

# 万辰集团：万店为基，效率制胜

## —— 渠道变革系列深度报告（四）

2025年12月27日

### 核心观点

- 公司介绍：高速成长的零食量贩万店巨头。**公司早年主营金针菇业务，2022年开始转型重点布局零食量贩门店，业绩迎来高速增长期，收入从2022年5.5亿元增长至2024年323亿元（CAGR约667%），2025年前三季度延续高增趋势（同比+77%）；盈利能力亦呈现提升趋势，净利率从2023年-1.6%提升至2024年1.9%，2025年前三季度改善趋势延续（净利率同比+2.7pcts）。截至25H1，公司门店规模已超过1.5万家，成为零食量贩万店巨头，产品主打性价比，以下沉市场加盟门店为主，聚焦华东与北方市场。
- 开店空间：预计公司未来门店天花板约3万家。**1) **行业维度**，伴随2022年以后消费者偏好转向高质价比，零食量贩门店凭借更高的效率模型快速兴起，截至2024年全国门店数量约4万家。展望未来，我们认为开店空间仍然充足，参考国内成熟市场湖南水平（平均每万人拥有0.8家门店），我们测算全国零食量贩门店数量天花板7.4万家。2) **公司维度**，通过目前万辰集团在各省的市场份额、公司战略布局、同业竞争情况预估未来开店空间，预计万辰集团未来阶段性门店数量天花板可达3万家，对应未来开店增量空间仍有1万家。
- 第二增长曲线（一）：探索多元化品类。**1) **海外折扣经验**：日本堂吉诃德，创立初期品类结构兼顾食品与家电等耐用品，2006年之后持续提升食品占比（内部以零食饮料为主，熟食便当、速冻预制品为辅），2006-2024年食品类营收CAGR约17%，占比由19%上升至51%。美国Trader Joe's：商品结构同样以食品饮料为主，通过高周转率的食物酒饮业务支撑高单店坪效，1988-2020年收入CAGR约16%。2) **万辰集团打法**：成立“好想来省钱超市”、“好想来全食优选”门店，增加烘焙、水果、冻品、日化、粮油调味、乳品、饮品等品类，此外在下沉市场部分门店建立“潮玩区”。
- 第二增长曲线（二）：积极培育自有品牌。**1) **海外折扣经验**：日本堂吉诃德，2009年首次推出自有品牌，2021年对自有品牌进行升级，理念改变为“与顾客共同创造”+强调“越来越多的惊喜”，2021-2024年自有品牌营收CAGR约22%，收入占比由13%显著提高至21%。美国Trader Joe's：公司自有品牌占比超过80%，构筑“独特性+高性价比”护城河。2) **万辰集团打法**：好想来推出无糖茶、果茶、天然水等自有品牌产品，来优品推出100%椰子水自有品牌产品，以极致性价比为核心卖点，售价明显低于主流品牌相似产品。
- 投资建议**：预计2025~2027年收入分别同比+54%/+18%/+11%，归母净利润分别同比+309%/+41%/+27%，PE为32/23/18倍。考虑到公司量贩零食业务增长确定性强并积极打造第二增长曲线，未来成长属性突出，结合绝对估值与相对估值，公司市值具备较为充分的上涨空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示**：竞争加剧的风险；第二增长曲线不及预期的风险；食品安全风险。

### 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,329	49,836	58,770	65,179
收入增长率%	247.86	54.15	17.93	10.91
归母净利润(百万元)	294	1,200	1,687	2,148
利润增长率%	453.95	308.96	40.57	27.30
摊薄EPS(元)	1.55	6.35	8.93	11.37
PE	130.25	31.85	22.66	17.80

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 万辰集团（股票代码：300972）

**推荐** 首次评级

### 分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying\_yj@chinastock.com.cn

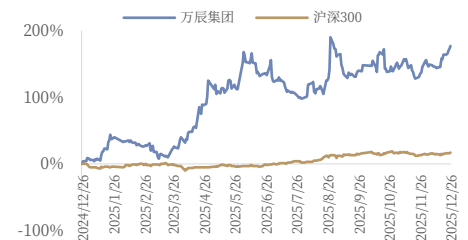
### 市场数据

2025年12月26日

股票代码	300972
A股收盘价(元)	202.40
上证指数	3,963.68
总股本(万股)	18,889
实际流通A股(万股)	16,799
流通A股市值(亿元)	340

### 相对沪深300表现图

2025年12月26日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河食饮】专题报告\_零食量贩店拓展第二增长曲线的路径
- 【银河食饮】行业深度报告：从渠道变革视角寻找上游供应链投资机会

# 目录

## Catalog

<b>一、 公司介绍：高速成长的零食量贩万店巨头</b>	<b>3</b>
(一) 发展历程：从食用菌转型零食量贩，业绩迎来高速增长期	3
(二) 股权结构：家族型企业，股权集中稳定	3
(三) 管理层：与公司长期绑定，行业经验丰富	4
(四) 业绩分析：营收长期高增，盈利能力提升	5
(五) 业务拆分：零食量贩门店收入占比已接近 99%	5
(六) 门店拆分：零食量贩门店迅速扩张，华东地区为公司核心市场	6
<b>二、 开店空间：预计公司未来门店天花板约 3 万家</b>	<b>8</b>
(一) 零食量贩行业现状：规模快速起量，跃升主流赛道	8
(二) 零食量贩行业展望：预计门店空间 7.4 万家，对应增量约 2.4 万家	10
(三) 万辰集团展望：预计未来开店空间约 3 万家，对应增量仍有 1 万余家	11
<b>三、 第二增长曲线：探索多元品类，培育自有品牌</b>	<b>12</b>
(一) 海外经验：日美折扣零售巨头均成功探索第二增长曲线	12
(二) 万辰集团：积极培育自有品牌与探索多元品类	14
<b>四、 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>
(一) 盈利预测	18
(二) 估值模型	19
(三) 投资建议	20
<b>五、 风险提示</b>	<b>21</b>

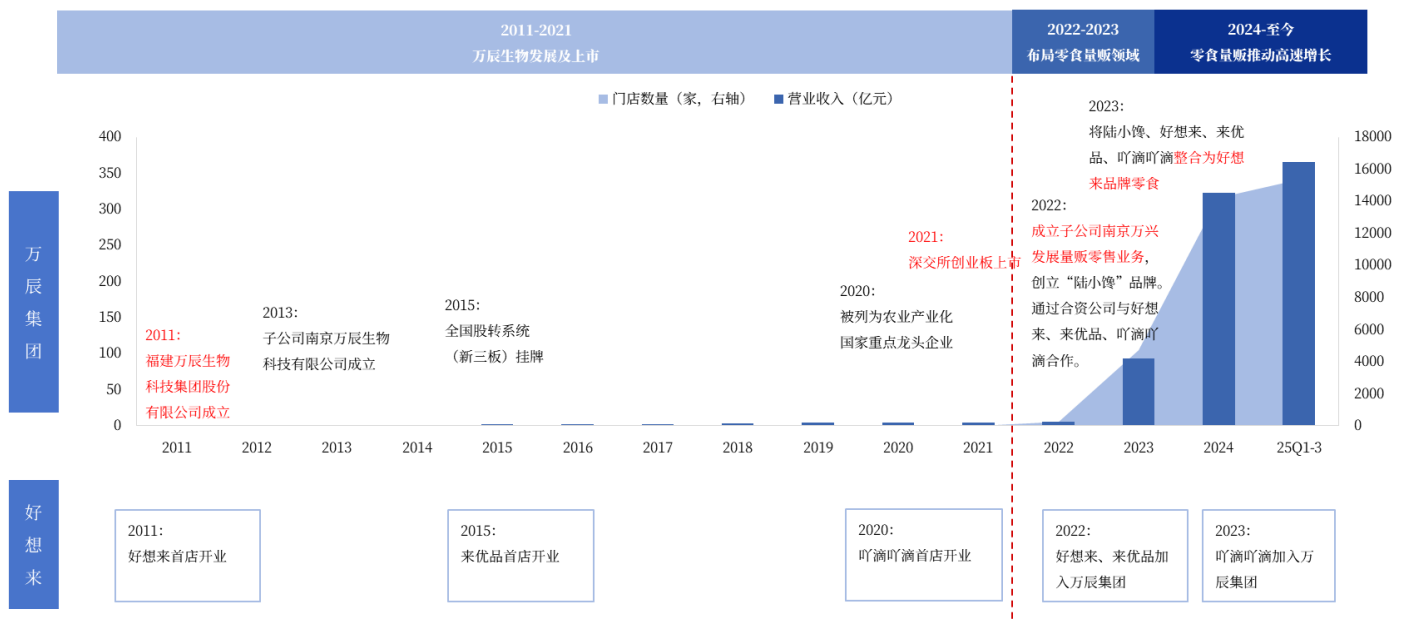
# 一、公司介绍：高速成长的零食量贩万店巨头

## (一) 发展历程：从食用菌转型零食量贩，业绩迎来高速增长期

**1. 早年主要经营食用菌等业务（2011-2021年）：**公司于2011年在福建漳州成立，原名万辰生物科技集团有限公司，主要经营金针菇等食用菌业务，为农业产业化国家重点龙头企业，2021年成功于深交所上市。

**2. 转型零食量贩业务迎来加速增长（2022年至今）：**2022年公司开始布局零食量贩领域，通过成立子公司南京万兴收购品牌“陆小馋”，并与“好想来”、“来优品”、“叮嘀叮嘀”团队通过建立合资公司开展合作。2023年至今，公司零食量贩门店业务迎来加速增长期，将旗下四个品牌整合统一为“好想来品牌零食”，同时收购了“老婆大人”，壮大其零食量贩板块，2023至2024年公司收入从93亿元增至323亿元，同比增长约248%。

