

鸣鸣很忙 (01768.HK)

立量贩潮头，盈利和业态持续进阶

买入 (维持)

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
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)	359.57	93.77	34.03	25.88	20.94

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010  
such@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书: S0600524110002  
liyinqi@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008  
xiiy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **零食量贩高景气，公司龙头地位确立。**1) 消费需求务实，上游产能充裕，传统零售低迷，折扣业态应运而生，通过缩减流通环节实现价格优势。零食量贩门店高周转、高标准化的特点吸引加盟积极参与，实现快速扩张。行业市场规模从2019年73亿元快速增长至2024年1297亿元，5年间CAGR达到77.8%，增速领跑硬折扣零售细分赛道。2) 行业已形成高度集中的双寡头竞争格局。按照GMV计算，2024年公司与万辰集团合计占据零食量贩行业约75.6%市场份额，门店数量合计占比达到75.2%，市场头部集聚效应显著，行业进入壁垒提高。

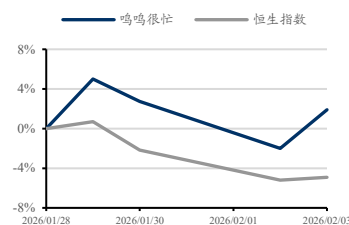
■ **规模驱动业绩增长，盈利结构持续优化。**公司由零食很忙与赵一鸣零食于2023年11月战略合并而成，截至2025年11月，公司门店数量达到21041家；按2024年GMV计，公司是中国最大的休闲食品饮料连锁零售商，并位列中国第四大食品饮料连锁零售商。1) **轻资产加盟模式驱动营收高速增长。**公司营业收入主要来自向加盟门店销售商品(占比超98.5%)，凭借可复制的单店模型和强大的加盟商吸引力，公司营收实现指数级增长，2022-2024年CAGR高达203.0%。2) **盈利能力持续改善。**随着规模效应释放和供应链垂直整合深化，公司毛利率稳中有升，归母净利率从2022年1.7%稳步提升至2025Q1-3的3.4%。3) **运营效率行业领先。**存货周转率显著高于连锁业态同行。

■ **单店营收改善、净利率优化，新业态持续进阶。**1) **公司单店运营效率仍有较大提升空间。**借鉴优秀零售商的运营经验(如数据化选品、门店媒体化)，门店运营上仍有较大提效空间。2) **净利率处于上升期。**行业价格战趋缓，补贴收缩，万店规模强化供应链议价权，仓储物流费率保持低位(约1.5%-1.7%)，边际成本持续摊薄，叠加数字化运营提效，费用率有望进一步优化。3) **公司试水省钱超市新店型，**新增日化、粮油、短保烘焙、冻品等高关联品类，单店营收提升显著，毛利率改善明显，盈利模型更具竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为645/822/944亿元，经调整净利润分别为26/32/39亿元，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%，对应PE分别为34/26/21X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全问题、行业竞争风险、居民消费力复苏不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	407.60
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)	87,059.59

基础数据

每股净资产(元)	37.24
资产负债率(%)	37.44
总股本(百万股)	215.51
流通股本(百万股)	213.59

相关研究

《鸣鸣很忙(01768.HK): 国内休闲食品饮料连锁零售龙头,开启量贩零食3.0时代》

2026-02-03

## 内容目录

<b>1. 鸣鸣很忙：零食量贩领跑者</b> .....	<b>5</b>
1.1. 双雄合并破局，实现万店奇迹.....	5
1.2. 门店规模狂飙，覆盖度广阔.....	7
1.3. 高周转为基，利润率提升空间乐观.....	9
1.4. 股权集中，团队稳定.....	12
<b>2. 零食量贩势如破竹，薄利多销实现三方共赢</b> .....	<b>14</b>
2.1. 行业发展概述：4 年时间增长十倍，双寡头格局确立.....	14
2.2. 量贩零食底层逻辑拆解.....	17
2.2.1. 消费需求务实，上游产能充裕，传统零售低效，折扣业态应运而生.....	18
2.2.2. 核心逻辑：缩减流通环节，提高供给效率.....	20
2.2.3. 硬折扣业态中，零食独领风骚.....	21
<b>3. 未来展望：运营深耕与创新探索并行</b> .....	<b>23</b>
3.1. 加强精细化管理，单店店效大有可为.....	23
3.2. 净利率处于上升期，提升空间较大.....	25
3.3. 试水省钱超市，积极尝试新业态.....	26
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>27</b>
4.1. 盈利预测.....	27
4.2. 投资建议.....	28
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 公司基础情况概览 (截止 2025Q3)	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 2022-2025Q1-3 公司营收走势	7
图 4: 2022-2025Q1-3 公司归母净利润走势	7
图 5: 2022-2025Q1-3 公司营收结构占比走势	7
图 6: 2022-2025Q1-3 公司门店类型占比走势	7
图 7: 2022-2025Q1-3 公司门店数量走势 (单位: 家)	8
图 8: 2022-2025Q1-3 和万辰集团单店营收走势 (单位: 万元/年)	8
图 9: 2022-2025Q1-3 公司加盟店闭店数量 (单位: 家)	9
图 10: 2022-2025Q1-3 公司加盟店闭店率	9
图 11: 2022-2025Q1-3 公司门店分布	9
图 12: 2023-2025Q1-3 公司各线级门店同比增速	9
图 13: 2022-2025Q1-3 公司毛利率走势	10
图 14: 2022-2025Q1-3 公司费用率走势	10
图 15: 2022-2025Q1-3 公司销售费用组成占比走势	10
图 16: 2022-2025Q1-3 公司管理费用组成占比走势	10
图 17: 2022-2025Q1-3 公司净利率走势	11
图 18: 公司应收账款、应付账款以及存货周转率 (单位: 次)	11
图 19: 同行业存货周转率对比 (单位: 次)	11
图 20: 同行业应收账款周转率对比 (单位: 次)	12
图 21: 同行业应付账款周转率对比 (单位: 次)	12
图 22: 公司 ROE 拆分	12
图 23: 同行业 ROE 对比	12
图 24: 公司股权结构图 (截至 2026 年 1 月 20 日)	13
图 25: 2019-2029 年中国量贩零食饮料零售市场规模走势	16
图 26: 2020 年之后零食量贩业态进入快速发展期	16
图 27: 2022-2025Q1-3 公司和万辰集团门店数量走势 (单位: 家)	17
图 28: 2022-2024 年公司和万辰集团门店数量行业占比	17
图 29: 2022-2025Q1-3 公司和万辰集团 GMV 走势 (单位: 亿元)	17
图 30: 2022-2024 年公司和万辰集团 GMV 行业占比 (单位: %)	17
图 31: 2017-2024 年社会消费品零售总额走势	18
图 32: 2023 年零食折扣店光顾频率 (单位: %)	18
图 33: 国内消费者越来越追求高性价比商品 (2024 年)	18
图 34: 2022Q4-2025Q3 中国不同行业产能利用率走势 (单位: %)	19
图 35: 2019-2029 年中国休闲食品饮料零售渠道组成走势 (单位: 百亿元)	19
图 36: 2019-2029 年中国休闲食品饮料零售渠道占比走势 (单位: %)	19
图 37: 2023Q1-2025Q2 年中国实物商品网上零售额走势	20
图 38: 2017-2024 年中国实物网购渗透率走势 (单位: %)	20
图 39: 硬折扣业态和传统零售业态加价链条对比	20
图 40: 零食量贩品牌终端价格比传统渠道更优惠 (单位: 元)	21
图 41: 2019-2029 年中国休闲食品饮料零售市场规模	21
图 42: 2023 年中美日人均零食消费额对比	21

图 43:	量贩零食品牌单店 SKU 数量 (单位: 个)	22
图 44:	鸣鸣很忙集团加盟流程	23
图 45:	零食很忙门店陈设	24
图 46:	胖东来陈列趣味手写卡牌	24
图 47:	零食很忙门店增配电视屏幕	24
图 48:	零食很忙推出超大包装零食	24
图 49:	好想来和赵一鸣零食开店选址邻近	25
图 50:	赵一鸣零食开业商品享 68 折优惠	25
图 51:	2022-2025Q1-3 公司供应商采购额比重走势 (单位: %)	26
图 52:	2022-2025Q1-3 公司仓储物流费占营收比重走势 (单位: %)	26
表 1:	公司核心高管履历	13
表 2:	头部和腰部零食量贩品牌基本信息梳理	15
表 3:	零食量贩转型省钱超市新增品类及特点	26
表 4:	2025-2027 年鸣鸣很忙盈利预测	28
表 5:	鸣鸣很忙与可比公司估值比较	29

## 1. 鸣鸣很忙：零食量贩领跑者

公司是中国休闲食品量贩模式的引领者，从直营打样到推广加盟，构建起广泛覆盖的线下门店网络，满足大众消费者对于丰富、优质、平价零食的日常需求。目前，公司通过旗下“零食很忙”与“赵一鸣零食”两大品牌，为消费者提供涵盖烘焙食品、饼干、坚果、膨化食品、休闲熟食、糖果蜜饯及饮料在内的多种休闲食品品类。公司建立了高效的直接采购供应链，极大减少了中间流通环节，确保了产品在“高频上新”和“品类丰富”的同时，能够实现极具竞争力的“高质价比”。依托行业领先市占率，通过持续的品牌建设与全方位的加盟商赋能，公司已在广阔的中国休闲食品市场中实现了极强的消费者心智占有。

根据弗若斯特沙利文报告，按 2024 年 GMV 计，公司是中国最大的休闲食品饮料连锁零售商，并位列中国第四大食品饮料连锁零售商。截止 2025 年 11 月底，公司门店数量达到 21041 家；截至 2025Q3，公司门店数量覆盖中国 28 个省份和所有线城市，且其中 59% 的门店位于县城和乡镇。

图1：公司基础情况概览（截止 2025Q3）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 1.1. 双雄合并破局，实现万店奇迹

公司过去的发展历程大致可分为三个阶段：

**2017-2020 年：双雄并起、创业探索阶段。**零食很忙和赵一鸣零食的两位创始人背景迥异，但均敏锐洞察到传统零食零售渠道存在效率低下、价格虚高的现象，而聚焦下沉市场的零食量贩业态尚属蓝海。2016 年晏周创立“零食很忙”品牌，2017 年在湖南长沙开设首店，以“全品类低价”重塑行业定价体系，通过直营和谨慎开放加盟逐步扩张，2018 年底零食很忙的门店数突破百家。2019 年赵定在江西宜春创办“赵一鸣零食”，

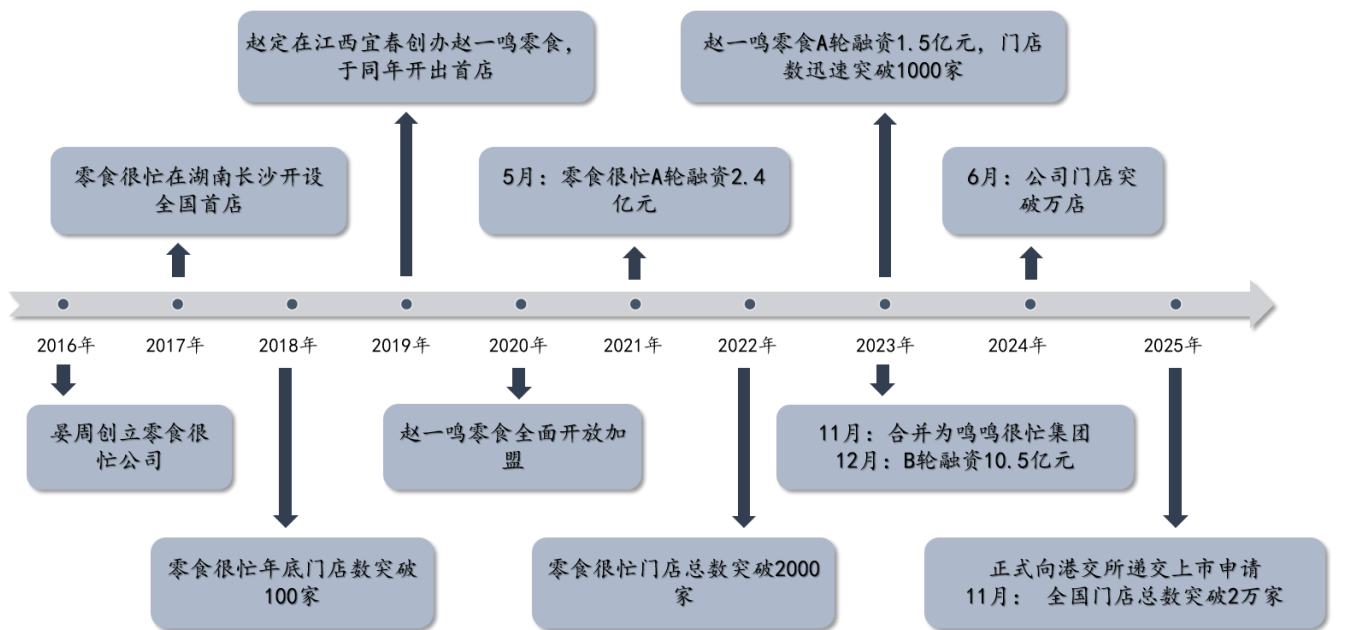
同年开出首店，凭借炒货供应链优势快速发展，并于 2020 年全面开放加盟。两家品牌分别基于各自省份市场探索量贩零食模式，形成“鸣鸣很忙”品牌的前身。

**2021-2023 年：全国扩张、战略合并阶段。**在资本助力下，两家公司进入高速扩张期。零食很忙在 2021 年完成 2.4 亿元 A 轮融资后，加速全国市场布局，2022 年门店总数突破 2000 家，单年净增门店超过 1200 家。赵一鸣零食在 2023 年完成 1.5 亿元 A 轮融资后门店数迅速突破 1000 家。受经济环境影响，食品行业面临库存压力，量贩零食渠道凭借强获客和高周转能力获得发展契机，以显著价格优势快速抢占市场。随着零食量贩商业模式打通，成长和盈利前景被看好，资本入局，玩家亦增多，出现一系列新品牌进场加速跑马圈地。考虑到行业竞争环境的变化，为优化资源配置、增强实力，双方于 2023 年 11 月完成战略合并，共同组建鸣鸣很忙集团，并获得好想你、盐津铺子等参与的 10.5 亿元融资，估值突破百亿元，门店总数达 6500 家，位居行业第一。

**2024 年至今：整合增效、加速和迭代发展阶段。**合并完成后，公司进入全面整合与高质量发展新阶段。面对市场环境的变化，公司着力于供应链深度融合、产品矩阵优化与门店模型升级，战略转型成效显著，规模效应与运营效率持续提升，推动业绩快速增长，2024 年末门店数量达到 14394 家，实现翻倍增长。鸣鸣很忙于 2025 年正式向港交所递交上市申请，开启资本化新征程。截至 2025 年 11 月，全国门店总数已突破 2 万家，再次刷新拓店规模，持续巩固行业领先地位。

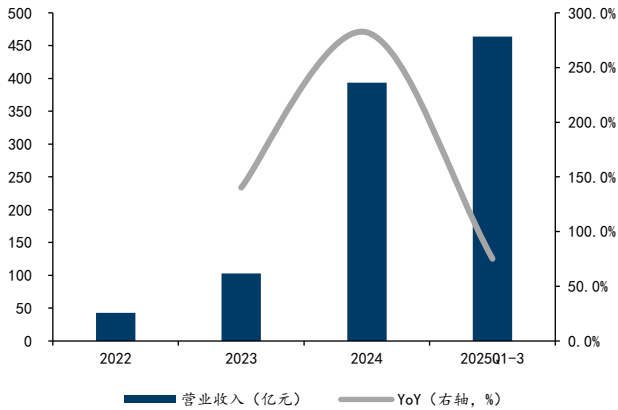
2022-2024 年公司营收复合增速达 203.0%，2025Q1-3 营收达到 464 亿元，同比+75%。归母净利率从 2022 年 1.7% 上升至 2024 年 2.1%，截至 2025Q1-3，公司归母净利率达到 3.4%。

图2：公司发展历程



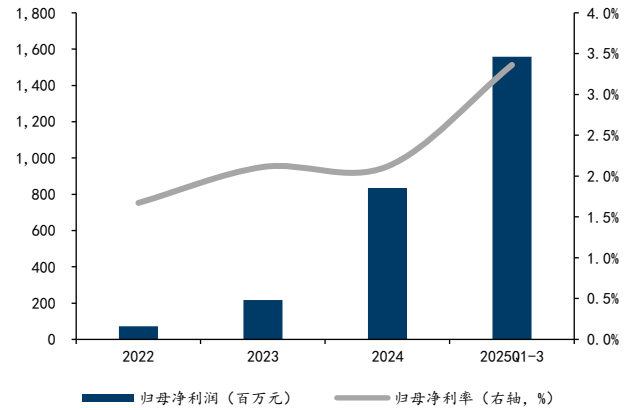
数据来源：公司官网，招股说明书，投中网，东吴证券研究所

图3：2022-2025Q1-3 公司营收走势



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

图4：2022-2025Q1-3 公司归母净利润走势

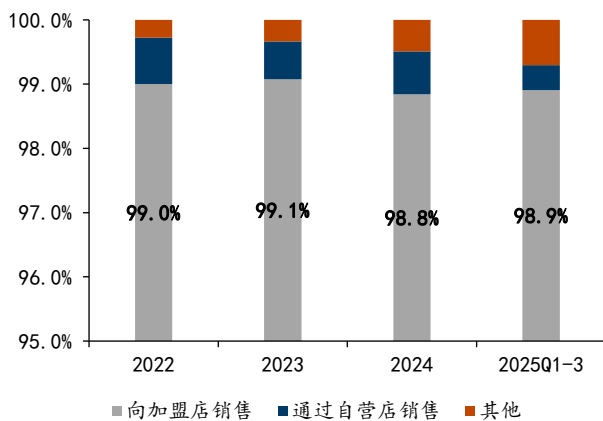


数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

## 1.2. 门店规模狂飙，覆盖度广阔

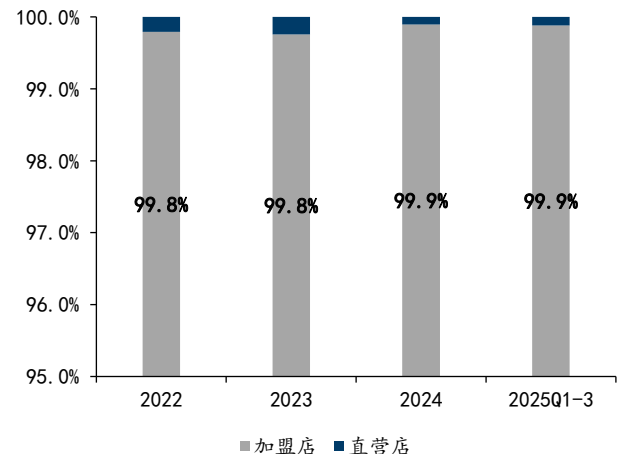
鸣鸣很忙本质上是一家以商品流通为核心的供应链管理公司，公司的直营店数量极少，截至 2025Q1-3，自营店数量仅有 23 家，占门店总数 0.1%；收入主要依托向加盟门店销售商品，近 3 年该部分销售收入占总收入的比例保持在 98.5%以上，而自营店销售收入和其他收入占比合计低于 1.5%。由此公司能够以轻资产姿态快速扩张，专注于后端供应链的整合与商品分销。

图5：2022-2025Q1-3 公司营收结构占比走势



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

图6：2022-2025Q1-3 公司门店类型占比走势



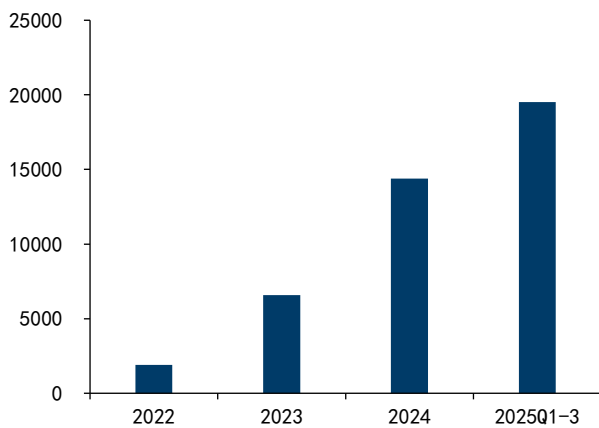
数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

公司门店盈利能力突出，管理标准化程度高，对加盟商吸引力高，驱动门店网络快速扩张。从 2022 年到 2025Q1-3，公司门店数量由 1902 家激增增至 19517 家，2025 年 1 月达到 21041 家，规模优势显著，为公司带来强大的采购议价权，持续保持价格优势和产品迭代速度，进一步吸引加盟商进入。庞大的门店网络和高效的商品流转，推动了公司营收的爆发式增长，2024 年营业收入达到 393.4 亿元，2022-2024 年复合增速为 203.0%，

2025Q1-3 营业收入达到 463.7 亿元，同比增速 75.2%。

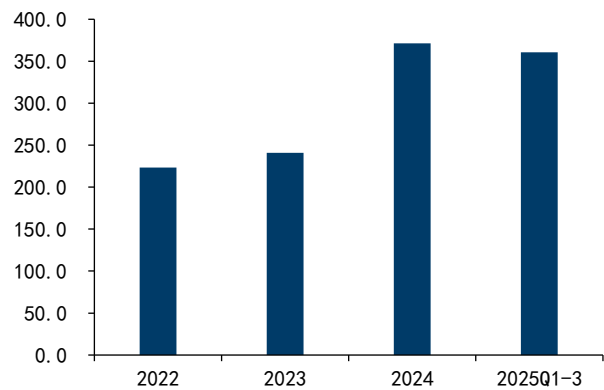
**快速扩张期单店营收略有下滑，但已有边际向好趋势。**得益于运营效率提升和 2024 年合并后供应链协同效应增强，2022-2024 年公司单店营收表现持续向好，两年间复合增速达 28.9%，尤其 2024 年当年有显著抬升。2025Q1-3 单店营收较 2024 年的有所回落，在门店网络密度持续加大下，新店对原有门店客流有一定分流效应。尽管如此，公司单店营收仍保持在行业较优水平。

图7：2022-2025Q1-3 公司门店数量走势（单位：家）



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

图8：2022-2025Q1-3 和万辰集团单店营收走势（单位：万元/年）



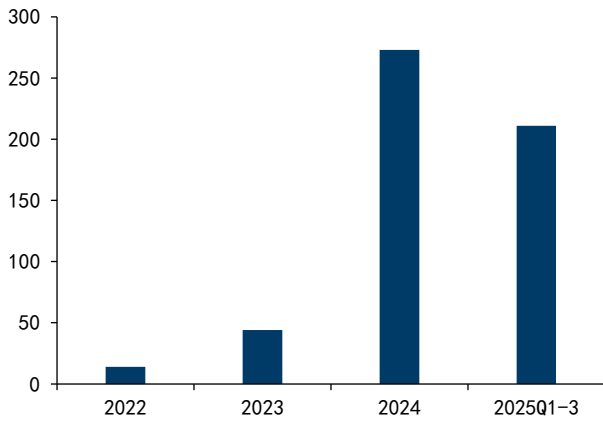
数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

注：单店营收的测算①采用期间算法，期间门店数量=（期初门店数量+期末门店数量）/2，②图表中季度或者半年度单店营收值为年化值。

**2024 年高速扩张下闭店率小幅提升，2025 年回归稳定。**由于 2024 年开店数量较多，部分门店的盈利模型尚未完全稳固，期内加盟店退出数量有所增加。公司加盟店闭店率在 2024 年阶段性抬升至 1.9%，高于 2023 年的 0.7%，这主要与扩张节奏较快有关，但处于可控范围，在 2025Q1-3 已回落至低位，说明其加盟模型在实际运营中具备较强的韧性与可持续性。

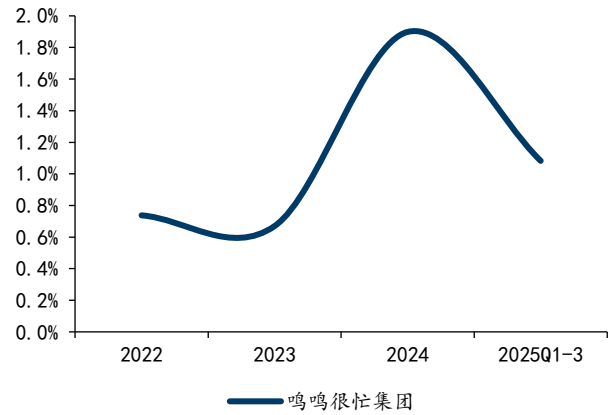
**门店区域分布合理，盘活国内广大的中下沉市场。**截至 2025Q3 公司约 59% 的门店位于县城及乡镇，充分享受了下沉市场租金成本低、竞争初期蓝海的红利，也为广阔下沉市场引入更高效的零食零售业态。2022 年以来，三线及以下城市的门店分布占比持续下降，一、二线城市的门店比重则从 28.7% 稳步提升至 33.8%，保持良好扩张，反映出公司站稳中下线城市基本盘后，逐步往上线市场延伸，有利于全国化布局和提升品牌势能。

图9：2022-2025Q1-3 公司加盟店闭店数量（单位：家）



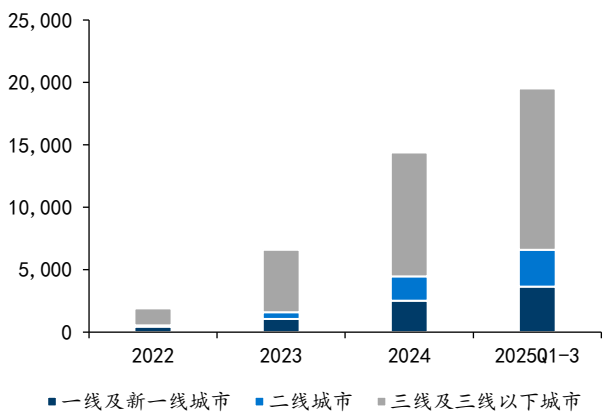
数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

图10：2022-2025Q1-3 公司加盟店闭店率



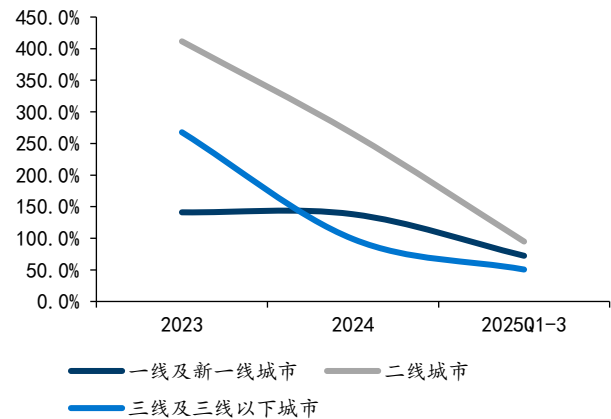
数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

图11：2022-2025Q1-3 公司门店分布



数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

图12：2023-2025Q1-3 公司各线级门店同比增速



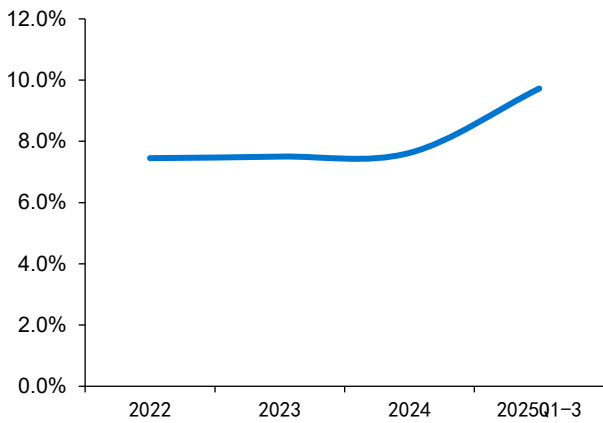
数据来源：Wind，公司招股书，东吴证券研究所

### 1.3. 高周转为基，利润率提升空间乐观

**毛利率稳中有升。**毛利率从2022年的7.5%小幅提升至2024年的7.6%，毛利率始终维持在较低水平，公司的商业逻辑是低价高周转，因此设计了较低的毛利率。但随着公司规模扩张与供应链垂直整合的深化，规模采购议价能力持续强化，运营效率显著提升，推动其毛利率进入稳步上升通道。在2025Q1-3毛利率实现显著突破，达到9.7%。

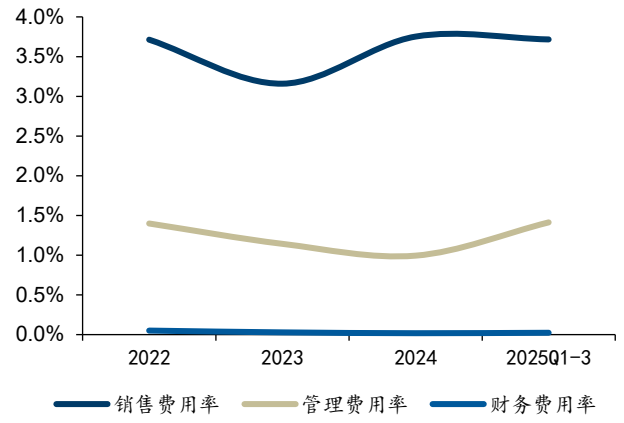
**费用率稳中有降。**公司销售费用率波动下行，目前在3.5%上下；管理费用率整体呈现持续优化趋势，从2022年的1.40%降至2024年的0.99%，2025Q1-3回升至1.41%，预计系增加了上市相关开支。一方面公司营收规模快速增长形成了强大分母效应，另一方面公司运营是轻资产模式，终端运营成本主要在加盟商端，叠加数字化管理带来的运营效率提升，共同确保了费用率维持在健康水平，且有下降的趋势。

图13: 2022-2025Q1-3 公司毛利率走势



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

图14: 2022-2025Q1-3 公司费用率走势

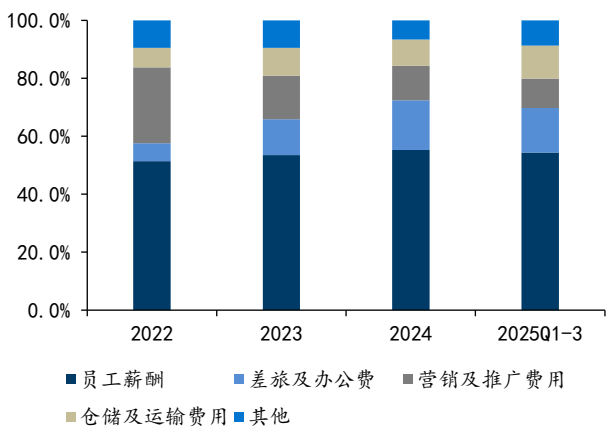


数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

从销售费用细项来看, 大部分用于人才梯队搭建、仓储物流等基础建设, 2024 年开始略加大品牌端建设。为支持门店网络快速扩张, 公司在销售团队建设、加盟商管理、仓储物流上持续投入, 员工薪酬、差旅办公费、仓储及运输费用占比稳步提升。2024 年开始公司加大了代言、跨界 IP 合作等市场活动力度, 但由于规模效应, 营销及推广费用的占比反而从 2022 年的 26.2% 下降至 2025Q1-3 的 10.1%。

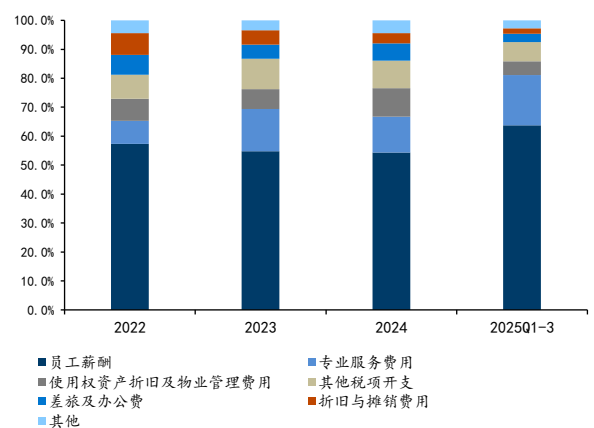
管理费用细项中, 员工薪酬与专业服务费作为占比最大的两项开支, 始终保持增长态势, 前者保障了核心管理团队的稳定, 后者则反映了公司在准备上市的快速发展期, 对于战略咨询、法律、审计等外部专业服务的需求增加, 从 2022 年占比 8.0% 到 2025Q1-3 提升至 17.4%。

图15: 2022-2025Q1-3 公司销售费用组成占比走势



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

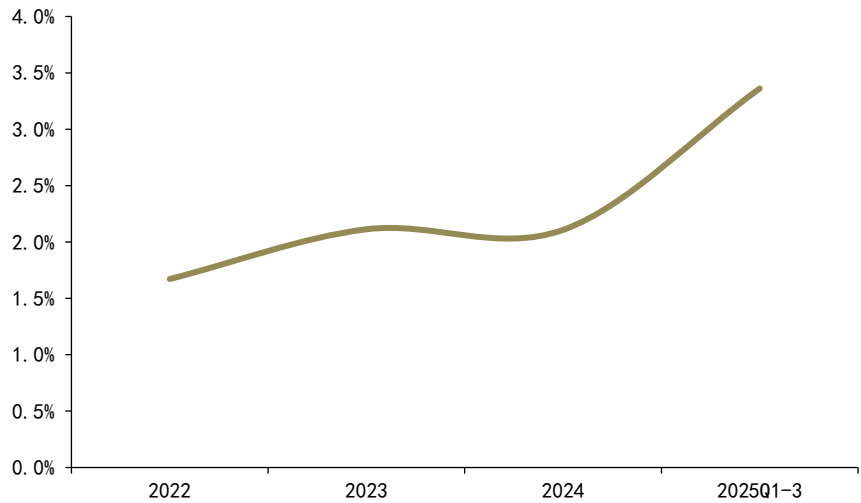
图16: 2022-2025Q1-3 公司管理费用组成占比走势



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

由此, 在毛利率优化与费用管控的协同作用下, 公司盈利能力不断增强, 净利率保持增势, 从 2022 年 1.7% 提升至 2025Q1-3 的 3.4%。

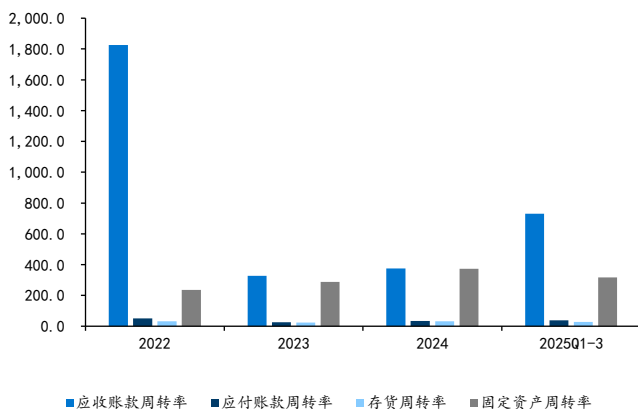
图17: 2022-2025Q1-3 公司净利率走势



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

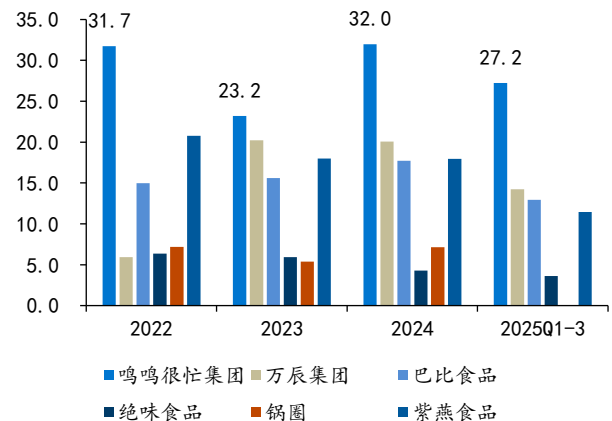
**营运指标表现卓越, 存货周转率显著优于连锁业态同行。**公司通过全国 40 座数智化仓配中心的高效运转, 确保商品在供应链端快速流转, 存货周转率保持相对稳定, 2023 年较低是集团并购整合的特殊表现, 2024 年存货周转率回升至 31.96 次, 这一水平达到同期万辰集团、巴比食品等连锁品牌的 1.5 倍以上。2022-2024 年应付账款周转天数分别为 7.2/13.8/10.5 天, 均远低于行业内普遍半个月以上的回款周期, 公司对上游供应商大多采取现结模式, 虽然在一定程度上增加了公司的资金占用, 但对上游零食生产商形成了强大的吸引力, 有助于建立稳固的供应链合作关系。此外, 应收账款周转率与总资产周转率也保持高位, 共同构筑了公司高效的运营体系。

图18: 公司应收账款、应付账款以及存货周转率(单位: 次)



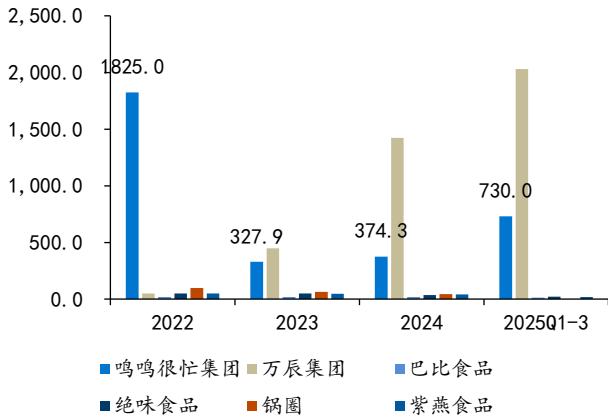
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 同行业存货周转率对比(单位: 次)



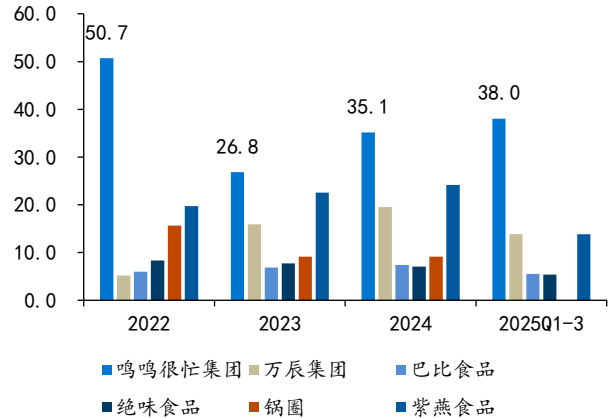
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 同行业应收账款周转率对比 (单位: 次)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

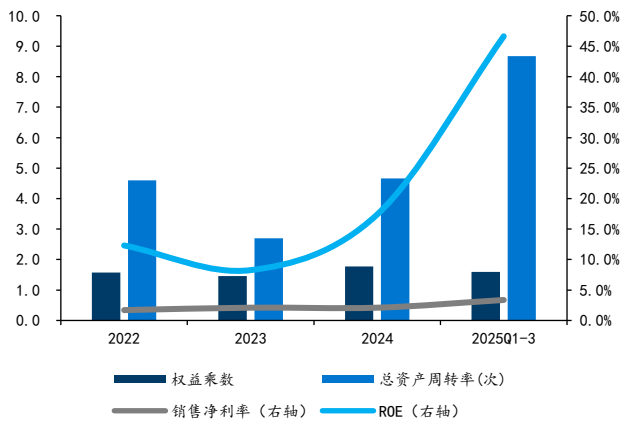
图21: 同行业应付账款周转率对比 (单位: 次)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

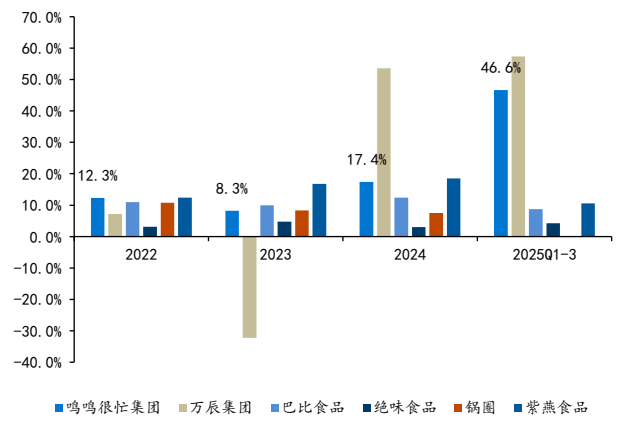
公司 ROE 实现大幅提升, 从 2023 年 8.3% 大幅增长至 2024 年 17.4%, 受总资产周转率影响较大, 净利率稳定在 2.1%, 对 ROE 增长的直接贡献有限, 权益乘数从 1.46 适度提高至 1.78, 通过优化资本结构进一步放大了股东回报。公司以极致运营效率为核心, 辅以适度财务杠杆的盈利模式, 使其在维持终端价格竞争力的同时, 实现了净资产收益率的倍增。

图22: 公司 ROE 拆分



数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

图23: 同行业 ROE 对比

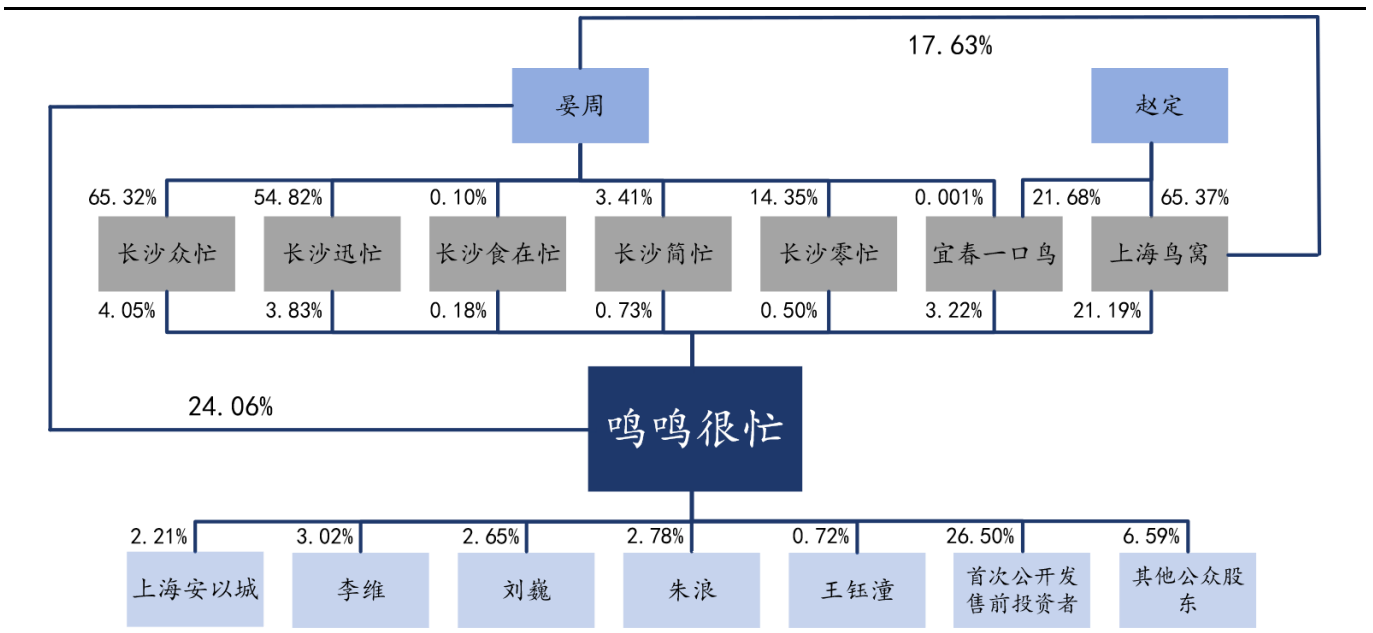


数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.4. 股权集中, 团队稳定

公司的实际控制权由创始人晏周先生和赵定先生共同掌握。截至 2026 年 1 月 20 日, 晏周先生直接持股 24.06%, 并通过长沙迅忙、长沙简忙等间接持有约 8.58% 的股份, 合计持股约 32.64%。赵定先生通过宜春一口鸟和上海鸟窝持股 14.55%。双方作为一致行动人共同主导公司的发展战略, 合并持股达到 47.19%。其他股东还包括红杉系、好想你系、黑蚁系、湖南晓芒及高榕资本等知名投资机构。

图24: 公司股权结构图 (截至 2026 年 1 月 20 日)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司管理团队年轻且具备一线实战经验, 合并后采用双元制治理模式。董事长晏周先生善于战略规划, 主导集团供应链数字化, 副董事长赵定先生强于业务落地, 负责品牌下沉市场拓展。核心成员部分沿用原品牌高层, 来自赵一鸣零食的王平安先生负责商品供应, 来自零食很忙的李维先生负责门店运营, 两人均在各自领域拥有丰富的统筹管理经验。合并后, 团队还引进了首席财务官王钰潼先生在内的专业高管人才, 形成了经验互补的管理梯队。

表1: 公司核心高管履历

姓名	职务	性别	年龄	履历
晏周	董事长、执行董事兼总经理	男	38	<b>主要负责本集团的整体战略规划、业务发展及主要运营决策。</b> 晏先生在食品饮料零售行业拥有丰富经验。他于 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 月本公司设立起, 他一直担任本公司董事长、董事兼总经理。在此之前, 晏先生于房地产行业从事销售活动。晏先生于 2024 年 7 月毕业于中国北京的国家开放大学工商企业管理专业。
赵定	副董事长、执行董事兼副总经理	男	36	<b>主要负责本集团的整体战略规划、业务发展及日常运营决策。</b> 赵先生在食品饮料零售行业拥有丰富经验。他于 2019 年 1 月成立赵一鸣商贸, 并担任执行董事兼总经理。赵先生于 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、总经理及董事长。自 2023 年 11 月起, 赵先生一直担任本公司董事兼副总经理。在此之前, 赵先生经营多家休闲食品店。
李维	执行董事及门店运营负责人	男	37	<b>主要负责本集团的门店运营管理。</b> 李先生在食品饮料零售行业拥有丰富经验。李先生于 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。李先生于 2019 年 12 月起担任本公司董事及门店运营负责人。李先生于 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。
王平安	执行董事、职工代表董事及	男	37	<b>主要负责本集团的商品采购及供应链管理。</b> 王先生在食品饮料零售行业拥有丰富经验。他于 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。王先生亦自 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。

	商品与供应链 负责人			他自 2023 年 11 月起担任本公司董事及商品与供应链负责人。王先生于 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。
王钰潼	执行董事兼首席财务官	男	37	<p><b>主要负责本集团的财务及资本管理。</b>王先生在财务管理及投资行业拥有丰富经验。他于 2023 年 8 月加入本公司担任首席财务官，并自 2023 年 11 月起担任董事。在加入本集团之前，王先生于 2013 年 3 月至 2018 年 9 月任职于华兴资本控股有限公司（一家联交所上市公司，股份代号：1911.HK）。他于 2019 年 11 月创立明越资本并担任联合创始人。王先生于 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。</p> <p><b>主要负责本集团的日常财务运营。</b>张先生在财务管理方面拥有丰富经验。他于 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）深圳分所的经理及于 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。张先生于 2018 年 12 月加入本集团，自此一直为负责本集团的日常财务运营的财务总监。张先生于 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。</p>
张江	财务总监	男	37	<p><b>主要负责本集团的企业管治、信息披露及投资者关系管理。</b>陈先生在处理金融、资产管理以及企业管治事宜方面拥有丰富经验。陈先生于 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，且其后担任国泰君安证券股份有限公司投资银行部执行董事。陈先生于 2024 年 4 月加入本集团，自此一直担任本公司董事会秘书。陈先生于 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。</p>
陈超	董事会秘书兼 联席公司秘书	男	37	

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

注：以上数据截止 2025 年底

## 2. 零食量贩势如破竹，薄利多销实现三方共赢

### 2.1. 行业发展概述：4 年时间增长十倍，双寡头格局确立

从全球零售发展历程来看，硬折扣模式已被验证具备坚实的商业基础。以奥乐齐（ALDI）和好市多（Costco）为代表的海外标杆企业，通过精简 SKU、提升运营效率、优化供应链协作等构建起可持续的低价体系。近几年国内硬折扣零售也发展迅速，乐尔乐算是中国最早践行硬折扣的零售门店，2011 年创始人陈正国创立乐尔乐，2024 年底其门店数量突破 8000 家，总销售额超过了 500 亿元。除了乐尔乐，我国区域性全品类硬折扣品牌也呈现出勃勃生机，根据联商网公布的《2023 年度折扣连锁品牌 TOP20》，区域性连锁全品类硬折扣品牌门店数量上百家的已经有 10 家左右。

零食量贩属于垂直类/单品类的硬折扣零售模式，其业态雏形可追溯至 2010 年于浙江创立的老婆大人，它通过整合多品牌、采用散装称重的形式，初步建立起起量贩形态，随后湖南的好想来、江西的赵一鸣等品牌也相继创立。

表2: 头部和腰部零食量贩品牌基本信息梳理

品牌名称	成立年份	门店数量	总部	开店城市	仓储物流	融资情况
鸣鸣很忙	2021	20000+	湖南长沙	湖南、湖北、广东、江西等28个省份	870000 m <sup>2</sup> 物流仓, 全国门店24小时内配送	2021年4月完成2.4亿元A轮融资, 由红杉中国与高榕资本联合领投; 2022年10月零食很忙完成A+轮融资2.2亿元; 2022年赵一鸣获得良品铺子的pre-A轮融资, 2023年2月赵一鸣零食完成A轮融资1.5亿元, 由黑蚁资本领投; 2023年10月良品铺子股权转让1.05亿元; 2023年11月零食很忙收购赵一鸣零食, 合并成立鸣鸣很忙集团; 2023年12月至2024年3月完成B轮融资10.5亿元, 由好想你、盐津铺子投资; 2024年12月盐津铺子股权转让3.6亿元, 受让方为湖南晓芒企业管理有限公司; 2025年4月完成多笔股份转让及股权收购。
万辰集团	2011	15365 (截止25H1)	福建漳州	江苏(2500+)、山东、山西、河南、河北、安徽、浙江等29个省份	960000 m <sup>2</sup> 物流仓, 全国门店24小时内配送	2023年下半年将旗下四大品牌合并, 命名为“好想来品牌零食”。2023年8月以2.94亿元受让南京万好49%股权, 通过直接持股及南京万兴间接持股合计持有南京万好75.52%股权; 2025年8月以13.79亿元收购南京万优49%股权, 直接及间接持有南京万优75.01%股权。
零食有鸣	2019	5000+	四川成都	四川、西藏(200+)、新疆、重庆、广东、河南、海南等省份	330000 m <sup>2</sup> 智能仓配一体化物流中心, 智能化门店配送	2021年4月获战略轮融资; 2021年8月获数千万元Pre-A轮融资; 2021年11月获数千万元A轮融资; 2022年3月获B轮融资; 2023年5月获B+轮融资。
糖巢	2011	2200+	福建厦门	福建、广东、江西、浙江等省份	80000 m <sup>2</sup> 集中式仓储管理体系	—
零食优选	2018	2800+	湖南长沙	湖南、湖北、广东、广西、贵州等31个省份	80000+m <sup>2</sup> 仓储物流中心	—

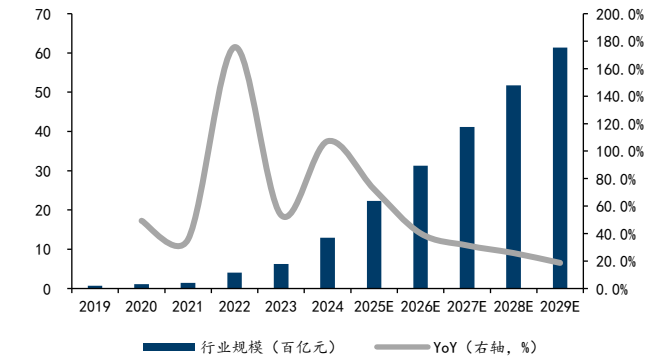
戴永红	1996	1000+	湖南 株洲	湖南	可用仓储 26000+ m <sup>2</sup> , 门店 24 小时 内配送; 47700 m <sup>2</sup> 生产物流一体化 工业园	—
一扫光	2015	3000+	上海	上海、浙 江、江苏、 湖南等省份	20000 m <sup>2</sup> 物流仓, 全国门店 24 小时 内配送	—
爱零食	2020	2000+	湖南、四 长沙	湖南、四 川、湖北、 江西、贵州 等省份	100000+m <sup>2</sup> 仓储	在 2021 年 7 月、8 月分别获得过战略融资以及 A 轮融资, 其中战略融资金额为千万美元级。
零食魔法	2021	50+ (2023.1 )	四川 成都	四川	—	2022 年 5 月获千万元天使轮融资; 2022 年 11 月获数千万 Pre-A 轮融资, 优康宝贝领投

数据来源: 公司招股书, 各品牌官网, 中国经营报, FoodTalks 食品资讯, 烯牛数据, 极海品牌监测, 东吴证券研究所

注: 以上数据收集时间为 2025 年 12 月, 由于以上品牌均未上市且部分品牌并未及时更新官方资料, 可能导致实际数据和统计数据存在误差。

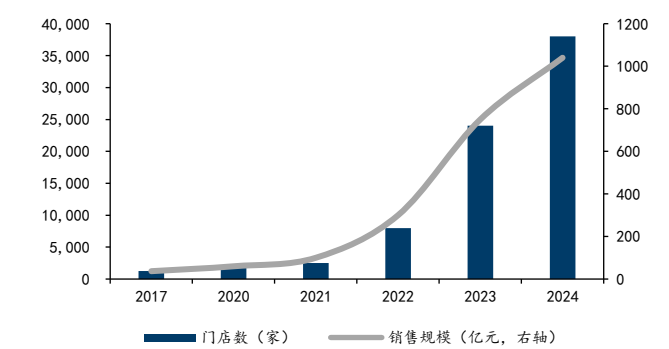
2020 年后消费者消费意愿下降, 消费者对产品性价比的关注度提升, 在此背景下, **零食量贩业态凭借极致性价比、高频上新与高效供应链整合能力快速崛起, 重构了休闲食品的零售格局。**零食量贩行业作为中国休闲食品饮料零售市场中增长最迅猛的细分赛道, 按照 GMV 计, 行业市场规模从 2019 年 73 亿元快速增长至 2024 年 1297 亿元, CAGR 达到 77.8%; 门店数量从 2020 年全国 2000 家左右, 到 2024 年已经突破 3.8 万家。

图25: 2019-2029 年中国量贩零食饮料零售市场规模走势



数据来源: 国家统计局, 灼识咨询, 东吴证券研究所

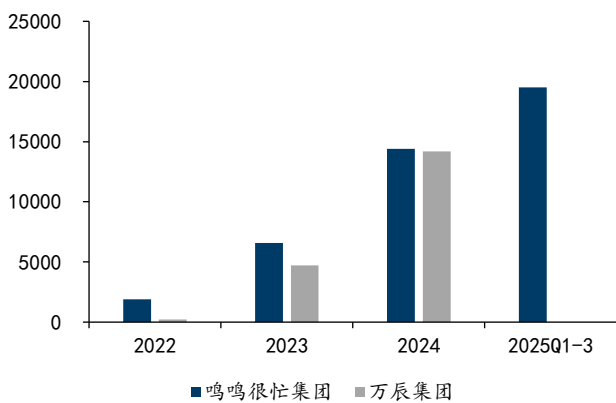
图26: 2020 年之后零食量贩业态进入快速发展期



数据来源: 《中国零食硬折扣白皮书》, 艾媒咨询, 东吴证券研究所

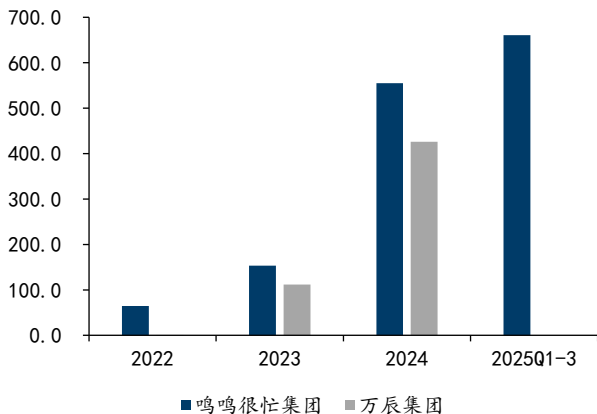
行业双寡头效应显著，市场格局已呈现出高度集中态势。鸣鸣很忙集团 GMV 从 2022 年 64.5 亿元增长至 2024 年 555.3 亿元，复合增速为 193.5%，2025Q1-3 的 GMV 为 660.6 亿元，同比增长 74.5%；万辰集团 GMV 同期从 0.3 亿元跃升至 426.0 亿元，2022-2024 年复合增速高达 3548.5%，2025 年上半年 GMV 为 332.4 亿元，同比增速 125.1%，截至 2024 年，两家企业 GMV 合计近千亿元规模，在零食饮料量贩行业中合计占比达到 75.6%。目前头部品牌门店规模已达万家级别，鸣鸣很忙集团和万辰集团合计门店数量占比从 2022 年 26.7% 跃升至 2024 年 75.2%，其他品牌的市场份额相应收缩。整体而言，零食量贩行业已形成由少数头部企业主导的竞争格局，呈现出较强的龙头效应。

图27: 2022-2025Q1-3 公司和万辰集团门店数量走势 (单位: 家)



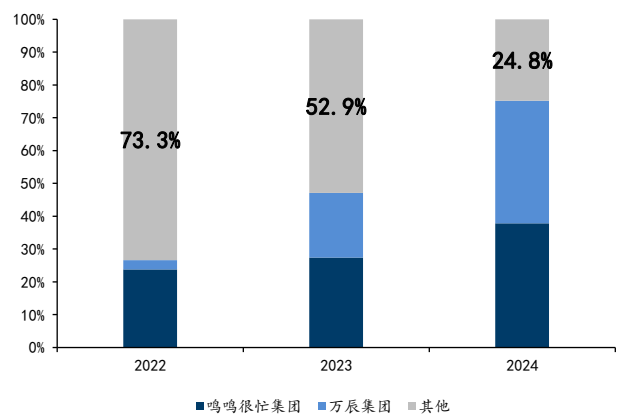
数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

图29: 2022-2025Q1-3 公司和万辰集团 GMV 走势 (单位: 亿元)



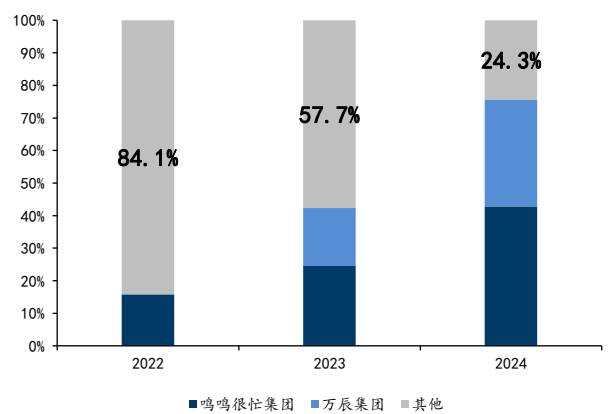
数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所

图28: 2022-2024 年公司和万辰集团门店数量行业占比



数据来源: Wind, 公司招股书, 《中国零食硬折扣白皮书》, 东吴证券研究所

图30: 2022-2024 年公司和万辰集团 GMV 行业占比 (单位: %)



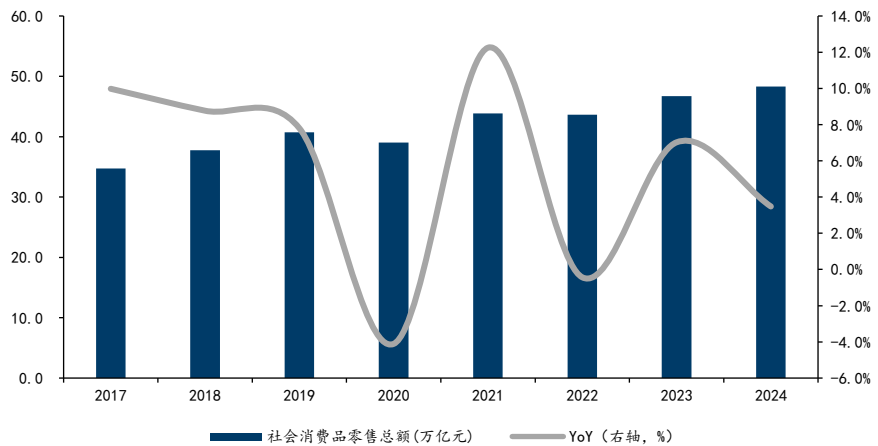
数据来源: Wind, 公司招股书, 《中国零食硬折扣白皮书》, 东吴证券研究所

## 2.2. 量贩零食底层逻辑拆解

2.2.1. 消费需求务实，上游产能充裕，传统零售低效，折扣业态应运而生

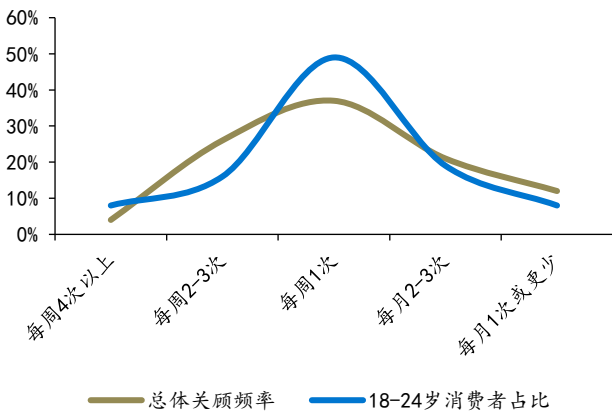
国内消费市场普遍呈现出性价比需求趋势，为硬折扣行业发展奠定市场基础。中国社会消费品零售增速波动下行，同比增速从2017年10.0%降至2024年3.5%，居民消费意愿减弱，而审慎、预防性储蓄动机趋于增强。根据《中国硬折扣发展报告》，23%的消费者表示将更频繁去往折扣、超值或低价商店购物。相关数据显示，超过五分之四的消费者每月至少光顾零食折扣店2次，18-24岁消费者中每周至少光顾一次的比例高达73%，表明追求高性价比已经逐渐转变为常态化的消费习惯，并率先在价格敏感的年轻消费群体中形成稳固心智。

图31：2017-2024年社会消费品零售总额走势



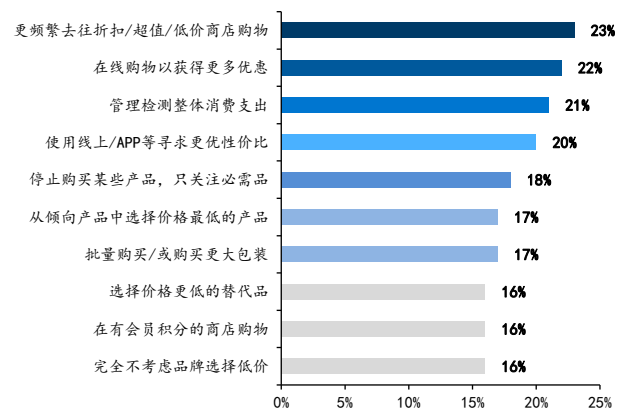
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图32：2023年零食折扣店光顾频率（单位：%）



数据来源：《2024中国零售业发展报告》，东吴证券研究所

图33：国内消费者越来越追求高性价比商品（2024年）

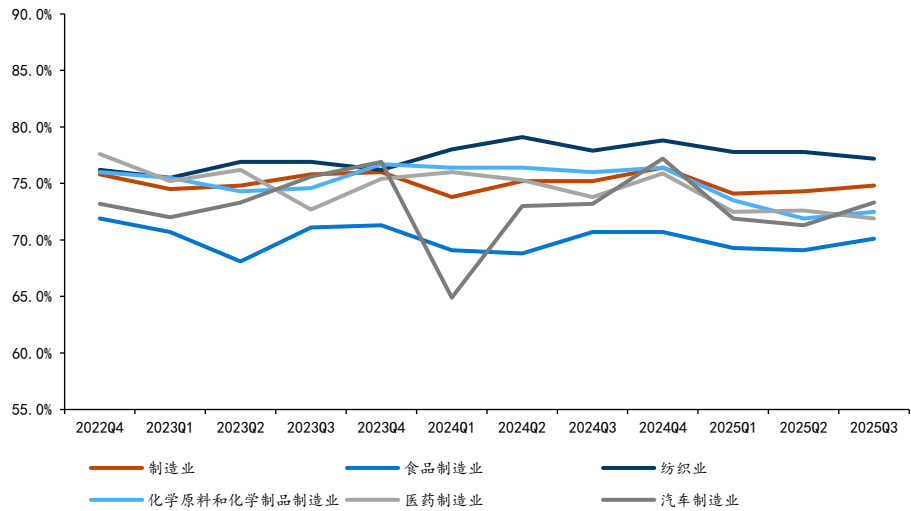


数据来源：《中国硬折扣行业发展报告》，东吴证券研究所

中国制造业长期积累的结构性产能过剩转化为零售供给端优势，推动国内硬折扣行业的崛起。过去以投资驱动、规模扩张为导向的发展模式，叠加地方政府对招商引资的竞争，使得资源向需求稳定的消费品领域倾斜，催生了产业同构化，大量产能未能转化

为有溢价的供给，市场出现供需错配，同时国际贸易环境波动使得产能回流压力加剧，进一步放大了对国内市场高效分销渠道的需求。大量中小型生产商及白牌厂商为寻求稳定销路，对绕过传统层层分销与零售终端直接对接抱有积极性，由此硬折扣模式在中国应运而生。据国家统计局数据，食品制造业的产能利用率在行业中处于明显偏低水平，意味着食品饮料领域存在大量闲置资源，相较于其他品类硬折扣，零食硬折扣渠道供应链整合的优势和潜力更大。

图34：2022Q4-2025Q3 中国不同行业产能利用率走势（单位：%）

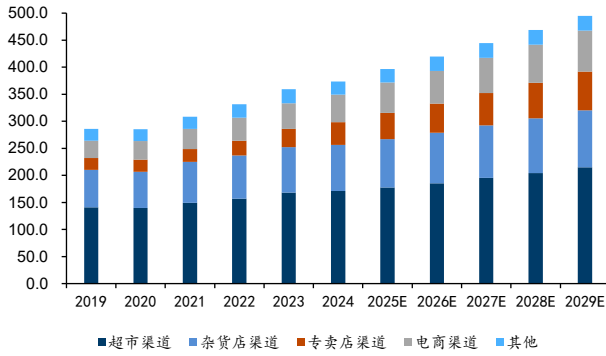


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

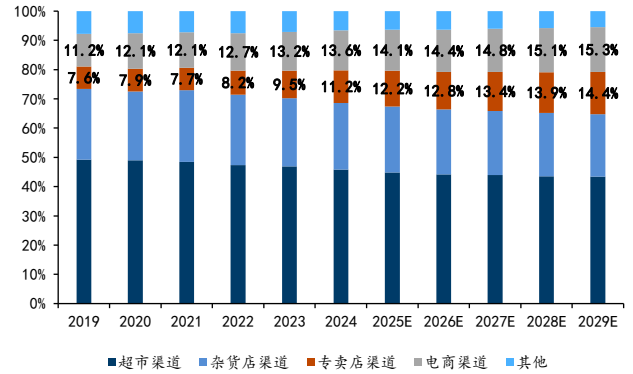
以大型商超 KA、杂货店等为代表的传统零售渠道由于采用中心化仓储和多级分销的商业模式，供应链响应迟缓，商超运营成本高企，商品流通效率低下，层层加价下传统渠道终端零售价格缺乏竞争力。2024 年超市 TOP100 中就有 62 家共计关闭了 3037 家门店，整体市场份额持续收缩。电商渠道占比持续扩张，但增长动能已明显减弱。根据国家统计局数据，中国实物商品网上零售额在经历高速扩张后增速逐步回落，近三年实物网购渗透率长期稳定在 27% 左右，市场渗透趋于饱和，渠道增长空间见顶。电商渠道逐渐从增量市场转变为进入存量竞争的“出清期”。一方面，平台间货盘高度同质化，竞争陷入价格战与营销内卷，导致行业普遍面临增收不增利的困境；另一方面，线上流量成本持续攀升，单纯的线上体验无法满足消费者对零食即时性、体验性和高性价比的复合需求。

图35：2019-2029 年中国休闲食品饮料零售渠道组成走势（单位：百亿元）

图36：2019-2029 年中国休闲食品饮料零售渠道占比走势（单位：%）



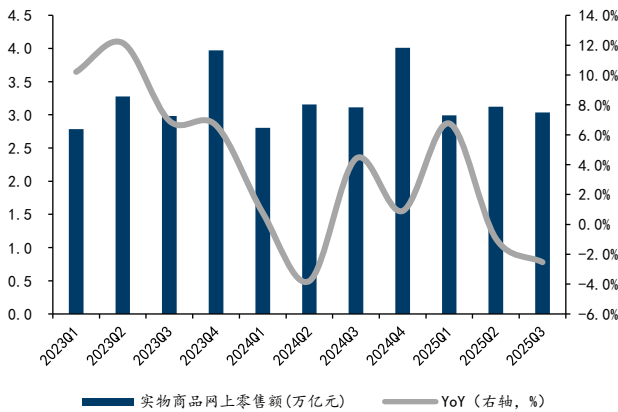
数据来源：国家统计局，弗若斯特沙利，东吴证券研究所



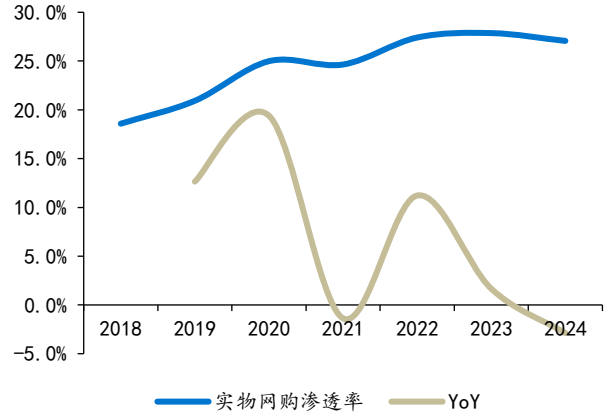
数据来源：国家统计局，弗若斯特沙利，东吴证券研究所

图37: 2023Q1-2025Q2 年中国实物商品网上零售额走势

图38: 2017-2024 年中国实物网购渗透率走势 (单位: %)



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

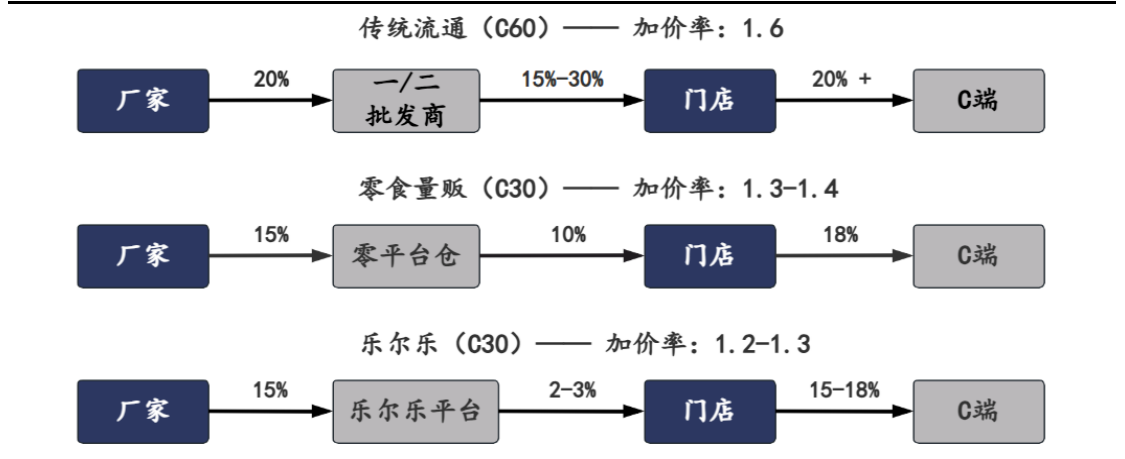


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.2.2. 核心逻辑：缩减流通环节，提高供给效率

零食量贩通过精简中间环节降低加价率，构成零售端独特的成本优势。传统经销链路层级繁杂，往往需要经历从厂家到各级批发商、再到门店的多重流通环节，每一环节都伴随着加价，最终导致终端售价居高不下，加价率至少 60%。零食量贩通过直接与上游生产厂商合作，摒弃了传统渠道中常见的经销商层级以及条码费、陈列费等渠道费用，大幅压缩了中间成本，将加价率降至 30-40%，优化出 20%-40% 的利润空间，让零食量贩平台得以将绝大多数利润空间让渡给下游门店与终端消费者。这种“厂家-平台-门店”的扁平化流通结构，不仅降低商品的最终售价，满足主流的性价比需求，也通过缩短供应链提升整体运营效率，增强了零食量贩业态的扩张动力。

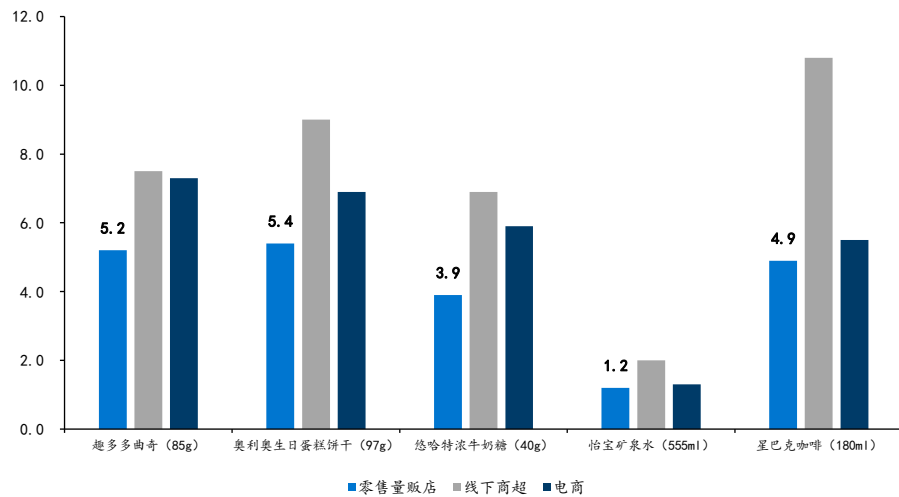
图39: 硬折扣业态和传统零售业态加价链条对比



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

注：1) 1.6、1.3-1.4、1.2-1.3 指加价倍数。2) 箭头上数值指流转过程中商品价格加价率。

图40：零食量贩品牌终端价格比传统渠道更优惠（单位：元）



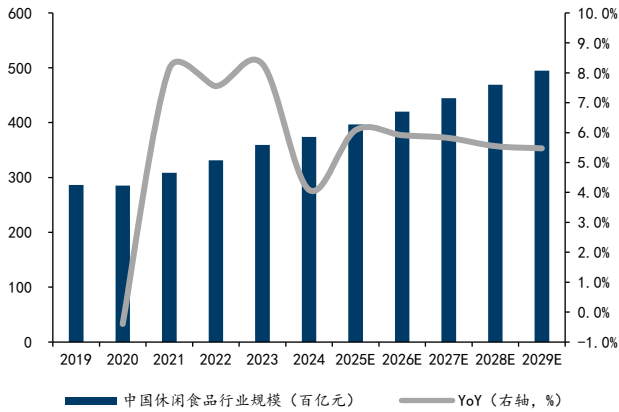
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

### 2.2.3. 硬折扣业态中，零食独领风骚

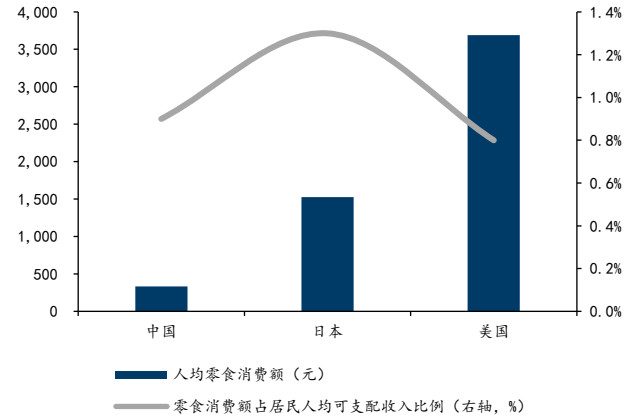
零食品类拥有庞大的市场容量，为零食量贩全国化提供充足空间。中国休闲食品饮料行业作为规模庞大且持续增长的基盘，2024年市场规模已达3.7万亿元，过去五年复合增速为5.5%。与发达国家市场相比，中国零食消费仍有较大的提升空间，根据灼识咨询数据，2023年中国人均零食消费额为334元，远低于日本的1525元和美国的3691元。

图41：2019-2029年中国休闲食品饮料零售市场规模

图42：2023年中美日人均零食消费额对比



数据来源：国家统计局，弗若斯特沙利，东吴证券研究所

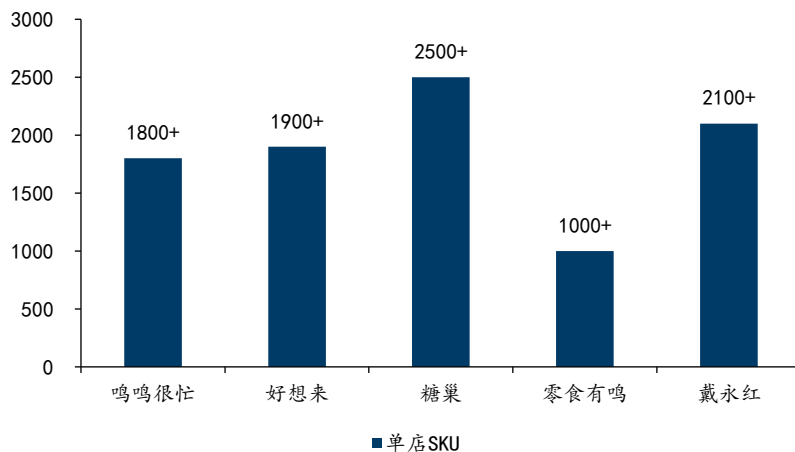


数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

在多元化硬折扣业态下，零食量贩作为垂直品类的硬折扣代表，展现出较大的发展潜力，其核心竞争优势在于：

零食消费具备即时性、多样性特征，零食量贩渠道可以较好的满足该需求。国内零食市场规模庞大且产品迭代速度快，零食量贩门店通常拥有上千个 SKU，并能保持每月 10% 以上的上新频率，满足了消费者一站式、多样性的选购需求，保证门店对客流具备持续的吸引力。

图43：量贩零食品牌单店 SKU 数量（单位：个）



数据来源：灼识咨询，公司招股书，公司公众号，东吴证券研究所

高度标准化的产品和运营体系，以及优秀的单店模型和投资回报期，吸引众多加盟商加入，使得门店能够实现快速复制扩张。从产品层面，相较于生鲜等高损耗非标品类，包装零食作为标准化程度高的快消品，保质期长、货损低，从采购、仓储配送到门店陈列的整个链路都易于实现标准化操作，加上零食区域化口味差异相对较小，极大简化了供应链管理与跨区域铺货难度。零食的标品特性还使得销售数据能被精准收集并快速反馈至生产端，驱动了以需求为导向的高效产品迭代，零食量贩品牌得以将存货周转天数压缩至较低水平。从运营管理层面，零食量贩品牌通过整店输出的加盟模式，对门店形

象、商品、服务及价格等实行全流程控制，并借助数字化监控与密集督导确保标准严格执行。这种将复杂门店运营流程化、模块化、数字化的强管控体系，极大地降低了对单店加盟商个人经营能力的要求，将开店变成了可批量复制的标准化作业，从而在保障品牌统一性和运营效率的前提下，实现了零食量贩行业规模的指数级增长。

图44: 鸣鸣很忙集团加盟流程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3. 未来展望：运营深耕与创新探索并行

#### 3.1. 加强精细化管理，单店店效大有可为

我国零食量贩行业逐步跨越前期以门店数量快速扩张为核心的跑马圈地阶段，开店速度相对稳定后，企业可以将更多精力投入门店运营。零售门店端经营细节大有文章，目前在门店运营端公司相比胖东来等优秀的零售企业还有很多可提升优化的地方。具体来看：

其一，目前头部品牌畅销商品在门店的铺货率仍有提升空间，可以打通数据链路，

构建能够实时反馈各门店动销情况的信息系统，通过数据指导订货与陈列优化，显著减少缺货损失并提高商品周转效率。

其二，借鉴胖东来等优秀零售商的实践经验，在堆头或重点商品旁增加手写卡牌、趣味说明等互动元素，有效传递商品信息、营造消费场景，激发消费者购买意愿，提升商品转化率与客单价。

图45：零食很忙门店陈设



数据来源：零食很忙公司官网，东吴证券研究所

图46：胖东来陈列趣味手写卡牌



数据来源：智乐零售研习社，东吴证券研究所

其三，已开始探索门店媒体化运营，例如在店内部署电子屏或小电视播放品牌广告、新品推介等，将实体门店从单纯的销售场所，升级为可进行品牌宣传和精准营销的触点，不仅带来额外的广告营收，分摊门店运营成本，还为推广高毛利自有品牌产品提供了低成本渠道，提升试购率和复购率。

图47：零食很忙门店增配电视屏幕

图48：零食很忙推出超大包装零食



数据来源：食业家，东吴证券研究所



数据来源：36氪公众号，东吴证券研究所

零食量贩行业已进入以质量与效率为核心的竞争阶段。公司与万辰集团凭借全国性门店网络，构筑起显著的规模壁垒。后续发展的关键在于，企业能否将规模优势转化为系统性运营优势，通过对供应链的优化与自有品牌矩阵的构建，完成从渠道商向供应链主导者的角色升级，并借助数字化工具实现运营的全面精细化，从而在提升单店盈利模型和巩固市场领先地位的同时，构建起兼具高效率、可持续的长期竞争壁垒。

### 3.2. 净利率处于上升期，提升空间较大

随着价格战趋缓、补贴费用收缩，公司净利率有较大优化空间。2023至2024年期间，头部企业为了在核心商圈实施插店策略，快速争夺市场份额，向加盟商提供较高的市场补贴和开店支持，以支持终端门店进行折扣促销。例如在新店开业时，促销从常规折扣大幅下调至六折甚至五折以下。2025年行业进入稳健开店期，相关补贴费用预计将全面收缩，推动企业净利润回升。

图49：好想来和赵一鸣零食开店选址邻近



数据来源：大众点评，东吴证券研究所

图50：赵一鸣零食开业商品享68折优惠

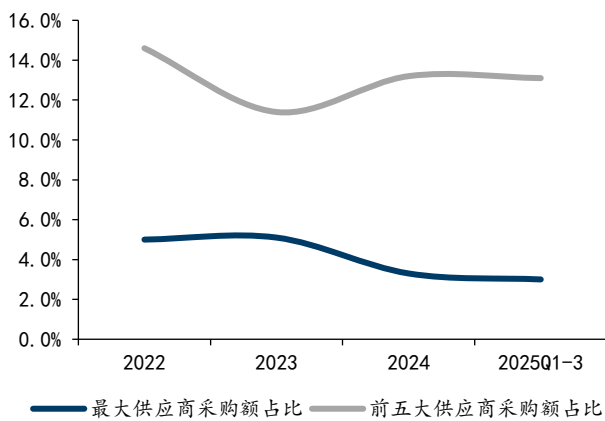


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

规模效应持续巩固成本与效率护城河。根据弗若斯特沙利认证，鸣鸣很忙是行业首家门店突破2万家的企业，庞大的终端网络赋予了公司对上游供应链强大的议价能力，截至2025Q3，公司与超过2500家厂家建立合作关系，与《2024胡润中国食品行业百强

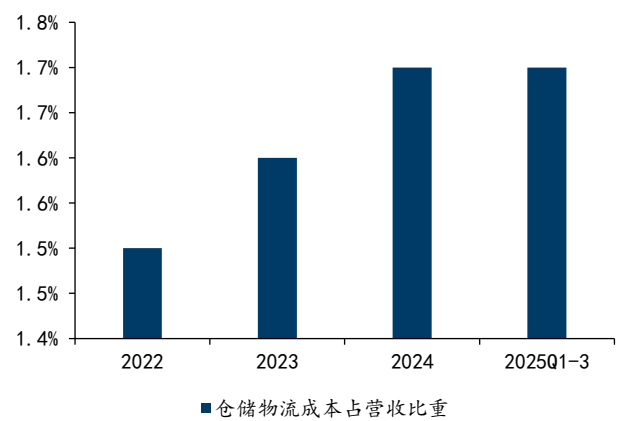
榜》中约 50%的企业达成合作。随着规模体量扩大,公司对上游供应链呈现差异化策略:对一线品牌大厂采取共生共赢的合作模式,以稳定核心货源与品质;对大量中小工厂则通过严格督促效率并施加合规要求,持续推动供应链整体降本增效。数据显示,最大供应商采购额占比已从 2022 年 5.0%降至 2025Q1-3 的 3.0%,前五大供应商合计占比稳定在 13%左右。由此在采购端,公司展现出较强的议价权与分散的供应商风险,有效避免了集中依赖。在运营效率层面,规模效应驱动了边际成本的持续下降,全国布局的数智化仓储与高效物流体系将仓储物流成本控制在营收的 1.5%至 1.7%的较低水平,而卓越的存货周转率降低了资金占用成本和损耗风险。

图51: 2022-2025Q1-3 公司供应商采购额比重走势(单位: %)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图52: 2022-2025Q1-3 公司仓储物流费占营收比重走势(单位: %)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

### 3.3. 试水省钱超市, 积极尝试新业态

零食量贩头部企业凭借在零食品类上构建的强大基本盘,包括覆盖全国的供应链网络、成熟的加盟体系、规模化的采购议价能力以及深厚的选品与运营经验,已经实现了超万家的门店布局与数百亿的销售规模。在夯实零食品类优势的基础上,头部企业正率先试水“多品类硬折扣”,向省钱超市等业态演进。

零食有鸣于 2024 年 6 月率先落地批发超市,鸣鸣很忙同年下半年启动 3.0 店型测试,2025 年以来好想来、来优品等品牌也相继探索省钱超市新店型。头部品牌在维持零食核心基本盘的同时,适度扩大门店面积,新增日化、粮油、冻品、现制烘焙以及生鲜水果等高关联窄品类,进一步优化整体盈利结构。从目前的样本数据来看,省钱超市的确带来单店营收和盈利水平的提升。

我们认为以鸣鸣很忙为代表的零食量贩企业,通过零食这一细分品类积累了优秀的加盟商资源、点位资源和供应链资源。具备去尝试新品类、新业态的底气,值得持续关注。

表3: 零食量贩转型省钱超市新增品类及特点

品牌	时间梳理	新增品类/特点
----	------	---------

零食有鸣	2024年6月在成都开设全国首家“零食有鸣批发超市”；2024年8月正式开放加盟；2024年12月批发超市门店数超过1000家，成为硬折扣零售行业首个千店品牌；2025年6月批发超市门店突破2000家，覆盖西部几乎所有省份乡镇。	单店面积为200-400㎡，SKU增至3000+，新增日化、粮油、低温冻品专区；抖音直播与团购为门店引流到店，借力美团闪购渠道拓宽生意半径和客户群体。
来优品	2024年10月来优品省钱超市实验店落地河南；2024年12月宣布成立“来优品省钱超市”，定位全品类硬折扣超市；2025年1月合肥武里山天街店开业，首家省钱超市超级门店落地。	门店面积扩至300㎡，SKU从1800+增至3000+，增加短保烘焙、鲜食冻品及日用百货等高频刚需品类。
万辰集团		
好想来	2025年1月首家5.0门店“好想来全食优选”门店在泰州兴化市开业；2025年3月3.0门店全城开放加盟，4.0、5.0门店在江苏市场开放加盟。	全食优选店型增加了现制烘焙、生鲜水果、冻品类产品，日化及粮油调味等品类相比省钱超市有所缩减。
赵一鸣零食	2024年6月启动3.0店型探索；2024年9月首家广州测试店开业；2024年11月正式推出3.0省钱超市；2025年2月发布“省钱战略”，升级3.0店型。	门店面积扩至180-240㎡，SKU新增400多种，涵盖日化、短保面包、鲜食冻品、文具潮玩等，升级IP形象“鸣宝”。
鸣鸣很忙		
零食很忙		升级3.0店型，新增烘焙、谷子、冻品区域。

数据来源：Foodaily 每日食品，财经杂志，新折扣商业，新零售，食业家，品牌公众号，东吴证券研究所  
注：以上数据截止2025年7月，该门店模式仍在持续变化中。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

#### ➤ 收入结构假设

(1) **“零食很忙”品牌**：作为集团的创始和成熟品牌，“零食很忙”在湖南、江西、广东等核心市场已建立深厚基础。我们认为其增长将更多来自优势市场的加密布局、3.0店型升级以及通过自有品牌提升客单价，因此假设其收入增速在未来2-3年内高于集团整体水平，预计2025-2027年“零食很忙”品牌营业收入分别为277.24/359.89/420.40亿元，同比增速57.74%/29.81%/16.81%，占比从2025年的42.97%上升至2027年的44.54%。

(2) **“赵一鸣零食”品牌**：赵一鸣零食在合并后承担了更重要的门店拓展角色，向全国市场，尤其是北方优势区域的渗透力度更大，但新增门店占比的快速提高一定程度拉低了单店店效。我们假设其主要驱动力来自门店数量的快速净增，由于店效略有降低，未来营收增速放缓。我们预计2025-2027年“赵一鸣零食”品牌营业收入分别为367.98/462.11/523.45亿元，同比增速69.05%/25.58%/13.27%，占比从2025年的57.03%微降至2027年的55.46%。

### ➤ 毛利率及费用率假设

**(1) 毛利率：**随着采购规模的扩大和对上游厂商的议价能力增强，采购成本有优化空间。此外公司正大力推广自有品牌，这类产品相比白牌产品通常拥有更高的毛利水平。我们预计 2025-2027 年公司毛利率保持在相对高位，约 10%左右。

### **(2) 费用率：**

- 为支撑品牌全国化认知和市场竞争，公司在 2024 年增加了对营销的投入，营销费用率处于历史高位，结合公司未来业务扩张配套营销的需求，我们预计费用率维持较高水平，缓慢下降；
- 研发费用方面，过去公司由于没有自研品牌，该项费用一直为 0，2025 年公司首次在发布会上推出自有产品，意味着研发投入的产生。我们预计随着公司自有产品的丰富，研发费用呈上升趋势。
- 短期内，随着组织规模扩大和数字化投入，我们预计管理费用率短暂上升，长期缓慢下降；

由于公司拓店速度较快，业绩持续高增，我们预计公司 2025-2027 年营收为 645.22/822.00/943.85 亿元，同比增长 64.0%/27.4%/14.8%；2025-2027 年归母净利润为 22.98/30.20/37.33 亿元，同比增长 175.6%/31.5%/ 23.6%。

表4：2025-2027 年鸣鸣很忙盈利预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	393.44	645.22	822.00	943.85
yoy	282.15%	64.00%	27.40%	14.82%
毛利率	7.62%	10.00%	10.00%	10.20%
归母净利（亿元）	8.34	22.46	30.19	37.32
yoy	283.44%	169.45%	34.40%	23.62%
营业总收入（亿元）	393.44	645.22	822.00	943.85
零食很忙	175.76	277.24	359.89	420.40
yoy	90.06%	57.74%	29.81%	16.81%
占比	44.67%	42.97%	43.78%	44.54%
赵一鸣零食	217.67	367.98	462.11	523.45
yoy	179.03%	69.05%	25.58%	13.27%
占比	55.33%	57.03%	56.22%	55.46%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.2. 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。

我们选取 A 股及港股市场中对标的零食饮料行业上市公司作为可比公司。考虑到鸣鸣很忙主要聚焦于量贩零食终端，我们选择万辰集团、高鑫零售、永辉超市和盐津铺子作为可比公司。截至 2026 年 2 月 2 日，可比公司万辰集团、高鑫零售、永辉超市和盐津铺子 2025-2027 年归母净利润对应 PE 平均值分别为 32/69/22 倍，基于量贩零售行业增长前景以及鸣鸣很忙在该赛道中的龙头地位，我们认为公司 2026 年合理估值可看到 30X 以上，维持“买入”评级。

表5: 鸣鸣很忙与可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元, 人民币)	归母净利润 (亿元, 人民币)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
01768.HK	鸣鸣很忙	754.0	8.3	23.0	30.2	37.3	90.2	32.7	24.9	20.1
可比公司平均估值							<b>38.0</b>	<b>31.9</b>	<b>68.7</b>	<b>21.6</b>
300972.SZ	万辰集团	367.3	2.9	11.8	17.2	21.7	49.3	31.0	20.8	16.4
6808.HK	高鑫零售	128.6	-16.1	4.1	0.8	5.5	-	41.7	170.0	23.4
601933.SH	永辉超市	402.0	-14.7	-10.3	6.2	13.0	-	-	64.9	30.8
002847.SZ	盐津铺子	185.9	6.4	8.1	9.8	11.7	26.7	23.0	18.9	15.9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测, 采用 2026/2/2 日行情数据, 港元汇率为 2026 年 2 月 2 日的 0.89。除鸣鸣很忙外, 其余公司盈利预测来自 2026 年 2 月 2 日 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

**食品安全问题:** 若发生食品安全问题, 将会给公司声誉带来十分恶劣的影响, 进而严重影响公司的生产经营活动。

**行业竞争风险:** 目前竞争格局相对稳定, 头部两强领先优势明确, 但若头部两强对竞争的态度发生变化, 可能会产生阶段性激烈竞争, 可能给费用率和利润率带来波动。

**居民消费力复苏不及预期:** 零食属于可选消费, 如果居民消费力复苏较弱, 可能会影响消费意愿、消费频率等。

## 鸣鸣很忙三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>6,113.98</b>	<b>11,542.93</b>	<b>17,601.29</b>	<b>21,628.17</b>	<b>营业总收入</b>	<b>39,343.51</b>	<b>64,522.41</b>	<b>82,199.78</b>	<b>94,384.92</b>
现金及现金等价物	1,936.03	5,243.73	8,968.17	11,964.37	营业成本	36,344.46	58,070.17	73,979.80	84,757.66
应收账款及票据	153.11	227.34	362.94	372.20	销售费用	1,476.11	2,484.11	3,082.49	3,445.05
存货	1,674.06	3,153.44	4,112.03	4,405.93	管理费用	391.06	709.75	945.30	991.04
其他流动资产	2,350.78	2,918.43	4,158.15	4,885.67	研发费用	0.00	129.04	164.40	283.15
<b>非流动资产</b>	<b>4,054.24</b>	<b>4,107.92</b>	<b>4,195.64</b>	<b>4,249.43</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	158.04	236.21	290.98	345.50	<b>经营利润</b>	<b>1,131.88</b>	<b>3,129.34</b>	<b>4,027.79</b>	<b>4,908.02</b>
商誉及无形资产	3,545.58	3,544.68	3,543.87	3,543.14	利息收入	0.00	58.08	157.31	269.05
长期投资	75.97	101.29	135.05	135.05	利息支出	7.01	28.64	38.19	50.92
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	27.36	32.26	48.10	58.19
其他非流动资产	274.66	225.73	225.73	225.73	<b>利润总额</b>	<b>1,152.23</b>	<b>3,191.04</b>	<b>4,195.01</b>	<b>5,184.34</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,168.22</b>	<b>15,650.85</b>	<b>21,796.93</b>	<b>25,877.60</b>	所得税	323.08	893.49	1,174.60	1,451.61
<b>流动负债</b>	<b>3,904.09</b>	<b>7,121.58</b>	<b>10,247.25</b>	<b>10,595.20</b>	<b>净利润</b>	<b>829.16</b>	<b>2,297.55</b>	<b>3,020.41</b>	<b>3,732.72</b>
短期借款	491.00	654.67	872.89	1,163.85	少数股东损益	(4.55)	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,495.02	2,595.03	3,675.58	3,828.40	<b>归属母公司净利润</b>	<b>833.70</b>	<b>2,297.55</b>	<b>3,020.41</b>	<b>3,732.72</b>
其他	1,918.07	3,871.87	5,698.78	5,602.95	EBIT	1,159.24	3,161.60	4,075.89	4,966.21
<b>非流动负债</b>	<b>536.34</b>	<b>503.93</b>	<b>503.93</b>	<b>503.93</b>	EBITDA	1,305.62	3,204.32	4,121.93	5,012.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	536.34	503.93	503.93	503.93					
<b>负债合计</b>	<b>4,440.42</b>	<b>7,625.50</b>	<b>10,751.18</b>	<b>11,099.13</b>					
股本	24.72	24.72	24.72	24.72	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	3.87	10.66	14.02	17.32
归属母公司股东权益	5,727.80	8,025.35	11,045.75	14,778.48	每股净资产(元)	26.58	37.24	51.25	68.57
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,168.22</b>	<b>15,650.85</b>	<b>21,796.93</b>	<b>25,877.60</b>	发行在外股份(百万股)	215.51	215.51	215.51	215.51
					ROIC(%)	15.43	30.56	28.49	25.67
					ROE(%)	14.56	28.63	27.34	25.26
					毛利率(%)	7.62	10.00	10.00	10.20
					销售净利率(%)	2.12	3.56	3.67	3.95
					资产负债率(%)	43.67	48.72	49.32	42.89
					收入增长率(%)	282.15	64.00	27.40	14.82
					净利润增长率(%)	283.44	175.58	31.46	23.58
					P/E	93.77	34.03	25.88	20.94
					P/B	13.65	9.74	7.08	5.29
					EV/EBITDA	(1.11)	22.97	17.00	13.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年2月3日的0.89,预测均为东吴证券研究所预测

## 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>