

量贩食饮零售龙头，零售基础设施与平价情绪消费提供商

鸣鸣很忙(1768.HK)

核心观点

鸣鸣很忙是国内量贩食饮连锁龙头，引领国内量贩零食行业变革，26年处在格局改善+同店修复+利润快速释放期。公司通过供应链重构、创新产品开发等方式，丰富了产品组合和重新定义了零售价格体系，致力于满足大众消费者对于优质、平价的零食需求，通过逛店感为顾客提供情绪价值。公司深耕广阔下沉市场，开店天花板至少可达3-3.5万家，并通过快速跑马圈地实现规模壁垒，打造极致高效的供应链体系，在公司良好管理下的老店生命力旺盛，稳态同店仍有小幅增长，龙头地位强者恒强。

摘要

鸣鸣很忙核心逻辑：拓品类拓场景+深耕下沉广阔市场+盈利能力提升。量贩零食是时代趋势下产业大变革，渠道向专业化量贩模式集中，其增速远超传统商超渠道，2019-2024年专卖店GMV CAGR约14%；同时市场持续下沉，下沉市场无论在规模还是增速上已成为增长主动力，带动下沉市场消费升级。鸣鸣很忙引领国内量贩零食行业的发展，在成为消费基础设施的同时为消费者打造逛店感，提供平价的情绪价值，当下2026年处在格局改善+同店修复+利润快速释放期，品类优化、中小品牌出清带动同店修复，龙头强者恒强，中期门店数量3万以上可期。

公司的量贩模式为通过供应链重构、创新产品开发等方式，丰富了产品组合和重新定义了零售价格体系，致力于满足大众消费者对于优质、平价的零食需求。（1）丰富、多元的产品和欢乐、舒适的逛店体验。单店SKU数量一般不少于1800款，是同等规模商超中休闲食品饮料产品平均SKU数量的2倍，充分满足消费者对多样化的需求。通过灯光、陈列、购物动线等多层次设计，公司在门店端为消费者提供欢乐、舒适的逛店体验，消费者在门店平均停留时间6分钟，远超便利店。截至2025年9月30日，鸣鸣很忙注册会员超1.8亿人，过去十二个月会员复购率达77%，显示出较高的用户粘性。（2）产品精选与定制。截至2025年9月30日，鸣鸣很忙在库SKU达3997个，其中约34%为厂商定制开发，能够更精准匹配消费需求。同时，超38%的产品采用散称称重模式，叠加每月百款新品的迭代节奏，既有效降低了消费者的尝新门槛，也带来了新的体验，并持续吸引复购。（3）重构供应链以提升产品质价比。公司绝大多数产品由厂商直供，并通过门店网络直接面向终端消费者，基于重构的供应链和显著的规模效应，公司的产品在充分保障质量的前提下，平均价格比线下超市渠道的同类产品便宜约25%。

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

余璇

yuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120003

发布日期：2026年01月30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)		420.00/400.00
总股本(万股)		21,551.12
流通H股(万股)		21,359.08
总市值(亿港元)		905.15
流通市值(亿港元)		897.08
近3月日均成交量(万)		511.44
主要股东		
晏周		24.11%

盈利预测与投资建议：收入端，中期展望 3-3.5 万家门店，26 年单店修复可期。利润端，采购规模效应提升毛利率，费用率优化摊薄，公司中期净利率可达 5%+。随着采购规模的扩大和对上游厂商的议价能力增强，公司采购成本有较大优化空间，自有品牌占比提升亦带动毛利率提升。我们预计 2025-2027 年公司实现收入 645.5/867.3/1003.8 亿元，实现归母净利润 23.41/34.07/42.04 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 行业竞争加剧，有新品牌在资本助力下烧钱打价格战或者有大量品牌进入量贩赛道，各家品牌纷纷为了抢占市占率而大打折扣，使得行业利润水平下降；
- 2) 开店不及预期，以及公司东南亚拓展可能不及预期；
- 3) 零食专营渠道可能会到达峰值，然后增速变缓，行业内激烈的竞争使得单店的效益下降；
- 4) 新品推广不及预期，新推出的产品可能不符合消费者的口味；
- 5) 居民消费力下降，居民对可选食品的购买欲望下降，以家庭为单位的零食的购买减少。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,295	39,344	64,549	86,734	100,382
YOY (%)	140.22	282.15	64.06	34.37	15.74
净利润(百万元)	217	834	2,341	3,407	4,204
YOY (%)	203.45	283.44	180.76	45.54	23.42
EPS(摊薄/元)	1.01	3.87	10.86	15.81	19.51
P/E(倍)	355	92	33	23	18

资料来源：公司公告，中信建投

目录

一、鸣鸣很忙：量贩零食行业先行者，引领行业发展.....	1
1.1 公司带动零食连锁渠道变革，下沉市场平价零食与情绪价值提供者.....	1
1.2 创始团队实战经验丰富，创投机构资本赋能.....	2
1.3 财务情况：收入业绩高速发展，各项指标表现优异.....	4
二、休闲食品饮料零售：量贩零食折扣店的跑马圈地，龙头强者恒强.....	6
2.1 休闲食品饮料零售空间广阔，格局分散集中度有待提升.....	6
2.2 量贩零食转型折扣超市，线上线下加速跑马圈地.....	9
三、开店快速扩张，稳定的加盟体系、高效供应链保驾护航.....	15
3.1 稳定的加盟体系、高效供应链助力公司快速成长.....	15
3.2 加密+下沉开店仍有空间，折扣业态开启第二增长曲线.....	18
3.3 自有产品开始布局，带动中长期利润率提升.....	22
四、募集资金用途.....	26
五、盈利预测：全国化仍有空间，利润率快速提升.....	28
报表预测.....	30

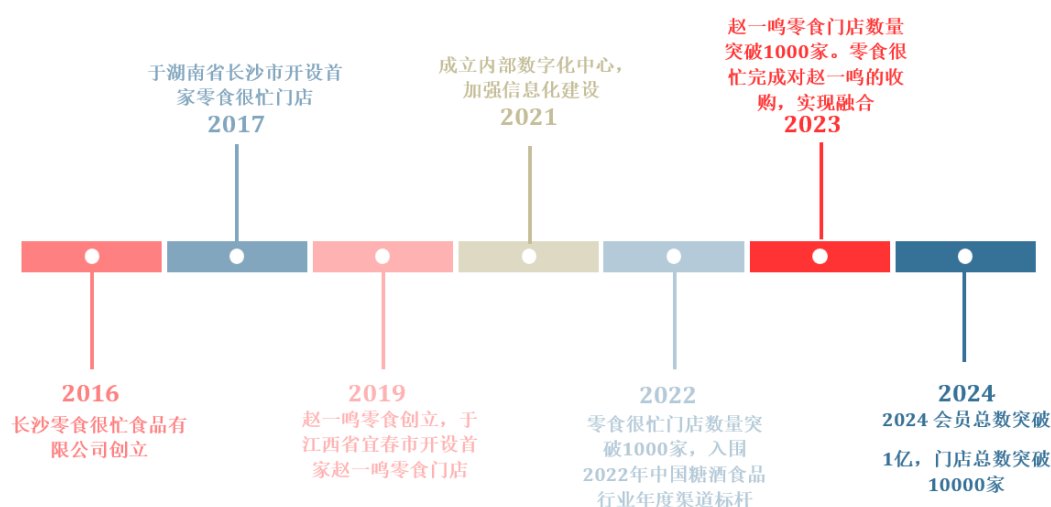
一、鸣鸣很忙：量贩零食行业先行者，引领行业发展

1.1 公司带动零食连锁渠道变革，下沉市场平价零食与情绪价值提供者

公司是量贩零食行业龙头，是中国领先且仍在快速增长的食品饮料零售商。公司成立于 2016 年，2017 年开出第一家门店，2023 年实现零食很忙品牌和赵一鸣品牌的融合。截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有由 14394 家门店构成的网络，覆盖中国 28 个省份和所有线级城市，且其中约 58% 的门店位于县城及乡镇，到 25 年末公司签约门店已经突破 2 万家。2024 年公司录得 GMV 人民币 555 亿元，已成为中国最大的休闲食品饮料连锁零售商。截至 2025 年 9 月 30 日的九个月内，鸣鸣很忙实现零售额（GMV）661 亿元（零食很忙的 GMV 为 280 亿元，赵一鸣 GMV 为 380.6 亿元），较 2024 年同期增长 74.5%。

公司的量贩模式为通过供应链重构、创新产品开发等方式，丰富了产品组合和重新定义了零售价格体系，致力于满足大众消费者对于优质、平价的零食需求。（1）丰富、多元的产品和欢乐、舒适的逛店体验。单店 SKU 数量一般不少于 1800 款，是同等规模商超中休闲食品饮料产品平均 SKU 数量的 2 倍，充分满足消费者对多样化的需求。通过灯光、陈列、购物动线等多层次设计，公司在门店端为消费者提供欢乐、舒适的逛店体验，消费者在门店平均停留时间 6 分钟，远超便利店。截至 2025 年 9 月 30 日，鸣鸣很忙注册会员超 1.8 亿人，过去十二个月会员复购率达 77%，显示出较高的用户粘性。（2）产品精选与定制。2024 年，有超 16 亿人次消费者在公司门店消费，基于消费者洞察，公司对产品进行定制化开发。截至 2025 年 9 月 30 日，鸣鸣很忙在库 SKU 达 3997 个，其中约 34% 为厂商定制开发，能够更精准匹配消费需求。同时，超 38% 的产品采用散称称重模式，叠加每月百款新品的迭代节奏，既有效降低了消费者的尝新门槛，也带来了新的体验，并持续吸引复购。（3）重构供应链以提升产品质价比。公司绝大多数产品由厂商直供，并通过门店网络直接面向终端消费者。根据弗若斯特沙利文报告，基于重构的供应链和显著的规模效应，公司的产品在充分保障质量的前提下，平均价格比线下超市渠道的同类产品便宜约 25%（基于公司与超市渠道一篮子常见休闲食品饮料产品的价格对比分析）。

