

万辰集团 Wanchen Group (300972 CH)

首次覆盖: 引领量贩零食模式, 具备较高盈利潜力

Leading the Industry with High Profit Potential: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb193.12
目标价	Rmb219.16
HTI ESG	5.0-5.0-5.0

E-S-G: 0-5; (Please refer to the Appendix for ESG comments)

市值	Rmb36.48bn / US\$5.14bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$69.81mn
发行股票数目	167.99mn
自由流通股 (%)	54%
1 年股价最高最低值	Rmb211.80-Rmb56.51

注: 现价 Rmb193.12 为 2025 年 10 月 20 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	0.1%	0.3%	2.5%
绝对值 (美元)	0.1%	0.3%	2.5%
相对 MSCI China	4.2%	-8.0%	-21.3%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	32,329	50,730	60,067	68,237
Revenue (+/-)	248%	57%	18%	14%
Net profit	294	1,069	1,478	1,870
Net profit (+/-)	n.a	264%	38%	27%
Diluted EPS (Rmb)	1.57	5.79	7.83	9.90
GPM	10.8%	11.1%	11.3%	11.5%
ROE	33.7%	63.7%	48.7%	39.1%
P/E	135	36	27	21

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

投资要点: 万辰集团的成长逻辑的兑现, 或迎戴维斯双击。在行业增长空间广阔的背景下, 公司积极拓店, 通过收购整合完成全国性布局, 获得区域先发优势, 市场份额领先。此外, 公司通过重塑和缩减供应链链条, 提高门店运营效率, 规模化效应显现, 盈利能力或将拾级而上。我们给予公司 2026E 28x PE, 对应合理目标价为 219.16 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

量贩零食行业第一股, 拥有 5 大量贩零食品牌, 在规模上位居行业头部。 自布局零食零售板块以来, 公司共拥有 5 大零食零售品牌, 在规模上位居行业头部, 并获得区域先发优势。公司的产品组合覆盖 12 大核心品类, SKU 数量超过 4000 个。截至 25H2, 公司的门店网络共有 15365 家门店, 同比增长 131.5%。2024 年, 华东地区的门店数量达 8265 家, 占比为 58.2%, 为门店数量最多的区域。公司已在江苏省、安徽省、浙江省等多个省成为门店数量领先的量贩零食头部品牌, 也在该等区域积累了较强的加盟商资源。根据灼识咨询, 按 2024 年零食饮料的 GMV 计, 好想来是长三角地区最大的量贩零食饮料零售品牌, 市场份额达 43.0%, 约为第二大品牌的两倍。截至 2025 年 8 月 31 日, 公司的注册会员人数超过 1.5 亿人, 活跃会员人数超过 1.1 亿人。为确保供货的及时性和效率, 公司在全国设立了 51 个常温仓储中心, 总面积为 96 万平方米, 并拥有 13 个冷链仓库。公司门店与仓库之间的平均距离为 124 公里, 仓储网络布局与全国门店拓展策, 实现“T+1”配送原则。

“两超”万辰和一鸣很忙开启龙头争夺战。 2024 年, 万辰和一鸣很忙的门店数量呈现爆发式增长, 同比分别增长 200.4%和 118.6%, 分别达 14196 家及 14394 家, 店效分别为 336 万元及 375 万元。万辰及一鸣很忙持续向下沉市场渗透, 两者三线及以下城市门店数量占比分别达 59.5%和 68.9%, 增速分别为 229%及 99%。2024 年, 两家公司的量贩零食业务收入均突破 300 亿元大关, 营业收入分别为 317.9/393.4 亿元, 同比增长 262.9%/282.1%。两家公司的 GMV 分别为 426.0/555.3 亿元, 同比分别增长 282.0%/ 262.4%, 订单总数分别为 12.0/16.2 亿份, 同比增长 291.5%/ 281.1%。二者向加盟商销售收入分别为 311.5/388.9 亿元, 同比分别增长 274.4%/281.2%, 占比分别达 96.96%/98.84%, 增速之高也显示出两家公司的加盟商数量增长迅速。2024 年, 万辰和一鸣很忙的毛利率分别为 10.8%和 7.6%, 净利润分别为 8.6 亿元及 9.1 亿元, 对应净利率分别为 2.7%及 2.3%。2024 年, 万辰和一鸣很忙的存货周转天数分别为 18 天和 11.6 天, 周转效率显著优于零食品牌商水平。

寇媛媛 Yuanyuan Kou
yy.kou@htisec.com骆雅丽 Yali Luo
yl.luo@htisec.com

本研究报告由海通国际分销, 海通国际是由海通国际研究有限公司, 海通证券印度私人有限公司, 海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌, 海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明, 重要披露声明和免责声明, 请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

量贩零食开启零食零售新纪元，处于加速成长阶段，增长空间广阔。根据灼识咨询的预测，量贩零食渠道销售的 GMV 将于 2029 年提升至 6137 亿元，占比将达 11.4%，2024-2029 年的 GMV 复合增速为 36.5%。二线及以下城市是量贩零食饮料零售的主要战场。根据灼识咨询的预测，二线及以下城市销售的 GMV 将于 2029 年提升至 5080 亿元，占比将达 82.8%，2024-2029 年的 GMV 复合增速约为 38%。量贩零食行业在资本的加注下，自 2022 年底以来加速扩张。当前行业仍在区域圈地阶段，华东、华中及西南区域为各品牌主要聚集范围，竞争较为激烈，而西北及华北区域的门店密度仍有较大的提升空间。

盈利预测及估值：公司量贩零食业务通过构建“厂商直采-集中议价-精简流通环节-实现利润最大化”的价值链，有望进入“收入规模增长-成本费用率维稳-利润率稳中有升-现金流质量高”的正向循环。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 507.3/600.7/682.4 亿元，归母净利润分别为 10.69/14.78/18.70 亿元，对应的 EPS 分别为 5.79/7.83/9.90 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2026E 28x PE，对应合理目标价为 219.16 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

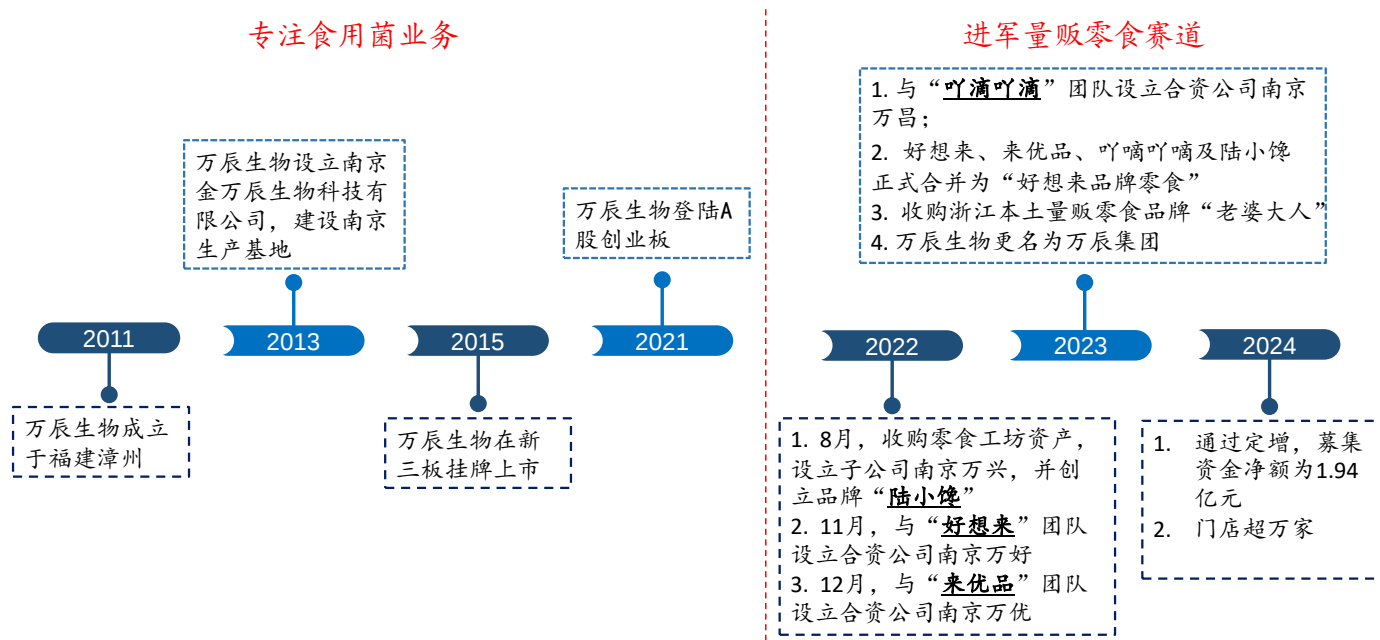
风险提示：宏观经济增长低于预期，量贩市场需求大幅下滑，行业竞争激烈，门店开拓不及预期，产品销售不及预期等。

1. 国内量贩零食行业的领先者

1.1 2011-2021 年主营食用菌业务，2022 年进军量贩零食赛道

根据公司历史进程及主营业务的变化，我们将公司的发展历程分为两个阶段，分别为专注食用菌业务及进军量贩零食业务阶段。2011 年，万辰生物成立于福建漳州，主营食用菌菇业务板块。2021 年，公司登陆 A 股创业板，也是目前量贩零食赛道中唯一一家上市公司。2022 年，公司进军量贩零食赛道，自布局零食零售板块以来，公司先后整合了**好想来**、**来优品**、**吖嘀吖嘀**、**老婆大人** 4 大零食零售品牌，并自主孵化了**陆小馋**量贩零食品牌，在规模上位居行业头部。

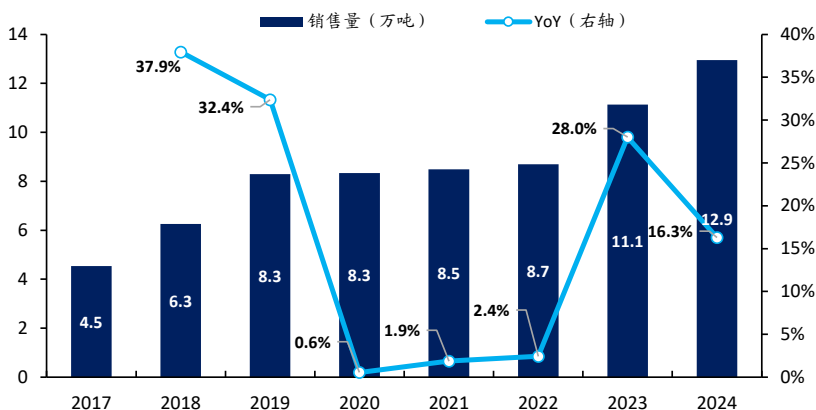
图1 万辰集团：发展历程



资料来源：万辰生物官网，好想来官网，公司招股说明书，公司公告，HTI

2011-2021 年，公司专注于食用菌业务。2011-2021 年，公司专注于鲜品食用菌的研发、工厂化培育与销售，是农业产业化国家重点龙头企业。公司食用菌产品包括金针菇（白金针菇、黄金针菇）、真姬菇（蟹味菇、白玉菇、海鲜菇）和鹿茸菇。公司拥有福建漳州和江苏南京两大生产基地，其食用菌生产规模持续扩大。2017-2019 年，公司食用菌的销售量呈逐年上升趋势；2020-2022 年，行业产能的快速扩张叠加疫情的影响，食用菌的销售量增速放缓。2024 年，公司食用菌日产能达 379 吨。

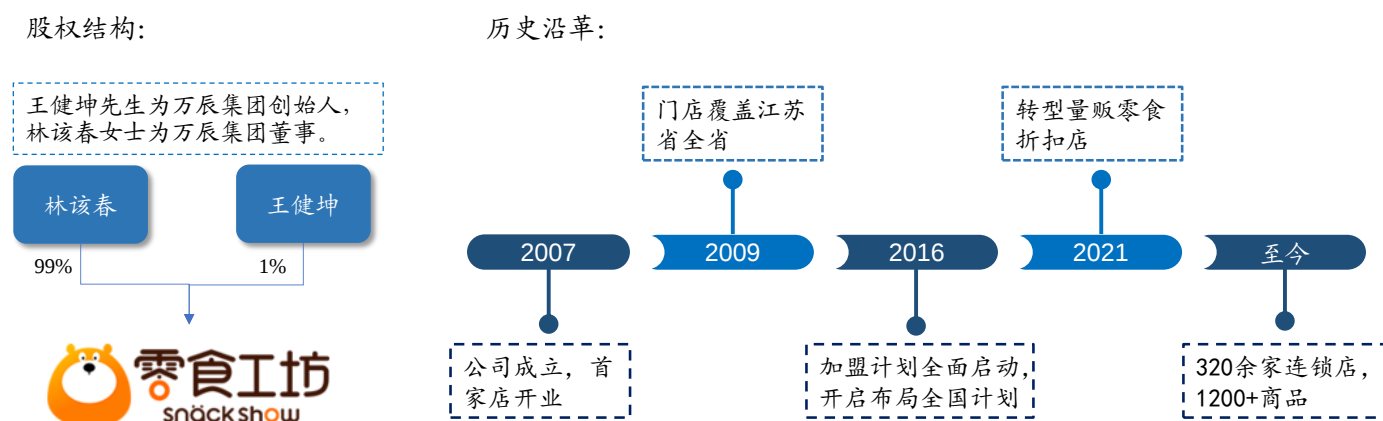
图2 万辰集团：食用菌销售量及增速



资料来源：公司 2020-2024 财报，公司招股说明书，HTI

2022 年-至今，公司进军并布局量贩零食赛道，设立子公司南京万兴，收购零食工坊部分资产。2022 年 8 月，公司设立子公司南京万兴，在江苏省等区域正式开展量贩零食业务，具体从事休闲食品为主的采购、销售、运营等。自南京万兴成立以来，公司的量贩零食业务取得了快速高质的发展。同年，公司通过子公司自南京万兴收购零食工坊持有的部分资产，收购价值约为 901.64 万元。2007 年，万辰集团董事林该春女士创立零食工坊。零食工坊原从事休闲食品的批发和零售，其销售渠道包括线下直营店及加盟店，向南京万兴出售资产交割后，零食工坊不再从事线下门店业务，原零食工坊直营店已变更为公司直营店，由南京万兴或其控股子公司向零食工坊加盟店供货。零食工坊曾拥有包括直营和加盟在内的 320 余家连锁店，覆盖到以江苏为中心的周边多个省市。

图3 零食工坊：股权结构及历史沿革



资料来源：零食工坊公司官网，爱企查，HTI

零食基因传承至今，奠定成功转型量贩零食赛道的基础。除零食工坊外，万辰集团创始人王健坤先生还持有含羞草食品 100% 的股份。含羞草食品由王健坤先生创建于 1995 年，是一家集果干、坚果、核桃、果蔬冻干等产品加工、研发、销售、物流于一体的现代农业产业化企业集团。依托良好的质量与强大的品牌，公司产品广受国内消费者欢迎，已形成了以华东、华南为核心辐射全国的区域战略格局，并远销东南亚、日本、美国、西欧、南非和中东等国家和地区。

图4 含羞草食品：市场网络



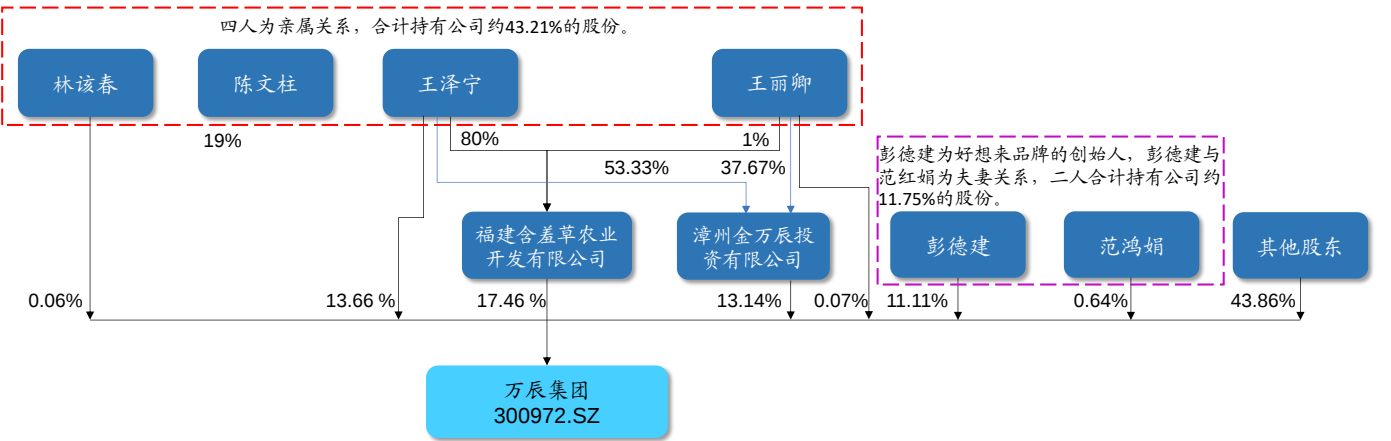
资料来源：含羞草食品公司官网，HTI

1.2 家族管理，股权集中

公司实控人为王泽宁先生，家族持股比例约为 43.21%。截至 2025 年 9 月，公司的实际控制人为王泽宁先生，直接或间接持有股份合计占公司总股本的约 34.64%。王泽宁先生、王丽卿女士、林该春女士及陈文柱先生四人为亲属关系。王丽卿女士为王泽宁先生的姑姑，林该春女士为王泽宁先生的母亲，陈文柱先生为王丽卿女士的表弟，四人合计持有公司约 43.21%的股份。

好想来品牌创始人作为公司的第四大股东，持股比例超 10%。彭德建为好想来品牌的创始人，持有公司的股份比例约为 11.11%。彭德建与范红娟为夫妻关系，二人合计持有公司约 11.75%的股份。

图5 万辰集团：股权结构（截至 2025 年 9 月）



资料来源：公司公告，Wind，HTI

创始人及核心管理层拥有丰富的行业经验，家族管理贯穿始终，来优品品牌联合创始人任公司副总经理。创始人王健坤先生为公司的前任董事长，拥有超过 20 年的管理及领导经验，于 2011 年创立公司。公司董事会成员王泽宁、王丽卿、陈文柱及林该春为亲属关系，后 3 位家族成员参与公司管理超 20 年，与公司共同成长。2025 年 7 月 9 日，公司聘任杨俊先生为公司副总经理。作为知名零食连锁零售品牌“来优品”的品牌联合创始人，杨俊先生在量贩零食连锁经营领域积累了丰富的行业经验。

表 1 万辰集团：管理层简介

姓名	年龄	职位	学历	加入公司时间	委任为董事/管理层的日期	背景简介
王丽卿	60	董事长兼执行董事	专科	2011 年 12 月	2014 年 6 月 10 日	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，漳州金万辰投资有限公司执行董事兼总经理
王泽宁	32	执行董事兼总经理	硕士	2015 年 4 月	2015 年 4 月 9 日	自 2022 年起，王先生一直在公司担任多个管理职位，包括南京万兴总经理、南京万品总经理、南京陆小饯总经理及漳州陆小饯经理。
李博	42	执行董事兼副总经理	硕士	2012 年 10 月	2014 年 6 月 10 日	食用菌遗传学专业，曾任浙江瑞丰农业开发股份有限公司生产部技术总监，江苏康盛农业发展有限公司副总经理
林该春	57	非执行董事	专科	2012 年 12 月	2012 年 12 月 18 日	曾任南京含羞草食品有限公司执行董事，漳州东方恒信担保有限公司董事长，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
陈文柱	45	非执行董事	高中	2015 年 3 月	2015 年 3 月 31 日	曾任南京含羞草食品有限公司采购经理，江苏含羞草农业有限公司董事，福建含羞草农业开发有限公司执行董事
蔡冬娜	53	财务总监、董事会秘书、副总经理	专科	2014 年 1 月	2014 年 1 月	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

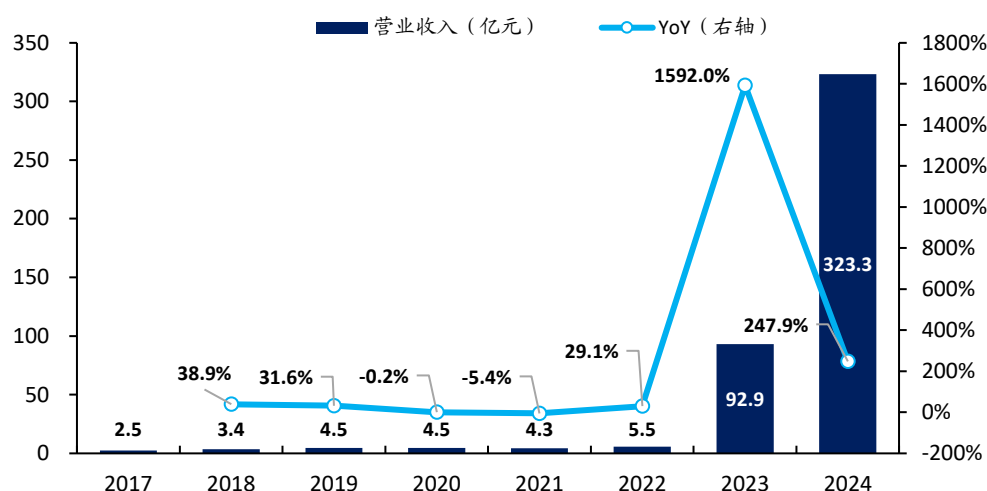
资料来源：公司港股招股说明书，公司 2024 年财报，HTI

1.3 成功转型，利润增长新驱动——量贩零食业务

1.3.1 进军量贩零食赛道，公司营收高增，盈利能力趋稳

公司开启量贩零食业务，其营业收入进入高速增长阶段。2017-2021 年，公司的营业收入主要来源于食用菌业务，该阶段的营业收入较为稳定，但是营收增速呈逐年下降趋势，该阶段的营收 CAGR 为 14.6%。2022 年 8 月，公司开启量贩零食业务，其营业收入也随之进入高速增长阶段。2023 年，公司的营收增速达 1592.0%；2024 年，公司的营业收入破百亿，达 323.3 亿元，对应增速为 247.9%。2022-2024 年，公司的营收 CAGR 达 667.2%。我们认为，随着公司不断完善品牌及门店布局，公司的营业收入有望迎来进一步的增长。

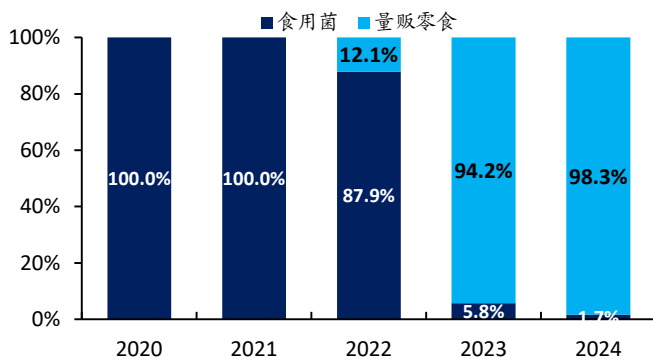
图6 万辰集团：营业收入及增速



资料来源：公司 2020-2024 财报，公司招股说明书，HTI

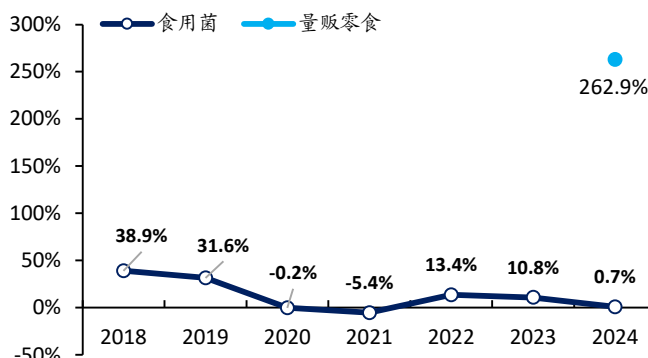
量贩零食的业务收入占比逐年提升，2024 年其业务收入增速高达 262.94%。2022 年之前，公司的主营业务为食用菌业务，该项业务收入占比为 100%。2022-2024 年，随着量贩零食业务的不断扩张，其收入占比逐年递增，2024 年，量贩零食业务收入占比达 98.33%。量贩零食连锁业务的经营发展，在一定程度上增强了公司抗农业周期性波动风险的能力。2024 年，量贩零食业务收入增速达 262.94%，与 2022-2024 年逐年递减的食用菌业务收入增速形成反差。我们认为，量贩零食业务将成为公司的主要收入来源，收入占比约为 95%左右。

图7 万辰集团：各项业务收入占比



资料来源：公司财报，Wind，HTI

图8 万辰集团：各项业务收入增速

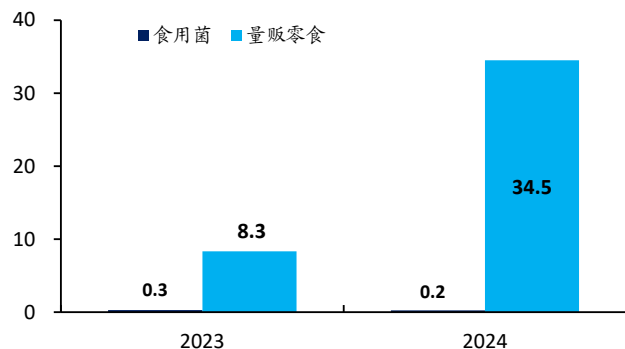


资料来源：公司财报，Wind，HTI

注：剔除量贩零食 2023 年业务收入增速值 13057.81%

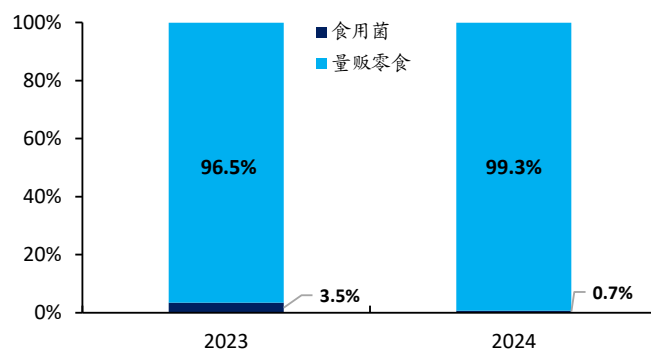
食用菌业务的毛利率波动较大，量贩零食业务的毛利率约为 10%。食用菌业务的毛利率区间为 4.5%-30%，毛利率波动较大的主要原因是：1）行业产能的快速扩张导致市场竞争加剧，食用菌整体市场价格呈现较大波动；2）疫情影响餐饮业的正常消费，食用菌整体市场价格下行，公司的金针菇、真姬菇产品销售单价下降较多；3）受国内外大宗货物贸易影响，公司生产所需的主要原材料价格上涨较多，导致公司的金针菇、真姬菇产品单位成本上升较大。2023-2024 年，量贩零食业务的毛利率约为 10%，随着量贩零食业务收入的比例不断增加，公司整体毛利率水平也维持较稳定的水平，约为 10%左右。我们认为，随着行业集中率提升，公司在量贩零食业务版图不断扩张的进程中，其毛利率有望提升。

图9 万辰集团：各项业务毛利润（亿元）



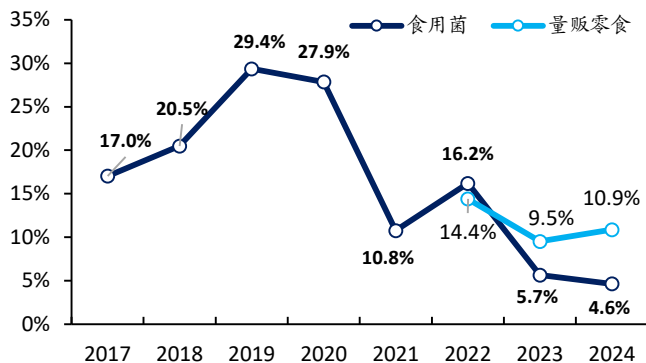
资料来源：公司财报，Wind，HTI

图10 万辰集团：各项业务毛利润占比



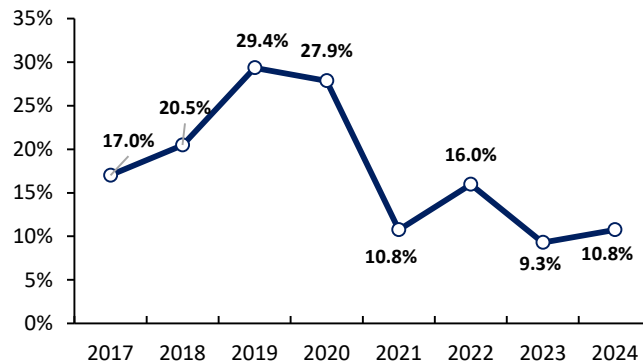
资料来源：公司财报，Wind，HTI

图11 万辰集团：各项业务毛利率



资料来源：公司财报，Wind，HTI

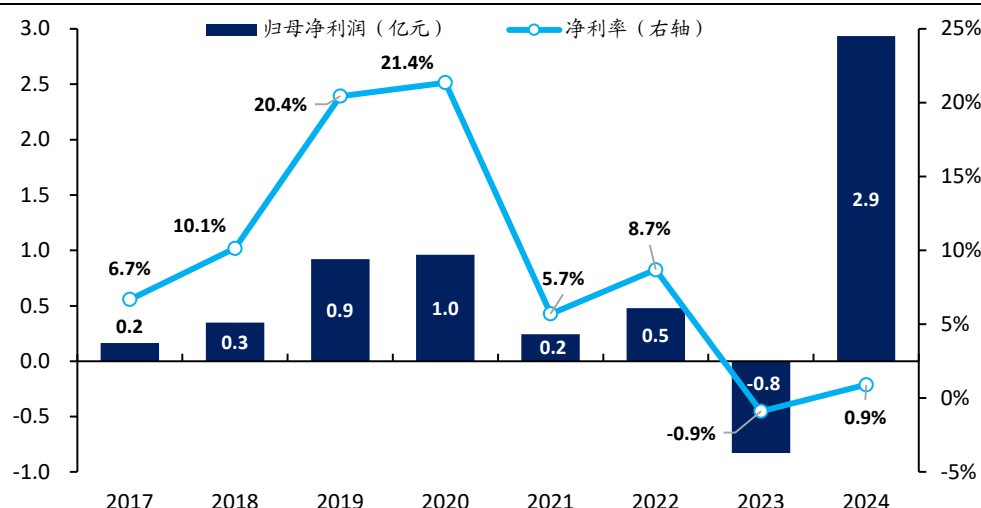
图12 万辰集团：毛利率



资料来源：公司财报，Wind，HTI

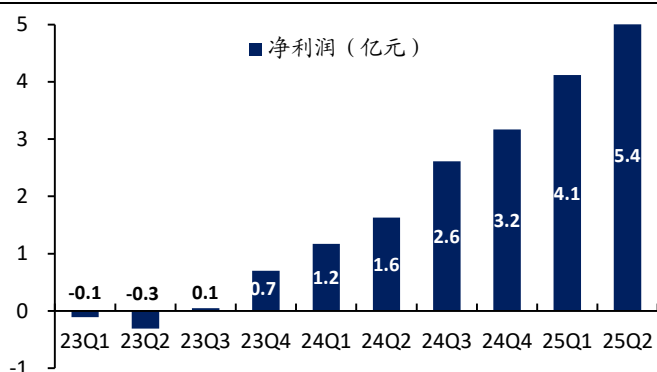
食用菌业务盈利水平下滑，量贩零食业务净利润逐季改善。2021 年是食用菌行业经营较为困难的一年，公司承受着销售端和供给端的双向压力，受产品价格和原材料成本的双重影响，食用菌业务盈利水平整体呈现下滑态势，2021 年，公司的归母净利润同比下滑 74.74%，净利率下滑 15.6 个百分点。量贩零食业务的净利润及净利率（剔除计提的股份支付费用）表现稳步向上。23Q3，量贩零食业务实现扭亏为盈，25Q2，其净利润达 5.44 亿元，对应净利率为 4.67%。我们认为，门店密度的提升使得公司的量贩零食业务规模效应日益显现，叠加供应链效率的提升及费用率改善，公司的净利率有望持续提升。

图13 万辰集团：归母净利润及净利率



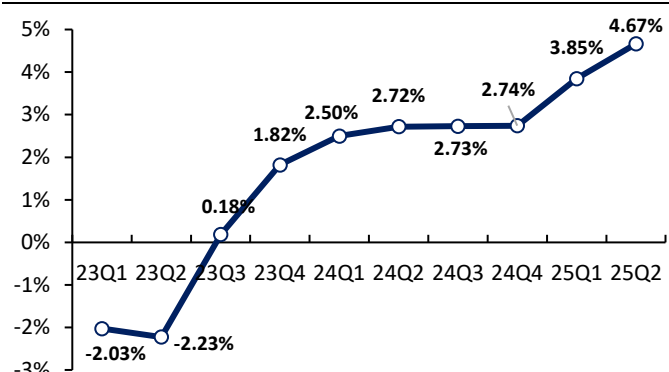
资料来源：公司 2020-2024 财报，公司招股说明书，Wind，HTI

图14 万辰集团：量贩零食业务净利润（剔除计提的股份支付费用）



资料来源：公司财报，HTI

图15 万辰集团：量贩零食业务净利率（剔除计提的股份支付费用）



资料来源：公司财报，HTI

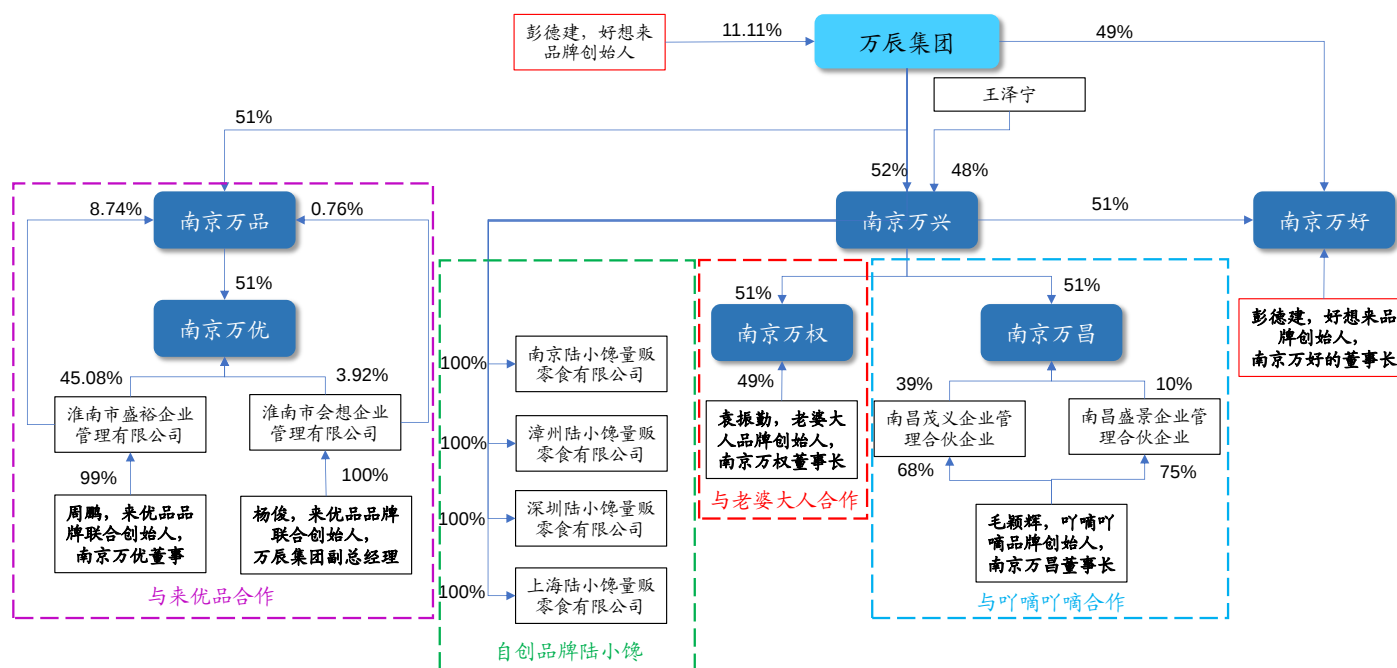
1.3.2 通过合资方式加速品牌布局，丰富产品组合

通过合资方式整合区域品牌团队，公司在量贩零食这一高速发展赛道获得区域先发优势，率先开启全国化布局。公司前期通过合资方式集合众多品牌势能，高速且高质地走向品牌化、规模化，在量贩零食这一高速发展赛道获得区域先发优势，自身抗风险能力进一步加强。好想来品牌零食是万辰集团整合旗下四大区域头部品牌而来，分别是好想来零食工厂、来优品品牌零食、吖嘀吖嘀家庭零食、陆小馋量贩零食。2023 年 9 月，公司又将老婆大人品牌纳入旗下。公司以“超级门店，零食乐园”为定位，开启中国量贩零食行业新纪元。

计划收购南京万优少数股权，稳固公司控制权，进一步提升盈利水平。2025 年 8 月 11 日，万辰发布收购少数股东股权暨重大资产重组草案。为加强核心团队与公司绑定，并使得公司控制权更加稳固，公司拟以 13.8 亿元的现金购买南京万优 49%的少数股东股权。同时，拟由福建农开发、漳州金万辰、王泽宁、张海国向淮南盛裕实际控制人周鹏转让上市公司 989 万股股份（占上市公司总股本的 5.27%）。交易完成后，公司直接和间接共计持有南京万优 75.01%的股权。

为保障上市公司的经营、决策的稳定性，夯实王泽宁先生对上市公司的控制权，周鹏及其配偶李孝玉拟将其在标的股份转让过户登记后合计持有的上市公司 1229 万股股份（占上市公司总股本的 6.55%）的表决权委托给王泽宁先生行使。未来随着南京万优业务的持续发展，归属于上市公司股东的净利润水平将得以增厚，有利于增强公司整体盈利能力。

图16 万辰集团：子孙公司股权结构（截至2025年9月）



资料来源：公司公告，公司港股招股说明书，Wind，HTI

借助被收购品牌团队管理经验，迅速拓展量贩零食业务。除了自有品牌陆小饒外，各品牌创始人均为万辰集团合资公司的董事长，负责管理团队运营品牌。好想来、来优品和老婆大人在量贩零食行业中已深耕十余年，创始人拥有丰富的零食零售及团队管理经验。万辰集团在借助品牌力量拓展业务的同时，也将各品牌丰富的运营及管理经验引入公司，为公司在量贩零食赛道蓄力。截至 2025 年 6 月 30 日，品牌好想来及老婆大人的门店数量分别为 14334 及 1031 家，占比分别为 93.3%及 6.7%。

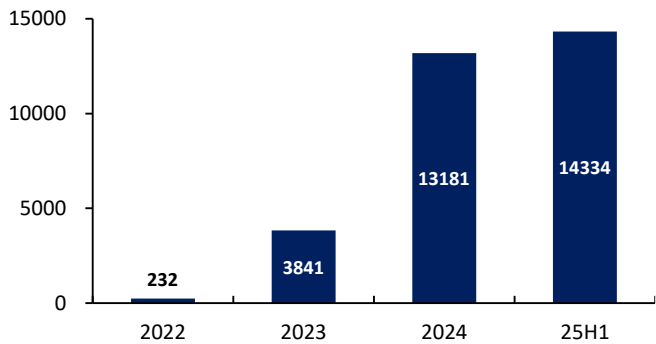
表 2 万辰集团：量贩零食品牌介绍

品牌	品牌 logo	品牌成立时间	总部位置	创始人	创始人现任职位	与万辰集团开始合作时间	合作方式
好想来		2011	江苏泰州	彭德建	南京万好董事长	2022 年 11 月	公司控股子公司南京万兴与“好想来”的管理团队共同出资设立合资公司南京万好
来优品		2015	安徽蚌埠	周鹏	南京万优董事长	2022 年 12 月	公司控股子公司南京万品与“来优品”的管理团队共同出资设立合资公司南京万优
吖嘀吖嘀		2020	江西南昌	毛颖辉	南京万昌董事长	2023 年 3 月	公司控股子公司南京万兴与“吖嘀吖嘀”的管理团队共同出资设立合资公司南京万昌
陆小馋		2022	江苏南京	万辰集团		2022 年 8 月	公司设立子公司南京万兴，创建“陆小馋”量贩零食品牌
		2023 年 9 月，公司在北京召开品牌发布会，宣布将“吖嘀吖嘀”、“来优品”、“陆小馋”等子品牌合并成统一品牌“好想来品牌零食”					
老婆大人		2010	浙江余姚	袁振勤	南京万权董事长	2023 年 9 月	公司控股子公司南京万兴与“老婆大人”的管理团队共同出资设立合资公司南京万权

资料来源：公司定增说明书，公司公告，公司官网，各品牌官网，HTI

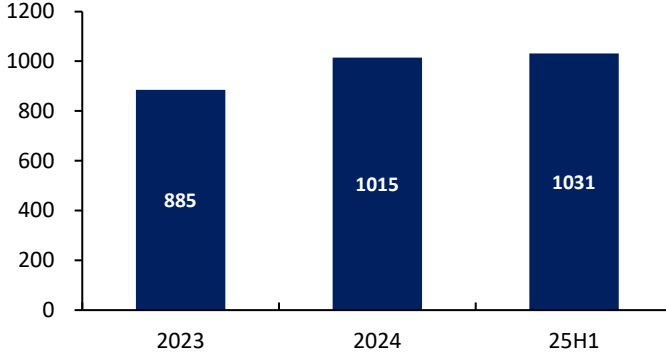
长三角、山河四省及浙江省市场份额领先。根据灼识咨询，按 2024 年零食饮料的 GMV 计，好想来是长三角地区最大的量贩零食饮料零售品牌，市场份额达 43.0%，约为第二大品牌的两倍。依托在这一核心市场的领先地位，公司向中国人口最密集的区域延伸，尤其是山河四省，其总人口于 2024 年约为 3.1 亿，占中国总人口的近四分之一。2024 年，好想来在山河四省的量贩零食饮料零售品牌中位列第一，市场份额达 60.2%。配合全国性品牌布局，公司的区域品牌老婆大人长期稳居浙江省市场领先地位，根据灼识咨询，按 2024 年零食饮料的 GMV 计，其市场份额为 53.9%。

图17 万辰集团：好想来门店数量



资料来源：公司港股招股说明书，HTI

图18 万辰集团：老婆大人门店数量



资料来源：公司港股招股说明书，HTI

好想来已与海内外众多一线食品企业达成战略合作。产品品类丰富度、品质及性价比是量贩零食连锁业务的核心，公司从外观、口感、口味、包装、资质检查等维度制定了产品选择、供应商选择及品质控制标准。公司已经与超 100 家海内外一线食品企业达成战略合作，其中包括百事可乐、可口可乐、乐事、卫龙、康师傅及恰恰等众多知名品牌。公司将加大与现有供应商的合作力度，并积极寻找同行业头部供应商以及当地优秀供应商的合作，不断推出品质更佳的产品，使已有的产品种类更加丰富，有利于公司快速地开拓新的市场。在保持销售高周转下实现产品快速反馈，与厂家进行产品共创，开发更符合量贩零食业态的产品。

图19 万辰集团：量贩零食业务的主要供应商品品牌



资料来源：好想来官方网站，HTI

公司的产品组合覆盖 12 大核心品类，单店 SKU 数量达 1800-2000 个。公司的产品组合覆盖 12 个核心品类，囊括各类国内国际头部品牌以及地方性特色品牌。公司的产品兼顾品牌零食与平价零食，公司的整体 SKU 数量超过 4000 个，单店 SKU 数量达 1800-2000 个，充分全面满足不同消费者群体的多元化食品需求。产品售价较大卖场、超市及便利店的同类产品平均低 20%-30%。2025 年上半年，公司平均每月推出约 250 个新 SKU，确保产品新鲜度，同时持续优化维持营运效率。此外，公司持续探索新举措，并将产品组合扩展至冷藏及冷冻食品、日用品及未来潜在产品。截至 2025 年 6 月 30 日，公司的采购团队共有超 200 名雇员，平均经验约为七年，团队成员包括来自领先在线及线下零售商、知名小区团购平台加入的资深买手以及直接支持资深买手的产品及业务分析团队。

表 3 万辰集团：核心产品种类

产品类别	样本图片	具体产品描述	售价范围	
			定量包装单价（元）	散装称重单价（每 500 克/元）
饮用水及液体饮料		丰富的国内外品牌饮料选择，包括瓶装水、茶、果汁、奶茶及功能饮料，满足不同消费者的需求	0.4-13.8	-
乳制品		乳制品零食及饮料，例如牛奶、酸奶、芝士棒及调味乳制品饮料，提供营养及美味	1-9.9	-
肉类零食		优质肉类零食，包括猪肉、牛肉、家禽及海鲜，提供肉干、鱼干及多款风味丰富的调味零食选择	0.8-22.8	9.8-69.8
膨化食品		香脆可口的膨化食品，例如薯片、虾片、爆米花及米饼，迎合不同的口味喜好	0.8-32.8	6.5-35
烘焙糕点		一系列烘焙食品，包括面包、饼干及蛋糕，选用优质食材精心制作，提供深度美味享受	0.9-16.8	5.8-29.8
坚果炒货		高质量坚果及炒货，包括核桃、杏仁、腰果、开心果及葵花籽，提供多种口味选择	1.9-15.8	8.8-59.8
方便速食		方便的即食餐，例如方便面、自热米饭、自热火锅、罐头食品及汤，适合快速食用	0.9-19.8	-
果干蜜饯		精选果干及蜜饯零食，包括话梅、芒果、提子、樱桃及草莓，保留天然风味与营养	0.5-36.8	5.8-39.8
糖果巧克力		多款口味及包装的糖果及巧克力可供选择，满足口味与健康选择的不同需求	0.2-19.9	5.2-49.8
素食山珍		精选以蘑菇、竹笋、豆制品及其他植物成份制成的素食零食，提供营养丰富的健康选择	0.8-19.8	7.8-28.8
果冻及布丁		水果味果冻及布丁零食，因为味道清新且款式有趣，深受年轻消费者及家庭欢迎	0.8-29.8	4.8-15.8
冲调饮品		受欢迎的冲调饮品，包括咖啡、奶茶粉、谷物粉及营养补充品，兼具便利性与多样性	0.8-11.9	12.8-32

资料来源：公司港股招股说明书，HTI

会员体系持续壮大。截至 2025 年 8 月 31 日，公司的注册会员人数超过 1.5 亿人，于 2025 年前八个月，活跃会员人数超过 1.1 亿人。于 2025 年 8 月，公司的月活跃会员人均月度消费频次为 2.9 次。

与合作供应商共同推出自有品牌产品，提供两条产品线，好想来超值及好想来甄选。好想来超值是以日常价格提供高质量产品的产品线。例如，好想来天然饮用水，每瓶定价仅 0.6 元。自 2025 年 5 月推出至 2025 年 8 月期间，平均每月销量增长超过 250%，更是于 2025 年 8 月创下单月销量突破 2500 万瓶的佳绩。

好想来甄选聚焦具差异化的优质 SKU，这类产品在感官体验或功能价值上具备独特优势。例如，好想来青提茉莉风味啤酒，以精酿啤酒为基底，同时融入独特的茉莉风味元素与设计巧思。

图20 万辰集团：自有品牌好想来超值系列



资料来源：公司港股招股说明书，HTI

图21 万辰集团：自有品牌好想来甄选系列



资料来源：公司港股招股说明书，HTI

品牌联动，好想来牵手哪吒，推出惊喜盒。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。此外，公司还推出了迪斯尼、奥特曼、小马宝莉、草莓熊及其他具影响力的 IP 品牌的授权正品。该等合作既提升了消费者热情，又拓宽了消费者触达，同时强化了品牌定位。好想来将为广大用户提供更多更好玩更平价的潮玩产品，让用户在“家门口的零食乐园”以较低的门槛就能获得更丰富、直接的快乐。

图22 好想来与哪吒的联名惊喜盒



资料来源：好想来官方网站，HTI

1.3.3 门店数量超过万家，已在全国多个省份取得较强的区域优势

直营门店和品牌门店模式为公司的主要销售模式。公司主要从事量贩零食的批发供货及线下零售业务，不涉及生产环节。公司从第三方供应商处采购相关零食商品后通过线下各类渠道销售至终端用户。具体销售模式包括直营门店、品牌门店和企业客户集采三种。其中，直营门店和品牌门店模式为主要的销售模式，占量贩零食业务收入 的 95% 以上。

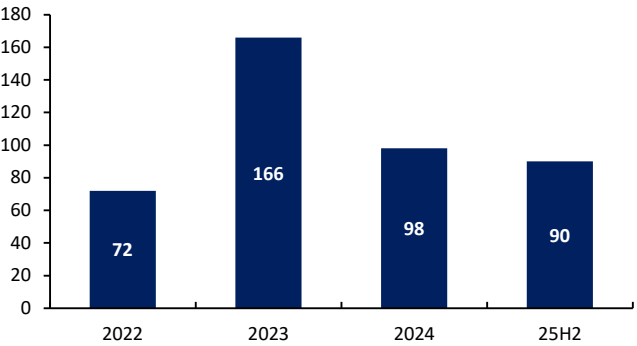
表 4 直营门店与品牌门店的对比

模式类型	直营门店（自营店）	品牌门店（加盟店）
经营模式	公司自有门店，公司对各个直营门店进行统一管理，面向终端消费者进行销售	公司向其批发供货的连锁经营门店，公司向其批发零食产品，后由该门店向终端消费者销售
产权属性	门店权属属于公司	门店权属不属于公司
经营风险	风险由公司承担	品牌加盟商对门店独立经营，独立承担收益和风险
权益归属	公司拥有投资收益权	公司不拥有投资收益权
人员安排	属于公司员工	不属于公司员工
公司收入来源	门店的终端销售收入	产品供货收入及来自各品牌门店的加盟费收入

资料来源：公司定增说明书，HTI

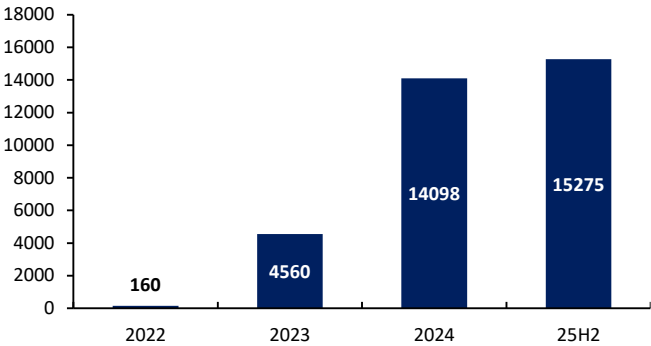
自营门店的数量及收入占比降低，其毛利率较加盟门店毛利率高约 15 个百分点。截至 25H2，公司的自营门店及加盟门店数量分别为 90 及 15275 家。2024 年，直营门店和品牌门店的店效分别为 397 万元及 334 万元，其毛利率远高于加盟门店的毛利率水平。2022 及 2023 年 1-9 月，公司的自营门店毛利率分别为 21.5%及 21.3%，较加盟门店毛利率分别高出 15.8 及 14.2 个百分点。毛利率相对较高的自营门店模式销售收入占比由 2022 年的 46.8%下降至 2024 的 1.6%，降低了对整体毛利率的贡献。由于加盟门店数量的持续增加，加盟门店的销售收入占比由 2022 年的 42.4%提升至 2024 年的 98.0%。

图23 万辰集团： 自营门店数量（家）



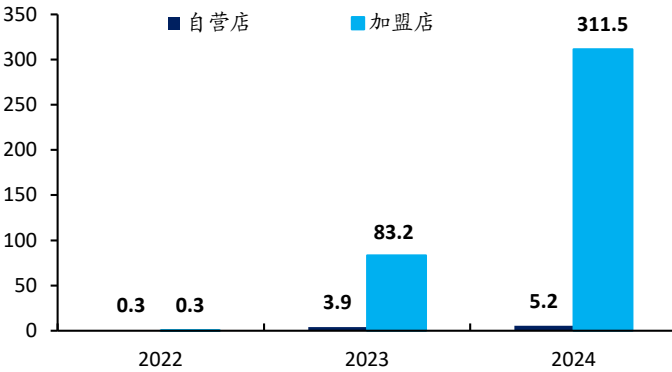
资料来源：公司港股招股说明书，HTI

图24 万辰集团： 加盟门店数量（家）



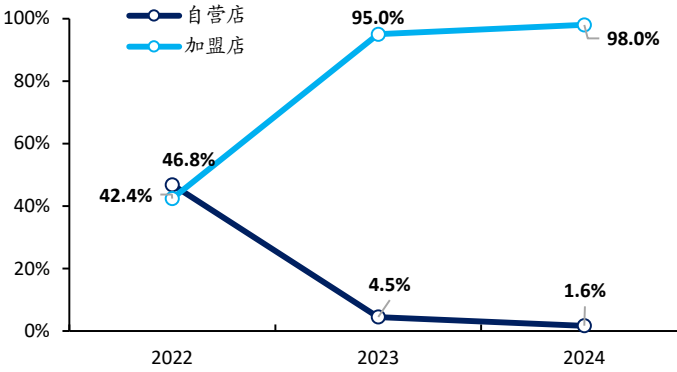
资料来源：公司港股招股说明书，HTI

图25 万辰集团： 各销售模式的营业收入（亿元）



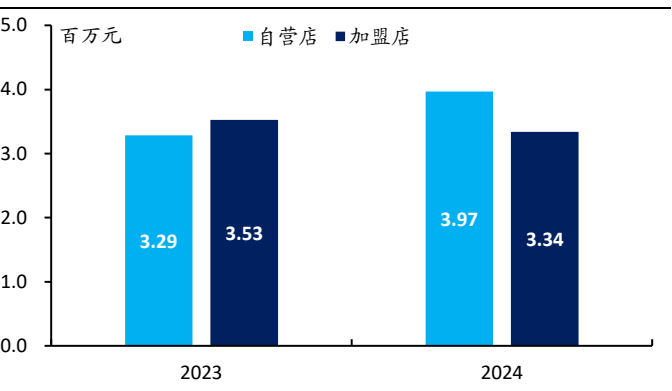
资料来源：公司港股招股说明书，HTI

图26 万辰集团： 各销售模式的收入占量贩零食收入的比例



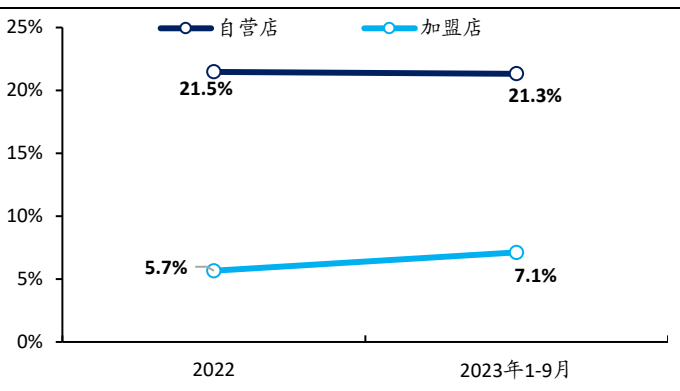
资料来源：公司港股招股说明书，HTI

图27 万辰集团：自营店及加盟店的店效（百万元）



资料来源：公司港股招股说明书，HTI

图28 万辰集团：各销售模式的毛利率



资料来源：公司定增说明书，HTI

门店网络覆盖广，核心区域深度渗透。截至 2025 年 6 月 30 日，公司的门店网络遍布 29 个省、直辖市及自治区。公司的全国布局兼具广泛覆盖与核心区域深度渗透的特点，此优势可从中国经济最发达的地区之一长三角地区，以及人口最密集的山河四省的高门店密度得到印证。在覆盖的所有省份中，公司在江苏省的门店数量最多，截至 2025 年 6 月 30 日，门店数量超过 2500 家。

图29 全国门店覆盖区域

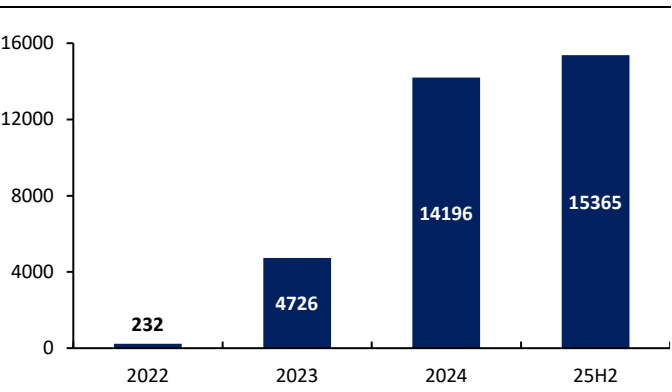


资料来源：公司港股招股说明书，HTI

公司门店数量破万家，先发优势显著。2023 年，公司在敏锐地把握住行业格局变化趋势，制定合理扩张战略。2024 年，公司总门店数量达 14196 家，同比提升 1937.1%，门店面积达 230.11 万平方米，先发优势显著。截至 2025 年 6 月 30 日，公司的门店网络共有 15365 家门店，同比增长 131.5%。公司将“前端密度”和“后端效

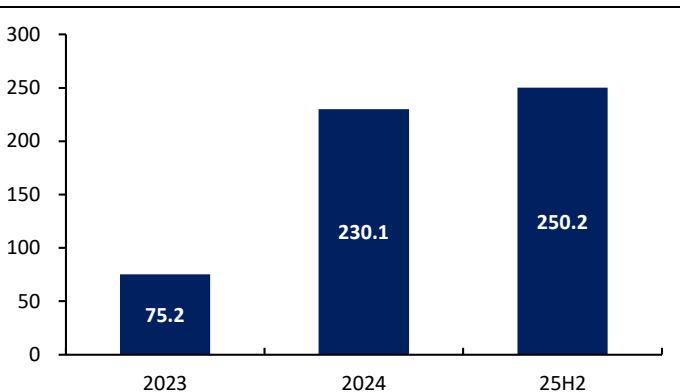
率”协同发挥，形成抵御市场波动的动态护城河。消费者对“好想来”品牌零食的认知度不断加深，为未来的市占率继续提升和门店扩展、门店迭代和模型深化提供了坚实的基础。

图30 万辰集团：门店数量（家）



资料来源：公司 2023 年及 2024 年财报，HTI

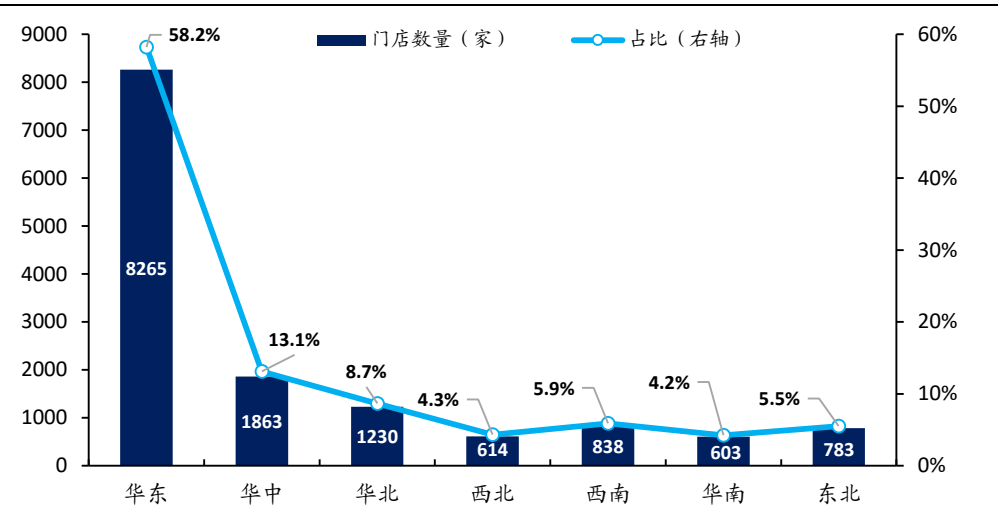
图31 万辰集团：门店面积（万平方米）



资料来源：公司 2023 年及 2024 年财报，HTI

公司的门店主要集中在华东地区，门店占比超 50%。2024 年，华东地区的门店数量达 8265 家，占比为 58.2%，为门店数量最多的区域。其次，华中地区的门店数量达 1863 家，占比为 13.1%。2024 年，公司在江苏省、安徽省、浙江省等多个省已经成为门店数量领先的量贩零食头部品牌，也在该等区域积累了较强的加盟商资源、消费者忠诚度、门店规划选址经验等资源及能力。

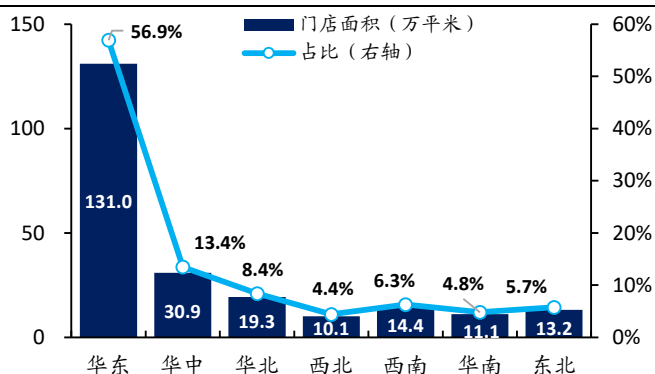
图32 万辰集团：各地区门店数量及占比（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司 2024 年财报，HTI

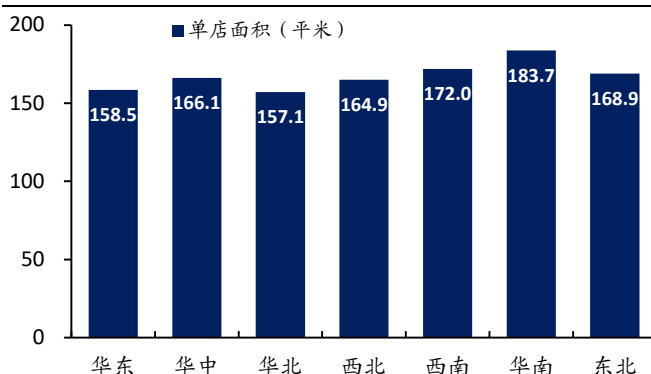
华东区域的营收占比达 61.8%，各区域店效差距较大。公司积极推进门店网络扩张计划，在长三角和华北等优势区域不断做深和加密，同期也在东北、西北、华南快速扩店，推动全国化布局，规模效应和品牌势能累积释放。万辰各区域单店面积均超过 150 平方米，其中华南地区单店面积最大，达 183.7 平方米。2024 年，华东区域的营业收入为 196.6 亿元，占比达 61.8%。各区域店效差距较大，其中，华北地区的店效超 400 万元，而西北区域店效最低，仅为 180 万元。

图33 万辰集团：各地区门店面积（截至 2024 年 12 月 31 日）



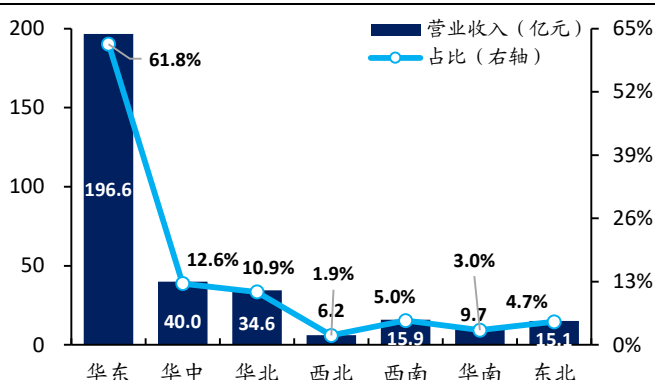
资料来源：公司 2024 年财报，HTI

图34 万辰集团：各地区单店面积（截至 2024 年 12 月 31 日）



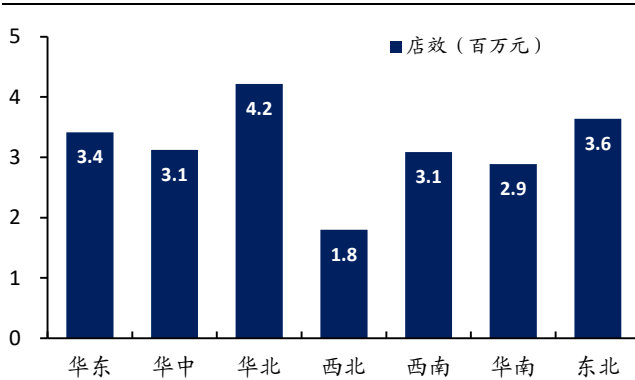
资料来源：公司 2024 年财报，HTI

图35 万辰集团：2024 年各地区营业收入及占比



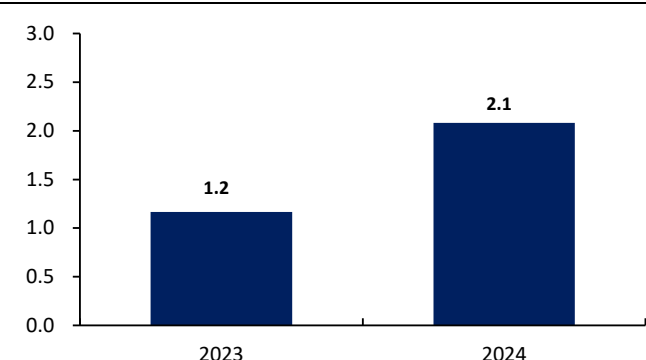
资料来源：公司 2024 年财报，HTI

图36 万辰集团：2024 年各地区店效



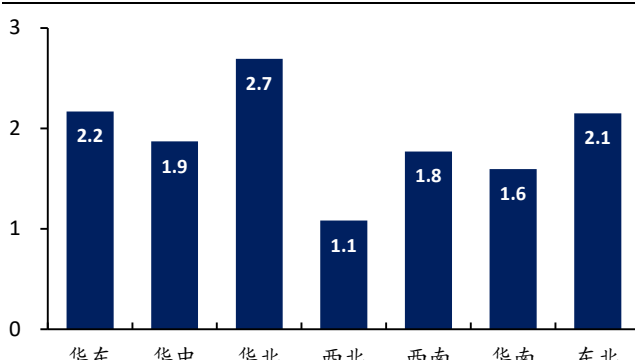
资料来源：公司 2023 及 2024 年财报，HTI

图37 万辰集团：坪效（万元/平米）



资料来源：公司 2023 及 2024 年财报，HTI
注：2023 年数据=营业收入/当年店铺面积

图38 万辰集团：2024 年各地区坪效（万元/平米）

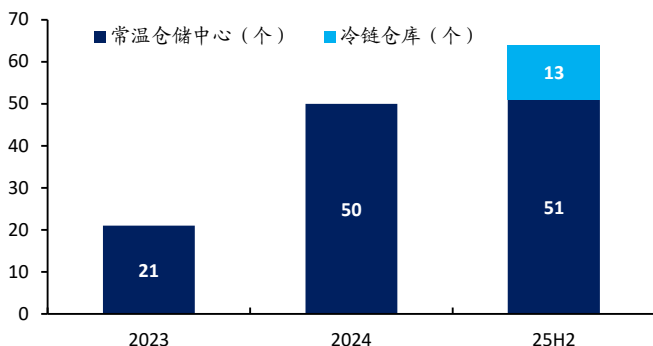


资料来源：公司 2023 及 2024 年财报，HTI

高效的供应链周转，实现“T+1”配送原则。公司设立了专门的商品中心，通过集团统一与国内国际头部食品饮料品牌和地方特色品牌直接建立了深度业务合作关系，省去了多重中间环节，最大程度地缩短了零售链条，在保供保量的同时获取了具竞争力的采购成本。为确保供货的及时性和效率，截至 2025 年 6 月 30 日，公司已在全国设立了 51 个常温仓储中心，总面积为 96 万平方米，并拥有 13 个冷链仓库。公司门店与仓库之间的平均距离为 124 公里，仓储网络布局与全国门店拓展策略协同，可以实现 24 小时内从仓库配送至大部分门店。这一专业标准化的物流体系大大提高

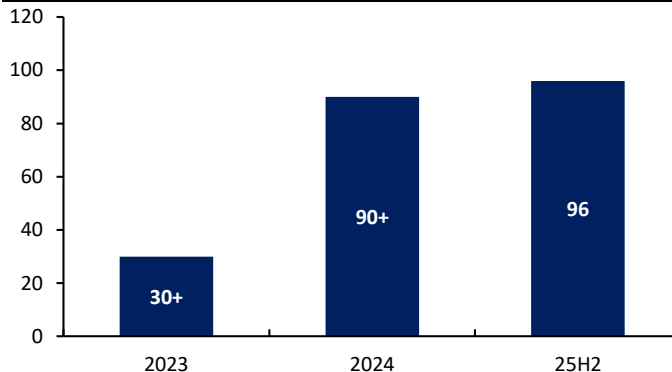
了整体运输效率，确保了产品以最快的速度送达终端店铺。高效的供应链周转不仅减少了库存积压，也保证了产品新鲜度，使消费者能够享受到更新鲜、更美味的休闲零食。

图39 万辰集团：量贩零食仓储中心



资料来源：公司 2023 年及 2024 年财报，港股招股说明书，HTI

图40 万辰集团：现代化物流仓



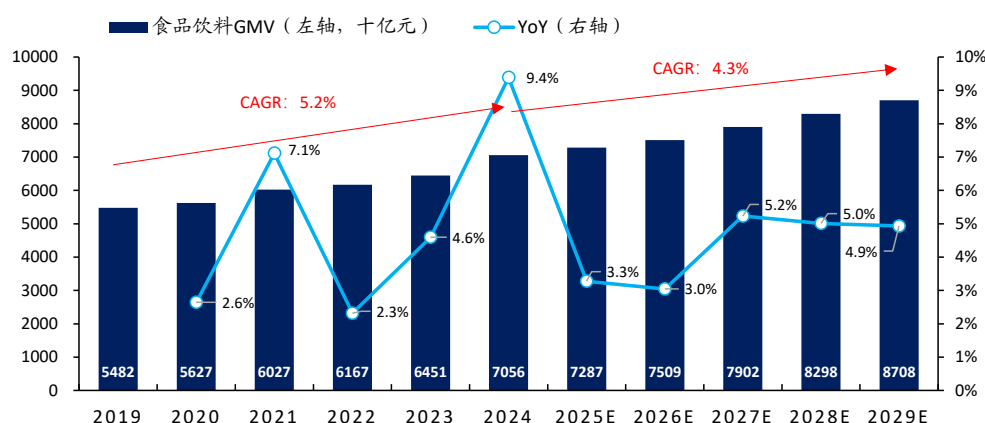
资料来源：公司 2023 年及 2024 年财报，港股招股说明书，HTI

2. 量贩零食行业：开启零食零售新纪元，增长空间广阔

2.1 中国食品饮料行业稳增长，2024-2029 年 CAGR 约为 4.3%

中国食品饮料零售行业的市场规模仍有增长空间，预计于 2029 年将达到 8.7 万亿元。随着中国经济的不断扩张、城镇化的持续推进和可支配收入的不断提高，中国食品饮料零售行业的市场规模在近年经历了稳定增长。2019-2024 年，市场规模从 5.5 万亿元增长至 7.1 万亿元，复合增速为 5.2%。食品饮料是大众的日常必需消费品，预计中国食品饮料市场仍将维持平稳增长。根据弗若斯特沙利文，2029 年，中国食品饮料零售行业的市场规模预计将达到 8.7 万亿元，2024-2029 年的复合增速为 4.3%。

图41 中国食品饮料零售市场的市场规模（按 GMV 计，十亿元）



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文报告，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

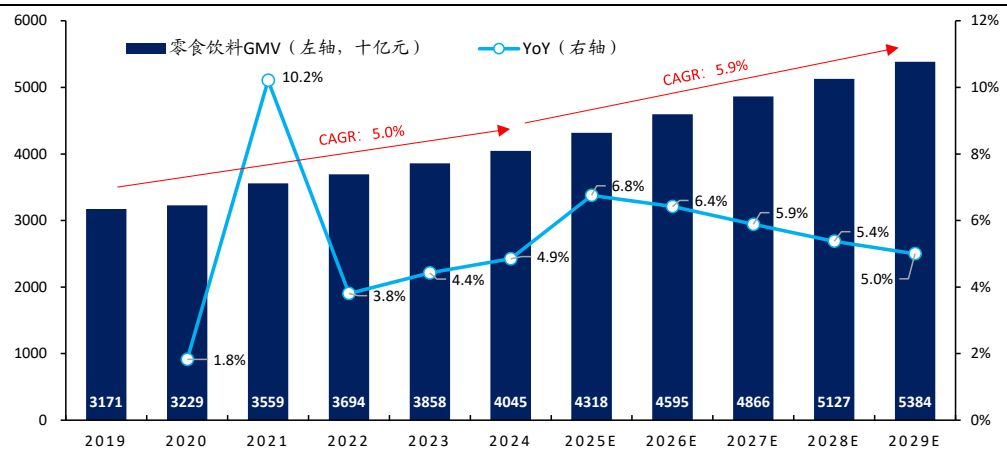
2.2 中国零食饮料市场规模预计 2029 年将达 5.4 万亿元

2.2.1 零食饮料市场规模占比超 50%，加速向下沉市场渗透发展

零食饮料零售行业是食品饮料零售行业最大的细分市场，占 2024 年中国食品饮料产品 GMV 总额的 57%。近年来，在食品消费水平提升、消费场景多样化兴起及消费偏好转变的驱动下，中国零食饮料零售行业实现稳定增长。2019-2024 年，中国零食饮料零售行业的市场规模由 3.2 万亿元增长至 4.0 万亿元，复合增速为 5.5%。2024

年，零食饮料零售行业的 GMV 占总额的的比例为 57.3%，为最大的细分市场。根据灼识咨询的预测，中国零食饮料零售行业将持续扩张，2029 年市场规模预计将达到 5.4 万亿元，2024 年至 2029 年的复合增速为 5.9%。

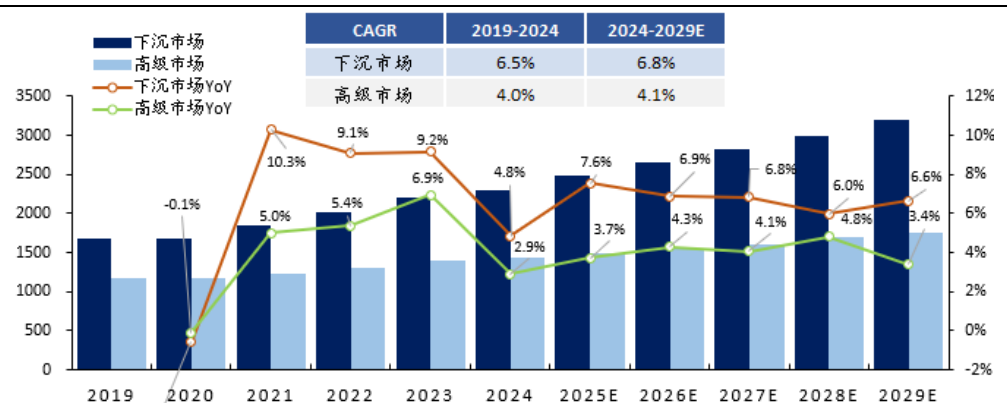
图42 中国零食饮料零售市场的市场规模（按 GMV 计，十亿元）



资料来源：国家统计局，中国饮料工业协会，中国副食品流通协会，国际货币基金组织，灼识咨询，HTI

中国零食饮料零售市场正在加速向下沉市场渗透发展。2024 年，下沉市场 GMV 达 2.3 万亿元，2019-2024 年的复合增速为 6.5%。相较而言，2024 年，高线市场 GMV 达 1.4 万亿元，2019-2024 年的复合增速为 4.0%。下沉市场增速领跑高线市场，未来预期仍将保持强劲增长，根据弗若斯特沙利文的预测，2024-2029 年，下沉市场 GMV 复合增速将保持在 6.8%，持续领跑高线市场 4.1% 的增速。消费水平的提升与基础设施的完善，标志着下沉市场的市场结构日趋成熟且未来增长潜力巨大。此外，以量贩零食为代表的更贴近消费者、更便利的零售业态正在快速崛起。

图43 中国零食饮料零售市场各市场的市场规模（按 GMV 计，十亿元）

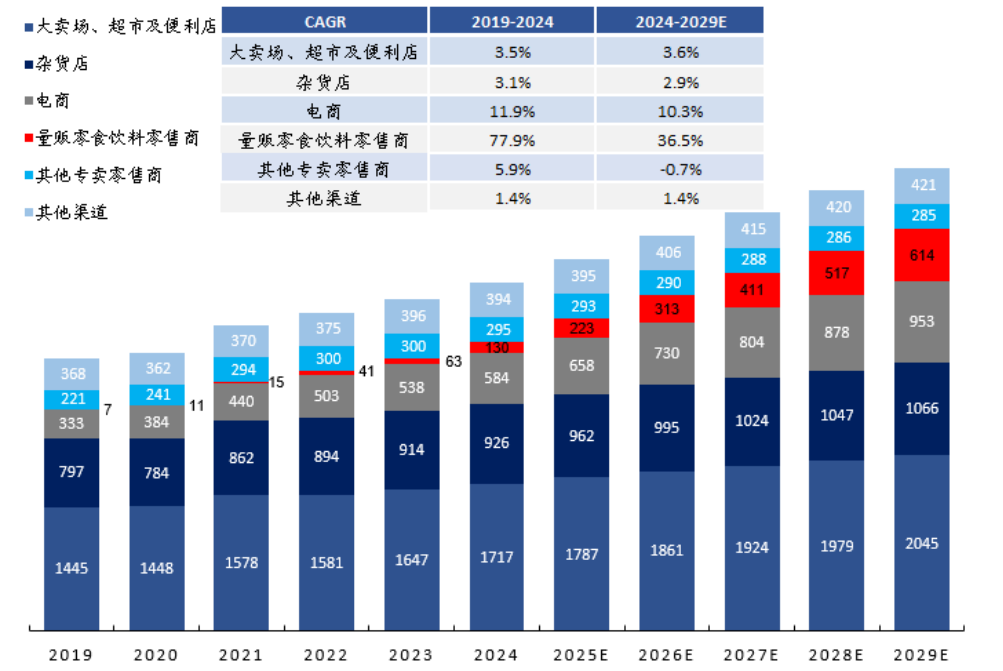


资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文报告，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

2.2.2 量贩零食渠道增速快，市场规模占比稳步提升

在零食零售行业的各渠道中，量贩零食渠道规模增长最快，2019-2024 年的复合增速近 78%，预计 2024-2029 年的 GMV 复合增速为 36.5%。量贩零食模式是一种创新模式，专注于提供精选多品牌、多品类、多规格的产品组合，聚焦高性价比定位。量贩零食店这一渠道从二、三线城市逐步崛起，渠道力量不容小觑。2019-2024 年，量贩零食渠道的 GMV 从 73 亿元增长到 1297 亿元，占零食饮料零售行业总市场规模的比例从 0.2% 上升至 3.2%，复合增速达 77.9%。根据灼识咨询的预测，量贩零食渠道销售的 GMV 将于 2029 年提升至 6137 亿元，占比将达 11.4%，2024-2029 年的 GMV 复合增速为 36.5%。

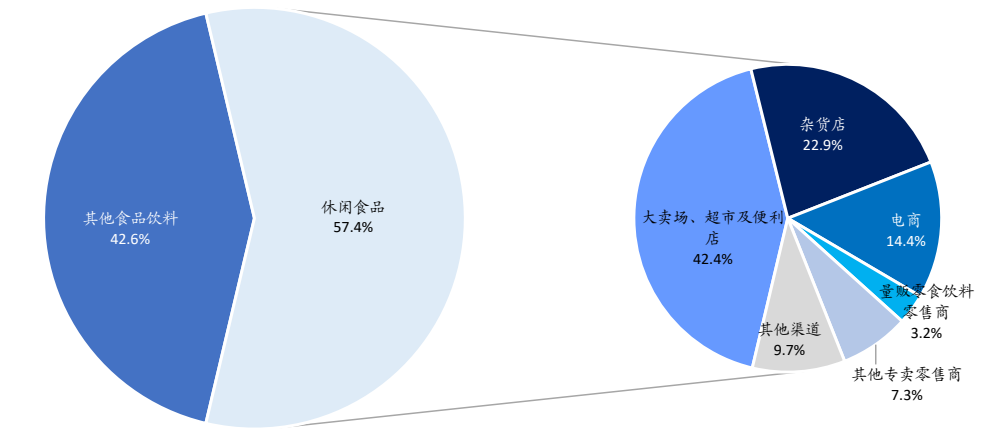
图44 中国零食饮料零售市场各渠道的市场规模（按 GMV 计，十亿元）



资料来源：国家统计局，中国饮料工业协会，中国副食品流通协会，国际货币基金组织，灼识咨询，HTI

零食商品线下渠道占主导地位。2024 年，线下渠道市场规模整体占比达 75.8%，包括超市渠道 42.4%、杂货店渠道 22.9%，量贩零食渠道 3.2%，其他专卖店渠道 7.3%。我们认为，在消费结构改变的背景下，量贩零食渠道凭借较低的获客成本、开放式选品矩阵、性价比高的零食商品及自由挑选的购物环境等优势，有望持续提升市场份额。

图45 中国零食饮料零售市场各渠道的规模（2024 年）



资料来源：国家统计局，中国饮料工业协会，中国副食品流通协会，国际货币基金组织，灼识咨询，HTI

量贩零食门店主打“标准化终端呈现+沉浸式消费场景+开放式选品矩阵+丰富多变的商品品类”多轮驱动，实现品牌价值与顾客体验的双向赋能。相比传统零售业态，深度满足消费者“多、快、好、省”的综合性消费需求。量贩零食模式通过“全品类覆盖+极致效率”重构品类价值链，更好地匹配消费者对产品丰富度、价格敏感度、品质升级和体验升级的复合需求。其以“压缩加价率-高周转运营-场景化体验”为驱动，丰富商品矩阵和社区化网点布局，实现规模化复制和扩张，具备成为中国大众消费商业基础设施的潜在核心力量之一。

表5 零食饮料零售行业的渠道比较

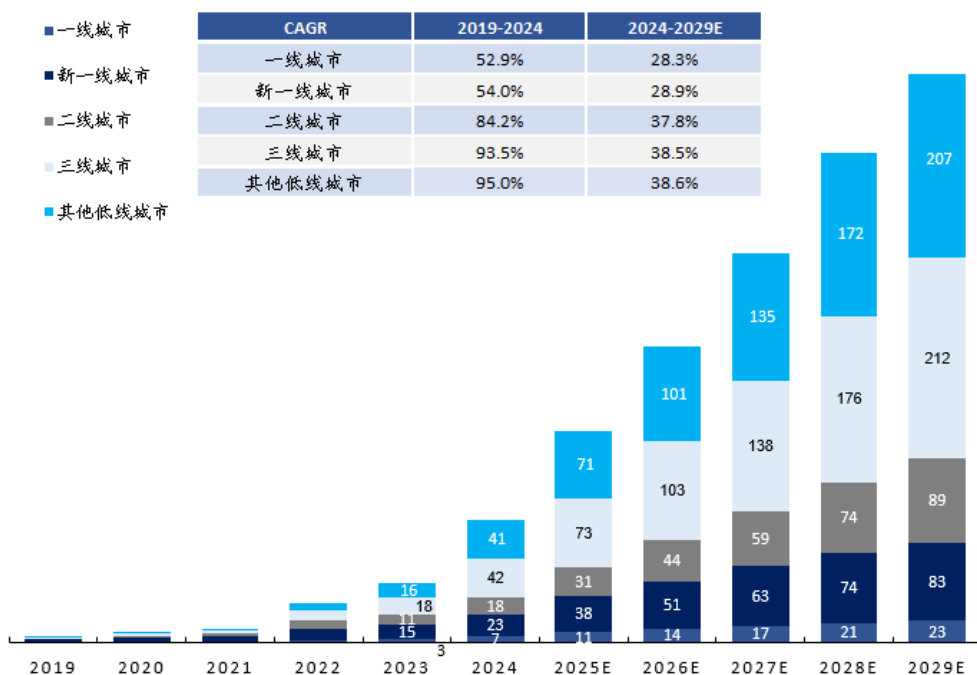
		渠道定位	产品多样性	产品性价比	门店网络范围	购物体验
专卖店渠道	量贩模式	专注经营多品牌、多品类、多规格零食饮料的量贩零售商，以高质价比为核心，打造广泛精选商品组合的一站式购物体验	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
	其他专卖店	依托特定零食饮料品牌或品类的专卖店，提倡精选购物体验	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★	★★★★
超市渠道	超市及大卖场	均衡布局食品饮料及家庭日用品类的综合零售商，适量销售零食饮料品类	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆
	便利店	满足实时消费需求及便利型杂货采购需求的零售业态	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★	★★☆☆☆
杂货店渠道		小型、独立商店，产品标准化程度有限的碎片化零售模式	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆
电商渠道		网上购物及交易的在线平台	★★★★	★★★☆☆	不适用	☆☆☆☆

资料来源：呜呜很忙招股说明书，HTI

注: ★★★表示完全满足, ☆☆☆表示完全未满足

二线城市及以下城市是量贩零食饮料零售的主要战场。低线市场庞大的人口及其不断增长的购买力释放消费潜力，相较于高线市场增长空间更大。自 2019 年至 2024 年，中国二线及以下城市的人均消费支出以 5.9% 的年均复合增速增长，超过同期一线及新一线城市 4.3% 的年均复合增速。随着经济发展和低线市场城市化率的上升，零食饮料零售商正在加速门店扩张。低线市场零售模式逐步成熟升级，消费者对多元化、优质产品的接受度和需求不断提升。尤其是量贩零食饮料零售商高质价比及便利的门店网络的定位，满足了大众消费者对便捷实惠购物的需求，带动该市场的快速增长。根据灼识咨询的预测，二线及以下城市销售的 GMV 将于 2029 年提升至 5080 亿元，占比将达 82.8%，2024-2029 年的 GMV 复合增速约为 38%。

图46 中国零食饮料零售市场各城市层级的市场规模（按GMV计，十亿元）

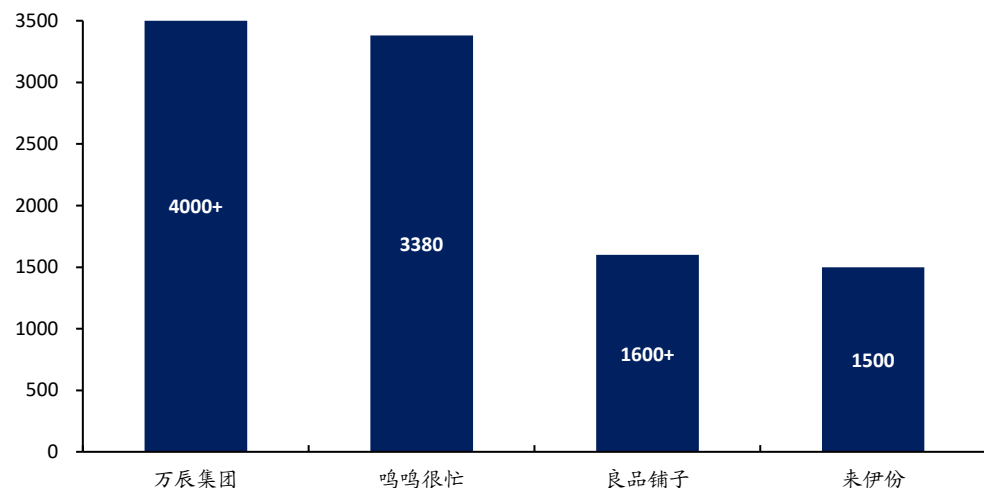


资料来源：国家统计局，灼识咨询，万辰集团港股招股说明书，HTI

2.2.3 量贩零食渠道重构品类价值链，满足“多快省”消费需求

多：量贩零食渠道提供精选多品牌、多品类、多规格的产品组合，其 SKU 数量高于传统零售渠道。量贩模式专注于打造具备多品牌、多品类、多规格产品的一站式购物体验，建立更强的消费黏性。相较之下，超市、大卖场和便利店等传统零售商则难以满足消费者对零食饮料产品的多样化需求。量贩零食渠道产品 SKU 呈现出数量多及范围广的特点，几乎涵盖零食饮料的所有子品类。此外，因量贩模式对零食饮料产品品类的聚焦，能更敏锐地识别新兴的消费者趋势和偏好，提前洞察市场先机，并与厂商紧密合作，先于其他零售商抢占爆款产品先机，确保有效和快速的产品迭代更新。

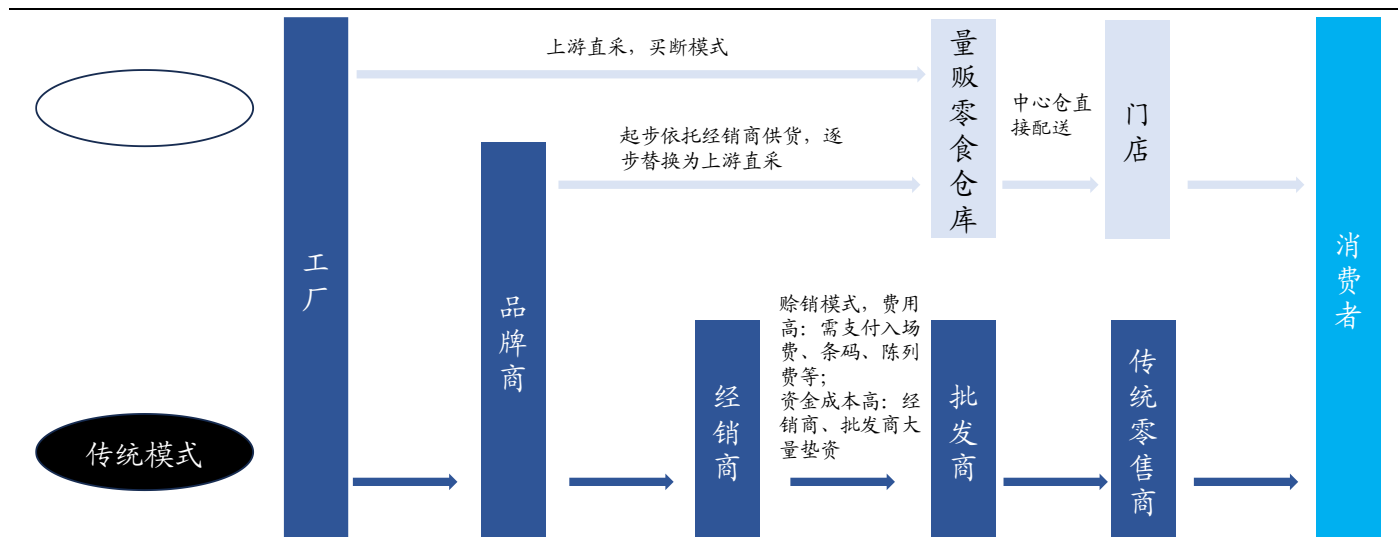
图47 各公司产品 SKU 数量（个）



资料来源：万辰集团港股招股说明书，鸣鸣很忙招股说明书，百度百科，来伊份 2024 年财报，HTI
注：万辰集团数据截至 2025 年 6 月 30 日，其他公司数据截至 2024 年 12 月 31 日

快：量贩零食的硬折扣商业模式，基于零售业规模经济效应，通过构建“厂商直采-集中议价-精简流通环节-让利终端”的价值链重构机制实现多方共赢。传统零食销售通常需要经过“品牌商-总代-省代-市代-零售商”等多个环节，每个环节都需加价以覆盖成本和利润。量贩零食渠道则采用“工厂-总仓-门店”的扁平化供应链结构，大大地缩短了产品从生产到终端的流通过程。此外，量贩零食渠道在保持产品质量的同时，将供应链效率提升所释放的利润空间，转化为加盟商的盈利能力和消费者的高性价比。而对于上游品牌厂商，量贩零食商通过大规模的采购保证了稳定的销量，为品牌厂商提供了可预测的业务增长和收入来源，实现生产效率提升。最终结果是形成了一个量贩零食品牌、供应商、加盟商和消费者之间的共赢生态。

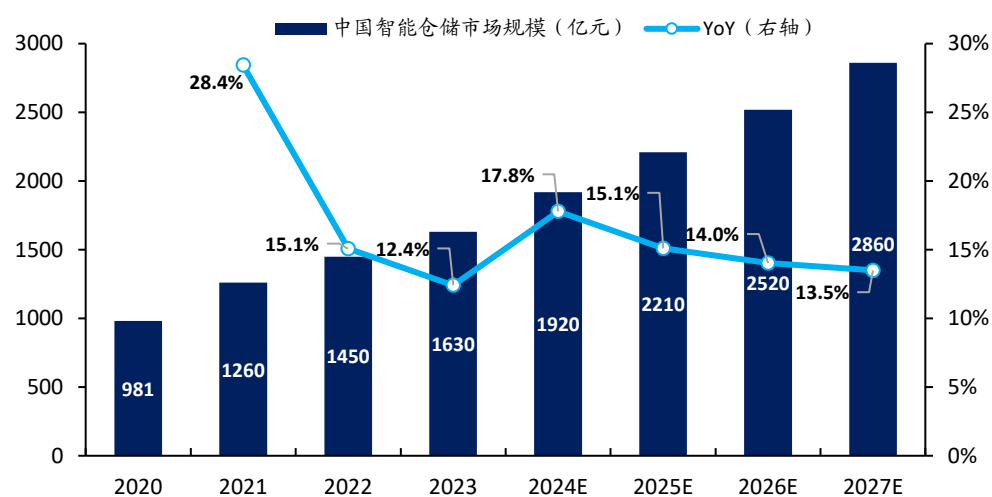
图48 量贩模式与传统模式中间环节对比



资料来源：中国零食硬折扣白皮书，嘉世咨询，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

智能物流仓储系统是零食集合店供应链的重要一环。近年来，中国智能仓储行业市场需求持续扩大，市场规模持续增长。艾媒咨询数据显示，2023 年中国智能仓储行业市场规模为 1630 亿元，预计 2027 年将突破 2800 亿元。通过智能物流仓储系统进行零食产品的配送等环节，比传统作业模式效率更高，有助于加快产品更新周转和了解消费者偏好。

图49 2020-2027 中国智能仓储行业市场规模及预测

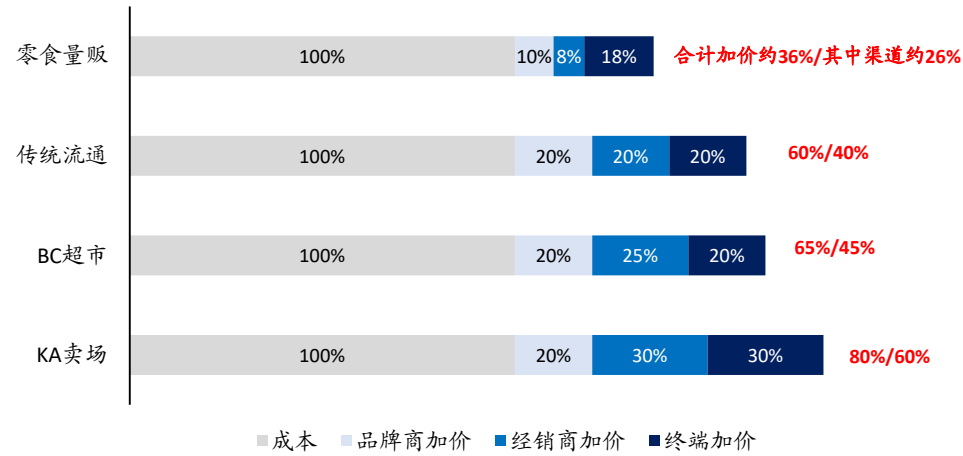


资料来源：GGII，艾媒咨询，HTI

省：相比传统零售渠道，量贩零食渠道具有明显的价格优势。消费者对于高性价比商品的需求日益增强，推动零食行业向硬折扣及“高端性价比”的模式发展。传统零售行业流通环节较多、渠道链条较长，导致流通成本和产品溢价较高，难以满足消费者对高性价比商品的需求。去中间化是量贩零食的核心优势，通过砍掉传统流通中多达 4-5 个中间环节，将整体加价率从传统 KA 卖场的 80%压缩至 36%，其中渠道加价部分仅为 26%，不足传统渠道的一半。凭借规模优势，量贩零食店能够直接与上游代理商或品牌厂商对接供货，不收取入场费、条码费等。

根据嘉世咨询，量贩零食店的部分产品能够比商超便宜 20%-30%，有的甚至低于线上价格。这种价格优势在下沉市场尤为明显，中低线城市的城镇及农村存在着巨大的零食消费缺口。

图50 零食在不同渠道各流通环节加价情况



资料来源：嘉世咨询，HTI

表 6 零食量贩店与其他零食销售渠道产品价格对比（元）

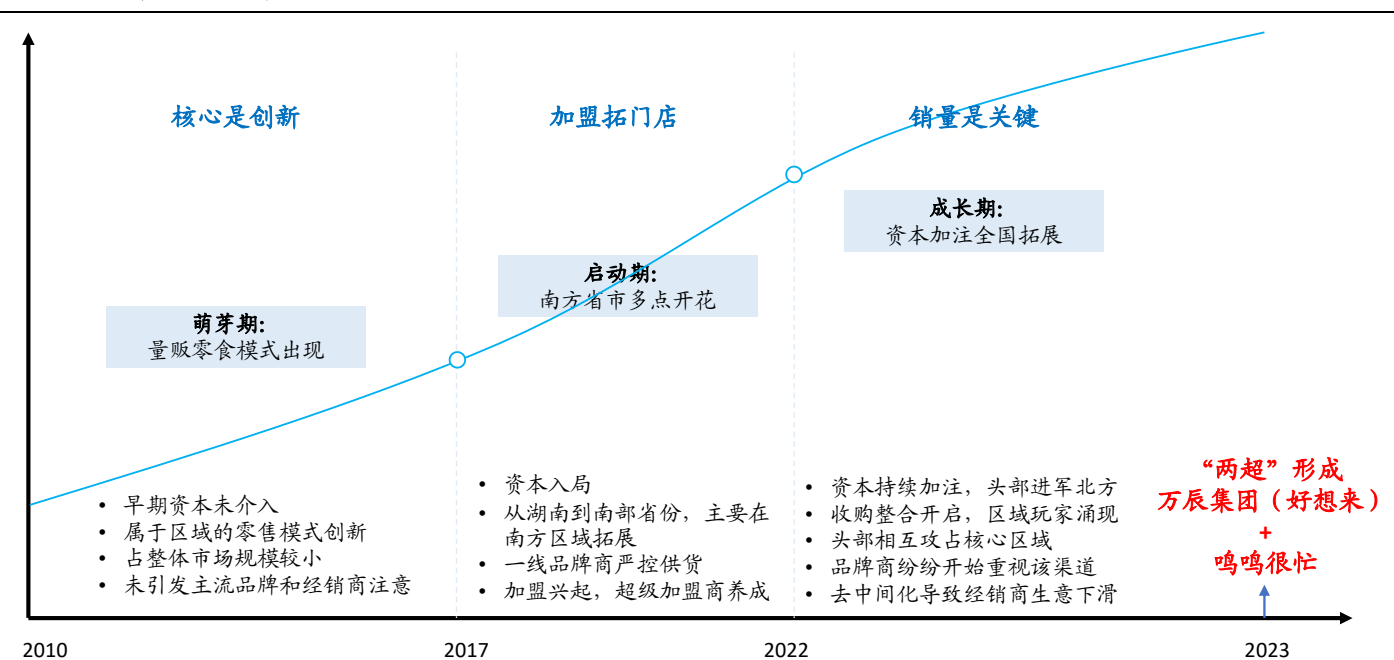
类别	产品	零食量贩店价格	线下商超价格	电商价格
零食类	格力高百醇饼干（48g）	5.9	8.5	6.6
	趣多多曲奇（85g）	5.2	7.5	7.3
	奥利奥生日蛋糕饼干（97g）	5.4	9	6.9
	德芙巧克力（43g）	6.5	9.5	7
	士力架花生夹心巧克力（35g）	2.8	3.5	3
	悠哈特浓牛奶糖（40g）	3.9	6.9	5.9
	好丽友好多鱼（33g）	3.7	4.9	4.3
饮品类	怡宝矿泉水（555ml）	1.2	2	1.3
	星巴克咖啡（180ml）	4.9	10.8	5.5

资料来源：智研咨询，HTI

2.2.4 量贩零食行业正处于加速成长期，行业形成两超多强的局面

量贩零食行业正处在快速成长阶段，资本持续加注，头部玩家向全国拓展。量贩零食行业已经历萌芽期（2010-2017 年）、启动期（2017-2022 年），在资本的加注下，行业自 2022 年底以来加速扩张，正逐步进入成长期。行业历经 10 余年，从早期的区域创新零售模式发展到加盟商涌入，再到资本青睐、品牌商重视的零售渠道。成长期阶段，区域玩家涌现，头部玩家进军北方，并通过收购整合完成全国性布局，提升自身竞争力。

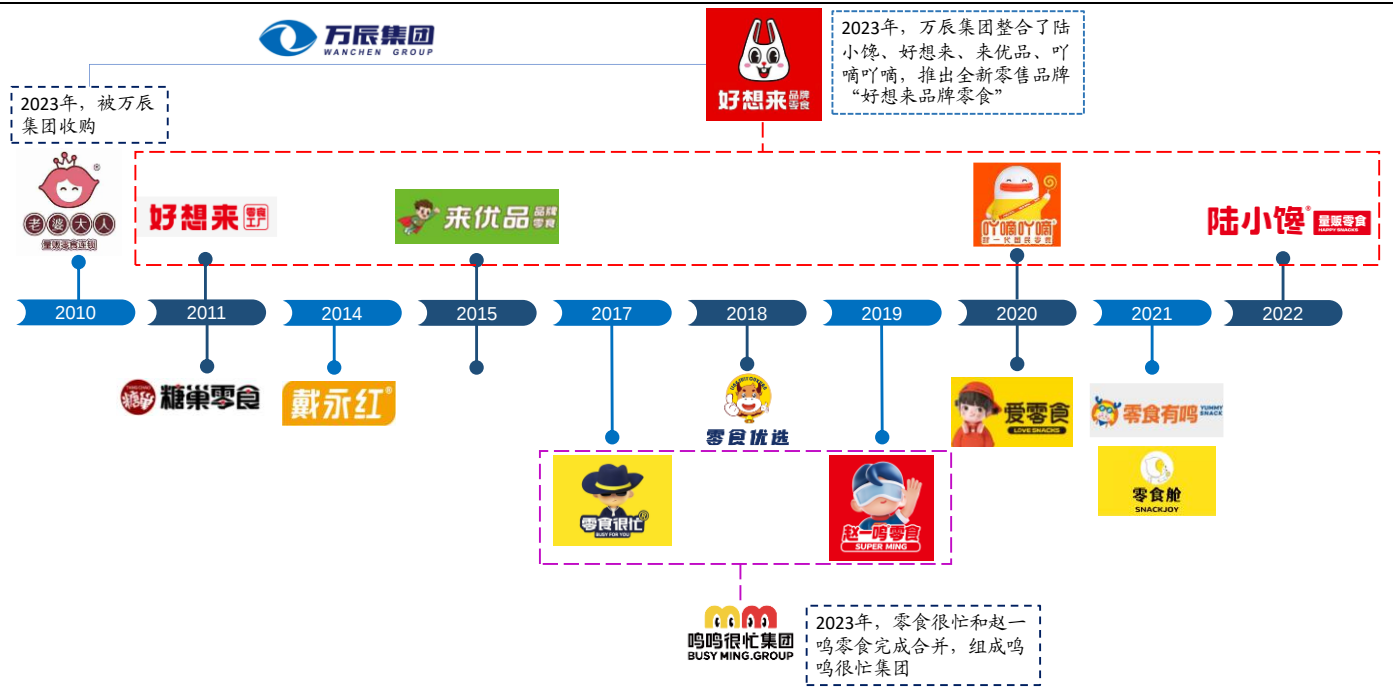
图51 量贩零食行业正处于快速成长期



资料来源：中国零食硬折扣白皮书，HTI

2019 年之后，量贩零食赛道不断涌现出新玩家，品牌的收购及整合集中在 2023 年，行业已形成“两超多强”的局面。2019-2022 年，新玩家陆续涌入量贩零食赛道，其中包括赵一鸣零食、吡啻吡啻及陆小馋等数余家知名品牌。2023 年，万辰集团整合了陆小馋、好想来、来优品、吡啻吡啻，推出全新零售品牌“好想来品牌零食”。同年，零食很忙和赵一鸣零食完成合并，组成鸣鸣很忙集团。行业目前已形成“两超多强”的竞争格局。量贩零食作为高效渠道，获得越来越多的消费者认可，在近几年获得高速发展，2022 年门店数量达到 1.3 万家，预计到 2025 年门店数量将达到 4.5 万家，零售额超千亿元，行业渗透率持续提升。我们认为，品牌的收购及整合将加速市场向头部品牌集中。

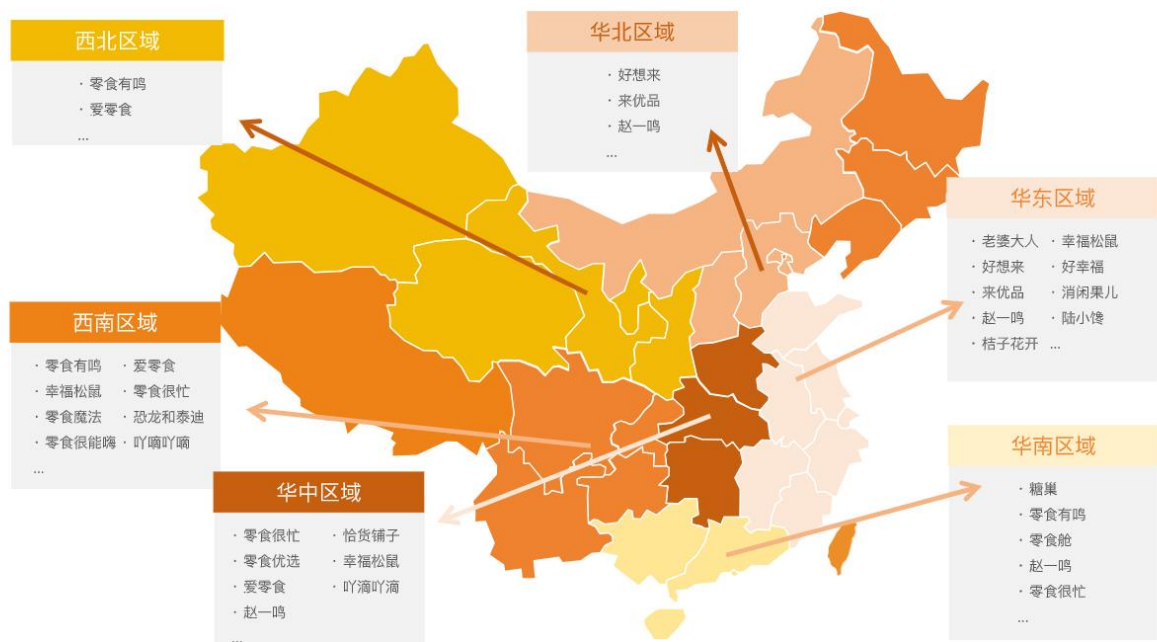
图52 各品牌创立或进入量贩零食赛道时间



资料来源：各品牌官网，万辰生物官网，好想来官网，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

各大品牌主要集中在华东、华北和西南区域，头部万辰和鸣鸣很忙的门店数量远超其余品牌。各品牌的竞争策略基本是在基地市场充分加密，待模式被验证后，再放开外埠市场加盟。当前行业仍在区域圈地阶段，华东、华中及西南区域为各品牌主要聚集范围，竞争较为激烈，而西北及华北区域的门店密度仍有较大的提升空间。门店数量也显示出当前行业两超多强的局面，万辰和鸣鸣很忙的店铺数量均超万家，而其他品牌的门店数量不足 5000 家。

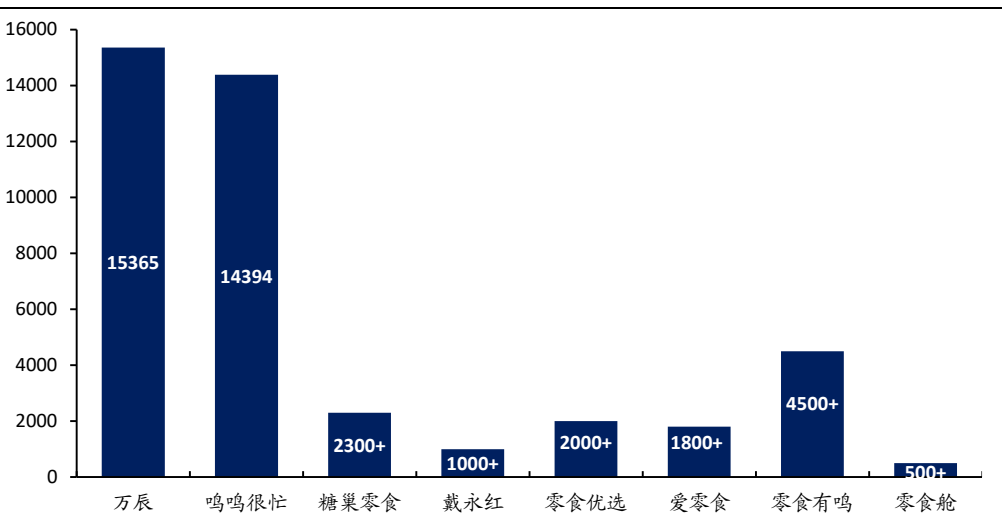
图53 量贩零食行业各品牌门店覆盖区域



资料来源：中国零食硬折扣白皮书，HTI

注：资料来源截至 2023 年 10 月

图54 各品牌门店数量

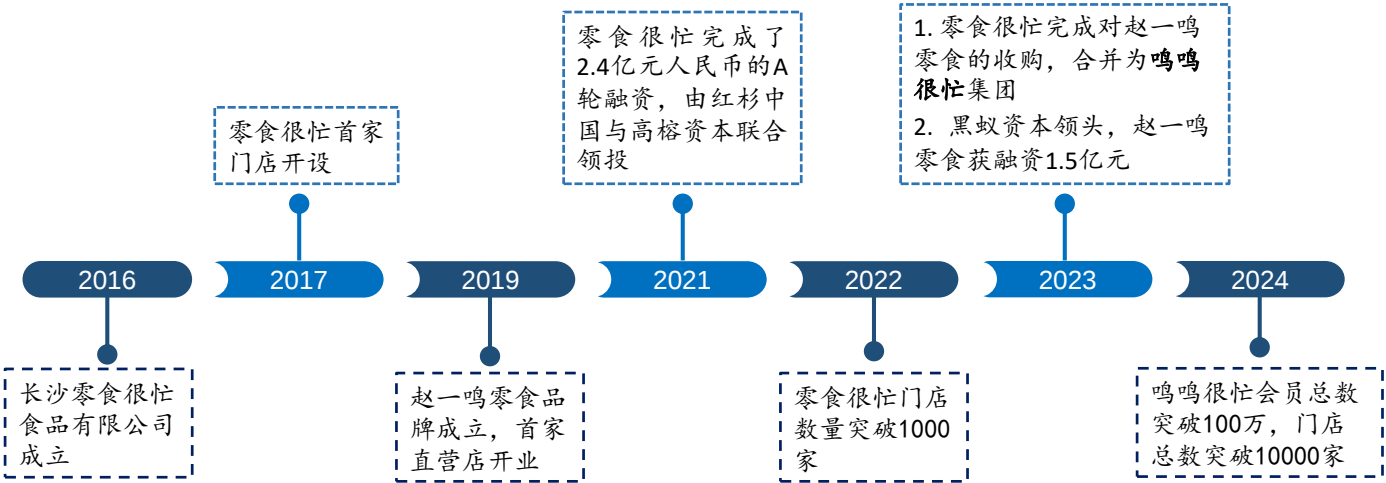


资料来源：万辰港股招股说明书，鸣鸣很忙招股说明书，各品牌官网，每日食品官网，HTI
注：万辰门店数量为截至 2025 年 6 月 30 日数据，鸣鸣很忙的门店数量为截至 2024 年 12 月 31 日数据，其他品牌门店数量为官网数据，没有标注明确时间截点

3. 万辰与鸣鸣很忙开启龙头争夺战
3.1 鸣鸣很忙保持双品牌策略，迅速抢占下沉市场

与万辰集团不同的是，鸣鸣很忙起家于零食行业。零食很忙由晏周先生于 2017 年 3 月在湖南长沙创立，赵一鸣零食由赵定先生于 2019 年 1 月在江西宜春创立。2023 年 11 月，零食很忙完成对品牌赵一鸣的战略收购，合并为鸣鸣很忙集团，新集团在量贩零食行业中脱颖而出。合并完成后，公司双方保持双品牌策略，尽管两个品牌发源和覆盖区域不同，但是双方在各个经营管理环节已进行深度融合，并借助彼此的优势，不断拓展门店，发展壮大。

图55 鸣鸣很忙：历史沿革



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，零食很忙官网，赵一鸣零食官网，HTI

2024 年，鸣鸣很忙 GMV 达 555 亿美元，在库 SKU 数量达 3380 款。2024 年，公司的 GMV 达 555 亿元，同比增长 262.4%。同年，有超 16 亿人次消费者在门店消费，使公司积累了对消费者喜好、购买行为、口味变化趋势等方面的深刻洞察。公司的产品涵盖 7 个主要品类，超 750 个主要品牌，在库 SKU 数量达 3380 款，单店 SKU 数量一般不少于 1800 款。截至 2024 年 12 月 31 日，公司的产品 SKU 中约 25% 为与

厂商合作定制，亦通过合作定制小包装和提供散装称重产品降低产品的尝新门槛。2024 年，公司每月平均上新数百款产品，持续为消费者带来新鲜、惊喜的产品体验，引领零食饮料行业的口味趋势。

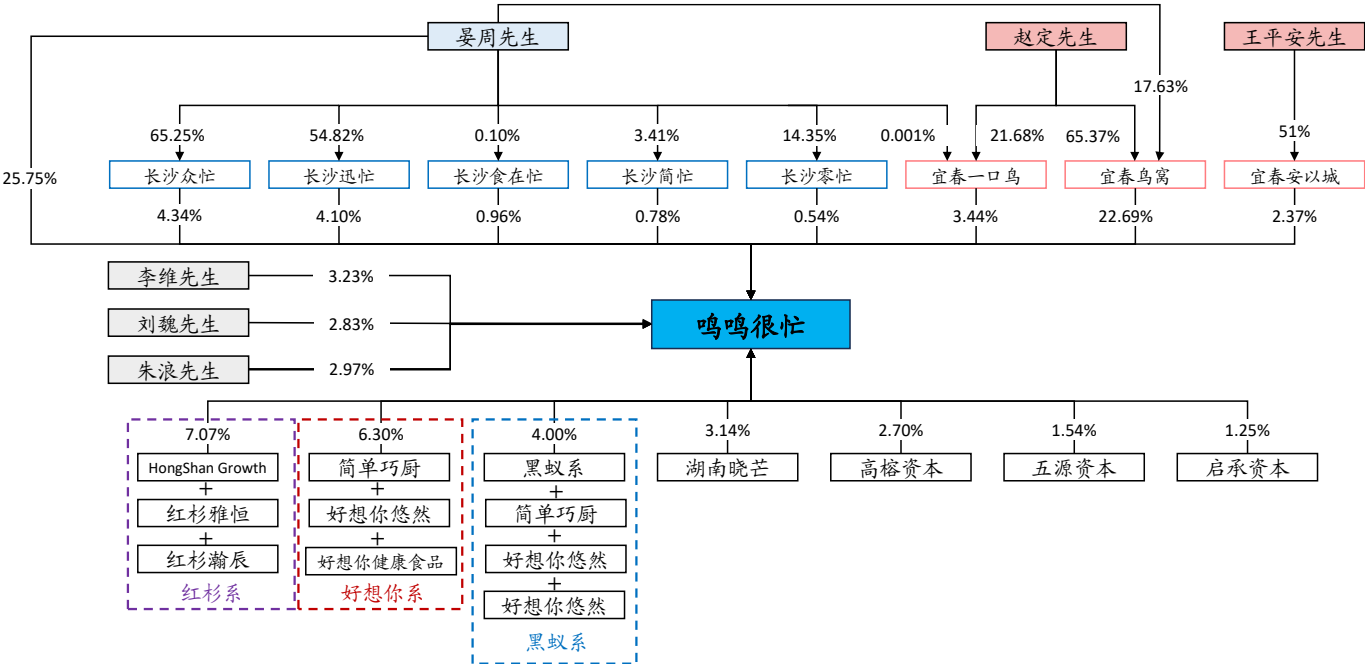
图56 呜呜很忙：2024 年关键运营指标



资料来源：呜呜很忙招股说明书， HTI

呜呜很忙牵手知名 PE 及零食品牌商，创始人晏周先生为公司的实际控制人。晏周先生为零食很忙的创始人，也是呜呜很忙集团的实际控制人，直接及间接合计持有集团的 30.93%股份。赵定先生为赵一鸣零食的创始人，通过宜春一口鸟及宜春鸟窝两家公司间接持有集团 15.58%的股份，为集团的第二大股东。呜呜很忙还获得红杉、高榕资本等知名 PE 以及零食品牌好想来的青睐，红杉合计持有集团 7.07%的股份，好想来合计持有公司 6.3%的股份。

图57 呜呜很忙：股权结构（截至 2025 年 4 月）



资料来源：呜呜很忙招股说明书， 爱企查， HTI

鸣鸣很忙在县城中的覆盖率达到约 66%。零食很忙和赵一鸣零食通常不在同一地理区域开设门店，以实现最优的地域互补。截至 2024 年 12 月 31 日，鸣鸣很忙覆盖中国 28 个省份和所有线级城市，约 58% 的门店位于县城及乡镇。鸣鸣很忙的门店网络已覆盖 1224 个县，在中国所有县城中的覆盖率达到约 66%。

图58 鸣鸣很忙：全国覆盖区域（截至 2024 年 12 月 31 日）

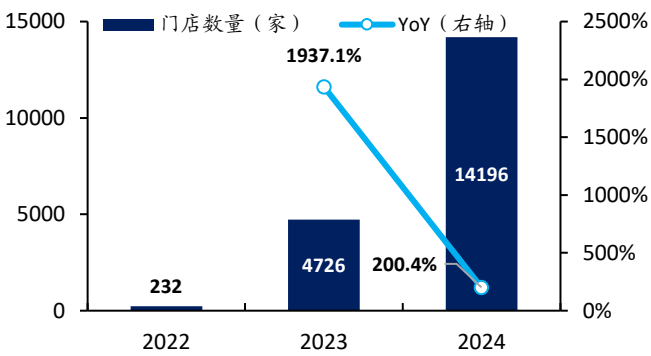


资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

3.2 万辰和鸣鸣很忙推行全国化布局，门店数量破万家

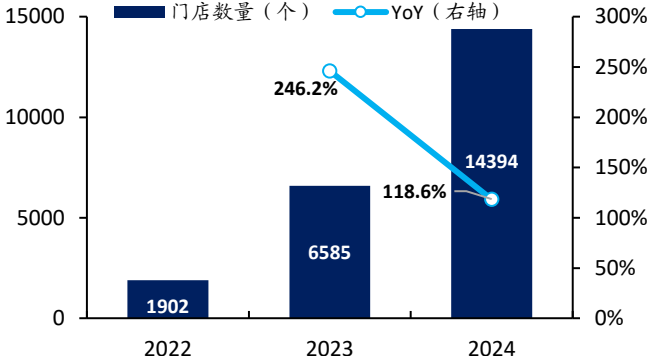
万辰集团及鸣鸣很忙实行全国化门店布局，门店数量均破万家，品牌知名度的提升带动更多加盟商加入公司。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的门店数量呈现爆发式增长，同比分别增长 200.4% 和 118.6%，门店数量均破万家，分别为 14196 家及 14394 家。我们认为两家公司门店数量高增主要与其收购及整合品牌有关。在整合被收购品牌门店的同时，2 家公司的品牌知名度随之提升，也带动了更多的加盟商加入公司，开启线下门店扩张之路。两家公司将持续推进全国化门店布局，在优势区域提升密度的同时，延伸覆盖区域的广度。

图59 万辰集团：门店数量（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：万辰集团 2023 及 2024 年财报，HTI

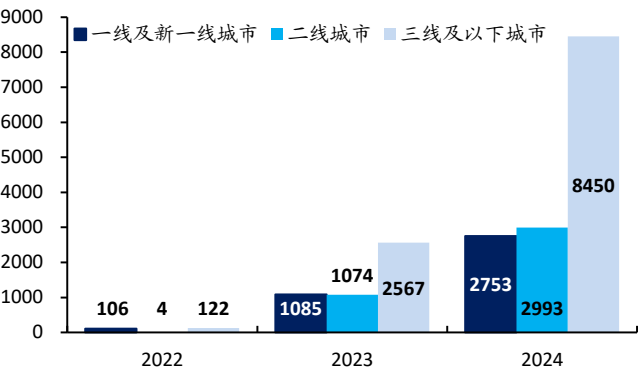
图60 鸣鸣很忙：门店数量（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

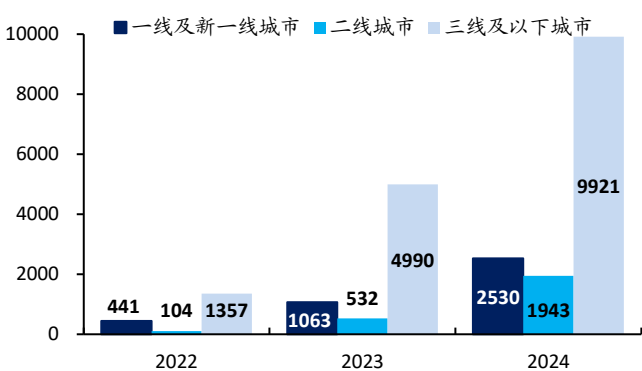
万辰及鸣鸣很忙持续向下沉市场渗透，2024 年，两者三线及以下城市门店数量占比均超 50%。2024 年，万辰及鸣鸣很忙的三线及以下城市门店数量占比分别达 59.5%和 68.9%，增速分别为 229%及 99%。下沉市场的供应链和基础设施尚待完善，广大消费者对于高质价比产品的需求巨大且未被满足，两家公司将持续渗透下沉市场，抓住市场机遇。两家公司的门面也采用了鲜艳的颜色，醒目的品牌 Logo 吸引更多消费者。

图61 万辰集团：各线城市门店数量（家）



资料来源：万辰集团港股招股说明书，HTI

图62 鸣鸣很忙：各线城市门店数量（家）



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图63 万辰集团：好想来门店门面



资料来源：万辰集团港股招股说明书，HTI

图64 鸣鸣很忙：零食很忙和赵一鸣零食门店门面



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

檀健次成为好想来代言人。官宣檀健次成为代言人首日，好想来即启动线上线下联动的全域营销。线上，以“好想来多多来”为主题，单日触达超亿级人次，微博话题#好想来首位代言人檀健次# 瞬时登榜热搜，达成亿级曝光；线下 16 城地标级建筑与超过 35000 座楼宇同时播放广告宣传片，凭借全域营销资源投入，点燃国民消费热情，并实现好想来从“零食门店”到“城市名片”的跃迁，加速品牌渗透力。

周杰伦为鸣鸣很忙代言人。鸣鸣很忙官宣周杰伦成为品牌代言人，并启动一系列的营销举措。在线上方面，零食很忙巧妙利用微博、快手和抖音等社交媒体平台的特性，进行集中引爆。仅在微博上，官宣活动的曝光量就超过了惊人的 18 亿，线下方面，零食很忙同样不遗余力。品牌投放了超过 70 万台的电梯点位广告，这些广告在全国 30 多个城市实现了霸屏，覆盖人次超过 10 亿，除了传统的广告投放方式，零食很忙还创新性地采用了“KOL+UGC”、“公域+私域”的组合拳策略，实现了品牌全域扩散。

图65 万辰集团：品牌代言人



资料来源：好想来官网，HTI

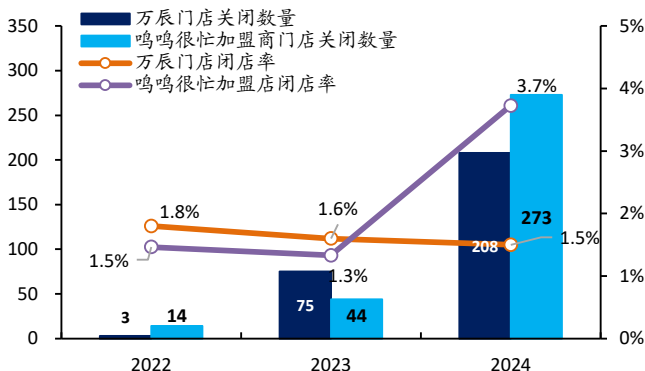
图66 鸣鸣很忙：品牌代言人



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

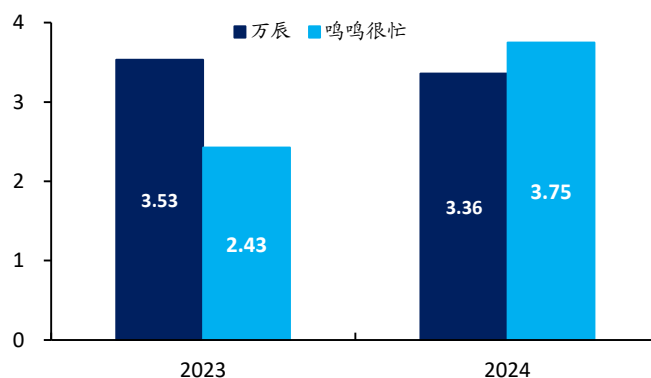
2024 年，两家公司加盟商留存率较高，单店营业收入超 300 万元。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的加盟商门店闭店率分别为 1.5% 及 3.7%，闭店率水平较低，侧面反映出两家的加盟商留存率较高。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的加盟店数量占比分别为 99.35/99.9%。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的店效分别为 336 万元及 375 万元。我们认为，行业目前正处于市场份额向头部集中的阶段，各家都在积极抢夺市场份额，待竞争格局稳定，规模化效应叠加运营效率提升，单店营业收入有望进一步提升。

图67 万辰集团及鸣鸣很忙门店关闭数量（家）



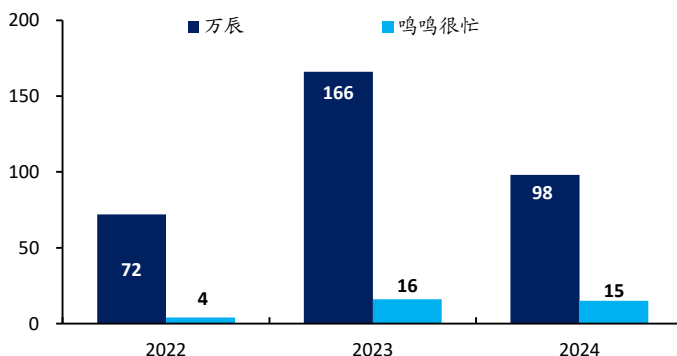
资料来源：万辰集团港股招股说明书，鸣鸣很忙招股说明书，HTI
注：闭店率=当期关闭店铺数量*2/（期初店铺数量+期末店铺数量）

图68 万辰集团及鸣鸣很忙店效（百万元/家）



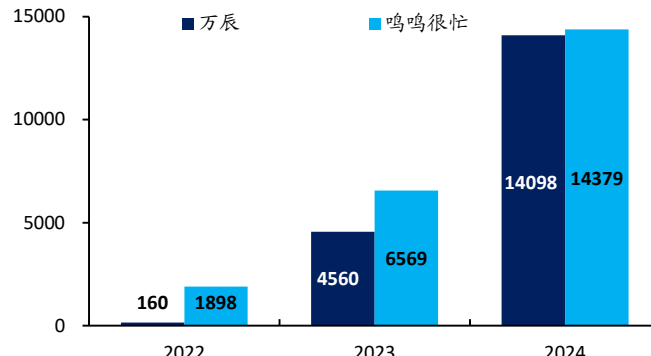
资料来源：万辰集团 2023 及 2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图69 万辰集团及鸣鸣很忙：自营门店数量（家）



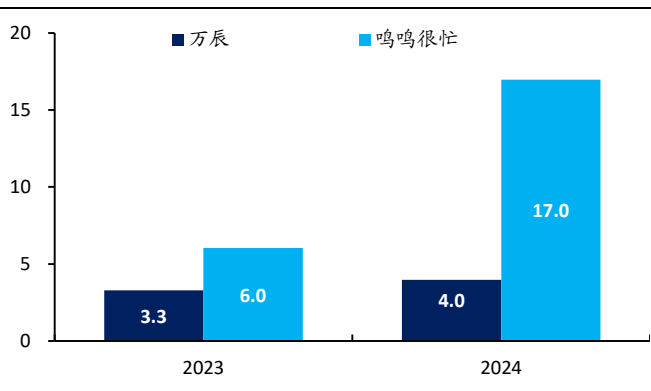
资料来源：万辰集团港股招股说明书，HTI

图70 万辰集团及鸣鸣很忙：加盟门店数量（家）



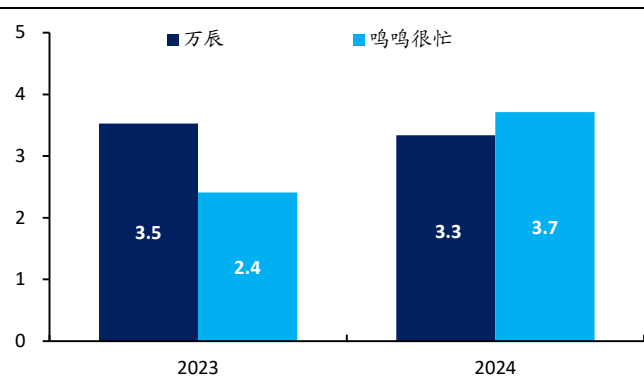
资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图71 万辰集团及鸣鸣很忙：自营门店店效（百万元/家）



资料来源：万辰集团港股招股说明书，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图72 万辰集团及鸣鸣很忙：加盟门店店效（百万元/家）



资料来源：万辰集团港股招股说明书，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

加盟模式有效提升零售网络的广度、深度及密度，各家通过多种优惠政策吸引加盟商加入其门店网络。量贩零食行业赛道空间大，竞争格局较分散，当前是各大量贩零食品牌布局的关键阶段。加盟模式可以帮助品牌实现从 1 到 N 快速复制开店，推动门店网络在全国各地迅速扩张，抢占市场份额，提升零售网络的广度、深度及密度。以 150 平方米的店铺为例，好想来、零食很忙和赵一鸣零食的加盟费用合计约为 60 万元（不包含店铺转让费和租金），但三者也通过多种加盟优惠政策吸引加盟商加入其门店网络，如“5 个 0”及开店补贴政策。万辰和鸣鸣很忙通过全方位加盟商赋能，使其在规模扩张的同时提升运营效率。

表 7 各品牌加盟费用明细（以 150 平方米的店铺为例）

	好想来	零食很忙	赵一鸣零食
加盟费	3.8 万元	5 万元	3.8 万元
保证金	2 万元	3 万元	2 万元
店铺装修费用	13-16 万元	约 13 万元	8-12 万元
道具设备费用	13-16 万元	约 16 万元	7-10 万元
首次进货费用	18-25 万元	23 万元左右	18-25 万元
管理费			800 元/月
其他费用	约 4 万元		
合计	约 60 万元	约 60 万元	55-60 万元

资料来源：好想来加盟微信公众号，零食很忙招商手册，赵一鸣零食加盟微信公众号，HTI
注：以上加盟费用不包含店铺转让费和租金

图73 好想来加盟优惠政策



资料来源：好想来品牌加盟微信官方公众号，HTI

图74 零食很忙加盟优惠政策



资料来源：零食很忙加盟微信官方公众号，HTI

万辰和鸣鸣很忙通过融资的方式，扩充资金规模，扩张运营店铺，加强品牌建设，不断增强行业综合竞争力。2023 年，万辰通过定增的方式，募得资金净额 1.94 亿元，用于投资品牌营销网络建设项目和运营服务支持建设项目，是公司加大对量贩零食板块布局的重要举措。鸣鸣很忙通过多轮融资，获得知名 PE 及品牌零食公司的支持，融资金额约 22.18 亿元。

表 8 万辰集团：定增项目投资明细（百万元）

	项目名称		预计投资总额	调整后投资总额	实际累计投入金额	投资进度
品牌营销网络建设	总部中心购置费用		30			
	门店建设投资费用	门店场地租赁费用	93.56			
		门店场地装修费用	38.56			
		铺货费用	35			
	基本预备费 2%		20			
	合计		126.03	117.16	65.99	56.32%
运营服务支持建设	仓储基地建设费用	场地租赁费用	25			
		场地装修费用	7.5			
		设备投资费用	5.42			
	运营支持人员费用		8.52			
	推广费用		30			
	基本预备费 2%		1.53			
	合计		77.97	76.44	76.51	110.09%

资料来源：好想来加盟微信公众号，零食很忙招商手册，赵一鸣零食加盟微信公众号，HTI

表 9 鸣鸣很忙：融资历程

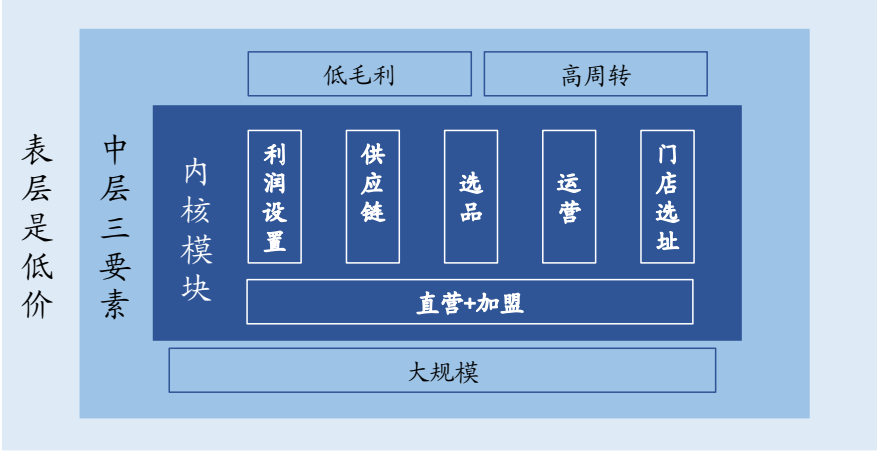
融资轮次	投资者	融资时间	融资金额
A 轮	红杉瀚辰	2021 年 4 月	1 亿元
	Gaorong LKZN	2021 年 4 月	1 亿元
	Discounter Seed HK	2021 年 4 月	0.3 亿元
	长沙食在忙	2021 年 4 月	0.1 亿元
A+轮	Gaorong LKZN	2022 年 10 月	0.5 亿元
	Discounter Seed HK	2022 年 10 月	0.2 亿元
	红杉雅恒	2022 年 10 月	1.5 亿元
A++轮	Discounter Seed HK	2023 年 1 月	0.2 亿元
	5Y	2023 年 1 月	1.25 亿元
A+++轮	BA HM	2023 年 11 月	0.18 亿元
	上海翼嗨	2023 年 11 月	0.52 亿元
	厦门黑蚁	2023 年 11 月	0.53 亿元
	厦门黑逸	2023 年 11 月	0.4 亿元
B 轮	好想你健康食品	2023 年 12 月	2 亿元
	好想你悠然	2023 年 12 月	2 亿元
	简单巧厨	2023 年 12 月	3 亿元
	Discounter Seed HK	2024 年 3 月	0.14 亿元
	厦门黑蚁	2024 年 3 月	0.43 亿元
B+轮	湖南晓芒	2024 年 12 月	3.6 亿元
	BA HM	2025 年 4 月	0.11 亿元
	上海翼嗨	2025 年 4 月	0.11 亿元
	HongShan Growth	2025 年 4 月	3.11 亿元
合计		22.18 亿元	

资料来源：鸣鸣很忙招股说明书

3.3 运营逻辑：大规模+低毛利+高周转

大规模、低毛利及高周转共同支撑量贩零食的低价策略。量贩零食之所以可以迅速崛起，表面原因是低价，其针对价格敏感度高的低线用户，主打“物美价廉”策略。深层逻辑则是量贩零食拥有大规模、低毛利及高周转这三个特征，三者共同支撑量贩零食的低价策略，而利润设置、供应链、选品、运营及门店选择又决定了公司的收入规模、毛利水平及周转效率。

图75 量贩零食运营模式逻辑

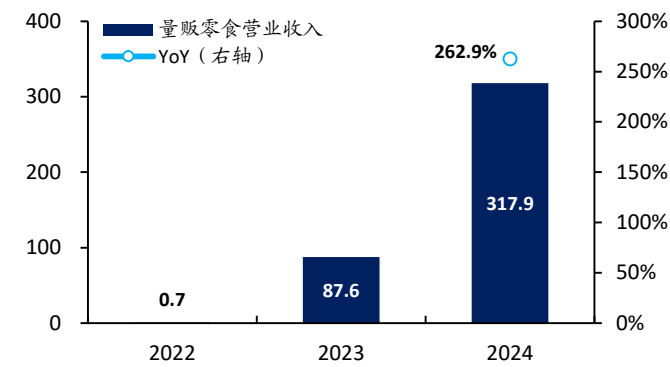


资料来源：中国零食硬折扣白皮书，HTI

3.3.1 大规模：营收突破 300 亿元，订单总数超 10 亿份

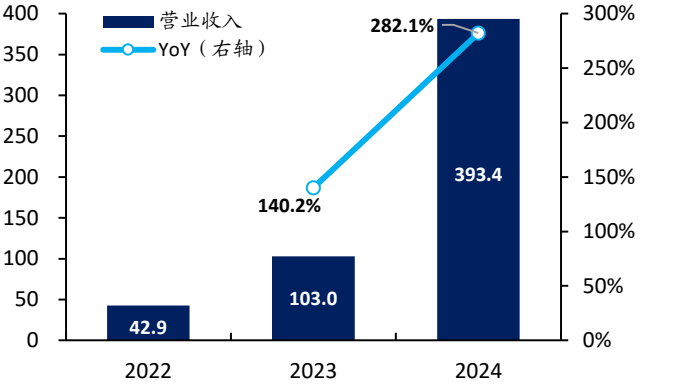
大规模表现为：1）收入超百亿元。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的营业收入均突破 300 亿元大关，万辰/鸣鸣很忙营业收入分别为 317.9/393.4 亿元，同比增长 262.9%/282.1%，后者较前者的营收高出约 75 亿元。两家公司的 GMV 分别为 426.0/555.3 亿元，同比分别增长 282.0%/262.4%。2）订单数量超 10 亿份。2024 年，万辰/鸣鸣很忙订单总数分别为 12.0/16.2 亿份，同比增长 291.5%/281.1%，两家门店订单位价分别为 26.5/24.2 元，同比分别下滑 7.3%/0.1%。

图76 万辰集团：量贩零食营业收入（亿元）



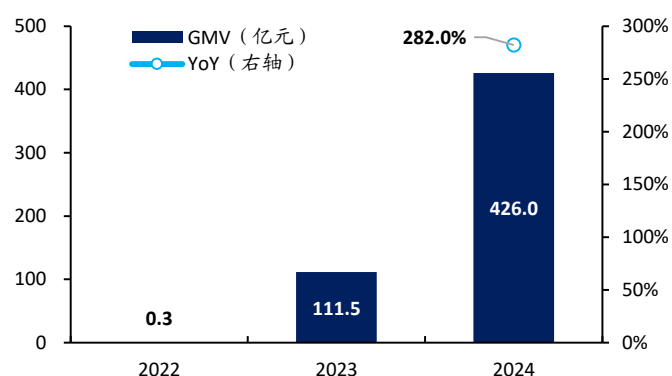
资料来源：万辰集团 2022-2024 年财报， HTI

图77 鸣鸣很忙：营业收入（亿元）



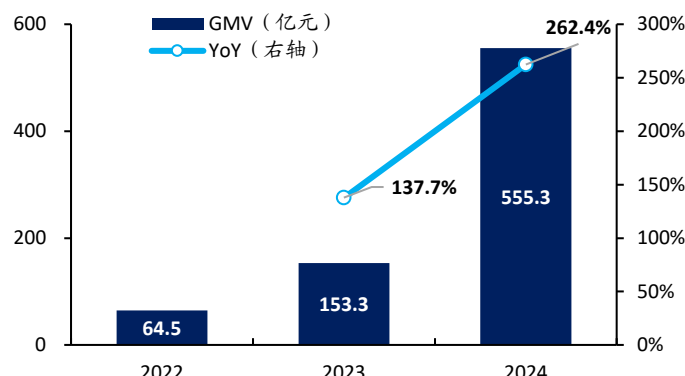
资料来源：鸣鸣很忙招股说明书， HTI

图78 万辰集团: GMV (亿元)



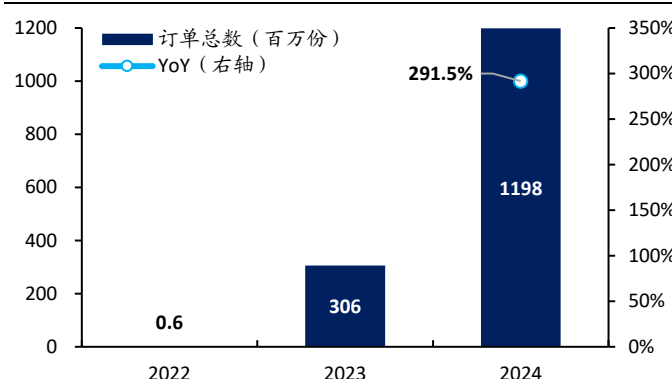
资料来源: 万辰集团港股招股说明书, HTI

图79 鸣鸣很忙: GMV (亿元)



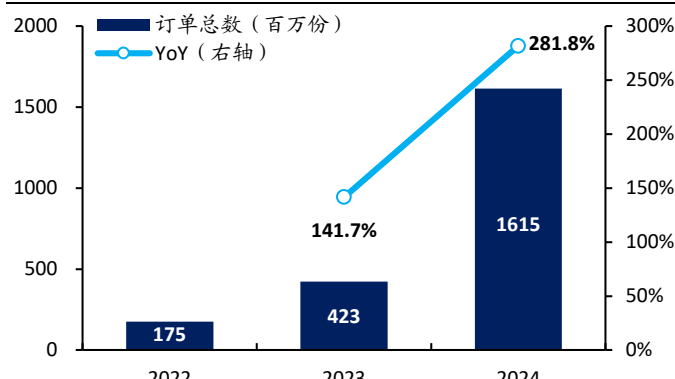
资料来源: 鸣鸣很忙招股说明书, HTI

图80 万辰集团: 订单总数及增速 (百万份)



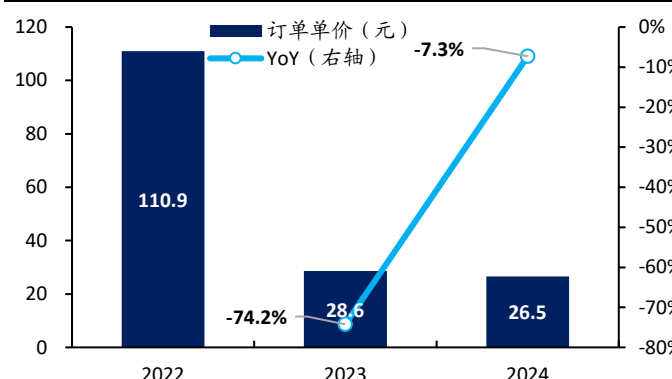
资料来源: 万辰集团港股招股说明书, HTI

图81 鸣鸣很忙: 订单总数及增速 (百万份)



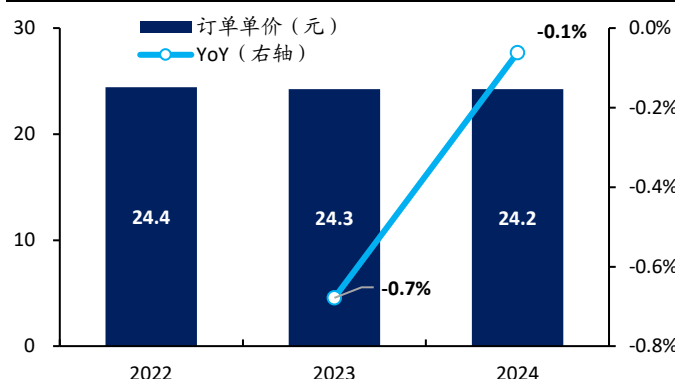
资料来源: 鸣鸣很忙招股说明书, HTI

图82 万辰集团: 订单单价 (元)



资料来源: 万辰集团港股招股说明书, HTI

图83 鸣鸣很忙: 订单单价 (元)

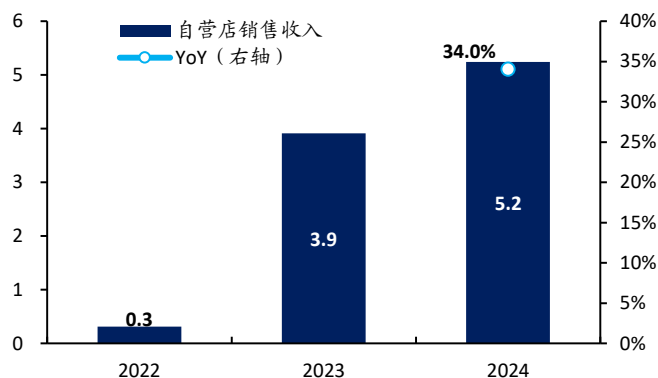


资料来源: 鸣鸣很忙招股说明书, HTI

万辰和鸣鸣很忙自营门店销售收入占比低，向加盟商销售收入占比超 95%。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的自营门店销售收入分别为 5.2 亿元及 2.6 亿元，占比分别为 1.65%和 0.67%，这与双方的自营门店数量有关（2024 年，万辰的自营门店数量为 98 家，鸣鸣很忙的自营门店数量为 15 家）。

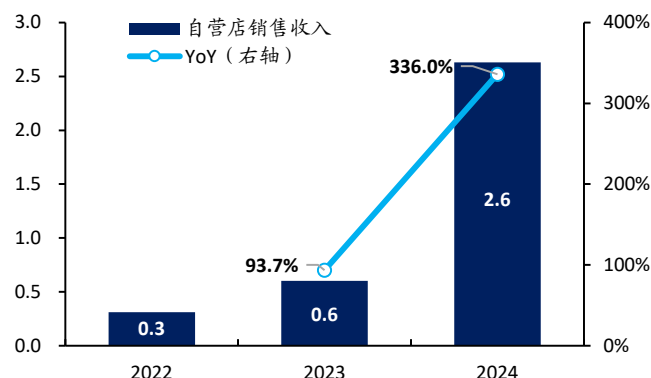
万辰和鸣鸣很忙向加盟商销售收入分别为 311.5 亿元及 388.9 亿元，同比分别增长 274.4%和 281.2%，占比分别达 97.99%及 98.84%，增速之高也显示出两家公司的加盟商数量增长迅速，为两家公司贡献较高的收入。

图84 万辰集团：自营店销售收入及增速（亿元）



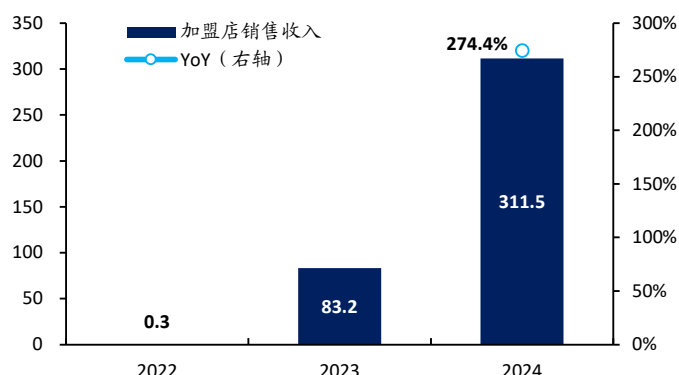
资料来源：万辰集团港股招股说明书，HTI

图85 鸣鸣很忙：自营店销售收入及增速（亿元）



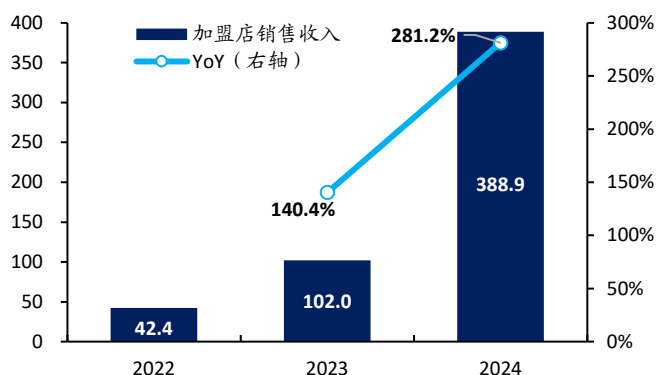
资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图86 万辰集团：加盟店销售收入及增速（亿元）



资料来源：万辰集团港股招股说明书，HTI

图87 鸣鸣很忙：加盟店销售收入及增速（亿元）

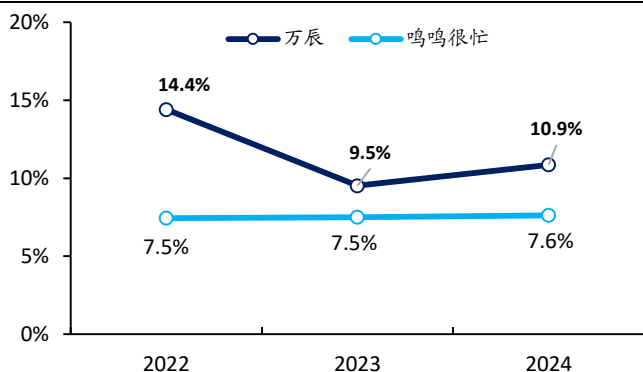


资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

3.3.2 低毛利：万辰毛利率约 10%，鸣鸣很忙毛利率约 7.5%

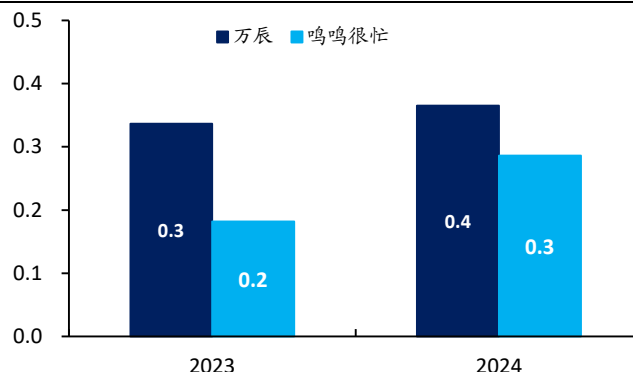
量贩零食平均价格比线下超市渠道的同类产品便宜约 25%，因此其毛利率水平也较低，万辰毛利率约 10%，鸣鸣很忙毛利率约 7.5%。根据弗若斯特沙利文报告，基于重构的供应链和显著的规模效应，量贩零食的产品在充分保障质量的前提下，平均价格比线下超市渠道的同类产品便宜约 25%。传导至毛利率端，万辰和鸣鸣很忙的毛利率低于零食品牌商同期毛利率（2024 年，良品铺子、盐津铺子和来伊份的毛利率分别为 26.1%、30.7%及 40.7%）。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的毛利率分别为 10.9%和 7.6%，前者高出后者约 3.3 个百分点。我们认为，规模效应叠加各供应链效率的提升，二者的毛利率表现有望持续向好。

图88 万辰与鸣鸣很忙毛利率对比



资料来源：万辰集团 2022-2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

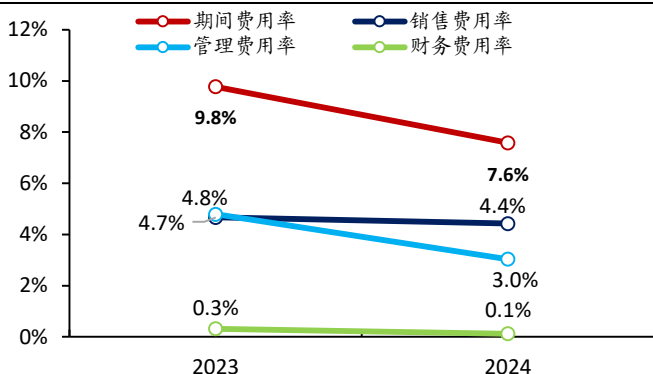
图89 万辰与鸣鸣很忙单店毛利对比（百万元）



资料来源：万辰集团 2022-2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI
注：单店毛利=当年毛利/平均店铺数

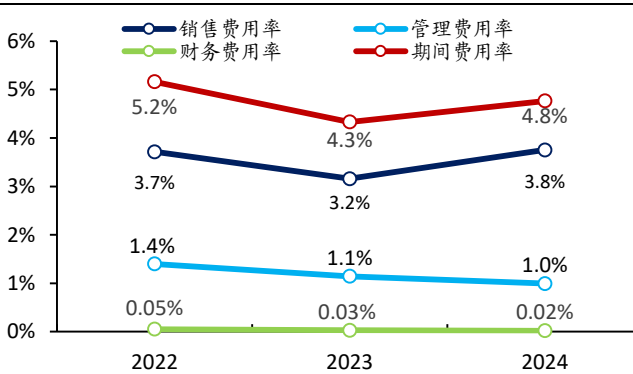
万辰的费效比有效提升，2024 年期间费用率下滑约 2.2 个百分点。万辰的整体费用率高于鸣鸣很忙，我们认为主要是由于：1）万辰的食用菌业务；2）万辰将仓储物流费用计在管理费用中，而鸣鸣很忙将仓储物流费用计在营运成本中。2024 年，万辰期间费用率下滑约 2.2 个百分点，受益于公司仓储利用率和周转效率持续提升、物流费率不断优化，拓展和运营的人效得以提升，量贩零食业务的费效比有效提升。

图90 万辰集团：期间费用率



资料来源：万辰集团 2023-2024 年财报，HTI

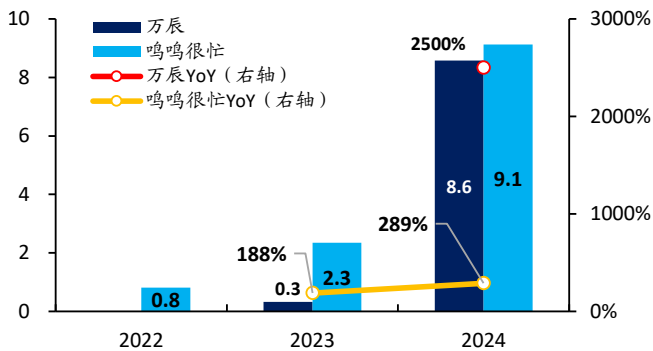
图91 鸣鸣很忙：期间费用率



资料来源：鸣鸣很忙招股说明书，HTI

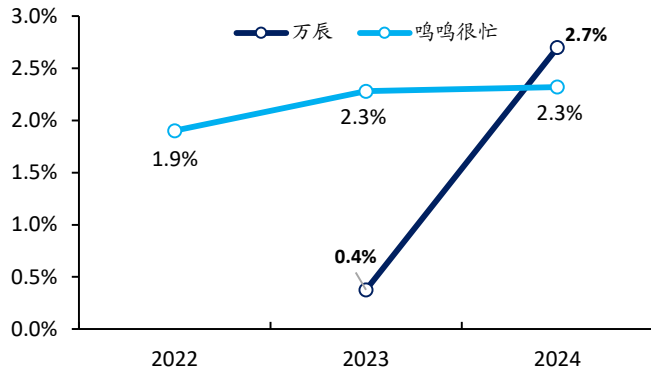
2024 年，万辰和鸣鸣很忙的净利润大幅增长，万辰的净利率高于鸣鸣很忙 0.4 个百分点。2023 年，万辰的量贩零食业务尚处于发展初期，销售规模尚未显现，利润水平较低，剔除计提的股份支付费用后实现净利润 0.33 亿元，对应净利率为 0.4%。同期，鸣鸣很忙的经调整净利润达 2.3 亿元，对应净利率为 2.3%，高出万辰 1.9 个百分点。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的净利润均有明显增长，分别为 8.6 亿元及 9.1 亿元，对应净利率分别为 2.7%及 2.3%，前者高出后者 0.4 个百分点。我们认为，两家公司的净利率已趋于稳定，或随着门店广度及密度的提升，净利率稳中有升。

图92 万辰与鸣鸣很忙量贩零食净利润对比（亿元）



资料来源：万辰集团 2022-2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图93 万辰与鸣鸣很忙净利率对比

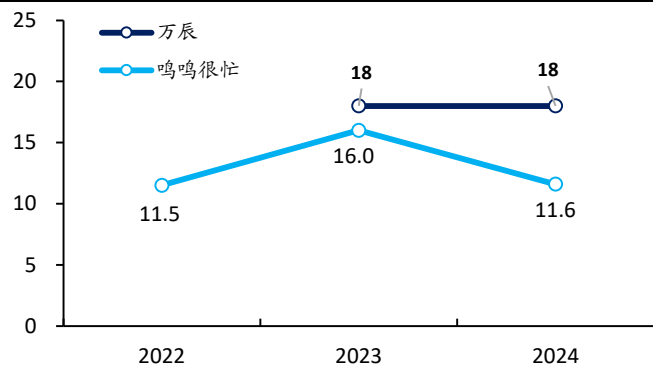


资料来源：万辰集团 2022-2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

3.3.3 高周转：万辰和鸣鸣很忙存货周转天数低于 20 天

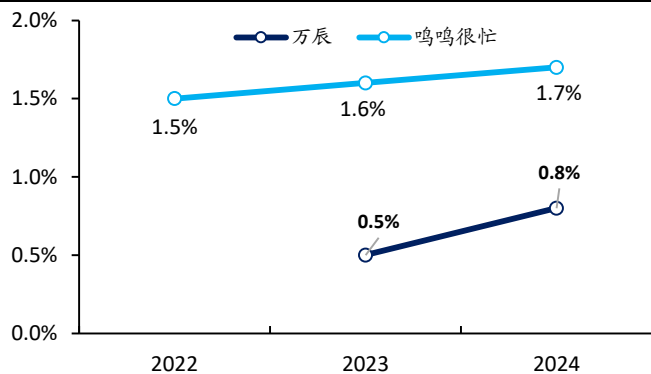
万辰和鸣鸣很忙的存货周转天数显著低于零食品牌商平均水平。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的存货周转天数分别为 18 天和 11.6 天，周转效率显著优于零食品牌商水平（2024 年，良品铺子、盐津铺子和来伊份的存货周转天数分别为 45.0 天、66.5 天及 61.4 天）。我们认为，万辰的存货周转天数高于鸣鸣很忙，或与万辰的食用菌业务相关，在万辰进军量贩零食赛道前，其平均存货周转天数约为 50 天。2024 年，万辰的仓储物流费用率为 0.8%，较鸣鸣很忙低 0.9 个百分点。

图94 万辰集团与鸣鸣很忙存货周转天数对比



资料来源：万辰集团 2023-2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

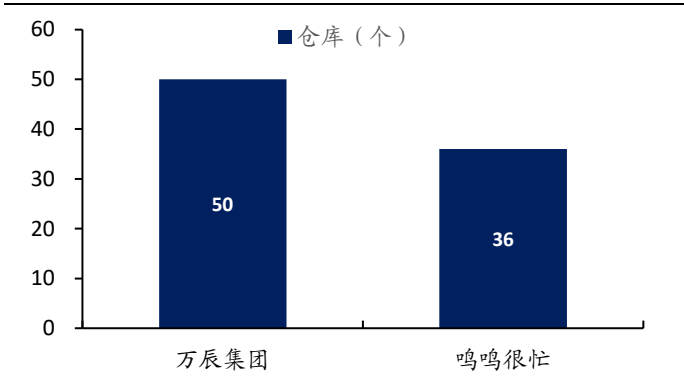
图95 万辰集团与鸣鸣很忙仓储物流费用率对比



资料来源：万辰集团 2023-2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

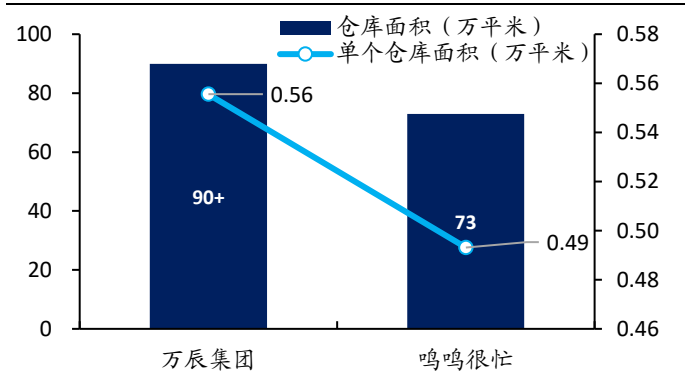
万辰实现“T+1”配送原则，鸣鸣很忙在门店下单后 24 小时内配送。量贩零食业务的可持续发展离不开仓储体系的支持。作为量贩零食产业供应链的中间环节，在供应链中起着承上启下的作用，制约着供应链的响应速度。量贩零食行业正处于快速扩张期，消费需求及运营门店数量不断提升，也对其仓储的覆盖面、质量、效率等提出更高的要求。量贩零食业务具有一定的区域性特征，万辰结合不同区域发展情况设置仓库辐射服务周边门店，采购人员结合所负责仓库存货情况及周边门店动销情况开展集中采购，再根据销售需求统一管理、统一安排物流配送至门店。万辰为确保供货的及时性和效率，公司已在全国设立了 50 个仓储中心，同时拥有超 90 万平现代化物流仓和数字化供应链系统，确保快速满足各门店的供货需求，实现“T+1”配送原则。鸣鸣很忙战略性地建立了全国性仓储网络，基于门店网络布局了 36 个仓库，其中，通常门店周边 300 公里范围内，均设有配套仓库，在门店下单后 24 小时内配送。

图96 万辰及鸣鸣很忙仓库数量（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：万辰集团 2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图97 万辰及鸣鸣很忙仓库面积（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：万辰集团 2024 年财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

打造覆盖选品采购、仓储物流、门店管理等全流程的数字化能力，为加盟商赋能。
万辰和鸣鸣很忙通过技术革新实现数字化改造，提高门店效率，创新了生产要素配置，重塑和缩减整个交易链条，是从门店到供应链的整体效率的提升。两家公司均实现从选品、订货、仓储物流、收银、加盟商及门店管理的全流程数字化能力。通过一系列的数字化系统，可以全方位的为加盟商赋能，使其能够实时观测门店运营数据，也可使公司针对门店运营情况提供定制化的提升方案。

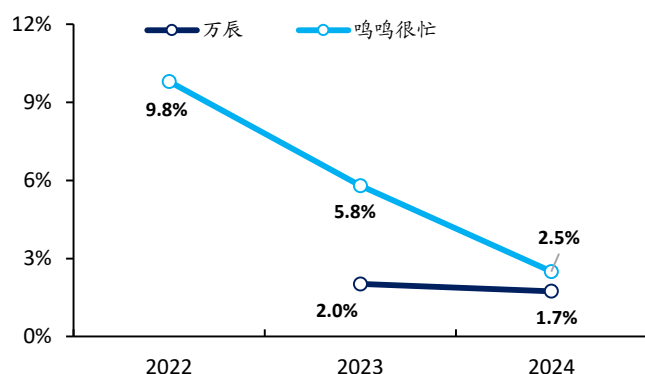
表 10 万辰与鸣鸣很忙数字化系统对比

万辰		鸣鸣很忙	
BMS 订货系统	一站式解决总部与加盟商的所有业务单	SRM 系统及订单管理系统	SRM 系统管理供货商概况、协议和采购数据，利用订单管理体系对订单进行数字化管理，其与主要供货商的数据系统连接，实现从订单下达至付款结算的自动化采购
ERP 管理系统	助力多店运营，不在店也可轻松了解门店实时数据		
SCM 供应链系统	打通门店动效数据，精准预测，保障供应	智能零售中台系统	分析门店层级的销售记录及趋势、利用基于历史销售数据的算法预测消费者需求，并为门店补充库存提供建议。这种方式有助门店维持最佳库存水平
WMS 仓储系统	保证商品新鲜度及配送时效性	WMS 系统	有效跟踪库存水平、位置及变动，确保准确的库存管理，同时管理整个订单履行流程（从捡货、包装到运输），保证及时交付
商品 AI 识别	精准识别商品，收银高效便捷	智能收银系统	采用图像识别技术准确识别 SKU，仅需简单操作，系统便会自动对产品进行分类并称重
智能巡店系统	远程掌控，视频追溯，智能分析	智能化远程巡店管理工具	利用视频流分析及定制算法模型实现门店检查过程的自动化及标准化
		TMS 系统	通过车辆管理及运输可视化等功能提升从仓库到门店的物流控制

资料来源：好想来加盟微信公众号，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

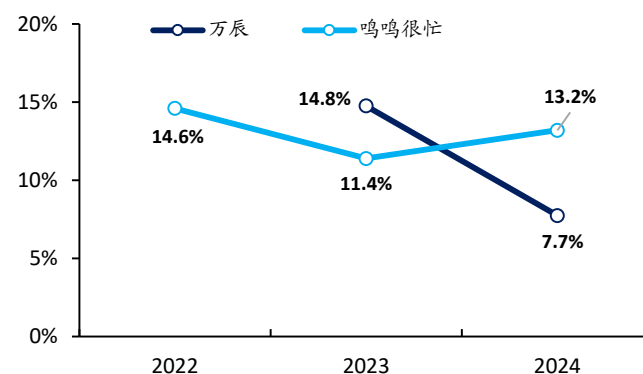
万辰和鸣鸣很忙对前五大客户及供应商的依赖度较低。量贩零食的客户主要是加盟商，2022-2024 年，鸣鸣很忙来自前 5 大客户的销售额占比逐年递减，从 9.8%降至 2.5%，而万辰 2024 年的前 5 大客户的销售额占比为 1.7%。万辰和鸣鸣很忙的供应商集中度也较低，二者前 5 大供应商采购额占比均低于 15%。2024 年，江苏含羞草农业有限公司为万辰的第四大供应商，也是万辰的股东，2024 年向其采购商品的金额占年度采购总额 1.44%。

图98 万辰及鸣鸣很忙前5大客户销售额占比



资料来源：万辰集团财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图99 万辰及鸣鸣很忙前5大供应商采购额占比

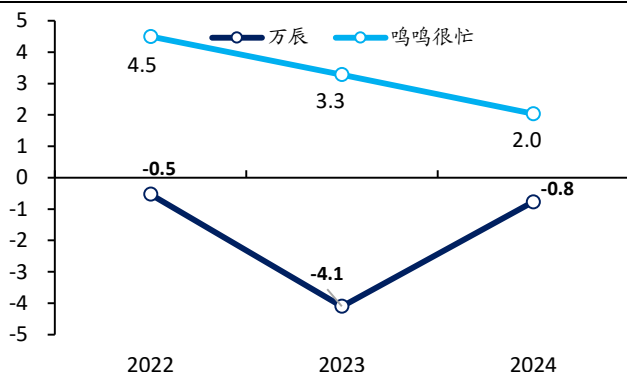


资料来源：万辰集团财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

3.4 万辰现金流质量较优，资产负债率高达 80%

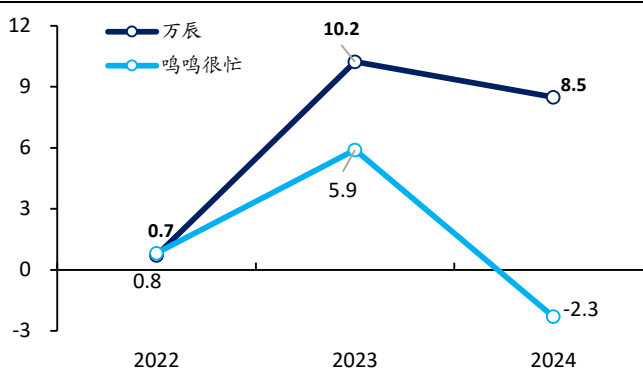
万辰现金流质量优于鸣鸣很忙。量贩零食行业的特点，决定了公司需要支付大量预付款、储备大量存货，对现金的需求进一步增加。2022-2024 年，鸣鸣很忙的现金周转天数从 4.5 天降至 2.0 天，而万辰的现金周转天数为负，显示出其高效的资金使用及管理。2024 年，万辰的经营性现金流约为净利润的 2.9 倍。同年，鸣鸣很忙的经营性现金流转为负，主要由于随着经营范围扩大，为确保供应稳定，公司于年末向供货商支付的预付款增加及存货增加 10.42 亿元。

图100 万辰及鸣鸣很忙现金周转天数



资料来源：万辰集团财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

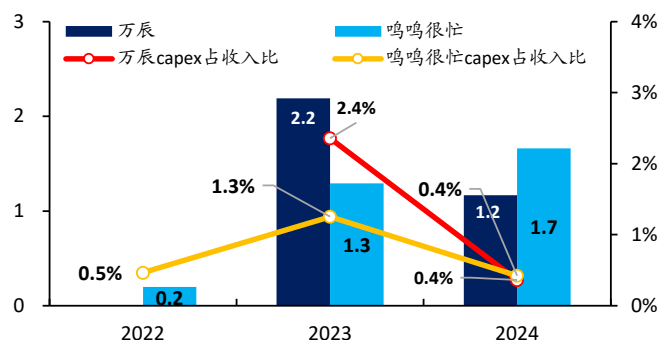
图101 万辰及鸣鸣很忙经营性现金流 (亿元)



资料来源：万辰集团财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

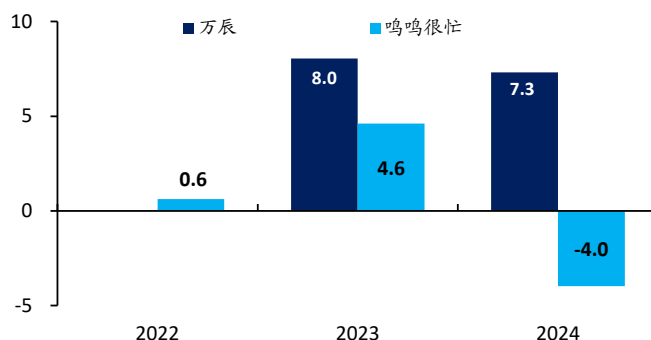
2024 年，万辰和鸣鸣很忙的 CapEx 分别为 1.2 亿元及 1.7 亿元，万辰的自由现金流较为稳定。两家公司的 CapEx 主要包括房屋建筑物、机器设备、办公设备、运输设备及土地使用权等。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的 CapEx 分别为 1.2 亿元及 1.7 亿元，占营业收入的比例均为 0.4%。万辰计划通过好想来投入 3 亿元的品牌建设费，品牌投入越大，养店周期越短。万辰的自由现金流较为稳定，而鸣鸣很忙的自由现金流与 2024 年转负，这主要是由于公司的营运资金变动较大（预付款及存货增加）。

图102 万辰及鸣鸣很忙 Capex (亿元)



资料来源：万辰集团财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

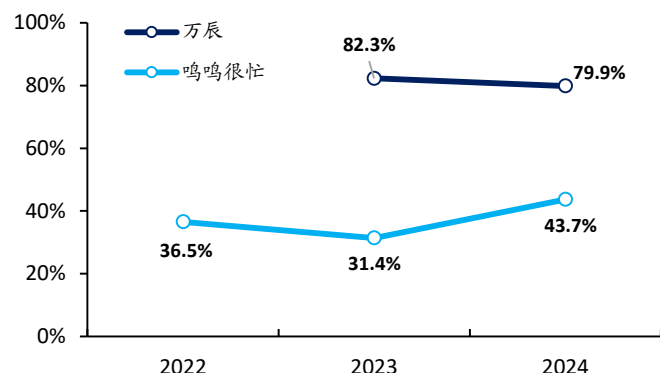
图103 万辰及鸣鸣很忙 FCF (亿元)



资料来源：万辰集团财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

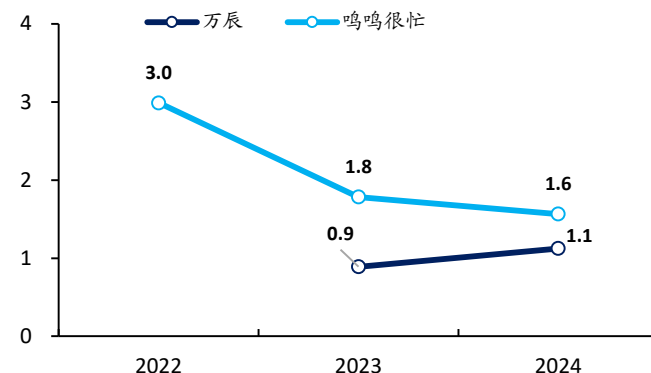
万辰的资产负债率约为 80%，其流动比率低于鸣鸣很忙。2023-2024 年，万辰的资产负债率高达 80%，而鸣鸣很忙的资产负债率不足 50%。万辰的资产负债率高增，主要由于其应付账款增长较快。2024 年，万辰和鸣鸣很忙的流动比率分别为 1.6 和 1.1，前者的短期偿债能力及变现能力弱于后者。

图104 万辰及鸣鸣很忙资产负债率



资料来源：万辰集团财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

图105 万辰及鸣鸣很忙流动比率



资料来源：万辰集团财报，鸣鸣很忙招股说明书，HTI

4. 盈利预测与估值

4.1 核心假设

1. 食用菌业务假设:

(1) **销售量**: 通过良好的产品质量和稳定的供货，公司产品在市场上树立了良好的口碑。我们预计，2025-2027 年公司食用菌销售量分别为 13.6/14.0/14.4 万吨，对应的同比增速分别为 5%、3%、3%。

(2) **销售单价**: 考虑到受食用菌市场行情变动、供需关系变化等市场因素影响，我们预计，2025-2027 年，公司的食用菌销售单价小幅下滑。

2. **量贩零食业务假设**: 公司的量贩零食业务仍处于快速发展期，公司也在积极推进全国化门店拓展计划，门店数量有望持续保持增长。我们预计，2025-2027 年，公司的门店数量分别为 17396/20046/22346 家。

4.2 盈利预测

根据上述业务假设，我们预计公司 2025-2027 年量贩业务收入分别为 501.8 亿元、595.0 亿元、676.5 亿元，对应的同比增速分别为 57.8%、18.6%、13.7%。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 507.3 亿元、600.7 亿元、682.4 亿元，归母净利润分别为 10.69 亿元、14.78 亿元、18.70 亿元。

表 11 公司营业收入分项预测表（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
食用菌业务	534.71	538.62	554.24	570.87	588.00
增速（%）	10.78%	0.73%	2.90%	3.00%	3.00%
量贩零食业务	8759.02	31790.21	50,175.61	59,495.80	67,648.56
增速（%）	13057.81%	262.94%	57.83%	18.58%	13.70%
其他收入	-	-	-	-	-
增速（%）	-	-	-	-	-
营业收入总计	9,293.74	32,328.83	50,729.85	60,066.67	68,236.56
增速（%）	1592.03%	247.86%	56.92%	18.40%	13.60%
营业成本总计	8,429.63	28,850.62	45,075.51	53,304.93	60,419.17
增速（%）	1726.44%	242.25%	56.24%	18.26%	13.35%
毛利率（%）	9.30%	10.76%	11.15%	11.26%	11.46%

资料来源：公司 2020 年及 2021 年财报，HTI

4.3 估值

公司量贩零食业务通过构建“厂商直采-集中议价-精简流通环节-实现利润最大化”的价值链，有望进入“收入规模增长-成本费用率维稳-利润率稳中有升-现金流质量高”的正向循环。此外，公司通过技术革新实现数字化改造，提高门店运营效率，创新生产要素配置，重塑和缩减整个交易链条，盈利能力或将拾级而上。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 5.79/7.83/9.90 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2026E 28x PE，对应合理目标价为 219.16 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 12 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
601933	永辉超市	-0.16	-0.06	0.07	n.a	n.a	68.5
603708	家家悦	0.21	0.29	0.35	50.5	35.9	29.5
002847	盐津铺子	2.35	2.97	3.68	30.1	23.8	19.1
300783	三只松鼠	1.02	0.79	1.23	23.7	30.4	19.5
002557	洽洽食品	1.68	1.06	1.50	n.a	20.0	14.1
均值		1.68	1.61	2.14	34.8	27.5	30.1

注：收盘价为 2025 年 10 月 20 日价格，EPS 为 Wind 一致预期
资料来源：Wind，HTI

5. 风险提示

宏观经济增长低于预期，量贩市场需求大幅下滑，行业竞争激烈，门店开拓不及预期，产品销售不及预期等。

财务报表分析和预测

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,329	50,730	60,067	68,237	每股摊薄收益	1.6	5.8	7.8	9.9
营业成本	(28,851)	(45,076)	(53,305)	(60,419)	每股净资产	6.1	11.9	20.2	30.5
毛利润	3,478	5,654	6,762	7,817	每股经营现金流	4.7	15.8	16.4	21.0
销售费用	(1,431)	(1,573)	(1,772)	(1,979)	毛利率%	10.8%	11.1%	11.3%	11.5%
管理费用	(981)	(1,420)	(1,652)	(1,842)	EBITDA率%	3.6%	5.5%	5.9%	6.1%
财务费用	(39)	(39)	(39)	(39)	营业利润率%	3.4%	5.1%	5.4%	5.7%
投资收益	0	-	-	-	归母净利率%	0.9%	2.1%	2.5%	2.7%
EBITDA	1,148	2,784	3,528	4,157	ROE	33.7%	63.7%	48.7%	39.1%
营业利润	1,083	2,601	3,263	3,914	营业收入yoy%	247.9%	56.9%	18.4%	13.6%
					EBIT yoy%	n. a	140.1%	25.4%	20.0%
营业外收支	(9)	-	-	-	资产负债率	79.9%	64.0%	51.1%	43.5%
利润总额	1,032	2,558	3,225	3,881	流动比率	1.1	1.5	1.9	2.3
所得税费用	(429)	(640)	(806)	(970)	存货周转天数	18	18	18	17
净利润	603	1,919	2,418	2,910	应收周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
少数股东权益	310	850	940	1,040	应付账款周转天数	19	20	19	19
归属主要股东净利润	294	1,069	1,478	1,870					
现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	603	1,919	2,418	2,910	货币资金	2,381	4,581	6,659	10,036
固定资产折旧	102	112	123	136	应收账款	18	53	32	64
无形资产摊销	3	4	4	4	存货	2,141	2,305	2,807	2,821
使用权资产折旧	160	127	114	121	流动资产总额	5,771	8,121	10,635	14,172
营运资金变动	(337)	765	372	743	固定资产	794	884	994	1,127
其他	219	-	-	-	使用权资产	476	413	368	325
经营活动现金流净额	848	2,982	3,099	3,968	无形资产	60	64	68	73
资本支出	(117)	(274)	(312)	(354)	递延所得税资产	95	85	90	87
资产处置	20	19	20	19	其他非流动资产	17	17	17	17
投资	-	-	-	-	非流动资产总额	1,483	1,507	1,579	1,672
投资活动现金流净额	(96)	(255)	(292)	(335)	资产总额	7,253	9,628	12,214	15,844
股权融资	299	325	13	425	应付账款	2,094	2,846	2,704	3,586
债权融资	1,106	-	-	-	短期借款	956	856	756	656
股利分配与偿付利息	54	35	45	40	其他	33	36	40	44
其他	478	526	579	521	流动负债总额	5,128	5,472	5,533	6,199
融资活动现金流净额	303	(355)	(730)	(256)	长期借款	237	217	197	177
现金流净增加	1,056	2,372	2,077	3,377	租赁负债	299	329	362	340
期初现金流	1,154	2,209	4,581	6,659	非流动负债总额	664	687	714	687
期末现金流	2,209	4,581	6,659	10,036	负债总额	5,792	6,159	6,246	6,886
FCF	732	2,708	2,788	3,613	所有者权益	1,098	2,256	3,814	5,765
					少数股东权益	363	1,213	2,153	3,193
					总负债和所有者权益	7,253	9,628	12,214	15,844

备注：以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2024A），HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights: The realization of Wancheng Group's growth logic may usher in a Davis double play. Against the background of vast industry growth potential, the company actively expands its stores and achieves a nationwide layout through acquisitions and integrations, gaining regional first-mover advantages and leading market share. In addition, by restructuring and streamlining the supply chain, the company improves store operation efficiency, realizes scale effects, and its profitability is expected to rise. We assign the company a 2026E 28x PE, corresponding to a reasonable target price of RMB 219.16, and initiate coverage with an "Outperform" rating.

As the first leading company in the industry, it owns five major bulk snack brands, ranking at the industry's top in terms of scale. Since entering the snack retail sector, the company has established five major snack retail brands, leading the industry in scale and obtaining regional first-mover advantages. The company's product portfolio covers 12 core categories with over 4,000 SKUs. As of 25H2, the company's store network comprises 15,365 locations, a year-on-year increase of 131.5%. In 2024, the number of stores in the East China region reached 8,265, accounting for 58.2%. The company has emerged as the leading bulk snack brand in terms of store numbers in Jiangsu, Anhui, Zhejiang, and other provinces and has accumulated strong franchisee resources in these regions. According to CIC, based on 2024 snack and beverage GMV, Haoxianglai is the largest bulk snack and beverage retail brand in the Yangtze River Delta region, with a market share of 43.0%, roughly double that of the second-largest brand. As of August 31, 2025, the company has over 150 million registered members, with more than 110 million active members. To ensure timely and efficient supply, the company has established 51 ambient temperature warehouses nationwide, covering a total area of 960,000 square meters, and owns 13 cold chain warehouses. The average distance between stores and warehouses is 124 kilometers, with the warehouse network layout coordinated with national store expansion, achieving the "T+1" delivery principle.

'Two Superbrands' Wancheng and Busy Ming are Intensively Competing for Market Leadership. In 2024, the number of stores for Wancheng and Busy Ming experienced explosive growth, increasing year-on-year by 200.4% and 118.6%, reaching 14,196 and 14,394 stores respectively, with average store revenue about RMB3.36 million and RMB 3.75 million per year. Wancheng and Busy Ming continue to penetrate lower-tier markets, with the proportion of stores in third-tier and below cities reaching 59.5% and 68.9%, increasing by 229% and 99%, respectively. In 2024, both companies' bulk snack business revenues exceeded RMB 30 billion, with operating revenues of RMB 31.79 billion and RMB 39.34 billion, up 262.9% and 282.1% year-on-year. Their GMV reached RMB 42.60 billion and RMB 55.53 billion, increasing 282.0% and 262.4% year-on-year, and total orders amounted to 1.2 billion and 1.62 billion, up 291.5% and 281.1%. Revenue from sales to franchisees was 31.15 billion and 38.89 billion yuan, growing 274.4% and 281.2% year-on-year, accounting for 96.96% and 98.84% of total revenue, reflecting rapid growth in the number of franchisees. In 2024, Wancheng and Busy Ming had gross profit margins of 10.8% and 7.6%, with net profits of 860 million and 910 million yuan, corresponding to net profit margins of 2.7% and 2.3%. Their inventory turnover days were 18 and 11.6 days, significantly more efficient than snack brand standards.

Bulk snacks are ushering in a new era of snack retail, currently in an accelerated growth phase with broad growth potential. According to CIC, the GMV of bulk snack channel sales is expected to reach RMB 613.7 billion by 2029, accounting for 11.4% of the market, with a compound annual GMV growth rate of 36.5% from 2024–2029. Second-tier and lower cities are the main battlegrounds for bulk snack and beverage retail. CIC predicts that GMV in these cities will reach RMB 508 billion by 2029, accounting for 82.8% of the market, with a 38% compound annual growth rate from 2024–2029. Under increased capital support, the bulk snack industry has accelerated its expansion since the end of 2022. Currently, the industry is still in the regional market acquisition phase, with East China, Central China, and Southwest China as the main brand clusters where competition is intense, while store density in Northwest and North China still has significant room for improvement."

Earnings forecast and valuation: The company's bulk snack business, by building a value chain of 'direct sourcing from manufacturers - centralized bargaining - streamlined distribution - maximizing profits,' is expected to enter a positive cycle of 'revenue scale growth - stable cost and expense ratios - gradually rising profit margins - high cash flow quality.' We expect the company's operating income for 2025-2027 to be RMB 50.73/60.07/68.24 billion, and net profit attributable to shareholders to be RMB 1.069/1.478/1.870 billion, corresponding to EPS of RMB 5.79/7.83/9.90, respectively. Referring to comparable company valuations, we assign the company 28x 2026E PE, corresponding to a reasonable target price of RMB 219.16, and initiate coverage with an "Outperform" rating.

Risk: Macroeconomic growth is below expectations, significant decline in bulk market demand, intense industry competition, slower-than-expected store expansion, and product sales are below expectations, etc.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The company actively implements the new development concepts of innovation, coordination, green development, openness, and sharing, integrating these concepts into all aspects and processes of business development and corporate governance, and proactively engages in ecological civilization construction, pollution prevention, resource conservation, and ecological protection work.

Social:

The company always prioritizes social benefits, actively fulfills its responsibilities for sustainable development, balances economic benefits with the protection of shareholders' interests, ensures that the rights of creditors and employees are fully safeguarded, deals with suppliers, customers, and consumers with integrity, and is committed to environmental protection and community development activities, thereby promoting coordinated and harmonious development between the company and society, striving to achieve a unity of social and economic benefits.

Governance:

The company ensures the transparency and standardization of its corporate governance structure, improves management efficiency and quality, establishes and improves the corporate governance system, clarifies the division of responsibilities and supervision among shareholders, directors, and senior management, enhances the quality and transparency of information disclosure, strengthens internal control and risk management, and prevents and resolves corporate governance issues.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，骆雅丽，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yali Luo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

002557.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002557.CH is/was a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22

December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect

any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 ("FIEL") 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称"ASIC"）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE")（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
