

鸣鸣很忙 (01768.HK)

国内休闲餐饮连锁零售龙头，开启量贩零食3.0时代

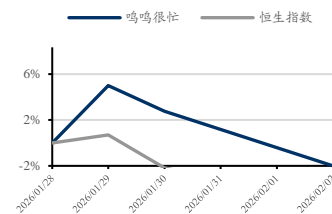
买入 (首次)

2026年02月03日

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,295	39,344	64,522	82,200	94,385
同比 (%)	140.22	282.15	64.00	27.40	14.82
归母净利润 (百万元)	217.43	833.70	2,297.55	3,020.41	3,732.72
同比 (%)	203.45	283.44	175.58	31.46	23.58
Non-GAAP 净利润 (百万元)	235.00	843.70	2,591.11	3,225.91	3,921.49
同比 (%)	190.12	259.02	207.11	24.50	21.56
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.01	3.87	10.66	14.02	17.32
P/E (现价&最新摊薄)	362.57	94.56	34.31	26.10	21.12
PE (Non-GAAP)	335.45	93.44	30.42	24.44	20.10

证券分析师 吴劲草
执业证书: S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 苏轶
执业证书: S0600524120010
such@dwzq.com.cn
证券分析师 郝越
执业证书: S0600524080008
xiy@dwzq.com.cn
证券分析师 李茵琦
执业证书: S0600524110002
liyinqi@dwzq.com.cn

股价走势



投资要点

- 量贩零售赛道龙头企业，行业结构性变革领军者。**鸣鸣很忙是中国休闲食品饮料连锁零售行业的领先企业，2024年以555亿元GMV和近1.5万家门店的规模居市场首位。公司通过“零食很忙”与“赵一鸣零食”双品牌的成功融合与协同，实现了对全国市场的广泛覆盖。其增长深度契合休闲零食量贩化、消费需求追求极致“性价比”以及市场持续下沉的核心趋势。
- 赛道长坡厚雪，或存在结构性增长红利。**中国休闲食品饮料零售2024年规模约3.7万亿元，是持续稳定增长的广阔市场。当前正经历两大关键结构性变化：一是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%；二是市场持续下沉，下沉市场无论在规模还是增速上都已成为增长主动力。同时，中国人均零食消费量与消费额相较于发达国家仍有翻倍以上空间，行业天花板高。
- 财务业绩增长迅猛，盈利质量持续优化。**公司展现出强劲的增长动能与盈利弹性，2024年实现营收393.44亿元，同比增长282.15%；归母净利润达8.34亿元，同比增长283.44%。进入2025年业绩持续高增，前三季度营收已超上年全年。在规模快速扩张的同时，盈利能力同步提升，毛利率与归母净利率从2022年的7.45%、1.67%提升至2025Q1-3的9.73%、3.36%，规模化效应与精细化运营成果显著。
- 精细化运营、品牌营销与供应链管理共同铸就深厚护城河。**公司建立了精细化的运营体系，通过专业选品团队和数字化工具确保商品持续创新与高动销率。在品牌层面，完成了从区域到年轻化再到国民级的营销战略升级，配合多元IP联名，显著提升品牌影响力与客群吸引力。同时，高效的供应链管理体系通过直接对接大量厂商、发展定制产品与智能物流网络，构筑了坚实的成本与效率壁垒。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为休闲零食饮料量贩零售行业龙头企业，正从“规模扩张”迈向“价值深耕”，成长确定性强且空间广阔。我们预测公司2025-2027年营业收入分别为645/822/944亿元，归母净利润分别为23/30/37亿元，对应同比增速分别为176%/31%/24%，经调净利润分别为26/32/39亿元，同比增长207%/25%/22%。截至26/2/2市值对应经调利润的PE分别为30/24/20X，考虑到量贩零食行业持续高景气，同时公司行业龙头地位突出，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争与市场饱和；运营管理风险；新业务拓展不及预期

