，并举办线下培训班。截至 2025 年 9 月 30 日，公司有 20 名全职人员负责加盟商及店员培训。日常支持方面，公司区域运营部负责定期巡店及与门店沟通，公司有约 62 位城市经理，为加盟商门店运营提供指导，定期巡查指定门店。此外，公司还为加盟商举行会议及活动，传递公司品牌、产品品类及战略，强化加盟商黏性。

全流程数字化助力高效运营。公司从 2021 年开始搭建数字化团队，截至 2025 年 9 月 30 日，公司数字化团队人数已达 385 人，历年 IT 研发投入已达到 1.5 亿。公司数字化系统贯穿采购、仓储物流、门店销售及管理，配送端实现发货清单、门店签收单等单据的全流程电子化，并配备自动识别收货设备；还通过智能零售中台系统、智能化远程巡店等数字化措施进行门店管理；数字化显著提高公司运营管理效率。

图 46 公司 IT 研发投入



资料来源：公司公告，招商证券

4、品牌：两大品牌强强联合，品牌势能领先

两大品牌合并焕新，品牌侧重点投入。公司两大品牌合并后，两大品牌保持独立的同时，也在品宣层面进行协同融合，公司结合两大品牌 IP 小鸣、小忙打造的主要“Double-M”受到市场欢迎。在品牌及营销侧，公司通过社交媒体、代言人、广告投放，线下概念店、促销活动等进行品牌投入，进一步提升品牌势能。具体包括：

表 13: 两大品牌战略合并，品牌打造持续投入

时间	事件
2023.4.12	零食很忙官宣张艺兴担任品牌代言人
2023.11.27	零食很忙收购赵一鸣，两大品牌战略合并
2023.12.11	华南首家零食主题概念店（赵一鸣零食研究所）落户广州
2024.1.27	长沙“超级·零食很忙”营业，两天营业额突破 78 万元
2024.5.25	“零食很大”长沙店乔迁开业，单日营业额 102 万，创造新零食单店单日销售记录
2024.7.16	零食很忙与赵一鸣官宣周杰伦为双品牌代言人

资料来源：公司品牌发布会，招商证券

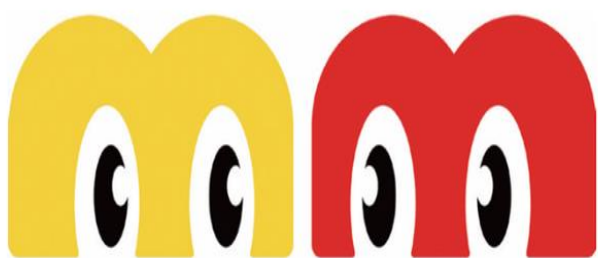
➢ **创新型概念店破圈引流。**公司推出的“超级·零食很忙”、“零食很大”、“赵一鸣零食研究所”等概念店，为消费者带来新奇购物体验，引发曝光及破圈

传播。其中位于长沙的“零食很忙”实现单日 GMV 超 100 万元，成为长沙消费的新地标之一。截至 2024 年 12 月 31 日，创新型概念店在抖音曝光量超过 16 亿次。

- **定期促销活动。**公司定期举办促销活动，提供全店或有针对性的促销活动以及门店主题装饰吸引消费者到店。2025 年年货节公司举办的“年货大单品销售”营销活动，产生的线上总曝光量超 16 亿次。
- **品牌 IP 和品牌代言人提升品牌形象。**公司 IP Double-M 塑造及传递了欢乐、轻松的品牌形象。此外，公司先后邀请张艺兴、周杰伦作为品牌代言人，提升品牌曝光度。自 2024 年 7 月起，公司通过直播、短视频及社交媒体推送以及公共广告牌、社区媒体以及店内广告等线上及线下品牌推广活动来官宣品牌代言人，相关的线上曝光量超 25 亿次。

图 47 公司 IP double-M

图 48 公司品牌代言人周杰伦



资料来源：公司公告，招商证券

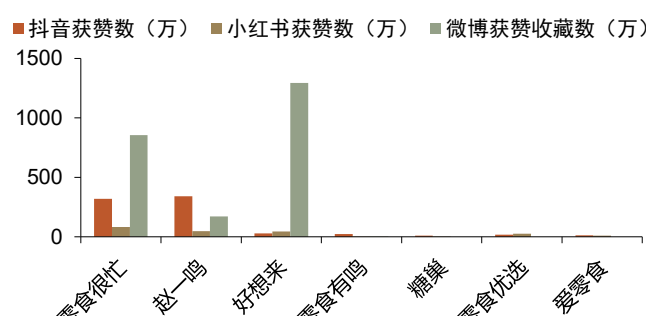
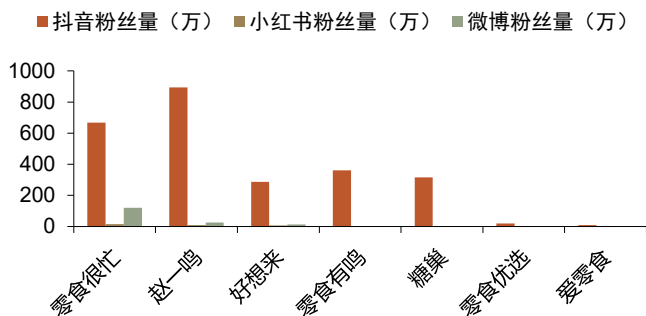
资料来源：媒体资讯，招商证券

会员体系助力，提升消费者忠诚度。除各类营销活动外，公司还通过微信小程序、公众号等多种线上渠道及线下门店渠道吸引消费者加入会员体系。通过会员计划，消费者可进行消费积分，积分可兑换折扣券或礼品等奖励；此外，公司每月一次的会员日中可享受会员折扣。截至 2025 年 9 月 30 日，公司会员数达到约 1.8 亿人，近一年的会员复购比例约 77%。公司通过消费者分析和数据积累，针对性推出会员福利，持续提升消费者复购率和黏性。

公司线上平台粉丝数领先，品牌知名度领先。据我们统计，公司旗下两大品牌在抖音、小红书等平台粉丝领先，公司通过小红书、抖音、快手、微信及微博与公众互动并进行一系列营销及推广活动，例如，在抖音挑战赛上，与 2024 年 7 月公司品牌代言人官宣相关的话题的曝光量在 2024 年已累计超过 25 亿次。

图 49 公司各平台粉丝数领先

图 50 公司各平台内容点赞数领先



资料来源：各公司社交媒体账号，招商证券

资料来源：各公司社交媒体账号，招商证券

5、对比万辰：双龙头格局稳固，优势市场边界清晰

(1) 财务对比：单店表现总体近似，盈利能力近似

门店面积差异下单店收入不完全可比，客单价及收入/GMV 比值近似。总体看两大头部单店 GMV 均在 40 万/月左右，鸣鸣约为 44 万/月，万辰约 37-38 万/月；但因两大头部门店平均面积存在差异，因此单店收入、单店 GMV、单店客单量等不完全可比。两者客单价及收入/GMV 比值趋近，客单价均为 32-33 元，收入/GMV 均为 68%左右。