图表1： 鸣鸣很忙发展历史



资料来源：招股书，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表2: 鸣鸣很忙关键营运指标



资料来源: 招股书, 中信建投

图表3: 量贩模式与传统模式区别



资料来源: 招股书, 中信建投

1.2 创始团队实战经验丰富，创投机构资本赋能

核心管理层大都是创业团队，经验丰富，扎根零食量贩业态。核心管理层成员大都为创业时期就开始在公司工作，且负责公司具体门店运营、供应链管理、产品管理，经验丰富，对量贩零食业态、一线业务运营有深刻理解。零食很忙、赵一鸣创始人分别担任公司董事长、副董事长兼总经理职位，负责整体战略规划、业务发展及主要运营决策。两家公司的管理层实现了较好的融合，有望在门店数量、品牌知名度、门店管理、采购供应等方面互补，形成规模优势。

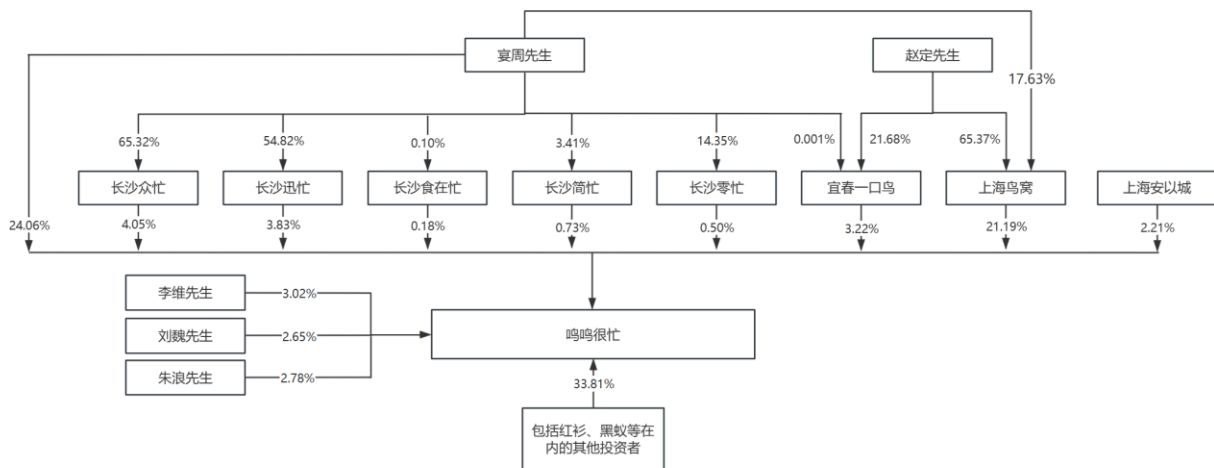
图表4： 鸣鸣很忙高管及履历

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	负责集团的整体运营规划、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	负责集团的整体运营规划、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	执行董事长兼首席财务官	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。学历：于2012年在美国德克萨斯大学达拉斯分校获得金融学硕士学位。
王平安先生	37岁	执行董事、员工代表董事长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月起担任公司董事及商品与供应链负责人。学历：于2012年7月在中国江西省东华理工大学获得核技术学士学位。
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。学历：于2009年6月毕业于中国湖南省的长沙南方职业学院模具设计制造专业。
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。学历：于2023年6月在中国江苏的南京大学获得中国史博士学位。
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部负责人。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。学历：于2009年6月在中国湖南的湖南理工学院获得管理学学士学位。
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。学历：于2010年6月在中国湖南的湖南大学获得金融学士学位，并于2012年9月在英国肯特大学获得金融硕士学位。

资料来源：招股书，中信建投

零食很忙和赵一鸣两大创始团队掌握话语权。晏周先生直接持股比例约为 24.06%，亦通过六个持股平台（即长沙迅忙、长沙简忙、长沙零忙、长沙众忙、长沙食在忙及宜春一口鸟）能够控制 3.83%、0.73%、0.50%、4.05%、0.18% 及 3.22% 的投票权，晏先生共计控股 32.64%。赵定先生通过宜春一口鸟和上海鸟窝控股 14.55%。晏先生及赵先生自 2023 年 11 月进行赵一鸣收购事项起就签订了《一致行动协议》，因此，晏先生、赵先生、长沙迅忙、长沙简忙、长沙零忙、长沙众忙、长沙食在忙、上海鸟窝及宜春一口鸟共同控股 47.19%。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为 17%。好想你系持股比例为 6.3%，湖南晓芒持股比例为 3.2%。

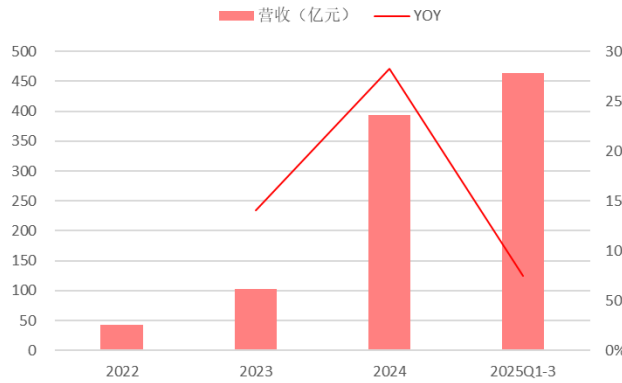
图表5： 鸣鸣很忙股权结构



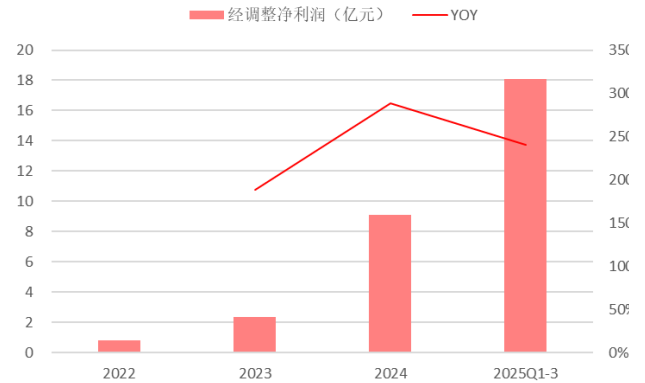
资料来源：招股书，中信建投

1.3 财务情况：收入业绩高速增长，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 42.9 亿快速增长至 2025Q1-3 的 463.7 亿元，净利润也从不足 1 亿元快速攀升至 15.6 亿元左右。

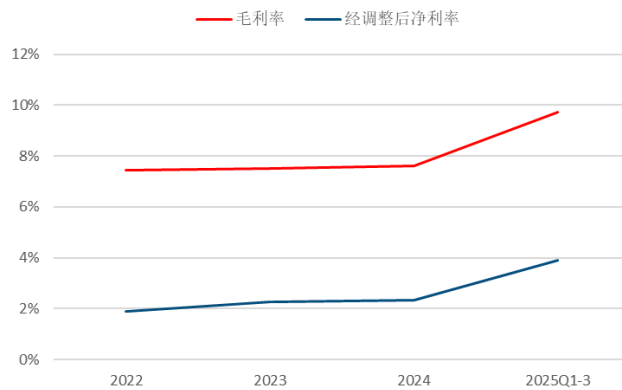
图表6： 公司营业收入及增速


资料来源：招股书，中信建投

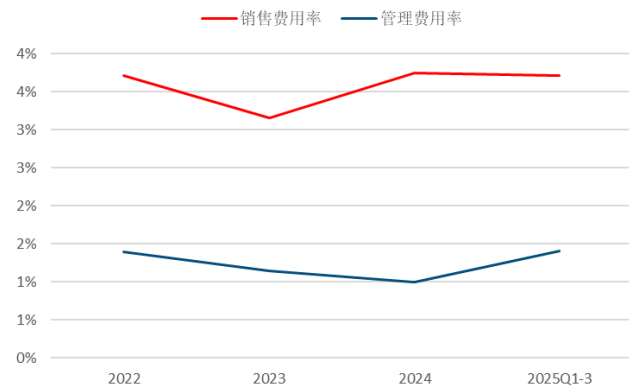
图表7： 公司经调整净利润及增速


资料来源：招股书，中信建投

盈利能力提升，费用率管控得当。2025年 Q1-3 公司毛利率为 9.73%，经调整净利率为 3.90%，同比及环比持续提升，反映公司盈利能力有所提高。公司销售及营销费用率为 3.72%，2024 年同比略有上升，主要源于公司加大品牌宣传力度。管理费用率由 2024 年 1.00% 上升至 1.41%，主要系公司业务扩张及向合资格行政人员授出股权激励。2025 年 Q1-3 年公司 ROE 为 22%。

图表8： 公司毛利率及经调整后净利率


资料来源：招股书，中信建投

图表9： 公司期间费用率情况


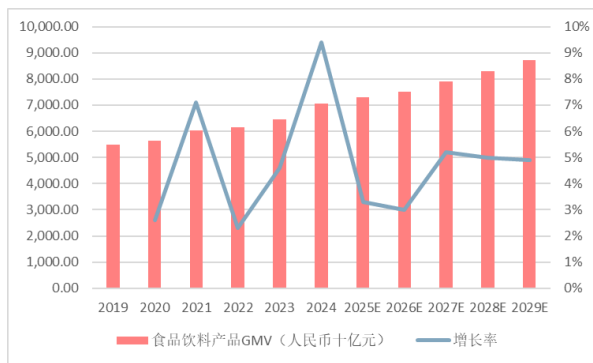
资料来源：招股书，中信建投

二、休闲食品饮料零售：量贩零食折扣店的跑马圈地，龙头强者恒强

2.1 休闲食品饮料零售空间广阔，格局分散集中度有待提升

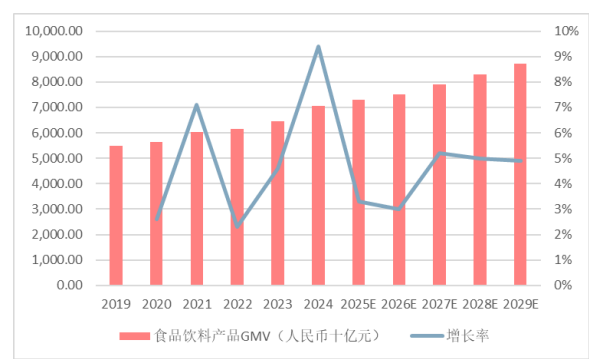
食品饮料零售市场空间广阔，近年规模稳定增长，其中休闲食品饮料零售行业增速快于整体。根据国家统计局和弗若斯特沙利文数据，食品饮料零售规模从 2019 年的 5.5 万亿元稳健增长至 2024 年的 7.1 万亿元，CAGR 为 5.2%，预计 2029 年将达到 8.7 万亿元，24-29 年 CAGR 为 4.3%。休闲食品饮料零售行业是食品饮料零售行业最大的细分市场，占 2024 年中国食品饮料产品 GMV 总额的 53.0%。2024 年休闲食品饮料零售规模为 3.7 万亿元，19-24 年 CAGR 为 5.5%，在食品消费水平提升、消费场景多样化兴起及消费偏好转变的驱动下，预计 2029 年零售规模增至 4.9 万亿元，24-29 年 CAGR 为 5.8%。

