

万辰集团 (300972.SZ) 切入零食量贩赛道，迈向高增长新篇章

2025年01月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

陈钟山（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

chenzhongshan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524040001

日期	2025/1/6
当前股价(元)	78.06
一年最高最低(元)	84.43/17.69
总市值(亿元)	140.50
流通市值(亿元)	121.58
总股本(亿股)	1.80
流通股本(亿股)	1.56
近3个月换手率(%)	154.94

● 零食量贩赛道龙头，收入高速增长，首次覆盖给予“增持”评级

万辰集团以菌类业务起家，通过快速整合区域知名零食量贩品牌切入零食量贩赛道，在苏皖基地市场建立稳固地位，并借助原有优势不断拓展外省，北方“两山两河”市场布局迅速，具备先发优势，叠加公司不断完善供应链建设，规模效应与运营效率提升下市场份额进一步提升，利润逐步兑现。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.9、4.5、7.9亿元，同比增长333.4%、134.5%、73.6%，当前股价对应PE分别为72.6、31.0、17.8倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 零食量贩本质为折扣零售，决胜于规模与效率

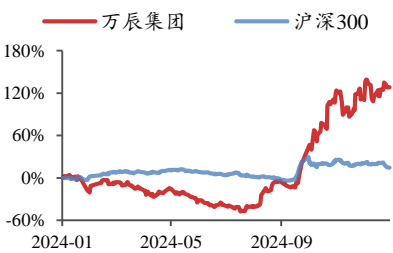
渠道变革下零食量贩高速发展，其本质为硬折扣模式零售，低价走量的销售本质下，决定胜出关键在于规模与效率，即快速复制门店放大销量，并通过洞察动销优化选品，仓储物流等供应链方面建设提升经营效率。竞争格局上，目前很忙系与万辰系规模领先，零食有鸣、糖巢、零食优选紧随其后，呈现“两超多强”格局。地区维度上，目前南方湘赣市场竞争激烈，而北方市场由于起步较晚，当前处于跑马圈地阶段，仍有较多空白市场待挖掘，具备先发优势的企业有望获得较大市场份额，我们测算全国潜在门店空间，预计仍有较大成长潜力。

● 公司在北方市场具备先发优势，拓店空间广阔，经营效率提升

拓店方面，公司通过苏皖基地市场向河南、山东辐射，布局较其他品牌早，具备先发优势，目前已在“两山两河”具备规模，未来持续加密下并继续向周边北方市场辐射而获广阔份额。供应链方面，公司拥有成熟选品采购体系与选品团队，战略合作头部餐饮企业，议价能力强，公司具备31个仓储中心，超50万平面积，仓配布局行业领先，且随着门店密度提升供应链效益不断显现。公司盈利方面，目前随着规模增长与效率提升，公司2024Q3净利润已明显释放，预计未来随着店效提升和降费增效，利润率仍有进一步提升空间。

● 风险提示：拓店速度不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	549	9,294	27,850	46,923	55,898
YOY(%)	26.4	1592.0	199.7	68.5	19.1
归母净利润(百万元)	48	-83	194	454	788
YOY(%)	103.6	-273.7	333.4	134.5	73.6
毛利率(%)	16.0	9.3	9.6	11.3	11.4
净利率(%)	8.7	-0.9	0.7	1.0	1.4
ROE(%)	6.2	-12.6	22.2	34.2	40.5
EPS(摊薄/元)	0.27	-0.46	1.08	2.52	4.38
P/E(倍)	294.6	-169.6	72.6	31.0	17.8
P/B(倍)	21.0	21.8	12.8	9.1	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 万辰集团：零食量贩新篇章，转型迈向高增长.....	4
1.1、 食用菌业务起家，转型布局零食量贩.....	4
1.2、 股权集中稳定，合资绑定团队.....	5
2、 零食量贩：“两超多强”格局，行业长期空间广阔.....	7
2.1、 生意逻辑：低毛利高周转的硬折扣模式，关键在于规模与效率.....	7
2.2、 竞争格局：两超多强格局已形成，南方市场竞争激烈.....	11
3、 公司展望：具备广阔开店空间，盈利能力持续改善.....	13
3.1、 北方市场已打开，远期存在广阔开店空间.....	13
3.2、 选品采购与仓储物流建设完善，具备供应链优势.....	16
3.3、 规模效应与效率提升，盈利能力持续改善.....	17
4、 盈利预测与投资建议.....	19
5、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 万辰集团 2022 年布局零食量贩业务.....	4
图 2： 零食量贩业务带动收入高增（亿元，%）.....	4
图 3： 公司零食业务占比提升迅速.....	4
图 4： 公司为家族企业，实控人为王泽宁.....	5
图 5： 公司通过合资方式快速扩展零食量贩业务.....	6
图 6： 2020 年后人均消费支出有所波动.....	7
图 7： 预计零食行业整体 2022-2027 年增速有所放缓.....	7
图 8： 零食量贩渠道从 2020 年开始高速发展.....	8
图 9： 零食量贩硬折扣模式供应链环节较少，整体加价率更低.....	9
图 10： 零食很忙通过大牌低价引流、其他品牌贡献利润的产品策略提升同店销售.....	10
图 11： 零食很忙门店定期考核公示.....	10
图 12： 好想来品牌外省加盟做异地扩张.....	10
图 13： 很忙系与万辰系门店数领先其他品牌（家）.....	11
图 14： 很忙系与万辰系合计占比超 65%.....	11
图 15： 主要品牌基地与其他市场门店数对比（家）.....	11
图 16： 主要品牌在基地市场占有率超 40%.....	11
图 17： 零食量贩品牌头部品牌在全国各经济相对发达省份均有所布局.....	12
图 18： 好想来开店成功率高于零食很忙.....	14
图 19： 好想来拓店速度较快（家/月）.....	14
图 20： 好想来在苏皖基地市场占有率达 63.7%.....	14
图 21： 好想来在“两山两河”地区规模已打开（家）.....	14
图 22： 公司苏皖市场具先发优势下，向周边区域逐步扩张.....	15
图 23： 好想来采购选品体系完善.....	16
图 24： 消费者对好想来门店选品反馈正向.....	16
图 25： 公司与各大零食饮料头部品牌建立业务合作.....	16
图 26： 公司仓储面积行业领先（万平）.....	17
图 27： 公司 2025 年仓储辐射能力预计达 12000+家.....	17

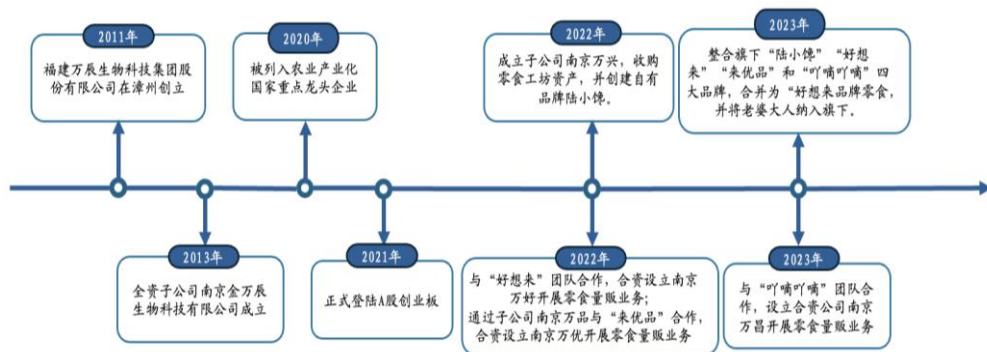
图 28: 零食量贩业务收入高增	17
图 29: 零食量贩业务毛利率持续提升	17
图 30: 零食量贩业务销售费用率逐渐降低.....	18
图 31: 2024Q3 公司零食量贩业务净利润已大幅回正.....	18
图 32: 公司零食量贩业务扣除股权激励费用后净利润持续提升 (亿元)	18
图 33: 零食量贩业务销售净利率持续提升.....	18
表 1: 管理层具多年零食企业经验	5
表 2: 公司旗下有多家零食量贩品牌	7
表 3: 零食量贩各品牌近 3 年高速发展	8
表 4: 对比传统商超, 零食量贩性价比凸显.....	9
表 5: 散称品类销售占比高	9
表 6: 我们测算, 预计行业开店空间或可达 6 万家以上.....	12
表 7: 好想来加盟商门店政策在拓店投入、毛利率方面有一定优势 (单位: 元)	13
表 8: 中性假设下公司具备 2-3 倍开店空间	15
表 9: 业务拆分看, 零食量贩预计贡献未来大部分收入利润.....	19
表 10: 对比万辰集团与可比公司估值平均水平, 万辰集团 2025、2026 年估值更低.....	19

1、万辰集团：零食量贩新篇章，转型迈向高增长

1.1、食用菌业务起家，转型布局零食量贩

公司为食用菌养殖企业，2022年进军零食量贩赛道。公司于2011年于福建漳州成立，其原名万辰生物，以金针菇等食用菌业务为主，系农业产业化国家重点龙头企业，2021年在创业板上市。2022年公司布局零食量贩赛道，成立自有品牌“陆小馋”，并陆续与“好想来”、“来优品”、“吡嘀吡嘀”团队合作，2023年，公司整合旗下四品牌，合并为“好想来品牌零食”，并收购“老婆大人”，不断壮大其零食量贩板块。

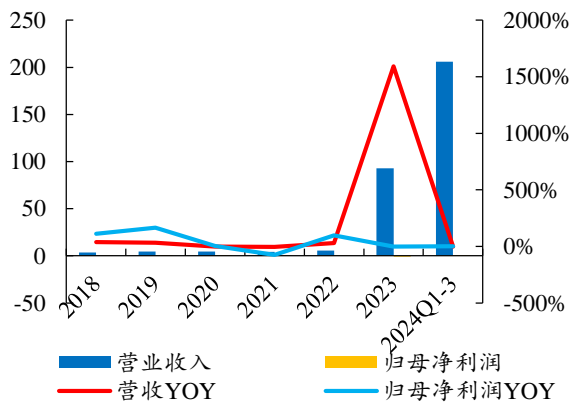
图1：万辰集团 2022 年布局零食量贩业务



资料来源：公司公告、公司官网等、开源证券研究所

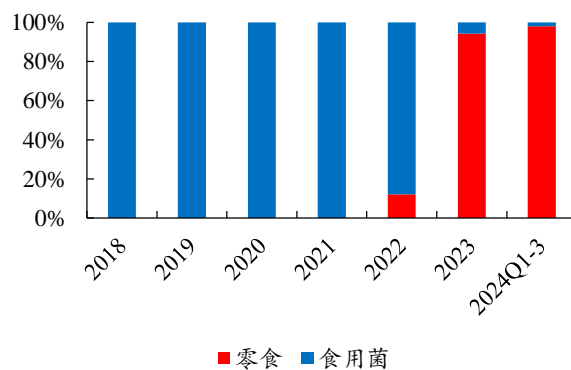
零食量贩业务发展迅猛，带动收入高增。公司在布局零食量贩板块前，其食用菌业务近年来稳定贡献 5 亿左右收入，布局零食量贩后，带动整体收入大幅提升，公司 2023 全年营收达 93 亿，同比增速高达 1592%，其中零食业务贡献 88 亿，占比超 90%，2024Q1-3 营收 206.13 亿元，零食收入 202.28 亿，预计零食业务继续带动 2024 全年营收迈向新台阶，由于零食板块目前还处于快速扩张阶段，费用投入大幅增加且少数股东占比较大等因素致归母净利润低，后期随着经营逐渐稳定，盈利能力有望提升。

图2：零食量贩业务带动收入高增（亿元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司零食业务占比提升迅速

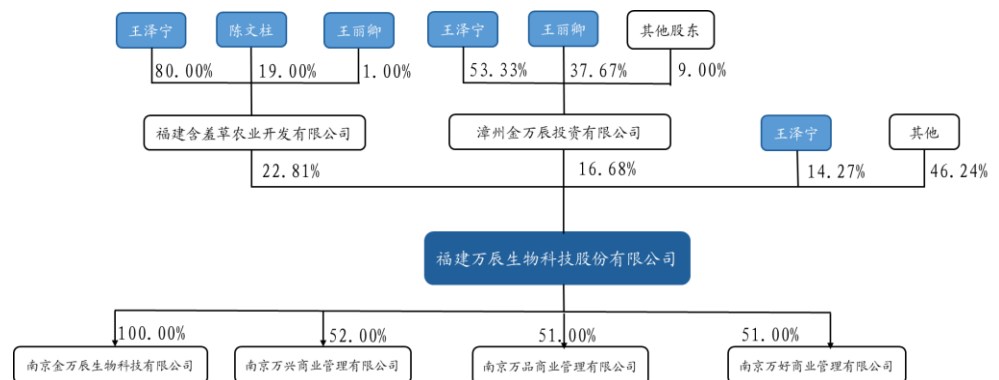


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、股权集中稳定，合资绑定团队

公司为家族企业，股权集中稳定，管理层具多年零食经验。根据公司披露，王泽宁先生通过直接持股或持有福建含羞草、漳州金万辰股权间接持有公司股权，其姑姑王丽卿通过持有福建含羞草、漳州金万辰股权而间接持有公司股权，其表叔陈文柱通过持有福建含羞草股权而间接持有公司股权，根据测算截至 2024Q3 三人合计持股 52.26%，其中王泽宁共持股 41.41%，为公司最大股东。此外，公司董事长王健坤与公司董事林该春为公司实控人王泽宁父母，俩人在含羞草食品集团与零食工坊公司具有丰富管理经验，管理层在食品和连锁业态的相关经验可为万辰集团零食量贩业务开展保驾护航。

图4：公司为家族企业，实控人为王泽宁



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年三季度）

表1：管理层具多年零食企业经验

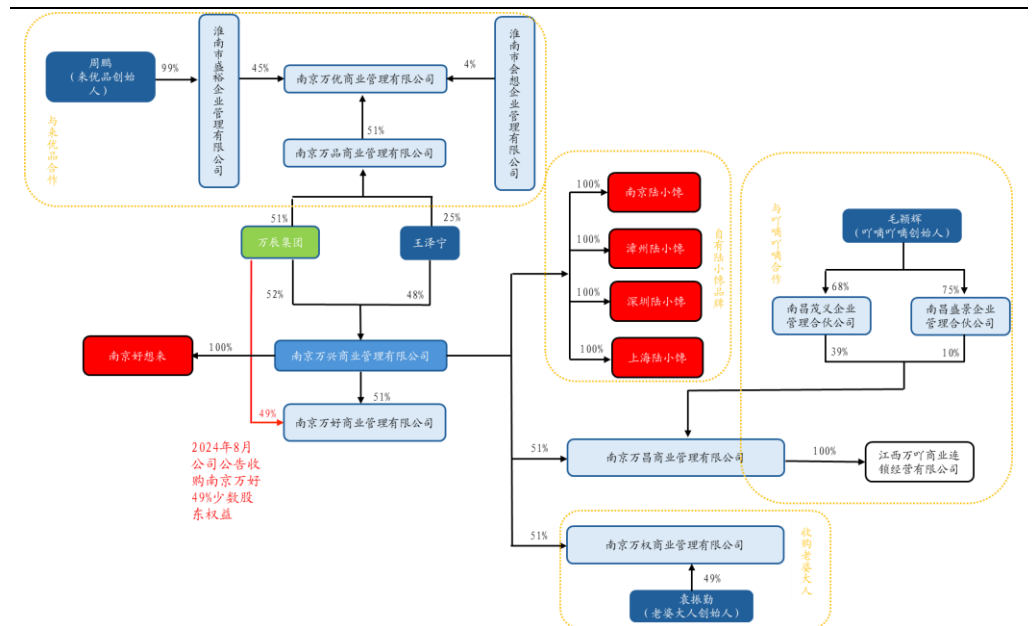
姓名	职务	主要从业经历
王健坤	董事长 董事	1968 年 5 月出生，中国香港居民，南京理工大学 MBA 毕业，硕士研究生学历。曾任福建农开发总经理，执行董事，福建东方食品执行董事，总经理，江苏含羞草食品执行董事兼总经理，上海含勋商务咨询有限公司（曾用名：上海含羞草食品有限公司）执行董事兼总经理，上海含羞草贸易执行董事兼总经理，青州市澳润福食品有限公司执行董事兼经理，漳州东方现代农产品物流股份有限公司董事，漳州东方恒信担保有限公司董事，闽商（漳州）创业投资股份有限公司监事，江苏和正生物科技有限公司董事，南京万兴商业管理有限公司执行董事。现任江苏省政协委员，福建含羞草农业开发有限公司执行董事，含羞草（江苏）食品有限公司执行董事兼总经理，南京金万辰生物科技有限公司执行董事，漳州金万辰投资有限公司执行董事兼总经理，东方国际（香港）股份有限公司董事，江苏零食工坊连锁食品有限公司董事，万辰生物董事长。
林该春	董事	1967 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。曾任南京含羞草食品有限公司执行董事，福建含羞草农业开发有限公司执行董事，总经理，福建东方食品集团有限公司总裁助理，南京金万辰生物科技有限公司执行董事，江苏零食工坊连锁食品有限公司董事长，南京万兴商业管理有限公司执行董事，漳州陆小饽量贩零食有限公司执行董事，南京陆小

姓名	职务	主要从业经历
王丽卿	董事 总经理	饽量贩零食有限公司执行董事，万辰生物董事。 1965年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。曾任福建东方食品集团有限公司副总经理，漳州含羞草食品有限公司总经理，福建万辰生物科技有限公司经理，上海含羞草贸易有限公司监事，漳州含羞草进出口贸易有限公司执行董事，福建海丽天食品有限公司执行董事兼总经理，漳州金万辰投资有限公司执行董事兼总经理。现任公司董事，总经理，南京含羞草食品有限公司监事，南京金万辰生物科技有限公司总经理，福建海丽天食品有限公司监事，海之路（福建）食品有限公司监事。
王泽宁	董事 副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。曾任江苏含羞草执行董事兼总经理。现任公司董事，副总经理，南京万兴商业管理有限公司总经理，南京万品商业管理有限公司总经理，南京陆小饽量贩零食有限公司总经理，漳州陆小饽量贩零食有限公司经理。
陈文柱	董事	现任公司董事，福建农业开发经理。曾任南京含羞草采购经理，江苏含羞草董事，福建农开发执行董事。
蔡冬娜	副总经理	现任万辰生物副总经理，财务总监，董事会秘书。曾任漳州信德士集团有限公司财务经理，福建东方食品财务经理，财务总监。

资料来源：Wind、开源证券研究所

通过合资方式快速扩展零食量贩业务。除旗下“陆小饽”为自有品牌外，公司先后通过合资方式与“好想来”、“叮嘀叮嘀”、“来优品”区域强势品牌合作，借助初创管理团队经验快速扩展零食量贩业务，并特别约定若未来合资公司经营业绩良好，公司有权收回剩余49%股权。2023年9月，公司宣布旗下“陆小饽”、“好想来”“叮嘀叮嘀”、“来优品”四品牌战略合并，以“好想来品牌零食”统一运作，并收购“老婆大人”，合并后成为全国规模最大的零食量贩品牌之一。此外，2024年8月已将南京万好（好想来品牌）剩余49%股权收购，本次交易进一步整合公司内部资源，利于公司统筹资源配置和业务布局，提高整体运作效率。

图5：公司通过合资方式快速扩展零食量贩业务



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（截至2024年12月30日）

表2：公司旗下有多家零食量贩品牌

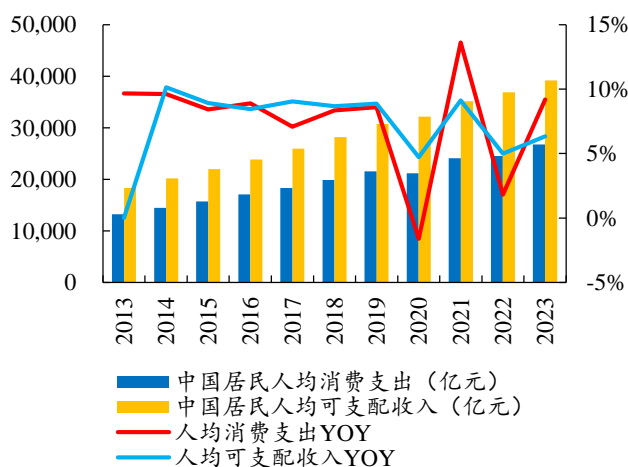
品牌	强势区域	股权关系
陆小饒	江苏	2022年8月通过设立子公司南京万兴，创立“陆小饒”零食量贩品牌
好想来	江苏	2022年11月，与“好想来”团队合作，通过子公司南京万兴合资设立南京万好开展零食量贩业务，其中南京万兴持股51%； 2024年8月，公司回收少数股东股权后，公司通过直接与间接持股合计持有南京万好75.52%的股权，南京万兴持有100%南京好想来股权。
来优品	安徽	2022年12月，与“来优品”合作，通过子公司南京万品合资设立南京万优开展零食量贩业务，其中南京万品持股51%
吡啱吡啱	江西	2023年4月与“吡啱吡啱”团队合作，设立合资公司南京万昌，南京万兴持股51%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

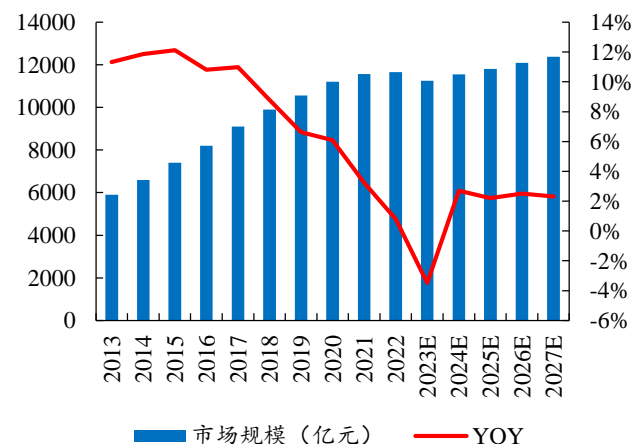
2、零食量贩：“两超多强”格局，行业长期空间广阔

2.1、生意逻辑：低毛利高周转的硬折扣模式，关键在于规模与效率

居民消费能力稳中有升，零食行业价减量升下规模持续微增。2013-2023年我国居民人均消费支出和人均可支配收入分别以7.3%、7.9%复合增速增长，2020年以来受到外部环境影响，居民人均消费支出和人均可支配收入增速均有所波动，在此背景下，零食消费降级趋势亦明显，零食行业市场规模2023年预计小幅下滑，零食作为可选消费，其尝鲜性与冲动即时属性明显，消费者零食支出对价格相对更敏感，在宏观经济走弱的背景下，消费者零食消费趋于理性，预计零食行业整体2022-2027年增速有所放缓，根据艾媒咨询测算，预计2024年我国零食行业规模1.16万亿，到2027年将达到1.24万亿，2024年-2027年CAGR为2.3%。

图6：2020年后人均消费支出有所波动


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：预计零食行业整体2022-2027年增速有所放缓


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

渠道经历多轮变革，当前零食量贩高速拓店。复盘过往零食渠道发展，大致分为以下几个阶段：**大流通时代（2000年前）**：改革开放后商品经济发展，线下流通渠道快速建设，彼时以小型超市和夫妻店等流通为主；**商超阶段（2000-2010年）**：居民收入与商品丰富度不断提升，海外商超巨头陆续进驻国内市场，并带动内资商超品牌发展，商超渠道成为当时主要渠道；**电商阶段（2010-2020年）**：互联网红利带动线上渠道快速发展，淘宝、京东等电商平台兴起，借助这些电商平台，三只松鼠、百草味等线上零食品牌涌现，成为零食行业重要的销售渠道，渠道份额快速增长；**零食量贩阶段（2020年-至今）**：受疫情影响下人流回归社区、电商去中心化叠加资本助力，高性价比零食量贩品牌迎来拓店潮，在线下渠道抢占较多传统商超份额。

图8：零食量贩渠道从2020年开始高速发展



资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

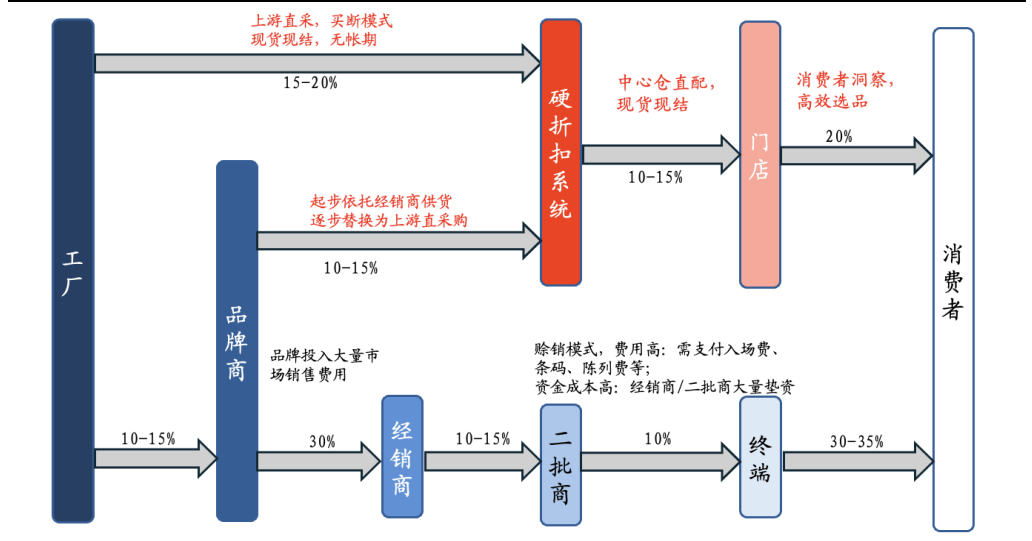
表3：零食量贩各品牌近3年高速发展

所属公司	品牌	成立时间	总部地点	门店数	布局地区	A轮融资情况
鸣鸣很忙	零食很忙	2017年	湖南长沙	4500+	湖南、江西、湖北等10省市	2021年4月获2.4亿A轮融资，由红杉中国与高榕资本联合领投。
	赵一鸣	2019年	江西宜春	4500+	江西、广东、安徽等11个省份	2023年2月获黑蚁资本、良品铺子1.5亿A轮融资
万辰生物	好想来品牌零食	2023年	江苏泰州	5000+	覆盖超6省份50余市区	
	老婆大人	2010年	浙江宁波	900+	主要集中于浙江省	
	零食有鸣	2019年	四川成都	2000+	布局10+省份70个城市	2021年11月获凯辉消费共创基金A轮战略投资
	糖巢	2011年	福建厦门	1000+	主要集中福建、广东、江西三省	