表 14: 报表单店指标对比

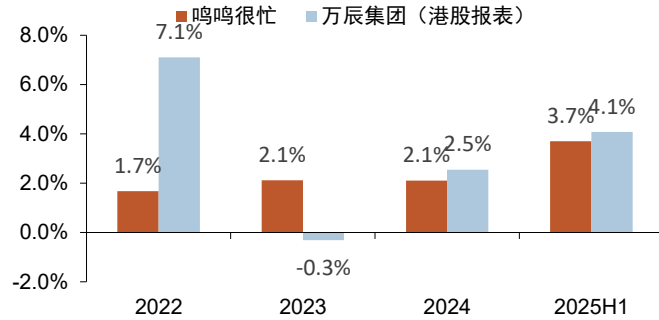
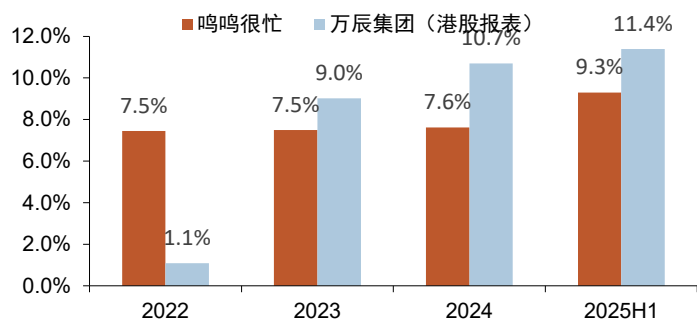
	鸣鸣很忙			万辰集团		
	2023	2024	25H1	2023	2024	25H1
门店数 (报表口径)	6585	14394	16783	4726	14196	15365
收入 (亿)	103	393	281	93	323	226
单店收入 万/月	20.2	31.3	30	29.4	28	25.2
单店毛利 万/月	1.5	2.4	2.8	2.8	3	2.8
收入/GMV	67%	71%	68%	83%	76%	68%
GMV (亿)	153	555	411	112	426	332
订单总数 (亿)	4.2	16	12.7	3.06	12	10.2
单店 GMV 万/月	30	44	44	37	38	37
客单价 元	36	34	32	36	36	33
单店客单量 单/月	8307	12830	13578	10286	10552	11502

资料来源：公司公告，招商证券

因部分费用的会计处理方式不同，两者毛利率及费用率差异大，但净利率差异较小。鸣鸣和万辰毛利率差异约为 3pct，我们分析认为主要由于两者对仓储费用及拓展费用的会计计入方式不同，因此体现为万辰毛利率及费用率均高于鸣鸣，但两者最终净利率差异较为接近，2024 年及 25H1 看，两者净利率差异约为 0.4pct。

图 51 毛利率差距约 3%

图 52 净利率差距约 0.4%



资料来源：各公司公告，招商证券

资料来源：各公司公告，招商证券

两者费用率结构类似，均随规模效应优化。如前所述，两者部分科目处理方式不同，因此万辰毛利率及费用率均较高，因此费用率不完全可比。总体上两者费用率从结构上看近似，均以员工薪酬+差旅费等员工相关费用为主；且在近年随规模效应均实现明显优化。

图 53 两大头部公司销售费用率及结构对比 (亿, %)

销售费用	鸣鸣很忙						万辰集团					
	2023		2024		2025H1		2023		2024		2025H1	
员工薪酬	1.7	1.7%	8.2	2.1%	5.3	1.9%	2.2	2.4%	6.3	1.9%	3.2	1.4%
差旅及办公费用	0.4	0.4%	2.5	0.6%	1.7	0.6%	0.6	0.7%	1.7	0.5%	0.9	0.4%
营销及推广费用	0.5	0.5%	1.8	0.4%	1.2	0.4%	0.5	0.5%	1.8	0.6%	1.0	0.4%
折旧及摊销费用	0.0	0.0%	0.1	0.0%	0.1	0.0%	0.1	0.1%	3.3	1.0%	1.4	0.6%
使用权资产折旧及物业管	0.3	0.3%	0.9	0.2%	0.9	0.3%	0.6	0.7%	0.7	0.2%	0.3	0.1%
其他(仓配相关)	0.3	0.3%	1.3	0.3%	1.1	0.4%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%
其他	0.2	0.3%	0.4	0.1%	0.2	0.1%	0.2	0.3%	0.4	0.1%	0.2	0.1%
总计	3.3	3.2%	14.8	3.8%	10.2	3.6%	4.3	4.7%	14.3	4.4%	7.0	3.1%

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 54 两大头部公司管理费用率及结构对比 (亿, %)

管理费用	鸣鸣很忙						万辰集团					
	2023		2024		2025H1		2023		2024		2025H1	
员工薪酬	0.6	0.6%	2.1	0.5%	2.4	0.9%	2.9	3.1%	4.7	1.5%	2.5	1.1%
专业服务费用	0.2	0.2%	0.5	0.1%	0.8	0.3%	0.1	0.1%	0.4	0.1%	0.3	0.1%
折旧及摊销费用	0.1	0.1%	0.1	0.0%	0.1	0.0%	0.6	0.6%	1.4	0.4%	0.8	0.4%
差旅及办公费用	0.1	0.1%	0.2	0.1%	0.1	0.0%	0.2	0.2%	0.4	0.1%	0.2	0.1%
其他税项开支	0.1	0.1%	0.4	0.1%	0.3	0.1%	0.2	0.2%	0.6	0.2%	0.5	0.2%
使用权资产折旧及物业	0.1	0.1%	0.4	0.1%	0.2	0.1%	0.5	0.6%	2.4	0.8%	2.0	0.9%
其他	0.0	0.0%	0.2	0.0%	0.2	0.1%	0.2	0.2%	0.6	0.2%	0.5	0.2%
总计	1.2	1.1%	3.9	1.0%	4.1	1.5%	4.8	5.1%	10.5	3.3%	6.8	3.0%

资料来源: 公司公告, 招商证券

两大头部公司 ROE 均较高。两大头部公司的 ROE 水平均较高, 参考 25H1 的水平年化均接近或高于 30%; 主要因量贩零食轻资产高周转的商业模式下, 两家公司的总资产周转率均达到 5-6 次/年的水平, 万辰由于杠杆率及净利率更高, 因此总体或万辰集团总体 ROE 高于鸣鸣很忙。

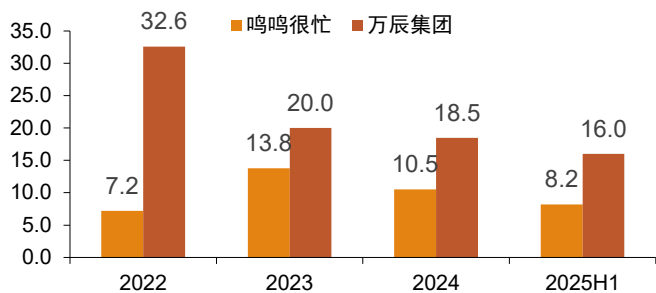
表 15: ROE 拆分对比

鸣鸣很忙	2023	2024	2025H1
净资产收益率 ROE(%)	8.4	16.2	14.4
销售净利率(%)	2.1	2.1	3.1
总资产周转率(次)	2.7	4.7	2.8
权益乘数	1.5	1.6	1.6
万辰集团	2023	2024	2025H1
净资产收益率 ROE(%)	-12.6	33.7	34.7
销售净利率(%)	-1.6	1.9	3.9
总资产周转率(次)	3.6	5.8	3.1
权益乘数	3.9	6.4	5.4

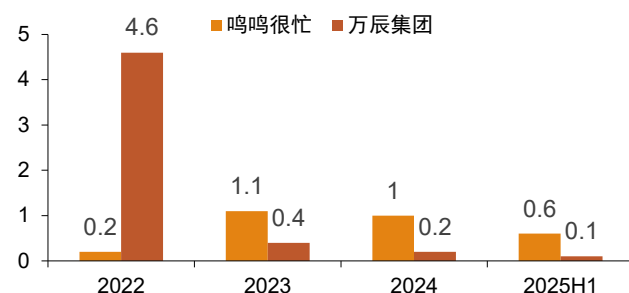
资料来源: 同花顺, 招商证券

现金周转均较快。由于量贩零食上游不压供应商账期, 基本能做到票到付款, 以及下游加盟商多为先款后货, 因此两大头部公司的应付/应收周转天数均较低; 25H1 看, 鸣鸣/万辰的应付款项周转天数分别为 8.2 天/16 天, 鸣鸣/万辰的应收周转天数分别为 0.6/0.1 天。