图表10： 食品饮料零售品 GMV 及增速



资料来源：招股书，中信建投

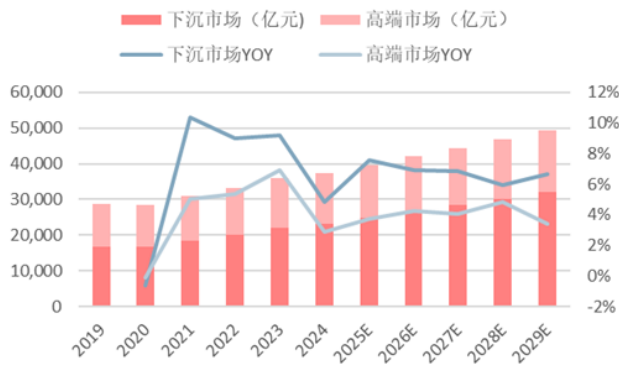
图表11： 休闲食品饮料产品 GMV 及增速



资料来源：招股书，中信建投

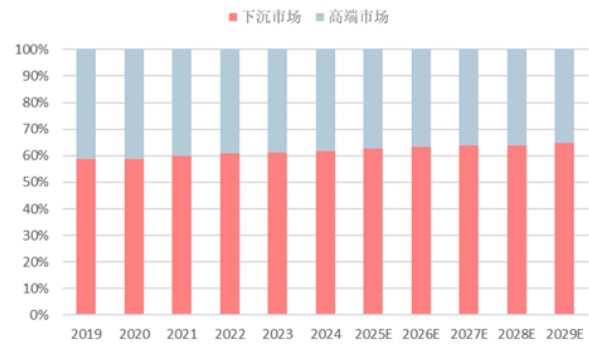
消费水平的提升与基础设施的完善，推动了中国休闲食品饮料零售市场正在加速向下沉市场渗透发展，下沉市场的市场结构日趋成熟且未来增长潜力巨大。2024 年，下沉市场 GMV 已达到人民币 2.3 万亿元，2019-2024 年 CAGR 为 6.5%。相较而言，2024 年，高线市场 GMV 已达人民币 1.4 万亿元，2019 年至 2024 年的 CAGR 为 4.0%。下沉市场增速领跑高线市场，未来预期仍将保持强劲增长，预计 2024 至 2029 年间，下沉市场 GMV 的 CAGR 将保持在 6.8%，持续领跑高线市场 4.1% 的增速。

图表12: 休闲食品饮料高线/下沉市场规模及增速



资料来源: 招股书, 中信建投

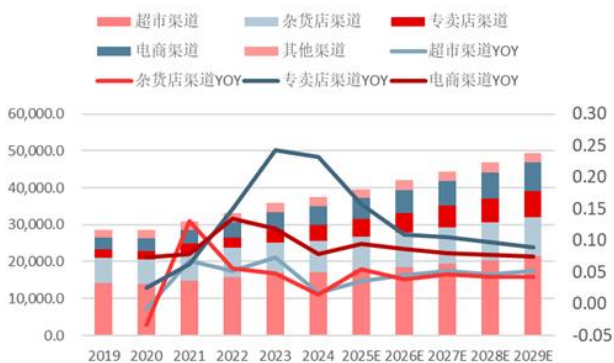
图表13: 休闲食品饮料零售市场区域结构



资料来源: 招股书, 中信建投

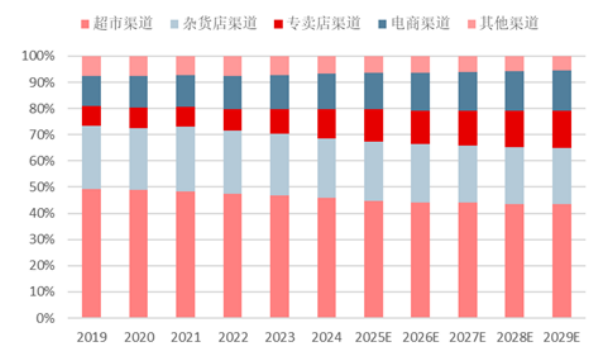
从渠道结构来看, 以休闲食品饮料专卖店为代表的更贴近消费者、更便利的零售业态正在快速崛起。按在休闲食品饮料零售行业总市场规模中的占比计, 杂货店渠道的 GMV 占比从 2019 年的 24.2% 下降至 2024 年的 22.7%, 超市渠道的 GMV 占比从 2019 年的 49.2% 下降至 2024 年的 45.8%。对比而言, 专卖店渠道产生的 GMV 占休闲食品饮料零售行业总市场规模的占比从 2019 年的 7.6% 上升至 2024 年的 11.2%。专卖店渠道产生的 GMV 从 2019 年的人民币 2,184 亿元增长到 2024 年的人民币 4,190 亿元。展望 2024 到 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。

图表14: 休闲食品饮料市场规模分渠道情况



资料来源: 招股书, 中信建投

图表15: 休闲食品饮料零售市场渠道结构



资料来源: 招股书, 中信建投

量贩模式是专卖店渠道中一种创新的模式, 专注于提供精选多品牌、多品类、多规格的产品组合, 聚焦高质价比定位, 独特而有效地解决了中国休闲食品饮料零售行业的痛点:

产品多样性。量贩模式专注于打造具备多品牌、多品类、多规格产品的一站式购物体验，建立更强的消费黏性。相较之下，超市、大卖场和便利店等零售商则难以满足消费者对休闲食品饮料产品的多样化需求。此外，因量贩模式对休闲食品饮料产品品类的聚焦，能更敏锐地识别新兴的消费者趋势和偏好，提前洞察市场先机，并与厂商紧密合作，先于其他零售商抢占爆款产品先机，确保有效和快速的产品迭代更新。

契合消费习惯。休闲食品饮料消费行为具有实时性、连带性及场景触发性特征。与大超市、大卖场渠道等聚焦计划性消费的基础食品不同，量贩模式凭借欢乐、舒适的购物环境，为注重购物体验、购物氛围及SKU多样性的休闲食品饮料消费者构建了重要的消费场景。此外，量贩门店通过促销活动、样品试吃、小区导购等门店体验，有效激发购买欲，这一优势是电商渠道无法复制的。同时，通过提供小规格包装产品，量贩模式降低了消费者尝新、试错的成本。

质价比。量贩模式通过大规模集中采购、简化流通中间环节及降低成本，精简供应链体系。这种优化的供应链模式使量贩模式下的产品定价平均能够比超市或便利店低约 7%-40%。

图表 16： 休闲食品饮料零售行业不同零售渠道之间的比较

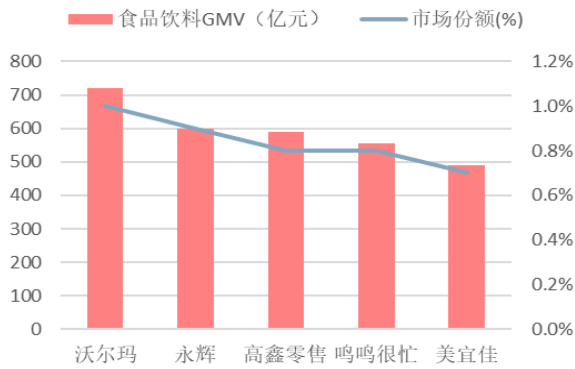
	渠道定位	休闲食品饮料 产品多样性	休闲食品饮料 产品质价比	门店网络范围	购物体验
专卖店渠道	量贩模式	专注经营多品牌、多品类、多规格休闲食品饮料的量贩零售商，以高质价比为核心，打造广泛精选商品组合的一站式购物体验。	●●●●	●●●●	●●●●
	其他专卖店	依托特定休闲食品饮料品牌或品类的专卖店，提倡精选购物体验。	●●●○	●●●○	●●●●
超市渠道	超市及大卖场	均衡布局食品饮料及家庭日用品类的综合零售商，适量销售休闲食品饮料品类。	●○○○	●○○○	●●○○
	便利店	满足即时消费需求及便利型杂货采购需求的零售业态。	●○○○	●○○○	●●○○
杂货店渠道	小型、独立商店，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



资料来源：招股书，中信建投

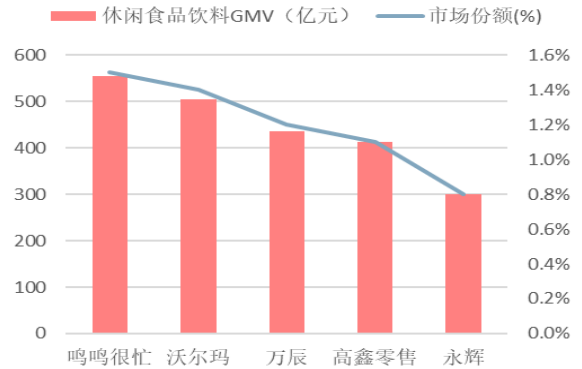
中国食品饮料零售行业高度分散，鸣鸣很忙位居休闲食品饮料连锁零售商 GMV 第一名。2024 年连锁零售商贡献的中国食品饮料产品 GMV 达到人民币 3.6 万亿元，连锁化率为 51.6%，CR5 为 4.2%，鸣鸣很忙市占率 0.8%，位列第四。连锁零售商贡献的 GMV 占中国休闲食品饮料零售行业 GMV 总额的 57.1%，达到人民币 2.1 万亿元；休闲食品饮料行业零售集中度略高于食品饮料零售端整体，CR5 为 6.0%，鸣鸣很忙位列第一，2024 年市占率 1.5%。

图表17：食品饮料零售品 GMV 及格局



资料来源：招股书，中信建投

图表18：休闲食品饮料产品 GMV 及格局



资料来源：招股书，中信建投

2.2 量贩零食转型折扣超市，线上线下载加速跑马圈地

量贩零食转型折扣超市具备天然的竞争优势，也是行业未来发展的必然。一方面，2025 年量贩零食行业已经进入双寡头竞争格局，形成先发、规模的竞争优势，后起之秀较难再对竞争格局形成冲击；另一方面，零食品类具备高毛利、冲动性消费的特征，客单价通常为 20-30 元左右，较难突破至百元以上。由于量贩零食门店，在短短几年时间内下沉到了二线及以下市场，抢占了优质点位，尤其是以社区为代表的周边人群的生活需要，并快速实现了行业集中度的提升，因此其转型折扣超市，进行品类扩充是自然而然的选择，也具备天然的竞争优势。

2024 年 6 月，作为行业龙三的零食有鸣就在成都开设了第一家零食有鸣批发超市。这标志着量贩零食转型折扣超市的进程进一步加速。截至 2024 年 12 月，其门店数已超过 1000 家。2025 年 1 月 10 日，万辰集团首家“来优品”省钱超市在合肥开业；2025 年 1 月 25 日，赵一鸣省钱超市上线；2025 年 5 月，奥乐齐全国首家县级市门店落地昆山金鹰国际购物中心，首日销售额突破 110 万元；2026 年 1 月，超盒算 NB 东莞、深圳三店齐开，首次进军华南市场，正式走出“包邮区”，开启全国化扩张进程。

图表19： 2024-2026 年折扣超市相关新闻

时间	事件
2024 年 6 月	零食有鸣在成都开设第一家批发超市
2024 年 8 月	爱零食宣布新增便利店业态
2024 年 9 月	零食优选旗下品牌惠真批发超市开始铺货
2024 年 9 月	恰货铺子通过扩充全品类向超市转型
2024 年 9 月 17 日	来伊份开出首家仓储会员店，主要面向家庭、企业及组织性采购，会员年费 99 元
2024 年 12 月	“零食有鸣批发超市” 门店数超过 1000 家
2025 年 1 月 10 日	“来优品” 省钱超市在合肥开业，sku 数量扩充至 3000 左右。
2025 年 1 月 22 日	赵一鸣省钱超市上线，新店营业面积在 180-240 平，新增 sku 超过 400 种。
2025 年 3 月	京东七鲜计划到 2025 年底前，北京的店+仓总数预计突破 100 家
2025 年 5 月	奥乐齐全国首家县级市门店落地昆山金鹰国际购物中心，首日销售额突破 110 万元
2025 年 7 月	东北零售巨头比优特和 RELEX 达成合作，提升供应链效率
2025 年 8 月	京东折扣超市，继河北涿州首店开业后，将于 8 月 30 日在江苏宿迁四店同开。
2025 年 9 月	中百超市旗下 51 家硬折扣店集中亮相。
2025 年 12 月	美团小象超市线下首店、京东七鲜超市石家庄首店同日开业
2026 年 1 月	超盒算 NB 东莞、深圳三店齐开，首次进军华南市场

资料来源：黑龙江省连锁经营协会，中信建投

省钱超市品类及 SKU 数量也在原有基础上大幅提升，增加了酒水冻品、短保烘焙、米面粮油、日化用品、咖啡烤肠、鲜卤食品等品类，SKU 数量从 1800+扩充至约 3000+。

品类规划：1) 以零食为基础核心，不断优化产品结构，保持零食品类市场优势；2) 针对民生必需品，规划了三个磁石品类，源头厂家产地直供，依靠集团强大供应链优势，降低成本，让利消费者，真正做到为其省钱；3) 自有品牌开发，将会是接下来重点战略之一。

乐尔乐：25 年门店超 9000 家，供应链年销售 500 亿元

乐尔乐是一家以自营店为主，结合加盟连锁的商业零售公司，公司成立于 2011 年 5 月 18 日。2022 年年底是 2100 家店，其中 7% 的直营店，93% 的加盟店。2023 年年末，乐尔乐门店数量为 4000 家，总销售规模 400 亿元；到 2024 年末，乐尔乐签约门店数超过 7900 家，总销售规模预计突破 520 亿元。目前乐尔乐拥有直营店及连锁店超 9000 家，供应链年销售 500 亿元。**选址**：绝大多数门店面积在 100-500 平方米左右，客单价 35 元-45 元，日均来客数 1300 人/店。**选品**：只做标品、不做生鲜等复杂品。食品销售占比约 60%，非食占比约 40%。

供应链：1) 供应商通常依据采购规模大小，为零售企业提供 2-10 个点的优惠幅度。2) 随着规模扩大，乐尔乐筹建自有仓储供应链中心，重点强化供应链效率。3) 乐尔乐允许门店在报备基础上外采。**运营：**1) 由门店直接向供应商下单，供应商直接配货给门店。2) 开始逐步将松散型加盟逐步改为紧密型加盟，同时发展合伙制直营店，以此提升门店管控力度。**单店模型：**综合毛利率约为 18% 左右，年均加盟商增长率约为 30%，回本周期 1-1.5 年。

图表20：乐尔乐门店核心区域门店


资料来源：乐尔乐公司官网，中信建投

图表21：乐尔乐门店内区域分区明确


资料来源：乐尔乐公司官网，中信建投

条马：扎根重庆的硬折扣连锁店

条马总部位于重庆的硬折扣连锁店，2021 年 3 月开的第一家店，25 年 9 月签约门店 403 家、在营门店 350 家，单店平均 GMV1.5 万/天。目标是未来在重庆开出 1000 家门店，仓库随门店数量扩张。**选址：**总部位于重庆的硬折扣连锁店，主要在以重庆为代表的二线城市及周边乡镇。选址社区周边，面积 150-250 平米。**选品：**SKU 在售 800-900 个。具体品类包含冻品、粮油、调味品、方便速食、休闲零食、奶/烘焙、饮料酒水、日化家用和少量水果，不做生鲜，有部分自有品牌。**供应链：**1) 不收取各种额外费用，包括扣点、促销费、陈列费、条码费等。2) 精简了物流运输流程，减去拆包分拣等环节。**运营：**所有组织架构和系统追求高效、极简。除了收银系统，门店内 SOP 等方面都是纸质化办公。**单店模型&扩张模式：**自有品牌毛利率至少达 25%，大品牌毛利率 22%-25%。前后台毛利率设置为 15%，其中房租 2%、人力成本 4-5%，仓储物流 2%，除去总部费用，理论上还有 1%-2% 的净利润。

图表22: 条马门店展示



图表23: 条马店内零食陈列整齐有序



资料来源: 条马公司官网, 中信建投

资料来源: 条马公司官网, 中信建投

盒马 NB: 自有品牌占比 30%，线上线下齐发力

盒马 NB (Neighbor Business) 诞生于 2021 年，早期主要用于消化盒马生鲜临期打折商品，后发展成为硬折扣店。2025 年，盒马鲜生进入了天津、石家庄、洛阳、宜宾等 40 个新城市，超盒算 NB 新开门店超过 200 家。截至目前，盒马在全国已有近 900 家门店，其中盒马鲜生近 500 家和超盒算 NB 门店 400 家。**选址:** 盒马 NB 店通常只有 700-800 平米，围绕盒马 NB 店，各大社区里还盘踞着很多盒马 NB 自提店和盒马 NB 自提团点，门店面积几十平米。**选品:** 精选 SKU，品类包括生鲜果蔬、粮油副食等，自有品牌占比接近 30%。货源主要是为 NB 门店开发的高性价比商品，其中盒马自有品牌“盒马 NB”主打天天低价、件件爆款，极致性价比。**供应链:** 1) NB 自提店“线上下单、次日自提”的模式类似社区团购的做法。2) 渠道上，借助盒马自身的供应链对商品进行分发。运营：“1+N”模式扩张。其中“1”是指选址在人群密集、相对下沉市场的盒马 NB 线下店，“N”则是指围绕在盒马 NB 线下店周围的“线上下单、次日提货”自提店，每个 NB 自提点大约覆盖 4~5 个小区，方便社区居民就近自提。**加盟方式:** 一是自行租赁 30 平米左右的店铺用于开设 NB 自提店，二是异业合作，在现有商铺中增加盒马 NB 项目，实现业务增量；三是团点合作，类似于社区团购中的“团长”。**单店模型:** 开店佣金为 8.8%，开团最高为 5%。

图表24：盒马 NB 主打“天天低价、件件爆款”策略



资料来源：南京日报公众号，中信建投

图表25：盒马 NB 门店内自有品牌占比较高



资料来源：南京日报公众号，中信建投

奥乐齐：德国硬折扣鼻祖，国内加速扩店

奥乐齐于 2019 年 6 月正式在中国上海开设线下门店，截至 2026 年 1 月 24 日，奥乐齐在华门店数达到 95 家，预计 2026 年第一季度末门店总数达到 100 家。

图表26：奥乐齐加速布局本土市场



资料来源：奥乐齐公司官网，中信建投

图表27：奥乐齐 SKU 聚焦于食品杂货



资料来源：奥乐齐公司官网，中信建投

选址：门店面积在 500-1000 平方米左右，大部分门店分布于社区和商住项目中。**选品：**1) 少 SKU，全店保持在 2000 个 SKU 左右，大约 1500 个是日常必需品，聚焦于食品杂货，辅以生鲜等价格弹性高的品类。2) 自有品牌占主导，在华自有品牌占比达 90%，消除由于品牌营销附加费用带来的商品价格的上升。**供应链：**1)

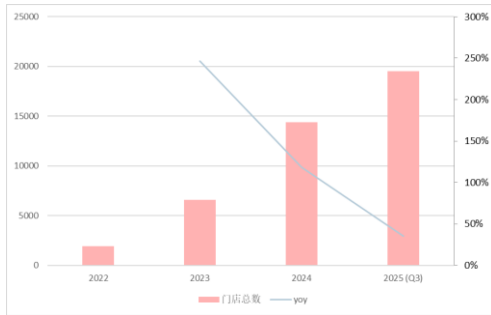
利用电商平台的定制化开发，在天猫旗舰店开发专属页面，运用大数据分析用户行为，向消费者推出个性化商品推荐和促销活动。2) 进行 O2O 模式的试验，“线上下单，门店自提”，提升购物体验。3) 与更多中国本土供应商合作，开发符合本地市场需求的商品，开发自有商品。**运营：**1) 平均一家门店员工 8-10 名，但单店同一时段平均当值员工不超过 4 位，人力成本仅占销售额的 4% 左右。2) 门店装修方面也主打“简朴”，降低店租成本。3) 选用整箱陈列方式，简化库存管理，提升补货效率和整箱上货的比例。

