

## 万店之上的成长空间

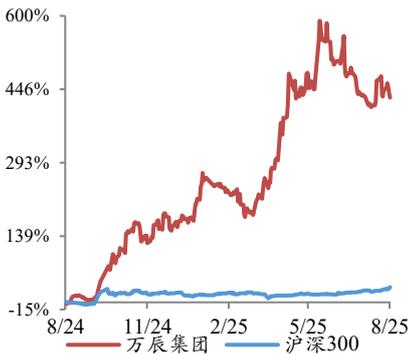
——拥抱极致性价比与下沉时代（折扣系列）：万辰集团

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2025-08-22

收盘价(元)	150.11
近12个月最高/最低(元)	199.90/28.88
总股本(百万股)	188
流通股本(百万股)	163
流通股比例(%)	87.12
总市值(亿元)	282
流通市值(亿元)	245

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：[dengxin@hazq.com](mailto:dengxin@hazq.com)

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

### 相关报告

现制茶饮投资探讨 240530

百润股份投资探讨 240925

如何看待东鹏饮料出海机会 250124

东鹏饮料投资探讨 240201

如何看待中国零食出海机会 250425

华润饮料：低估之上的成长价值 250309

### 主要观点：

- **本文研究对象为折扣业态头部标的——万辰集团。**受24Q4-25Q1盈利能力快速提升推动，公司盈利创历史新高，当前市场关注点聚焦如下：1、量贩零食到达万店之后的下一步重心与空间；2、第二曲线折扣超市的最新进展成效；3、未来盈利能力的提升节奏与幅度。我们认为万店之上，竞争升级+业态升级+经营提效三重逻辑将支撑万辰的持续成长。
- **万店之后：量贩零食的下一步重心与空间？**当前虽已万店规模，但折扣业态渗透率对标海外仍有翻倍空间，核心源于：①内销区域市场及下沉市场仍存加密空间；②东南亚出海撬动量贩零食规模天花板；③两强格局下量贩折扣正进一步抢占传统业态份额。**我们测算万辰内销稳态门店空间2.4-2.5万家，对应年均GMV超1000亿（行业出海可额外带来0.5万家门店与288亿GMV增量）。**
- **业态升级：折扣超市的转型成效与难点？**公司折扣超市经过2-3个季度迭代，门店模型已持续优于传统社区商超业态，**单店GMV相较一般量贩零食向上提升近30%，当前正处于爆发前夜；**通过积极调整货品品类，折扣超市或有望接力量贩零食持续抢占市场。**当前面临扩充品类、维持性价比、门店提效三大难点，但折扣超市模型正持续迭代优化。**
- **经营提效：未来盈利能力的提升幅度与节奏？**25年公司步入盈利能力提升加速期，公司毛/净利率对标海外硬折扣标杆均有明确空间。**公司短期看销售费率优化、中期看管理整合提效、长期看自有品牌提升，三大提效路径清晰，费率优化/运营整合带来中期2-3pct盈利突破空间，自有品牌放量带来远期1-2pct盈利突破空间。**
- **投资建议：**我们预计25-27年公司实现收入564.2/675.5/918.8亿元，+74.5%/19.7%/36.0%。当前好想来已完成回购（持股75.5%）、来优品公布回购草案（完成后持股75%），若暂不考虑进一步少数股权回购，预计25-27年公司实现归母净利润10.4/16.7/24.2亿元，+254.3%/60.8%/44.6%，当前PE27/17/12x，向上空间参见正文。首次覆盖，“买入”评级。
- **风险提示：**拓店与同店压力、竞争加剧、自有品牌、出海风险

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	56422	67547	91876
收入同比(%)	247.9%	74.5%	19.7%	36.0%
归属母公司净利润	294	1040	1673	2419
净利润同比(%)	454.0%	254.3%	60.8%	44.6%
毛利率(%)	10.8%	11.4%	11.7%	11.6%
ROE(%)	26.7%	59.2%	59.5%	55.7%
每股收益(元)	1.71	5.54	8.91	12.89
P/E	46.91	27.08	16.84	11.64
P/B	13.18	16.04	10.01	6.49
EV/EBITDA	10.04	8.94	6.10	3.66

资料来源：wind，华安证券研究所测算，数据截至2025年8月22日

## 正文目录

1、如何看待万店之后的下一步重心与空间？	4
成长增量①：加密空间，区域(南方/东北)与下沉(二线)市场拓店	6
成长增量②：出海空间，东南亚出海撬动规模天花板	8
成长增量③：替代空间，折扣业态头部两强进一步抢占传统业态份额	8
2、如何看待折扣超市转型的成效与难点？	10
最新成效：同店提升、持续优化	10
转型难点：扩充品类、维持性价比、门店提效	11
3、如何看待盈利能力的提升节奏与幅度？	13
提效路径①：费投优化，销售费率存 1-1.5PCT 优化空间	13
提效路径②：运营整合，管理费率存 1-1.5PCT 优化空间	13
提效路径③：自有品牌，远期带来 1-2PCT 提升空间	14
4、初步结论与盈利预测	15
风险提示	17
财务报表与盈利预测	18

## 图表目录

图表 1 2024 年中国休闲食品饮料前五大连锁零售商	4
图表 2 2024 年中国量贩零食门店数量前五大连锁零售商	4
图表 3 公司背靠上游零食生产企业	5
图表 4 业务合伙人模式保留各区域量贩品牌核心骨干近 49% 股权	6
图表 5 头部两强竞争优势突出	6
图表 6 万辰南方/东北仍有拓店空间	7
图表 7 二线城市仍有拓店空间	7
图表 8 稳态量贩零食行业开店空间及万辰/鸣鸣 GMV 测算	7
图表 9 东南亚量贩零食业态兴起	8
图表 10 国内折扣业态渗透率低于海外水平	9
图表 11 量贩零食经营模式竞争优势突出	9
图表 12 行业潜在进入者各有隐忧	9
图表 13 折扣超市店型快速迭代	10
图表 14 折扣超市单店模型对比	11
图表 15 量贩零食头部品牌 25 年收缩门店补贴力度	13
图表 16 万辰各团队运营品牌一览	14
图表 17 万辰集团销售费率优化确定性强	14
图表 18 万辰集团对标鸣鸣很忙管理费率	14
图表 19 万辰集团毛利率仍有提升空间	14
图表 20 万辰集团量贩业务净利率持续提升	14
图表 21 万辰集团盈利预测	15
图表 22 万辰集团可比估值	16

本文研究对象折扣业态头部标的一—万辰集团。

公司于 24Q4-25Q1 盈利能力快速提升，盈利创历史新高，公司当前业绩与股价走势备受市场关注。我们总结市场对公司讨论点主要聚焦如下：

1. 量贩零食到达万店之后的下一步重心与空间？影响长期天花板；
2. 第二曲线折扣超市的最新进展成效？影响天花板能否抬升；
3. 未来公司盈利能力的提升节奏与幅度？决定公司业绩确定性。

本文结合我们对“极致性价比”的逻辑首推与我们最新的产业调研结果予以梳理。长期维度，我们认为中国折扣业态渗透率存翻倍空间（对标海外），量贩零食格局已定、马太效应强化，更凭折扣超市转型尝试突破开店/单店天花板，在清晰的逻辑下头部公司——万辰集团具备长期投资价值。