图1：万辰集团发展历程



资料来源：万辰集团公司公告，万辰集团官网，好想来官网，中国银河证券研究院

## (二) 股权结构：家族型企业，股权集中稳定

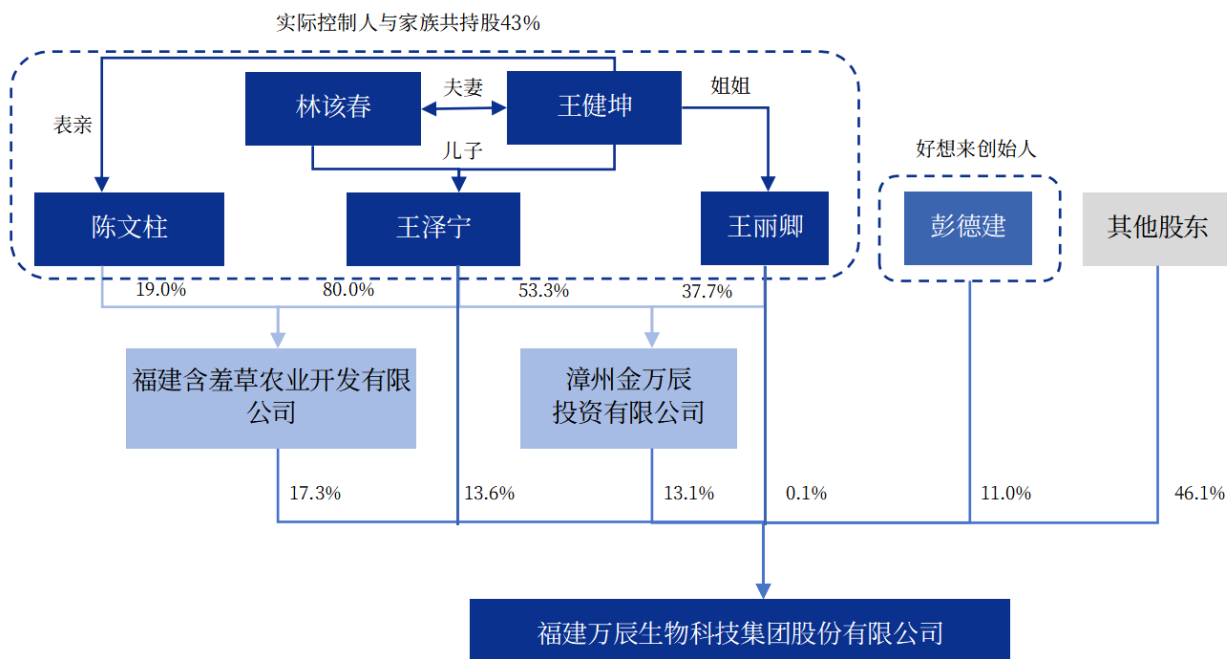
截至 2025Q3，公司实控人王泽宁与家族通过直接和间接形式持有约 43% 的股份，具体来看：

- 1) 王泽宁（王健坤之子）直接持股约 13.6%，并通过持有含羞草公司 80% 及金万辰投资 53% 的股份间接持股，合计持有公司 34.5% 股权；
- 2) 王丽卿（王健坤姐姐）直接、并通过持有金万辰间接持有公司约 5.2% 股权；
- 3) 陈文柱（王健坤表亲）通过持有含羞草间接持有公司约 3.3% 股权；
- 4) 王健坤持有公司约 0.2% 股权，林该春（王健坤妻子）持有公司 0.06% 股权。

**2. 好想来品牌创始人彭德建**持有 11.0% 股权。

**3. 其他股东持有约 46% 的股份**，包括深圳鼎信企业资讯管理有限责任公司持股约 2.3%，香港中央结算有限公司持股约 2.0%。

图2: 万辰集团股权结构图 (截至 2025 年三季报)



资料来源: 万辰集团公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 管理层: 与公司长期绑定, 行业经验丰富

- 1) 董事长王丽卿, 长期在集团效力, 公司向零食量贩转型后即在零售子公司担任要职, 行业经验丰富;
- 3) 董事、总经理王泽宁, 执掌零食量贩子公司南京万兴, 负责转型后公司零售业务发展;
- 3) 副总经理李博、王松, 均拥有生物、农业领域专业技能, 负责公司食用菌业务发展;
- 4) 财务总监蔡东娜, 有多年财务总监经验, 助力公司财务健康发展。
- 5) 副总经理杨俊, 来优品品牌联合创始人, 在量贩零食连锁经营领域具备丰富经验。

表1: 万辰集团管理层介绍

姓名	出生年份	职位	工作履历
王丽卿	1965 年	董事长	现任南京含羞草公司监事, 南京金万辰总经理, 福建海丽天食品监事, 海之路 (福建) 食品监事。
王泽宁	1993 年	执行董事、总经理	现任现南京市政协委员, 南京万兴经理, 南京万品经理, 南京陆小馋量贩零食有限公司经理, 漳州陆小馋量贩零食有限公司经理。
李博	1983 年	职工董事、副总经理	曾参与多项国家级、省级科研项目, 曾任浙江瑞丰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。
蔡东娜	1971 年	副总经理、财务总监、董秘	曾任漳州信德士财务经理, 福建东方食品财务经理、财务总监。
杨俊	1985 年	副总经理	来优品联合创始人, 2022 年加入公司, 任南京万优商业连锁、南京万优供应链、淮南万优供应链总经理, 负责供应链管理、门店管理、品牌发展等核心工作。
王松	1986 年	副总经理	曾参与多项国家级、省级科研项目, 2012 年起任职于万辰集团, 历任技术员、生产技术部副经理。

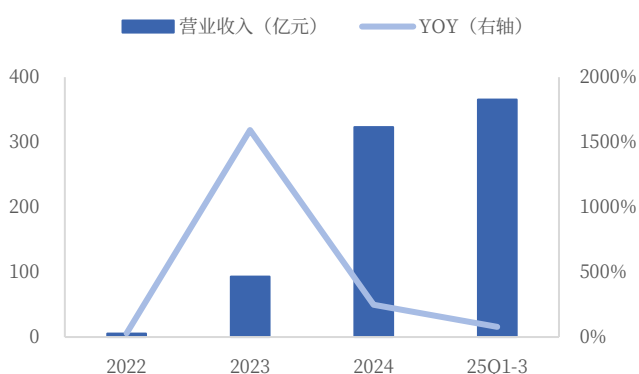
资料来源: 万辰集团公司公告, 中国银河证券研究院

#### (四) 业绩分析：营收长期高增，盈利能力提升

**收入与净利润均实现长期高速增长。**2022/2023/2024/25Q1-3 公司收入分别为 5/93/323/366 亿元，2022-2024 年 CAGR 约 667%，持续高速增长主要得益于零食量贩快速扩张；归母净利润分别为 0.5/-0.8/2.9/8.6 亿元，2023 年转型扩张期费用与经营效率不稳定，2024 年利润触底后强势反弹，同比+454%，25Q1-3 同比+917%。

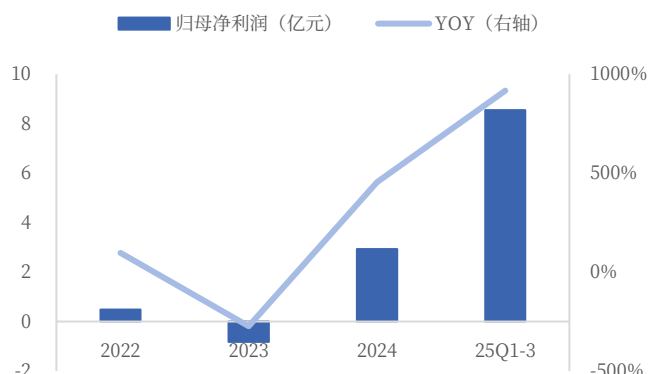
**毛利率提升与费用率优化推动净利率改善。**2022/2023/2024/25Q1-3 年公司毛利率分别为 15.9%/9.3%/10.8%/11.7%，净利率分别为 7.6%/-1.6%/1.9%/4.4%，归母净利率分别为 8.7%/-0.9%/0.9%/2.3%，均在转型扩张期触底后回升，主要得益于费用率优化。

图3：万辰集团营业收入及增速



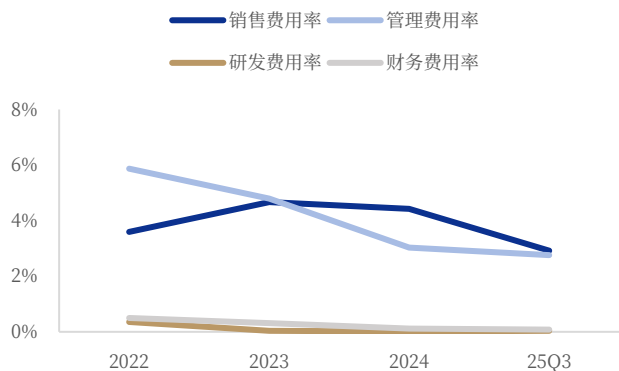
资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

图4：万辰集团归母净利润及增速



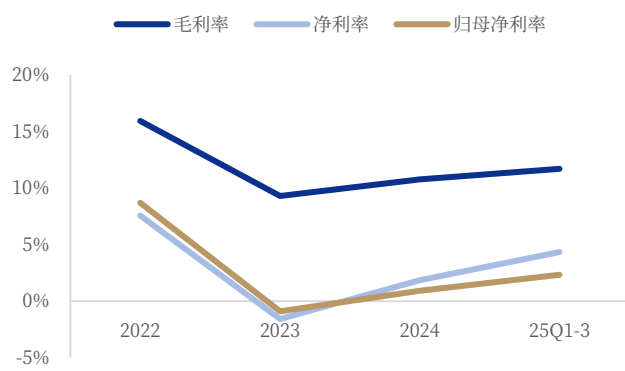
资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

图5：万辰集团费用率



资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

图6：万辰集团毛利率及净利率

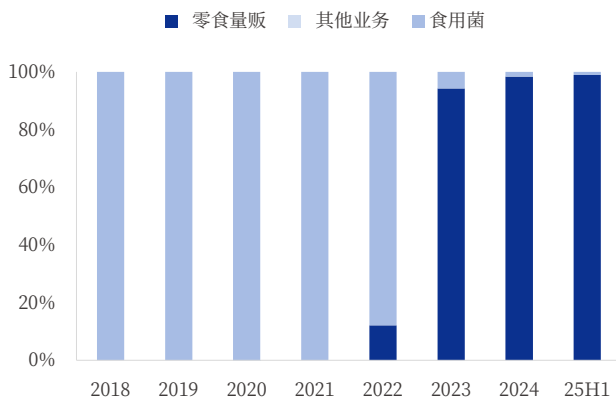


资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

#### (五) 业务拆分：零食量贩门店收入占比已接近 99%

**2022 年后公司由食用菌种植销售转向零食量贩门店业务。**2021 年及之前，公司所有收入均由食用菌行业贡献；2022-2024 年，零食量贩行业营收由 0.7 亿元上升至 318 亿元，期间 CAGR 为 2085%，收入占比从 12% 上升至 98%，25H1 零食量贩行业营收 223 亿元，收入占比 99%。与此对应，公司销售模式跟随主业变化由经销模型向批发供货模式转变：2022 年及之前，公司经销模式占绝对主导；2022-2024 年，由于主营业务转型，批发供货模式占比从 6% 上升至 95%。

图7：万辰集团营收结构



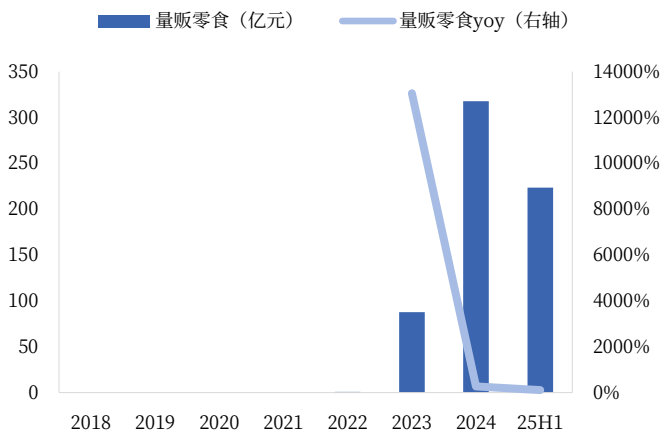
资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

图8：万辰集团两种行业产品展示



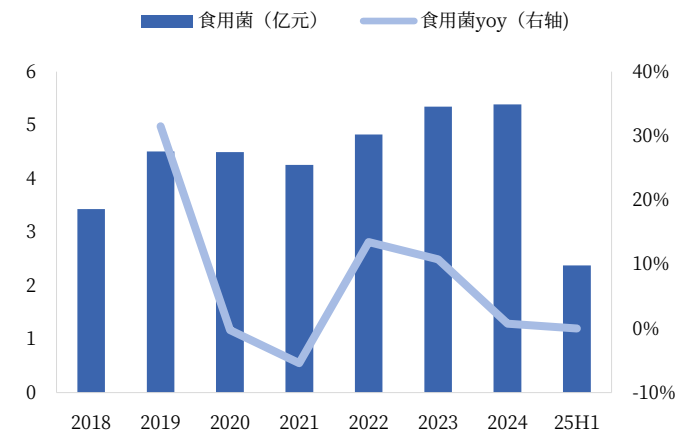
资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

图9：万辰集团量贩零食收入与增速



资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

图10：万辰集团食用菌收入与增速



资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

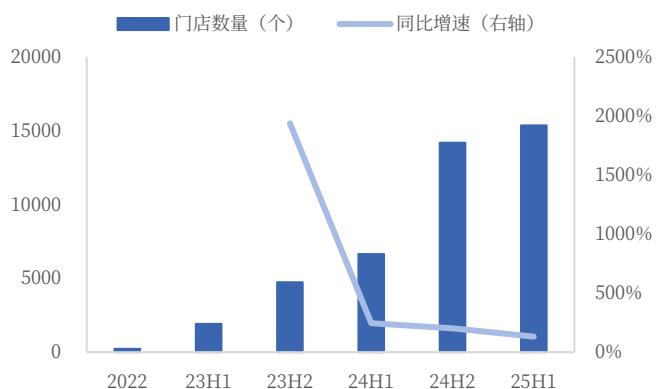
## (六) 门店拆分：零食量贩门店迅速扩张，华东地区为公司核心市场

**零食量贩门店高速扩张。**2022年至25H1，公司门店数量从232家快速提升至15356家，其中2022至2024年CAGR约682%，25H1同比增长131%。

**华东地区为公司核心市场。**从区域结构来看，华东地区为公司零食量贩主要市场，25H1门店约占比57%，内部来看江苏、安徽与山东三省门店数量较多，浙江与福建仍有较大开店空间；华中与华北为第二梯队重要市场，25H1占比分别为13%/9%；西北/西南/华南/东北为新兴市场，25H1占比分别为5%/6%/4%/6%。

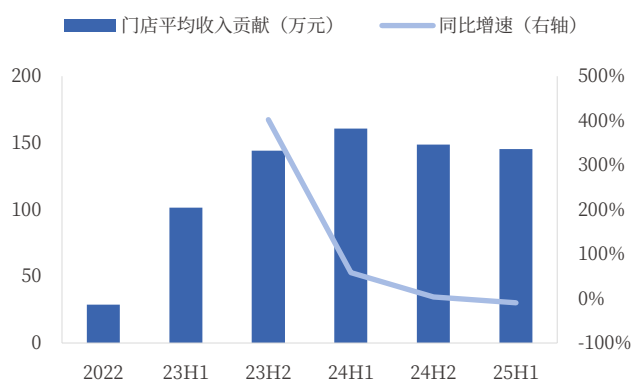
**密集开店导致店均收入波动。**公司快速铺开零食量贩门店给单店收入带来挑战，25H1店均收入贡献同比-10%，我们认为主要系门店加密所致，随公司拓店速度平稳与店型优化后有望改善。

