



公司研究 | 深度报告 | 万辰集团 (300972.SZ)

万辰集团深度报告：万象更新，辰星焕彩

报告要点

万辰集团零食零售板块在规模上位居行业头部，自布局零食零售板块以来，先后整合了陆小馋、好想来、来优品、叮嘀叮、老婆大人 5 大零食零售品牌。截至 2024 年底公司在全国共有零食量贩门店 14196 家。公司作为零食量贩行业龙头企业，在门店数量快速拓展的同时，经营效率不断提升、利润率改善明显，同时面向未来积极布局全品类省钱超市，有望打开新的增长点。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



范晨昊

SAC: S0490519100003



冯莹

SAC: S0490524060001

万辰集团 (300972.SZ)

万辰集团深度报告：万象更新，辰星焕彩

万里鹏程：从食用菌到折扣量贩

万辰集团零食零售板块在规模上位居行业头部，自布局零食零售板块以来，先后整合了陆小馋、好想来、来优品、吖嘀吖嘀、老婆大人 5 大零食零售品牌。截至 2024 年底公司在全国共有零食量贩门店 14196 家。2023 年公司完成对旗下几个零食量贩品牌的整合，收入实现大幅跃升，但短期投入较大出现亏损，2024 年实现扭亏。零食量贩业务还原股份支付后的净利率经历了从早期亏损逐步过渡至盈利状态，2024 年稳定在约 2.5%-2.7% 区间，2025Q1 跃升至 3.85%。目前，公司通过合资公司的形式，实控四大零食量贩品牌，几个子公司的少数股权有相当一部分在公司实控人手中。公司自 2022 年以来连续推出 5 次股权激励，涵盖从公司高管到核心业务人员和骨干员工等各个层级，2025 年开始预计股权激励费用逐步走低。

万马奔腾：硬折扣时代的铿锵凯歌

零食量贩已经成为中国休闲零食销售的黑马渠道。2019 年至 2024 年中国休闲食品饮料零售行业的市场规模从 2.9 万亿元增长至 3.7 万亿元，复合年增长率 5.5%。分市场看，2024 年休闲食品饮料下沉市场 GMV 达 2.3 万亿元，2019 年至 2024 年的复合年增长率 6.5%。分渠道看，过去几年里专卖店渠道崛起，其零售 GMV 占休闲食品饮料零售总规模占比从 2019 年 7.6% 上升至 2024 年 11.2%。零食量贩依托零售规模效应，通过“厂商直采-集中议价-精简流通”重构价值链最终构建品牌、供应商、加盟商及消费者的共赢生态。根据未来智库测算，中国大陆地区零食量贩行业饱和门店数可达 8.75 万家。目前，零食有鸣、爱零食、来优品、赵一鸣均推出全品类超市模型，开放加盟，从零食到全品类具备想象空间。

万家灯火：如何看万辰的实力与潜力？

(1) 门店网络优势：截至 2025 年 3 月万辰零食零售板块全国签约门店数量达到 1.5 万家，其中好想来在营门店数量超过 1 万家。(2) 仓储物流优势：截至 2025 年 4 月公司拥有全国近 50 个智能仓配中心，可精准触达县域市场超 3 亿消费人群。(3) 品牌影响优势：2023 年 10 月，好想来品牌推出由华与华设计的超级符号和 IP 形象——袋袋兔；2025 年 4 月 15 日，好想来品牌零食官宣檀健次为品牌代言人。公司全品类折扣超市业态探索加快探索：2025 年 1 月 10 日，来优品省钱超市首家超级店落地合肥；2025 年 3 月 21 日，好想来首家全食优选 5.0 门店开业。未来省钱超市和全食优选这些全品类店型，将会展开在下沉市场的规模化布局。

盈利预测及投资建议

公司作为零食量贩行业龙头企业，在门店数量快速拓展的同时，经营效率不断提升、利润率改善明显，同时面向未来积极布局全品类省钱超市，有望打开新的增长点。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.00、11.74、15.56 亿元，EPS 分别为 4.80、6.26、8.30 元，对应当前股价 PE 分别为 31、24、18X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、量贩市场需求变化的风险；
- 2、市场竞争风险；
- 3、产品质量管控与食品安全的风险；
- 4、盈利预测不成立或不及预期的风险等。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	150.76
总股本(万股)	18,762
流通A股/B股(万股)	16,344/0
每股净资产(元)	7.35
近12月最高/最低价(元)	199.90/17.79

注：股价为 2025 年 7 月 25 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

万里鹏程：从食用菌到折扣量贩	6
转型路径复盘：从区域菌企到量贩龙头	6
财务表现：从亏损到量利齐升	7
股权结构：零食量贩大厦落成	8
万马奔腾：硬折扣时代的铿锵凯歌	12
零食量贩为何成为硬折扣先锋？	12
格局分析看万辰的领先优势	14
从零食到全品类的想象空间	17
万家灯火：如何看万辰的实力与潜力？	20
论实力：万店规模下的多维优势	20
看潜力：全品类探索迈向新征程	22
盈利预测及投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图 1：公司零食业务相关品牌发展历程	6
图 2：公司分区域门店数量（单位：家）	7
图 3：公司分区域门店闭店率（期间闭店数/上年末存量数）	7
图 4：公司营业收入及同比增速	7
图 5：公司归母净利润及同比增速	7
图 6：2024 年公司毛利率及净利率均有所改善	8
图 7：2024 年公司期间费用率在规模效应之下得到改善	8
图 8：公司零食量贩业务毛利率超过 10%	8
图 9：公司零食量贩业还原股份支付的净利率呈现提升趋势	8
图 10：万辰集团股权结构图	9
图 11：公司分季度少数股东损益及占比情况	10
图 12：2024Q1-Q3 各子公司收入及利润率情况	10
图 13：中国食品饮料产品 GMV 预计保持中个位数增长	12
图 14：中国休闲食品饮料 GMV 占食品饮料 GMV 整体比例预计提升	12
图 15：休闲食品饮料下沉市场零售额占比提升（万亿元）	13
图 16：休闲食品饮料专卖店渠道零售额增长较快（万亿元）	13
图 17：中国休闲零食销售渠道结构变化	13
图 18：零食量贩与传统零售模式对比	14
图 19：中国零食量贩门店数量（单位：家）	14
图 20：零食量贩各线城市分布情况（单位：家）	14
图 21：万辰系零食量贩 GMV 位居行业第二	15
图 22：万辰集团零食量贩业务收入略小于鸣鸣很忙（亿元）	15

图 23：万辰集团零售量贩业务毛利率高于鸣鸣很忙	16
图 24：万辰集团零食量贩业务经调整净利率提升较快	16
图 25：两大龙头零食量贩门店数量齐头并进（家）	16
图 26：2024 年两家公司平均单店报表贡献收入 300-400 万之间（万元）	16
图 27：2024 年折扣超市数量（单位：家）	18
图 28：折扣门店分布	18
图 29：公司零食量贩门店数量已超 1.4 万家	20
图 30：公司半年度报表店均贡献收入情况	20
图 31：好想来 IP 形象“袋袋兔”	21
图 32：好想来品牌代言人檀健次	21
图 33：首家来优品省钱超市于 2025 年 1 月开业	22
图 34：首家好想来全食优选于 2025 年 3 月开业	22
表 1：公司旗下零食量贩品牌少数股权情况	9
表 2：公司 2022 年以来股权激励授予人员及股价情况	10
表 3：公司股权激励摊销费用于 2025 年开始逐渐降低	11
表 4：零食量贩开店情况梳理（单位：家）	15
表 5：各品牌体系加盟政策对比（2025 年 5 月）	17
表 6：鸣鸣很忙、万辰集团零食量贩加盟政策对比	17
表 7：折扣业态代表公司（2023）	18
表 8：不同零售业态对比（2023 年数据）	19
表 9：零食量贩的硬折扣超市细则	19
表 10：公司仓储能力预计进一步提升	21
表 11：公司近半年来部分联名活动	21
表 12：公司收入和利润的敏感性分析	24

万里鹏程：从食用菌到折扣量贩

万辰集团 2021 年实现 A 股上市，主营食用菌菇和量贩零食两大板块。万辰集团零食零售板块在规模上位居行业头部，自布局零食零售板块以来，先后整合了陆小馋、好想来、来优品、叮嘀叮嘀、老婆大人 5 大零食零售品牌。截至 2024 年底，公司在全国共有零食量贩门店 14196 家。2023 年公司完成对旗下几个零食量贩品牌的整合，收入实现大幅跃升，但由于短期投入较大利润亏损，2024 年实现利润扭亏。其中零量贩食业务还原股份支付后的净利率经历了从早期亏损逐步过渡至盈利状态，2024 年稳定在约 2.5%-2.7% 区间，2025Q1 跃升至 3.85%。目前，公司通过合资公司的形式，实控四大零食量贩品牌，几个子公司的少数股权有相当一部分在公司实控人手中。公司自 2022 年以来连续推出 5 次股权激励，涵盖从公司高管到核心业务人员和骨干员工等各个层级，2025 年开始股权激励费用影响将逐步走低。

转型路径复盘：从区域菌企到量贩龙头

福建万辰生物科技集团股份有限公司创立于 2011 年。公司 2021 年实现 A 股上市，主营食用菌菇和量贩零食两大板块。万辰集团零食零售板块在规模上位居行业头部，自布局零食零售板块以来，先后整合了陆小馋、好想来、来优品、叮嘀叮嘀、老婆大人 5 大零食零售品牌。

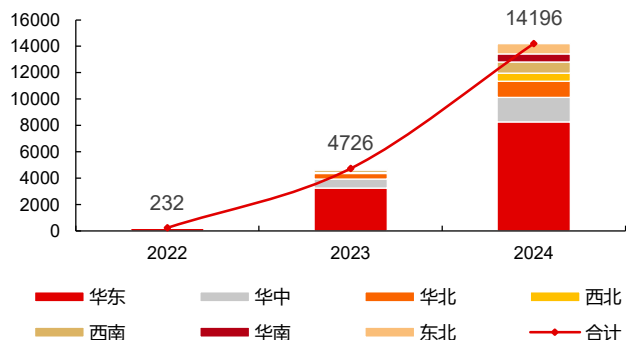
图 1：公司零食业务相关品牌发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司公告，长江证券研究所

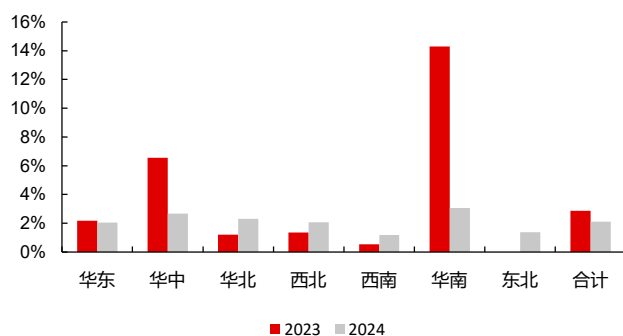
公司华东门店占比最高，门店区域均衡布局加快。截至 2024 年底，公司在全国共有零食量贩门店 14196 家，华东门店占比从 2022 年的 96.6% 降低至 2024 年的 58.2%，但依旧是最主要的区域。此外，从闭店率来看，华东门店也处于全国平均水平及以下，显示出较强的经营韧性。

图 2：公司分区域门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：公司分区域门店闭店率（期间闭店数/上年末存量数）



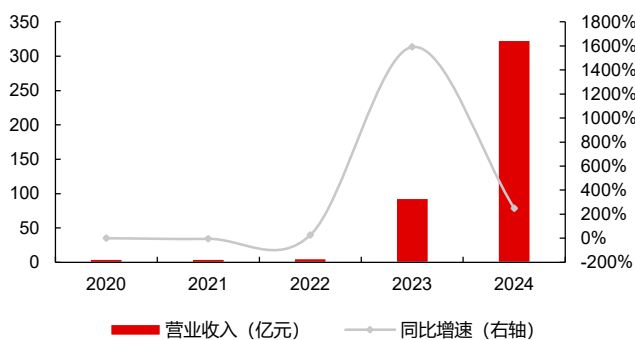
资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务表现：从亏损到量利齐升

公司发展零食量贩业务以来收入实现爆发式增长，利润则由盈转亏再实现大幅跃升。

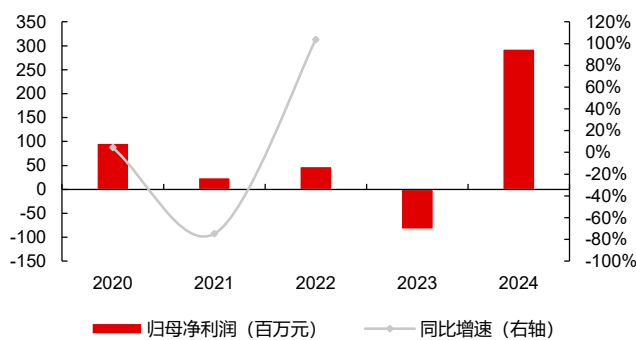
2022 年及之前，公司业务主要以食用菌的种植销售为主，收入规模在 4-6 亿元、净利润不足 1 亿元。2023 年公司完成对旗下几个零食量贩品牌的整合，收入实现大幅跃升，但由于短期投入较大利润亏损，在 2024 年实现利润扭亏。

图 4：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

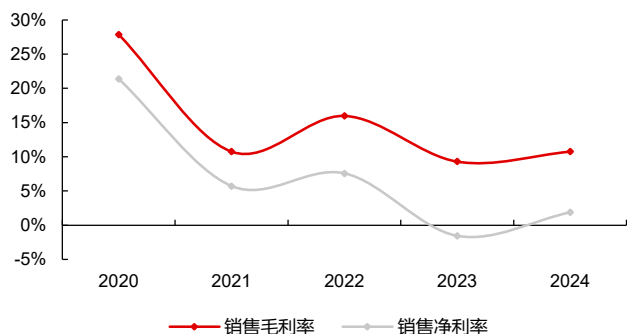
图 5：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

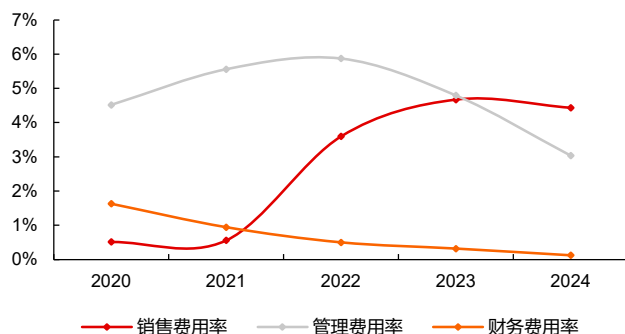
零食量贩业务稳定后，公司盈利能力好转。2020 年公司各项指标表现最好，销售毛利率（28%）和销售净利率（21%）均处高位，三费（销售、管理、财务）费用率合计比例仅约 7%，整体盈利能力强劲。随后几年盈利出现显著波动与下滑，特别是零食量贩业务规模扩大后，公司 2023 年盈利能力承压。2024 年随着业务的逐渐成熟，盈利能力改善。

图 6：2024 年公司毛利率及净利率均有所改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

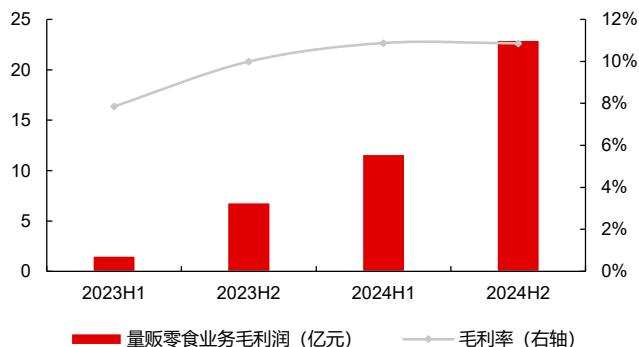
图 7：2024 年公司期间费用率在规模效应之下得到改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

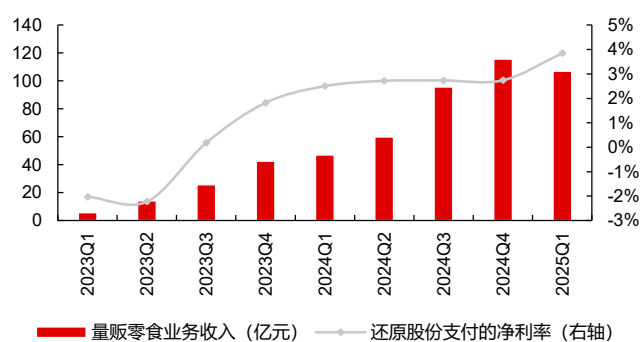
公司量贩零食业务盈利能力自 2024 年以来明显改善。从 2023 年上半年较低的起点开始，下半年业务实现了爆发式增长，毛利润激增至 6.81 亿元，毛利率也突破至 10.0%；进入 2024 年，这一强劲势头得以延续，上半年毛利润进一步攀升至 11.61 亿元，毛利率微升至 10.9%；尤为突出的是 2024 年下半年，毛利润呈现加速飞跃，达到 22.93 亿元。零食量贩业务还原股份支付后的净利率经历了从早期亏损逐步过渡至盈利状态，2024 年稳定在约 2.50%-2.75% 区间，2025Q1 跃升至 3.85%，彰显盈利能力在不断改善。

图 8：公司零食量贩业务毛利率超过 10%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：公司零食量贩业还原股份支付的净利率呈现提升趋势

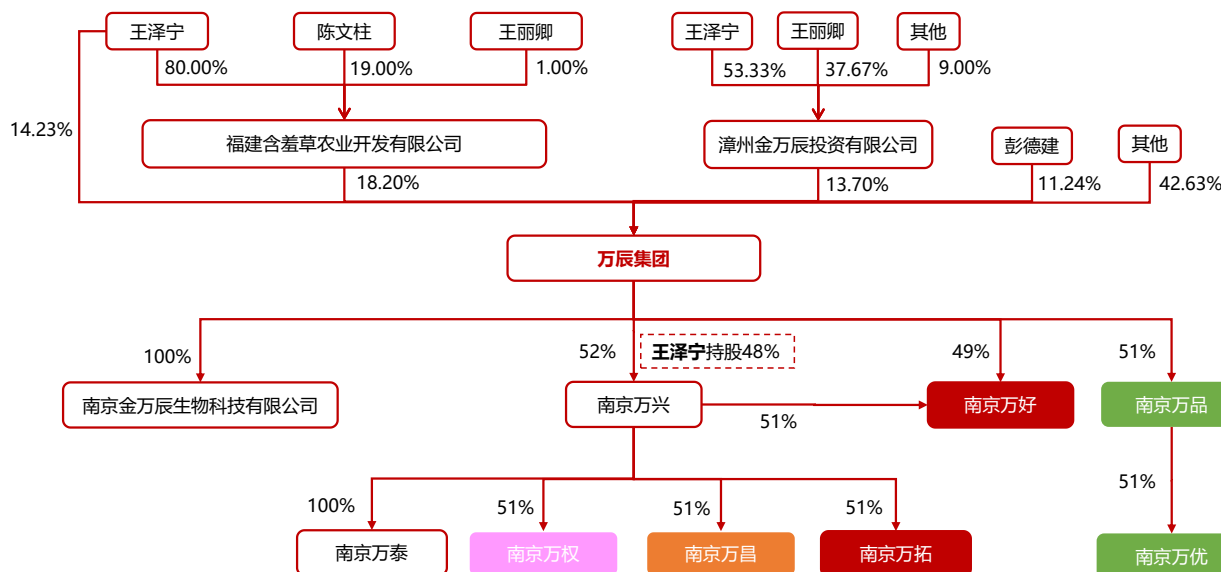


资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构：零食量贩大厦落成

目前，公司通过合资公司的形式，实控四大零食量贩品牌。万辰集团本身为最终母公司，其股权主要来源于王泽宁以及王丽卿等关键股东。集团通过多层次子公司布局业务（如南京金万辰生物科技、南京万兴、南京万万等），其中各子品牌创始人团队在多家子公司中直接或间接持有剩余的大量股份。

图 10：万辰集团股权结构图



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：上市公司股东数据更新至 2025 年 5 月 30 日，子公司数据更新至 2024 年年报

目前公司几个子公司的少数股权有相当一部分在公司实控人手中。目前公司对万好、万兴的、万灿持股比例较高，万拓、万昌、万权上市公司+实控人合计持股也达到 51%。未来公司或进一步推进少数股权的收回，增厚报表端利润。

表 1：公司旗下零食量贩品牌少数股权情况

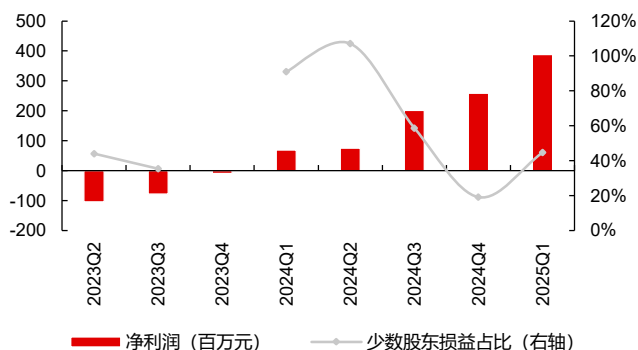
品牌	主体公司	上市公司持股	剩余少数股权	2024Q1-Q3 收入（亿元）	2024Q1-Q3 净利（亿元）
好想来	南京万好	75.52%	王泽宁：24.48%	64.66	2.24
好想来（东北）	南京万拓	26.52%	王泽宁：24.48%；其余：49%	9.52	0.26
陆小馋	南京万兴	52.00%	王泽宁：48%	5.31	0.11
吖嘀吖嘀	南京万昌	26.52%	王泽宁：24.48%；其余：49%	32.03	0.28
来优品	南京万优	26.01%	王泽宁：12.50%；其余：61.50%	48.89	1.71
小嘴零食	南京万灿	51%	其他：49%	5.24	-0.30
老婆大人	南京万权	26.52%	王泽宁：24.48%；其余：49%	-	-

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

注：持股数据更新至 2024 年年报

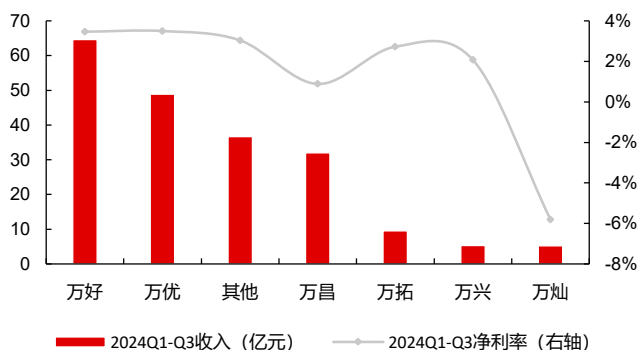
万好、万优构成零食量贩业务贡献的主力。2023Q2 至 Q4 连续三个季度净利润均为负值，但自 2024 年 Q1 起迅速扭亏为盈并逐季加速增长，至 2025Q1 已达 3.88 亿元。与此同时，少数股东损益占比呈现出较大波动，除少数股权收回影响外，不同品牌的盈利贡献差异也对单季度的表现少数股权比例有所影响。从 2024 年 Q1-Q3 的财务数据来看，收入端万好（64.66 亿元）和万优（48.89 亿元）是绝对主力，其他品牌（主要是老婆大人）（36.64 亿元）与万昌（32.03 亿元）紧随其后，而万拓、万兴、万灿收入体量则显著较小；净利率呈梯队分布，万好和万优以 3.5%左右的净利率领先，其他品牌、万拓、万兴净利率在 2.0%-3.0%区间，万昌净利率低于 1%，万灿出现一定亏损。

图 11：公司分季度少数股东损益及占比情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：2024Q1-Q3 各子公司收入及利润率情况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

公司自 2022 年以来连续推出 5 次股权激励，涵盖从公司高管到核心业务人员和骨干员工等各个层级。2025 年 5 月公司推出最新一期股权激励，给予核心业务人员和骨干员工 70 人，授予价格为 69.58 元/股。五期股权激励叠加，2025 年开始股权激励费用影响将逐步走低。

表 2：公司 2022 年以来股权激励授予人员及股价情况

长 2：公司 2022 年以来股权激励授予人员及股价情况						
	姓名	职务	获授的限制性 股票数量（万股）	占本激励计划授出 权益数量的比例	占本激励计划公告日 股本总额比例	授予价格
2022 年	王健坤	董事长	120.00	20.87%	0.78%	8.78 元/股
	王丽卿	董事、总经理	60.00	10.43%	0.39%	
	林该春	董事	40.00	6.96%	0.26%	
	王泽宁	董事、副总经理	40.00	6.96%	0.26%	
	李博	董事、副总经理	10.00	1.74%	0.07%	
	蔡冬娜	副总经理、董事会秘书、财务总监	10.00	1.74%	0.07%	6.27 元/股
	柯建平	副总经理	2.50	0.43%	0.02%	
	核心业务人员和骨干员工（45 人）		177.50	30.87%	1.16%	
	预留部分		115.00	20.00%	0.75%	
	合计		575.00	100.00%	3.75%	
2023 年 第一期	核心业务人员和骨干员工（42 人）		1209.50	100.00%	7.88%	12.07 元/股
	合计		1209.50	100.00%	7.88%	
2023 年 第二期	蔡冬娜	副总经理、董事会秘书、财务总监	10.00	0.01	0.07%	18.65 元/股
	核心业务人员和骨干员工（180 人）		614.05	0.79	4.00%	
	预留		156.01	0.20	1.02%	
	合计		780.06	100.00%	5.08%	
2024 年	蔡冬娜	副总经理、董事会秘书、财务总监	10.00	0.88%	0.06%	15.17 元/股
	核心业务人员和骨干员工（57 人）		1002.90	88.53%	5.82%	
	预留		120.00	10.59%	0.70%	
	合计		1132.90	100.00%	6.57%	
2025 年	核心业务人员和骨干员工（70 人）		177.45	80%	0.99%	69.58 元/股
	预留		44.36	20%	0.25%	

合计	221.81	100%	1.23%
----	--------	------	-------

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：公司股权激励摊销费用于 2025 年开始逐渐降低

单位：万元	摊销总费用	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
2022 年	1,882	188	1,013	516	171	-	-	-	-
2023 年第一期	16,169	-	7,126	6,470	2,200	373	-	-	-
2023 年第二期	12,462	-	2,746	6,612	2,529	575	-	-	-
2024 年	13,609	-	-	5,236	5,888	2,089	396	-	-
2025 年	13,086	-	-	-	3,905	4,872	2,635	1,318	356
费用合计	57,208	188	10,885	18,834	14,693	7,909	3,031	1,318	356

资料来源：公司公告，长江证券研究所

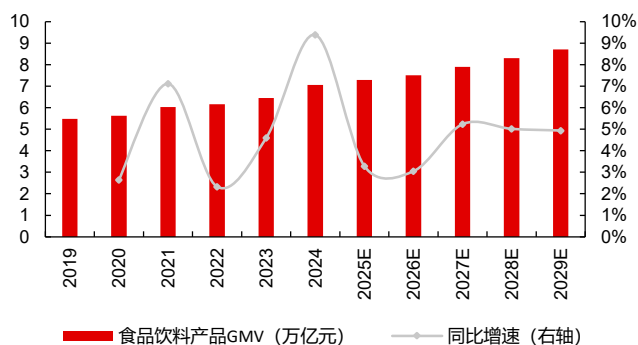
万马奔腾：硬折扣时代的铿锵凯歌

零食量贩凭借其高效率、高性价比、高灵活性的特点，成为中国休闲零食销售的黑马渠道。2019年至2024年中国休闲食品饮料零售行业的市场规模从2.9万亿元增长至3.7万亿元（占食品饮料整合体53%），复合年增长率5.5%（食品饮料零售整体为5.2%）。分市场看，2024年休闲食品饮料下沉市场GMV达2.3万亿元，2019年至2024年的复合年增长率6.5%。分渠道看，过去几年里专卖店渠道崛起，其零售GMV占休闲食品饮料零售总规模占比从2019年7.6%上升至2024年11.2%。从过去15年的渠道结构变化复盘来看，电商、专卖店和便利店是中国休闲零食销售占比提升最明显的三大渠道。零食量贩依托零售规模效应，通过“厂商直采-集中议价-精简流通”重构价值链最终构建品牌、供应商、加盟商及消费者的共赢生态。根据未来智库测算，中国大陆地区零食量贩行业饱和门店数可达8.75万家。目前，零食有鸣、爱零食、来优品（万辰旗下）、赵一鸣均推出全品类超市模型，开放加盟，从零食到全品类具备想象空间。

零食量贩为何成为硬折扣先锋？

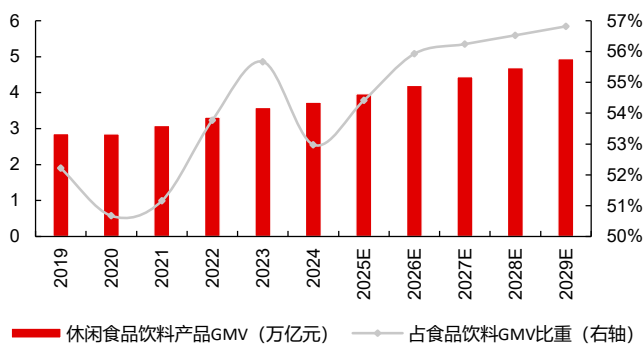
中国休闲食品饮料零售行业实现稳定增长。2019年至2024年中国休闲食品饮料零售行业的市场规模从2.9万亿元增长至3.7万亿元，复合年增长率5.5%（食品饮料零售整体为5.2%）。展望未来，预期中国休闲食品饮料零售行业将持续扩张，2029年市场规模预计将达到4.9万亿元，2024年至2029年的复年增长率5.8%。

图 13：中国食品饮料产品 GMV 预计保持中个位数增长



资料来源：弗若斯特沙利文，鸣鸣很忙招股说明书，长江证券研究所

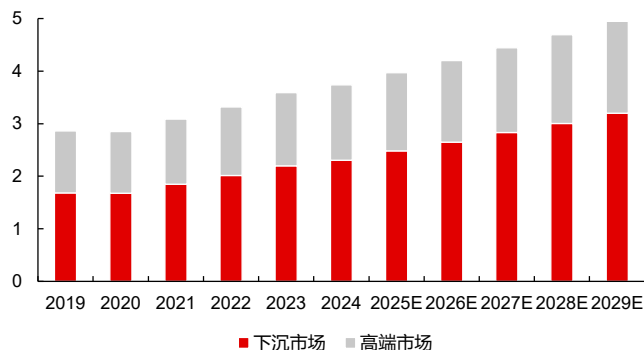
图 14：中国休闲食品饮料 GMV 占食品饮料 GMV 整体比例预计提升



资料来源：弗若斯特沙利文，鸣鸣很忙招股说明书，长江证券研究所

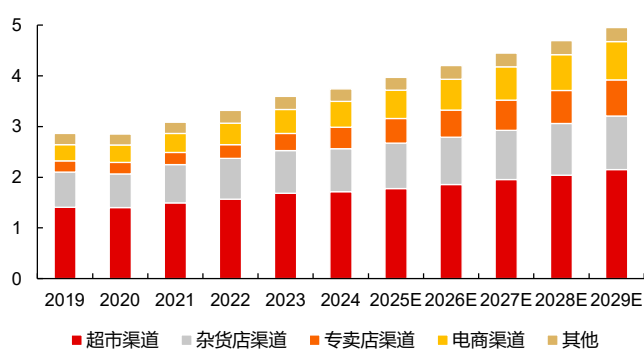
休闲食品饮料零售下沉市场及专卖店渠道值得关注。分市场看，2024年休闲食品饮料下沉市场GMV达2.3万亿元，2019年至2024年的复合年增长率6.5%。分渠道看，过去几年里专卖店渠道崛起，其零售GMV占休闲食品饮料零售总规模占比从2019年7.6%上升至2024年11.2%。展望未来，下沉市场的占比还将进一步提升，专卖店市场规模也有望持续扩大。

图 15：休闲食品饮料下沉市场零售额占比提升（万亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，鸣鸣很忙招股说明书，长江证券研究所

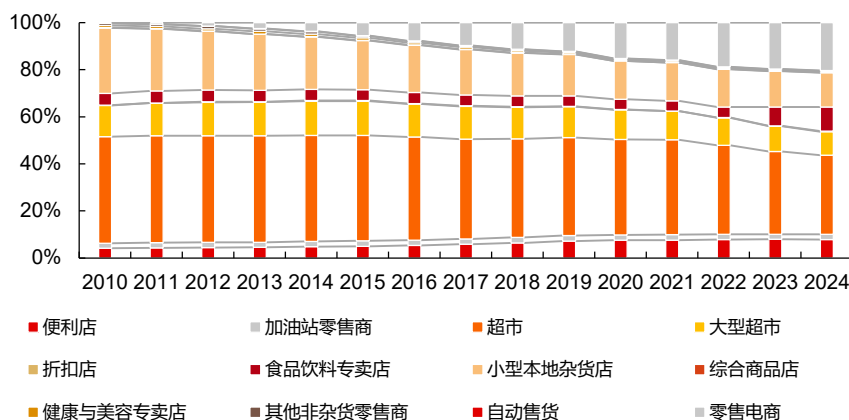
图 16：休闲食品饮料专卖店渠道零售额增长较快（万亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，鸣鸣很忙招股说明书，长江证券研究所

从休闲零食的销售渠道结构来看，过去 15 年里电商、专卖店、便利店占比上升。根据欧睿的数据，2024 年中国休闲零食销售渠道中，大型超市及超市占比合计超 43%，依旧是最大的渠道；电商以超 20% 的占比位居第二；专卖店近两年来提升较快，2024 年占比达 10%。若从过去 15 年的渠道结构变化复盘来看，电商、专卖店和便利店是占比提升最明显的三大渠道。

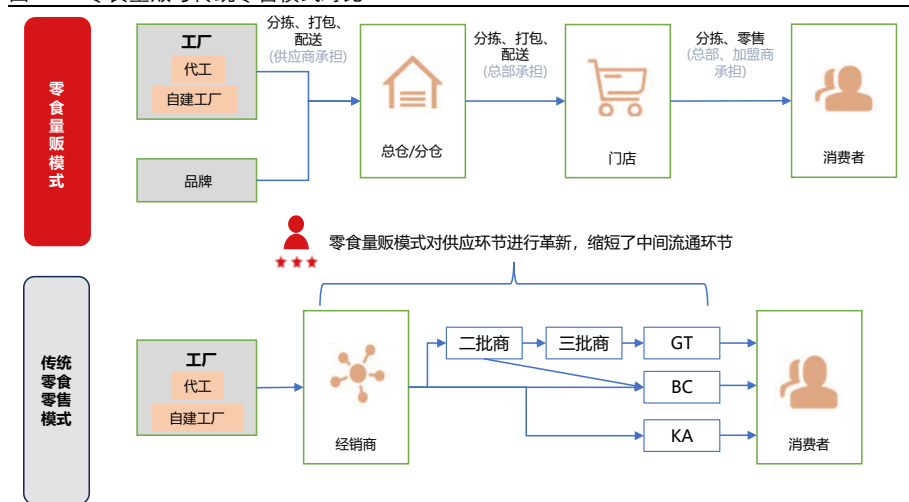
图 17：中国休闲零食销售渠道结构变化



资料来源：欧睿咨询，长江证券研究所

零食量贩业态实现效率整体提升，创造多方共赢生态。零食量贩依托零售规模效应，通过“厂商直采-集中议价-精简流通”重构价值链，以供应链效率提升释放的利润空间增强加盟商盈利，并为消费者提供高性价比产品；同时，大规模采购为上游厂商保障稳定销量与可预测增长，最终构建品牌、供应商、加盟商及消费者的共赢生态。

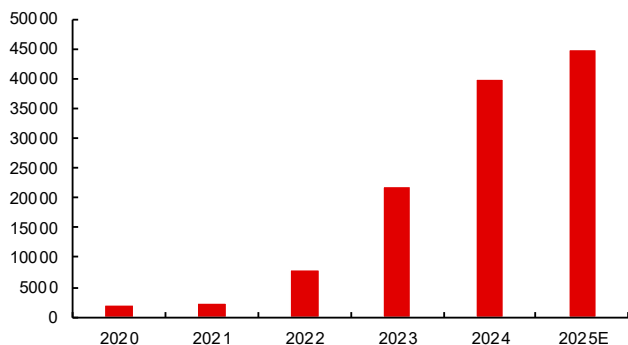
图 18：零食量贩与传统零售模式对比



资料来源：灼识咨询《中国零食行业蓝皮书》，长江证券研究所

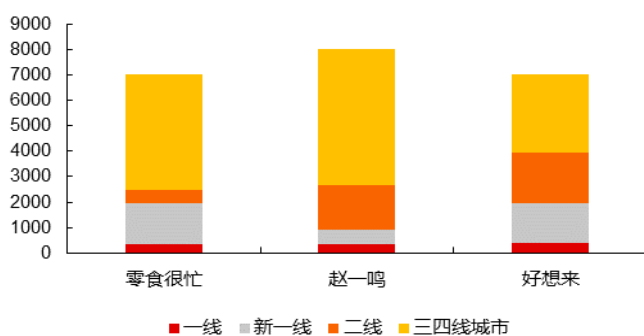
高歌猛进抢占下沉市场，零食量贩门店已突破 4 万家。我们预计 2024 年中国零食量贩门店已超过 4 万家，2022-2024 两年 CAGR 超过 100%，2025 年有望超过 4.5 万家。根据未来智库测算，中国大陆地区零食量贩行业饱和门店数可达 8.75 万家，如今已行之将半。从开店情况来看，考虑到开店成本和消费习惯问题，下沉市场消费者对价格敏感度更高，更符合零食量贩的定位，下沉市场仍为开店的主力区域，根据大众点评数据，零食很忙、赵一鸣、好想来在二线及三四线城市的门店数量占比均在 70% 以上。

图 19：中国零食量贩门店数量（单位：家）



资料来源：新经销，36kr，好想来官网，长江证券研究所

图 20：零食量贩各线城市分布情况（单位：家）



资料来源：大众点评，长江证券研究所

注：数据提取时间为 2025 年 4 月

格局分析看万辰的领先优势

头部体系在供应链、品牌建设上更占优，拓店能力更强。零食量贩拓店多以加盟店为主，万辰、很忙门店规模优势显著，有效地提升了品牌知名度，2024 年零食量贩门店新增超过 2 万家，其中万辰+很忙预计共新增 1.8 万家，占比超过 90%，头部集团贡献了主要增量，强者恒强，我们预计未来头部集中度有望进一步提高。

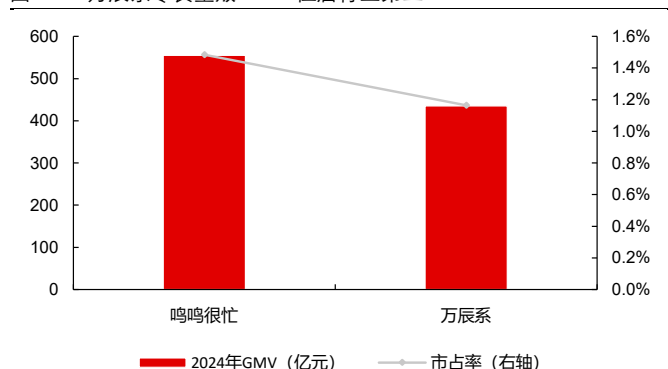
表 4：零食量贩开店情况梳理（单位：家）

			2023	2024	区域
万辰系	好想来	江苏泰州	4726	14196	山东、河南、江苏、安徽、河北、辽宁、江西、山西、吉林、陕西、浙江、福建、湖北、广东、四川、黑龙江、湖南、贵州、青海、甘肃、宁夏、内蒙古、广西、上海、重庆、北京、天津
	来优品	江苏南京			
	叮咚叮咚	江西南昌			
	陆小馋	江苏南京			
	老婆大人	浙江宁波			
鸣鸣很忙	零食很忙	湖南长沙	4000	7000+	湖南、江西、湖北、广西、广东、河南、重庆、云南、四川、陕西、甘肃、安徽、上海等 14 个省份
	赵一鸣	江西宜春	2300	8000+	江西、广东、浙江、山西、山东、天津、海南、福建、安徽、江苏、河南、河北、陕西、广西、内蒙古、黑龙江、吉林、辽宁、青海、甘肃、宁夏共 21 个
	恰货铺子	湖南长沙	500	-	
其他	零食有鸣	四川成都	2000	3500+ (含折扣超市)	四川、重庆、贵州、云南、西藏、广东、海南、江西、广西、河南、山西、陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆、内蒙古
	零食优选	湖南长沙	1300	2000+	湖南、湖北、广东、云南、贵州、四川、甘肃、陕西、海南、河南、河北、江苏、山西、福建、青海、安徽、山东、广西等 18 个省份
	戴永红	湖南株洲	600	1000+	山东、河南、江苏、安徽、河北、辽宁、江西、山西、吉林、陕西、浙江、福建、湖北、广东、四川、黑龙江、湖南、贵州、青海、甘肃、宁夏、内蒙古、广西、上海、重庆、北京、天津
	爱零食	湖南长沙	1400	1800+	

资料来源：联商网，各家公司官网，长江证券研究所

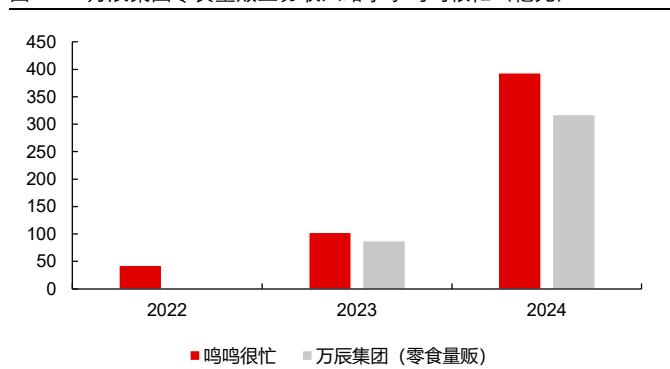
万辰系目前稳居零食量贩 TOP2。从销售规模看，2024 年万辰系以 435 亿元的 GMV 和 1.16% 市占率，位居行业第二。从零食量贩收入增长情况看，万辰零食量贩则呈现爆发式增长，2024 年达到 318 亿元。

图 21：万辰系零食量贩 GMV 位居行业第二



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，长江证券研究所

图 22：万辰集团零食量贩业务收入略小于鸣鸣很忙（亿元）

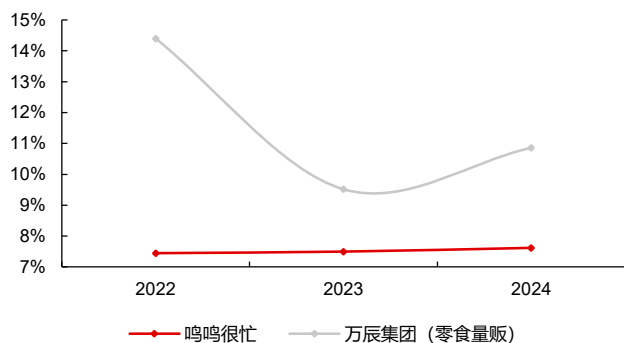


资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，万辰集团公司公告，长江证券研究所

在业务转型过程中，万辰集团实现了利润率的稳步提升。毛利率方面，万辰集团（零食量贩）的毛利率从 14% 波动下降至 11%，主要是业务结构的变化所致，2024 年相较于 2023 年有明显提升，并且过去几年均高于鸣鸣很忙。经调整净利率方面，万辰集团（零

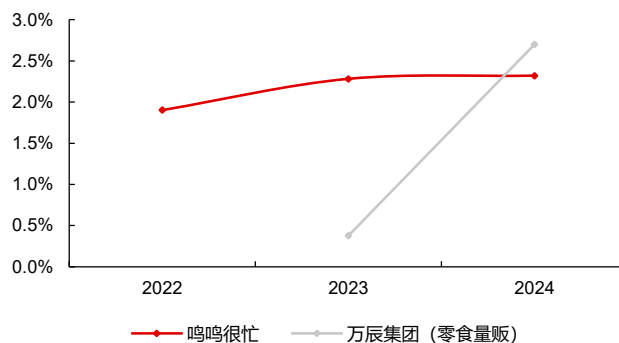
食量贩) 在 2024 年经调整净利率飙升至 2.70%，远超 2023 年的 0.38%，也高于同期的鸣鸣很忙。

图 23：万辰集团零售量贩业务毛利率高于鸣鸣很忙



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，万辰集团公司公告，长江证券研究所

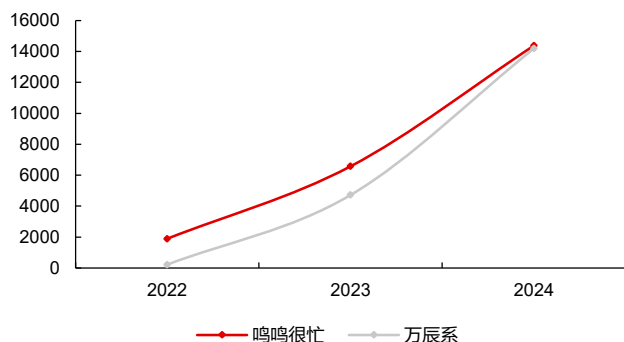
图 24：万辰集团零售量贩业务经调整净利率提升较快



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，万辰集团公司公告，长江证券研究所

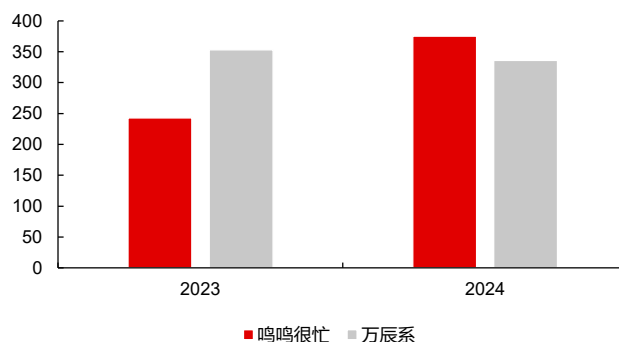
门店数量角度看，两大龙头齐头并进，鸣鸣很忙门店销售体量较大。截至到 2024 年底，鸣鸣很忙、万辰集团的零售量贩门店数均超过 1.4 万家，万辰在过去两年中开店有提速追赶的趋势。从单店贡献的报表端收入看，鸣鸣很忙 2024 年提升较大，我们预计主要是和旗下赵一鸣大店数量占比提升有关，2024 年两大龙头平均单店报表贡献收入均在 300-400 万之间。

图 25：两大龙头零售量贩门店数量齐头并进（家）



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，万辰集团公司公告，长江证券研究所

图 26：2024 年两家公司平均单店报表贡献收入 300-400 万之间（万元）



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，万辰集团公司公告，长江证券研究所

零售量贩生意本质为以价换量、高周转，其选址通常位于社区、商业区、学区等以保证重充足的客流。如零售很忙官网的选址参考，社区店需要辐射 5000 户以上成熟社区出入口，商业区店需要在体量 5 万平方米以上的商业项目内。对比各家加盟政策，店铺面积均要求 100 平方米以上，以容纳充足的 SKU。

表 5：各品牌体系加盟政策对比（2025 年 5 月）

	好想来	零食有鸣	零食很忙	赵一鸣
加盟费（万元）	0	0	5	3.8
保证金（万元）	2	3 (经营多店可退)	3	2
店铺面积要求	>120 平		>150 平	>180 平
装修费用（万元）	12.5	10	13	15~19
设备费用（万元）	12.5	10~20	16	10~12
系统投入（万元）	1.3	-	-	-
首次货款（万元）	25	30~40	23	30~35
初始投入（不含房租）（万元）	60	53~73	60	60~72
毛利率	19-20%	18-20%	18-20%	18-20%

资料来源：欧睿，好想来官网，零食有鸣官网，零食很忙官网，赵一鸣官网，长江证券研究所

进入 2025 年，激进费用补贴暂歇，行业竞争或逐步降温。若说 2023 年是资本快速进入、各大品牌混战的一年，2024 年则是鸣鸣很忙、万辰两大体系对抗的一年，鸣鸣很忙曾推出专门针对竞争的补贴，鼓励旗下门店与万辰正面竞争。从 2025 年当前的政策来看，这种激进政策并未延续，激进竞争暂告一段落。

表 6：鸣鸣很忙、万辰集团零食量贩加盟政策对比

	鸣鸣很忙体系	万辰体系
2024	开店补贴：一次性补贴 10 万（直接免除）	装修补贴：门店 100 米（百度地图导航步行距离）范围内迁址更优位置或扩大营业面积的门店，一次性奖励 12 万 装修补贴（一次性打款）
	招牌补贴：超过 20 平的门店，超过补贴 300 元/平	招牌补贴：凡门头面积超过 30 平米的门店，超出 30 平米的部分公司按 500 元/平米全额补贴（一次性货补到账）
	房租补贴：凡在竞品高销门店 100 米内布店，额外补贴该门店年租金的 50%或该门店转让费的 50%	
	其他补贴：凡门店遭遇竞品（万辰系）门店恶意打折促销，公司全力支持门店竞争，补贴毛利率至 15%	
2025	开店补贴：卖场营业面积达到 150 平且开间 12m 以上的转角门店，有效招牌面积超过 40 平，补贴 3.6 万	
	招牌补贴：300-500 元/平	

资料来源：零食很忙官网，好想来官网，长江证券研究所

从零食到全品类的想象空间

硬折扣，是一种通过重构供应链，打造垂直供应链，减少中间环节、降低物流仓储损耗、提高人效等多种方式来降低成本，为商品提供降价空间的零售业态。折扣业态最早诞生于美国，而硬折扣业态起始于二战后的德国，其中奥乐齐最为知名，被誉为“硬折扣鼻祖”。以 2023 年的数据为例，普通商超业态毛利率一般可达到 25%左右（沃尔玛），硬折扣 20%左右，软折扣则可达 30%以上。

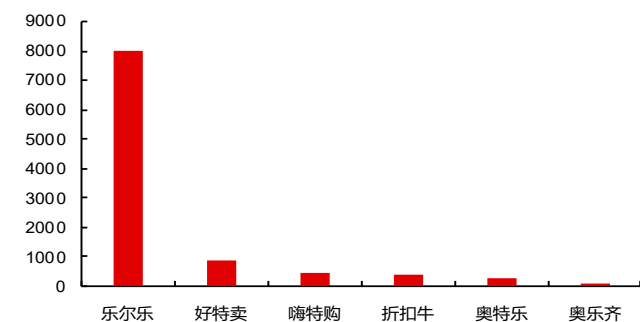
表 7：折扣业态代表公司（2023）

	硬折扣		软折扣	
	海外	国内	海外	国内
代表企业				
起源地	德国	中国	日本	中国
运作模式	通过供应链优化，减少中间环节，降低经营成本来实现低价		通过销售尾货/临期/反季节商品等瑕疵商品来实现低价	
SKU 数量	控制经营范围，2000 个 SKU 左右	6 万个，不同店型 SKU 有差异	4-6 万个	仓库内 10 万个，门店内 1000+
毛利率	20%	18%	31%	35%
自有品牌占比	90%+	不做自有品牌	18%	压缩自有品牌

资料来源：beer-management，唐吉珂德年报，FBIF 食品创新，北京商报，彭拜，天下网商，整点消费，长江证券研究所

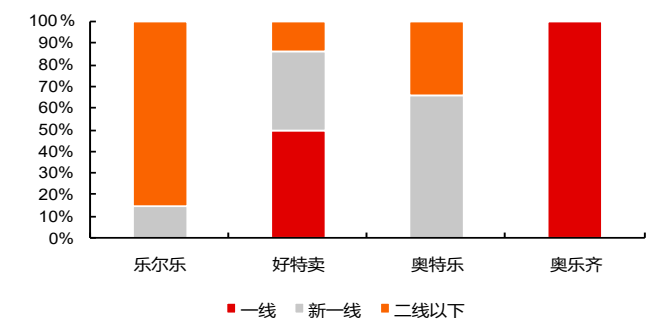
国内折扣零售业态始于我国加入 WTO 之后，早一批折扣店多因商品供应链过长，折扣空间有限，经营效益不佳，终以闭店收尾。在此之后，硬折扣虽然没有形成连锁化规模，但街头巷尾的 2 元店、5 元店成为硬折扣的一种缩影。2011 年乐尔乐成立，2017 年奥乐齐通过电商进入中国并于 2019 年成立线下门店，2024 年零食量贩品牌宣布转型全品类硬折扣业态，中国“硬折扣”的风又一次吹了起来。我们预计当前中国折扣超市数量已过万家，仅乐尔乐旗下便拥有 8000 多家门店。硬折扣品牌间战略定位亦有不同，区别于奥乐齐定位中产、聚集于一线城市，多数硬折扣品牌如乐尔乐、奥特乐瞄准中国广阔的下沉市场。

图 27：2024 年折扣超市数量（单位：家）



资料来源：乐尔乐官网，零售商业财经，自由科技，国际在线，新浪财经，长江证券研究所

图 28：折扣门店分布



资料来源：大众点评，长江证券研究所

硬折扣底层逻辑为低价高周转进而实现高坪效。我们在上市公司中选取不同零售业态与乐尔乐进行对比，乐尔乐的坪效超过 7 万元/㎡，远高于其他几种业态，硬折扣的模式已经跑通。以低价引流，乐尔乐毛利率较低，但通过高坪效我们预计其仍可实现不错盈利（参考 2023 年奥乐齐英国分公司，OPM 达到 3% 以上）。

表 8：不同零售业态对比（2023 年数据）

	硬折扣超市	大卖场	综合类超市	便利店
代表企业	乐尔乐	永辉超市	家家悦	红旗连锁
财务数据	营业规模（亿元）	354	786.42	177.63
	门店数量（个）	4000	1000	991
	单店卖力（亿元）	0.09	0.79	0.18
	单店面积（㎡）	100-150	7750	1316
	坪效（元/㎡）	70796	10147	13622
	周转天数（天）	37	54	61
盈利能力	毛利率	18%	21.24%	23.88%
	净利率		-1.86%	0.76%

资料来源：Wind，公司公告，网易，第一纺织网，乐尔乐官网，长江证券研究所

目前，零食有鸣、爱零食、来优品（万辰旗下）、赵一鸣均推出全品类超市模型，开放加盟。对比零食量贩门店，选址均以社区、农贸市场等附近为主，区别主要为硬折扣的 SKU 上增加了日化、纸品等品类（零食占比仍较高），门店面积也更大。价格方面，新增品类的单品价格也非常低廉，实现了全品类硬折扣。

表 9：零食量贩的硬折扣超市细则

	零食有鸣批发超市	爱零食硬折扣店	来优品省钱超市	赵一鸣省钱超市
启动日期	2024 年 9 月	2024 年 12 月	2024 年 12 月	2025 年 1 月
门店数量	1000+（含改造门店 189 家）	60 天开 200 家	可全国复制	
区域	成都首店，全国加盟	长沙首店，全国加盟	合肥首店	开放广西、海南、安徽、江苏、福建、山西、山东、河北、浙江、辽宁、宁夏、吉林、青海、内蒙、江西、河南、广东、山西、甘肃、黑龙江
品类	米面粮油、纸品日化、日用百货、酒水乳品、方便速食、烘焙糕点、鱼肉制品、生鲜鸡蛋、低温冻品、糖巧果冻、素食山珍、膨化食品等 3000 个 SKU	全品类，零食品类占比 35%	零食水饮、速冻品、米面粮油、个护家清、调味品、烟酒等 3000 个 SKU	新增超过 400 个 SKU，涵盖从百货到生鲜等多元化产品
门店面积（平方米）	160-300	200+	300	180-240

资料来源：联商网，网易，华夏时报，赵一鸣官方公众号，长江证券研究所

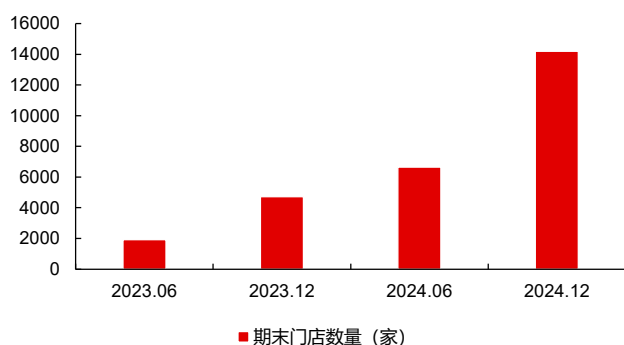
万家灯火：如何看万辰的实力与潜力？

经过多年的耕耘，公司已建立起来门店网络、仓储物流、品牌影响力等多维度优势，并积极向多品类模式转型探索。（1）门店网络优势：根据 CIC 灼识咨询的调研数据，截至 2025 年 3 月万辰零食零售板块全国签约门店数量达到 1.5 万家，其中好想来在营门店数量超过 1 万家。（2）仓储物流优势：截至 2025 年 4 月公司拥有全国近 50 个智能仓配中心，门店在覆盖一至四线及以下城市的商圈、社区等多元场景的同时，可精准触达县域市场超 3 亿消费人群。（3）品牌影响优势：公司持续推动品牌形象及影响力提升。2023 年 10 月，好想来品牌推出由华与华设计的超级符号和 IP 形象——袋袋兔，并提出要在品牌建设上投入 3 个亿以上资金；2025 年 4 月 15 日，万辰集团旗下好想来品牌零食官宣檀健次为品牌代言人。公司全品类折扣超市业态探索加快探索：2025 年 1 月 10 日，来优品省钱超市首家超级店——武里山天街店落地合肥；2025 年 3 月 21 日，好想来首家全食优选 5.0 门店——兴化莲开水香店开业。未来省钱超市和全食优选这些全品类店型，将会展开在下沉市场的规模化布局。

论实力：万店规模下的多维优势

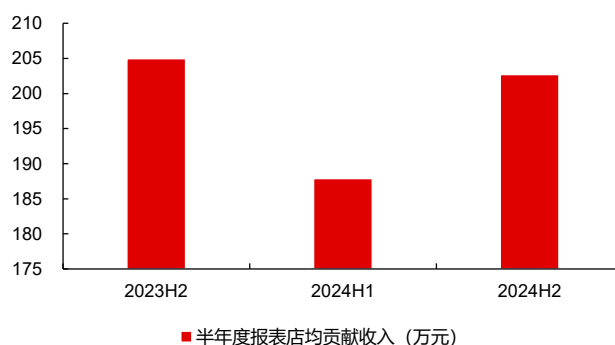
公司门店数量持续扩张，单店 SKU 达 2000 个，已建立布局全国的完善销售体系。根据 CIC 灼识咨询的调研数据，截至 2025 年 3 月万辰零食零售板块全国签约门店数量达到 1.5 万家，其中好想来在营门店数量超过 1 万家。目前万辰集团的量贩零食门店销售产品涵盖水饮冲调、膨化食品、烘焙糕点、糖巧果冻、肉类零食、坚果炒货、方便速食、果干蜜饯、素食山珍等 9 大核心品类的产品组合，囊括各类国内国际头部品牌以及地方性特色品牌，单店 SKU 数达 2000 多个。

图 29：公司零食量贩门店数量已超 1.4 万家



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：公司半年度报表店均贡献收入情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

聚焦下沉市场，构建全国物流体系。根据好想来官方公众号信息，截至 2025 年 4 月公司拥有全国近 50 个智能仓配中心，门店在覆盖一至四线及以下城市的商圈、社区等多元场景的同时，可精准触达县域市场超 3 亿消费人群。前期的前置投入随着公司门店数量、销售规模的持续扩大，将进入规模效应兑现阶段。公司下一步的重点或转向门店的精细化管理、供应链的高效运营，提升经营利润率表现。

表 10：公司仓储能力预计进一步提升

	2023	2025E
仓储中心（个）	31	50+
仓储辐射门店（家）	7000+	12000+

资料来源：公司官网，长江证券研究所

几大品牌合并后，公司持续推动品牌形象及影响力提升。2023 年 10 月，好想来品牌推出由华与华设计的超级符号和 IP 形象——袋袋兔，并提出要在品牌建设上投入 3 个亿以上资金。公司在 2024 年持续围绕这一 IP 形象不断优化。2025 年 4 月 15 日，万辰集团旗下好想来品牌零食官宣檀健次为品牌代言人。并同步推出了众多代言人趣味周边。

图 31：好想来 IP 形象“袋袋兔”



资料来源：好想来品牌零食官网，长江证券研究所

图 32：好想来品牌代言人檀健次



资料来源：好想来品牌零食官方微博，长江证券研究所

公司积极探索与其他品牌、IP 的合作之路。2024 年底以来，公司持续推出跨界联名活动，形式多样。2025 年 1 月，好想来品牌零食全国门店上线了《哪吒之魔童闹海》惊喜盒、三丽鸥草莓惊喜盒等热门 IP 正版授权商品，为好想来年货节拉开新篇章，吸引了大批年轻用户到店选购，甚至出现一盒难求的盛况。

表 11：公司近半年来部分联名活动

时间	联名方	图示	活动内容
2024 年 12 月	乐事		共同创作出了新年期间专属的乐事版好想来主题曲《好想乐事来》
2025 年 1 月	王者荣耀		王者荣耀英雄形象徽章卡牌等
2025 年 1 月	电影《哪吒》		《哪吒之魔童闹海》惊喜盒手办
2025 年 5 月	蜡笔小新		校车巧脆杯，附赠贴纸等周边

资料来源：公司官网，好想来品牌零食官方微信，小食代微信公众号，长江证券研究所

看潜力：全品类探索迈向新征程

公司全品类折扣超市业态探索加快探索。2024 年 10 月，来优品省钱超市实验店落地河南，实现客流与业绩的双重提升。2024 年 12 月 21 日，万辰集团来优品省钱超市发布会在合肥举办。万辰集团好想来品牌零售合伙人周鹏，公布超市新构想——来优品省钱超市，并揭幕来优品省钱超市全新店型。2025 年 1 月 10 日，来优品省钱超市首家超级店——武里山天街店落地合肥，为来优品所推出的全新零售模式开启新的篇章。2025 年 3 月 21 日，好想来首家全食优选 5.0 门店——兴化莲开水香店开业，390 ㎡门店、2000+SKU 代表了好想来品牌战略的新方向。此后，省钱超市和全食优选这些全品类店型，将会展开在下沉市场的规模化布局。

图 33：首家来优品省钱超市于 2025 年 1 月开业



资料来源：来优品官方微信公众号，长江证券研究所

图 34：首家好想来全食优选于 2025 年 3 月开业



资料来源：食业家微信公众号，长江证券研究所

此外，公司零售业务更多元的业态和自有品牌的尝试也在同步推进。2025 年 4 月 26 日，好想来品牌零食华北首家城市旗舰店在河北石家庄勒泰中心正式开业，进一步加速零售业态焕新。好想来首次将量贩零食与沉浸式潮玩场景深度融合，以超 400 平米打造“情绪价值”新场景，超大屏幕+零食潮玩，打造出“好吃好玩好逛”的沉浸式体验区。同时，门店引入盲盒、IP 衍生周边等新品、爆品，例如 IP 水杯三丽鸥、蜡笔小新系列，盲盒哪吒 2 系列，毛绒草莓熊系列等产品。

盈利预测及投资建议

公司作为零食量贩行业龙头企业，在门店数量快速拓展的同时，经营效率不断提升、利润率改善明显，同时面向未来积极布局全品类省钱超市，有望打开新的增长点。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.00、11.74、15.56 亿元，EPS 分别为 4.80、6.26、8.30 元，对应当前股价 PE 分别为 31、24、18X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、量贩市场需求变化的风险。量贩零食渠道下游直接面向广大终端消费者，消费者的偏好和购买力对量贩零食渠道具有直接影响，因此公司需要及时了解不断变化的消费者需求，并在产品和服务策略上进行快速响应。如果公司对消费者偏好的把握存在偏差，或者市场需求短时间内出现重大变化，则公司现有产品品类的销售将会受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

2、市场竞争风险。传统商品零售主要借助超市、大卖场等线下渠道和淘宝、京东、拼多多等线上渠道，品牌众多，竞争激烈。未来来看，随着市场的不断细分，部分传统的零售企业和新进入者也开始涉足量贩连锁经营模式。同时，社区团购、近场电商等销售模式亦有可能冲击量贩连锁经营模式。如果公司不能继续保持快速增长速度，可能导致公司的产品销量减少，从而影响公司的财务状况和经营业绩。

3、产品质量管控与食品安全的风险。公司不涉及食品相关的生产环节，各门店所销售的商品均来自外部品牌的供应商。在食品物流与销售环节中，公司一旦出现人员操作疏忽、运输储存差错、进货查验未尽责、采购瑕疵产品等管控意外，都可能会出现产品变质、食品安全问题，进而对公司的品牌声誉、公众形象及经营业绩产生重大不利影响。

4、盈利预测不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着新产品和新渠道贡献的增加，预计公司 2025-2027 年营收分别为 519.47、608.89、699.22 亿元，归母净利润分别为 9.00、11.74、15.56 亿元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响 包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若公司新产品及新渠道发展速度不及预期，则对应 2025-2027 年归母净利润或降至 7.38、9.22、11.58 亿元。

表 12：公司收入和利润的敏感性分析

	基准假设			悲观假设		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	51,947.26	60,888.93	69,921.60	49,603.57	54,764.08	58,207.83
——YOY	60.68%	17.21%	14.83%	53.43%	10.40%	6.29%
毛利率	11.73%	11.93%	12.14%	10.92%	11.12%	11.42%
归母净利润（百万元）	900.05	1,173.71	1,556.48	737.85	922.45	1,158.27
——YOY	206.64%	30.40%	32.61%	151.38%	25.02%	25.57%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32329	51947	60889	69922	货币资金	2381	5506	9031	10288
营业成本	28851	45855	53622	61434	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3478	6092	7267	8488	应收账款	18	289	104	47
%营业收入	11%	12%	12%	12%	存货	2141	4689	6150	3851
营业税金及附加	63	114	130	149	预付账款	1141	2067	3011	1964
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	89	377	380	210
销售费用	1431	1956	2210	2349	流动资产合计	5771	12928	18676	16360
%营业收入	4%	4%	4%	3%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	981	1291	1337	1430	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	2%	2%	2%	固定资产合计	794	708	622	622
研发费用	4	6	7	8	无形资产	60	59	58	58
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	39	42	49	29	递延所得税资产	95	97	97	97
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	534	587	631	629
加: 资产减值损失	-12	-10	-10	-10	资产总计	7253	14379	20083	17765
信用减值损失	-5	-5	-5	-5	短期贷款	956	944	944	944
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	2012	5253	5935	3531
投资收益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1041	2737	3633	4642	应付职工薪酬	151	561	442	265
%营业收入	3%	5%	6%	7%	应交税费	283	400	999	663
营业外收支	-9	-10	-10	-10	其他流动负债	1726	3432	5790	3598
利润总额	1032	2727	3623	4632	流动负债合计	5128	10589	14110	9002
%营业收入	3%	5%	6%	7%	长期借款	237	237	237	237
所得税费用	429	1091	1449	1853	应付债券	0	0	0	0
净利润	603	1636	2174	2779	递延所得税负债	91	92	92	92
归属于母公司所有者的净利润	294	900	1174	1556	其他非流动负债	335	342	342	342
少数股东损益	310	736	1000	1223	负债合计	5792	11260	14781	9673
EPS (元)	1.71	4.80	6.26	8.30	归属于母公司所有者权益	1098	2019	3203	4769
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	363	1100	2099	3322
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	1461	3119	5302	8092
经营活动现金流净额	848	3186	3634	1303	负债及股东权益	7253	14379	20083	17765
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-96	-78	-76	-18	每股收益	1.71	4.80	6.26	8.30
其他	0	-13	-4	2	每股经营现金流	4.71	16.98	19.37	6.94
投资活动现金流净额	-96	-91	-80	-16	市盈率	46.91	31.43	24.10	18.17
债券融资	0	0	0	0	市净率	13.18	14.01	8.83	5.93
股权融资	299	11	0	0	EV/EBITDA	10.04	8.52	5.55	4.23
银行贷款增加 (减少)	534	-13	0	0	总资产收益率	4.0%	6.3%	5.8%	8.8%
筹资成本	-54	-29	-29	-29	净资产收益率	26.7%	44.6%	36.6%	32.6%
其他	-475	62	0	0	净利率	0.9%	1.7%	1.9%	2.2%
筹资活动现金流净额	303	31	-29	-29	资产负债率	79.9%	78.3%	73.6%	54.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1056	3126	3525	1257	总资产周转率	5.78	4.80	3.53	3.69

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。