## 1、如何看待万店之后的下一步重心与空间？

我们认为：公司核心支柱量贩零食业务虽已有万店规模，但中国折扣业态渗透率对标海外仍有翻倍空间，万店之后公司天花板并未触及，核心源于①内销区域市场及下沉市场仍存加密空间；②东南亚出海撬动量贩零食规模天花板；③两强格局下，量贩折扣正进一步快速抢占传统业态份额。我们测算万辰稳态门店空间可看 2.4-2.5 万家，对应年均 GMV 超 1000 亿元（不含海外）。

万辰集团（即福建万辰生物科技集团股份有限公司）是一家致力于量贩零食零售连锁与农产品制造的综合型集团企业，量贩零食为核心主业，24 年量贩零食业务营收达 317.9 亿，约占公司收入 98.3%。公司通过收购 4 大区域型零食零售连锁品牌（来优品、好想来、吡啻吡啻、老婆大人），整合公司自身品牌陆小馋，在量贩零食渠道获得市占率领先地位，24 年终端门店数量达 14196 家，仅次于鸣鸣很忙（14394 家），远超其他品牌。

图表 1 2024 年中国休闲食品饮料前五大连锁零售商

公司	24 年零售总额（亿元）	份额
鸣鸣很忙	555	1.5%
沃尔玛（中国）	505	1.4%
<b>万辰集团</b>	<b>435</b>	<b>1.2%</b>
联华超市	413	1.1%
永辉超市	300	0.8%
<b>CR5</b>	<b>2208</b>	<b>6%</b>
<b>合计</b>	<b>37380</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：鸣鸣很忙招股书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 2 2024 年中国量贩零食门店数量前五大连锁零售商

公司	24 年门店数量（家）	份额
鸣鸣很忙	14394	32.0%
<b>万辰集团</b>	<b>14196</b>	<b>31.5%</b>
零食有鸣	4000+	8.9%+
唐巢	2300+	5.1%+
爱零食	1800+	4.0%+
<b>CR5</b>	<b>36690+</b>	<b>82%+</b>
<b>合计</b>	<b>45000+</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：鸣鸣很忙招股书，公司公告，各公司官网，长沙晚报，北京商报，华安证券研究所测算

分阶段看，公司从 2007 年开始试水零食专卖店连锁业态，22 年开始积极拥抱量贩零食，通过并购区域品牌与加盟开店持续拓展全国门店布局。

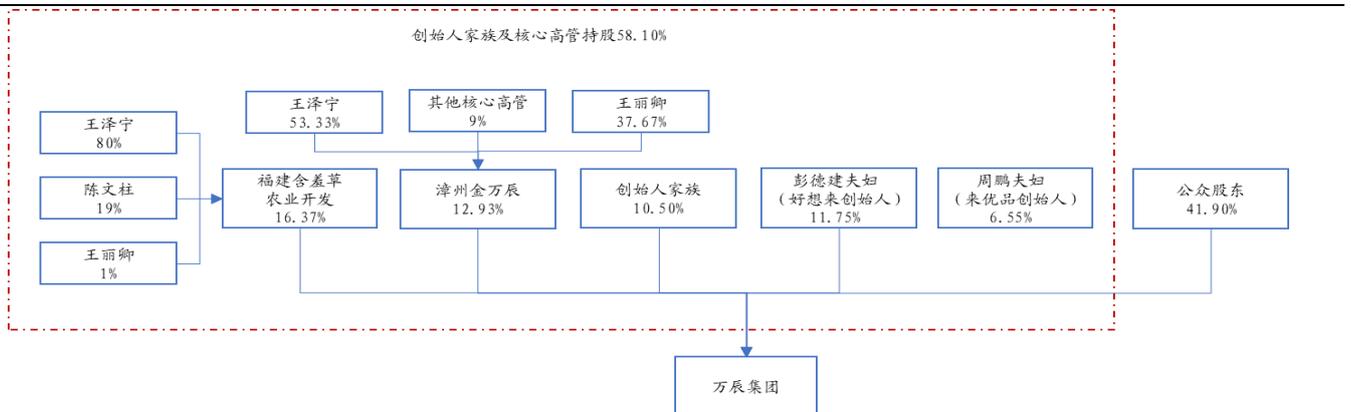
- 1、初创时期：2011 年前。**此阶段包括在公司创始人家族在公司表外成立福建东方食品集团有限公司下辖含羞草零食生产企业与零食工坊零食零售品牌，逐步积累零食行业生产与销售经验。
- 2、深耕农业：2011-2021。**公司深耕食用菌业务，工厂化生产金针菇、蟹味菇、白玉菇、海鲜菇等，20 年被列入农业产业化国家重点龙头企业，并于 21 年完成上市。
- 3、切入量贩：2022-2023。**公司通过回收表外零食工坊，创建自有量贩零食品牌陆小馋，并购整合好想来、来优品、吡嘀吡嘀、老婆大人区域性量贩零食品牌。
- 4、高速发展：2024 年至今。**公司在全国范围内大力加盟开店，持续提升市占率，并积极试水折扣超市转型，以拓展第二增长曲线。

公司背靠上游零食生产企业，产业链协同已有显现。创始人家族于 1995 年成立福建东方食品集团有限公司，下辖含羞草大型综合休闲零食生产企业，品类覆盖果干、坚果、烘焙、肉制品等，拥有福建漳州与江苏南京两座规模化生产基地，总占地面积 700 余亩，自有原材料种植基地 50000 余亩。24 年含羞草为公司第四大零食供应商，年采购额达 5 亿元，占比公司总采购额 1.4%，初具产业链协同效应。

**通过核心高管持股+业务合伙人充分调动经营积极性。**公司创始人家族及核心高管持股 58.10%，其中总经理王泽宁穿透持股 30.23%且拥有公司创始人家族及核心高管全部表决权，是公司核心管理人员；好想来创始人彭德建夫妇持股 11.75%，来优品创始人周鹏夫妇持股 6.55%。通过核心高管持股，管理层与公司利益进行深度绑定。公司通过业务合伙人模式，保留所并购的各区域量贩品牌核心骨干近 49%股权，后续若经营业绩良好，公司有权回购各区域量贩品牌股权。