图11: 万辰集团门店数量与增速



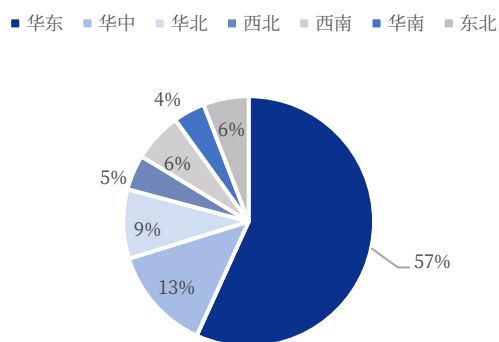
资料来源: 万辰集团公司公告, 中国银河证券研究院

图12: 万辰集团门店平均收入贡献



资料来源: 万辰集团公司公告, 中国银河证券研究院

图13: 25H1 万辰集团门店数量地域分布



资料来源: 万辰集团公司公告, 中国银河证券研究院

## 二、开店空间：预计公司未来门店天花板约 3 万家

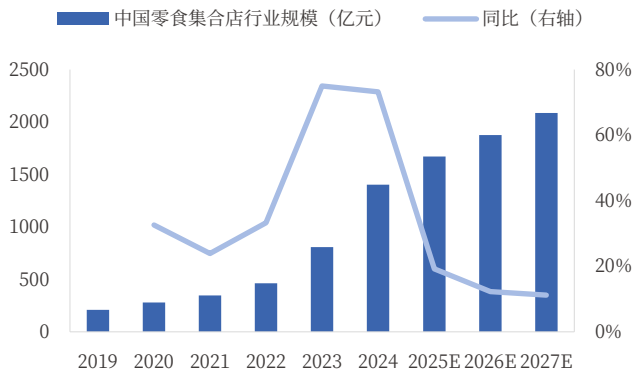
### (一) 零食量贩行业现状：规模快速起量，跃升主流赛道

我国零食行业渠道历经“流通-大卖场-线上-全渠道”四度变迁，伴随 2022 年以后消费者偏好转向高质价比，零食量贩打破原有“厂家-多级经销-终端”的供应通路，凭借更高的效率模型快速兴起，当前已成长为零食行业重要渠道。

#### 1. 行业规模

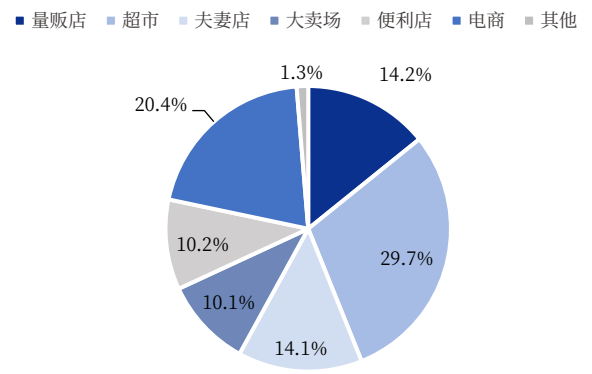
2024 年我国零食量贩行业市场规模约 1400 亿元。从成长性来看，2024 年行业规模同比增长 73%，增速远超传统零售渠道。从渠道占比来看，2024 年零食量贩渠道占比达到 14%，已成为休闲食品线下销售最主要渠道之一。

图14：2019-2027 年中国零食集合店行业市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图15：2024 年中国零食行业渠道结构占比

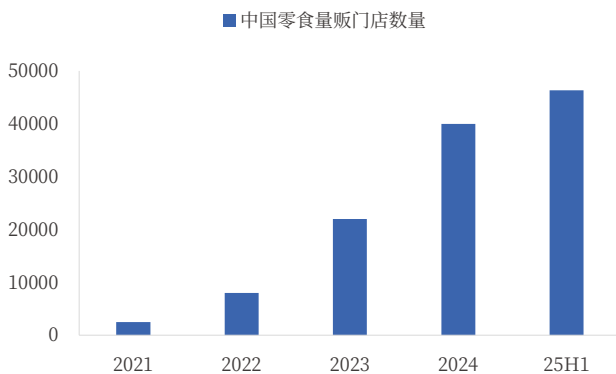


资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

#### 2. 门店数量

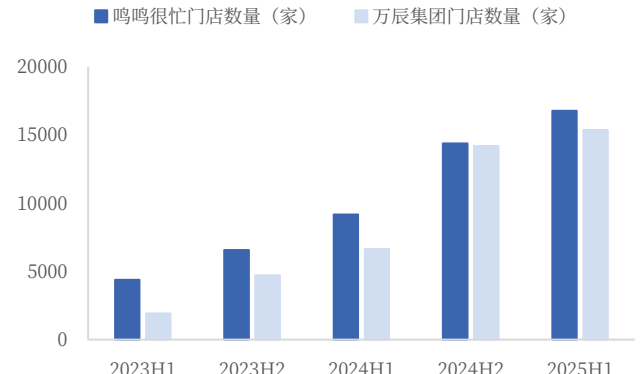
2024 年零食量贩门店数量约 4 万家。2010 年左右福建、湖南、浙江等地已有区域零食量贩成立，2022 年底全国量贩零食门店总数仅约 8000 家。2023 年头部企业开启全国化扩张，2024 年万店模型得到验证，行业门店数量持续快速增长，2025 年 6 月门店总数已突破 4.5 万家，三年时间实现跨越式增长。

图16：中国零食量贩门店数量（个）



资料来源：有数 DataVision，中国银河证券研究院

图17：2023 年以来行业门店数量加速增长



资料来源：鸣鸣很忙、万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

### 3. 竞争格局

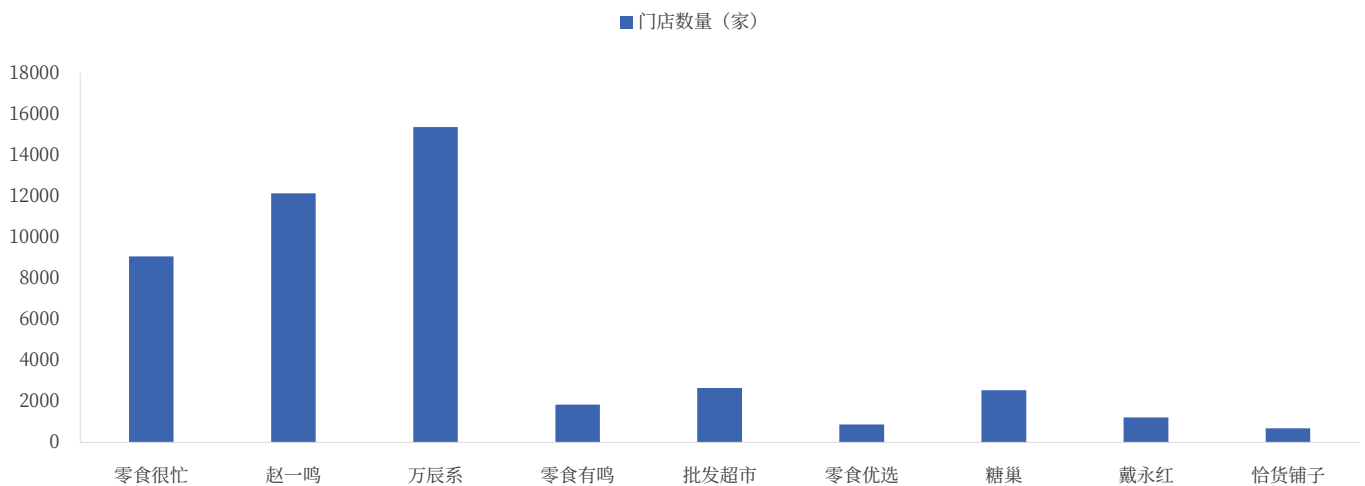
1) 2023 年，万辰系与很忙系的两强格局初步确立：2023H2 行业先后迎来两次重大整合，万辰集团并购四个品牌并统一翻牌为好想来，零食很忙与赵一鸣宣布战略合并。

2) 2024 年，两强在加盟竞争中与其他品牌拉开差距：主要得益于在资金优势下，两强通过加盟补贴持续提振加盟商信心，并先行占据市场核心点位。

3) 2025 年，“鸣鸣很忙&万辰集团”两强格局巩固：两强规模效应持续释放，对上游品牌的议价权提升、门店标准化/供应链建设更具效率、消费数据资产积累更加丰富，相关能力逐渐沉淀为企业内功，竞争格局日益稳固。

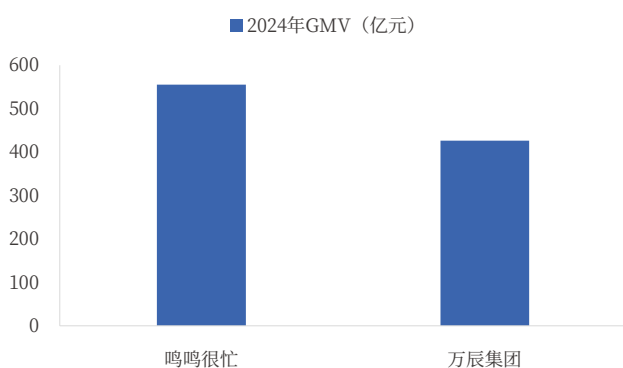
截至 25H1，鸣鸣很忙、万辰集团门店数量占比近 70%，其中鸣鸣很忙 25H1 门店 1.7 万家，2024 年 GMV 约 555 亿元，万辰集团 25H1 门店 1.5 万家，2024 年 GMV 约 426 亿元，剩余市场由区域品牌、跨界玩家分割。

图18：零食量贩行业各品牌门店数量



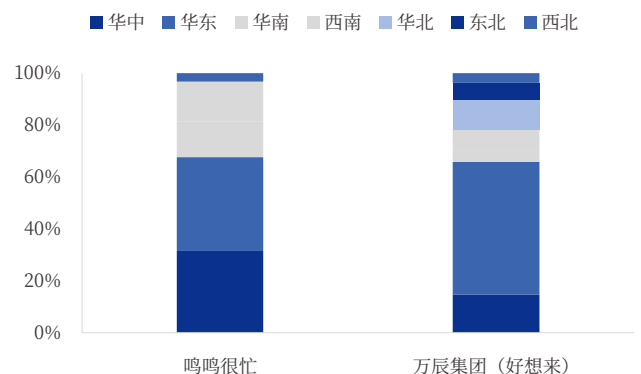
资料来源：鸣鸣很忙、万辰、零食有鸣、零食优选、糖巢、戴永红、恰货铺子抖音官方账号，中国银河证券研究院

图19：万辰集团、鸣鸣很忙 2024 年 GMV



资料来源：鸣鸣很忙、万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

图20：鸣鸣很忙、万辰集团门店分布



资料来源：极海数据，中国银河证券研究院

## (二) 零食量贩行业展望：预计门店空间 7.4 万家，对应增量约 2.4 万家

湖南作为零食量贩标杆省份，零食量贩门店数量及密度均位居全国首位。湖南拥有全国性、地方性连锁零食量贩门店约 5144 家，目前每万人拥有 0.8 家门店，市场成熟稳定，将其作为其他省份测算开店空间标杆。

参考湖南成熟市场情况，全国零食量贩门店数量天花板约 7.4 万家。以湖南为参考，根据常住人口、消费能力、经济发展水平等指标对各省进行分层后分别计算开店空间。得到全国零食量贩门店开店总空间约 7.4 万家，剩余开店空间约 2.4 万家。

表2：零食量贩行业门店开店空间测算

省份	常住人口 (万人)	目前常见零食量贩 门店数量 (个)	零食量贩门店密度 (万人拥有门店数)	空间权重	开店总空间 (个)	剩余开店空间 (个)
湖南省	6539	5144	0.787	1	5144	-
江西省	4502	1971	0.438	0.8	2833	862
湖北省	5834	1913	0.328	0.8	3672	1759
广东省	12780	4128	0.323	0.7	7038	2910
海南省	1048	365	0.348	0.6	495	130
贵州省	3860	908	0.235	0.6	1822	914
江苏省	8526	2942	0.345	0.8	5366	2424
浙江省	6670	1824	0.273	0.8	4198	2374
安徽省	6123	1299	0.212	0.8	3853	2554
福建省	4193	1797	0.429	0.7	2309	512
广西壮族自治区	5013	822	0.164	0.7	2760	1938
重庆市	3190	829	0.260	0.7	1757	928
四川省	8364	2405	0.288	0.7	4606	2201
云南省	4655	542	0.116	0.5	1831	1289
西藏自治区	370	134	0.362	0.5	146	12
天津市	1364	227	0.166	0.6	644	417
河北省	7378	1464	0.198	0.6	3482	2018
山西省	3446	618	0.179	0.6	1627	1009
辽宁省	4155	625	0.150	0.6	1961	1336
吉林省	2317	320	0.138	0.6	1094	774
黑龙江省	3029	273	0.090	0.6	1430	1157
山东省	10080	2416	0.240	0.6	4758	2342
河南省	9785	1825	0.187	0.6	4619	2794
内蒙古自治区	2388	375	0.157	0.5	939	564
陕西省	3953	509	0.129	0.5	1555	1046
甘肃省	2458	295	0.120	0.5	967	672
青海省	593	79	0.133	0.5	233	154
宁夏回族自治区	729	97	0.133	0.5	287	190
新疆维吾尔自治区	2623	107	0.041	0.5	1032	925
北京市	2183	77	0.035	0.4	687	610
上海市	2480	148	0.060	0.4	780	632
总计	预估当前零食量贩门店总量约 5 万家				73921	23921

资料来源：高德地图，国家统计局，中国银河证券研究院

### (三) 万辰集团展望：预计未来开店空间约 3 万家，对应增量仍有 1 万余家

万辰集团门店仍有约 1 万余家开店空间。通过各省目前万辰集团市场份额、公司战略布局、同业竞争情况预估未来万辰集团市场份额、开店空间，预计万辰集团门店可达 3 万家，对应未来开店空间仍有 1 万余家。

表3：万辰集团门店开店空间测算

省份	零食量贩 开店总空间 (个)	万辰集团目前门 店数量 (个)	万辰集团 目前份额	预计未来 万辰集团份额	预计未来万辰集 团门店数 (个)	万辰集团 开店空间 (个)
湖南省	5144	603	18.5%	15%	772	169
江西省	2833	177	9.0%	10%	283	106
湖北省	3672	224	11.7%	10%	367	143
广东省	7038	581	14.1%	15%	1056	475
海南省	495	2	0.5%	5%	25	23
贵州省	1822	164	18.1%	20%	364	200
江苏省	5366	2472	84.0%	90%	4829	2357
浙江省	4198	1088	59.6%	60%	2519	1431
安徽省	3853	589	45.3%	60%	2312	1723
福建省	2309	168	9.3%	10%	231	63
广西壮族自治区	2760	40	4.9%	5%	138	98
重庆市	1757	353	42.6%	40%	703	350
四川省	4606	312	13.0%	10%	461	149
云南省	1831	85	15.7%	15%	275	190
西藏自治区	146	1	0.7%	10%	15	14
天津市	644	164	72.2%	70%	451	287
河北省	3482	919	62.8%	60%	2089	1170
山西省	1627	147	23.8%	20%	325	178
辽宁省	1961	463	74.1%	75%	1471	1008
吉林省	1094	244	76.3%	75%	820	576
黑龙江省	1430	175	64.1%	65%	929	754
山东省	4758	1917	79.3%	80%	3806	1889
河南省	4619	1187	65.0%	60%	2771	1584
内蒙古自治区	939	263	70.1%	65%	611	348
陕西省	1555	210	41.3%	40%	622	412
甘肃省	967	117	39.7%	40%	387	270
青海省	233	22	27.8%	25%	58	36
宁夏回族自治区	287	44	45.4%	45%	129	85
新疆维吾尔自治区	1032	16	15.0%	15%	155	139
北京市	687	68	88.3%	80%	550	482
上海市	780	76	51.4%	50%	390	314
总计	预计当前万辰集团门店总量约 1.8 万家				29912	11912

资料来源：高德地图，中国银河证券研究院

### 三、第二增长曲线：探索多元品类，培育自有品牌

#### (一) 海外经验：日美折扣零售巨头均成功探索第二增长曲线

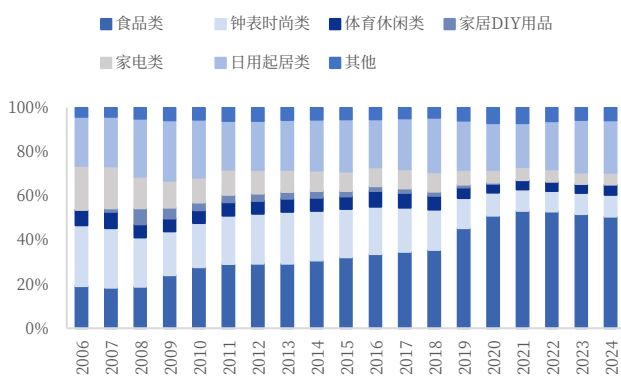
##### 1. 路径一：品类拓展——坚持食品酒饮为主，控制耐用品占比

**日本堂吉诃德：食品类占比稳步攀升，低频高价品类占比下降。**2006-2024 年公司食品类商品营收从 493 亿日元增长至 8705 亿日元，期间 CAGR 约 17%，营收占比由 19% 上升至 51%，食品业务内部以零食饮料为主，熟食便当、速冻预制品为辅；钟表时尚类 2006-2024 年营收占比从 28% 下降至 10%，家电类营收占比从 20% 下降至 5%。

**美国 Trader Joe's：商品结构以食品饮料为主，注重情绪营销。**公司门店面积小，SKU 少，得益于高周转率的食物酒饮业务，坪效冠绝美国零售业。1988-2020 年，公司收入由 1.5 亿美元增长至 165 亿美元，期间 CAGR 约 16%。

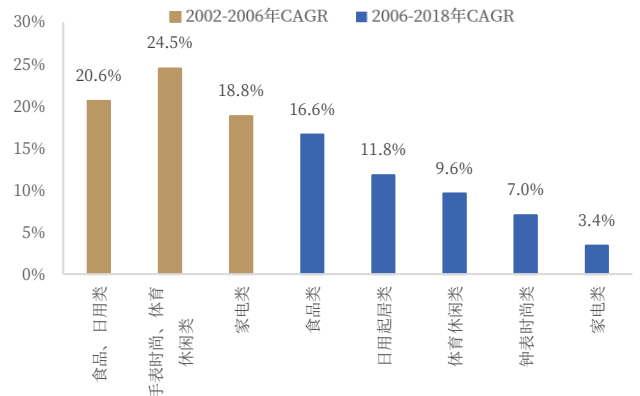
**经验总结：情绪零售+折扣零售定位下，食品等快消业务更适合进行拓展。**1) 从品类属性来看，食品与日化等消费品高频低价，试错成本低，适合情绪+折扣消费场景；2) 从需求维度来看，中国目前“在家吃饭”需求增加，相关场景需求较为旺盛；3) 从竞争维度来看，日化、服装领域以天猫、拼多多为代表的电商平台已占据较大市场空间，而食品折扣领域竞争较低。

图21：堂吉诃德品类结构变化



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

图22：堂吉诃德各品类 CAGR



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

图23：Trader Joe's 商品结构以食品饮料为主



资料来源：Trader Joe's 官网，中国银河证券研究院

图24：Trader Joe's 门店特点鲜明

门店形态	面积小，SKU少，周转速度快	
购物体验	追求员工-顾客关系，员工热情	
广告营销	传统纸质，漫画式传单	
店内布置陈列	主题多样，商品陈列方式独特	

资料来源：Trader Joe's 官网，中国银河证券研究院

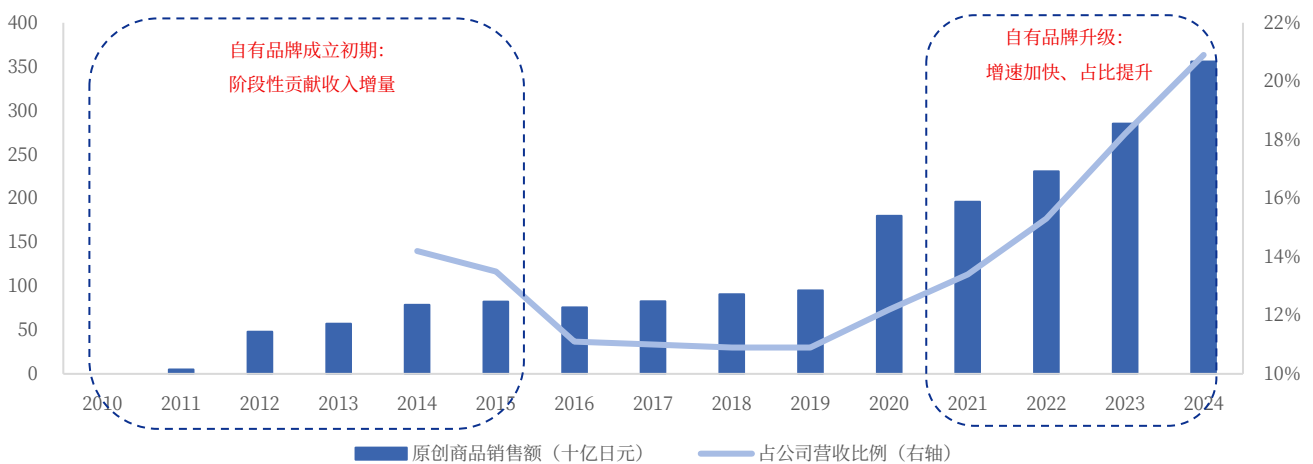
2. 路径二：培育自有品牌——性价比打开市场，差异化打造品牌

**日本堂吉诃德：**2009年，公司为应对长期低价策略带来的利润率压力，推出了自有品牌“情热价格”。公司初期使用激进的价格竞争策略以迅速打开市场，2011-2014年自有品牌营收从50亿日元增至788亿日元，期间CAGR约151%；但由于商品后续缺乏特色、利润空间小，2015-2019年自有品牌营收占比持续较低，2019年自有品牌营收占比仅为11%。**2021年，堂吉诃德对自有品牌进行调整，更新理念、重新设计商标包装。**2021年后自有商品理念改变为“与顾客共同创造”，商标、包装经过重新设计，强调“越来越多的惊喜”，打造多个“爆款”。2021-2024年，自有品牌营收从1962亿日元增至3560亿日元，期间CAGR约22%，占公司营收比例由13%显著提高至21%。

**美国 Trader Joe's：**自有品牌商品已占其销售总数的80%以上，自有品牌独特性+高性价比，贡献门店主要收入。公司直接从生产商处采购并建立严格的保密合作关系，完全绕过分销商和批发商等中间环节，直采模式保证产品独特性、低成本和低售价。

**经验总结：打造自有品牌需平衡好性价比与差异化优势。**我们认为自有品牌若仅依赖性价比，很可能陷入低价竞争和利润微薄的困境；通过创造产品的独特性和差异化价值，才能真正吸引并锁定核心消费群体，从而建立起品牌护城河，获得更强的议价能力与可持续的利润增长。

图25：堂吉诃德自有品牌销售额及占比



资料来源：堂吉诃德公司公告，中国银河证券研究院

图26：堂吉诃德有品牌更新前后对比

时间	品牌概念	品牌商标	品牌特点	品牌包装	销售额占比
2021年前	“顾客的声音化为现实”	 初期商标	性价比/低价驱动	 简单、通用化	10%-15%
2022年后	“与顾客共同创造”	 重新设计商标	“越来越多的惊喜” ——强调情绪化	 故事化、信息量大、“爆款”性质	上升至20%以上

资料来源：堂吉诃德公司公告，堂吉诃德官网，中国银河证券研究院

## (二) 万辰集团：积极培育自有品牌与探索多元品类

### 1. 培育自有品牌

万辰集团自有品牌商品集中于水饮类，性价比优势明显。“好想来超值”品牌推出无糖茶、果茶、天然水等自有产品，来优品推出 100%椰子水自有产品，以极致性价比为核心卖点，售价相较主流品牌相似产品平均低约 50%；来优品省钱超市推出护手霜、洗衣液等日化类自有品牌商品。

表4：万辰集团自有品牌产品

品类	品牌	产品	图片	规格
无糖茶	好想来超值	无糖茶		525ml/瓶
	农夫山泉	东方树叶		500ml/瓶
果茶	好想来超值	果茶		480ml/瓶
	香飘飘	MECO 果茶		400ml/瓶
天然水	好想来超值	天然水		520ml/瓶
	农夫山泉	饮用天然水		550ml/瓶
椰子水	来优品自有品牌	100%椰子水		350ml/瓶
	if	100%椰子水		350ml/瓶
风味啤酒	好想来甄选	青提茉莉风味啤酒		500ml/罐
	燕京啤酒	菠萝果汁啤酒		330ml/听

资料来源：好想来、来优品官方公众号，大润发，中国银河证券研究院

**对标海外头部折扣业态，万辰自有品牌有较大拓展空间。**目前好想来自有品牌产品集中于 IP 联名产品及水饮，战略重心在于打造门店“情绪价值”，向“体验式”购物转型，逐步打造品牌形象。对比国内外折扣零售巨头，万辰集团自有品牌在占比、食品饮料品类布局、SKU 数量等方面均有较大提升空间。

**深化自有品牌布局有望同步提振公司收入与盈利能力。**收入端，自有品牌产品是企业沉淀心智、打造独特性的重要抓手，例如山姆 MM 瑞士卷，差异化的自有品牌产品能够促成消费者与渠道的绑定，有望推动公司收入规模增长。利润端，渠道自有品牌通过进一步优化供应层级、发挥规模效应，有望优化公司盈利能力。

表5: 各企业自有品牌产品对比

零售商	自有品牌占比	自有品牌主要品类	自有品牌毛利率	自有品牌发展战略
万辰集团	较低	IP 联名产品、水饮	-	自有品牌推动渠道变革
胖东来	约 30%	熟食、烘焙、生鲜、啤酒等	较高	高品质、高口碑
山姆会员店	约 30%	烘焙、生鲜、母婴、家居、个护	高于整体商品	精品化、高价值
奥乐齐	90%	几乎所有品类	高于品牌商品	硬折扣商业模式基石
堂吉诃德	20%	食品、日用品、家电、服装	-	与顾客共创，情绪零售
Trader Joe's	80%	食品、酒饮	高于品牌产品	极高顾客忠诚度

资料来源: Foodaily, 食品板, 零售圈, 联商网, 中国银河证券研究院

## 2. 门店与品类拓展

**通过拓展门店类型，拓展销售品类。**在“好想来零食乐园”门店基础上，公司积极拓展面积更大的“好想来省钱超市”、“好想来全食优选”门店，增加烘焙、水果、冻品、日化、粮油调味、常温乳品、低温饮品、会员店商品等品类的售卖。

**聚焦下沉市场门店，布局“潮玩”区。**公司将潮玩 IP 产品快速推向县域市场，在部分门店建立“潮玩区”，选择适合县域市场的奥特曼、汪汪队、小马宝莉等家庭向 IP，以及三丽鸥、哪吒 2 等年轻向 IP，形成差异化的产品矩阵，覆盖更广泛的消费群体。

表6: 万辰集团不同类型门店

门店类型	门店形象	门店面积
好想来零食乐园		100-150 平方米
好想来省钱超市		180-240 平方米
好想来全食优选		大于 200 平方米

资料来源: 好想来官方视频号, 好想来官方公众号, 高德地图, 中国银河证券研究院

图27: 好想来门店分区



资料来源: 好想来抖音官方账号, 中国银河证券研究院

**非零食快消品: 新品类价格在线下渠道具备性价比, 规格设计面向小家庭。**价格方面, 好想来省钱超市新增日化、调味品, 产品较普通超市、大卖场更具性价比; 规格方面, 日化以售卖较小规格、非量贩装商品为主, 面向追求性价比的独居者、小家庭, 与电商平台错位竞争。

**潮玩: 手办性价比极高, 顺应情绪消费潮流。**好想来门店盲盒售价多为 8.8-9.9 元, 相较泡泡玛特、名创优品等 IP 集合店价格优势极大, 适合进行下沉市场布局, 消费者主要面向面向价格较敏感的儿童、学生等。

表7: 万辰集团尝试拓展食品之外的快消品

商品	规格
立白除菌洗衣液	1kg/袋
佳洁士炫白牙膏	120g/支
妮维雅男士洁面泥	100g/支
海天老抽王	500ml/瓶
恒顺镇江香醋	550ml/瓶
苏菲超熟睡 420	8片/包

资料来源: 公司官方公众号, 大润发、永辉小程序, 中国银河证券研究院

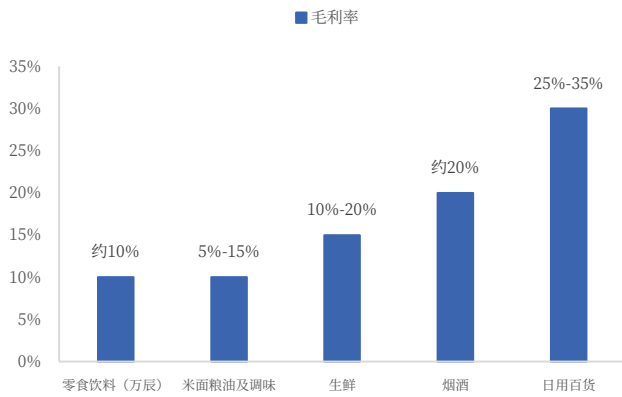
图28: 好想来潮玩盲盒价格优势明显



资料来源: 好想来官方公众号, 泡泡玛特、名创优品、goldlok 旗舰店, 中国银河证券研究院

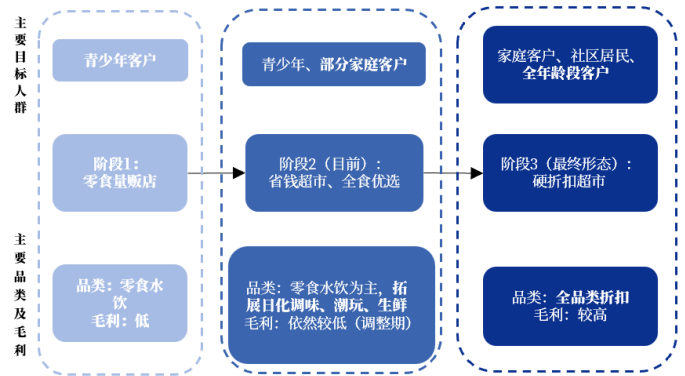
门店店型与品类拓展有望带来收入提升和盈利结构优化。参考市场其他连锁商超，日用百货毛利较高，米面粮油、调味品、生鲜多为较低毛利引流品。万辰拓展低毛利的生鲜、米面粮油、调味品等刚需品类，打造“高频引流品（生鲜粮油）+利润核心品（日化家清）+品牌护城河（自有品牌+零食）”的组合，1）收入端，能够吸引零食业态无法触及的高频家庭客流，推动销量增长；2）利润端，能够带动高毛利的日化产品、酒水、自有品牌等品类的销售，优化盈利结构。

图29：商超各品类大致毛利率



资料来源：万辰集团公司公告，家家悦公司公告，步步高公司公告，永辉超市公司公告，红旗连锁公司公告，中国银河证券研究院

图30：万辰集团发展展望



资料来源：万辰集团公司公告，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测与投资建议

### (一) 盈利预测

#### 1. 收入预测

预计 2025~2027 年收入分别为 498/588/652 亿元，分别同比+54%/+18%/+11%。

**量贩零食业务：**门店数量方面，我们认为公司仍有充足的新增门店空间；单店质量方面，2024 全年门店数量高速扩张、对应单店收入并未完全释放，我们认为 2025 年有望实现触底改善，且未来有望通过自有品牌、店型调整实现单店优化，因此预计量贩零食有望持续增长；假设 2025~2027 年门店数量分别为 19065/21865/23565 家，对应收入同比+55%/+18%/+11%。

**食用菌业务：**我们认为食用菌业务有望保持相对稳定，对应未来三年收入同比持平。

表8：万辰集团收入拆分与预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>9293</b>	<b>32329</b>	<b>49836</b>	<b>58770</b>	<b>65179</b>
YOY	1593%	248%	54%	18%	11%
<b>食用菌业务 (百万元)</b>	<b>535</b>	<b>539</b>	<b>550</b>	<b>550</b>	<b>550</b>
YOY	11%	1%	0%	0%	0%
<b>量贩零食业务 (百万元)</b>	<b>8759</b>	<b>31790</b>	<b>49286</b>	<b>58220</b>	<b>64629</b>
YOY	13058%	263%	55%	18%	11%
门店数量 (个)	4726	14196	19065	21865	23565
YOY	1937%	200%	34%	15%	8%
净新增 (个)	4494	9470	4869	2800	1700

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### 2. 成本与费用预测

**成本：**自有品牌优化毛利率+运输等效率有望提升，预计 2025~2027 年整体毛利率逐渐提升，分别为 11.7%/11.9%/12.0%。

**费用：**公司门店数量快速增长，规模效应有望释放，假设 2025~2027 年销售费用率为 3.1%/3.0%/2.9%；管理费用率 2.8%/2.7%/2.6%。

**综上所述，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 12.0/16.9/21.5 亿元，分别同比 +309%/41%/27%。**

表9：万辰集团毛利率、净利率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.30%	10.76%	11.70%	11.90%	12.00%
销售费用率	4.67%	4.43%	3.10%	3.00%	2.90%
管理费用率	4.79%	3.03%	2.80%	2.70%	2.60%
归母净利率	-0.89%	0.91%	2.41%	2.87%	3.30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## (二) 估值模型

### 1. 相对估值

根据品类与商业模式的相似度，我们选取蜜雪集团、古茗、盐津铺子作为可比公司。截至 2025 年 12 月 26 日，2025-2027 年可比公司 PEG 的算术平均值分别为 1.00/0.88/0.74X，若参考 2026 年可比公司 PEG 均值 0.88X，给予万辰集团 2026 年 PE 约 30X，相较于当前 23X 有 30% 以上提升空间。

表10：万辰集团与可比公司估值（2025 年 12 月 26 日）

公司	指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
蜜雪集团	PE	-	-	25.23	21.73	18.54
	PEG	-	-	1.21	1.04	0.89
盐津铺子	PE	26.93	26.69	23.55	19.46	16.30
	PEG	-	-	1.06	0.87	0.73
古茗	PE	-	-	20.84	20.67	17.45
	PEG	-	-	0.72	0.72	0.61
<b>均值</b>	<b>PEG</b>	-	-	<b>1.00</b>	<b>0.88</b>	<b>0.74</b>
万辰	PE	-	130.25	31.85	22.66	17.80
	<b>PEG</b>	-	-	<b>0.94</b>	<b>0.67</b>	<b>0.53</b>

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

备注：蜜雪集团、盐津铺子、古茗估值采用 Wind 前瞻预测

### 2. 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，得出公司合理每股价值约 268.51-317.02 元，对应市值区间为 507-599 亿元。

1) 公司 WACC：约为 11.67%，核心假设见下表。

2) 三阶段：2025-2027 年为增长期，收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标，详细见前文收入拆分与预测。2028-2035 年为过渡期，预计公司收入保持年均 10% 的增速。2036 年后公司进入永续阶段，假设公司收入永续增长率为 3%。

3) 敏感性分析：加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.3%，永续增长率 (g) 正负波动 0.3%。

表11：FCFF 核心假设

指标	数值	备注
无风险利率 Rf=	1.83%	2025/12/26 十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm=	17.00%	2024/1/1 以来沪深 300 指数收益率
股票 beta	0.75	参考 2022/1/1 以来调整 Beta
WACC	11.67%	$WACC = Kd * Wd (1-T) + Ke * (1-Wd)$
过渡期年数	8	我们认为当前业务结构能持续发展
过渡期增长率	10.00%	
永续增长率	3.00%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表12: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

永续增长率	WACC						
	11.37%	11.47%	11.57%	11.67%	11.77%	11.87%	11.97%
2.70%	289.39	285.70	282.10	278.58	275.15	271.79	268.51
2.80%	291.29	287.54	283.89	280.32	276.83	273.42	270.09
2.90%	293.23	289.43	285.71	282.09	278.55	275.09	271.71
3.00%	295.22	291.36	287.58	283.90	280.30	276.79	273.36
3.10%	297.26	293.33	289.50	285.76	282.10	278.54	275.05
3.20%	299.35	295.36	291.46	287.66	283.94	280.32	276.78
3.30%	317.02	312.96	308.99	305.13	301.35	297.67	294.08

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 投资建议

预计 2025~2027 年收入分别同比 +54%/+18%/+11%，归母净利润分别同比 +309%/+41%/+27%，PE 为 32/23/18 倍。考虑到公司量贩零食业务增长确定性强并积极打造第二增长曲线，未来成长属性突出，结合绝对估值与相对估值法，公司市值具备较为充分的上涨空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

---

**竞争加剧的风险。**折扣连锁门店赛道前景广阔，吸引互联网电商、区域超市等其他玩家布局；若参与的企业数量持续提升，可能引发终端门店点位争夺、价格竞争等情形，影响公司扩张节奏与盈利能力。

**第二增长曲线不及预期的风险。**公司目前积极探索多元品类与培育自有品牌，但其他品类的供应链与竞争格局与零食品类均有较大差异，同时培育自有品牌对公司管理能力与组织能力均有较高水平要求，因此第二增长曲线能否拓展成功存在一定不确定性。

**食品安全风险。**在食品的采购、运输、储存等过程中均可能出现引发食品安全风险的随机因素；若发生食品安全问题，将对公司的声誉与业务产生重大不利影响。

## 图表目录

图 1: 万辰集团发展历程.....	3
图 2: 万辰集团股权结构图（截至 2025 年三季报）.....	4
图 3: 万辰集团营业收入及增速.....	5
图 4: 万辰集团归母净利润及增速.....	5
图 5: 万辰集团费用率.....	5
图 6: 万辰集团毛利率及净利率.....	5
图 7: 万辰集团营收结构.....	6
图 8: 万辰集团两种行业产品展示.....	6
图 9: 万辰集团量贩零食收入与增速.....	6
图 10: 万辰集团食用菌收入与增速.....	6
图 11: 万辰集团门店数量与增速.....	7
图 12: 万辰集团门店平均收入贡献.....	7
图 13: 25H1 万辰集团门店数量地域分布.....	7
图 14: 2019-2027 年中国零食集合店行业市场规模及预测.....	8
图 15: 2024 年中国零食行业渠道结构占比.....	8
图 16: 中国零食量贩门店数量（个）.....	8
图 17: 2023 年以来行业门店数量加速增长.....	8
图 18: 零食量贩行业各品牌门店数量.....	9
图 19: 万辰集团、鸣鸣很忙 2024 年 GMV.....	9
图 20: 鸣鸣很忙、万辰集团门店分布.....	9
图 21: 堂吉诃德品类结构变化.....	12
图 22: 堂吉诃德各品类 CAGR.....	12
图 23: Trader Joe's 商品结构以食品饮料为主.....	12
图 24: Trader Joe's 门店特点鲜明.....	12
图 25: 堂吉诃德自有品牌销售额及占比.....	13
图 26: 堂吉诃德有品牌更新前后对比.....	13
图 27: 好想来门店分区.....	16
图 28: 好想来潮玩盲盒价格优势明显.....	16
图 29: 商超各品类大致毛利率.....	17
图 30: 万辰集团发展展望.....	17
表 1: 万辰集团管理层介绍.....	4

表 2: 零食量贩行业门店开店空间测算 .....	10
表 3: 万辰集团门店开店空间测算 .....	11
表 4: 万辰集团自有品牌产品 .....	14
表 5: 各企业自有品牌产品对比 .....	15
表 6: 万辰集团不同类型门店 .....	15
表 7: 万辰集团尝试拓展食品之外的快消品 .....	16
表 8: 万辰集团收入拆分与预测 .....	18
表 9: 万辰集团毛利率、净利率预测 .....	18
表 10: 万辰集团与可比公司估值 (2025 年 12 月 26 日) .....	19
表 11: FCFE 核心假设 .....	19
表 12: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股) .....	20

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,771	9,590	13,614	17,853
现金	2,381	5,676	9,007	12,747
应收账款	18	28	33	36
其它应收款	47	69	82	91
预付账款	1,141	1,320	1,553	1,721
存货	2,141	2,445	2,876	3,187
其他	42	52	62	72
非流动资产	1,483	1,334	1,194	1,051
长期投资	0	0	0	0
固定资产	794	725	654	579
无形资产	60	62	64	66
其他	630	548	477	407
资产总计	7,253	10,924	14,808	18,904
流动负债	5,128	6,715	7,944	8,912
短期借款	956	1,253	1,550	1,847
应付账款	2,012	3,056	3,596	3,983
其他	2,160	2,406	2,798	3,082
非流动负债	664	714	773	832
长期借款	237	317	396	475
其他	426	397	377	357
负债总计	5,792	7,429	8,716	9,744
少数股东权益	363	1,163	2,072	2,993
归属母公司股东权益	1,098	2,332	4,019	6,167
负债和股东权益	7,253	10,924	14,808	18,904

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	848	2,991	3,105	3,528
净利润	603	2,001	2,596	3,069
折旧摊销	281	191	194	197
财务费用	51	67	81	95
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-118	721	239	172
其他	31	12	-5	-5
投资活动现金流	-96	-45	-49	-49
资本支出	-96	-39	-39	-39
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-6	-10	-10
筹资活动现金流	303	350	275	261
短期借款	445	297	297	297
长期借款	89	79	79	79
其他	-231	-27	-101	-115
现金净增加额	1,056	3,296	3,331	3,739

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,329	49,836	58,770	65,179
营业成本	28,851	44,005	51,776	57,358
税金及附加	63	170	200	222
销售费用	1,431	1,545	1,763	1,890
管理费用	981	1,395	1,587	1,695
研发费用	4	5	6	7
财务费用	39	-5	-89	-175
资产减值损失	-12	-11	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	93	144	176	196
营业利润	1,041	2,853	3,703	4,379
营业外收入	13	10	10	10
营业外支出	22	5	5	5
利润总额	1,032	2,858	3,708	4,384
所得税	429	857	1,113	1,315
净利润	603	2,001	2,596	3,069
少数股东损益	310	800	909	921
归属母公司净利润	294	1,200	1,687	2,148
EBITDA	1,370	3,044	3,813	4,406
EPS (元)	1.55	6.35	8.93	11.37

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	247.9%	54.2%	17.9%	10.9%
营业利润增长率	1,462.0%	174.1%	29.8%	18.2%
归母净利润增长率	454.0%	309.0%	40.6%	27.3%
毛利率	10.8%	11.7%	11.9%	12.0%
净利率	0.9%	2.4%	2.9%	3.3%
ROE	26.7%	51.5%	42.0%	34.8%
ROIC	20.4%	35.9%	29.8%	24.7%
资产负债率	79.9%	68.0%	58.9%	51.5%
净资产负债率	-49.3%	-103.4%	-108.2%	-108.9%
流动比率	1.13	1.43	1.71	2.00
速动比率	0.48	0.86	1.15	1.44
总资产周转率	5.78	5.48	4.57	3.87
应收账款周转率	1,424.05	2,159.27	1,948.07	1,893.07
应付账款周转率	19.53	17.37	15.57	15.14
每股收益	1.55	6.35	8.93	11.37
每股经营现金流	4.49	15.83	16.44	18.68
每股净资产	5.81	12.35	21.28	32.65
P/E	130.25	31.85	22.66	17.80
P/B	34.81	16.39	9.51	6.20
EV/EBITDA	10.04	11.51	8.41	6.51
PS	1.18	0.77	0.65	0.59

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意**，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn