

食品饮料

2026年02月12日

鸣鸣很忙

(01768)

——休闲食饮连锁头部企业，双品牌协同启成长新篇

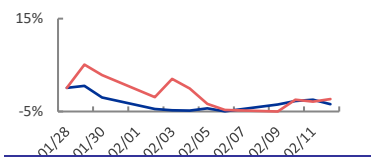
报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2026年02月12日

收盘价(港币)	390.20
恒生中国企业指数	9175.18
52周最高/最低(港币)	445.00/370.40
H股市值(亿港元)	840.92
流通H股(百万股)	213.59
汇率(港币/人民币)	0.8888

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

朱珺逸 A0230521080004
zhujiy@swsresearch.com

联系人

朱珺逸 A0230521080004
zhujiy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- **鸣鸣很忙：领先的休闲食品饮料连锁零售商、量贩零食领头羊。**公司拥有零食很忙、赵一鸣零食两大主力品牌。截至2025Q3共有19517家门店，覆盖28个省份；其中59%位于县城及乡镇，下沉市场覆盖1341个县。当前公司在库SKU达3997个，2025Q1-Q3GMV总额660.6亿元，位居休闲食品饮料连锁零售商第一名。
- **休闲食品饮料零售：总量空间扩容，下沉市场渗透提速。**根据弗若斯特沙利文数据，2019-2024年休闲食品饮料零售市场规模从2.9万亿元增长至3.7万亿元，CAGR 5.5%；未来行业预计将持续扩张趋势，2029年有望达4.9万亿元。**下沉市场正成为核心增长引擎：**2024年下沉市场GMV 2.3万亿元，2019-2024CAGR 6.5%，显著高于高线市场（4.0%）。休闲食品饮料零售行业高度分散：前五大连锁零售商市占率6%（2024年）。**但作为其中的细分赛道，量贩零食行业双寡头效应显著，竞争格局集中：**当前鸣鸣很忙、万辰集团两家企业的总门店数合计占比已经达到77.5%。
- **如何研判公司的核心竞争力与未来发展趋势？**①**门店开拓：**公司采取“高线门店加密”、“低线深度下沉”并举策略，并积极赋能加盟商，与其利益深度绑定，近年来加盟商数量快速增长（25Q3已增长至9553家），主要系单店模型盈利情况良好（回报周期约2年左右）。行业量贩零食店渗透率进一步提升，在公司持续区域下沉、现有加密、市占率提升的背景下，我们预计公司可开门店中性情景下可达3.1万家。②**店型优化，转型全品类“折扣超市”。**公司试点了“赵一鸣省钱超市”店型，面积扩大至180-240㎡，SKU从1000种增至1400+种，新增纸品日化、低温鲜食等品类，拓展家庭消费客群，提升单店收入潜力。③**供应链与仓储物流优势突出：**公司已与2500+家厂商建立合作，直采模式精简中间环节，前五大供应商采购额占比仅13%，议价能力较强；全国布局48个仓库，总仓储面积106.5万平方米，门店距最近仓库均在300公里内，24小时可达。2025Q3存货周转天数13.4天，显著优于行业；仓储物流成本占比稳定在1.5%左右，低于行业平均水平。④**产品品类迭代：**依托234人的选品团队，公司每月迭代数百款产品，34%为厂商合作定制款。产品价格优势明显：根据我们草根走访的情况，公司大牌产品平均较线下超市低12%，白牌产品较线上低25%，自有品牌折价率达54%。自有品牌聚焦饮料、零食等品类，占比正逐步提升；未来有望进一步强化质价比优势，拓展盈利空间。
- **募集资金用于提升供应链能力，赋能加盟商与加强品牌建设推广。**公司募资资金将主要围绕包括：①提升供应链能力；②门店网络升级；③品牌建设推广；④提升科技能力和数字化水平；⑤寻求战略投资和收购机会五个涉及公司业务推进的核心内容展开。未来公司将有望在供应链、加盟商赋能、品牌推广、数字化能力等方面进一步提升自身核心竞争力。
- **盈利预测与估值：**预计公司2025-2027年实现营业收入631.64/798.83/924.82亿元，同比+60.5%/+26.5%/+15.8%；实现归母净利润22.92/30.89/37.43亿元，同比分别为+174.9%/+34.8%/+21.2%，当前股价对应2025-2027年PE分别为33X/24X/20X。给予公司2026年可比公司平均PEG(0.96)，较当前市值上涨空间约10%。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；新店型接受度低于预期；食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,295	39,344	63,164	79,883	92,482
同比增长率 (%)	140.22	282.15	60.55	26.47	15.77
归属普通股股东净利润	217	834	2,292	3,089	3,743
同比增长率 (%)	203.45	283.44	174.91	34.78	21.17
每股收益(元/股)	0.00	0.00	10.63	14.33	17.37
ROE (%)	4.74	14.56	28.58	27.81	25.20
市盈率	342	89	33	24	20

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 631.64/798.83/924.82 亿元，同比 +60.5%/+26.5%/+15.8%；实现归母净利润 22.92/30.89/37.43 亿元，同比分别为 +174.9%/+34.8%/+21.2%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 33X/24X/20X。若给予 2026 年可比公司平均 PEG (0.96)，较当前市值上涨空间约 10%。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

(1) 收入端：我们预计“零食很忙”品牌 2025-2027 年营业收入分别为 266.3/328.5/371.1 亿元，同比+52%/+23%/+13%；预计“赵一鸣零食”品牌 2025-2027 年营业收入分别为 365.3/470.3/553.7 亿元，同比+68%/+29%/+18%。

(2) 利润端：规模扩张，规模效应体现，我们假设公司 2025-2027 年整体毛利率分别为 10.0%/10.2%/10.5%。销售费用率维持相对较高水平，管理费用率维持稳定。

有别于大众的认识

市场普遍认为量贩零食赛道同质化较为严重，当前已陷入红海竞争且盈利空间持续压缩。我们认为，未来下沉市场渗透和渠道结构优化仍有空间；龙头公司未来有望凭借供应链、仓储物流等优势实现份额提升。

市场担忧公司双品牌布局或引来内部竞争，同时对公司未来的发展空间存在疑虑。我们认为双品牌并非内耗而是协同互补，零食很忙聚焦优势区域加密，赵一鸣零食主打店型升级突破，两者定位差异清晰，可实现区域与客群的全面覆盖。与此同时，公司凭借“高线加密+低线下沉”策略，依托成熟的单店盈利模型与加盟商赋能体系，未来拓店仍有较大空间。公司规模效应下供应链直采与高效仓储物流优势明显，未来有望与自有品牌占比提升形成共振，进一步打开盈利空间。

股价表现的催化剂

拓店与业务布局突破；供应链与产品力升级。

核心假设风险

行业竞争加剧；新店型接受度低于预期；食品安全事件。

目录

1. 鸣鸣很忙：量贩零食领域领军企业	6
1.1 休闲食饮连锁零售商，量贩零食领头羊	6
1.2 股权集中，控制权稳固，核心管理团队稳定	7
1.3 经营与财务数据：收入利润高速增长	9
2. 休闲食品饮料零售：总量空间扩容，下沉市场渗透提速	10
2.1 市场仍有扩容空间，下沉市场渗透提速	10
2.2 休闲食品饮料竞争格局分散，量贩零食赛道集中度较高	12
3. 怎么看鸣鸣很忙的核心竞争力和未来发展？	14
3.1 高线门店加密与低线深度下沉并举，积极合作赋能加盟商共享成功	14
3.2 怎么看鸣鸣很忙未来的发展趋势？	17
3.2.1 下沉拓区+覆盖加密，拓店空间可观，单店盈利模型运行良好	17
3.2.2 店型优化，从“零食折扣”转型全品类“折扣超市”	19
3.2.3 供应链与仓储物流优势显著，规模效应提升经营能力和运营效率	20
3.2.4 产品品类组合迭代更新快，自有品牌占比提升	21
4. 募集资金用途：供应链能力提升，加盟商赋能与品牌建设推广加强	24
5. 盈利预测与估值	25
5.1 盈利预测	25
5.2 估值分析	26
6. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司基本情况与关键运营指标.....	6
图 2：零食很忙和赵一鸣零食发展历程一览	7
图 3：公司股权结构图（截止 2025 年三季度）	8
图 4：2022-2025Q3 营业收入与同比.....	9
图 5：2022-2025Q3 归母净利润与同比	9
图 6：2022-2025Q1-3 毛利率与经调整净利率.....	9
图 7：2022-2025Q1-3 期间费用率一览	9
图 8：食品饮料零售市场 GMV 及增速	10
图 9：休闲食品饮料产品 GMV 及增速	10
图 10：休闲食品饮料零售下沉/高线市场规模与增速	11
图 11：下沉/高线市场规模复合增速	11
图 12：中国休闲食品饮料零售市场按零售渠道划分的市场规模	11
图 13：中国休闲食品饮料零售市场按零售渠道划分的市场规模复合增速	11
图 14：食品饮料产品 GMV 及竞争格局(2024 年)	12
图 15：休闲食品饮料产品 GMV 及竞争格局(2024 年)	12
图 16：鸣鸣很忙和万辰集团门店数量	13
图 17：2025 年量贩零食行业头部企业门店数量占比	13
图 18：公司门店数量快速增长.....	14
图 19：不同县市门店数量与占比	14
图 20：全国鸣鸣很忙门店分布图	14
图 21：鸣鸣很忙加盟商流失率较低	16
图 22：赵一鸣零食（北京地区）店型图.....	19
图 23：赵一鸣省钱超市（北京地区）店型图	19
图 24：2022-2025Q3 公司供应商采购额比重	20
图 25：商品采购成本占成本比重较为稳定	20
图 26：公司存货周转速度超过同行	21
图 27：仓储及物流成本占比较低	21
图 28：零食很忙门店产品品类极为丰富	22
图：与厂商合作定制的 PLUS 版零食.....	