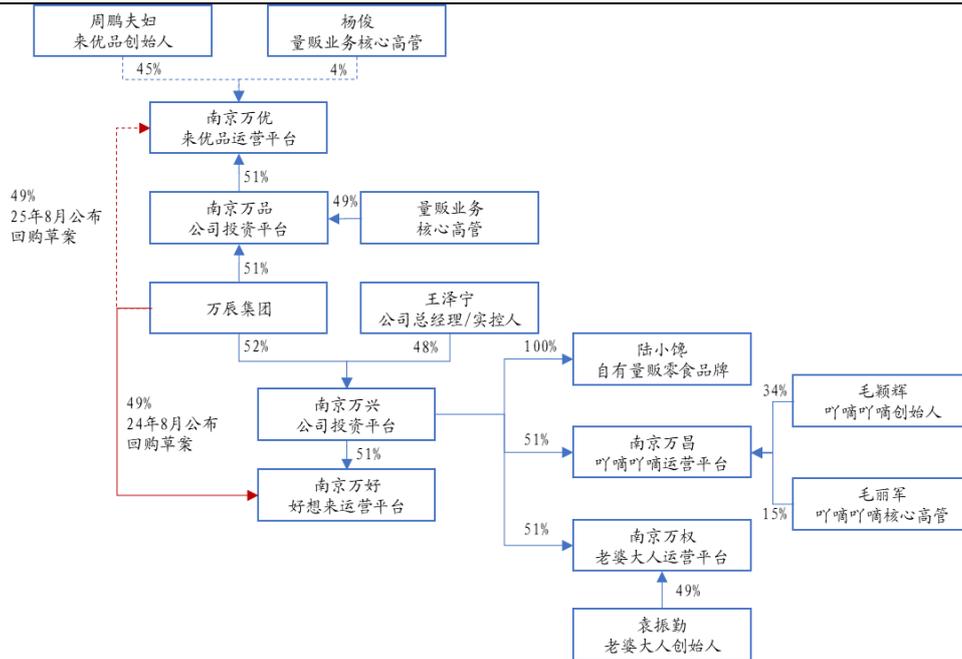
公司 24Q3 已完成对好想来品牌核心团队股权回购，回购后公司合计穿透持股好想来 75.5%，总经理王泽宁持股 24.5%。25 年 8 月最新推出来优品股权回购草案，预计回购后公司合计穿透持股来优品 75%，公司量贩业务核心高管合计持股 25%，其中总经理王泽宁持股 12.5%。股权回购激励下，公司充分调动团队积极性。未来随着股权回购推进，我们预计公司内部整合有望进一步加强，运营效率持续提升。

图表 3 公司背靠上游零食生产企业



资料来源：wind，华安证券研究所，数据截至 25 年 8 月 20 日，对应 8 月 12 日公司所发布的《重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》（并购南京万优）通过后公司股权结构。

图表 4 业务合伙人模式保留各区域量贩品牌核心骨干近 49% 股权



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所, 数据截至 25 年 8 月 20 日, 对应 8 月 12 日公司所发布的《重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》(并购南京万优)通过后公司与主要子公司/孙公司关系。

### 未来展望, 量贩零食万店之后的基本盘能有多大空间?

我们认为量贩零食未来成长增量在于区域加密与渠道替代, 我们测算当前折扣业态渗透率仅 8-10% 水平(对标海外 15-20% 仍有翻倍空间)。

### 成长增量①: 加密空间, 区域(南方/东北)与下沉(二线)市场拓店

双寡头格局初定, 两强扩容红利有望持续兑现。从终端门店数量看, 鸣鸣与万辰 24 年均在全国范围内突破 14000 家门店, 而第三名零食有鸣聚焦西南与华南市场, 只有约 4000 家门店。门店数量上的巨大差异, 导致行业内挑战者无法取得规模优势, 进而影响供应链效率与产品性价比。同时, 头部两强的全国化布局, 更容易形成品牌效应以占据消费者心智, 提高与上游零食供应商的议价谈判能力, 维持产品性价比优势, 经营上已经形成正向循环。从当前时点看, 头部两强通过 23-24 年快速抢占高势能点位, 已形成先发优势, 行业内竞争对手较难在短期以合适成本实现门店数量追赶。由此我们认为, 头部两强有望持续兑现行业扩容红利。

图表 5 头部两强竞争优势突出

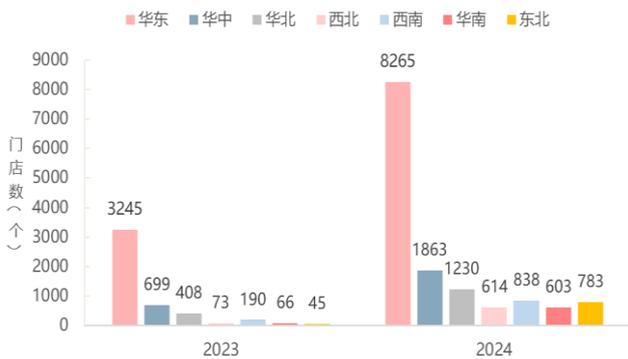
量贩零食连锁品牌	24 年门店数量(家)	门店覆盖范围
鸣鸣很忙	14394	全国
万辰集团	14196	全国
零食有鸣	4000+	西南/华南为主
糖巢	2300+	华南为主
爱零食	1800+	华中/西南为主

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 各公司官网, 长沙晚报, 华安证券研究所

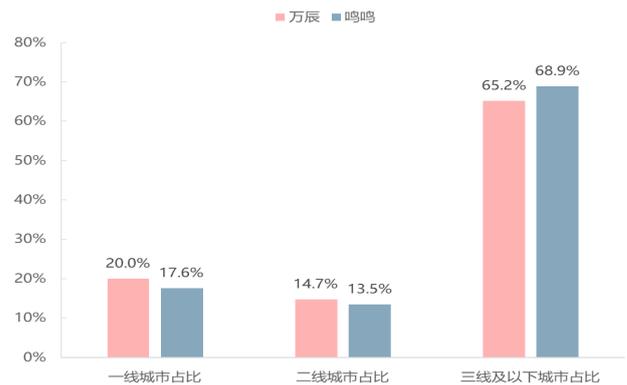
万辰由北向南扩张，华东华北已建立优势，但南方/东北与二线市场空间仍大。从区域布局看，万辰以华东（江苏/安徽）为根据地，辐射华北（山东/河南），南方市场（华中/华南/西南）与东北市场起步较晚，仍具备拓店空间。从城市布局看，量贩零食头部品牌均采用“乡村包围城市”战略，通过加速渠道下沉，三线及以下城市门店占比均近70%，具备5万常驻人口的高线乡镇基本完成布局，低线乡镇由于常驻人口有限，拖累门店回本周期，预计拓店空间相对有限。我们认为二线城市由于房租/人力成本相对低于一线城市，拓店难度相对适中，仍具备拓店空间。

**我们测算万辰稳态门店空间 2.4 万家，对应年度 GMV1080 亿元。**以长沙终端门店数为稳态参考基准，参考人口密度/经济水平/区域条件测算，我们预计行业稳态门店空间 7 万家。双寡头格局下，24 年万辰门店占比 31.5%，尾部量贩零食连锁逐步淘汰，我们预计万辰稳态门店空间可看 2.4 万家；保守假设，若单店日均 GMV 随着门店加密而从当前约 1.6 万元下滑至 1.25 万元（对应门店回本周期 3 年），万辰稳态 GMV 可看 1080 亿元，相较 24 年 GMV435 亿为翻倍以上空间，对应 24-27Cagr35.4%。对于鸣鸣很忙，24 年门店数占比 32.0%，我们预计稳态下鸣鸣门店数略高于万辰达 2.5 万家；同样假设单店日均 GMV 为 1.25 万元，则鸣鸣稳态 GMV 可看 1125 亿元，相较 24 年 GMV555 亿元，对应 24-27Cagr26.6%。

图表 6 万辰南方/东北仍有拓店空间



图表 7 二线城市仍有拓店空间



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：鸣鸣很忙招股书，极海品牌网，华安证券研究所

图表 8 稳态量贩零食行业开店空间及万辰/鸣鸣 GMV 测算

量贩零食行业稳态开店空间测算	
城市类别	稳态下门店数量
新一线城市	10025
二线城市	11574
三线城市	25343
四五线城市	22809
合计	69751
万辰稳态测算	
门店数量	24000
单店日均 GMV (元)	12500
合计 GMV (亿元/年)	1080
鸣鸣稳态测算	
门店数量	25000
单店日均 GMV (元)	12500

合计 GMV (亿元/年)	1125
---------------	------

资料来源：wind，国家统计局，百度地图，极海品牌网，鸣鸣很忙招股书，华安证券研究所

注：稳态测算不考虑折扣超市业态，只考量贩零食业态。

### 成长增量②：出海空间，东南亚出海撬动规模天花板

量贩零食出海东南亚已有布局，多快好省渠道竞争优势有望海外复制。以越南、马来西亚为代表的东南亚地区已兴起量贩零食连锁，其中越南本土连锁品牌 MlemMlem 与 Kisanac 已分别有 10 家左右连锁门店，马来西亚本土连锁品牌 MiX 门店已超百家。除此以外，国内量贩零食连锁品牌鸣鸣很忙已率先尝试东南亚出海，从 24Q4 开始，在越南陆续开设 5 家门店。伴随中国零食企业踊跃探索东南亚供应链建设，我们预计海外量贩零食连锁运营成本有望持续走低，多快好省的渠道竞争优势有望在海外成功复制。

东南亚出海有望打开中长期收入天花板。从市场规模与增速看，东南亚零食市场规模约为中国零食市场规模的 1/3，19-24CAGR 达 2.1%快于中国同期 0.5%，东南亚仍为零食增量市场；从渠道结构看，近年来高效 CVS 渠道持续替代低效杂货店渠道，东南亚零食正处于渠道重构的变革窗口。增量市场叠加渠道变革窗口，量贩零食有望在东南亚实现渗透率持续提升，打开中长期收入天花板。对标同样主打性价比的连锁业态蜜雪冰城在东南亚门店数量近 5000 家，我们预计量贩零食头部两强东南亚出海中长期有望门店数合计达 5000 家，若假设海外单店 GMV 水平接近当前国内水平（1.6 万元/天），则对应远期 288 亿元行业 GMV 增量。

图表 9 东南亚量贩零食业态兴起

量贩零食品牌	运营区域	门店数量	运营特点
MiX	马来西亚	106	直营为主，日常管理 SKU5 万+，已上架自有品牌产品，品类拓展至调味品、冻品与潮玩，自建物流配送体系
MlemMlem	越南	10+	加盟为主，24Q3 首店开业，SKU1000+，70%来自中国
Kisanac	越南	10+	直营+加盟，SKU 1500+，胡志明河内拥有两个供应链中心
鸣鸣很忙	越南	5+	直营为主，24Q4 首店于胡志明市开业，SKU 1500+

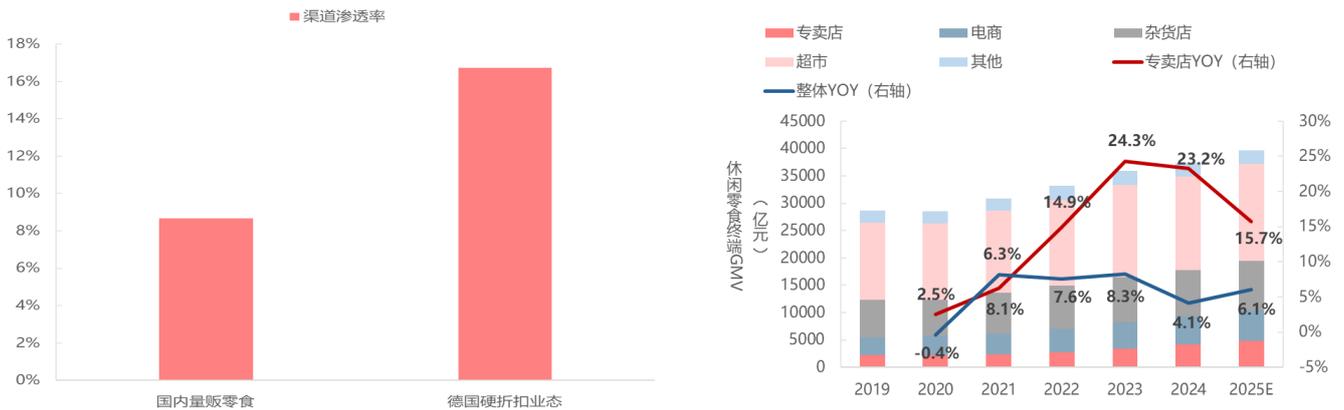
资料来源：乐檬官方抖音号，公司官网，新加坡国立大学 EMBA，Kisanac，乐檬，华安证券研究所

### 成长增量③：替代空间，折扣业态头部两强进一步抢占传统业态份额

我们预计当前量贩零食渗透率 8-10%，对标海外折扣渗透率 15-20%仍有翻倍空间。

参考依据：过往 2019-24 年渠道结构变化，零食专卖渠道增速最快，渗透率从 7.6%快速提升至 11.2%（其中包含品牌零食专卖店份额贡献），24 年专卖渠道规模 0.42 万亿元，预计未来 5 年 CAGR11.1%；另据弗若斯特沙利文，休闲零食零售行业规模 3.7 万亿元，预计未来 5 年 CAGR5.8%快于食品饮料零售整体(4.3%)；量贩零食凭借多快好省持续抢占传统商超/便利店/杂货店等业态份额。

图表 10 国内折扣业态渗透率低于海外水平



资料来源：艾媒咨询，华经产业情报网，欧睿，华安证券研究所 资料来源：鸣鸣很忙招股书，华安证券研究所

图表 11 量贩零食经营模式竞争优势突出

渠道模式		渠道定位	产品多样性	产品性价比	门店覆盖度	购物体验
专营渠道	量贩零食	以高性价比为核心，打造广泛精选商品组合的一站式购物体验。	高	高	高	高
	其他专卖店	依特定方向食品饮料品牌或品类的专卖店，提倡精选购物体验。	较高	较高	高	高
超市渠道	超市及大卖场	均衡布局食品饮料及家庭日用品类的综合零售商，适量销售休闲食品饮料品类。	中	中	中	较高
	便利店	满足即时消费需求及便利购物需求。	中	中	高	中
	杂货店	小型独立商店，标准化有限的碎片化零售。	低	低	低	低
	电商平台	网上购物及交易的线上平台。	高	较高	不适用	低

资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，华安证券研究所

**关于潜在竞争者：当前各有隐忧，难以成为有力对手。**我们归结量贩零食潜在进入者可分三类，一是产业外资本，二是传统社区商超，三是新型折扣商超，各有隐忧。

对于产业外资本，由于量贩零食已经历爆发式增长阶段，市场格局已然形成，无论收购还是从零开始，投入成本均有所提升，降低投资回报；

对于传统社区商超，由于依赖经销模式，供应链提效与货盘性价比调整进度偏慢；

而对于新型社区折扣商超，如盒马 NB、小象超市等生鲜占比约 30-50% 的差异化货盘模型，量贩零食与其双方尚未直面竞争。

由此，量贩零食当前除却区域加密与海外试水，头部两强更积极探索转型破圈之道，以进一步抢占传统业态份额。

图表 12 行业潜在进入者各有隐忧

行业外潜在进入者	进入量贩零食隐忧
产业外资本	行业已经历爆发式增长阶段，市场格局已然形成，进入成本大幅提升
传统线下商超	依赖传统经销商，利益冲突下供应链提效与货盘性价比调整进度偏慢
新型社区商超	生鲜占比 30%-50%，差异化货盘下，直面竞争仍有距离

