

# 盈利弹性持续兑现

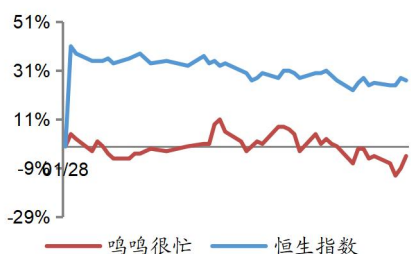
—鸣鸣很忙 2025 年报点评

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2026-04-07

收盘价 (港元)	382.00
近 12 个月最高/最低 (港元)	461.20/345.60
总股本 (百万股)	218
流通股本 (百万股)	216
流通股比例 (%)	99.15
总市值 (亿港元)	832
流通市值 (亿港元)	825

## 公司价格与恒生指数走势比较



分析师: 邓欣

执业证书号: S0010524010001

邮箱: dengxin@hazq.com

联系人: 郑少轩

执业证书号: S0010124040001

邮箱: zhengshaoxuan@hazq.com

## 相关报告

1. 鸣鸣很忙 (1768.HK): 引领零食高质平价革命, 拓店与店效齐头并进  
2026-03-10

## 主要观点:

### ➤ 公司发布 2025 年业绩:

- **25Q4:** 收入 197.99 亿元, 同比增长 53.7%; 归母净利润 7.70 亿元, 同比增长 126.4%; 经调净利润 8.82 亿元, 同比增长 131.1%。
- **25 年:** 收入 661.70 亿元, 同比增长 68.2%; 归母净利润 23.29 亿元, 同比增长 179.4%; 经调净利润 26.92 亿元, 同比增长 195.0%。

### ➤ 25 年业绩符合招股书预告。

### ● 收入: 拓店高增+同店改善

- **拓店高增持续:** 25Q4 公司净新增门店 2431 家, 25H1/25Q3 各净新增门店 2389/2734 家, 25 年合计净新增 7554 家达 21948 家。公司拓店策略为深耕下沉市场同时开拓高线市场, 一线及新一线/二线/三线及以下城市 25 年各净新增门店 1648/1451/4455 家, 三线以下城市门店占比 65.5% (同比-3.4pct)。全年闭店率 1.5% (同比-1.1pct), 公司通过精细化运营持续降低闭店率, 加盟商维持高合作意愿。

- **单店降幅收窄:** 25Q4 公司单店营收 31.5 万元/月, 同比/环比各 -1.6%/-5.2%, 25H1/25Q3 单店营收各同比-6.0%/-5.8%, 公司单店营收降幅大幅收窄, 主因货盘优化+运营提效。25 全年单店营收 361 万元/年, 同比-3.2%。我们预计春节旺销带动下 **26Q1** 单店将延续改善趋势。

### ● 盈利: 25Q4 单季盈利创历史新高

- **毛利端:** 25Q4 公司毛利率达 10.1%, 同比提升 1.5pct, 25H1/25Q3 毛利率各 9.3%/10.3%, 反映公司规模效应强化且成本管控能力提升。25 年公司毛利率同比提升 2.2pct 至 9.8%。
- **净利端:** 25Q4 公司归母净利率达 3.9%, 同比/环比各提升 1.2/0.2pct, 25H1/25Q3 归母净利率各 3.1%/3.7%。剔除股份支付与上市开支后, 公司 25Q4 经调净利率达 4.5%, 同比/环比各提升 1.5/0.2pct, 25H1/25Q3 经调净利率各 3.7%/4.2%。公司 **25Q4 盈利能力创历史新高**。从期间费率看, 25Q4 公司销售/管理费率各同比-0.5/+0.2pct, 销售费率延续 25Q3 下降趋势, 管理费率略有提升主因上市开支。25 年公司归母/经调净利率各为 3.5%/4.1%, 分别同比提升 1.4/1.7pct, 提升速度显著。

### ● 投资建议: 维持“买入”

#### ➤ 我们的观点:

通过精细化运营深化, 公司单店修复趋势明确; 全国加密空间显著, 26Q1 公司拓店顺利, 我们预计 26 年末公司门店约 2.7 万家, 净新增约 5000 家。同时, 公司仍有店型突破潜在期权, 当前 PEG 远低于 1, 维持买入!

**盈利预测:** 我们更新盈利预测, 预计公司 26-28 年实现营业总收入 894.35/1046.75/1154.82 亿元 (26-27 年原值 871.82/1013.05 亿元), 同比增长 35.2%/17.0%/10.3%; 实现归母净利润 36.48/46.67/54.82 亿元 (26-27 年原值 33.75/44.20 亿元), 同比增长 56.6%/27.9%/17.5%; 当前股价对应归母净利润 PE 分别为 20/16/13 倍; 若还原股份支付与上市开支后, 经调净利润 40.08/48.78/56.77 亿元, 同比增长 48.9%/21.7%/16.4%, 当前股价对应经调净利润 PE 分别为 18/15/13 倍, 维持“买入”评级, 重点推荐!