市场数据

收盘价(港元)	392.00
一年最低/最高价	370.40/445.00
市净率(倍)	-/-
港股流通市值(百万港元)	83,727.57

基础数据

每股净资产(元)	0.00
资产负债率(%)	37.44
总股本(百万股)	215.51
流通股本(百万股)	213.59

1. 鸣鸣很忙：引领零食量贩领域的最大连锁零售商

鸣鸣很忙是中国最大休闲食品饮料连锁零售商，深入解决行业痛点。鸣鸣很忙拥有“零食很忙”和“赵一鸣零食”两个品牌，前者由晏周先生（现董事长）于2017年创立，后者由赵定先生（现副董事长）于2019年创立。2023年11月，零食很忙和赵一鸣零食宣布合并为鸣鸣很忙集团，成为我国零食量贩龙头企业。鸣鸣很忙依托于规模采购、高效周转及产品质量优势，在易见、易达的位置开设门店，致力于为消费者提供品类丰富、高质价比、高频上新的产品，带来欢乐、舒适的逛店体验，解决行业痛点。2024年公司营业收入达393.4亿元，归母净利润8.3亿元，门店数量近15000家。

图1：鸣鸣很忙提供品类丰富的产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

两家品牌基础牢固，深度融合高速发展。2017年，创始人晏周在湖南长沙创立品牌“零食很忙”；2019年，创始人赵定于江西宜春创立品牌“赵一鸣零食”，两家品牌于2023年11月完成战略合并，合并为鸣鸣很忙集团。鉴于互补的地区覆盖范围及既有的消费者认可度，公司保持双品牌策略，在各个经营管理环节进行深度融合，并建立统一的集团标志。2024年6月，鸣鸣很忙线下门店数量突破10000家，同年以555亿元GMV登顶中国休闲食品饮料连锁零售榜首。2024年7月，公司邀请到周杰伦作为双品牌代言人。从2023年发展至今，公司投入经营的门店已从2023年底的6,585家大幅增加至2025Q3末的19,517家，签约门店更是突破20000家，且依旧保持高速增长。

图2: 鸣鸣很忙发展历程



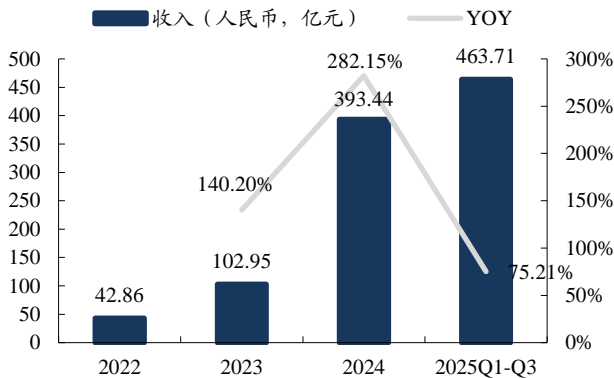
¹. 截至2024年6月1日, 据弗若斯特沙利文基于对零食连锁行业的研究, 对鸣鸣很忙集团公司旗下所属的所有零食连锁品牌门店数量统计。
². 截至2025年9月3日, 据弗若斯特沙利文对鸣鸣很忙集团公司旗下所属的所有休闲食品饮料零售连锁品牌专卖店整约门店数量统计。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

近年业绩快速增长, 盈利能力持续提升。鸣鸣很忙在 2022-2024 年实现业绩快速增长, 22/23/24 年营收分别为 42.86/102.95/393.44 亿元; 22/23/24 年归母净利润分别为 0.72/2.17/8.34 亿元, 2024 年在门店快速扩张的带动下, 公司营收/归母净利润分别同比增长 282.15%/283.44%。从盈利能力上看, 得益于供应链优化和规模效应, 2022-2024 年公司毛利率分别为 7.45%/7.50%/7.62%, 归母净利率 2022-2024 年分别为 1.67%/2.11%/2.12%。

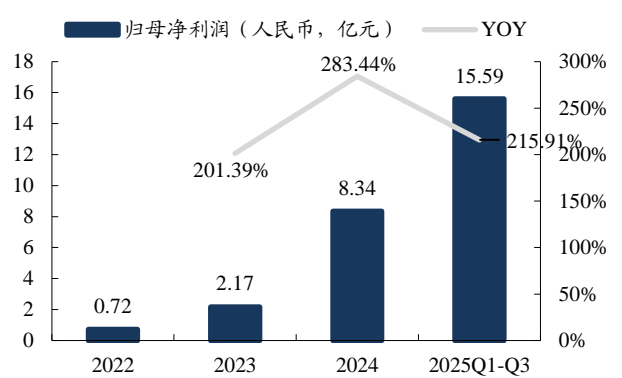
进入 2025 年, 公司继续保持强劲增长势头, 25Q1-Q3 营收达到 463.71 亿元, 超过 2024 年全年水平, 同比增长 75.21%; 毛利率与归母净利率增至 9.73%和 3.36%。

图3: 公司 2022-2025Q1-3 营收及同比



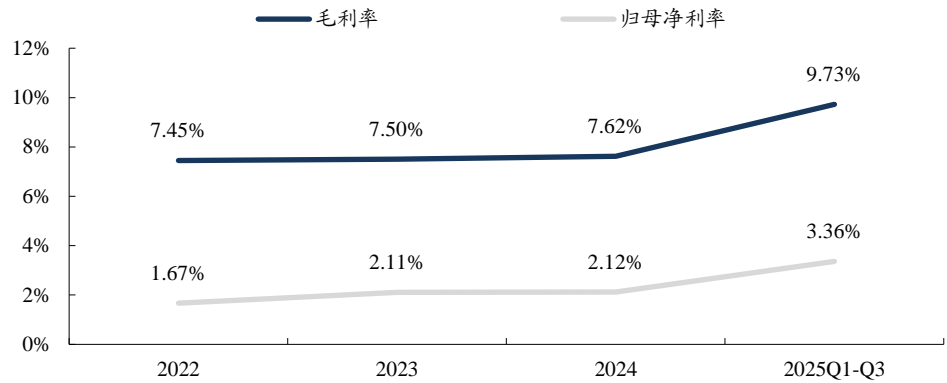
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司 2022-2025Q1-3 归母净利润及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司 2022-2025Q1-3 毛利率和归母净利率

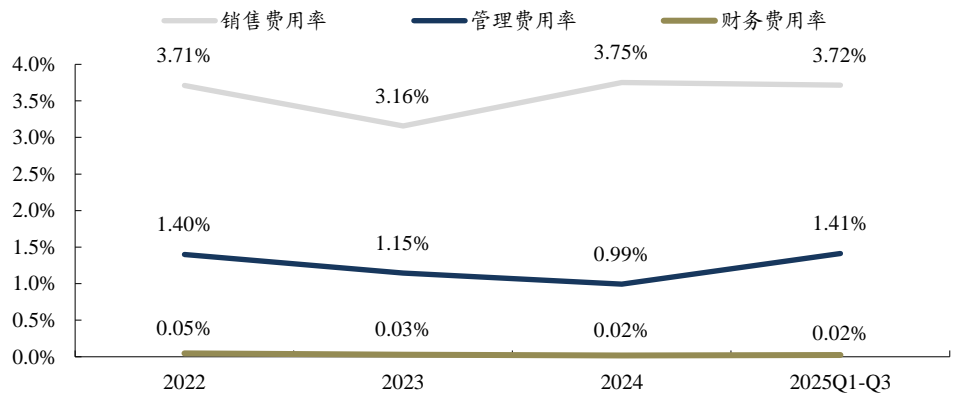


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分经营模式看, 加盟模式占据主导。2022-2024 加盟店数量占比分别为 99.8%/99.8%/99.9%, 加盟店销售额占比分别为 99.0%/99.1%/98.8%。截至 2025Q3, 加盟店/自营店数量分别为 19494/23 家。

费用率均有不同程度波动, 整体来看销售费用率呈轻微上涨趋势; 管理费用率 2025Q1-Q3 相对 2024 年有明显上升, 系公司业务规模的快速扩大所致; 财务费用率低于 1%且持续下降, 反映出公司良好的财务管理能力。

图6: 公司 2022-2025Q1-3 费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

量贩零食行业品牌整合逐渐加速。2024 年我国连锁零售商贡献的中国休闲食品饮料产品 GMV 达到 2.1 万亿元, 占食品饮料行业 GMV 的 57.1%, 前五大连锁零售商共占 6.0%的市场份额, 鸣鸣很忙 2024 年 GMV 为 555 亿元, 市占率为 1.5%, 为中国最

大的休闲食品饮料连锁零售商。万辰集团 2024 年 GMV 为 43.5 亿元。市占率 1.2%，位居第三。2023 年全国范围内开启大规模的兼并收购，其中包括万辰旗下四大品牌合并为“好想来”并收购“老婆大人”、“零食很忙”收购“赵一鸣零食”等。目前，零食量贩行业已经形成较为稳定的鸣鸣很忙和万辰集团双足鼎立的竞争格局，二者规模领先同业。

表1: 2024 年中国休闲食品饮料零售行业前五名

排名	连锁零售商	2024 年休闲食品饮料产品 GMV (人民币, 十亿元)	市场份额
1	鸣鸣很忙	55.5	1.5%
2	沃尔玛中国	50.5	1.4%
3	万辰集团	43.5	1.2%
4	高鑫零售 (大润发)	41.3	1.1%
5	永辉超市	30.0	0.8%
	前五大合计	220.8	6.0%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

表2: 2024 年中国食品饮料零售行业前五名

排名	连锁零售商	2024 年食品饮料产品 GMV (人民币, 十亿元)	市场份额
1	沃尔玛中国	72.1	1.0%
2	永辉超市	60.0	0.9%
3	高鑫零售 (大润发)	59.0	0.8%
4	鸣鸣很忙	55.5	0.8%
5	美宜佳控股	49.0	0.7%
	前五大合计	295.6	4.2%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

两强全国性扩张, 门店数量高速增长。品牌整合完成后, 万辰集团与鸣鸣很忙积极向全国扩展门店, 各自深入对方腹地。各大品牌门店数量在全国各地快速增长, 于区域内展开竞争激烈。据量贩零食产业促进会行业预测, 截至 2025 年 9 月, 全国量贩零食门店约 5 万家左右, 而两大巨头占据了七成以上的市场份额, 形成了在这一赛道上的大幅领先。鸣鸣很忙门店数量从 2023 年底收购初期的 6,585 家, 于不到两年内大幅增加至 2025H1 的 16,783 家; 万辰集团则从 2023 年的 4,726 家增长至 2025H1 的 15,365 家。

2. 盈利预测与投资建议

我们认为, 鸣鸣很忙是中国休闲食品饮料零售行业结构性变革中最具代表性的领军

企业。公司凭借已验证的可复制单店模型、极致高效的供应链体系与强大的品牌营销能力，在“万店规模”基础上仍展现出显著的规模经济与成长弹性。当前公司正从外延式扩张向内生性“提质”升级，并探索海外新市场，成长路径清晰。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 645 /822/944 亿元，归母净利润分别为 23/30/37 亿元，对应同比增速分别为 176%/31%/24%，经调净利润分别为 26/32/39 亿元，同比增长 207%/25%/22%。截至 26/2/2 市值对应经调利润的 PE 分别为 30/24/20X，考虑到量贩零食行业持续高景气，同时公司行业龙头地位突出，首次覆盖，给予“买入”评级。

3. 风险提示

行业竞争与市场饱和；运营管理风险；新业务拓展不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>