资料来源：首席商业评论，联商网，华安证券研究所

## 2、如何看待折扣超市转型的成效与难点？

公司 24Q4 试水折扣超市，积极打造第二曲线。通过 2-3 个季度的门店迭代，折扣超市优于传统社区商超/便利业态已是市场认知，当前正处折扣超市爆发前夜。通过积极调整货盘品类，折扣超市或有望接力量贩零食持续抢占市场份额。当前面临扩充品类、维持性价比、门店提效三大难点，但折扣超市模型正持续迭代优化。

万辰集团折扣超市布局始于 2024Q4，当前通过内部赛马机制，店型快速迭代。折扣超市定位社区商超，通过扩大经营面积以陈列更多非零食类性价比产品。SKU 以零食为主，占比约 50%，并扩充至现制蛋挞烤肠、短保烘焙、短保卤味、低温速冻、日化个护、IP 潮玩、水果、米面粮油等，以满足消费者多品类的性价比需求，提升同店。分品牌看，来优品团队于 24 年 10 月在河南开设“来优品省钱超市”试验门店，验证全品类折扣超市模型的可行性，试点门店客流量和复购率出现显著提升；24 年 12 月在合肥正式推出“来优品省钱超市”，首家旗舰店于 25 年 1 月开业，定位“家庭社区购物目的地”。好想来团队于 25 年 1 月在江苏推出“好想来全食优选”，定位“社区食品超市”，聚焦零食、生鲜、现制烘焙、日化个护等品类，通过持续迭代已形成 3.0/4.0/5.0 店型，3.0 店型已于 25Q1 进行全国招商，4.0/5.0 店型仍聚焦江苏区域进行店型迭代。

**店型比较：**万辰旗下来优品省钱超市与好想来全食优选 4.0 相当，优于好想来全食优选 3.0，核心差异在于门店面积、货盘组合。来优品省钱超市门店面积倾向于 200-300 平米，介于全食优选 4.0 店型与 5.0 店型之间，高于全食优选 3.0 店型（150 平米）；来优品省钱超市的零食 SKU 占比略低于全食优选 3.0 店型，来优品通过更多非零食类陈列吸引客户（与全食优选 4.0 店型相当，其中 IP 潮玩、日化个护毛利水平较高，能弥补低温速冻产品的毛利拖累，且额外添加了米面粮油类产品以进一步扩大客群）。

**25Q1 表现：**我们预计万辰折扣超市的单店 GMV 提升中枢约 25-30%。来优品省钱超市单店 GMV 较量贩零食门店增幅平均 30%（旗舰店增长幅度更高）；好想来全食优选 3.0 店型 GMV 增幅与来优品省钱超市相近（4.0 与 5.0 店型因数量较少，当前阶段参考意义有限）。

图表 13 折扣超市店型快速迭代

	鸣鸣很忙折扣超市	来优品省钱超市	好想来全食优选 3.0	好想来全食优选 4.0	好想来全食优选 5.0
营业面积	合计大于 180 平米	合计约 200-300 平米	合计大于 150 平米	大于 180 平米	大于 220 平米
仓储面积				大于 50 平米	大于 150 平米
新增 SKU	蛋挞烤肠、短保烘焙、低温速冻、日化个护、IP 潮玩	蛋挞烤肠、短保烘焙、短保卤味、低温速冻、日化个护、IP 潮玩、米面粮油	蛋挞烤肠、日化个护、IP 潮玩	蛋挞烤肠、短保烘焙、短保卤味、低温速冻、日化个护、IP 潮玩	蛋挞烤肠、短保烘焙短保卤味、低温速冻、日化个护、IP 潮玩、水果
区域	全国	全国	全国	江苏	江苏

资料来源：鸣鸣很忙官方抖音号，好想来官方抖音号，华安证券研究所

**最新成效：同店提升、持续优化**

从单店模型表现看，折扣超市单店 GMV 提升幅度是核心变量。我们以 ROE、回本周期为核心指标，比较了折扣超市、量贩零食、商超、便利店，发现折扣超市单店 GMV 相较量贩零食的提升幅度是核心变量。若折扣超市 GMV 比量贩零食提升 30%，则折扣超市单店模型优于社区商超/便利店；若折扣超市 GMV 比量贩零食提升 50%，则折扣超市单店模型优于量贩零食。

当前正处折扣超市爆发前夜。万辰折扣超市 GMV 提升中枢约 25%-30%，更早试水的零食有鸣批发超市 GMV 提升 40%+，折扣超市 ROE 与回本周期优于社区超市、便利店已成为市场认知。对于具备高势能点位的加盟商而言，更大的客流量与更强的消费粘性，对应更强的客群基础与 GMV 提升潜力。随着折扣超市模型持续迭代，单店 GMV 提升幅度与可信度将进一步强化，我们预计 25 年折扣超市开店意愿边际提升，有望在 26-27 年成为公司第二增长曲线。

图表 14 折扣超市单店模型对比

单店模型	折扣超市 (中性)	折扣超市 (乐观)	量贩零食	社区商超	便利店
开店投入/万	80-85	80-85	57-62	112-117	25-30
员工/人	7	7	5	8	3
面积/平米	200	200	150	300	60
年收入/万	580	669	446	510	127
月收入/万	48	56	37	42	11
日收入/万	1.61	1.86	1.24	1.42	0.35
毛利率	20%	20%	20%	28%	30%
物料成本	80%	80%	80%	72%	70%
人工	6.0%	5.2%	5.6%	8%	12%
租金	6.2%	5.4%	6.1%	11%	8%
水电费	1.7%	1.4%	1.3%	1.9%	1.4%
门店经营利润率	6.1%	8.0%	7.0%	7.7%	8.3%
门店 EBITDA/万	35.4	53.2	31.2	39.1	10.6
周转率	6.8	7.9	7.2	4.4	4.2
周转天数	53	46	50	83	85
ROE	41.6%	62.6%	50.3%	33.4%	35.4%
回本周期(月)	29	19	24	36	34

资料来源：华安证券研究所测算

注：（1）年/月/日收入均已扣除增值税（2）周转率/ROE/回本周期均按单店投入上限计算（3）单店投入均未考虑门店转让成本与资金借贷成本（4）中性下，折扣超市营收比量贩零食提升 30%；乐观下，折扣超市营收比量贩零食提升 50%。

### 转型难点：扩充品类、维持性价比、门店提效

当前折扣超市正积极应对三大难点。

在扩充品类货盘上：已完成初步品类筛选，IP 潮玩成为重点发力方向，主打性价比产品弥补低线市场供给空白。经过 2-3 个季度的单店模型迭代，折扣超市已对非零食品类完成初步筛选，针对不同运营环境已形成相应适配货盘，通过更精准匹配客群需求以扩大门店 GMV 提升幅度。IP 潮玩由于客群重合度高且主打情绪价值与冲动消费，或成折扣超市后续重点发力方向。公司定位为低线城市提供性价比 IP 潮玩，

弥补当地供给空白，凭借点位优势与丰富产品矩阵能高效满足核心客群的消费需求。

**在维持性价比方面：核心影响因素为上游供应端集中度，上游分散竞争下更易发挥折扣超市竞争优势。**若供应端较为分散，则折扣超市容易凭借规模优势进行议价，从而保持优势，如日化个护；若供应端较为集中，则厂商更看重价格体系稳定，折扣超市规模优势相对有限，如米面粮油。

**对于门店提效而言：前端店员培训与后台巡视督导同步发力，运营优化持续推进。**由于折扣超市门店面积、SKU 数量、货架整理难度均比量贩零食有所提升，高峰时期尤为明显，但随着店员逐步培训到位叠加后台督导加大力度，折扣超市门店的运营效率正在持续提升。

**我们认为折扣超市在品类扩充上已有 IP 潮玩为重点方向，在保持性价比上根据供给端集中度积极发挥规模优势进行议价，在门店运营提效上前端店员培训后台督导同步发力，未来折扣超市单店提升幅度迎来更大提升空间。**

### 3、如何看待盈利能力的提升节奏与幅度？

25年起步入盈利提升加速期。万辰24年量贩毛利率10.9%/净利率剔除股权支付后2.7%（对标海外硬折扣标杆ALDI毛利率15%/净利率4-5%均有明确空间），当前短期销售费率优化、中期整合管理提效、长期自有品牌提升三大路径清晰，费率优化/运营整合带来中期2-3pct盈利突破空间，自有品牌放量带来远期1-2pct盈利突破空间。

#### 提效路径①：费投优化，销售费率存1-1.5pct优化空间

23-24年跑马圈地期间，销售费率维持高位。23/24年公司销售费率4.4%/4.7%，较高水平支撑跑马圈地。拆分看，职工薪酬/差旅/业务宣传/业务拓展四项费用合计占比销售费用分别达73%/89%。其中业务拓展24年同比增长3843%达3.3亿元，主因提高开店补贴以快速追赶鸣鸣很忙门店数量。

25年规模效应+马太效应，销售费率出现优化。25年公司持续优化费投，降低开店补贴力度，取消装修补贴（12万）、门店转让/房租补贴（原补贴力度50%）、竞争性促销补贴，仅保留店招补贴（3万），同时职工薪酬等前置费用因规模效应而持续优化。我们预计25年公司销售费率或下降0.5-0.7pct。25Q1公司销售费率已降至3.3%（同比-0.7pct），保守预计销售费率中期具备1-1.5pct优化空间。

图表 15 量贩零食头部品牌 25 年收缩门店补贴力度

量贩零食连锁品牌	24 年加盟政策	25 年加盟政策
鸣鸣很忙	(1) 免加盟/管理/培训/服务费，装修费 0 利润 (2) 开店一次性补贴 10 万 (3) 竞争性门店补贴，保持毛利率 15%；额外补贴转让费/年租金 50% (4) 门头面积超过 20 平米，超过部分一次性补贴 300 元/平米 (5) 若经营不善而迁店，一次性补贴 20 万	(1) 免加盟/管理/培训/服务费，装修费 0 利润 (2) 经营面积达到 150 平米且开间 12 米以上的转角店，有效门头面积超过 40 平米，返利订货额，累计不超过 3.6 万 (3) 门头面积 20-40 平米，超过 20 平米部分补贴 300 元/平米；门头面积 40-60 平米，超过 20 平米部分补贴 400 元/平米；门头面积超过 60 平米，超过 20 平米部分补贴 500 元/平米
万辰集团	(1) 不收加盟费/服务费/管理费/配送费 (2) 扩大营业面积，一次性奖励 12 万装修补贴 (3) 竞争性门店补贴（保持毛利率合理水平，补贴转让费/年租金，一店一议） (4) 门头面积超过 30 平米，超过部分一次性补贴 500 元/平米	(1) 不收加盟费/服务费/管理费/配送费/培训费，装修费 0 利润 (2) 经营面积达到 150 平米且开间 12 米以上的转角店，有效门头面积超过 40 平米，按月度评分，返利订货额，累计不超过 3.6 万 (3) 门头面积 20-40 平米，超过 20 平米部分补贴 300 元/平米；门头面积 40-60 平米，超过 20 平米部分补贴 400 元/平米；门头面积超过 60 平米，超过 20 平米部分补贴 500 元/平米

资料来源：零售商业财经，零食很忙加盟公众号，好想来加盟公众号，华安证券研究所

#### 提效路径②：运营整合，管理费率存1-1.5pct优化空间

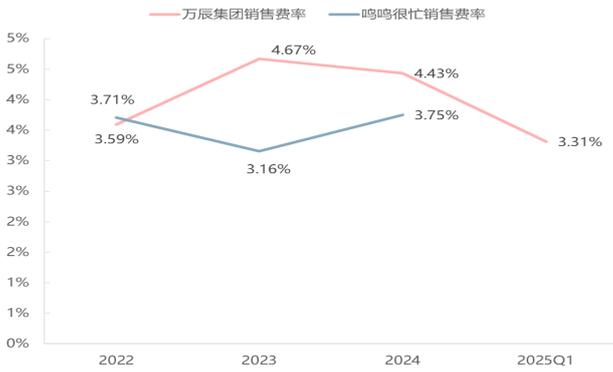
公司通过行政区域划分业务团队工作范围，协同效应有待发挥，子公司少数股权回购+资源深入整合，管理费率有望持续优化；对标鸣鸣很忙管理费率（24A 1.0%），万辰管理费率（24A 3.0%），保守预计中期具备1-1.5pct优化空间。

图表 16 万辰各团队运营品牌一览

团队	运营品牌与覆盖区域
好想来	公司主力品牌, 全国大面积铺市, 覆盖华东主要区域、华北部分区域、东北部分区域、华中、西南
来优品	安徽保留来优品品牌, 省外采用好想来品牌, 覆盖华东部分区域、西北、华南、东北主要区域、华北主要区域
老婆大人	团队独立运营品牌, 以浙江为核心, 辐射华东
吡嘀吡嘀	保留吡嘀吡嘀品牌, 以江西为主
陆小饒	保留陆小饒品牌, 华南为主, 江苏保留少量门店, 整体门店偏少

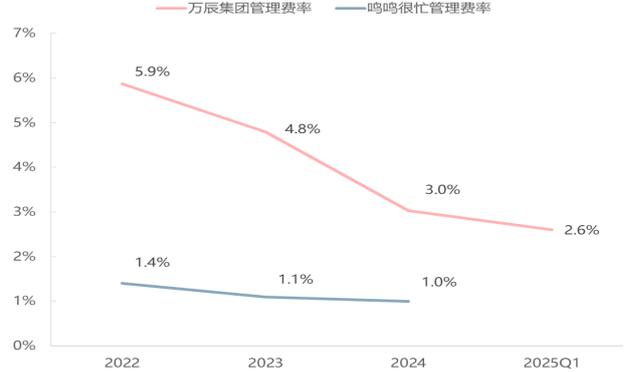
资料来源: 百度地图、华安证券研究所

图表 17 万辰集团销售费率优化确定性强



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, wind, 华安证券研究所

图表 18 万辰集团对标鸣鸣很忙管理费率



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, wind, 华安证券研究所

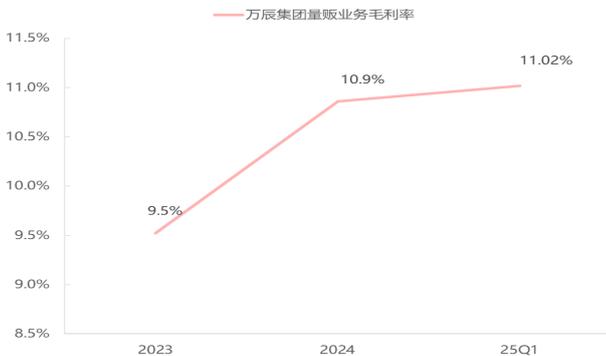
### 提效路径③: 自有品牌, 远期带来 1-2pct 提升空间

公司量贩零食毛利 (24A10.9%) 高于鸣鸣很忙 (24A7.6%)。判断主因是万辰物流体系领先, 24 年全国仓数量达 50 个, 多于鸣鸣 36 个; 供应背靠上游零食生产企业协同更为明显。

远期空间可看自有品牌产品推出拉动未来毛利率进一步突破。折扣超市转型同时, 万辰/鸣鸣陆续发布自有品牌, 当前营收占比预计仅个位数, 远低于山姆 (30%)、盒马 (35%)、奥乐齐 (90%) 等, 参考麦德龙/屈臣氏自有产品毛利率 30%, 我们测算, 假设白牌与引流品牌占比不变下, 自有品牌占比若达 5%-10%, 对应毛利率可提 1-2pct。

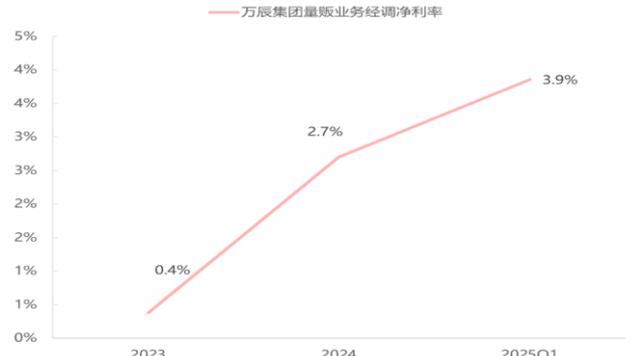
综上, 短期销售费率优化、中期管理整合提效、长期自有品牌放量三大盈利提升路径清晰, 我们预计费率优化/运营整合带来中期 2-3pct 盈利突破空间, 自有品牌放量带来远期 1-2pct 盈利突破空间, 远期盈利天花板至少看齐海外折扣头部标杆。

图表 19 万辰集团毛利率仍有提升空间



资料来源: wind, 华安证券研究所。注: 25Q1 为公司整体毛利率

图表 20 万辰集团量贩业务净利率持续提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 4、初步结论与盈利预测

我们拆分预计量贩零食与折扣超市，其中：

### ① 量贩零食：

**门店数量：**由于公司将折扣超市作为新开门店导向，叠加部分符合条件的量贩零食门店转型折扣超市，我们预计 25-27 年公司量贩零食门店分别净新增 1500/持平/净减少 500 家，对应门店数分别为 15696/15696/15196 家，分别占比公司总门店数 86.3%/74.1%/62.8%；

**单店营收：**由于折扣业态门店加密从而导致平均单店营收下降，但竞争格局稳固下，我们预计量贩零食平均单店营收降幅将收窄，对应 25-27 年平均单店年营收分别为 325/321/317 万元，分别同比-1.8%/-1.5%/-1.0%，对应 27 年单店年 GMV 达 448 万元，较当前成熟门店年 GMV 下降约 10%。

### ② 折扣超市：

**门店数量：**随着折扣超市单店模型逐步成熟，加盟商合作意愿有望持续提升，除招揽新加盟商外，也有部分老加盟商进行转型，共同推动折扣超市门店快速拓展，我们预计 25-27 年公司折扣超市门店分别净新增 2500/3000/4500 家，对应门店数分别为 2500/5500/10000 家，分别占比公司总门店数 13.7%/25.9%/39.7%；

**单店营收：**由于 25-26 年公司折扣超市单店模型仍处于迭代过程中，叠加新门店营收爬坡也需要时间，我们预计 25-26 年公司折扣超市平均单店年营收较量贩零食门店提升幅度有限。27 年随着单店模型完善，叠加成熟门店已有一定规模，我们预计届时折扣超市平均单店年营收会有明显提升。对应 25-27 年折扣超市平均单店年营收分别为 268/400/535 万元，对应 27 年单店年 GMV 达 756 万元，较当前成熟量贩零食门店年 GMV 提升约 50%。

本文预计 25-27 年公司收入 564.2/675.5/918.8 亿元，同比+74.5%/ 19.7%/ 36.0%，考虑公司归母净利占比提至 65%（好想来 24Q3 已完成回购，来优品回购 25H2 落地），若暂不假定进一步回购少数股权，则对应 25-27 年归母净利 10.4/16.7/24.2 亿，同比+254.3%/60.8%/44.6%，对应 **PE 27/17/12X**；若假定回购全部少数股权，则对应归母净利 18.9/25.7/37.2 亿，同比+554.2%/36.0%/44.6%，对应 **PE 15/11/8X**。

图表 21 万辰集团盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>量贩零食业务</b>					
收入 (百万元)	8,759	31,790	<b>49,158</b>	<b>50,931</b>	<b>49,705</b>
yoy		262.9%	54.6%	3.6%	-2.4%
占比	94.2%	98.3%	87.1%	75.4%	54.1%
门店零食业务收入 (百万元)	8,737	31,347	<b>48,626</b>	<b>50,319</b>	<b>49,031</b>
yoy		258.8%	68.1%	19.9%	14.1%
门店数量 (家)	4,726	14,196	15,696	15,696	15,196
yoy		200.4%	10.6%	0.0%	-3.2%
平均单店年营收 (万元)	352	331	325	321	317
yoy		-6.0%	-1.8%	-1.5%	-1.0%
非门店零食收入 (百万元)	22	444	532	612	673

	yoy		1893.5%	20.0%	15.0%	10.0%
成本 (百万元)		7,925	28,337	43,383	44,755	43,585
	yoy		257.6%	53.1%	3.2%	-2.6%
毛利 (百万元)		834	3,453	5,775	6,176	6,120
	毛利率	9.5%	10.9%	11.7%	12.1%	12.3%
<b>折扣超市业务</b>						
收入 (百万元)				6,690	15,985	41,480
	yoy				138.9%	159.5%
	占比			11.9%	23.7%	45.1%
门店数量 (家)				2,500	5,500	10,000
	yoy				120.0%	81.8%
平均单店年营收 (万元)				268	400	535
	yoy				49.3%	33.9%
成本 (百万元)				6,055	14,307	36,917
	yoy				136.3%	158.0%
毛利 (百万元)				636	1,678	4,563
	毛利率			9.5%	10.5%	11.0%
<b>食用菌业务</b>						
收入 (百万元)		535	539	574	631	691
	yoy		10.8%	0.7%	6.6%	9.8%
	占比	5.8%	1.7%	1.1%	1.0%	1.0%
销量 (万吨)		11.14	12.9	13.1	13.7	14.3
	yoy		16.3%	1.1%	4.5%	4.3%
单价 (元/千克)		4.8	4.2	4.4	4.6	4.8
	yoy		-13.4%	5.5%	5.1%	5.1%
成本 (百万元)		505	514	551	612	677
单位成本 (元/吨)		4.5	4.0	4.2	4.5	4.8
	yoy		-12.5%	6.2%	6.2%	6.2%
毛利 (百万元)		30	25	23	19	14
	毛利率	5.7%	4.6%	4.0%	3.0%	2.0%
收入合计 (百万元)		9,294	32,329	56,422	67,547	91,876
	yoy		247.9%	74.5%	19.7%	36.0%
	毛利率	9.3%	10.8%	11.4%	11.7%	11.6%

资料来源: 华安证券研究所预测

### 全文结论:

我们认为中国折扣业态渗透率存翻倍空间 (对标海外), 量贩零食当前两强格局已定、马太效应强化, 更凭折扣超市转型尝试突破开店/单店天花板, 在清晰的逻辑下头部公司——万辰集团具备长期投资价值, 盈利能力加速兑现, 超预期机会持续酝酿, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 22 万辰集团可比估值

证券代码	证券简称	市值 亿元	归母净利润				利润增速				利润		PE			
			24A	25E	26E	27B	24A	25E	26E	27B	CAGR	24A	25E	26E	27B	
300783.SZ	三只松鼠	106.80	4.1	4.8	6.6	8.5	85.5%	16.5%	38.1%	29.0%	27.5%	36.3	22.5	16.3	12.6	
603719.SH	良品铺子	54.90	-0.5	0.2	0.9	1.3	-125.6%	135.1%	441.5%	46.7%	40.8%	-123.6	339.1	62.6	42.7	
603214.SH	爱婴室	27.46	1.1	1.3	1.6	1.9	1.6%	23.9%	20.3%	16.7%	20.3%	29.4	20.8	17.5	14.8	
	平均	63.05									29.5%	32.8	127.5	32.1	23.4	
300972.SZ	万辰集团	281.63	2.9	10.4	16.7	24.2	454.0%	254.3%	60.8%	44.6%	102.0%	49.3	27.1	16.8	11.6	

资料来源: 数据截至 2025 年 8 月 22 日, 万辰集团、三只松鼠采用华安证券预测, 其余均采用 wind 一致预期。

## 风险提示

### 1、拓店/同店不及预期

随着量贩零食开店加密，部分区域同店出现下滑，导致折扣超市拓展进度可能不及预期。

### 2、市场竞争加剧

量贩零食开店加密或导致市场竞争加剧，单店收入盈利表现可能低于预期。

### 3、自有品牌产品研发与推广进度不及预期

公司当前自有品牌产品研发仍处于初始阶段，不确定性较高，产品研发与推广进度可能不及预期。

### 4、出海风险

东南亚法律法规、风土人情与国内有较大差异，出海可能承担一定风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5771	10685	14362	20333	<b>营业收入</b>	32329	56422	67547	91876
现金	2381	5109	7889	11772	营业成本	28851	49989	59674	81179
应收账款	18	16	19	26	营业税金及附加	63	111	133	180
其他应收款	47	47	47	59	销售费用	1431	2229	2533	3308
预付账款	1141	2000	2387	3247	管理费用	981	1580	1756	2205
存货	2141	3471	3978	5186	财务费用	39	36	41	45
其他流动资产	42	43	43	43	资产减值损失	-12	-10	-10	-10
<b>非流动资产</b>	1483	1308	1119	921	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	794	716	636	553	<b>营业利润</b>	1041	2560	3481	5030
无形资产	60	57	55	53	营业外收入	13	13	13	13
其他非流动资产	630	534	428	315	营业外支出	22	22	22	22
<b>资产总计</b>	7253	11993	15482	21254	<b>利润总额</b>	1032	2552	3473	5022
<b>流动负债</b>	5128	8296	9764	12641	所得税	429	661	900	1301
短期借款	956	1360	1764	2167	<b>净利润</b>	603	1891	2573	3721
应付账款	2012	3471	3978	5186	少数股东损益	310	851	901	1302
其他流动负债	2160	3465	4022	5287	<b>归属母公司净利润</b>	294	1040	1673	2419
<b>非流动负债</b>	664	727	790	854	EBITDA	1370	2824	3760	5323
长期借款	237	301	364	428	EPS (元)	1.71	5.54	8.91	12.89
其他非流动负债	426	426	426	426					
<b>负债合计</b>	5792	9023	10554	13495					
少数股东权益	363	1214	2115	3417					
股本	180	180	180	180					
资本公积	534	534	534	534					
留存收益	384	1041	2099	3627					
归属母公司股东权益	1098	1756	2813	4341					
<b>负债和股东权益</b>	7253	11993	15482	21254					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	848	2728	3083	4482
净利润	603	1891	2573	3721
折旧摊销	281	236	246	256
财务费用	51	46	61	77
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-118	523	167	386
其他经营现金流	752	1400	2442	3377
<b>投资活动现金流</b>	-96	-93	-93	-100
资本支出	-96	-91	-93	-100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-2	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	303	93	-209	-499
短期借款	445	404	404	404
长期借款	89	63	63	63
普通股增加	25	0	0	0
资本公积增加	170	0	0	0
其他筹资现金流	-426	-374	-677	-967
<b>现金净增加额</b>	1056	2728	2780	3883

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	247.9%	74.5%	19.7%	36.0%
营业利润	1462.0%	146.0%	36.0%	44.5%
归属于母公司净利润	454.0%	254.3%	60.8%	44.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	10.8%	11.4%	11.7%	11.6%
净利率 (%)	0.9%	1.8%	2.5%	2.6%
ROE (%)	26.7%	59.2%	59.5%	55.7%
ROIC (%)	20.4%	37.2%	34.4%	34.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	79.9%	75.2%	68.2%	63.5%
净负债比率 (%)	396.4%	303.8%	214.2%	173.9%
流动比率	1.13	1.29	1.47	1.61
速动比率	0.48	0.62	0.81	0.94
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	5.78	5.86	4.92	5.00
应收账款周转率	1424.05	3304.74	3923.05	4149.38
应付账款周转率	19.53	18.23	16.02	17.72
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.71	5.54	8.91	12.89
每股经营现金流	4.52	14.54	16.43	23.89
每股净资产	6.10	9.36	14.99	23.14
<b>估值比率</b>				
P/E	46.91	27.08	16.84	11.64
P/B	13.18	16.04	10.01	6.49
EV/EBITDA	10.04	8.94	6.10	3.66

资料来源:公司公告,华安证券研究所

注:数据截至2025年8月22日,除南京万优(来优品)少数股权回购外,不考虑进一步少数股权回购。

## 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、食品饮料/家用电器/新消费首席分析师。金融硕士+经济/管理双专业学士，10年证券从业经验，具备海通证券/安信证券/中信建投/中泰证券担任家电/美护、科技消费多重消费行业首席经历，多次荣获新财富/水晶球/金麒麟/东方财富等奖项，专注成长消费领域，从产业链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。