资料来源：灼识咨询、高德开放平台、FoodTalks 公众号、食品官公众号、开源证券研究所（注：门店数统计时间为2024年10月）

零食量贩为低毛利高周转的硬折扣模式。对比传统渠道，零食量贩渠道的供应链效率更高，零食量贩企业通过供应商直采，中心仓直配门店，缩减中间环节，且与上游供应商现货现结，减免产品入场费、条码费、陈列费，整体终端加价率低，以此让利消费者，从而实现终端价格更有优势，收获更多客流。零食量贩渠道在产品策略上，门店通过刚需品类和核心品牌零食低价引流，对消费者进行价廉物美的心智教育，其销售占比约 20-30%，其毛利率在所销产品中较低，而门店利润更多由白牌散称零食提供，该部分销售占比约 50-70%，毛利率较引流的大牌产品高，并通过定期更新迭代 SKU 持续挖掘消费者需求，从而实现零食量贩门店的高效周转和运营能力的稳步提升。

图9：零食量贩硬折扣模式供应链环节较少，整体加价率更低



资料来源：《中国零食硬折扣白皮书》、开源证券研究所

表4：对比传统商超，零食量贩性价比凸显

产品	沃尔玛	糖巢	降价幅度	平均降幅
农夫山泉 550ml	1.8 元	1.2 元	30.3%	
可口可乐 330ml	2.9 元	1.8 元	37.9%	
东方树叶 500ml	6 元	4.5 元	25.0%	20-40%
德芙巧克力 43g	9.99 元	7.0 元	29.9%	
卫龙小辣棒 50g	5.5 元	3.99 元	27.5%	

数据来源：各公司微信小程序、开源证券研究所（注：于 2024 年 11 月查询）

表5：散称品类销售占比高

品类	总部毛利率	门店毛利率	销售占比
散称零食	10-15%	20-40%	50-70%
定量零食	8-12%	19-22%	20-30%
酒水乳饮	6-10%	16-21%	15-20%
冷冻冷藏	8-12%	18-23%	<5%

数据来源：《中国零食硬折扣白皮书》、开源证券研究所

竞争核心在于规模与效率。零食量贩低毛利高周转的模式，决定其做大做强的关键首先在于规模的提升，即通过优秀的单店模型与强大的管理护航快速复制开店，足够大的门店规模，能够摊薄中心仓和物流的运营费用，同时较大的采购体量对供应商具有好的议价权。而随着行业后期门店饱和与竞争加剧，可能出现价格战下门店利润变薄，短期拓店红利减少，届时将对供应链建设与效率提出更高要求，而效率提升方面更注重选品效率与管理效率，其中选品效率的基础在于产品丰富以及高消费者洞察力下实现SKU迭代更新，管理效率在于数字化运营与门店标准化管理机制，零食量贩运营的规模与效率两大竞争要素相辅相成，零食量贩行业头部品牌持续积极开店，纷纷加密外扩，同时也在发力供应链建设，打造现代化物流仓以及数字化IT建设。

图10：零食很忙通过大牌低价引流、其他品牌贡献利润的产品策略提升同店销售

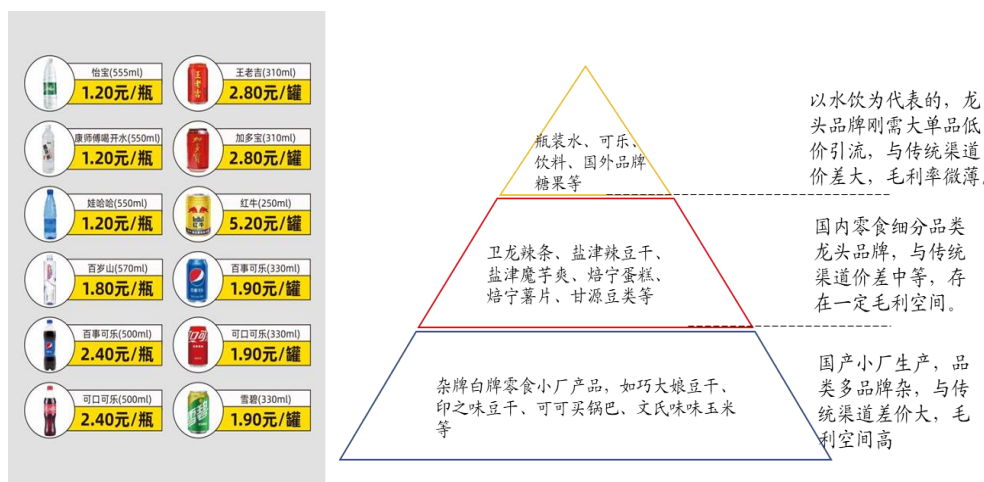


图11：零食很忙门店定期考核公示



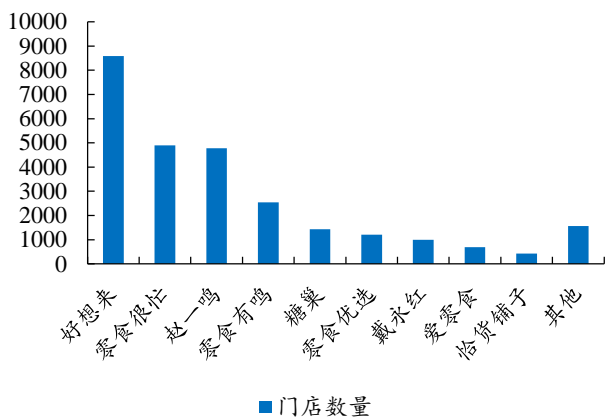
图12：好想来品牌外省加盟做异地扩张



2.2、竞争格局：两超多强格局已形成，南方市场竞争激烈

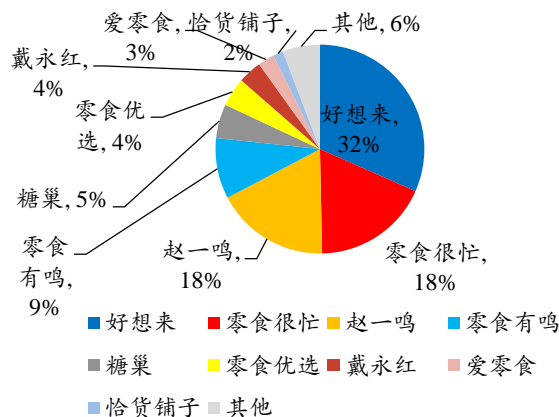
当前全国 26000+ 门店，两超多强格局已形成。通过调取高德平台数据获取到 20 家零食量贩品牌门店数，目前全国零食量贩门店数 26000+ 家，其中门店数 5000 家以上有很忙系（零食很忙和赵一鸣）与万辰系（好想来品牌与老婆大人），合计占比超 65%，门店数在 1000-5000 家中有零食有鸣、糖巢与零食优选、1000 家以下有戴永红、爱零食、恰货铺子等，呈现两超多强格局。

图13：很忙系与万辰系门店数领先其他品牌（家）



数据来源：高德开放平台、开源证券研究所（注：好想来统计时将未翻牌的叫嘀叫嘀、来优品与陆小馋合并计入；数据获取时间为 2024 年 10 月）

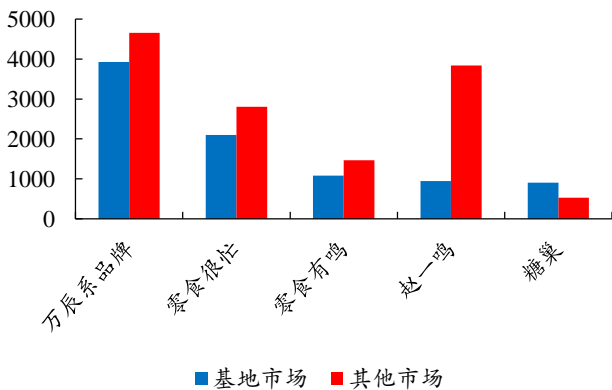
图14：很忙系与万辰系合计占比超 65%



数据来源：高德开放平台、开源证券研究所（注：数据获取时间为 2024 年 10 月）

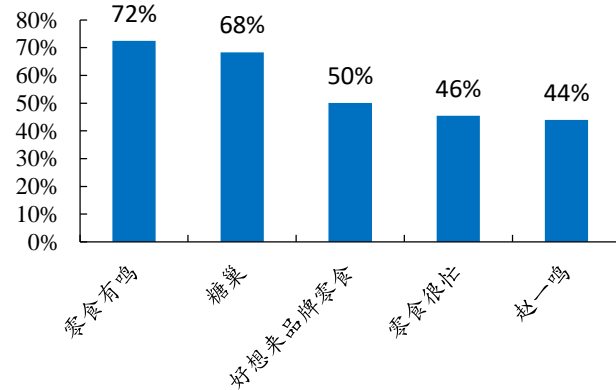
各品牌占稳基地市场后积极向外扩张，相互渗透。头部品牌在基地市场的渗透率超 40%，通过站稳基地市场后向周边地区扩张，各区域间品牌相互渗透。鸣鸣很忙集团（零食很忙+赵一鸣）基地区域为湖南与江西，目前推进布局两广地区，万辰集团旗下好想来零食品牌，基地市场为苏皖，持续拓展河南与山东。

图15：主要品牌基地与其他市场门店数对比（家）



数据来源：高德开放平台、开源证券研究所（注：数据获取时间为 2024 年 10 月）

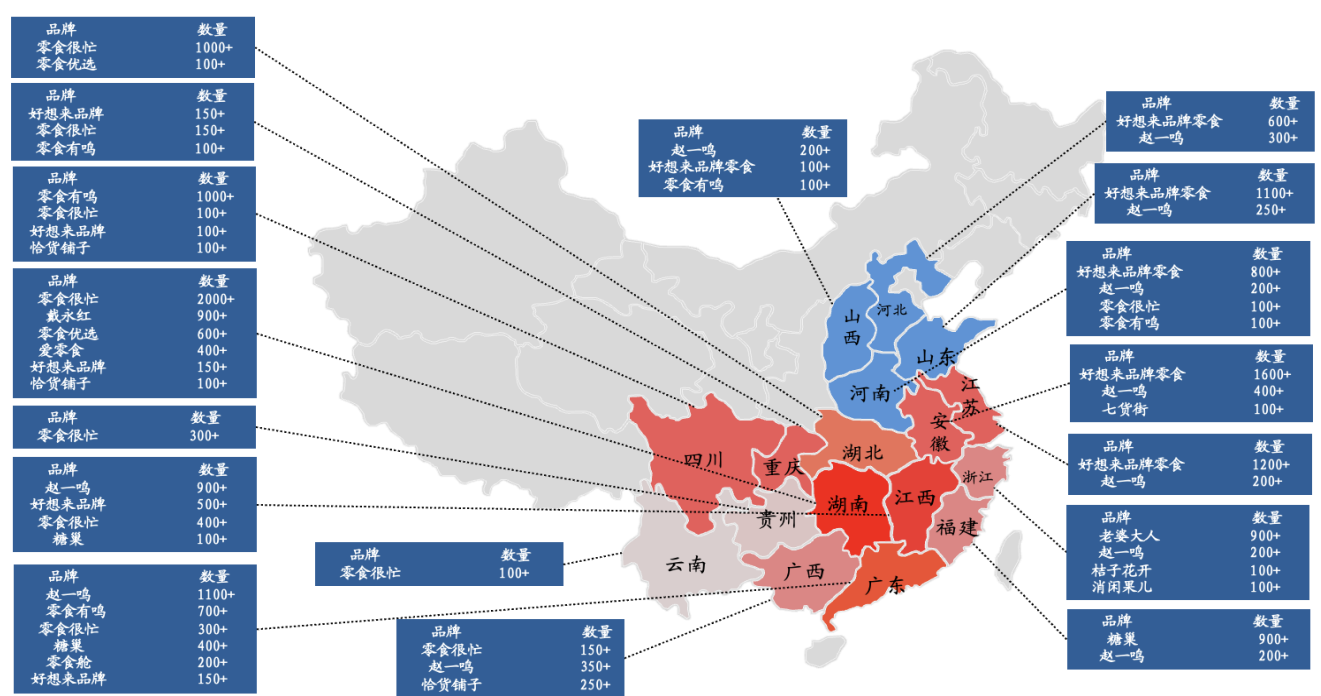
图16：主要品牌在基地市场占有率超 40%



数据来源：高德开放平台、开源证券研究所（注：数据获取时间为 2024 年 10 月）

南方市场竞争激烈，部分北方市场逐渐升温。从区域维度看：(1) 湖南地区目前门店超4600家，本省诞生最多零食量贩品牌，其中除了拥有头部品牌零食很忙外，还拥有立足本省的零食优选、戴永红等，竞争最为激烈，市场或已饱和；(2) 广东地区门店超3000家，虽无诞生本地品牌，但该市场却成为省外品牌对垒的重点区域；(3) 江西、江苏、安徽、浙江与四川地区，目前各自省内品牌加速布局，逐渐趋于饱和。(4) 其他南方城市如贵州、湖北与广西等，因紧邻四川、湖南与广东等激烈市场，多个品牌已涌入，发展迅速。(5) 北方市场中，山东、河南与河北等地区，市场潜力大，目前已被如头部品牌好想来快速布局，预计后续的竞争将逐步升温，而西北、东北等地目前覆盖较少，市场空间有待进一步挖掘。

图17：零食量贩品牌头部品牌在全国各经济相对发达省份均有所布局



数据来源：高德开放平台、开源证券研究所(注：每个市场只展示超100家门店数量的零食量贩品牌；数据获取时间为2024年10月)

行业拓店空间广阔，当下开店空间仍足。我们以湖南市场为标杆，目前湖南市场内门店数4613家，保守假设当前湖南门店数为饱和数量，其他市场通过对标湖南市场人均GDP水平与人口水平，得到GDP系数与人口系数并计算综合系数，且考虑到各自市场的地理因素与饮食文化差异给予一定修正，测算下行业开店空间或可达6万家以上，相较当前门店数量，市场开店空间仍足。

表6：我们测算，预计行业开店空间或可达6万家以上

省份	常住人口(万人)	人均GDP(元)	人口系数	GDP系数	综合系数	修正系数	门店空间	空间合计
湖南	6,568	75,938	1.0	1.0	1.0	1.0	4,613	
江西	4,515	71,216	0.7	0.9	0.8	1.0	3,633	69108
四川	8,368	71,835	1.3	0.9	1.1	0.5	2,636	

贵州	3,865	54,172	0.6	0.7	0.6	0.5	1,473
广东	12,706	106,985	1.9	1.4	1.7	1.0	7,954
湖北	5,838	95,538	0.9	1.3	1.0	1.0	4,782
重庆	3,191	94,147	0.5	1.2	0.8	0.5	1,816
福建	4,183	129,865	0.6	1.7	1.1	1.0	4,918
安徽	6,121	76,830	0.9	1.0	1.0	0.7	3,112
江苏	8,526	150,487	1.3	2.0	1.6	0.7	5,075
浙江	6,627	125,043	1.0	1.6	1.3	1.0	5,831
广西	5,027	54,005	0.8	0.7	0.7	0.5	1,715
云南	4,673	64,107	0.7	0.8	0.8	0.5	1,763
海南	1,043	72,958	0.2	1.0	0.5	1.0	2,212
山东	10,123	90,771	1.5	1.2	1.4	0.7	4,530
河南	9,815	60,073	1.5	0.8	1.2	0.7	3,917
河北	7,393	59,332	1.1	0.8	1.0	0.7	3,190
山西	3,466	73,984	0.5	1.0	0.7	0.7	2,281
辽宁	4,182	72,107	0.6	0.9	0.8	0.3	1,054
吉林	2,339	57,739	0.4	0.8	0.5	0.3	717
黑龙江	3,062	51,563	0.5	0.7	0.6	0.3	763
陕西	3,952	85,448	0.6	1.1	0.8	0.3	1,123

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：西藏、内蒙古、甘肃、新疆、青海等偏远地区以及北京、上海超一线城市不纳入测算范围；人口与人均 GDP 为 2023 年末数据；综合系数中，人口系数与 GDP 系数权重分别为 60%、40%。）

3、公司展望：具备广阔开店空间，盈利能力持续改善

3.1、北方市场已打开，远期存在广阔开店空间

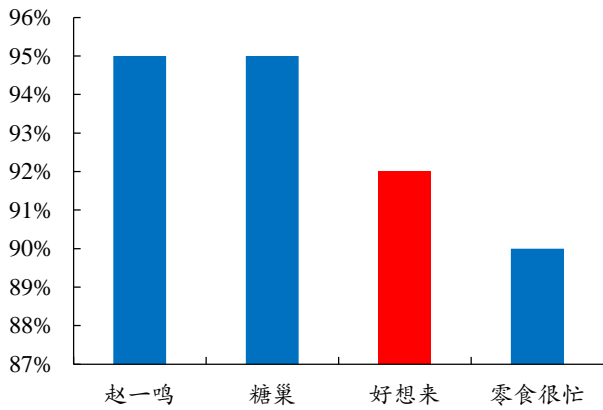
加盟商门店政策较好，拓店速度与开店成功率处于行业头部。公司目前加盟政策为初始投入（不含门店租金）约 50 万。根据公司官网披露，好想来品牌目前开店成功率高达 92%，表现较好。在门店拓展速度方面，好想来为每月 900+家，门店增速行业领先，拓店高增速的支撑是好想来优秀单店模型与公司优秀管理水平，随着公司高质量的门店扩张与管理水平的不断提升完善，叠加当下行业空间未饱和，我们认为公司未来中短期内依旧保持高拓店速度。

表7：好想来加盟商门店政策在拓店投入、毛利率方面有一定优势（单位：元）

	零食很忙	好想来	赵一鸣
加盟费	50000	0	40000
保证金	30000	20000	20000
装修成本	100000	120000-150000	80000-120000
相关设备	120000	130000-180000	70000-100000
首次备货	180000-200000	150000-200000	180000-250000
总投入	500000	420000-550000	600000-800000
毛利率	18%	20%	-

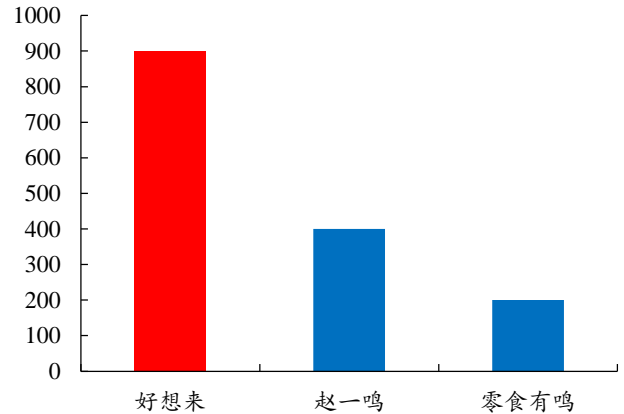
数据来源：《中国零食硬折扣白皮书》、各公司官网、开源证券研究所

图18: 好想来开店成功率高于零食很忙



数据来源: 各公司官网、智慧零售与餐饮公众号、食品板公众号、
开源证券研究所

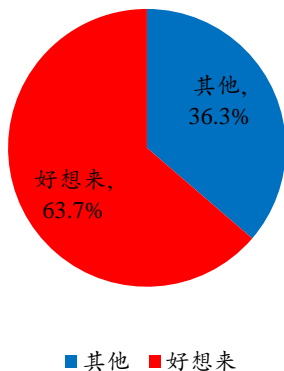
图19: 好想来拓店速度较快(家/月)



数据来源: 各公司官网、开源证券研究所

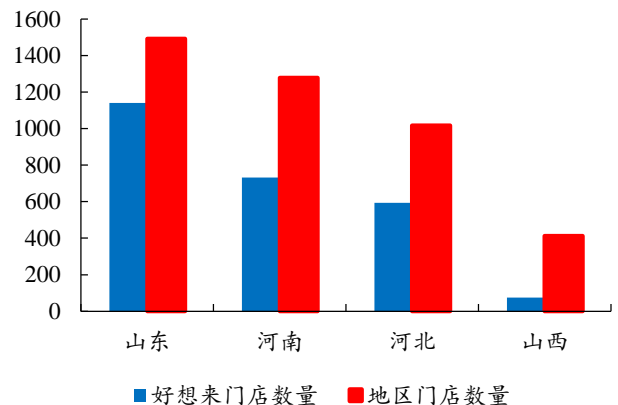
基地市场已站稳, 北方部分市场具先发优势。公司整合旗下四品牌前, 其中好想来、来优品已是江苏、安徽省内规模最大品牌, 合并成好想来零食品牌后, 目前在苏皖地区占有率超 60%, 市场地位稳固。而江苏、安徽毗邻河南、山东两个人口大省, 且北方地区未有本土品牌诞生, 其余品牌还未成规模入驻, 市场饱和度低、发展潜力大, 公司对此布局较其他品牌早, 具先发优势, 目前在山东、山西、河南、河北具备规模, 四地市占率合计达 66%, 考虑到“两山两河”市场目前处在快速发展期, 其门店仍有较大空间, 公司未来有望继续加密“两山两河”市场并继续向周边北方市场辐射而获广阔份额。

图20: 好想来在苏皖基地市场占有率达 63.7%



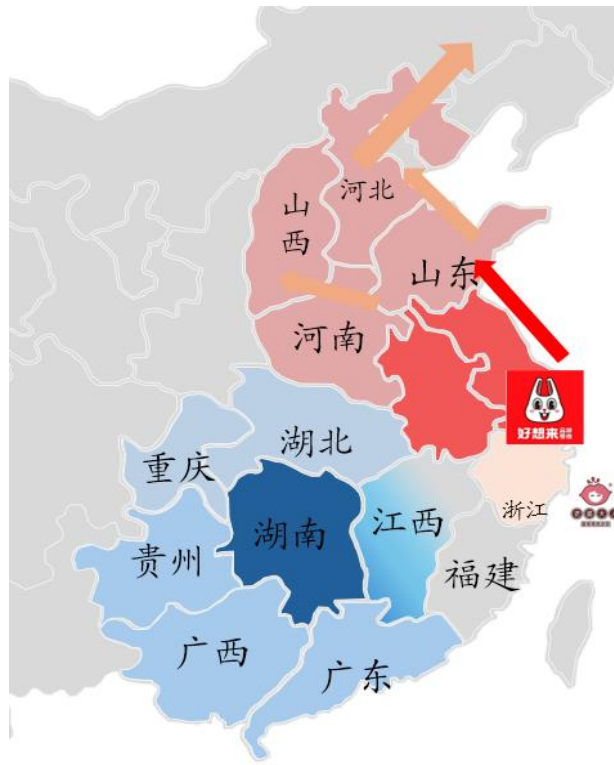
数据来源: 高德开放平台、开源证券研究所(注: 数据抓取时间为 2024 年 10 月)

图21: 好想来在“两山两河”地区规模已打开(家)



数据来源: 高德开放平台、开源证券研究所(注: 数据抓取时间为 2024 年 10 月)

图22：公司苏皖市场具先发优势下，向周边区域逐步扩张



资料来源：开源证券研究所

公司 2024 年底有望达万店，远期具备 2-3 倍开店空间。公司 2024 年半年度公告披露其门店数为 6638 家，截至 2024 年 10 月我们通过高德地图开放平台抓取公司门店为 8583 家，根据公司扩店速度，我们预计至 2024 年底公司门店数有望达万家。此外，我们通过市场类型区分多个地区，根据不同地区已有门店数与公司门店数得出目前对应占有率，结合上文所测算得出不同地区的市场容量，在悲观、中性、与乐观假设下得出空间远期门店数，其中性假设下公司门店可达 2 万家。

表8：中性假设下公司具备 2-3 倍开店空间

地区	市场类型	公司店数 (家)	地区店数 (家)	市占率	预计市场容量 (家)	不同情形下市占率假设			对应门店数 (家)		
						悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
江苏、安徽	基地市场	2911	3922	74%	8619	70%	75%	80%	6033	6464	6895
山东、河南 河北、山西	基地市场以北的北方市场，发展潜力大	2753	4198	66%	9903	65%	70%	75%	6437	6932	7427
福建、浙江、江西	基地市场以南的南方市场，渗透率具有一定提升空间	701	5126	14%	10738	15%	20%	25%	1611	2148	2684
东北、西北	市场尚待开发，公司目前已有布点	170	290	59%	3066	55%	60%	65%	1686	1840	1993

地区	市场类型	公司店数 (家)	地区店数 (家)	市占率	预计市场 容量 (家)	不同情形下市占率假设			对应门店数 (家)		
湖南、湖北											
四川、重庆	其他品牌基地与环	1052	13343	8%	26895	5%	10%	15%	1345	2689	4034
贵州、广东、	基地市场, 难导入										
广西											
合计									17112	20073	23034

数据来源：高德开放平台、开源证券研究所（注：西藏、内蒙古、甘肃、新疆、青海等偏远地区以及北京、上海超一线城市不纳入测算范围；已有门店数抓取时间为2024年10月。）

3.2、选品采购与仓储物流建设完善，具备供应链优势

选品采购经验丰富，洞察消费者优化选品。公司合并前旗下品牌好想来、来优品创立时间早，在零食行业经营多年，拥有成熟的选品采购体系和稳定选品团队，其中来优品采用“买手制”，以消费者为核心建立选品体系。而在合并后，公司利用原有运营团队优势，与国内外各大零食饮料头部品牌建立密切业务合作关系，并基于消费者洞察和数字化能力不断打磨提升选品能力，建立更为高效的选品采购体系，从而带动毛利率提升。

图23：好想来采购选品体系完善



资料来源：好想来微信公众号

图24：消费者对好想来门店选品反馈正向



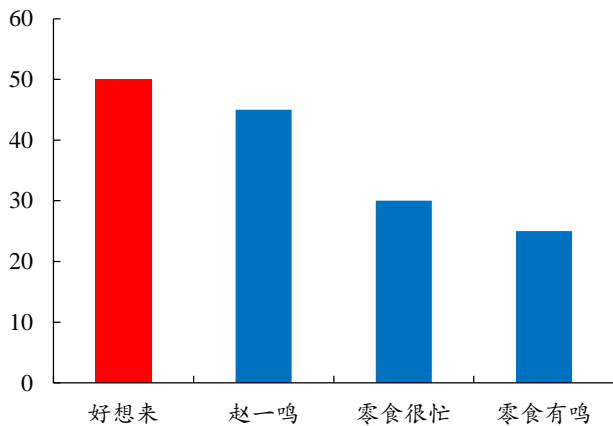
资料来源：小红书

图25：公司与各大零食饮料头部品牌建立业务合作

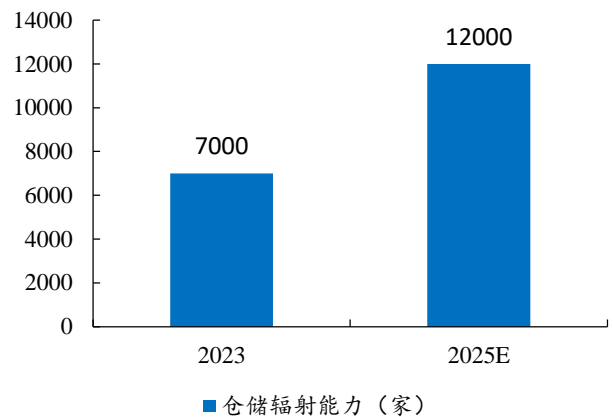


资料来源：公司官网

仓配布局行业领先，持续完善供应链建设。公司目前拥有超 50 万平现代化物流仓与数字化供应链系统、31 个仓储中心，仓储辐射能力达 7000+ 门店，其仓配布局行业领先。此外，公司还将持续发力供应链建设，计划到 2025 年仓储中心数量增至 50+，覆盖超 12000 门店。

图26：公司仓储面积行业领先（万平）


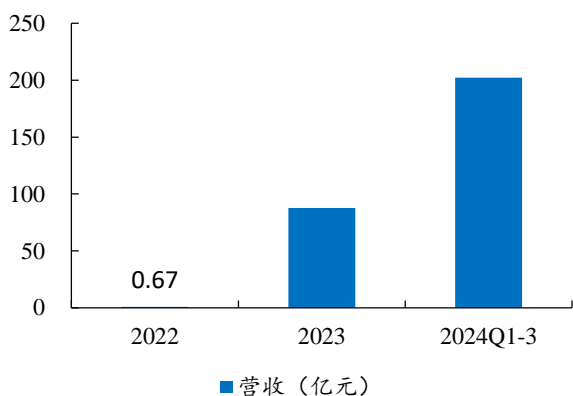
数据来源：各公司官网、公司公告、开源证券研究所

图27：公司 2025 年仓储辐射能力预计达 12000+ 家


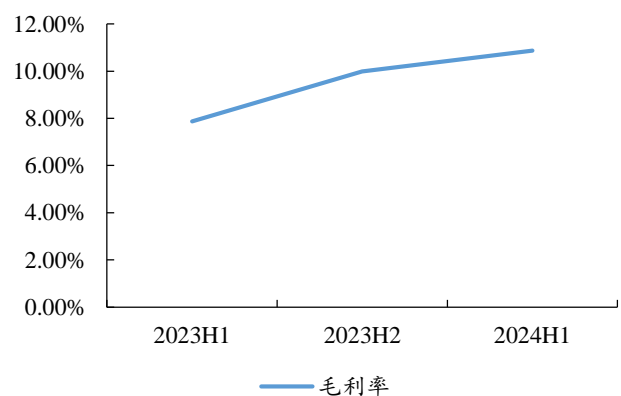
数据来源：公司官网、开源证券研究所

3.3、规模效应与效率提升，盈利能力持续改善

零食量贩业务收入保持高增长，毛利率持续提升。公司自 2022 年下半年进军零食量贩赛道以来，在巩固和发展原有品牌优势市场的基础上，不断向周边省份扩张，使其零食量贩业务收入迅速增长并保持高增，公司 2024 年前三季度零食量贩收入 202.28 亿，超 2023 全年收入。毛利率方面，因前期公司零食量贩业务处于发展初期，规模与经营效率仍有较大提升空间，2023H1 毛利率为 7.9%，随着业务高速发展，后续规模效应初步显现，叠加经营效益优化，2024H1 毛利率已提升至 10.9%，考虑到目前公司业务仍处扩张期，对加盟商有一定让利，且后续规模效应持续释放下，我们预计未来公司零食量贩业务毛利率仍有一定提升空间。

图28：零食量贩业务收入高增


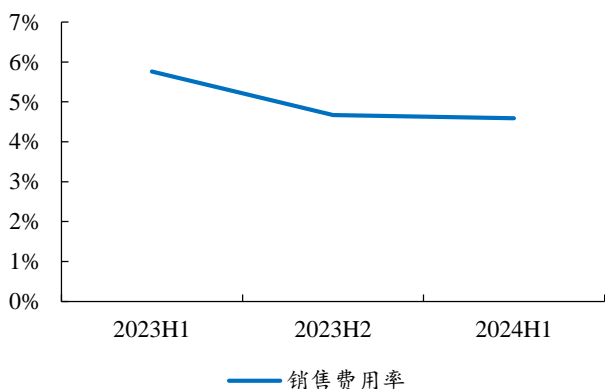
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：零食量贩业务毛利率持续提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

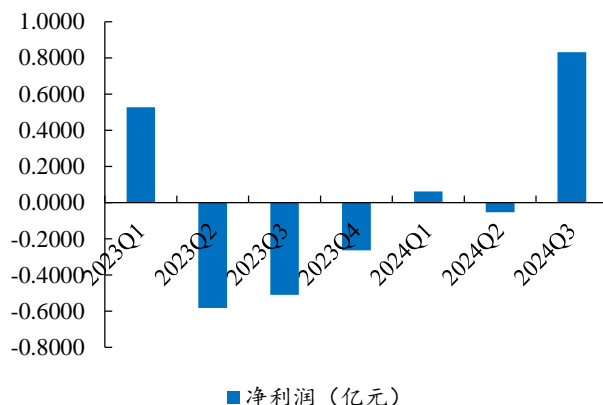
零食量贩业务扣除股权激励费用后净利润已转正，销售净利率逐季提升。公司量贩业务随着公司不断发力与完善供应链建设，带来仓储利用率、周转效率、与物流费率持续提升与优化，管理效率提效下同样带来拓展与运营的人效提升，由此带来费用摊薄，从而增厚利润。观察公司单季度零食量贩业务净利润，剔除股权激励费用后净利润已于 2023Q3 转正，并不断提升，由此对应销售净利率持续提升，到 2024Q3 公司零食量贩业务扣除股份支付费用后净利润已达 2.61 亿元，并且后续仍有望进一步提升。

图30：零食量贩业务销售费用率逐渐降低



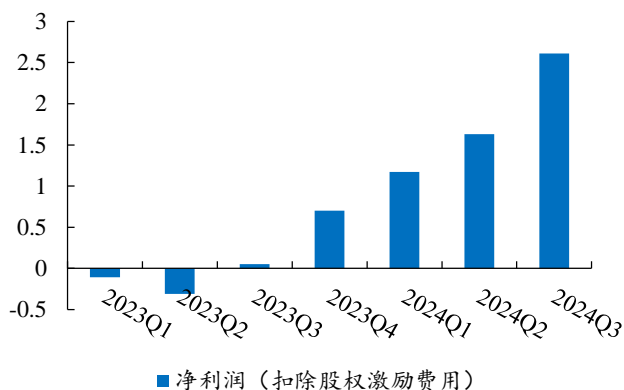
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2024Q3 公司零食量贩业务净利润已大幅回正



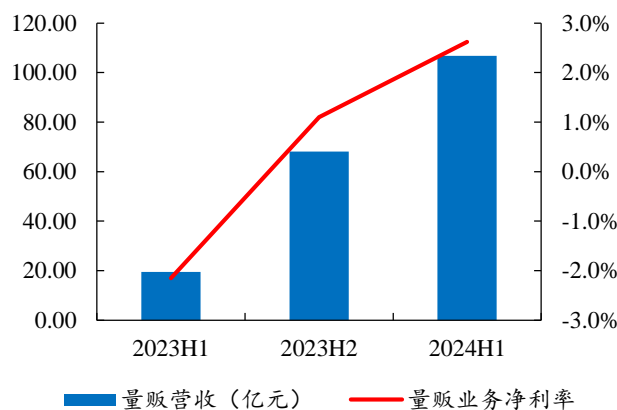
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：公司零食量贩业务扣除股权激励费用后净利润持续提升 (亿元)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：零食量贩业务销售净利率持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

若后续继续收回少数股东权益，归母净利润有望进一步提升。公司此前先后通过合资方式收购“好想来”、“吡啶吡啶”、“来优品”零食量贩品牌，并协议各方同意若未来合资公司经营业绩良好，公司有权收回剩余 49% 股权，2024 年 8 月公司已将其中之一合资公司南京万好（好想来品牌）少数股东权益收回，根据公告，公司有望继续回收其他零食品牌对应剩余少数股东权益，此举有望进一步提升公司盈利水平。

4、盈利预测与投资建议

零食量贩业务：收入端，考虑到目前公司北方市场处于加速圈地跑马阶段，南方市场仍有加密空间，整体看开店天花板仍高，故我们假设 2024-2026 年公司门店数量达到 10000、12000、13500 家。公司 2023 年全年对应单店年收入为 432 万，随着规模效应和小品牌逐步出清，我们预计 2024-2026 年平均单店年收入为 400、430、440 万，对应 2024-2026 年零食量贩业务收入 273.4、464.4、554.4 亿元，对应增速为 212.2%、69.8%、19.4%。毛利率端，公司零食量贩业务处于快速发展期，门店快速扩张以抢占市场，前期毛利率较低，随着公司门店规模不断扩大、规模效应显现下毛利率或有所提升，故我们预计 2024-2026 年公司零食量贩业务毛利率为 9.7%、11.4%、11.5%。

食用菌业务：随着公司目前重心转移至零食量贩业务，我们预计公司食用菌业务逐步收缩，战略重心转向零食量贩业务，预计公司 2024-2026 年食用菌业务增速为 -5.0%、-5.0%、-5.0%。

表9：业务拆分看，零食量贩预计贡献未来大部分收入利润

	2023	2024E	2025E	2026E	
零食量贩业务	收入（百万元）	8,759.02	27,342.40	46,440.00	55,440.00
	YOY	13057.8%	212.2%	69.8%	19.4%
	期末门店数（家）	4726	10000	12000	13500
	净增门店数	4494	5274	2000	1500
	单店收入（百万元）	4.32	4.00	4.30	4.40
	毛利率	9.5%	9.7%	11.4%	11.5%
食用菌业务	收入（百万元）	534.71	507.98	482.58	458.45
	YOY	10.78%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	5.65%	2.67%	0.62%	0.62%
整体合计	收入（百万元）	9,293.74	27,850.38	46,922.58	55,898.45
	YOY	1592.03%	199.67%	68.48%	19.13%
	毛利率	9.30%	9.57%	11.27%	11.40%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表10：对比万辰集团与可比公司估值平均水平，万辰集团 2025、2026 年估值更低

证券代码	证券简称	最新股价 元	总市值 亿元	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603719.SH	良品铺子	15.53	62.28	0.24	0.32	0.42	64.4	48.5	36.6
300783.SZ	三只松鼠	34.90	139.95	1.00	1.38	1.85	34.8	25.3	18.9
603214.SH	爱婴室	20.40	28.26	0.84	0.94	1.03	24.3	21.7	19.8
	平均值						49.6	31.8	25.1
300972.SZ	万辰集团	78.06	140.50	1.08	2.52	4.38	72.6	31.0	17.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：良品铺子、三只松鼠盈利预测来自于 Wind 一致预期，其余公司盈利预测来自开源证券研究所，截至 2024 年 1 月 6 日）

公司食用菌业务盈利占比很小，保守估值角度暂忽略不计。市场目前零食量贩业态上市公司仅有万辰集团一家，故我们选取与其业务模式相近的休闲食品销售业态上市公司良品铺子、三只松鼠，以及品类专营零售业态的爱婴室进行相对估值分析。参考可比公司 2025、2026 年平均 PE,万辰集团当前股价对应 2025、2026 年 PE 分别为 31.0、17.8 倍，万辰集团公司估值更低。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.9、4.5、7.9 亿元，同比增长 333.4%、134.5%、73.6%，当前股价对应 PE 分别为 72.6、31.0、17.8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

(1) 拓店速度不及预期：由于公司收入增长依赖于门店数量增长，如拓店速度不及预期将拖累公司收入增速。

(2) 行业竞争加剧：如行业竞争加剧，则将导致公司货折、补贴等相关支出提升，导致毛利率、净利率不及预期，盈利能力不及预期。

(3) 食品安全风险。由于公司门店主要销售零食品类，食品卫生安全要求是终端消费者及监管部门关心的重点，若出现食品卫生安全问题，对公司销售可能产生较大负面影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	279	2349	5520	8389	10663
现金	115	1210	2785	4692	6708
应收票据及应收账款	15	27	97	112	137
其他应收款	4	118	247	369	365
预付账款	43	248	624	846	906
存货	100	733	1757	2360	2537
其他流动资产	2	13	9	10	10
非流动资产	922	1576	1708	1861	1993
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	432	851	962	1054	1128
无形资产	53	61	61	61	62
其他非流动资产	437	665	686	745	803
资产总计	1201	3925	7228	10250	12656
流动负债	331	2640	5142	6872	7545
短期借款	148	511	1199	1475	1930
应付票据及应付账款	117	943	2225	3013	3218
其他流动负债	66	1186	1718	2384	2398
非流动负债	197	589	577	573	554
长期借款	111	148	131	110	83
其他非流动负债	87	441	446	463	470
负债合计	529	3230	5720	7445	8099
少数股东权益	4	50	410	1253	2216
股本	154	155	172	172	172
资本公积	305	364	606	606	606
留存收益	210	127	680	1976	3728
归属母公司股东权益	668	645	1099	1552	2340
负债和股东权益	1201	3925	7228	10250	12656

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	70	1023	1105	2013	1936
净利润	42	-146	553	1297	1751
折旧摊销	61	98	103	124	146
财务费用	3	29	72	99	85
投资损失	-2	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-43	780	324	460	-76
其他经营现金流	10	262	54	34	29
投资活动现金流	-294	-207	-293	-274	-275
资本支出	316	219	215	204	214
长期投资	20	0	0	0	0
其他投资现金流	2	12	-78	-70	-61
筹资活动现金流	123	222	-236	-257	0
短期借款	84	362	689	275	455
长期借款	111	38	-17	-21	-27
普通股增加	0	1	18	0	0
资本公积增加	1	59	242	0	0
其他筹资现金流	-73	-238	-1167	-512	-428
现金净增加额	-101	1039	576	1482	1661

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	549	9294	27850	46923	55898
营业成本	462	8430	25184	41634	49525
营业税金及附加	3	21	63	106	126
营业费用	20	434	613	1032	1118
管理费用	32	445	1212	2398	2812
研发费用	2	3	10	17	20
财务费用	3	29	72	99	85
资产减值损失	0	-6	0	0	0
其他收益	15	7	12	13	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	1	1	1
资产处置收益	-2	-3	-1	-2	-2
营业利润	42	-76	691	1621	2189
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	1	10	0	0	0
利润总额	42	-85	691	1621	2189
所得税	0	61	138	324	438
净利润	42	-146	553	1297	1751
少数股东损益	-6	-63	360	843	963
归属母公司净利润	48	-83	194	454	788
EBITDA	116	18	791	1718	2270
EPS(元)	0.27	-0.46	1.08	2.52	4.38

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	26.4	1592.0	199.7	68.5	19.1
营业利润(%)	42.5	-281.3	1004.6	134.5	35.0
归属于母公司净利润(%)	103.6	-273.7	333.4	134.5	73.6
获利能力					
毛利率(%)	16.0	9.3	9.6	11.3	11.4
净利率(%)	8.7	-0.9	0.7	1.0	1.4
ROE(%)	6.2	-12.6	22.2	34.2	40.5
ROIC(%)	5.5	-9.2	22.0	39.7	38.3
偿债能力					
资产负债率(%)	44.0	82.3	79.1	72.6	64.0
净负债比率(%)	31.3	-51.0	-91.5	-108.0	-101.3
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	3.6	5.0	5.4	4.9
应收账款周转率	48.3	448.5	448.5	448.5	448.5
应付账款周转率	5.2	15.9	15.9	15.9	15.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	-0.46	1.08	2.52	4.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	5.68	6.14	11.18	10.75
每股净资产(最新摊薄)	3.71	3.59	6.11	8.63	13.01
估值比率					
P/E	294.6	-169.6	72.6	31.0	17.8
P/B	21.0	21.8	12.8	9.1	6.0
EV/EBITDA	118.4	734.6	15.8	6.8	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn