

万辰集团 (300972.SZ)

开店超预期，利润弹性可期

核心观点：

- **事件：公司发布 2024 年年报。**2024 年公司实现营业收入 323.3 亿元，同比+248%；实现归母净利润 2.9 亿元，同比+454%；实现扣非归母净利润 2.6 亿元，同比扭亏为盈；销售净利率为 0.9%。
- **收入端：开店超预期，单店略调整。**2024 年公司零食量贩和食用菌业务分别实现收入 317.9 亿元和 5.4 亿元，同比+263%和 1%。2024 年零食量贩门店数为 14196 家，净增 9470 家，平均单店为 336 万元，同比-5%。2024H2 净增门店 7558 家，55%新增门店来自华东市场，华中和华北净开 969 家和 572 家。2024 年公司整体闭店 242 家，调整数量相对可控。单 Q4 预计开店节奏延续 Q3，单店表现考虑新店爬坡及门店加密影响，同比略有下滑。全年看公司开店数量略超预期。
- **利润端：好想来、来优品等盈利能力突出，规模效应和补贴减少下利润弹性或逐步显现。**2024 年公司零食量贩业务净利润为 8.6 亿元（不含激励费用），净利率为 2.6%。分季度看，Q1 为 2.4%，Q2-4 均维持 2.7%的净利率水平。2024 年公司毛利率、销售费用率、管理费用率分别为 10.8%、4.4%和 3.0%，同比+1.4、-0.2 和 -1.8pct，其中管理费用率的调整主要系股份支付费用和规模效应的贡献，销售费用率中业务拓展费用率同比提升明显，考虑 2025 年补贴费用减少，预计公司整体利润弹性有望逐步释放。分子公司看，2024 年好想来和来优品净利率分别为 3.6%和 4.2%，均明显高于公司整体 2.7%；单 Q4 好想来和来优品的净利率分别为 3.9%和 5.6%，环比持续提升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2025-2027 年收入为 516/593/621 亿元，归母净利润为 7.5/10.9/12.1 亿元，对应 PE 估值为 33/22/20 倍。参考可比公司及公司利润弹性，给予 2025 年 35 倍 PE 估值，对应合理价值 145.47 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**开店及新渠道不及预期、食品安全风险、行业竞争加剧等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9294	32329	51587	59269	62126
增长率（%）	1,592.0%	247.9%	59.6%	14.9%	4.8%
EBITDA（百万元）	148	1370	2828	3962	4388
归母净利润（百万元）	-83	294	748	1090	1211
增长率（%）	-273.7%	454.0%	154.9%	45.7%	11.1%
EPS（元/股）	-0.54	1.71	4.16	6.05	6.73
市盈率（P/E）		46.91	32.60	22.38	20.14
ROE（%）	-12.8%	26.7%	40.5%	37.1%	29.2%
EV/EBITDA	38.69	10.04	7.21	4.57	3.60

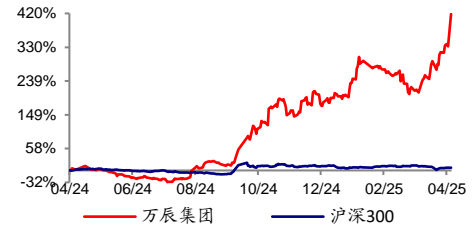
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	135.48 元
合理价值	145.47 元
前次评级	增持
报告日期	2025-04-22

相对市场表现



分析师：

符蓉



SAC 执证号：S0260523120002



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师：

胡慧



SAC 执证号：S0260524020002



huhui@gf.com.cn

分析师：

郝宇新



SAC 执证号：S0260523120010



SFC CE No. BVZ687



021-38003553



haoyuxin@gf.com.cn

请注意，符蓉、胡慧并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

万辰集团 (300972.SZ) :成 2025-03-01
长迷思和空间展望

目录索引

一、收入端：开店超预期，单店略调整.....	4
二、利润端：盈利环比改善，远期弹性可期.....	5
（一）利润率：规模效应逐步显现，内生净利率提升有抓手.....	5
（二）股权影响：主品牌盈利改善，归母比例略有提升.....	6
三、盈利预测和投资建议.....	8
四、风险提示.....	10

用户703864546于2025-04-23日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

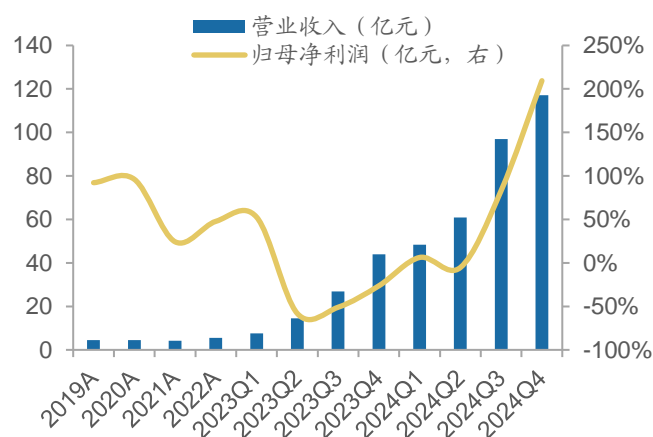
图表索引

图 1: 万辰集团分季度收入和利润表现.....	4
图 2: 万辰集团分区域的门店数变化 (家)	4
图 3: 2024H2 净增门店的区域分布数量 (家)	4
图 4: 万辰集团单季度量贩收入和单店表现.....	4
图 5: 单季度毛利率变化对比	5
图 6: 单季度销售费用率变化对比	5
图 7: 单季度管理费用率变化对比	5
图 8: 单季度营业利润率对比	5
图 9: 2024 年 VS2023 年销售费用率结构	6
图 10: 2024 年 VS2023 年销售费用率结构	6
图 11: 万辰集团股权结构 (2024 年年报)	6
图 12: 万辰集团子公司的股权结构	7
图 13: 万辰集团回收好想来少数股权后股价走势	7
图 14: 2024 年分子公司的收入占比及净利率表现	8
图 15: 2024Q4 分子公司的收入占比及净利率表现	8
表 1: 主营业务拆分及 2025-2027E 盈利预测 (单位: 百万元)	9
表 2: 可比公司相对估值对比 (市值单位: 亿元)	10

一、收入端：开店超预期，单店略调整

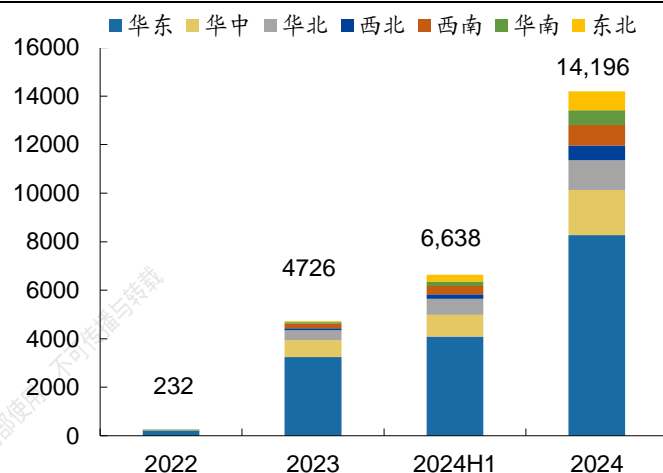
2024年公司实现营业收入323.3亿元，同比+248%，单Q4实现收入117.2亿元，同比+167%，环比+21%。分业务来看，2024年公司零食量贩和食用菌业务分别实现收入317.9亿元和5.4亿元，同比+263%和1%。2024年零食量贩门店数为14196家，净增9470家，平均单店为336万元，同比-5%。2024H2净增门店7558家，55%新增门店来自华东市场，华中和华北净开969家和572家。2024年公司整体闭店242家，调整数量相对可控，全年开店数量略超预期。单Q4我们预计开店节奏延续Q3，单店表现考虑新店爬坡及门店加密影响，同比和环比均略有下滑。

图 1：万辰集团分季度收入和利润表现



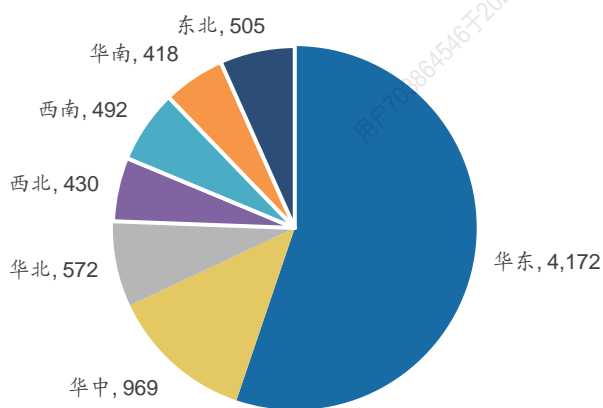
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：万辰集团分区域的门店数变化（家）



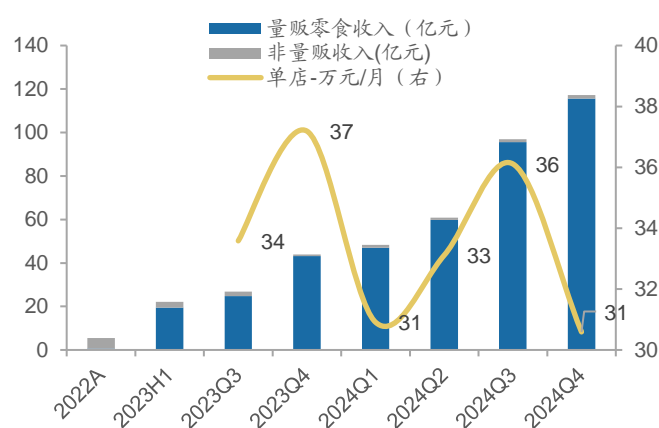
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：2024H2净增门店的区域分布数量（家）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：万辰集团单季度量贩收入和单店表现



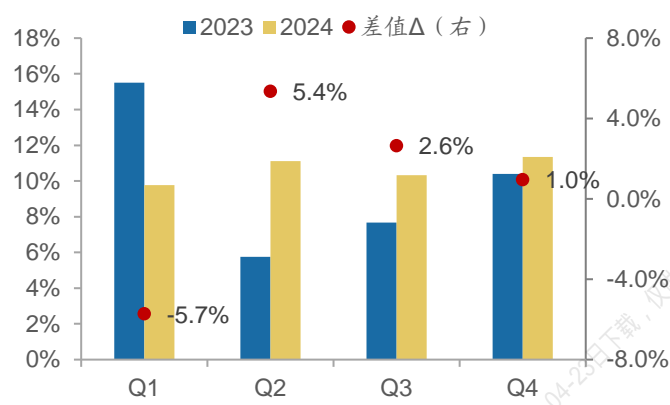
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、利润端：盈利环比改善，远期弹性可期

（一）利润率：规模效应逐步显现，内生净利率提升有抓手

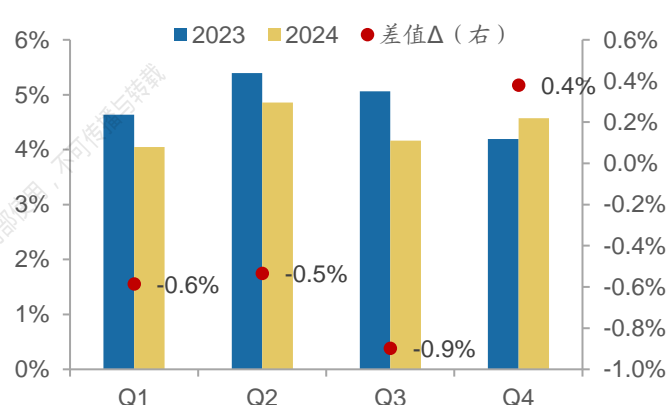
2024年公司实现归母净利润2.9亿元，同比+454%；实现扣非归母净利润2.6亿元，同比扭亏为盈；销售净利率为0.9%。2024年公司零食量贩业务净利润为8.6亿元（不含激励费用），净利率为2.6%。分季度看，Q1为2.4%，Q2-4均维持2.7%的净利率水平。2024年公司毛利率、销售费用率、管理费用率分别为10.8%、4.4%和3.0%，同比+1.4、-0.2和-1.8pct，其中管理费用率的调整主要系股份支付费用和规模效应的贡献，销售费用率中业务拓展费用率同比提升明显。分季度看，单Q4毛利率、销售费用率和管理费用率分别变动+1.0、-0.4和-1.3pct，毛利率和管理费用率改善仍为利润率改善的核心抓手。考虑2025年补贴费用减少及股权激励费用的摊销减少，我们预计公司费效比有望持续精进，整体利润弹性有望逐步释放。

图 5：单季度毛利率变化对比



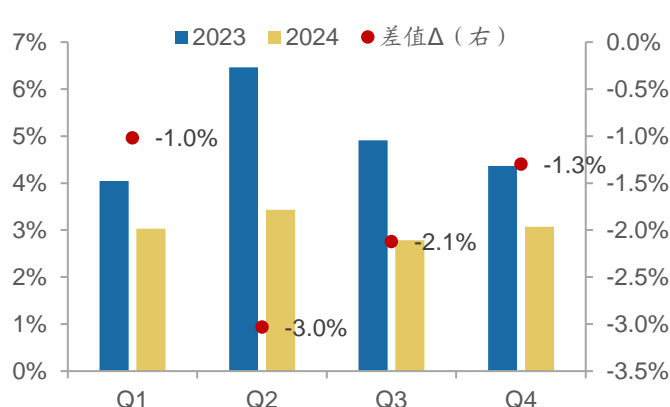
数据来源：wind、公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：单季度销售费用率变化对比



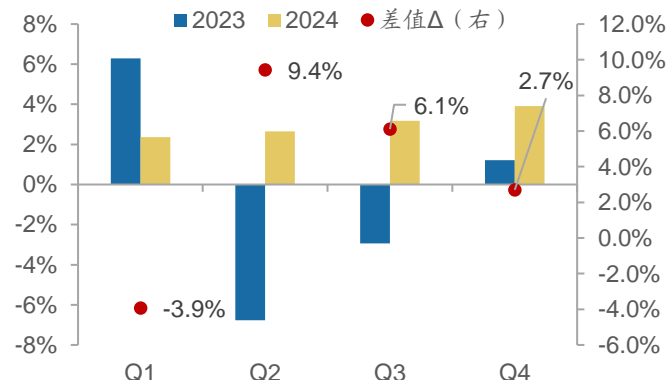
数据来源：wind、公司财报，广发证券发展研究中心

图 7：单季度管理费用率变化对比



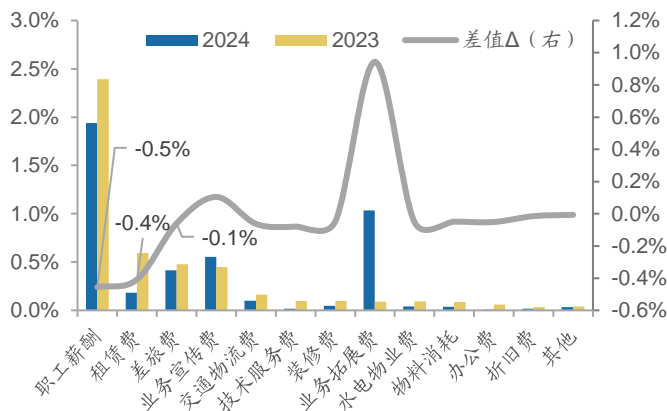
数据来源：wind、公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：单季度营业利润率对比



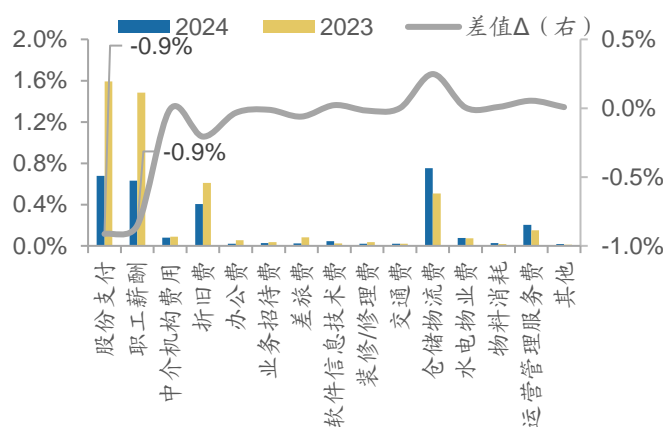
数据来源：wind、公司财报，广发证券发展研究中心

图 9：2024年VS2023年销售费用率结构



数据来源：wind、公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：2024年VS2023年销售费用率结构

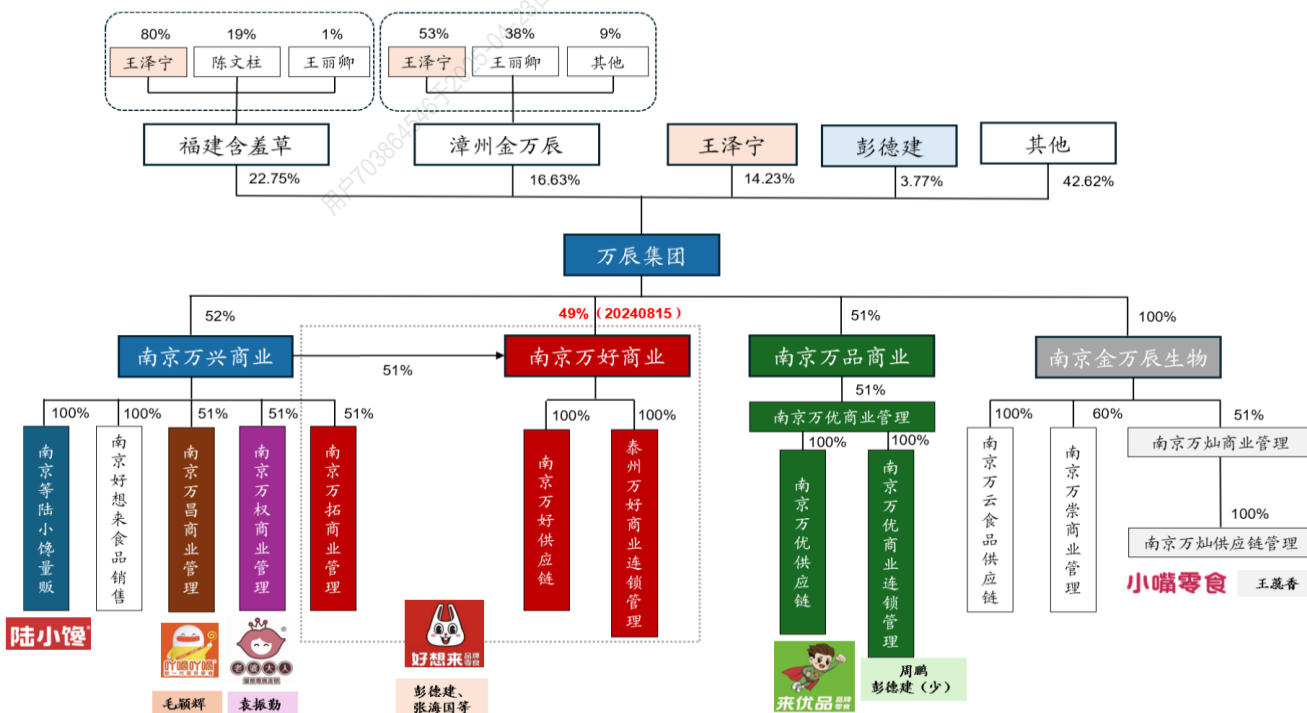


数据来源：wind、公司财报，广发证券发展研究中心

（二）股权影响：主品牌盈利改善，归母比例略有提升

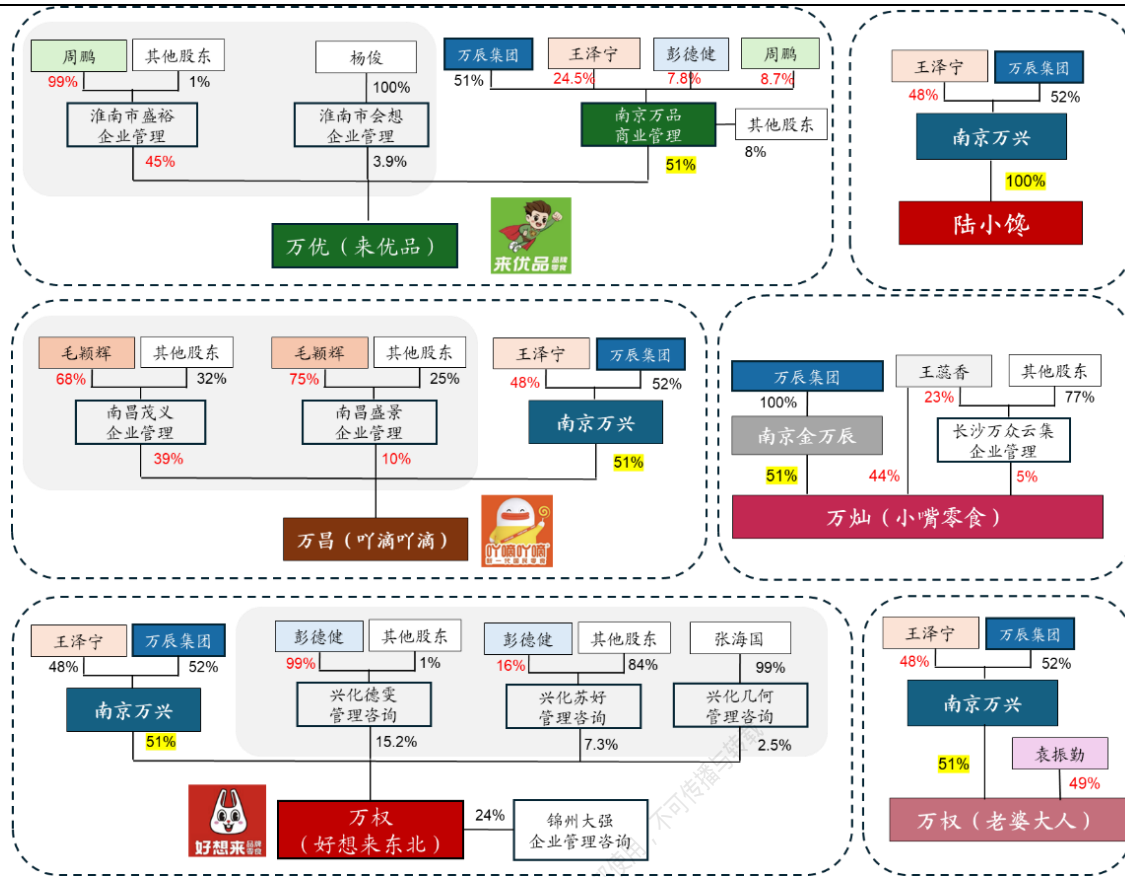
公司股权结构相对稳定，2024Q4子公司归母股权无较大变化，但随着主品牌好想来收入占比提升，归母比例或略有提升。参考我们《万辰集团：成长迷思和空间展望》报告，年报中公司的股权结构和子公司的股权结构变化不大，我们在此前复盘过2023年公司回收少数股权后的股价走势，新增的变化为3月公司重大事项带来的扰动及3月底好想来3.0-5.0系列新店型的拓张，年报中门店数量和公司的盈利表现均好于我们预期，多重催化下股价再创新高。

图 11：万辰集团股权结构（2024年年报）



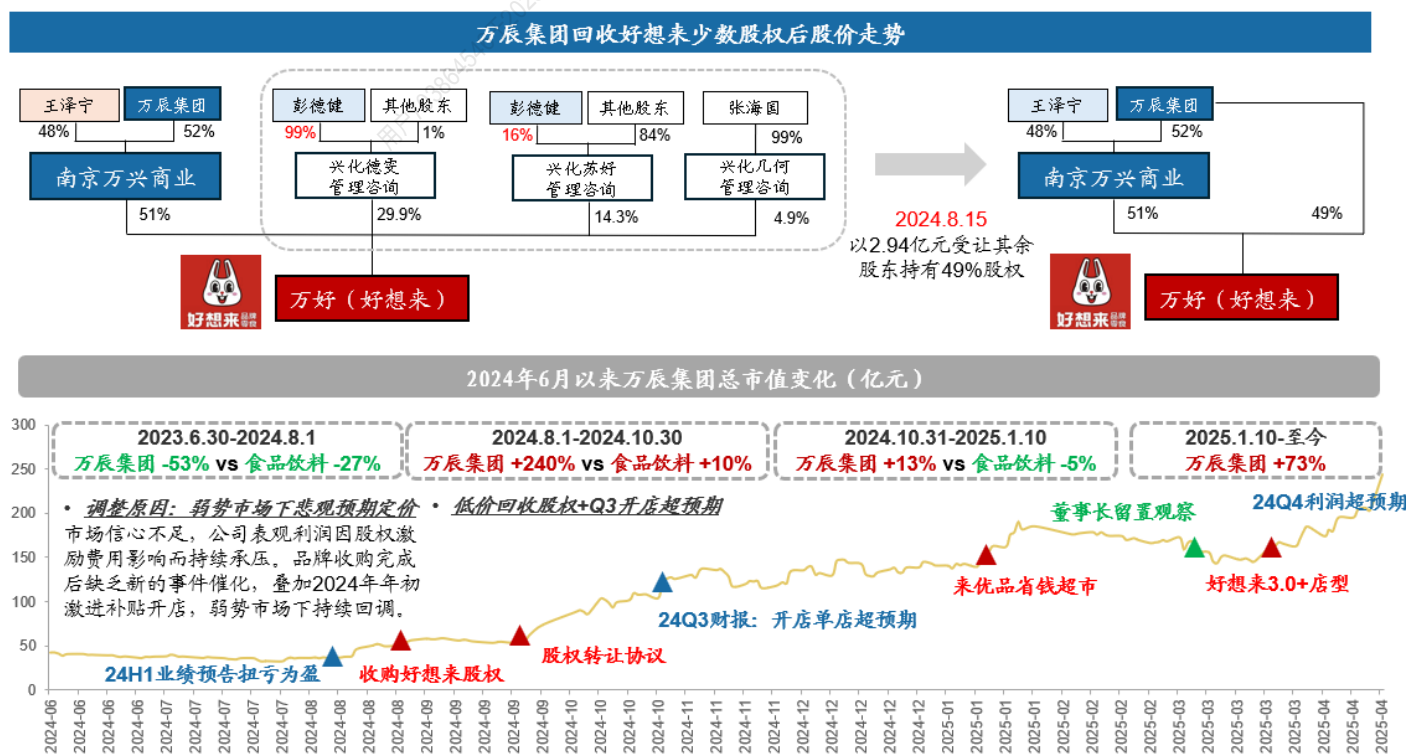
数据来源：公司财报，《万辰集团：成长迷思和空间展望》、广发证券发展研究中心

图 12: 万辰集团子公司的股权结构



数据来源: 公司财报、《万辰集团: 成长迷思和空间展望》, 广发证券发展研究中心

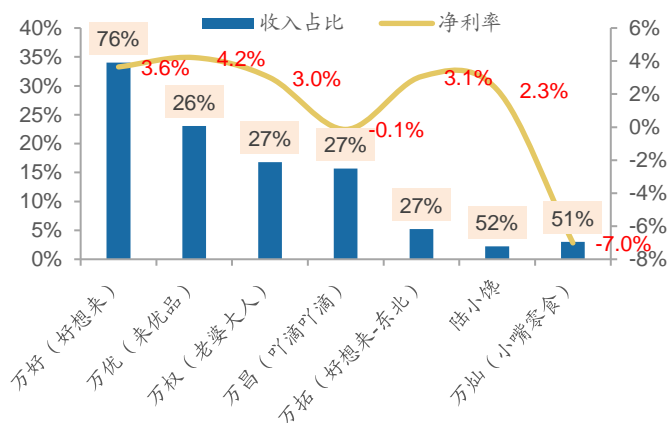
图 13: 万辰集团回收好想来少数股权后股价走势



数据来源: 公司财报、《万辰集团: 成长迷思和空间展望》, 广发证券发展研究中心

根据公司为子公司提供担保额度的公告数据，我们对比公司单Q4子公司的盈利表现可知，好想来和来优品子品牌的净利率分别为3.9%和5.6%，均大幅高于公司整体盈利水平且处于环比提升的趋势。尽管主要子公司的上市公司持股比例未变，但因为核心品牌好想来的收入贡献比例增加，归母股权比例或在单Q4提升至50%，环比Q3末约4pct的增加。我们在《万辰集团：成长迷思和空间展望》中提到，内生净利率在网络效应、补贴减少和切入自有品牌等抓手下有望持续提升。从子公司的经营分化看，好想来的收入占比亦有望带动归母比例逐步改善。

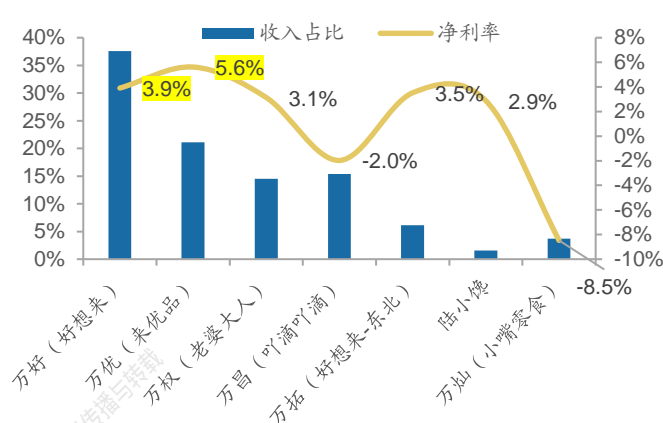
图 14：2024年分子公司的收入占比及净利率表现



数据来源：《万辰集团:华兴证券有限公司关于福建万辰生物科技集团股份有限公司及控股子公司增加为子公司提供担保额度的核查意见》，广发证券发展研究中心

注：标橙为上市公司持股比例

图 15：2024Q4分子公司的收入占比及净利率表现



数据来源：《万辰集团:华兴证券有限公司关于福建万辰生物科技集团股份有限公司及控股子公司增加为子公司提供担保额度的核查意见》，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

我们预计2025-2027年收入为516/593/621亿元，归母净利润为7.5/10.9/12.1亿元。

（1）开店：维持此前假设。2025年假设门店增长至1.7万家，在不考虑省钱超市加速开店的影响下，2026年或门店增速有所放缓，当年净增门店3000家，总门店数攀升至2.0万家后维持稳定。品牌经营重心转为提质增效，优化门店运营和供应链管理。

（2）单店：考虑2024年门店加密下单店回落较多，我们预计2025-2027年为3%左右的下滑幅度。考虑现有的超万家门店多为2024年新开店，新店爬坡及品牌渗透均有一定的不确定性且2025年有望成为省钱超市全国拓张的元年，单店指标后续或需根据行业情况做动态调整。

（3）利润率：2024年公司零食量贩净利润略好于我们预期，参考前文费用结构拆解和子公司拆解，我们略上修净利率预期。我们预计2025-2027年净利润率分别为2.9%/3.7%/3.9%，其中还原激励费用的零食量贩净利率分别为3.1%/3.7%/3.9%。

（4）少数股东损益：参考2024Q4股权结构且考虑好想来的盈利贡献，我们不考虑少数股权回收下预计归母比例或维持在50%左右。

表 1: 主营业务拆分及2025-2027E盈利预测 (单位: 百万元)

品类	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
零食量贩业务						
营业收入	67	8759	31790	51049	58730	61587
<u>收入占比</u>	<u>12%</u>	<u>94%</u>	<u>98%</u>	<u>99%</u>	<u>99%</u>	<u>99%</u>
门店数量	232	4726	14196	17000	20000	20000
净增		4494	9470	2804	3000	0
平均单店 (万元)	无参考性	353	336	327	317	308
YOY				-2.6%	-3.0%	-3.0%
毛利率	14.4%	9.5%	10.9%	10.9%	11.0%	11.2%
食用菌业务						
营业收入	483	535	539	539	539	539
<u>YOY</u>	<u>13%</u>	<u>11%</u>	<u>1%</u>	<u>0%</u>	<u>0%</u>	<u>0%</u>
毛利率	16.2%	5.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
合计						
营业收入	549	9294	32329	51587	59269	62126
<u>YOY</u>	<u>29%</u>	<u>1592%</u>	<u>248%</u>	<u>60%</u>	<u>15%</u>	<u>5%</u>
毛利率	16.0%	9.3%	10.8%	10.8%	10.9%	11.1%
销售费用率	3.6%	4.7%	4.4%	3.8%	3.1%	2.9%
管理费用率	5.9%	4.8%	3.0%	2.2%	1.9%	1.9%
——股份支付费用	1.5	148	219	108	30	4
——费用率影响	0.3%	1.6%	0.7%	0.2%	0.1%	0.0%
净利润	42	-146	603	1496	2179	2421
<u>净利润率</u>	<u>7.6%</u>	<u>-1.6%</u>	<u>1.9%</u>	<u>2.9%</u>	<u>3.7%</u>	<u>3.9%</u>
其中: 量贩业务	-6.7	33.4	856	1604	2210	2425
(不含激励费用)	-1.2%	0.4%	2.6%	3.1%	3.7%	3.9%
少数股东损益	-6	-63	332	748	1090	1211
占净利润比重	-15%	43%	55%	50%	50%	50%
归母净利润	48	-83	271	748	1090	1211
<u>YOY</u>	<u>104%</u>	<u>-274%</u>	<u>427%</u>	<u>176%</u>	<u>46%</u>	<u>11%</u>
<u>归母净利率</u>	<u>8.7%</u>	<u>-0.9%</u>	<u>0.8%</u>	<u>1.5%</u>	<u>1.8%</u>	<u>1.9%</u>

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

估值方面: 参考可比公司及公司利润弹性, 给予2025年35倍PE估值, 对应合理价值145.47元/股, 维持“增持”评级。考虑核心影响变量包括门店、利润率和少数股权, 若产业趋势或盈利改善超预期, 或进一步打开上行空间。我们采用可比公司估值, 因为公司业务类型属于零食垂类渠道品牌向全品类折扣发展的过程, 参考成长性的零食公司如盐津铺子, 2025年PE接近30倍, 但从利润弹性角度, 万辰集团预期利润率持续提升, 理应享有一定成长溢价。与零售商超类公司相比, 如永辉超市、家家悦等, 因其传统业务存在一定的调整压力, 但目前均处于转型探索期, 表现PE估值均相对偏高。万辰集团目前卡位新消费赛道, 捕捉社区零售新流量, 综合来看我们认为2025年PE估值可给35X, 对应合理价值为145.47元/股, 给予“增持”评级。考虑万辰集团的门店、利润率和少数股权三大变量都存在不确定性, 硬折扣渠道变革浪潮下产业趋势亦或有较大波动, 若盈利改善超预期, 或进一步打开上行空间。

表 2: 可比公司相对估值对比 (市值单位: 亿元)

公司代码	公司名称	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润			PE估值水平		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601933.SH	永辉超市	零售商超	502.8	-6.64	1.46	6.70	-76	346	75
002847.SZ	盐津铺子	成长类零食	228.1	6.48	8.15	10.13	35	28	23
300783.SZ	三只松鼠	成长类零食	119.5	4.08	5.36	7.02	29	22	17
002991.SZ	甘源食品	成长类零食	71.4	3.76	4.69	5.53	19	15	13
603708.SH	家家悦	零售商超	70.2	2.05	2.19	2.69	34	32	26
300972.SZ	万辰集团	零食量贩+	203.2	2.71	7.48	10.90	75	27	19

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 万辰集团盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测, 数据截至 2025/4/21

四、风险提示

(一) 宏观环境扰动风险

零食因可选属性一定程度与消费力关系密切, 若经济复苏不及预期对下游需求带来扰动风险。

(二) 食品安全等风险

休闲食品的食品安全问题排在第一位, 如果出现较大的食品安全问题则对收入和品牌形象带来较大的冲击。

(三) 开店不及预期风险

公司主要收入驱动力源自开店, 若零食量贩或省钱超市开店不及预期, 则会影响盈利预测基本盘。

(四) 新渠道不及预期风险

公司新的增长抓手来自全品类折扣超市迭代, 若此业态对现有零食量贩渠道带来流量冲击, 亦会有风险扰动。

(五) 行业竞争加剧风险

零食壁垒低, 产品同质化严重, 竞争加剧可能影响企业盈利水平。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,349	5,771	12,715	16,512	20,100
货币资金	1,210	2,381	6,002	8,816	12,051
应收及预付	275	1,159	1,912	2,194	2,294
存货	733	2,141	4,472	5,132	5,367
其他流动资产	131	89	328	371	387
非流动资产	1,576	1,483	1,830	2,136	2,399
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	1,242	1,649	2,013
在建工程	1	1	1	1	1
无形资产	61	60	58	58	57
其他长期资产	663	628	528	428	328
资产总计	3,925	7,253	14,545	18,648	22,499
流动负债	2,640	5,128	10,793	12,487	13,587
短期借款	511	956	1,156	1,456	2,056
应付及预收	943	2,094	5,111	5,865	6,134
其他流动负债	1,186	2,078	4,526	5,166	5,397
非流动负债	589	664	794	1,024	1,354
长期借款	148	237	337	537	837
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	441	426	456	486	516
负债合计	3,230	5,792	11,587	13,511	14,941
股本	155	180	180	180	180
资本公积	364	534	534	534	534
留存收益	127	384	1,132	2,222	3,432
归属母公司股东权益	645	1,098	1,846	2,936	4,146
少数股东权益	50	363	1,111	2,201	3,412
负债和股东权益	3,925	7,253	14,545	18,648	22,499

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9294	32329	51587	59269	62126
营业成本	8430	28851	45999	52784	55204
营业税金及附加	21	63	103	107	93
销售费用	434	1431	1964	1814	1814
管理费用	445	981	1154	1126	1200
研发费用	3	4	5	6	6
财务费用	29	39	29	-17	-35
资产减值损失	-6	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-76	1041	2502	3642	4047
营业外收支	-8	-9	-8	-10	-12
利润总额	-85	1032	2494	3632	4035
所得税	61	429	997	1453	1614
净利润	-146	603	1496	2179	2421
少数股东损益	-63	310	748	1090	1211
归属母公司净利润	-83	294	748	1090	1211
EBITDA	148	1370	2828	3962	4388
EPS (元)	-0.54	1.71	4.16	6.05	6.73

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,023	848	4,024	3,036	3,093
净利润	-146	603	1,496	2,179	2,421
折旧摊销	192	281	304	346	388
营运资金变动	928	-118	2,143	409	148
其它	49	82	80	101	135
投资活动现金流	-207	-96	-660	-662	-664
资本支出	-201	-96	-660	-662	-664
投资变动	-5	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	222	303	258	439	807
银行借款	400	534	300	500	900
股权融资	21	299	0	0	0
其他	-199	-530	-42	-61	-93
现金净增加额	1,039	1,056	3,622	2,813	3,236
期初现金余额	115	1,154	2,209	5,831	8,644
期末现金余额	1,154	2,209	5,831	8,644	11,880

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1,592.0	247.9%	59.6%	14.9%	4.8%
营业利润	-281.3%	1,462.0%	140.3%	45.6%	11.1%
归母净利润	-273.7%	454.0%	154.9%	45.7%	11.1%
获利能力					
毛利率	9.3%	10.8%	10.8%	10.9%	11.1%
净利率	-1.6%	1.9%	2.9%	3.7%	3.9%
ROE	-12.8%	26.7%	40.5%	37.1%	29.2%
ROIC	-4.1%	20.4%	30.6%	28.3%	21.8%
偿债能力					
资产负债率	82.3%	79.9%	79.7%	72.5%	66.4%
净负债比率	464.1%	396.4%	391.8%	263.0%	197.7%
流动比率	0.89	1.13	1.18	1.32	1.48
速动比率	0.51	0.48	0.59	0.74	0.92
营运能力					
总资产周转率	3.63	5.78	4.73	3.57	3.02
应收账款周转率	448.45	1424.05	1144.83	769.89	736.95
存货周转率	20.23	20.07	13.91	10.99	10.52
每股指标 (元)					
每股收益	-0.54	1.71	4.16	6.05	6.73
每股经营现金流	6.61	4.71	22.36	16.87	17.18
每股净资产	4.17	6.10	10.26	16.31	23.04
估值比率					
P/E	—	46.91	32.60	22.38	20.14
P/B	9.00	13.18	13.21	8.31	5.88
EV/EBITDA	38.69	10.04	7.21	4.57	3.60

广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：高级分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：高级分析师，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级分析师，理学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。