表 1: 鸣鸣很忙部分高管相关信息	8
表 2: 休闲食品饮料零售行业零售渠道比较	12
表 3: 一二线城市量贩零食门店覆盖密度尚有较大提升空间.....	15
表 4: 赵一鸣零食在中国部分较不发达县的门店一览	15
表 5: 零食很忙门店部分评分要求	错误!未定义书签。
表 6: 公司量贩零食门店开店规模测算	17
表 7: 零食很忙单店模型 (以二、三线城市为例)	18
表 8: 零食折扣与折扣超市模式的主要区别	19
表 9: 鸣鸣很忙主要产品分类	21
表 10: 赵一鸣大牌产品与线下超市价格比较 (单位: 元)	22
表 11: 赵一鸣部分白牌产品与淘宝线上销售价格比较 (单位: 元)	23
表 12: 鸣鸣很忙自有产品价格较市场上常见品牌产品价格折价率一览 (单位: 元)	23
表 13: 公司港股上市公司募资资金情况和主要用途	24
表 14: 公司收入拆分与成本、费用关键假设	25
表 15: 可比公司相对估值表	26
合并利润表	27
资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究 单位: 百万元 (人民币)	27
合并资产负债表	27
资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究 单位: 百万元 (人民币)	27
合并现金流量表	27
资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究 单位: 百万元 (人民币)	28

1. 鸣鸣很忙：量贩零食领域领军企业

1.1 休闲食品饮料连锁零售商，量贩零食领头羊

鸣鸣很忙成立于 2019 年，是中国领先的休闲食品饮料连锁零售商，也是规模最大的量贩零食连锁零售商。公司主打 SKU 丰富、价格亲民、深耕下沉市场的量贩零食业态，通过直接对接上游厂商、精简中间环节及规模化运营降本供应链体系，为大众消费者提供品类丰富、高质价比、高频率上新的休闲食品饮料产品。

公司拥有零食很忙、赵一鸣零食两大主力品牌，通过加盟模式快速拓展门店网络，打造覆盖全线级城市、重点深耕下沉市场的零食连锁品牌。截至 2025 前三季度，公司拥有 19517 家门店，覆盖中国 28 个省份，其中 59% 位于县城及乡镇，下沉市场覆盖 1341 个县。截止 2024 年，GMV 总额 555.31 亿元，2025Q1-Q3GMV 总额 660.6 亿元。年交易单数超过 16 亿，在库 SKU 达 3997 个。

图 1：公司基本情况与关键运营指标



资料来源：公司公告，申万宏源研究

回溯公司的发展历程，可以说是中国量贩零食行业从区域割据到全国整合，从“野蛮生长”到规范资本化的缩影。主要分为几大阶段：

(1) 双龙初起，品牌创立，区域深耕

公司的发展起点可追溯至两大核心品牌的**独立探索期**。2017 年，创始人晏周在长沙孵化了“零食很忙”的前身；同期，另一创始人赵定于 2019 年正式推出“赵一鸣零食”品牌；聚焦江西及周边区域，以高周转、低毛利模式快速扩张。在此阶段，两大品牌实现了早期的市场验证与用户积累。

(2) 融资扩张，全国布局，战略合并

2021 年起，行业进入资本驱动的**规模化扩张阶段**。零食很忙率先获得红杉中国与高榕资本联合领投的 2.4 亿元人民币 A 轮融资，凭借充沛的资金加速门店网络铺设。2023 年，赵一鸣零食亦完成 A 轮融资，门店规模突破千家。资本的密集介入推动量贩零食赛道进入爆发期，行业竞争格局从单店竞争转向品牌化、连锁化的规模竞争。

2023 年底，零食很忙与赵一鸣零食宣布战略合并，成立“鸣鸣很忙”。通过整合供应链、门店与加盟商资源，实现了品牌、供应链与管理团队的深度协同。

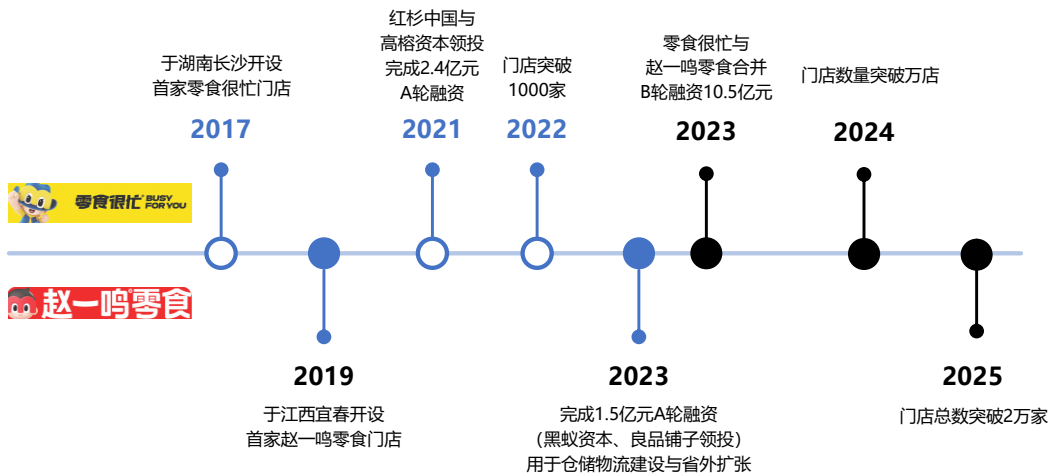
(3) 质价比转向，港股上市完成

2024 年 6 月，公司门店总数突破万家大关，市场渗透率与品牌影响力进一步巩固，成为引领行业发展的核心标杆。

2025 年 2 月，公司发布“量贩零食 3.0”战略，推出自有品牌、升级 3.0 店型，从“低价”转向“质价比”。截至 2025 年 9 月，公司签约门店数已突破 2 万大关，在营门店 19517 家。

2026 年 1 月，公司正式在港交所挂牌上市。

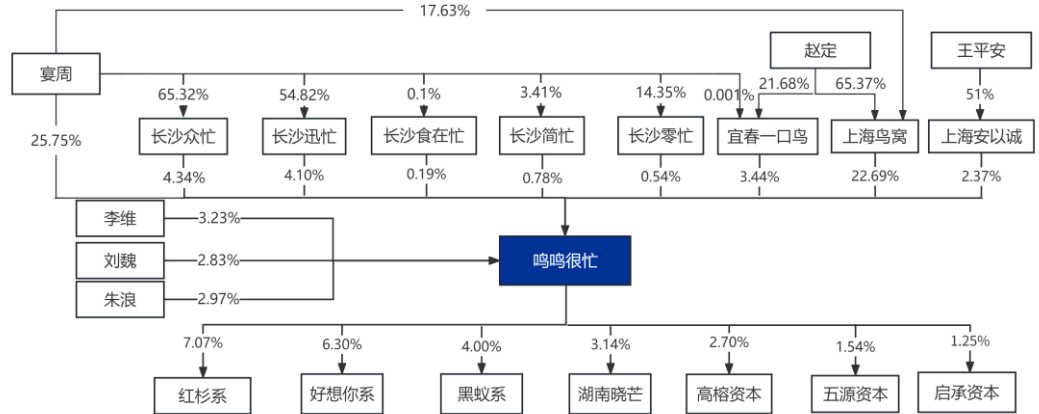
图 2：零食很忙和赵一鸣零食发展历程一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 股权集中，控制权稳固，核心管理团队稳定

两大品牌创始团队持股比例较高，并有多家创投资本参与助力。根据公司招股说明书，截至 2025 年 4 月，晏周先生直接持股比例约 25.8%，通过其他公司间接持股比例约 9.2%，合计持股比例约 34.9%；整体零食很忙系合计持股比例为 45.5%。赵定先生通过宜春一口鸟和上海鸟窝持有公司约 15.6% 股权，整体赵一鸣系合计持股比例为 28.50%。公司创始团队持股比例较高，并通过员工持股平台绑定员工利益，激发团队积极性。

图 3：公司股权结构图（截止 2025 年三季度）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

创始团队拥有深厚的行业积淀与前瞻战略视野。公司核心创始人晏周先生与赵定先生拥有丰富的零售实战经验与敏锐的商业洞察力。董事长晏周主要负责战略规划，副董事长赵定则更注重业务落地，负责品牌下沉市场拓展等。

公司核心管理团队结构年轻化、专业化、多元化。高级管理团队平均年龄低于 40 岁，具备极强的市场敏锐度与快速迭代能力，能够精准捕捉新兴消费趋势，确保公司战略与时俱进。核心管理层由内部培养和外部引进的各细分领域的资深专家，包括王王潼、王平安、李维等专业高管人才。

表 1：鸣鸣很忙部分高管相关信息

姓名	职务	履历介绍
晏周	董事长、执行董事兼总经理	38 岁。于 2016 年 11 月成立长沙零食很忙食品有限公司。自 2019 年 12 月公司设立起，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工作。
赵定	副董事长、执行董事兼副总经理	36 岁。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。自 2023 年 11 月起，赵先生一直担任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。
王钰潼	执行董事兼首席财务官	38 岁。美国德克萨斯大学达拉斯分校金融学硕士。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。
王平安	执行董事、职工代表董事及商品与供应链负责人	37 岁。东华理工大学核技术学士。于 2019 年 1 月加入赵一鸣商贸，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。
李维	执行董事及门店运营负责人	37 岁。于 2016 年 11 月加入长沙零食很忙食品有限公司，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。

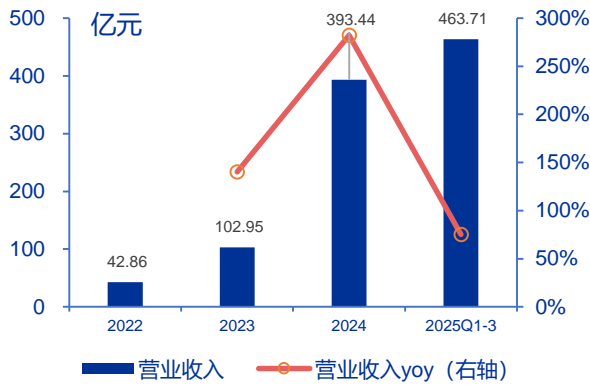
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 经营与财务数据：收入利润高速增长

公司主要的收入系向加盟门店销售商品所产生。受益于公司的内生增长及收购，2022至2025年前三季度，公司实现了收入持续的高速增长：营业收入从2022年的42.86亿元，增长至2024年393.44亿元，CAGR达203%；2025年前三季度公司实现营收463.71亿元，同比+75%。

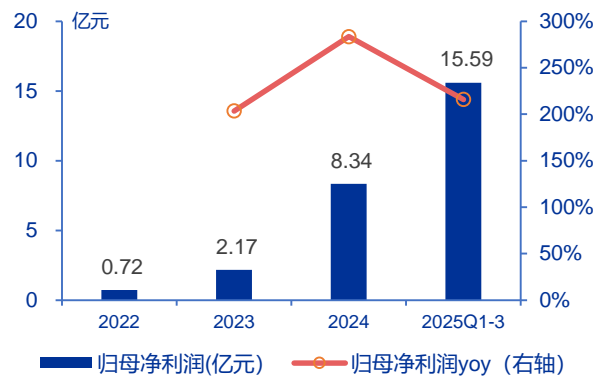
盈利水平也实现了跨越式的增长：公司2022-2024年分别实现归母净利润0.72、2.17、8.34亿元，CAGR达241%；2025年前三季度，公司归母净利润进一步攀升至15.59亿元，同比+216%。

图 4：2022-2025Q3 营业收入与同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

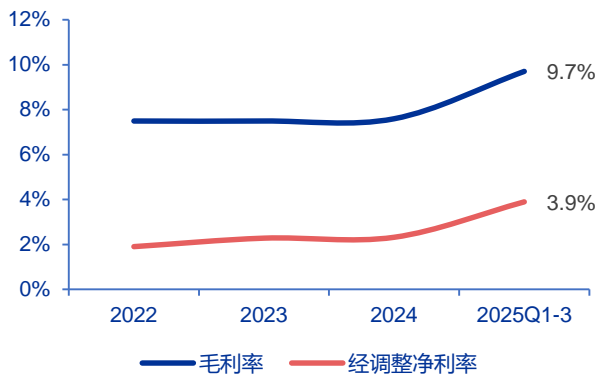
图 5：2022-2025Q3 归母净利润与同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

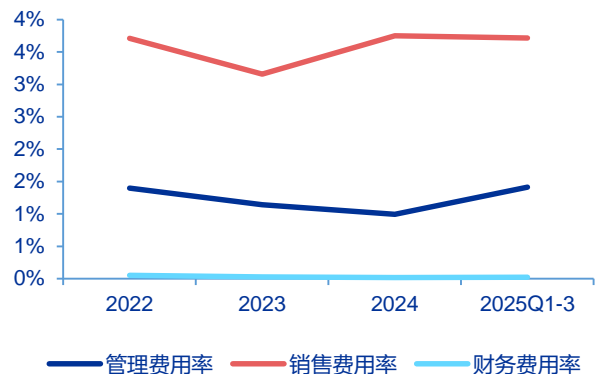
盈利能力提升，费用管控得当。量贩零食销售具有薄利多销的特征，其核心逻辑是低毛利率、高周转。公司2022-2025年前三季度经营毛利率分别为7.5%/7.5%/7.6%/9.7%，经调整净利率分别为1.9%/2.3%/2.3%/3.9%，核心驱动是双品牌合并后的规模采购议价能力增强、供应链效率优化，同时自有品牌占比提升，实现了规模扩张→成本优化→盈利改善的正向循环所致。**费用管控能力较强：**2025年前三季度公司期间费用率为5.2%；其中，销售与营销费用率为3.7%，同比略有上升，主要系公司加大品牌宣传力度，投入加大所致。管理费用率为1.4%，同比+0.52pcts。

图 6：2022-2025Q1-3 毛利率与经调整净利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：2022-2025Q1-3 期间费用率一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

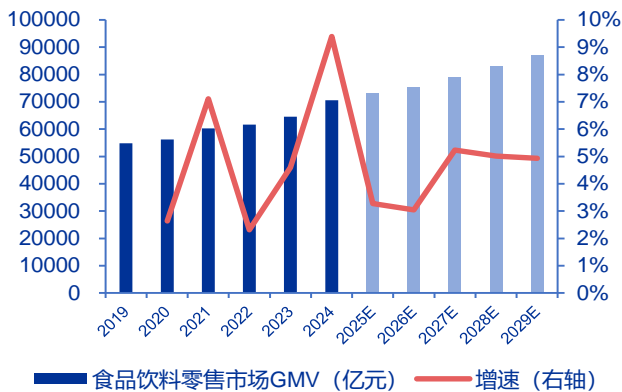
2. 休闲食品饮料零售：总量空间扩容，下沉市场渗透提速

2.1 市场仍有扩容空间，下沉市场渗透提速

近年来中国休闲食品饮料零售行业保持稳定增长态势，总量空间扩容中。主要受居民食品消费水平提升、消费场景多元化拓展及消费偏好迭代升级三大核心因素驱动。从整体食品饮料零售行业看，根据国家统计局与弗若斯特沙利文数据，市场规模从 2019 年的 5.5 万亿元增长至 2024 年的 7.1 万亿元，CAGR 达 5.2%。

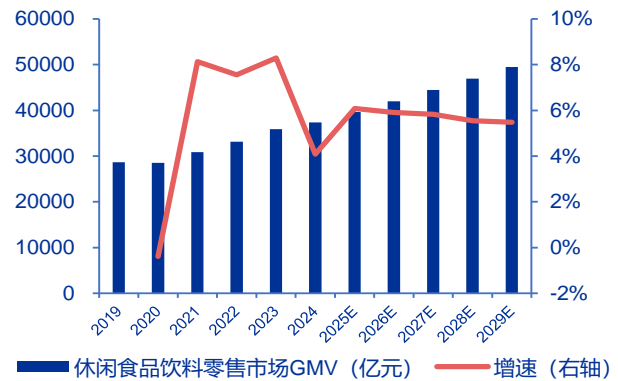
休闲食品饮料零售作为食品饮料零售行业最大的细分市场，占 2024 年中国食品饮料产品 GMV 总额的 53%。2019-2024 年行业市场规模由 2.9 万亿元增长至 3.7 万亿元，CAGR 为 5.5%。展望未来，行业预计将延续扩张趋势：根据弗若斯特沙利文的预测，2029 年市场规模有望达到 4.9 万亿元人民币，2024-2029 年复合年增长率预计为 5.8%。

图 8：食品饮料零售市场 GMV 及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，国家统计局，申万宏源研究

图 9：休闲食品饮料产品 GMV 及增速

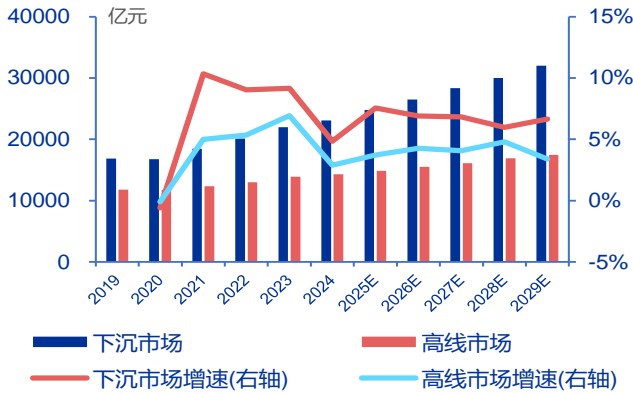


资料来源：弗若斯特沙利文，国家统计局，申万宏源研究

受益于基础设施完善与消费水平的提升，中国休闲食品饮料零售下沉市场渗透显著提速中，正成为行业增长的关键支撑。数据显示，2024 年下沉市场 GMV 达 2.3 万亿元人民币，2019-2024 年复合年增长率为 6.5%；同期高线市场 GMV 为 1.4 万亿元人民币，复合年增长率为 4.0%，下沉市场增速明显领跑高线市场。

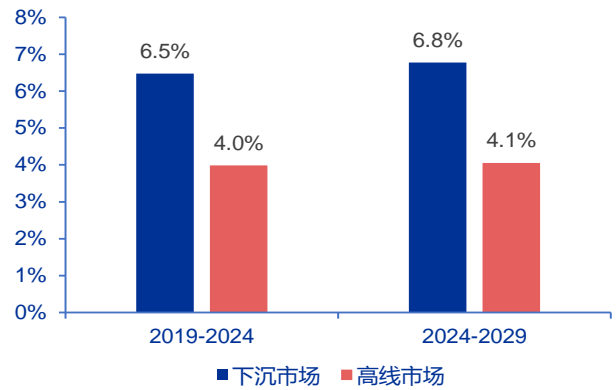
长期来看，下沉市场增长韧性突出。根据弗若斯特沙利文数据，预期 2024-2029 年下沉市场 GMV 复合年增长率将维持在 6.8%，持续高于高线市场 4.1% 的预期增速。当前，下沉市场居民消费水平稳步提升与基础设施建设持续完善的双重作用，推动市场结构日趋成熟，长期增长潜力广阔。此外，业态层面，以休闲食品饮料专卖店为代表的、具备贴近消费端、高便利性特征的零售业态正加速崛起，成为行业发展的新增长点。

图 10: 休闲食品饮料零售下沉/高线市场规模与增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国家统计局, 申万宏源研究

图 11: 下沉/高线市场规模复合增速

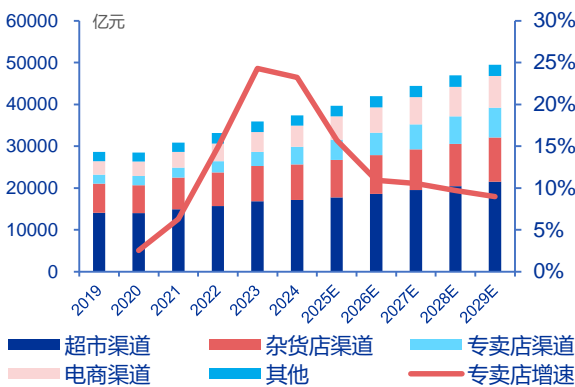


资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

渠道结构持续优化, 专卖店渠道占比提升中。中国休闲食品饮料零售渠道主要包括超市渠道、专卖店渠道、杂货店渠道、电商渠道及其他渠道。由于休闲食品饮料消费具有即时性、连带性和场景触发性的特征, 传统渠道 (如超市、杂货店等) 难以满足消费者对产品多样化、质价比、新品体验等方面的要求。因此, 这些年休闲食品饮料零售的渠道结构正发现显著变化。

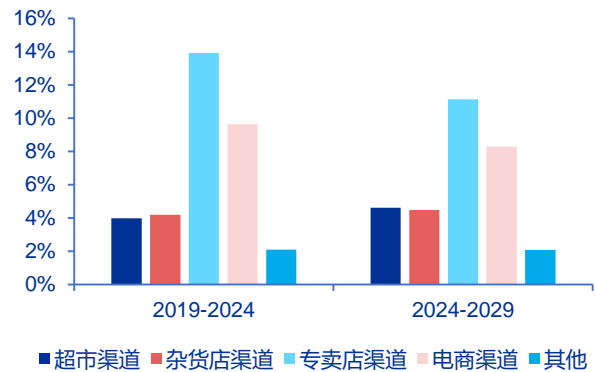
具体来看, 杂货店渠道产生的 GMV 占比从 2019 年的 24.2% 下降至 2024 年的 22.7%, 超市渠道产生的 GMV 占比从 2019 年的 49.2% 下降至 2024 年的 45.8%。对比而言, 专卖店渠道产生的 GMV 占比从 2019 年的 7.6% 上升至 2024 年的 11.2%; 专卖店渠道产生的 GMV 从 2019 年的人民币 2184 亿元增长到 2024 年的人民币 4190 亿元。**预计未来专卖店渠道 GMV 占比将继续提升。**

图 12: 中国休闲食品饮料零售市场按零售渠道划分的市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国家统计局, 申万宏源研究

图 13: 中国休闲食品饮料零售市场按零售渠道划分的市场规模复合增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国家统计局, 申万宏源研究

量贩零食饮料零售模式作为行业创新业态, 具有产品多样性高、契合消费习惯、质价比高的特征。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。休闲食品饮料消费行为具有即时性、连带性及场景触发性特征, 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，并且量贩模式优化的供应链使产品定价平均能够比超市或便利店低约 7%-40%。

表 2：休闲食品饮料零售行业零售渠道比较

渠道	渠道定位	产品多样性	产品质价比	门店网络范围
专卖店渠道	量贩模式	丰富	高	广
	其他专卖店	较全	较高	广
超市渠道	超市及大卖场	适中	中	适中
	便利店	适中	中	广
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。	单一	低	窄
电商渠道	网上购物及交易的线上平台	丰富	较高	不适用

资料来源：弗若斯特沙利文，国家统计局，申万宏源研究

我们预计未来中国休闲食品饮料零售行业有望实现稳健增长。居民人均可支配收入持续提升，直接夯实消费能力与意愿基础，为行业规模扩张提供支撑；下沉市场 GMV 占比稳步攀升，叠加专卖店等贴近消费场景的业态快速渗透，成为行业增长的引擎。

2.2 休闲食品饮料竞争格局分散，量贩零食赛道集中度较高

中国休闲食品饮料零售行业高度分散。当前中国食品饮料产品总 GMV 达到 7.06 万亿元，其中连锁零售商 GMV 达 3.64 万亿元；前五强企业市场份额在 4.2% 左右。从休闲食品饮料品类来看，GMV 达 3.74 万亿元，其中，连锁零售商 GMV 达 2.13 万亿元；前五大企业市场份额占比在 6.0% 左右。

图 14：食品饮料产品 GMV 及竞争格局(2024 年)

连锁零售商	食品饮料产品GMV(亿元)	市场份额
沃尔玛	721	1.0%
永辉超市	600	0.9%
高鑫零售	590	0.8%
鸣鸣很忙	555	0.8%
美宜佳	490	0.7%
前五大	2956	4.2%
食品饮料产品GMV总额	70560	100.0%
其中：连锁零售商	36400	51.6%
其他零售商	34160	48.4%

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 15：休闲食品饮料产品 GMV 及竞争格局(2024 年)

连锁零售商	休闲食品饮料GMV(亿元)	市场份额
鸣鸣很忙	555	1.5%
沃尔玛	505	1.4%
万辰集团	435	1.2%
高鑫零售	413	1.1%
永辉超市	300	0.8%
前五大	2208	6.0%
休闲食品饮料产品GMV总额	37380	100.0%
其中：连锁零售商	21328	57.1%
其他零售商	16052	42.9%

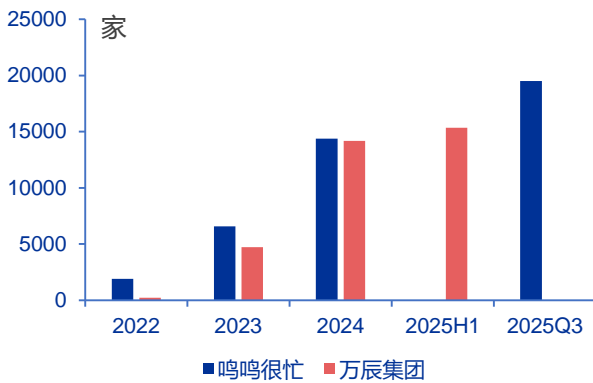
资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

鸣鸣很忙位列食品饮料全品类 GMV 连锁零售商第 4 名，对应 GMV 达 555 亿元，市场份额 0.8%。前五大连锁零售商合计 GMV2956 亿元，仅占食品饮料整体 GMV 的 4.2%。同时，公司位居休闲食品饮料连锁零售商 GMV 第一名。GMV 市场份额约 1.5%；前五大连锁零售商合计 GMV2208 亿元，占休闲食品饮料整体 GMV 的 6.0%。

从量贩零食细分赛道看，行业双寡头效应正逐步体现，市场竞争格局集中态势显著。据艾媒咨询数据，2021 年末，国内量贩零食门店总数仅 2500 家左右；而在 2025 年，预计将增至 4.5 万家。以门店数量计算，当前鸣鸣很忙、万辰集团两家企业的总门店数合计占比已经达到 77.5%。

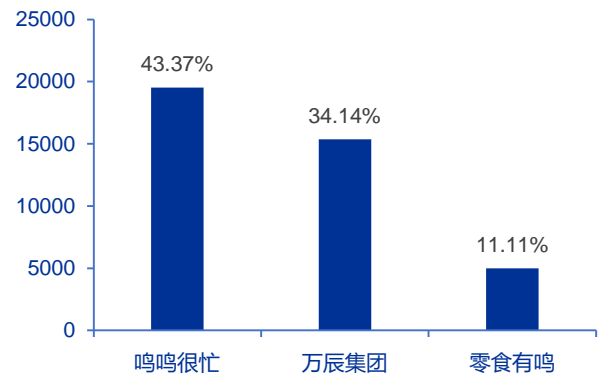
两家头部企业之后，追随了一批有区域影响力的中小品牌，如零食有鸣、爱零食、零食舱、零食优选等，但与头部企业已有差距。其中，零食有鸣目前在全国门店总数刚刚到达 5000 家的规模，在门店数量上排名第三，与头两名存在较大差距。

图 16: 鸣鸣很忙和万辰集团门店数量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17: 2025 年量贩零食行业头部企业门店数量占比



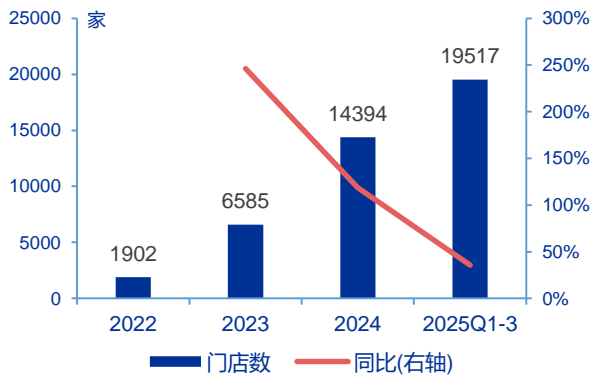
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 怎么看鸣鸣很忙的核心竞争力和未来发展?

3.1 高线门店加密与低线深度下沉并举，积极合作赋能加盟商共享成功

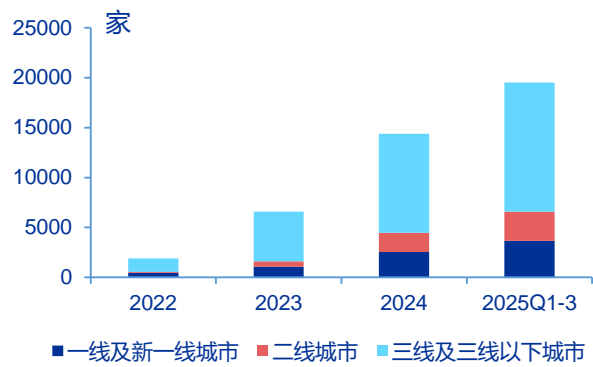
始于湖南长沙，公司以加盟模式快速扩张开店，深耕下沉市场。2022-2024年，公司门店数量分别为 1902/6585/14394 家，年均开店速度超过 180%；截止 2025Q3，公司门店数量 19517 家，覆盖中国 28 个省份，59%位于县城及乡镇，覆盖了 1341 个县。当前公司在下沉市场门店渗透率较高：截止 2025Q3，公司在一线及新一线城市、二线城市、三线及三线以下城市的门店数量分别为 3648/2946/12923 家，占比分别为 18.7%/15.1%/66.2%。

图 18：公司门店数量快速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

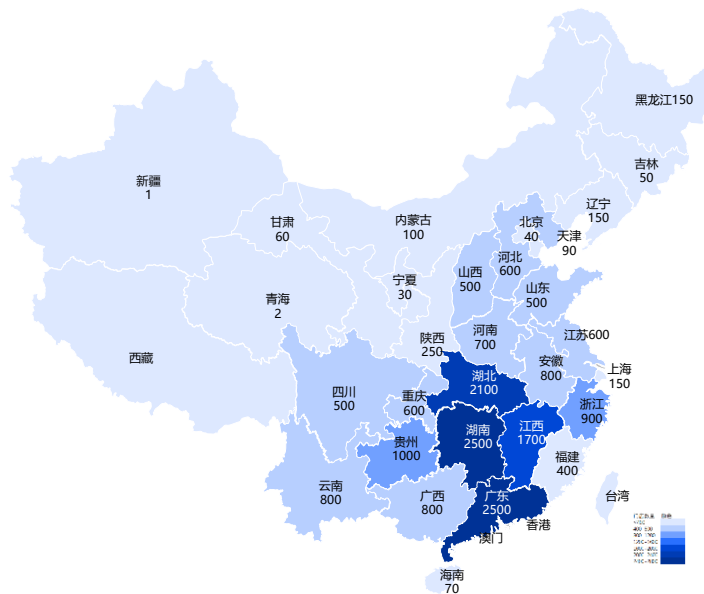
图 19：不同县市门店数量与占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

华中、华南是公司的优势区域，当前公司门店主要分布于湖南、广东、湖北、江西等省份。逐步实现覆盖全国。根据高德数据，我们估计公司在湖南、广东、湖北、江西的门店分别有 2500/2500/2100/1700 家左右。

图 20：全国鸣鸣很忙门店分布图



资料来源：招股说明书，高德地图，公司公告，申万宏源研究

依托自身成熟的供应链和加盟模式，公司在不同市场用适配的业态实现高效渗透，最大化发挥规模效应与渠道优势。

“高线门店加密”：公司在一二线等高线城市采用了高密度的社区渗透策略。小面积密店（80-150 m²）选址灵活，可扎根社区、学校、商圈周边等流量节点，填补即时性、碎片化的零食消费需求，大幅降低单店运营与租金成本。同时，公司也通过高密度布局形成区域网络，进一步摊薄物流配送成本。

从当前高线城市量贩零食门店的大致数量看（参考部分咨询数据），上海、南京等直辖市、省会城市门店相较于长沙等城市（发源地，零食消费频次高）仍有较大的加密空间（当前上海、南京门店覆盖密度仅为 0.09/0.31 家店/万人）。

表 3：一二线城市量贩零食门店覆盖密度尚有较大提升空间

	长沙	上海	南京
零食很忙	600	148	55
好想来	118	84	140
赵一鸣零食	4	0	52
陆小馋	0	1	50
合计门店数	722	233	297
常住人口(万人)	1061.7	2480.26	957.7
密度(店/万人)	0.68	0.09	0.31

资料来源：高德地图，今日头条，加盟星，申万宏源研究

“低线深度下沉”：前文已述，公司当前超过 66% 的门店位于三线及以下城市，约 59% 的门店扎根县城及乡镇。通过密集布局抢占市场空白，并通过高质平价产品扎根下沉市场；**新开店街边选址易见易达**，保证了稳定、较大的客流量，同时贴合下沉市场消费场景。

我们在高德地图查询了黑龙江、吉林、内蒙、甘肃、宁夏等省份部分欠发达县的“赵一鸣零食”店，其在县城市场覆盖率高，多数位于县城中心位置（平均较县城府距离在 1.5 公里以内）。

表 4：赵一鸣零食在中国部分较不发达县的门店一览

省份	县	赵一鸣门店数量	店名	距县政府距离（公里）
黑龙江	望奎县	2	赵一鸣零食（黑龙江绥化望奎和平店）	1.10
	甘南县	4	赵一鸣零食（黑龙江齐齐哈尔甘南奥韵经典店）	0.44
	桦南县	2	赵一鸣零食（黑龙江佳木斯桦南世纪广场店）	1.60
吉林	镇赉县	3	赵一鸣零食（吉林白城镇赉正阳南街店）	1.10
	靖宇县	1	赵一鸣零食（吉林白山靖宇集贸店）	0.83
	安图县	2	赵一鸣零食（吉林延边安图鲁鑫领秀店）	2.10
内蒙	武川县	1	赵一鸣零食（内蒙古呼和浩特武川瑞兴林海店）	0.90
	扎赉特旗	1	赵一鸣零食（内蒙古兴安盟扎赉特旗万泰御湖湾店）	0.70
	林西县	3	赵一鸣零食（内蒙古赤峰林西大道店）	1.50
甘肃	环县	1	赵一鸣零食（甘肃庆阳环县环江地中海店）	0.99
	西和县		赵一鸣零食（甘肃陇南西和商业街店）	.

宁夏	清水县	2	赵一鸣零食（甘肃天水清水丰盛路店）	1.60
	彭阳县	1	赵一鸣零食（宁夏固原彭阳兴彭大街店）	2.10
	原州区	1	赵一鸣零食（宁夏固原景园盛世华都店）	5.60
	中宁县	2	赵一鸣零食（宁夏中卫中宁育才路店）	1.60
加权平均值				1.36

资料来源：高德地图，申万宏源研究

积极赋能加盟商，公司在门店运营的各个阶段为加盟商提供全面支持：

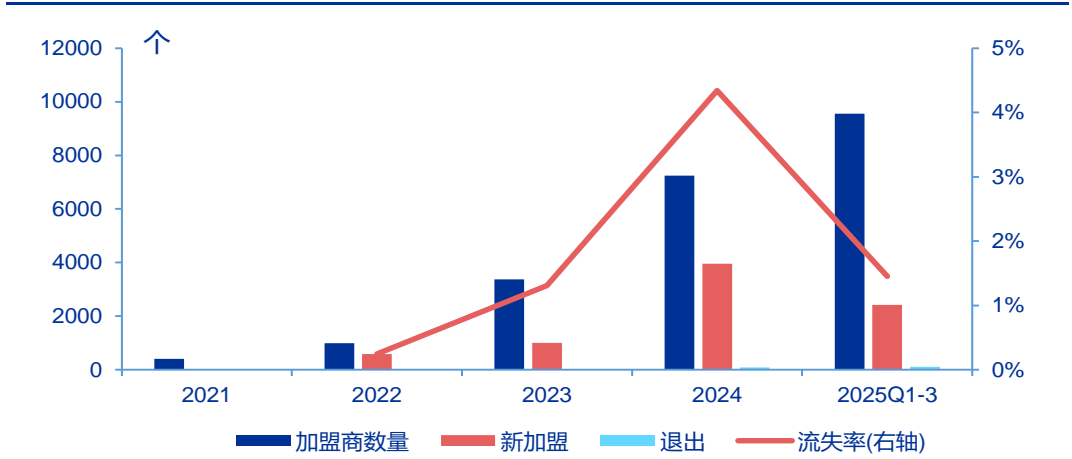
①**开业前协助**：使用公司的数据化工具及行业专业知识协助加盟商选址，并为加盟商提供有关门店装修的切实可行建议；

②**综合培训**：除了订立加盟协议及门店开业前进行的统一培训，也在鸣鸣很忙商学院为加盟商及门店员工提供培训计划，项目覆盖食品安全、消费者服务、发展路径、成功加盟商分享最佳实践以及管理、指导能力培训等；

③**沟通与支持**：在加盟商与区域运营部之间建立沟通渠道，同时公司也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。

加盟商数量快速增长，利益深度绑定：伴随着门店的大幅增长，公司 2022-2025Q3 加盟商数量实现了快速增加：从 994 家增至 9552 家。由于收入大多来自向加盟店销售商品，而并非加盟费的形式，因此公司与加盟商形成了深度绑定的利益关系：加盟商销售表现直接决定公司收入与利润增长。

图 21：鸣鸣很忙加盟商流失率较低



资料来源：公司公告，申万宏源研究

标准化的运营机制，严格的门店管理是加盟商稳定加入的基础。量贩零食渠道大多采用加盟方式进行扩张，因此门店的管理较为重要。

公司当前已打磨好标准化门店模型，并设置相关的监督机制。上线门店标准化评分系统：通过线上实时数字化监控+线下到店督察，对每家门店进行月度评分，若当月评分低于 80 分以下，一次不合格便需闭店学习一周，学习后仍未达标，直接开除加盟资格，并公布至官方平台；若两次不合格，则直接开除加盟商资格。

3.2 怎么看鸣鸣很忙未来的发展趋势？

3.2.1 下沉拓区+覆盖加密，拓店空间可观，单店盈利模型运行良好

我们曾在《从零食电商看量贩零食发展之路》与《进入头部竞争阶段，万辰有望引领胜出——量贩零食行业深度报告》两篇报告中对于全国量贩零食行业门店数量做过详细测算。对于公司未来开店空间的测算，我们也依据此逻辑推演，根据区域划分、门店覆盖密度以及零食很忙、赵一鸣市占率假设对公司未来门店潜在规模进行测算（参考高德数据）。**在行业量贩零食店渗透率进一步提升，与公司持续下沉拓展开店区域、加密现有区域门店数量，市占率继续提升的背景下，我们预计公司未来开店规模仍有较大的增长空间。**

核心假设：我们将国内主要省份划分为四大类型区域，分别主要包括头部量贩零食企业发源地（如湖南、江西等），加速布局渗透率提升区域（如江苏、福建等），消费习惯、区域规划、天气等原因印象渗透率的区域（如山东、河南等）和其他区域（陕西、东北等）。不同区域因实际消费习惯、当前布局等因素在未来量贩零食门店覆盖密度假设存在显著差异。同时，就零食很忙、赵一鸣两品牌门店的市占率，我们根据当前实际情况假设合理的未来提升上限。

①**湖南、江西等量贩零食发源地：**门店已具规模，加密空间有限。参考当前湖南的渗透率（1.0万人/店）作为乐观假设；中性、悲观相应假设为1.5、2.0万人/店；参考当前零食很忙、赵一鸣品牌市占率（29%、15%），假设未来两大品牌市占率提升至35%、20%。

②**江苏、福建等加速布局省份：**主要包括渠道加速布局，渗透率提升的省份。预计乐观假设下有望达到一类区域的中性覆盖密度，故乐观、中性、悲观相应假设为1.5、2.0、2.5万人/店。参考当前零食很忙、赵一鸣品牌市占率（28%、24%），假设未来两大品牌市占率提升至35%、30%。

③**山东、河南等较低渗透率省份：**公司在这些省份的供应链等产业布局尚在拓展中，且这些区域需要量贩零食企业差异化设置产品结构和门店模型。故我们假设覆盖密度较前两类区域有一定差距，乐观、中性、悲观相应假设为5.0、5.5、6.0万人/店。参考当前零食很忙、赵一鸣品牌市占率（6%、36%），假设未来两大品牌市占率提升至8%、40%。

④**陕西、东北等其他区域：**消费习惯、气候条件等存在差异，门店覆盖密度较低。我们对该区域乐观、中性、悲观的未来门店覆盖密度假设为10、12、14万人/店。参考当前零食很忙、赵一鸣品牌市占率（4%、35%），假设未来两大品牌市占率提升至6%、40%。

基于以上情景假设，测算公司中性情况下可开门店3.12万家，**中性与乐观情景下仍有较大的拓店空间。**

表 5：公司量贩零食门店开店规模测算

区域划分	主要省份与直辖市	省份人口	门店覆盖密度假设(万人/店)			门店数量			零食很忙市占率假设	赵一鸣市占率假设	合计门店数			
			悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观			悲观	中性	乐观	
量贩零食企业发源地	湖南、江西、四川													

龙头量贩零食企业渠道加速布局, 渗透率提升区域	江苏、福建、安徽、等	619.02	2.5	2	1.5	24761	30951	41268	35%	30%	16095	20118	26824
消费习惯、区域规划、天气等因素影响渗透率的区域	山东、河南、河北等	349.03	6	5.5	5	5817	6346	6981	8%	40%	2792	3046	3351
其他区域	陕西、东北、内蒙、宁夏等	244.28	14	12	10	1745	2036	2443	6%	40%	803	936	1124
合计						42025	52269	70096			25026	31216	41971

资料来源: 公司公告, 高德地图, 申万宏源研究

单店模型盈利情况良好, 较短的回报周期是吸引加盟商新进入的核心驱动力。我们以二三线城市 150 平方米的店面为例, 参考公司加盟公众号上所披露的费用成本情况, 初始投资成本在 60 万元左右; 单店月均 GMV 和收入分别在 32.4、22.7 万元。测算净利率在 9%左右, 回本周期在 2 年左右。

表 6: 零食很忙单店模型 (以二、三线城市为例)

单店模型	单店面积(m ²)	150
首次投资	保证金(万元)	3.0
	装修费(万元)	12.0
	道具设备(万元)	17.5
	首次进货(万元)	25.0
	合计投入(万元)	57.5
月度盈利模型	客流量(万人)	1.2
	进店率(%)	25%
	转化率(%)	90%
	单人消费量(单/人)	3
	月单数(万单)	0.81
	每单 GMV(元)	40
	单店月均 GMV(万元)	32.40
	收入与 GMV 转化率	0.7
	单店月收入(万元)	22.68
毛利率		20%
毛利(万元)		4.54
	水电物业配送(万元)	0.50
	员工工资(万元)	1.25
	房租(万元)	.

月均净利润	2.12
净利率	9.34%
回本周期(月)	27.13

资料来源：公司公告，公司公众号，申万宏源研究

3.2.2 店型优化，从“零食折扣”转型全品类“折扣超市”

当前单一的零食量贩销售正遭遇一定的瓶颈：客单价提升空间有限(限制于 25-30 元)、抗周期能力相对较弱。同区域内门店密度不断提升，零食连锁需要通过开大店，优化品类结构来平衡单店日销；与此同时，下沉市场对于高性价比的“民生商品”的需求也与日俱增。

当前公司正试点转型折扣超市业态，如“赵一鸣省钱超市”：将战略内核从“销售便宜零食”升级为“提供全品类省钱方案”，突破零食的品类边界，尝试实现“硬折扣”品类的多样化。

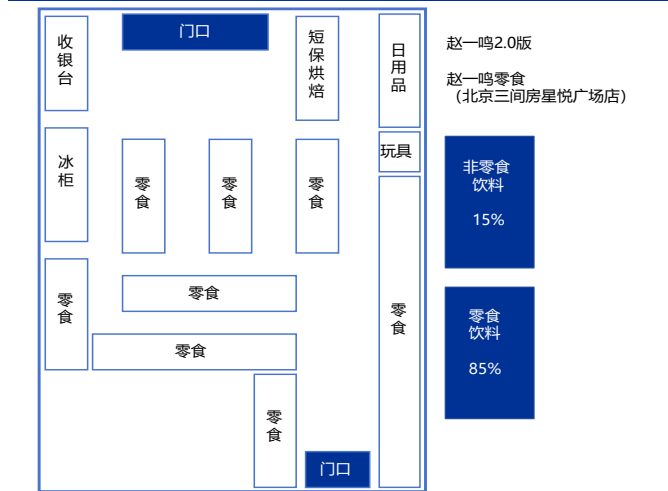
表 7：零食折扣与折扣超市模式的主要区别

模式	零食折扣模式	折扣超市模式
核心定位	零食专业折扣店	品类多样化的社区省钱枢纽
新增品类	无	高频刚需品：纸品日化、低温鲜食等；场景延伸品：文具玩具、IP 产品等
SKU 策略	约 1000 种（深度聚焦）	超过 1400 种（增加日用百货精选高频品）
客群画像	年轻人、学生（以冲动消费为主）	社区居民，家庭主妇等（日用采购，顺采零食）

资料来源：公司官网，百度，申万宏源研究

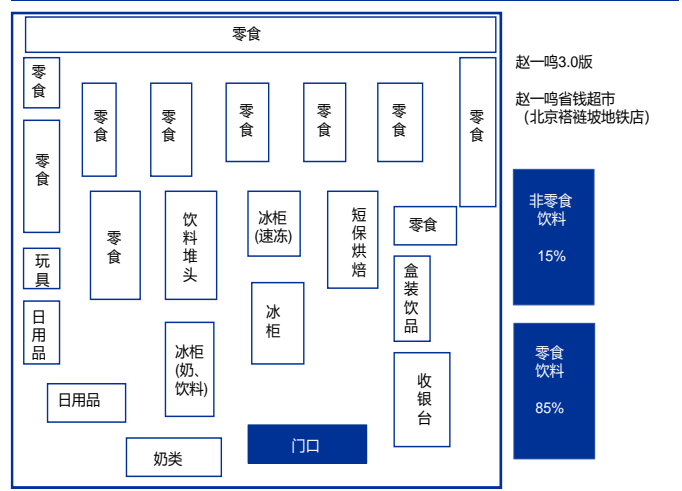
“赵一鸣省钱超市”在门店装修、面积、商品结构上进行了优化升级：根据官方数据显示，店铺营业面积一般为 180-240 m²，标准店主要增加了面包架、收银台、置物架、洗手台、冻柜及风幕柜等。在商品结构上实现了显著升级：品类上新增超过 400 种 SKU，并新增设置短保面包区、鲜食鲜奶及低温冻品专区。更多的品类，更高的消费单价（产品差异所致）带来了是更高的单店收入规模。

图 22：赵一鸣零食（北京地区）店型图



资料来源：草根走访，申万宏源研究

图 23：赵一鸣省钱超市（北京地区）店型图



资料来源：草根走访，申万宏源研究

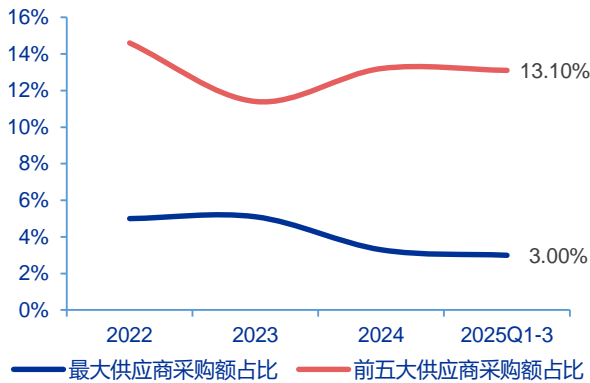
新的转型也对公司原本构建在零食体系上的经营、客群体系提出了新的要求和挑战。包括但不限于：①**运营复杂度的跃升**。店面运营面积、产品的变化对运营体系提出了更高的要求；②**产品品类扩张后的效率维持**：为了保障整体经营的效率，需要严格筛选“标品化、低损耗、高周转”的商品作为品类扩张的来源。

3.2.3 供应链与仓储物流优势显著，规模效应提升经营能力和运营效率

我们在量贩零食深度报告曾明确提出，**供应链能力和运营效率的提升是量贩零食企业成功的核心**。相比于一般零售业态，折扣零售业态的产品价格更低，零食量贩商业模式的本身盈利空间相对有限，也决定了门店销售的所有产品都需要集中采购、集中配送。因此，其对于采购选品、门店管理、运营效率和供应链的要求更高。

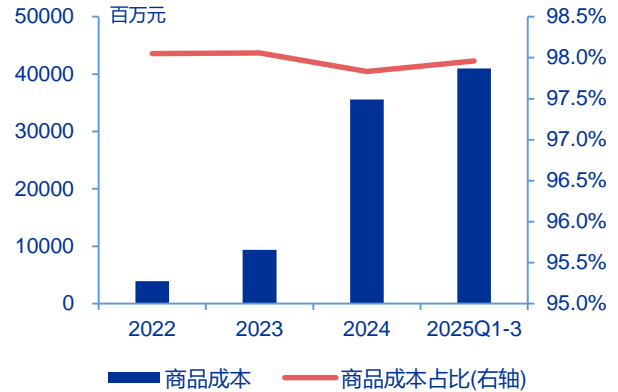
直采模式+厂商深度合作是公司供应链布局的核心优势。当前公司打破了传统多级分销链条，允许供应商直接向公司供应商品并减少中间层，直接对接厂商进行大规模、集中采购：根据公司公告显示，截止 2025 年三季度，公司已与超过 2500 家厂商建立了合作关系（其中包含了入围胡润中国食品行业百强榜的约 50%的企业）。且当前显著的规模经济为公司提供了议价能力：截止 2025 年三季度，公司前五大供应商采购额占比 13%，最大供应商采购额占比在 3%左右，弱化了供应商集中风险的同时，也通过规模效应更好的管控了采购成本。同时，公司采用数字化采购，显著优化了供应商和订单的管理能力。

图 24：2022-2025Q3 公司供应商采购额比重



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：商品采购成本占成本比重较为稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仓储配送能力增强帮助公司实现降本增效。全国化布局的仓储物流网络正帮助公司显著降低运营成本：根据公司公告显示，截止 2025Q3，公司的综合性仓储和配送网络包括 48 个仓库，其中 23 个为自营仓库，25 个为第三方仓储服务提供商运营的仓库，总仓储面积 106.5 万平方米。当前网络中的门店一般位于距离最近仓库 300 公里的范围内，可实现 24 小时内及时向门店配送，从而保持领先的周转效率。

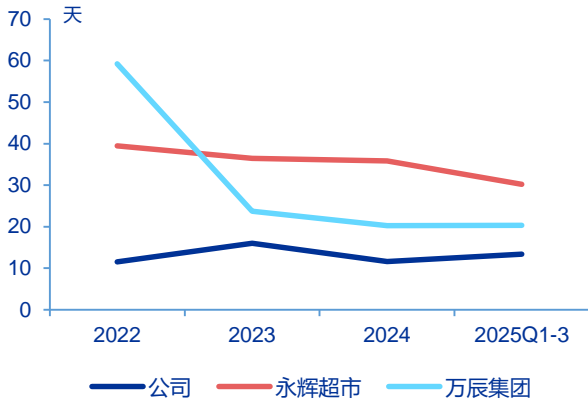
公司的物流及配送业务主要由第三方服务供应商进行管理，物流合作伙伴整合了与公司的运输管理系统（TMS）相兼容的信息系统，帮助公司建设起用于支持各个关键方面的综合数字化管理系统，包括门店运营及管理、供应链管理及存货控制。

通过完善的仓储网络与数字化供应链管理集成系统，公司实现了存货的快速周转：根据公司公告显示，公司 2022-2025Q1-3 存货周转天数分别为 11.5/16.0/11.6/13.4 天，仓库周转效率显著优于行业平均水平（传统商超接近 40-60 天）。

仓储及物流成本的优势也因而建立：2022-2025 年前三季度，公司整体仓储及物流成本（包括运输开支及仓储服务费）分别占总收入比例为 1.5%、1.6%、1.7%及 1.7%，持续低于行业平均水平（均参考弗若斯特沙利文数据）。**低价吸引客流，驱动商品高速动销；高周转反哺更强的议价能力，供应链与物流能力的提升相辅相成。**

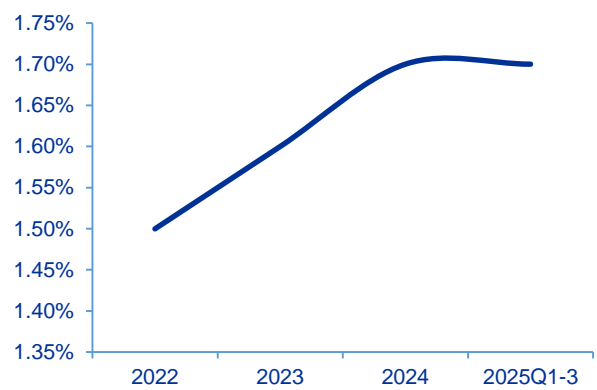
未来，公司将进一步升级智慧物流（建设智慧物流产业园），采用高密度自动化存储和检索，并设计用于运输物料和货物的移动机器人，有望进一步提升区域配送效率，降低仓储与物流成本。

图 26：公司存货周转速度超过同行



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：仓储及物流成本占比较低



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2.4 产品品类组合迭代更新快，自有品牌占比提升

“围绕用户需求的精选与定制”，这是公司的产品开发理念，也是推出产品的核心基础原则。截止 2025 年前三季度，公司在库 SKU 超过 3997 个，涵盖 7 个销售高周转的产品品类（包括烘焙食品、饼干等），超 750 个品牌，其中有 34%为与厂商合作定制款。同时，公司也构建了初选、试吃、试尝、推广的标准化决策机制，通过 234 人的选品团队，对消费需求的特点和变化趋势进行深入分析和决策，每月迭代数百款产品，确保产品组合始终契合市场变化。

表 8：鸣鸣很忙主要产品分类

产品类别	售价范围(元/件)	描述
烘焙食品	1.0-49.6	冷加工和热加工面包、蛋糕、高点
饼干	2.9-49.6	如威化饼干、巧克力夹心饼干等
坚果及籽类	3.9-59.8	多种调味和原味坚果及籽类
休闲膨化食品和速食	1.0-35.8	薯片、速食产品等
休闲熟食食品	4.5-59.8	肉干休闲食品
糖果、巧克力和蜜饯	0.7-68.0	硬糖、软糖、果冻等
饮料	0.8-8.8	牛奶、速溶饮料、软饮等

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28: 零食很忙门店产品品类极为丰富



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 29: 与厂商合作定制的 PLUS 版零食



资料来源: 大众点评, 申万宏源研究

以“质价比”为核心原则, 公司凭借集中采购下的强规模化议价能力, 加之高效的供应链和物流环节助力, 实现了产品价格的突出竞争力。公司通过推出与传统商超类似的知名品牌高性价比产品吸引客流。根据我们的草根走访数据显示, 同等品质、同等规格的公司销售产品平均价格比线下超市低约 12% 左右, 为引流客户提供了显著的帮助。

表 9: 赵一鸣大牌产品与线下超市价格比较 (单位: 元)

	赵一鸣	永辉	
产品规格	产品价格	标化后价格	折价率
君乐宝悦鲜活鲜牛奶 450ml	9.8/瓶	10.2/瓶	-4.0%
脉动青柠 600ml	3.9/瓶	4.5/瓶	-13.3%
if 椰子水 1000ml	12.5/盒	16.9/盒	-25.8%
椰树牌椰汁 1l	12.5/盒	14.8/盒	-15.5%
统一绿茶 500ml	2.2/瓶	2.8/瓶	-21.4%
元气森林白桃味 439ml	3.9/瓶	4.4/瓶	-11.2%
东方树叶乌龙茶 500ml	4.5/瓶	5/瓶	-10.0%
红牛维生素风味饮料 250ml	4.5/罐	5.5/罐	-18.2%
农夫山泉天然水 1.5l	2.5/瓶	2.5/瓶	0.0%
统一来一桶红烧牛肉面 103g	3.6/桶	4.5/桶	-20.0%
奥利奥经典原味夹心饼干 97g	4.9/盒	5.5/盒	-10.1%
卫龙魔芋爽酸辣味 51g	2.5/包	2.1/包	20.2%
王小卤虎皮凤爪 68g	8.8/袋	8.7/袋	1.0%
乐事黄瓜味 35g	2.8/包	3.2/包	-13.0%
好丽友呀土豆 38g	2.9/包	3.2/包	-9.5%
益达无糖口香糖 98g	13.5/瓶	21.9/瓶	-38.3%
妙可蓝多奶酪棒原味 500g	49.8/500g	55.3/500g	-9.9%
平均值			-11.7%

资料来源: 草根走访, 申万宏源研究

白牌与自有品牌产品定价优势更大, 较常见品牌产品折价率更高。根据我们草根走访的情况显示, 赵一鸣零食超市的部分产品标化后的价格较线上淘宝销售价格更低, 折价率平均在 % 左右, 体现了突出的高性价比。

表 10：赵一鸣部分白牌产品与淘宝线上销售价格比较（单位：元）

产品类别	产品规格	赵一鸣 产品价格	淘宝 标化后价格	折价率
饮料	菲诺椰子水 1000g	9.9/盒	15.6/盒	-36.5%
	菲诺零糖小椰乳 1000g	9.9/盒	14.5/盒	-31.9%
	海河天津卫酸奶 150g	3.6/瓶	5.3/瓶	-32.3%
果冻、罐头	妙妙桔圆果冻桔子味散称 500g	9.9/500g	12.6/500g	-21.3%
	樱桃小丸子什锦果冻 500g	8.8/500g	8.7/500g	0.9%
	天天罐养黄桃罐头 312g*3 罐	9.9/排	19.9/排	-50.3%
糖果、点心	中宝散称芒果干 500g	29.8/500g	38.7/500g	-23.0%
	麦德好冰淇淋味丸子 65g	4.9/袋	6.6/袋	-25.9%
	君年旺藻糖山药饼 228g	3.9/盒	7.4/盒	-47.3%
	品味本铺岩烧芝士脆饼干 116g	5.9/盒	6.7/盒	-11.3%
	咔嚓卡曼咸味蛋黄酥蛋卷 64g	4.5/盒	3.4/盒	34.2%
	莎布蕾猫舌曲奇生巧味 54g	5.9/盒	8.4/盒	-29.7%
	谜语冻干草莓牛奶巧克力 45g	4.9/盒	8.9/盒	-44.7%
肉制品	万市香超干风干牛肉原味 500g	168/500g	146.1/500g	15.0%
	豪味来猪肉脯黑胡椒味 100g	9.8/包	11.9/包	-18.0%
	牛头牌卤汁牛肉原味 52g	6.9/包	10.8/包	-36.2%
	辣媳妇山椒凤爪 100g	4.5/袋	5.9/袋	-23.7%
	平均值			-24.6%

资料来源：草根走访，申万宏源研究

自有品牌产品主要涉及饮料、酒、即时零食和其他部分日用快消品类，单件价格（标准化后）较市场上常见品牌的其他产品折价约 54%左右，价格优势更为显著。但自有品牌产品销售也对公司在选品、消费品品牌心智教育等方面提出了更高的要求。

表 11：鸣鸣很忙自有产品价格较市场上常见品牌产品价格折价率一览（单位：元）

鸣鸣很忙产品	常见品牌产品（淘宝）	鸣鸣很忙价格	常见品牌标化后价格	折价率
鸣鸣很忙乌龙茶 600ml	三得利无糖乌龙茶	1.9/瓶	4.2/瓶	-54.7%
鸣鸣很忙迷你风干牛肉 50g	蒙都风干牛肉	9.9/包	21.5/包	-53.8%
鸣鸣很忙青梅酒 350ml	梅见青梅酒	9.9/瓶	20.8/瓶	-52.5%
鸣鸣很忙人参枸杞酒 350ml	劲牌 52 度人参枸杞酒	9.9/瓶	24.9/瓶	-60.2%
鸣鸣很忙青梅气泡酒 318ml	梅见时光气泡梅酒 5 度	5.9/瓶	7.6/瓶	-22.5%
鸣鸣很忙皮尔森啤酒 500ml	青岛皮尔森啤酒	3.5/罐	8.9/罐	-60.5%
鸣鸣很忙德式小麦原浆精酿啤酒 1l	鲜啤 30 公里精酿原浆啤酒德式小麦	6.9/瓶	28.2/瓶	-75.5%
鸣鸣很忙手作纸皮烧卖 330g	五芳斋虾仁烧麦	8.9/袋	18/袋	-50.5%
平均值				-53.8%

资料来源：草根走访，申万宏源研究

4. 募集资金用途：供应链能力提升，加盟商赋能与品牌建设推广加强

根据公司公告，公司募投资金将主要围绕包括：①提升供应链能力；②门店网络升级；③品牌建设推广；④提升科技能力和数字化水平；⑤寻求战略投资和收购机会 五个涉及公司业务推进的核心内容展开。未来公司将有望在供应链、加盟商赋能、品牌推广、数字化能力等方面进一步提升自身核心竞争力。

表 12：公司港股上市公司募资资金情况和主要用途

募集资金使用比例	用途	资金使用重点方向与内容
25%	提升供应链能力及提高产品开发能力	自建智慧物流园区，新建或租赁仓库，升级自动化仓储和物流系统，并相应配备仓储管理人员
		发展产品开发能力，增加加盟店产品种类及销售，招聘约 100 名食品科学领域及食品饮料选品方面的专长人员
20%	门店网络升级，持续赋能加盟商	优化门店陈列，提升品牌全国影响力
		支持、赋能门店网络
		升级加盟商合门店的培训体系
20%	品牌建设及推广活动	提升“零食很忙”和“赵一鸣零食”的品牌形象和消费者认知，投放品牌广告
		扩大会员规模，提升会员活跃度
20%	提升科技能力和数字化水平	数字化系统的基础设施建设
		招聘约 400 名信息技术方面的专业人才
5%	有选择性地寻求与业务互补的战略投资和收购机会	考虑与上游食品饮料制造商合作
10%	营运资金及其他一般企业用途	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们拆分两大品牌进行假设和预测：

①“零食很忙”：当前公司“零食很忙”在湖南、江西等区域已深耕多年，未来在优势市场更多将依靠门店加密布局；而在部分“新兴”市场，门店依然有一定程度的拓展空间。我们预计“零食很忙”品牌 2025-2027 年营业收入分别为 266.3/328.5/371.1 亿元，同比 +52%/+23%/+13%。

②“赵一鸣零食”：凭借店型的优化和升级，门店拓展的速度更快，订单总数与 GMV 总额更高，预计未来仍将维持较快的收入增速。我们预计“赵一鸣零食”品牌 2025-2027 年营业收入分别为 365.3/470.3/553.7 亿元，同比+68%/+29%/+18%。

利润端假设：

①**毛利率**：随着公司扩店扩规模下的采购规模扩大，在供应链和仓储物流布局进一步完善的背景下，公司采购和物流成本有望进一步优化；加之白牌、自有品牌产品占比上升对提升毛利率的正向贡献，我们假设公司 2025-2027 年整体毛利率分别为 10.0%/10.2%/10.5%。

②**费用率**：营销投入仍是公司重要的品牌认知与影响力扩大的贡献来源，预计销售费用率维持相对较高水平；管理费用率整体维持稳定；自有品牌产品的推出或将带来研发费用的增加。

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 631.64/798.83/924.82 亿元，同比+60.5%/+26.5%/+15.8%；实现归母净利润 22.92/30.89/37.43 亿元，同比增速分别为 174.9%/34.8%/21.2%。

表 13：公司收入拆分与成本、费用关键假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10295.3	39343.5	63164.3	79883.4	92482.1
同比		282.1%	60.5%	26.5%	15.8%
零食很忙					
营业收入	9247.9	17576.2	26634.9	32849.8	37111.3
同比		90.1%	51.5%	23.3%	13.0%
占比	89.8%	44.7%	42.2%	41.1%	40.1%
赵一鸣零食					
营业收入	1047.4	21767.3	36529.3	47033.7	55370.8
同比		1978.2%	67.8%	28.8%	17.7%
占比	10.2%	55.3%	57.8%	58.9%	59.9%
综合毛利率	7.50%	7.62%	10.00%	10.20%	10.50%
销售费用率	3.16%	3.75%	-3.70%	-3.70%	-3.70%
管理费用率	1.14%	0.99%	-1.30%	-1.20%	-1.20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.2 估值分析

我们选取了 A 股与港股市场中主营业务类似食品饮料上市公司作为可比公司，包括万辰集团、三只松鼠、盐津铺子、卫龙美味（港股）。参考可比公司平均估值水平（2025-2027 年归母净利润对应 PE 平均值分别为 32X/24X/19X）。考虑到公司业务成长性较强，我们采用 PEG 估值。我们所选取的可比公司对应 2026 年平均 PEG 为 0.96，公司 2026 年 PEG 为 0.87，对应当前市值约有 10% 的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 14: 可比公司相对估值表

公司简称	股票代码	收盘价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE			2025-2027 CAGR	2026 PEG
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
万辰集团	300972.SZ	206.2	394.4	7.2	9.6	12.1	29	21	17	29%	0.74
三只松鼠	300783.SZ	22.8	91.6	0.4	0.6	0.8	56	39	29	40%	0.99
盐津铺子	002847.SZ	67.3	183.4	2.8	3.3	3.9	24	20	17	18%	1.15
卫龙美味	9985.HK	11.2	306.6	0.6	0.7	0.8	19	16	14	17%	0.96
平均值							32	24	19		0.96
鸣鸣很忙	1768.HK	346.8	840.9	10.6	14.3	17.4	33	24	20	28%	0.87

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 货币均为人民币; 收盘价日期 2026 年 2 月 12 日; 可比公司 EPS 数据参考 Wind 一致预期。

6. 风险提示

①**行业竞争加剧**。新的竞争对手通过经营经验、品牌认知度、供应商关系、产品选择等方面的优势在部分地区拥有更高渗透率或更多的市场资源，将影响公司的利润率和市场份额，并影响公司的品牌认知度。

②**新店型接受度低于预期**。以全品类折扣超市为主要方向的新转型对公司原先构建在零食体系上的经营、客群体系是新的挑战。若新的店型在消费者中的接受度低于此前预期，将对销售收入造成影响。

③**食品安全事件**。公司的加盟商、供应商或其他业务合作伙伴若未能维持食品安全及质量，可能会对公司品牌、业务及财务情况造成重大不利影响。

合并利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,295	39,344	63,164	79,883	92,482
主营收入	10,295	39,344	63,164	79,883	92,482
营业成本	-9,523	-36,344	-56,848	-71,735	-82,771
销售和管理费用	-443	-1,867	-3,158	-3,914	-4,532
研发费用	0	0	-63	-80	-92
其他经营损益	6	23	38	48	37
财务费用	-3	-7	31	60	68
投资收益	-8	4	19	28	7
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他非经常性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	325	1,152	3,183	4,290	5,199
所得税	-107	-323	-891	-1,201	-1,456
净利润	218	829	2,292	3,089	3,743
少数股东损益及其他	0	-5	0	0	0
归属普通股股东净利润	217	834	2,292	3,089	3,743

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,895	6,114	8,462	12,031	16,172
现金及等价物	1,721	1,936	4,218	6,565	10,066
应收款项	532	2,469	1,195	1,563	1,870
存货净额	632	1,674	3,014	3,868	4,200
其他流动资产	10	35	35	35	35
非流动资产	3,804	4,054	4,282	4,476	4,656
长期投资	62	76	76	76	76
固定资产	53	158	386	580	760
投资物业	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	3,510	3,636	3,636	3,636	3,636
其他非流动资产	179	185	185	185	185
资产总计	6,699	10,168	12,744	16,507	20,828
流动负债	1,624	3,904	4,164	4,818	5,376
短期借款	0	491	500	500	500
应付款项	1,549	3,302	3,596	4,234	4,788
其他流动负债	75	111	68	85	88
非流动负债	480	536	560	580	600
负债合计	2,104	4,440	4,724	5,398	5,976
股本	15	25	218	218	218
总储备	4,572	5,703	7,802	10,891	14,634
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	7	0	0	0	0
权益总额	4,595	5,728	8,020	11,109	14,852
负债和股东权益合计	6,699	10,168	12,744	16,507	20,828

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	218	829	2,292	3,089	3,743
加：折旧摊销减值			42	56	70
利息净支出			-31	-60	-68
投资损失			-19	-28	-7
营运资本变动			227	-584	-85
其他经营现金流			11	0	0
经营活动现金流	590	-230	2,522	2,473	3,653
资本开支			-270	-250	-250
其他投资现金流					
投资活动现金流	175	-159	-251	-222	-243

支付股利和利息			31	60	68
其它融资现金流			-20	36	23
融资活动现金流	568	604	11	97	91
净现金流	1,333	215	2,282	2,347	3,501

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。