三、 开店快速扩张，稳定的加盟体系、高效供应链保驾护航

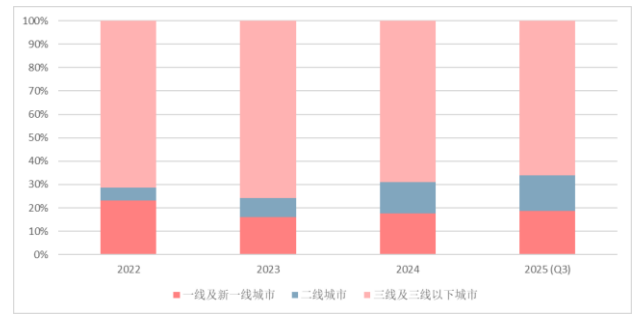
3.1 稳定的加盟体系、高效供应链助力公司快速成长

公司开店快速扩张，深入下沉，除新疆、西藏、青海，公司门店实现全国覆盖。截至 2025 年 9 月 30 日，公司门店总数达到 19,517 家，2022–2024 年期间每年开店速度均保持翻倍以上，并于 2025 年前三季度继续保持较快扩张节奏。公司深入布局下沉市场，截至 2025 年 9 月 30 日，约 59% 的门店位于县城及乡镇。按城市线级划分，2025 年第三季度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 3648 / 2946 / 12923 家，占比分别为 18.69% / 15.09% / 66.21%。

图表28： 鸣鸣很忙门店总数和增速



图表29： 鸣鸣很忙门店结构

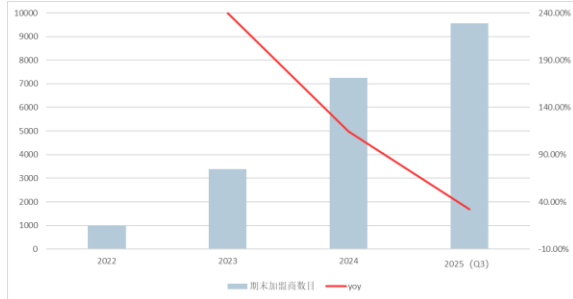


资料来源：招股书，中信建投

资料来源：招股书，中信建投

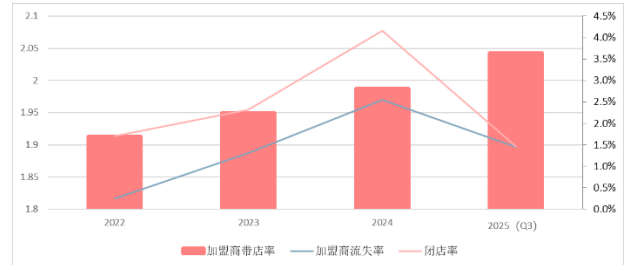
公司加盟商数量与开店同时快速增长，流失率和闭店率低，显示出公司加盟商体系较为稳定。伴随门店网络扩张，加盟商数量亦持续提升，2022–2024 年加盟商数量均实现翻倍以上增长，并于 2025 年第三季度继续保持增长态势。同时，加盟商带店率整体维持在 1.9 到 2 左右。截至 2025 年第三季度，公司期末加盟商数量达到 9,552 个。以期初门店数量计算，公司闭店率在 4.2% 以下，加盟商流失率在 2.5% 以下，显示出公司门店经营能够给加盟商提供足够的回报，加盟商体系较为稳定。

图表30： 鸣鸣很忙期末加盟商数目



资料来源：招股书，中信建投

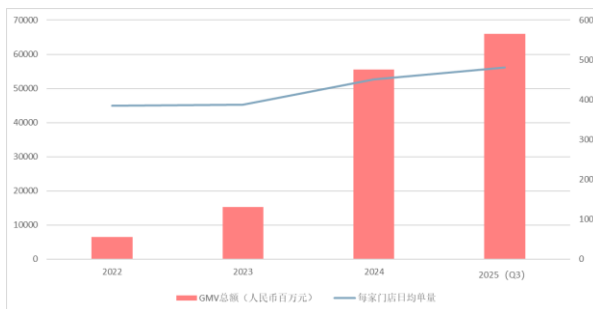
图表31： 鸣鸣很忙加盟商带店率、流失率、闭店率



资料来源：招股书，中信建投

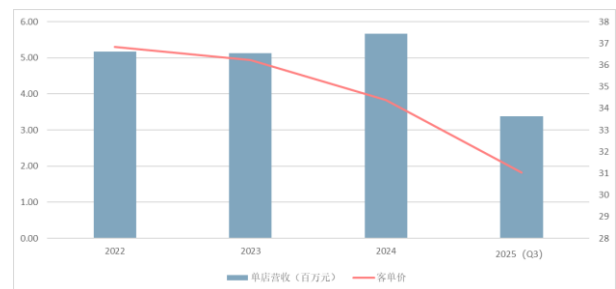
公司营业收入、GMV 总额和增速持续增长，单店营收呈现上升趋势，盈利能力稳步提升。公司 2022/2023/2024/2025Q3 年 GMV 总额分别为 64 / 153 / 555 / 661 亿元。在可比年度口径下，2022 - 2024 年平均单店年 GMV 分别为 518 / 513 / 567 万元；2025 年前三季度单店 GMV 为 338 万元。从经营驱动因素看，公司 GMV 的增长主要由门店交易频次提升带动，2022/2023/2024/2025Q3 年平均每家门店日均订单量分别为 385 / 388 / 452 / 481 单，而客单价小幅下行，分别为 37 / 36 / 34 / 31 元，反映公司通过高频、刚需消费与规模扩张实现 GMV 增长。（备注：2023 年 11 月零食很忙完成对赵一鸣的收购，并表 2433 家赵一鸣门店，2023 年的 GMV 总额及订单总数包括“零食很忙”于整个年度的 GMV 及订单总数及继 2023 年 11 月-12 月的“赵一鸣”GMV 及订单总数。）在收入与盈利端，2022/2023/2024/2025Q3 年公司营业收入分别为 43 / 103 / 393 / 464 亿元。随规模扩大及供应链与费用效率提升，公司盈利能力持续改善，毛利率分别为 7.45% / 7.50% / 7.62% / 9.73%，净利率分别为 1.67% / 2.11% / 2.11% / 3.36%，规模效应与经营杠杆逐步显现。

图表32： 鸣鸣很忙 GMV 总额及增速

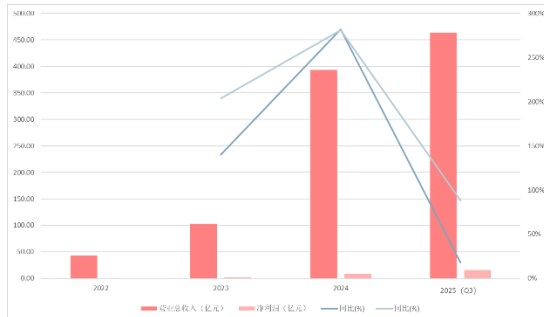
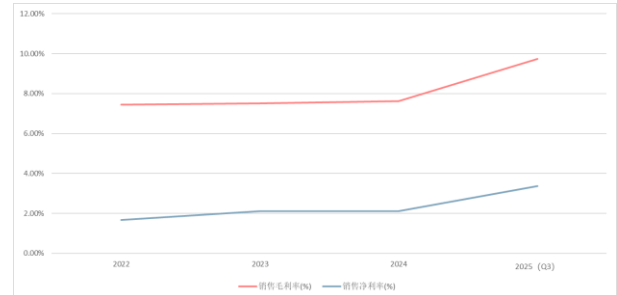


资料来源：招股书，中信建投

图表33： 鸣鸣很忙单店营收和客单价



资料来源：招股书，中信建投

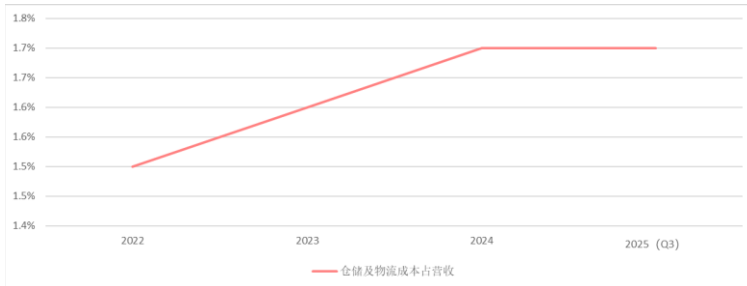
图表34： 鸣鸣很忙营业收入和增速

图表35： 鸣鸣很忙毛利率和净利率


资料来源：招股书，中信建投

资料来源：招股书，中信建投

鸣鸣很忙在门店运营的各个阶段为加盟商赋能，包括选址、门店设计及陈列、选品、日常运营以及营销及推广等提供全面的支持。（1）开业前协助。依托公司从全国性门店网络积累的经验，使用我们的数据化工具及行业专业知识协助其进行选址。（2）综合培训。除于订立加盟协议及门店开业前进行统一培训外，公司在鸣鸣很忙商学院为加盟商及其门店员工（包括店长）提供培训计划，截至 2025 年 9 月 30 日，公司拥有 20 名全职专业人员，专责为加盟商及门店员工设计及实施培训方案。（3）沟通及支持。公司在加盟商与区域运营部之间建立沟通渠道，以确保加盟商在出现问题时得到及时的帮助。区域运营部亦负责定期巡店，特别是新加盟商以及面临业务挑战的加盟商。公司就升级门店装修及优化门店陈列向加盟店提供意见以提升门店业绩。截至 2025 年 9 月 30 日，有 62 位城市经理为推动加盟商的门店运营提供指导，并定期巡查指定的门店。（4）加盟商活动。公司不时为加盟商举行会议及活动。该等聚会为公司传递品牌、产品品类及战略的最新发展提供机会。此外，聚会充当加盟商交流选址及消费者互动等运营经验的平台。

全国化的仓储布局和高效物流可以实现货物通常在 24 小时内从仓库配送至门店。截至 2025 年 9 月 30 日，公司综合性仓储及配送网络已扩展至 48 个仓库，其中 23 个为自营仓库、25 个为第三方供应商运营仓库，总仓储面积约 73 万平方米，全国化仓配网络进一步完善。公司门店一般位于距离最近仓库 300 公里范围内，整体均可实现 24 小时内向门店配送。公司存货周转效率整体保持在较高水平。2022/2023/2024 年及 2025 年第三季度，公司存货周转天数分别为 11.5 / 16.0 / 11.6 / 13.4 天。其中，2023 年存货周转天数阶段性上升，主要受门店规模快速扩张及并购赵一鸣后业务整合影响；随着仓配体系及库存管理能力持续优化，2024 年存货周转效率已明显改善。截至 2025 年第三季度，公司存货周转天数维持在 13 天左右的较优水平，在门店网络进一步扩张的背景下，仍体现出较强的库存管理与供应链协同能力。在成本端，2022 年、2023 年、2024 年及 2025 年第三季度，公司整体仓储及物流成本（包括运输开支及仓储服务费）分别占总收入的 1.5%、1.6%、1.7% 及 1.7%。根据弗若斯特沙利文报告，公司仓储及物流成本率持续低于行业平均水平，反映其仓配体系在规模扩张背景下仍保持较高的运营效率。物流及配送业务主要由第三方服务供应商负责管理，物流合作伙伴已与鸣鸣很忙的运输管理系统（TMS）实现系统对接，使公司能够对货物从发货至到达门店的全过程进行监控与追踪。高效的综合物流系统叠加遍布全国的仓储网络，有效提升了公司的整体运营效率，使其在休闲食品饮料零售行业中具备较强的竞争力。

图表36： 鸣鸣很忙仓储及物流成本占营收


资料来源：招股书，中信建投

3.2 加密+下沉开店仍有空间，折扣业态开启第二增长曲线

单店模型良好，3年以内的回本周期给加盟商较强的开店信心。我们对比了零食很忙 100 平米和 150 平米店铺，门店主要在于日收入、房租、所需的员工人数，测算下来净利率都在 6% 左右，回本周期都在 3 年以内，较快的回本周期能够吸引大量加盟商前来加盟。

图表37： 鸣鸣很忙单店模型

	100 平米店铺	150 平米店铺
日收入 (万元)	1	1.4
月收入 (万元)	30.00	42.00
年收入 (万元)	360	504
毛利率	18%	18%
毛利额 (万元)	64.8	90.72
店员数量	4	6
店员工资 (万元)	22.8	31.2
水电费、物业费等杂费	4.8	6
房租	14.4	21.6
净利润	22.8	31.92
净利率	6%	6%
初始投资	55	80
回本周期	2.4	2.5

资料来源：中信建投

对比来看，很忙系和万辰系强势区域错开。很忙系的强势区域为湖南省、湖北省、江西省、广东省，主要为华中和华南区域，万辰系强势区域为江苏省、安徽省、浙江省、山东省，主要分布在华东和华北区域。双方各自有较好的大本营市场贡献稳定的收入和利润增长，同时双方也都在全国化布局上断崖式领先于其他品牌。

图表38： 全国主要省份量贩零食品牌区域分布

	万辰系	很忙系	零食有鸣	戴永红	糖巢	零食优选	爱零食
河北省	1402	770					
山西省	193	618					
辽宁省	605	168					
吉林省	341	68					
黑龙江省	384	298					
江苏省	3355	806					
浙江省	1687	1143			142		
安徽省	1581	992					
福建省	210	645			1719		
江西省	644	1931			124		
山东省	2490	678					
河南省	1813	878					
湖北省	349	2120					
湖南省	645	2577		1344		535	458
广东省	899	3142	1221				
海南省	4	204					
四川省	549	517	2298				
贵州省	242	956					
云南省	170	806					
陕西省	407	430	124				
甘肃省	220	113	244				

资料来源：大众点评，百度地图，中信建投

我们基于鸣鸣很忙旗下全部品牌的合并口径门店分布，采用“区域分层 + 密度预测”的方法，对全国门店中长期可达规模进行测算。我们已验证区域作为锚点，对不同渗透阶段的区域分别赋予差异化密度假设。

我们按照当前集团合并口径的门店密度（万人/店），将全国省份、直辖市及自治区划分为四档：（1）成熟区域（≤4 万人/店）已进入相对成熟阶段，典型省份包括江西、湖南、湖北、广东，集团门店网络已成规模，后续扩张更多体现为局部加密、门店结构优化及店型升级；（2）成长区域（4-7 万人/店）仍具备较好的复制条件，分散在东部、北方和西南区域，扩张路径以核心城市加密与低线城市下沉并行；（3）潜力区域（7-13 万人/店）为当前集团中期扩张的核心增量来源，覆盖河南、江苏、河北等人口大省，整体仍处于“补点+成网”阶段，门店数量增长弹性较高；（4）空白区域（>15 万人/店或尚未形成有效布局）包括吉林、辽宁、四川、北京、上海等，以示范性与补点式布局推进，扩张节奏受制于供应链半径、加盟支持能力、以及本土品牌的竞争。

在情景假设上，我们分别设定乐观/中性两种稳态密度水平，（1）乐观情景下，对应 1.9/ 3.0/5.0/ 12.0 万人/店；（2）中性情景下，对应 2.1/ 4.0/ 5.6/15.0 万人/店。我们测算中性情况下鸣鸣很忙可开门店 3.2 万家，乐观情况下 3.8 万家。

图表39： 开店数量测算

分级	省份、直辖市、或自治区	常住人口 (万人)	目前总门店 (家)	乐观预测门店 (家)	中性预测门店 (家)
成熟区域 (< 4万人/店)	江西省	4510	1931	2374	2148
	湖北省	5838	2120	3073	2780
	湖南省	6568	2577	3457	3128
	广东省	12706	3142	6687	6050
成长区域 (4-7万人/店)	浙江省	6627	1143	2209	1657
	安徽省	6121	992	2040	1530
	山西省	3467	618	1156	867
	重庆市	3213	528	1071	803
	福建省	4183	645	1394	1046
	贵州省	3856	956	1285	964
	海南省	1034	204	345	259
	广西壮族自治区	5047	1042	1682	1262
潜力区域 (7-15万人/店)	江苏省	8526	806	1705	1523
	河南省	9810	878	1962	1752
	天津市	1367	109	273	244
	河北省	7393	770	1479	1320
	云南省	4657	806	931	832
	陕西省	3952	430	790	706
	黑龙江省	3070	298	614	548
	山东省	10122	678	2024	1808
空白区域 (> 15万人/店)	北京市	2183	39	182	146
	上海市	2488	150	207	166
	辽宁省	4182	168	349	279
	吉林省	2339	68	195	156
	四川省	8368	517	697	558
	甘肃省	2465	113	205	164
	内蒙古自治区	2397	142	200	160
	宁夏回族自治区	728	32	61	49

资料来源：零食很忙官网，窄门餐眼，大众点评，中信建投

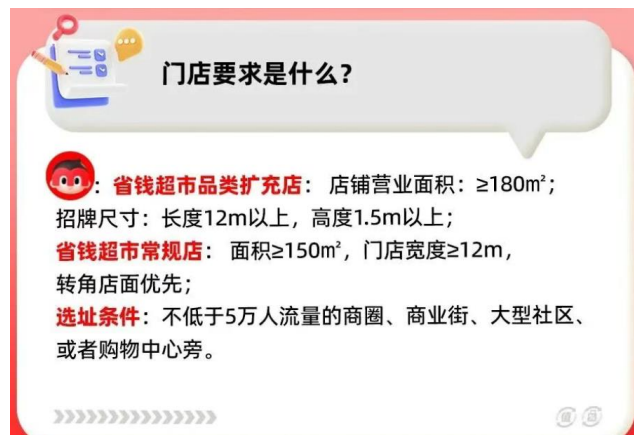
2025年1月赵一鸣公众号官宣省钱超市业态，新店型有望成为公司第二增长曲线。赵一鸣省钱超市以“省钱就逛赵一鸣”为核心主张，整体上来看，赵一鸣省钱超市是对门店的焕新，店铺营业面积一般为180-240 m²，标准店主要增加了面包架、收银台、置物架、洗手台、冻柜及风幕柜等。在品类方面，赵一鸣省钱超市的商品类目有所升级，多元化场景融合，新增SKU超过400种，涵盖百货日化、文具潮玩、鸡蛋等多元化产品，全方位满足消费者需求。同时，门店全新上架短保面包，位于门店入口显眼位置，专门陈列新鲜出炉的短保质期面包，并增设了鲜食鲜奶及低温冻品专区，满足社区居家日常所需。

图表40：赵一鸣省钱超市



资料来源：赵一鸣公众号，中信建投

图表41：赵一鸣省钱超市门店要求

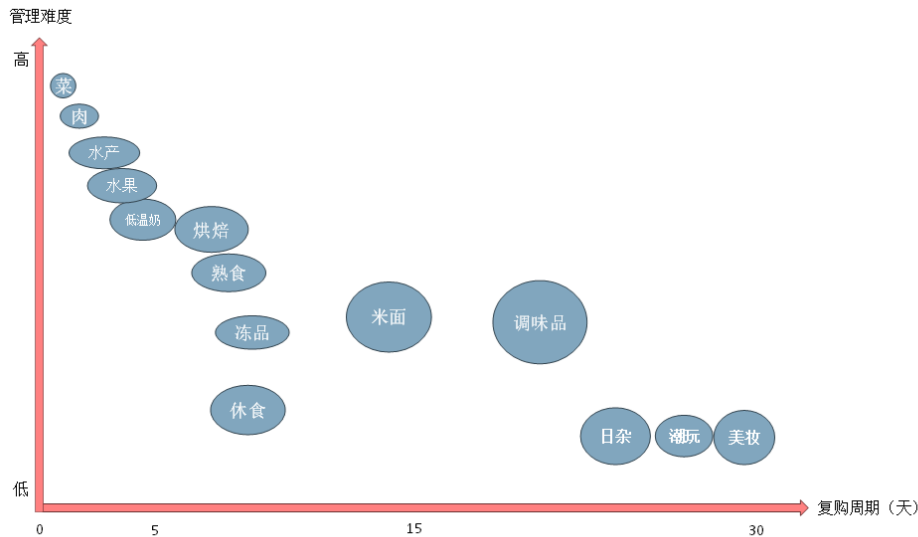


资料来源：赵一鸣公众号，中信建投

当前折扣超市面临的核心约束，主要集中在三方面：（1）**品类扩张的有效性**：折扣超市并非“全品类即成功”，不同品类在毛利、周转与损耗上的差异显著，如何在扩品类的同时维持整体效率，是模型能否稳定复制的关键；（2）**性价比在全品类下的可持续性**：日化、粮油等上游集中度较高的品类，对规模议价能力要求更高，折扣超市在这些品类上的价格优势仍需通过规模放量进一步验证；（3）**门店运营复杂度显著提升**：更大的经营面积与更高的SKU密度，对前端人员培训、后端督导及信息系统提出更高要求，短期内对运营效率形成一定掣肘。

从中国线下门店经营来看，门店需要在不同品类的管理和复购周期期间做平衡，休闲食品是唯一具有较低管理难度和较高频复购的品类。（1）“**双高组**”，菜、肉类产品可以做到1天的高频复购，日常的水果、低温奶、烘焙等大多在7天以内复购，但管理难度（仓储、配送、运营、标准化执行）最大。（2）“**中等组**”，冻品、米面粮油、调味品具有中等的复购周期和管理难度，内部复购周期跨度其实较宽，从10-20天都有，具体需要结合具体细分品类分析。（3）“**双低组**”，美妆、潮玩、日杂具有低管理难度和低复购的特征，部分品类毛利率较高。管理难度成为制约门店的先决条件，因此高管理难度的菜、肉、水产、水果基本被排除在外，门店可以做的是通过优化选品组合，在潮玩、日杂、调味品、米面粮油、冻品、熟食、烘焙等品类中达到复购的高低配合。

图表42： 门店不同品类的管理难度和复购周期分析



资料来源：乐檬，中信建投

3.3 自有产品开始布局，带动中长期利润率提升

公司以定制化为核心，逐步推进自有品牌的产品开发。鸣鸣很忙的产品组合高度聚焦高频消费的休闲食品与饮品，为定制化与自有品牌的逐步推进提供了稳定的需求基础。截至 2025 年 9 月 30 日，公司在库 SKU 数量达 3,997 个，单店 SKU 维持在不低于 1,800 个的水平。根据弗若斯特沙利文报告，鸣鸣很忙每家门店平均 SKU 数量是同等规模超市中休闲食品饮料平均 SKU 数量的两倍，高于同类零食零售业态的平均配置。较高的 SKU 密度能够有效满足消费者在口味、规格及消费场景上的多样化需求。公司产品主要集中于烘焙食品、饼干、坚果及籽类、休闲膨化食品、休闲熟食、糖果巧克力及蜜饯和饮料等高周转品类，各品类均覆盖从低单价引流商品到中等客单价产品的多个价格区间，有助于提升门店的消费频次与连带销售能力。

图表43： 鸣鸣很忙联名产品


资料来源：搜狐，中信建投

图表44： 鸣鸣很忙自有产品


资料来源：搜狐，中信建投

图表45： 鸣鸣很忙产品供应

商品类别	售价范围	商品描述
烘焙食品	每件人民币1元至人民币49.6元，或每斤人民币0.4元至人民币29.6元	冷加工和热加工面包、蛋糕、糕点
饼干	每件人民币2.9元至人民币49.6元，或每斤人民币1.4元至人民币8.6元	多种口味的饼干产品，比如威化饼干、巧克力夹心饼干、软曲奇、酥脆休闲食品和咸味薄脆饼干
坚果及籽类	每件人民币3.9元至人民币59.8元，或每斤人民币1.8元至人民币71.2元	多种调味和原味坚果及籽类，比如葵花籽和花生
休闲膨化食品和速食	每件人民币1.0元至人民币35.8元，或每斤人民币2.2元至人民币11.4元	多种口味的休闲膨化食品，比如薯片，以及速食产品，比如方便面
休闲熟食食品	每件人民币4.5元至人民币59.8元，或每斤人民币1.4元至人民币59.2元	多种口味的休闲熟食食品，比如肉干休闲食品、海鲜休闲食品及经加工蔬菜休闲食品
糖果、巧克力和蜜饯	每件人民币0.7元至人民币68.0元，或每斤人民币0.4元至人民币22.2元	硬糖和软糖、果冻、巧克力棒和水果蜜饯等各式产品
饮料	每件人民币0.8元至人民币8.8元	牛奶、速溶饮料、软饮和水

资料来源：公司招股书，中信建投

各主要品类 GMV 均实现增长，其中休闲熟食、休闲膨化食品及饮料等即食型、高复购品类占比保持相对稳定。在选品与产品开发机制上，鸣鸣很忙通过专业化选品团队结合数据化工具，对不同区域及季节的消费偏好进行分析，并据此动态调整 SKU 结构；截至 2025 年 9 月 30 日，选品团队规模达到 234 人。此外，公司与上游厂商保持深度协作，通过定制口味、包装及规格等方式实现产品差异化，目前约 34% 的 SKU 采用定制化形式，并在完成质量检验后进入门店网络销售。公司还通过提供小包装及散装称重产品，降低消费者试错成本，并提升新品尝试意愿；截至 2025 年 9 月 30 日，约 38% 的产品采用散装或称重形式。定价方面，公司以“质价比”为核心原则，在集中采购、缩短供应链环节及规模化议价能力的支持下，维持整体价格竞争力。

图表46： 零食很忙零食



资料来源：大众点评，中信建投

图表47： 零食很忙零食



资料来源：Foodtalks 观潮新消费，中信建投

自有产品定价以低价锚点切入，覆盖高频基础消费场景。从自有产品的价格区间分布来看，鸣鸣很忙在高频基础消费品类中形成了清晰的低价锚点。其自有品牌产品在茶饮、乳制品、即食零食及部分日用快消品类中，单件价格普遍落于 1-10 元区间，明显低于传统商超及电商渠道的主流定价带。公司并未试图在强品牌或非高频商品上全面对标最低价，而是优先在替代性强、决策成本低的基础品类中建立价格优势，使消费者在日常、高频购买中形成稳定的价格预期。这种以价格锚点为核心的定价方式，更有利于放大自有产品在门店端的引流与复购效应，也与其以定制化为核心、逐步推进自有品牌的产品开发路径保持一致。

图表48： 常见零食价格对比

商品品类	鸣鸣很忙自有产品	盒马NB	天猫超市	大润发
	商品价格	商品价格	商品价格	商品价格
无糖乌龙茶	1.9元/600ml	3.3元/500ml	3.8元/500ml	3.3元/500ml
拇指风干牛肉	9.9元/50g	69.9元/238g	44.55元/254g	21.8元/35g
全脂纯牛奶	约2.5元/250ml	约3.15元/200ml	约2.61元/200ml	约4.99元/250ml
即食海苔	9.9元/6袋	17.9元/6袋	9.9元/袋	6.7元/袋
速冻鲜肉包	3.9元/4个 80g	14.9元/390g	10.8元/300g	10元/6个 70g
生活用纸	9.9元/8包	15.9元/8包	54.9元/16包	37.9元/30包
白酒	9.9元/500ml	29.9元/500ml	95元/500ml	27.9元/500ml

资料来源：公司招股书，零食很忙门店，中信建投

四、募集资金用途

公司募投资金规划围绕核心业务展开，提升核心竞争力。提升供应链能力，提高产品开发能力，自建智能物流园区，升级自动化仓储和物流系统，招聘更多食品科学专业人员；门店网络升级，持续赋能加盟商，优化门店陈列，升级加盟商和门店的培训体系。公司从供应链、产品、品牌、门店、加盟商体系、数字化等方面制定了提升计划，一系列资金和人员投入未来将使得公司的优势加强，巩固龙头地位。

图表49： 鸣鸣很忙港股上市募集资金用途

募集资金用途	重点方向
提升供应链能力，提高产品开发能力	将用于自建智能物流园区，新建或租赁仓库，自动化仓储和物流系统的升级，并相应配备仓储管理人员。为配合公司门店网络的扩张及产品品类的持续丰富，公司正于长沙市建设「智慧物流产业园」。公司亦计划在未来三至五年内，在门店分布集中的省份新建智慧仓库，并根据需求搭建冷仓。同时，公司将在遍布全国的仓库配置更多智能仓储机器设备，实现自动仓内存取与搬运、自动库存管理、自动信息记录等能力，提升仓储及物流效率。
	发展公司的产品开发能力。公司计划在未来三至五年内招聘在食品科学领域或食品饮料选品方面具有专长的人员，为产品的迭代升级和新产品的开发提供人才基础。公司也将扩大公司的质量检测实验室，配置更多专业的质量控制人员，严控食品安全及产品质量。
门店网络升级，以及加盟商的持续赋能	优化门店陈列，提升品牌在全国的影响力。公司计划持续为门店装修、形象升级、设备更新和改善门店陈列提供支持，确保公司的门店设计和装潢始终与时俱进，持续为客户带来欢乐、舒适的购物体验。
	对门店网络的支持及赋能。公司门店的稳健运营离不开运营支持团队的服务，公司计划招募更多城市经理及门店督导，并对其进行培训和技术赋能，以应对持续增加的门店网络带来的需求。
	升级加盟商和门店的培训体系。公司将招募或外聘优质的讲师团队，持续更新培训内容，支持鸣鸣很忙商学院的运营并持续优化升级其硬件及软件条件，为加盟商、店长提供持续、高质量培训，提升加盟商、店长的经营和服务能力。此外，公司亦将举办各类加盟商活动，提升加盟商的忠诚度，吸引新的加盟商。
品牌建设及推广活动	通过投放品牌广告、与关键意见领袖及代言人合作、社交媒体互动等营销活动进行品牌推广。此外，公司计划继续在选定城市的核心位置开设创新型概念店及自营店，进一步向消费者传达品牌价值，提升品牌曝光度和知名度。
	扩大会员规模，提升会员活跃度。公司计划招聘营销人员，以支持社群扩大及管理以及会员运营和管理，以此进一步扩大公司的会员群体，促进会员的获取及留存。公司计划通过进一步完善会员计划、开展会员小区运营以及实施各种数字化营销等方式，对门店专属客户社群实施更精细化的管理。此外，公司将进一步升级「全民选品」小程序及各类消费者触达渠道，以及时洞悉消费者需求，并基于此进行精准营销，提升消费者满意度及复购率。

提升科技能力和数字化水平	<p>数字化系统的基础设施建设。公司计划在未来三至五年内，通过使用第三方软件和内部自主研发，进一步提升选品及采购、仓储物流、门店管理等环节的数字化水平。其中，在选品及采购环节，公司将重点推动用户界面统一和商品数据统一。另外，公司计划建立和完善产品全生命周期管理平台。公司亦将不断提升总部各部门管理体系的数字化水平，进一步发挥财务管理与业务运营之间的协同效应。此外，公司计划继续加大云服务的投入，增加云服务资源并延展更多功能，满足业务规模扩大对数字化管理能力要求的提升。</p> <p>招聘信息技术方面的专业人才，包括算法工程师、软件工程师、数据工程师和 IT 产品经理等，进行业务及流程结构设计、系统开发与测试、IT 运行与维护及网络安全管理等；同时公司亦将购买外部信息系统咨询服务，以支持公司数字化能力的持续提升。</p>
选择性地寻求业务互补的战略投资和收购机会	<p>有选择性地寻求与公司业务产生协同效应的战略投资和收购机会，持续延展休闲食品饮料零售行业产业链上下游的布局，并拓展公司在零售行业的能力。截至最后实际可行日期，公司并无具体的投资或收购对象。</p>

资料来源：招股书，中信建投

五、盈利预测：全国化仍有空间，利润率快速提升

盈利预测与投资建议：收入端，中期展望 3-3.5 万家门店，26 年单店修复可期。

我们预计公司 25-27 年分别净增门店 7469/4126/3470 家，25-27 年闭店率分别为 3.0%/4.0%/4.0%，我们测算中性情况下鸣鸣很忙可开门店 3.2 万家，乐观情况下 3.8 万家，中期维度 3 万以上门店空间，当前仍有较大全国化空间。稳态下公司老店可以实现同店每年小幅增长，公司门店管理能力领先，预计后续在门店升级调改、品类优化、精细化运营等背景下，26 年平均单店收入有望回升，预计公司 25-27 年单店贡献分别为 356.1/362.5/362.1 万元，分别同比-5.1%/+1.8%/-0.1%，公司 25-27 年收入分别为 645.5/867.3/1003.8 亿元，分别同增 64.1%/34.4%/15.7%。

图表50：公司分收入情况及预测（单位：亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	103.0	393.4	645.5	867.3	1003.8
YOY	140.2%	282.1%	64.1%	34.4%	15.7%
门店数量	6585	14394	21863	25989	29459
净增数	4683	7809	7469	4126	3470
单店	242.6	375.1	356.1	362.5	362.1
YOY		54.6%	-5.1%	1.8%	-0.1%
——新增	4715	8083	7900	5000	4500
——闭店	44	273	431	874	1039
闭店率	2.3%	4.2%	3.0%	4.0%	4.0%

资料来源：公司公告，中信建投

利润端，采购规模效应提升毛利率，费用率优化摊薄，公司中期净利率可达 5%+。随着采购规模的扩大和对上游厂商的议价能力增强，公司采购成本有较大优化空间，自有品牌占比提升亦带动毛利率提升。我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 9.8%/10.0%/10.1%，销售费用率分别为 3.7%/3.6%/3.5%，管理费用率分别为 1.4%/1.4%/1.3%，规模效应释放提升利润率。预计 2025-2027 年公司实现收入 645.5/867.3/1003.8 亿元，实现归母净利润 23.41/34.07/42.04 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险分析

- 1) 行业竞争加剧，有新品牌在资本助力下烧钱打价格战或者有大量品牌进入量贩赛道，各家品牌纷纷为了抢占市占率而大打折扣，使得行业利润水平下降；
- 2) 开店不及预期，以及公司东南亚拓展可能不及预期；
- 3) 零食专营渠道可能会到达峰值，然后增速变缓，行业内激烈的竞争使得单店的效益下降；
- 4) 新品推广不及预期，新推出的产品可能不符合消费者的口味；
- 5) 居民消费力下滑风险分析，居民对可选食品的购买欲望下降，以家庭为单位的零食的购买减少。

门店数量增长是公司业务增长的核心，未来每年门店的净增数量对公司整体收入和业绩有较大影响。我们预计公司 2025-2027 年门店新开数量分别为 7900/5000/4500 家，对应公司总营收增速分别为 64.1%/34.4%/15.7%。我们定量假设了 2025-2027 年门店新开不及预期的情况，并测算从小幅低于预期到极端情况下对公司总收入增速的影响。

图表51： 营业总收入与公司门店净增数量的敏感性分析

	门店新开数量			营业收入增速		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
预期值	7900	5000	4500	64.1%	34.4%	15.7%
小幅低于预期	7800	4500	4000	63.6%	32.8%	13.9%
大幅低于预期	7700	4000	3500	63.2%	31.2%	12.1%
极端情况	7600	3500	2500	62.7%	29.6%	9.0%

资料来源：公司公告，中信建投

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,895.12	6,113.98	14,305.43	19,069.00	23,568.56
现金	1,730.89	1,941.12	8,091.70	10,739.42	13,938.45
应收票据及应收账款合计	60.03	153.11	227.43	305.60	353.69
其他应收款	1.64	31.20	20.48	27.52	31.85
预付账款	391.15	2,006.38	1,992.19	2,676.90	3,098.13
存货	632.18	1,674.06	3,161.74	4,238.99	4,900.57
其他流动资产	79.24	308.11	811.88	1,080.58	1,245.88
非流动资产	3,803.61	4,054.24	3,872.33	3,650.24	3,392.66
长期投资	61.67	75.97	75.97	75.97	75.97
固定资产	53.40	158.04	167.01	190.80	179.11
无形资产	1,259.32	1,385.29	1,154.41	923.53	692.65
其他非流动资产	2,429.21	2,434.94	2,474.94	2,459.94	2,444.94
资产总计	6,698.73	10,168.22	18,177.76	22,719.24	26,961.23
流动负债	1,623.68	3,904.09	6,427.98	8,621.15	9,964.92
短期借款	0.00	491.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	602.12	1,495.02	2,601.86	3,488.36	4,032.79
其他流动负债	1,021.56	1,918.07	3,826.12	5,132.79	5,932.13
非流动负债	480.24	536.34	885.59	885.59	885.59
长期借款	0.00	0.00	349.25	349.25	349.25
其他非流动负债	480.24	536.34	536.34	536.34	536.34
负债合计	2,103.92	4,440.42	7,313.57	9,506.74	10,850.51
少数股东权益	7.25	0.00	-3.89	-9.55	-16.54
股本	15.30	24.72	40.23	40.23	40.23
资本公积	4,572.27	5,703.08	8,969.33	8,969.33	8,969.33
留存收益	0.00	0.00	1,858.52	4,212.49	7,117.69
归属母公司股东权益	4,587.57	5,727.80	10,868.08	13,222.05	16,127.26
负债和股东权益	6,698.73	10,168.22	18,177.76	22,719.24	26,961.23

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	589.522	-230.102	3497.788	3612.099	4336.007
净利润	217.53	829.16	2,336.81	3,400.96	4,197.36
折旧摊销	44.71	146.38	261.91	272.09	277.58
财务费用	2.90	7.01	-67.55	-130.76	-174.61
其他经营现金流	324.38	-1,212.64	966.62	69.80	35.68
投资活动现金流	174.85	-159.05	-72.59	-42.49	-12.44
资本支出	-265.38	110.07	80.00	50.00	20.00
其他投资现金流	440.24	-269.12	-152.59	-92.49	-32.44
筹资活动现金流	568.21	604.33	2,725.38	-921.89	-1,124.54
短期借款	0.00	491.00	-491.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	349.25	0.00	0.00
其他筹资现金流	568.21	113.33	2,867.13	-921.89	-1,124.54
现金净增加额	1,332.58	215.18	6,150.58	2,647.72	3,199.03

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,295.32	39,343.51	64,548.79	86,733.83	100,382.0
营业成本	9,522.98	36,344.46	58,223.01	78,060.45	90,243.45
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	325.21	1,476.11	2,316.66	3,028.75	3,407.97
管理费用	117.66	391.06	876.57	1,177.85	1,265.82
财务费用	2.90	7.01	-67.55	-130.76	-174.61
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-7.73	4.29	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7.73	4.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	318.85	1,129.17	3,200.11	4,597.55	5,639.40
其他非经营损益	5.76	23.07	10.18	10.18	10.18
利润总额	324.61	1,152.23	3,210.28	4,607.72	5,649.58
所得税	107.07	323.08	873.47	1,206.76	1,452.22
净利润	217.53	829.16	2,336.81	3,400.96	4,197.36
少数股东损益	0.11	-4.55	-3.89	-5.66	-6.99
归属母公司净利润	217.43	833.70	2,340.70	3,406.62	4,204.34
EBITDA	372.21	1,305.62	3,404.64	4,749.06	5,752.55
EPS (元)	1.01	3.87	10.86	15.81	19.51

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	140.22	282.15	64.06	34.37	15.74
净利润(%)	203.60	281.16	181.83	45.54	23.42
获利能力					
毛利率(%)	7.50	7.62	9.80	10.00	10.10
净利率(%)	2.11	2.11	3.62	3.92	4.18
ROE(%)	4.74	14.56	21.54	25.76	26.07
ROIC(%)	39.80	21.00	36.85	34.54	35.41
偿债能力					
资产负债率(%)	31.41	43.67	40.23	41.84	40.24
净负债比率(%)	-37.67	-25.32	-71.27	-78.64	-84.35
流动比率	1.78	1.57	2.23	2.21	2.37
速动比率	1.34	1.07	1.61	1.60	1.75
营运能力					
总资产周转率	1.54	3.87	3.55	3.82	3.72
应收账款周转率	171.49	256.97	283.82	283.82	283.82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	3.87	10.86	15.81	19.51
每股经营现金流(最新)	2.74	-1.07	16.23	16.76	20.12
每股净资产(最新摊薄)	21.29	26.58	50.43	61.35	74.83
估值比率					
P/E	354.56	92.47	32.94	22.63	18.34
P/B	16.80	13.46	7.09	5.83	4.78
EV/EBITDA	12.84	7.12	3.84	2.66	1.88

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。

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13年产业工作经验、6年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024年带队荣获9项最佳分析师大奖，2022—2024年连续三年新财富入围团队，Wind金牌分析师2023年第一名、2024年第二名，22、23、24新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024年金牛奖第三名、2024年21世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024上证报最佳分析师、2022—2024年东方choice最佳分析师等。

高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

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。

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