图 55 贸易应付周转天数对比（天，万辰为零食业务） 图 56 贸易应收周转天数对比（天，万辰为零食业务）



资料来源：公司公告，招商证券



资料来源：公司公告，招商证券

（2）供应链对比：仓配思路略有差异，相似规模下效率接近

规模支撑下，采购环节预计均较为高效。选品上看，两者均配备了 200 人+的选品团队，在库 SKU 数接近，SKU 上新速度均较快。从直采及定制比例上看，万辰 95%来自直采，鸣鸣为大部分直采，25%与供应商定制。品控上看，鸣鸣更为严格，质控员工人数多于万辰。总体看，我们认为采购环节核心为规模，规模上看鸣鸣 GMV 规模高于万辰，但总体在一个规模等级上，因此预计采购环节效率均较高。

表 16: 采购环节对比

	鸣鸣很忙	万辰集团
在库 SKU 数	3997	4000+
平均每月上新 SKU	数百款	200+
直采比例	大部分	95%
定制比例	34%	
选品团队人数	234	200+
质量控制员工数	350	118

资料来源：公司公告，招商证券

仓配思路略有差异，运输费用率接近。两大头部在仓配思路略有差异，体现为：

①鸣鸣很忙的仓更少但更大，因此预计鸣鸣仓储环节更高效，体现为鸣鸣的存货周转天数更短；与此同时，鸣鸣店仓距离更远，预计配送环节万辰更高效，体现为万辰的运输费用率低于鸣鸣。②鸣鸣自营仓占比更高，鸣鸣约 2/3 为自营仓，万辰全为三方仓，预计鸣鸣长期仓储费用率潜在下降空间更大；目前看来，由于社会化物流较为发达，且从结果上看两者运输费用率接近，因此预计两者在仓配效率表现近似。

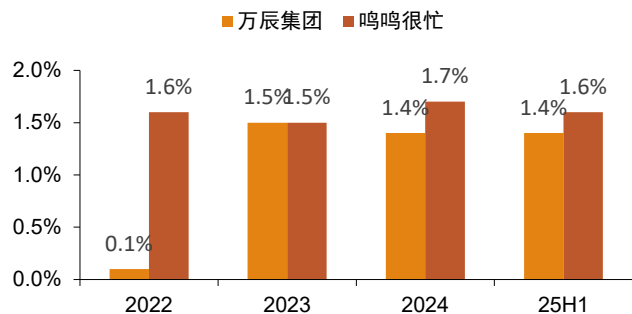
表 17: 仓配环节对比

	鸣鸣很忙	万辰集团
仓数 个	48（招股书）	64（招股书）
仓面积 万平	106.5（最新招商宣传）	96（招股书）
单仓平均面积 万平	2.2	1.5
门店总数（地图口径）	22383	19577
单仓覆盖门店数	466	306
单店仓面积（平/店）	48	49
门店-仓距离 km	300 内	124
补货时效	通常均可 24 小时内向门店配送	可实现 24 小时内从仓库配送至大
自营仓（个）	25（招股书）	0（招股书）

	鸣鸣很忙	万辰集团
三方仓 (个)	11 (招股书)	64 (招股书)

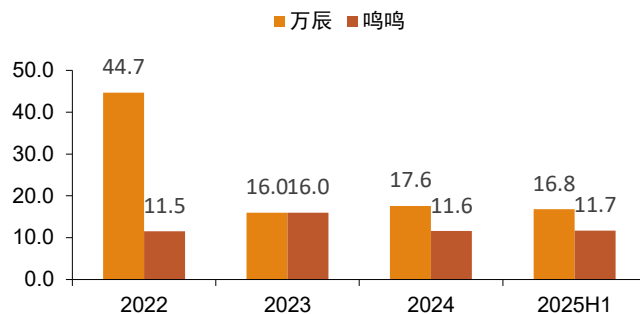
资料来源: 各公司招股书, 招商宣传册, 招商证券

图 57 运输费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 58 存货周转天数对比 (天, 万辰为零食数据)

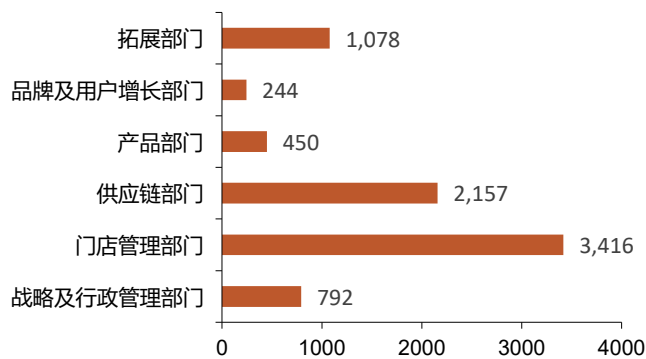


资料来源: 公司公告, 招商证券

(3) 运营对比: 鸣鸣体系化能力更强

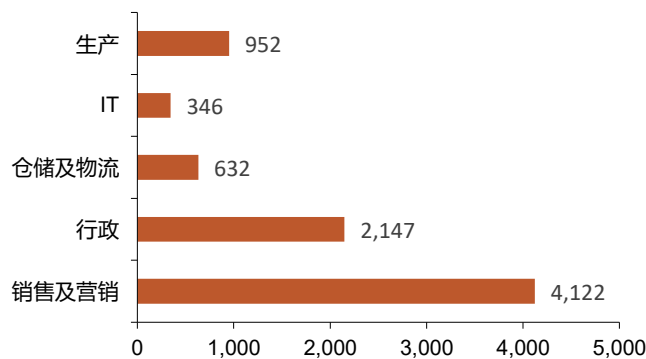
员工总数相近, 门店员工占比高。鸣鸣很忙和万辰集团员工总数均为 8000+, 相差不多, 但考虑到万辰食用菌业务员工数有约 1000 人 (参考 2021 年万辰布局零食业务前的员工数), 因此总体看鸣鸣员工数多于万辰约 1000 人。结构上看, 两者前端的运营、拓展等销售人员均占比较高。

图 59 鸣鸣很忙员工结构 (人, 一共 8137 人)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 60 万辰集团员工结构 (人, 一共 8199 人)



资料来源: 公司公告, 招商证券

两大头部人均创收、创利能力均较强。25H1 看鸣鸣人均创收 346 万, 人均创利 12.7 万元; 万辰人均创收为 316 万元, 人均创利为 12.9 万 (计算时剔除了食用菌业务约 1000 的员工数作为零食业务员工数)。

图 61 人均创收对比 (万/人)

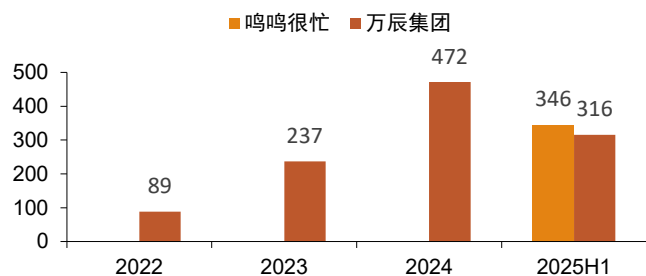
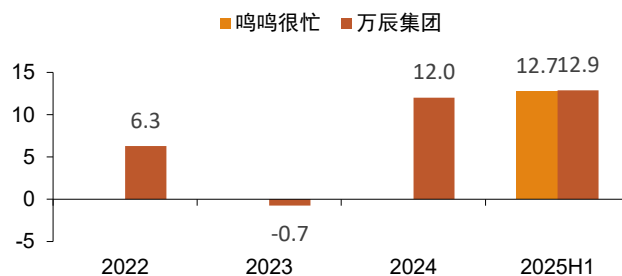


图 62 人均创利对比 (万/人)



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

两大品牌均较重视会员计划。据最新数据，鸣鸣很忙会员人数为 180 百万人，会员复购比例 77%；万辰集团注册会员数为 150 百万人，其中活跃会员 110 百万人，活跃会员人均消费频次达 2.9 次，会员贡献 2025 前八个月 78% 的 GMV。

表 18: 会员情况对比

	鸣鸣很忙	万辰集团
注册会员 (百万)	180	150
活跃会员 (百万)		110
活跃会员人均月度消费频次		2.9
会员贡献 GMV		78%
会员复购比例	77%	

资料来源：公司公告，招商证券

四、盈利预测和投资建议

量贩零食当前尚处在成长期，对标多口径测算得出仍有可观开店空间，预计行业继续保持快速开店节奏。同时行业马太效应明显，当前份额加速向头部集中。鸣鸣很忙团队优质，供应链、仓配、拓展、品牌等多维领先，作为门店数已超 2 万家的龙头，预计在强规模效应下进一步提升市占及利润率，成长性明显。假设公司 2025E/26E/27E 分别净开门店数 6990/4300/3100 家，同时单店收入保持平稳，净利率逐步提升，预测公司 2025E/26E/27E 分别实现收入 649/860/997 亿，实现经调整净利润 25.2/33.9/43.7 亿。给予“强烈推荐”评级。

表 19: 公司收入拆分及盈利预测

模型输出	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
收入 亿	43	103	393	649	860	997	1097
yoy		140%	282%	65%	32%	16%	10%
门店数	1902	6585	14394	21384	25684	28784	31084
净增门店数		4683	7809	6990	4300	3100	2300
平均门店数		4244	10490	17889	23534	27234	29934
yoy			147%	71%	32%	16%	10%
单店收入 万/年		242.6	375.1	363.0	365.4	366.0	366.5
yoy			55%	-3%	0.6%	0.2%	0.1%
毛利率%	7.5%	7.5%	7.6%	9.9%	10.2%	10.4%	10.6%
销售费用率%	3.7%	3.2%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%
管理费用率%	1.4%	1.1%	1.0%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%
经调净利润 亿	0.8	2.3	9.1	25.2	33.9	43.7	51.3
yoy		188%	289%	176%	35%	29%	17%
经调净利率%	1.9%	2.3%	2.3%	3.9%	3.9%	4.4%	4.7%

资料来源：公司财报，招商证券预测

五、风险提示

1、拓店速度不及预期：由于公司收入增长依赖于门店数量增长，如拓店速度不及预期将导致公司收入增速不及预期。

- 2、行业开店空间不及预期：公司收入规模取决于行业远期空间，如行业开店空间不及预期，则将导致公司远期收入规模不及预期。
- 3、行业竞争加剧：如行业竞争加剧，则将导致公司补贴水平提升，导致毛利率、净利率不及预期，盈利能力不及预期。
- 4、食品安全风险：由于公司自营及加盟门店主要销售零食品类，如发生食品安全事件，则将影响消费者对这一渠道的信任度，影响公司收入增长。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2895	6114	10512	18884	23992
现金及现金	1721	1936	3685	9855	13534
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	0	0	0	0	0
应收账款及	60	153	253	335	388
其它应收款	472	2316	3822	5061	5867
存货	632	1674	2694	3557	4114
其他流动资	10	35	58	77	89
非流动资产	3804	4054	3977	4007	3995
长期投资	62	76	76	76	76
固定资产	53	158	81	110	99
无形资产	3510	3636	3636	3636	3636
其他	179	185	185	185	185
资产总计	6699	10168	14489	22891	27987
流动负债	1624	3904	6071	7903	9088
应付账款	602	1495	2406	3176	3674
应交税金	223	348	348	348	348
短期借款	0	0	0	0	0
其他	799	2061	3317	4379	5066
长期负债	480	536	536	536	536
长期借款	0	0	0	0	0
其他	480	536	536	536	536
负债合计	2104	4440	6607	8440	9624
股本	15	25	200	216	216
储备	4572	5703	7695	14266	18201
少数股东权益	7	0	(12)	(30)	(53)
归属于母公司所					
有者权益	4588	5728	7894	14482	18417
负债及权益合计	6699	10168	14489	22891	27987

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	590	(230)	1992	3054	4162
净利润	217	834	2291	3384	4371
折旧与摊销	45	146	219	112	153
营运资本变	292	(1323)	(482)	(369)	(245)
其他非现金	35	113	(35)	(72)	(117)
投资活动现金流	175	(159)	(119)	(87)	(48)
资本性支出	(129)	(166)	(150)	(150)	(150)
出售固定资	2	9	9	9	9
投资增减	177	278	0	0	0
其它	244	(30)	22	54	94
筹资活动现金流	568	604	(125)	3203	(436)
债务增减	0	491	0	0	0
股本增减	0	0	175	3544	0
股利支付	194	32	300	341	436
其它筹资	762	146	0	0	0
其它调整	(388)	(65)	(599)	(682)	(872)
现金净增加额	1333	215	1749	6170	3678

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	10295	39344	64943	85987	99689
主营收入	10295	39344	64943	85987	99689
营业成本	9523	36345	58489	77216	89322
毛利	772	2999	6454	8771	10368
营业支出	443	1867	3312	4213	4586
营业利润	329	1132	3142	4557	5782
利息支出	3	7	0	0	0
利息收入	0	0	22	54	94
权益性投资	(8)	4	0	0	0
其他非经营	6	23	0	0	0
非经常项目	0	0	0	0	0
除税前利润	325	1152	3165	4611	5876
所得税	107	323	886	1245	1528
少数股东损	0	(5)	(12)	(18)	(23)
归属普通股东净	217	834	2291	3384	4371
EPS (元)	15.53	33.34	11.45	15.70	20.28

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	140%	282%	65%	32%	16%
营业利润	229%	244%	178%	45%	27%
净利润	204%	283%	175%	48%	29%
获利能力					
毛利率	7.5%	7.6%	9.9%	10.2%	10.4%
净利率	2.1%	2.1%	3.5%	3.9%	4.4%
ROE	4.7%	14.6%	29.0%	23.4%	23.7%
ROIC	4.8%	14.5%	28.9%	23.3%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	31.4%	43.7%	45.6%	36.9%	34.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.6	1.7	2.4	2.6
速动比率	1.4	1.1	1.3	1.9	2.2
营运能力					
资产周转率	1.5	3.9	4.5	3.8	3.6
存货周转率	22.9	31.5	26.8	24.7	23.3
应收账款周转率	35.8	26.2	19.8	18.2	17.1
应付账款周转率	26.5	34.7	30.0	27.7	26.1
每股资料 (元)					
每股收益	15.53	33.34	11.45	15.70	20.28
每股经营现金	42.11	-9.20	9.96	14.17	19.31
每股净资产	327.69	229.11	39.47	67.20	85.46
每股股利	13.86	12.92	1.50	1.57	2.03
估值比率					
PE	24.3	11.3	32.9	24.0	18.6
PB	1.2	1.6	9.6	5.6	4.4
EV/EBITDA	15.2	4.3	1.7	1.2	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。