● **风险提示:** 拓店/同店压力、品类拓展、竞争加剧、食品安全。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	66170	89435	104675	115482
收入同比 (%)	68.2%	35.2%	17.0%	10.3%
归属净利润	2329	3648	4667	5482
归母净利润同比 (%)	179.4%	56.6%	27.9%	17.5%
ROE (%)	28.81%	31.09%	28.46%	25.05%
每股收益 (元)	11.79	16.75	21.42	25.16
市盈率 (P/E)	未上市	20.06	15.68	13.35

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2026 年 4 月 3 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万人民币			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	8,153	15,235	20,218	26,388	
现金	3,737	7,501	11,593	17,069	
应收账款及票据	7	208	193	198	
存货	2,490	3,787	4,219	4,650	
其他	1,919	3,740	4,212	4,471	
<b>非流动资产</b>	4,448	4,580	4,699	4,810	
固定资产	467	562	648	725	
无形资产	3,750	3,758	3,765	3,772	
其他	230	260	286	313	
<b>资产总计</b>	12,601	19,815	24,916	31,198	
<b>流动负债</b>	3,997	7,570	8,013	8,821	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	1,177	2,732	2,844	3,067	
其他	2,820	4,838	5,169	5,754	
<b>非流动负债</b>	519	519	519	519	
长期债务	0	0	0	0	
其他	519	519	519	519	
<b>负债合计</b>	4,517	8,089	8,533	9,341	
普通股股本	200	200	200	200	
储备	7,884	11,532	16,199	21,680	
<b>归属母公司股东权益</b>	8,084	11,732	16,399	21,880	
少数股东权益	0	-6	-15	-23	
股东权益合计	8,084	11,725	16,384	21,857	
负债和股东权益	12,601	19,815	24,916	31,198	

现金流量表		单位:百万人民币			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流</b>	0	4,047	4,354	5,723	
净利润	2,329	3,648	4,667	5,482	
少数股东权益	0	-6	-8	-8	
折旧摊销	0	247	257	266	
营运资金变动及其他	-2,329	159	-561	-16	
<b>投资活动现金流</b>	0	-282	-263	-247	
资本支出	0	-350	-350	-350	
其他投资	0	67	87	103	
<b>筹资活动现金流</b>	0	0	0	0	
借款增加	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	
其他	0	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	0	3,764	4,091	5,476	

利润表		单位:百万人民币			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业收入</b>	66,170	89,435	104,675	115,482	
其他收入	0	0	0	0	
<b>营业成本</b>	59,665	80,078	93,282	102,567	
销售费用	2,397	3,175	3,664	3,984	
管理费用	926	1,207	1,361	1,444	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	14	0	0	0	
<b>除税前溢利</b>	3,254	5,057	6,470	7,602	
所得税	925	1,416	1,812	2,129	
<b>净利润</b>	2,329	3,641	4,658	5,473	
少数股东损益	0	-6	-8	-8	
<b>归属母公司净利润</b>	2,329	3,648	4,667	5,482	
EBIT	3,268	5,057	6,470	7,602	
EBITDA	3,268	5,304	6,727	7,868	
EPS (元)	11.79	16.75	21.42	25.16	

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	68.19%	35.16%	17.04%	10.32%
归属母公司净利润	179.37%	56.61%	27.94%	17.46%
<b>获利能力</b>				
毛利率	9.83%	10.46%	10.88%	11.18%
销售净利率	3.52%	4.08%	4.46%	4.75%
ROE	14.25%	28.81%	31.09%	28.46%
ROIC	28.94%	31.06%	28.43%	25.04%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.84%	40.83%	34.24%	29.94%
净负债比率	-46.22%	-63.97%	-70.76%	-78.09%
流动比率	2.04	2.01	2.52	2.99
速动比率	1.41	1.51	1.99	2.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	5.81	5.52	4.68	4.12
应收账款周转率	824.54	830.70	521.55	589.43
应付账款周转率	44.66	40.97	33.46	34.70
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	11.79	16.75	21.42	25.16
每股经营现金流	0.00	18.58	19.99	26.27
每股净资产	37.11	53.86	75.28	100.44
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	20.06	15.68	13.35
P/B	0.00	6.24	4.46	3.34
EV/EBITDA	-1.14	12.38	9.16	7.13

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学博士，曾任职广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。