

食品饮料行业

万亿休闲食品市场，线上和线下有望诞生多家龙头

核心观点：

- **休闲食品行业空间达万亿，未来3年CAGR10%。**据彭博，18年我国休闲食品行业销售额10297亿元，12-18年CAGR12.3%。18年我国人均咸味零食消费额14.2美元，低于日本（89.8美元）、美国（153.6美元），仍有较大提升空间。我们认为未来行业增长点源于：（1）10-19年休闲食品电商渠道销售占比从0.3%增至12.8%，未来电商向三四线城市、农村市场下沉，渗透率有望持续提升。（2）11-18年咸味食品、烘焙、甜味食品和糖果行业均价CAGR4.1%，4.9%、4.0%和4.3%，行业品类扩张和高端化趋势有望延续。随着电商红利逐渐弱化，我们预计未来3年休闲食品收入增速有所放缓，CAGR维持10%左右。
- **行业CR10仅14.4%，龙头市占率有望提升。**我们测算18年我国休闲食品行业CR10为14.4%，前五大龙头玛氏、旺旺、达利、亿滋和三只松鼠市占率3.9%\1.8%\1.7%\1.3%\1.1%。据淘数据，18年阿里系平台休闲食品CR3为27.7%，三只松鼠、百草味、良品铺子市占率14.1%\7.7%\5.8%，远高于第四五名的来伊份（1%）和周黑鸭（0.8%）。三只松鼠计划未来5年开1万家门店，线上和线下市占率均有望提升。线下细分品类龙头具备品牌和渠道优势，通过渠道精耕持续扩大竞争优势，有望在各自细分赛道胜出。洽洽食品布局KA和经销渠道10余年，形成覆盖全国的经销网络，在袋装瓜子市场占有率超过70%。
- **商业模式：线上龙头高周转、高杠杆，线下龙头较高净利率。**线上龙头三只松鼠、盐津铺子ROE32%、25%，高于线下龙头洽洽食品（14%）、盐津铺子（11%）。线上龙头商业模式具备高周转、高杠杆、低净利率的特性，18年三只松鼠资产周转率2.7次，权益乘数2.8，净利率4.3%。线下龙头商业模式具备较高净利率，低周转率和低杠杆的特性，洽洽食品18年净利率10.5%。**渠道：**线上龙头信息和供应链优势将为线下门店赋能，布局线下将强化对上游议价权。线下KA经销渠道马太效应凸显，龙头渠道深耕将提升对产业链话语权。**产品：**线上龙头快速感知消费需求，迅速迭代新品打造爆品；线下龙头聚焦大单品，扩大市占率，规模优势明显。**品牌：**线上龙头品牌营销IP化，强化消费者粘性；线下龙头品牌定位精准，提升品牌溢价。
- **投资建议。**休闲食品万亿空间，线上、线下龙头市占率均有望提升，我们建议关注线上龙头三只松鼠、良品铺子以及线下细分子行业龙头洽洽食品、绝味食品、桃李面包、盐津铺子。
- **风险提示。**食品安全问题；行业竞争加剧；渠道费用率提升。

行业评级

买入

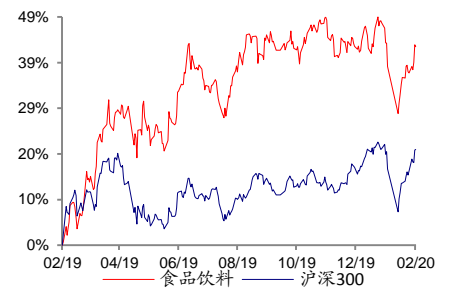
前次评级

买入

报告日期

2020-02-24

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究：

食品饮料行业:2020年投资策略 2019-12-15

略：未来十年拥抱中国消费

龙头，享受时间的价值

食品饮料行业:A股消费在全 2019-05-31

球最具竞争优势，消费龙头

有望演绎长期牛市

联系人：

陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三只松鼠	300783.SZ	CNY	68.63	2019/10/30	增持	66.83	1.00	1.25	67	53	50	39	20	21
绝味食品	603517.SH	CNY	40.69	2019/10/24	买入	49.80	1.38	1.66	36	30	23	19	21	22
桃李面包	603886.SH	CNY	40.89	2019/11/16	买入	51.66	1.07	1.23	48	42	29	24	20	23
盐津铺子	002847.SZ	CNY	43.71	2019/8/12	买入	35.20	0.88	1.31	40	27	29	18	13	17

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、休闲食品行业空间达万亿，未来 3 年 CAGR10%	5
(一) 18 年我国休闲食品销售额达万亿，人均消费提升潜力大	5
(二) 电商渗透提升和产品品类扩张有望推动未来 3 年 CAGR10%左右	5
二、行业 CR10 仅 14.4%，龙头市占率有望提升	8
(一) 18 年休闲食品行业 CR10 仅 14.4%，集中度仍有较大提升空间	8
(二) 线上集中度高于线下，三只松鼠线上龙头地位稳固	9
(三) 线下龙头深耕线下渠道扩大优势，线上龙头布局线下大势所趋	10
三、商业模式：线上龙头高周转、高杠杆，线下龙头较高净利率	12
(一) 线上龙头高周转、高杠杆，线下龙头较高净利率	12
(二) 渠道：线上龙头布局线下强化对上游议价权，线下龙头渠道深耕提升产业链话语权	14
(三) 产品：线上龙头新品迭代迅速打造爆品，线下龙头聚焦大单品规模优势凸显	17
(四) 品牌：线上龙头 IP 化营销强化消费粘性，线下龙头品牌定位清晰获取品牌溢价	19
四、投资建议	21
五、风险提示	21

图表索引

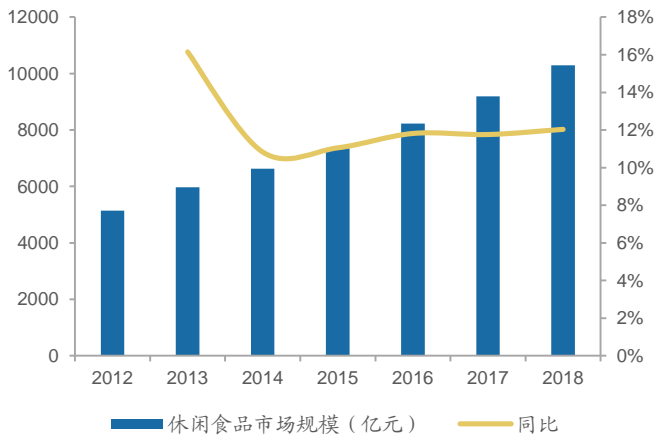
图 1: 18 年我国休闲食品行业销售额为 10297 亿元, 12-18 年 CAGR 为 12.3%.5	
图 2: 中国咸味零食、甜味零食和糖果的人均消费额低于发达国家 (美元)5	
图 3: 2019 年我国休闲食品超市、个体零售经销商、电商渠道和其他渠道收入占比 51.7%、23.0%、12.8%和 12.5%.....6	
图 4: 2010-2019 年中国休闲食品电商渠道零售额占比从 0.3%提升至 12.8%.....6	
图 5: 2018 年烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品是休闲食品主要品类.....6	
图 6: 11-18 年咸味食品、烘焙、甜味食品和糖果行业均价复合增速分别为 4.1%、4.9%、4.0%和 4.3%.....6	
图 7: 13-18 年休闲卤制品、烘焙糕点和其他品类产品销售额增速高于休闲食品整体7	
图 8: 2018 年我国休闲食品行业 CR10 (出厂口径) 为 14.4%.....8	
图 9: 18 年中国咸味零食、烘焙、甜味零食和糖果的 CR5 均低于发达国家9	
图 10: 2019 年阿里系平台休闲食品 CR3 为 27.7%, 三只松鼠居第一市占率 14.1%10	
图 11: 阿里系平台休闲食品 CR3 从 18 年 3 月的 17.8%升至 20 年 1 月的 35% 10	
图 12: 12-17 年互联网单位用户承载的广告成本从 137 元提升至 508 元.....10	
图 13: 信息化系统和柔性供应链为企业品牌、产品和渠道赋能.....15	
图 14: 三只松鼠搭建完善业务流程, 提升运营效率和良好消费者体验16	
图 15: 洽洽食品国内打造深度覆盖的经销网络17	
图 16: 公司产品远销亚、欧、美等 30 多个国家和地区17	
图 17: 18 年洽洽食品葵花籽类和坚果类收入占比较高19	
图 18: 18 年三只松鼠各品类收入占比.....19	
图 19: 三只松鼠百度搜索指数高于其他竞争对手.....19	
表 1: 线下龙头深耕线下优势渠道, 在电商布局依然较弱11	
表 2: 线上龙头积极布局线下市场.....11	
表 3: 受益高周转率和高杠杆率, 线上龙头 ROE 高于线下龙头.....12	
表 4: 三只松鼠资产周转率高于竞争对手 (2018 年)13	
表 5: 洽洽食品净利率高于竞争对手 (2018 年)13	
表 6: 休闲食品电商、KA 经销、直营连锁和加盟连锁互有优劣14	
表 7: 休闲食品企业大体可分为综合型企业 and 专业型企业两类17	
表 8: 线上休闲零食爆品价格及销量对比.....18	
表 9: 休闲食品企业的品牌定位和营销策略存在差异.....20	
表 10: 三只松鼠会员数远超其他休闲食品企业.....21	
表 11: 香港休闲食品公司财务数据 (货币单位: 人民币)21	

一、休闲食品行业空间达万亿，未来3年CAGR10%

(一) 18年我国休闲食品销售额达万亿，人均消费提升潜力大

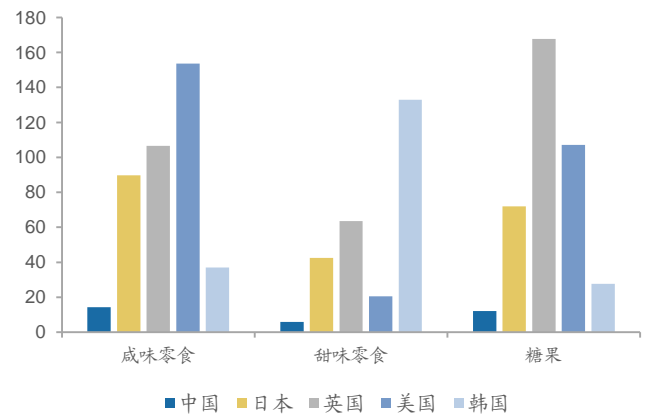
2018年我国休闲食品行业销售额为10297亿元，2012-2018年CAGR为12.3%。休闲食品指的是一类正餐以外、满足消费者休闲需求的食品。根据Frost&Sullivan，18年我国休闲食品行业销售额达10297亿元，2012-2018年CAGR为12.3%。与欧美国家相比，我国居民人均收入和人均休闲食品消费额也较低，仍有较大提升空间。分品类来看，据彭博，18年我国人均咸味零食消费额为14.2美元，低于日本（89.8美元）、英国（106.5美元）、美国（153.6美元），我国甜味零食、糖果等品类人均消费也低于发达国家。

图1：18年我国休闲食品行业销售额为10297亿元，12-18年CAGR为12.3%



数据来源：Frost&Sullivan，广发证券发展研究中心

图2：中国咸味零食、甜味零食和糖果的人均消费额低于发达国家（美元）



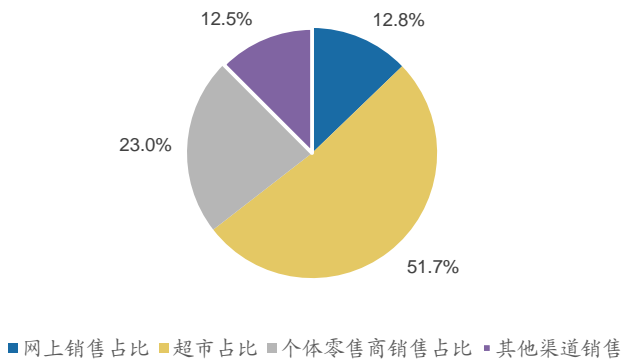
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

(二) 电商渗透提升和产品品类扩张有望推动未来3年CAGR10%左右

1. 电商渠道扩张是推动行业收入扩张的因素之一

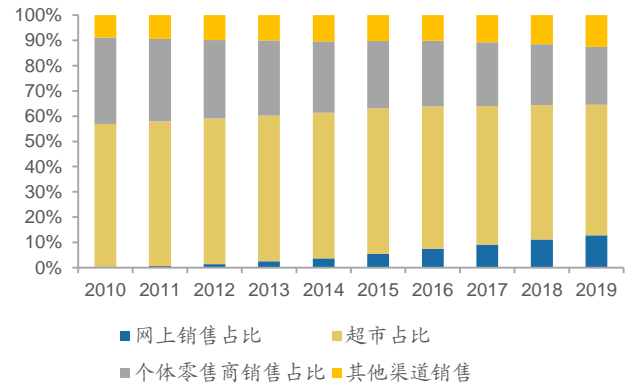
2019年电商渠道销售占比12.8%，未来渗透率仍将快速提升。休闲食品从销售渠道来看，可分为超市、个体零售经销商、电商渠道和其他渠道。根据彭博，我国休闲食品在超市、个体零售经销商、电商渠道和其他渠道收入占比分别为51.7%、23.0%、12.8%和12.5%。随着中国电商的迅速发展，2010-2019年中国休闲食品电商渠道零售额占比从0.3%提升至12.8%。未来休闲食品电商有望不断通过向三四线城市、农村市场下沉以及向海外市场拓展，持续推动行业发展。同时伴随电商渠道渗透率的提升，传统商超、便利店、专卖店、杂货铺的零售渠道格局逐步和线上渠道相融合，为消费者提供更好的购物体验，为行业发展注入新动能。

图3: 2019年我国休闲食品超市、个体零售经销商、电商渠道和其他渠道收入占比51.7%、23.0%、12.8%和12.5%



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图4: 2010-2019年中国休闲食品电商渠道零售额占比从0.3%提升至12.8%

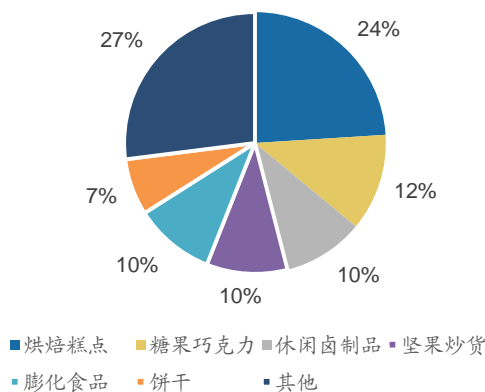


数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

2. 产品品类扩张和高端化是推动行业收入扩张的另一因素

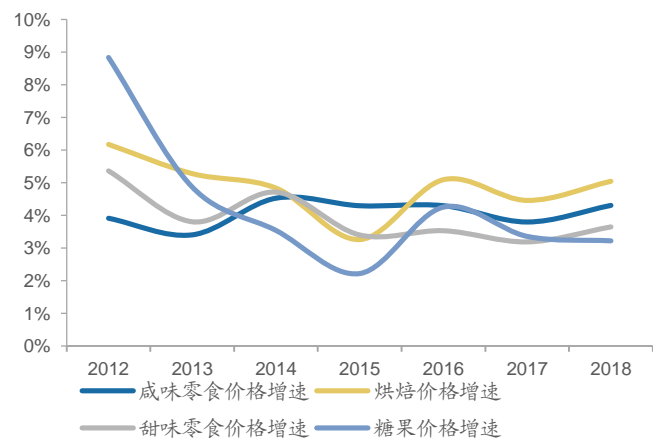
新品扩张推动休闲食品行业快速增长。我国休闲食品品类丰富, 根据Frost&Sullivan, 2018年我国烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品、坚果炒货、膨化食品和饼干在休闲食品销售额中占比分别为24%、12%、10%、10%、10%。休闲食品行业不断进行产品创新。据商务部《消费升级背景下零食行业发展报告》, 洽洽食品从葵花籽起家, 持续推出国葵类、坚果类和烘焙类新品; 徐福记每年汰旧换新, 平均每年推出30种以上新品和口味; 良品铺子则自2016年以来以每个月30-40款的速度推出新产品。目前徐福记、来伊份SKU超1000个, 百草味的SKU超过600种。根据Frost&Sullivan, 13-18年休闲卤制品、烘焙食品和其他品类销售额CAGR为20%、13%和22%, 高于休闲食品整体增速, 新品快速扩张是行业增长的重要推动力。

图5: 2018年烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品是休闲食品主要品类



数据来源: Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

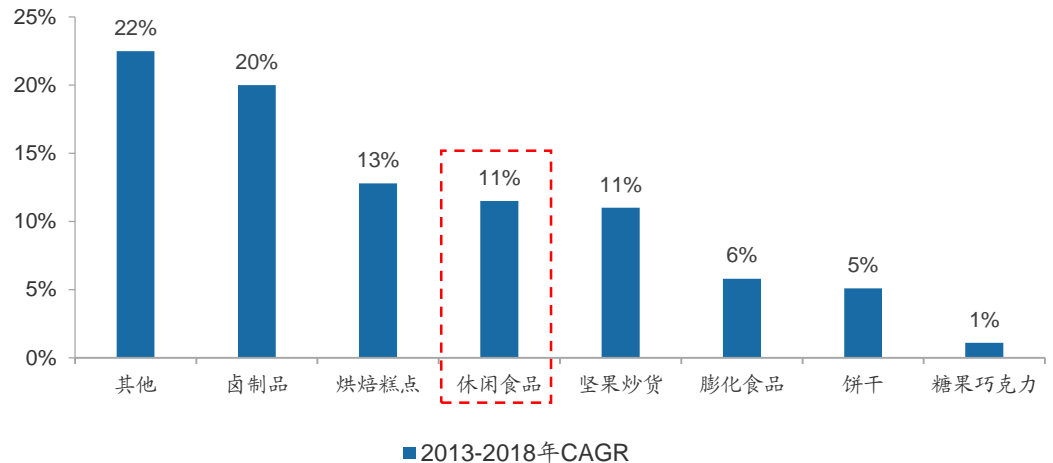
图6: 11-18年咸味食品、烘焙、甜味食品和糖果行业均价复合增速分别为4.1%、4.9%、4.0%和4.3%



数据来源: Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

休闲食品**高端化和专业化是推动行业增长的另一动力**。随着居民消费水平提升，休闲食品行业也存在消费升级。休闲食品企业通过使用更高品质的食材获取更高溢价，根据中国消费网，2015-2017年定位高端市场的海味零食销售额增长了7.7倍。休闲食品的专业化趋势也逐步显现，休闲食品企业针对不同人群，不同生理状态推出特定的休闲食品。食材高端化和定位专业化是推动行业均价增长的重要因素，根据彭博，11-18年咸味食品、烘焙、甜味食品和糖果行业均价复合增速分别为4.1%、4.9%、4.0%和4.3%。

图7: 13-18年休闲卤制品、烘焙糕点和其他品类产品销售额增速高于休闲食品整体



数据来源: Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

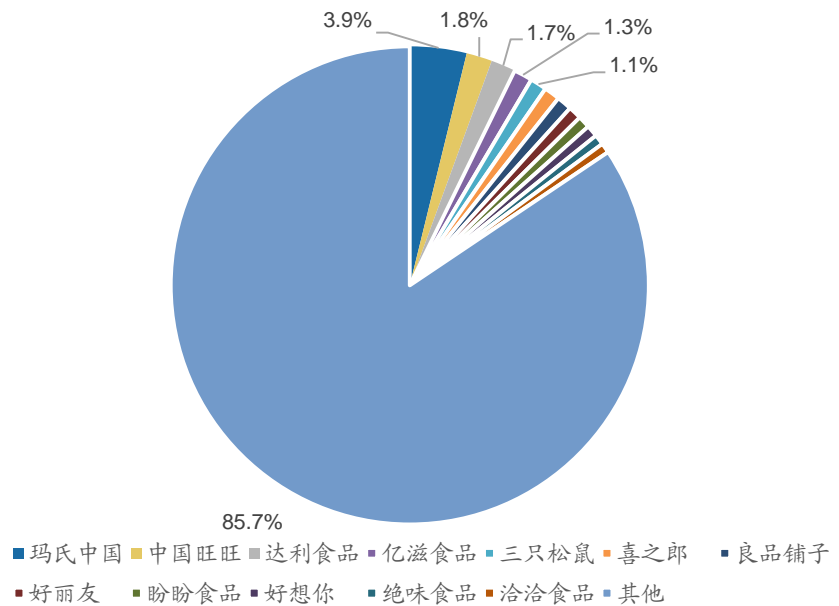
受益于**网购渗透率提升、产品品类扩张和高端化**，预计未来**3年休闲食品行业收入复合增长10%左右**。我国休闲食品行业尚处于增长期，随着我国居民人均消费能力的提升、电商渠道渗透下沉到低线市场，叠加休闲食品的不断创新、消费场景的多元化继续凸显，休闲零食行业有望延续较快增长。过去5年电商红利驱动休闲食品行业较快增长，未来随着电商红利逐渐消退，对行业驱动因素弱于以往，我们认为未来3年休闲零食行业收入增速将略低于过去5年，预计将保持10%左右的复合增速。

二、行业 CR10 仅 14.4%，龙头市占率有望提升

（一）18 年休闲食品行业 CR10 仅 14.4%，集中度仍有较大提升空间

2018年我国休闲食品行业CR10（出厂口径）为14.4%，三只松鼠市占率1.1%排名第五。我国休闲食品行业存在着行业集中度低、集中度提升速度较慢的特征。（1）我国休闲食品行业增长较快，进入门槛低，行业参与者仍不断增加，根据前瞻产业研究院数据，我国休闲食品行业企业数量从2011年的1992家提升至2017年的2771家；除了本土企业外，玛氏、亿滋等国外龙头企业积极布局中国市场，参与者众多导致市场集中度较低。（2）我国休闲食品品类众多，存在明显的地域差异，比如新疆的蜜饯果干，四川的肉干卤味等；各品类中均产生深耕多年的行业龙头，导致行业集中度难以提升。根据彭博数据，2018年我国休闲食品行业CR10（出厂口径）为14.4%，前五大企业玛氏、旺旺、达利食品、亿滋和三只松鼠市占率分别为3.9%、1.8%、1.7%、1.3%和1.1%。

图8：2018年我国休闲食品行业CR10（出厂口径）为14.4%

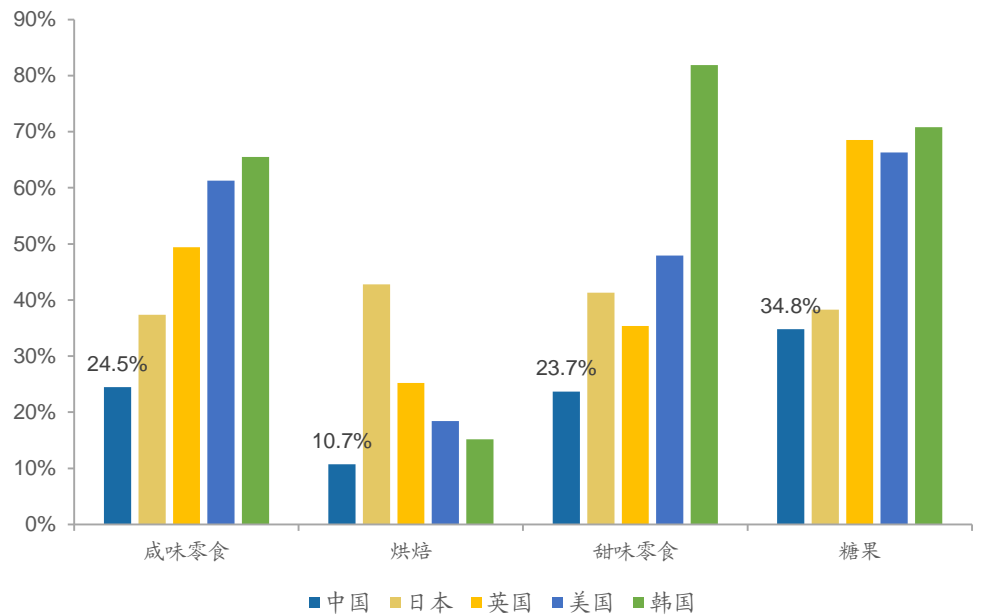


数据来源：食品板，wind，彭博，广发证券发展研究中心

从细分品类来看，中国咸味零食、烘焙、甜味零食和糖果的CR5均低于发达国家，集中度仍有较大提升空间。根据彭博，18年我国咸味零食CR5为24.5%，低于日本（37.4%）、美国（61.3%），我国咸味零食前五大品牌旺旺、百事、三只松鼠、洽洽食品、良品铺子市占率分别为7.5%、5.9%、4.0%、3.6%、3.1%。18年我国甜味零食CR5为23.7%，低于日本（41.3%）、美国（47.9%），前五大品牌亿滋、雀巢、溜溜果园、纳宝帝、嘉士利市占率分别为9.2%、5%、3.5%、3.3%、3.0%。18年我国糖果行业CR5为34.8%，玛氏、雀巢、不凡帝范梅勒、费列罗、喜之郎市占率分别为15.7%、6.5%、4.5%、4.2%、3.9%。18年我国烘焙行业CR5为10.7%，达利、桃李、盼盼、好丽友、雀巢市占率分别为4.0%、3.2%、

1.3%、1.3%、0.9%。综合来看我国咸味零食、烘焙、甜味零食和糖果的CR5均低于发达国家，集中度依然较低，未来仍有较大提升空间。

图9：18年中国咸味零食、烘焙、甜味零食和糖果的CR5均低于发达国家



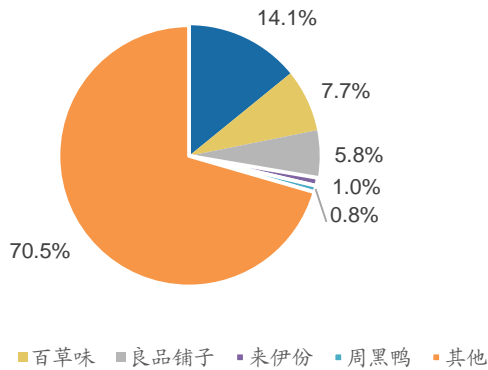
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

（二）线上集中度高于线下，三只松鼠线上龙头地位稳固

休闲食品线上集中度高于线下，三只松鼠在阿里系平台市占率为14.1%排名第一。据淘数据，2019年阿里系休闲食品CR3达27.7%，远高于休闲食品整体集中度，阿里系休闲食品前三大龙头三只松鼠、百草味、良品铺子市占率分别为14.1%、7.7%、5.8%，远高于第四五名的来伊份（1%）和周黑鸭（0.8%），龙头地位显著。阿里系休闲食品CR3从18年3月的17.8%提升至20年1月的35%，其中三只松鼠、百草味、良品铺子市占率分别提高9.3pct、5.2pct、0.3pct，三只松鼠市占率和百草味、良品铺子逐步拉开差距。随着天猫、淘宝、京东、唯品会等大型平台提高行业标准和准入门槛，小企业面临准入门槛，大企业规模效应不断凸显，我们认为未来休闲食品龙头市占率将进一步提升。

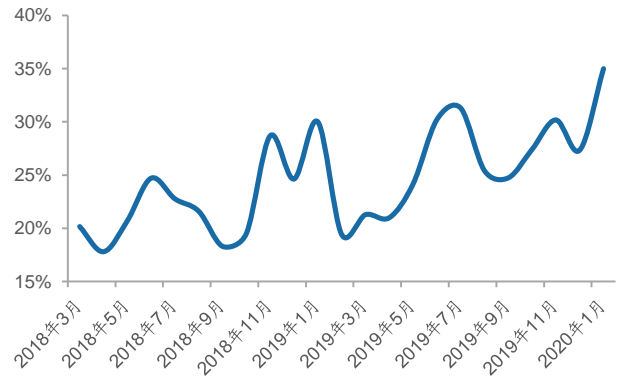
线上运营成本提升，线下企业布局线上难度加大，三只松鼠线上龙头地位稳固。良品铺子是从线下走向线上成功的典范，13年良品铺子布局线上享受互联网流量红利、获客成本低，线上无明显龙头，良品铺子凭借线下供应链优势占据线上第三。而目前流量红利时代结束，电商获客成本持续提升，根据领英，互联网单位用户承载的广告成本从12年的137元提升自17年的508元，同时线上流量持续向三大龙头聚集，线下企业难以挑战线上龙头地位，我们认为三只松鼠在线上龙头地位稳固。

图10: 2019年阿里系平台休闲食品CR3为27.7%，三只松鼠居第一市占率14.1%



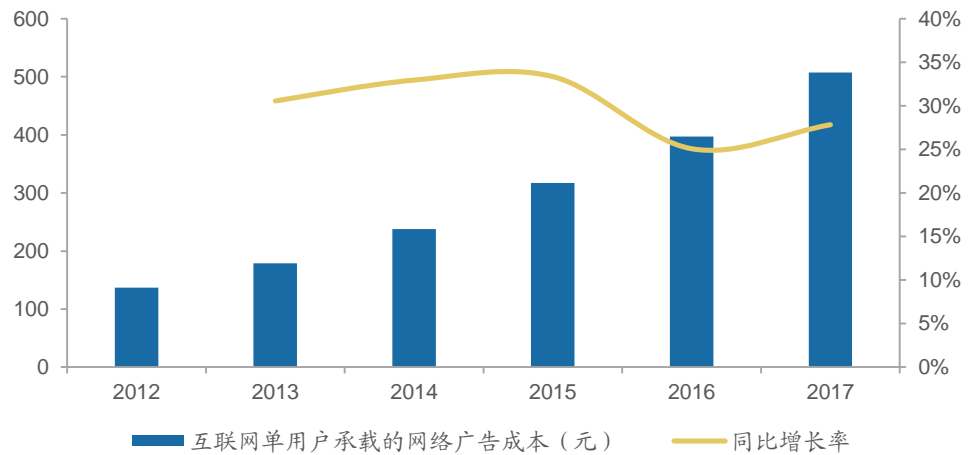
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图11: 阿里系平台休闲食品CR3从18年3月的17.8%升至20年1月的35%



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图12: 12-17年互联网单位用户承载的广告成本从137元提升至508元



数据来源: 领英, 广发证券发展研究中心

(三) 线下龙头深耕线下渠道扩大优势, 线上龙头布局线下大势所趋

线下龙头电商布局相对较弱, 深耕线下优势渠道扩大竞争优势。线下休闲食品龙头目前均积极探索线上渠道, 但效果一般。洽洽食品、绝味食品和盐津铺子均在14年成立电商相关部门, 目前电商渠道收入均不高, 根据洽洽食品半年报, 19年上半年电商收入占公司收入仅10.6%。目前线下龙头主要精力仍深耕线下渠道, 扩大竞争优势。洽洽食品通过“渠道精耕+县乡突破”战略进行全国化经销网络布局和渠道深度下沉, 根据中国税务报, 17年洽洽食品在袋装瓜子领域市占率超过70%。绝味食品加大对原有市场门店加密和空白市场的扩张, 每年新增800-1200家加盟门店, 根据公司年报, 目前门店数量超万家; 盐津铺子通过店中岛模式加大在全国商超渠道的铺货, 积极扩张经销渠道, 根据e公司, 19年公司店中岛超6000家, 20年超1万家。线下龙头通过渠道精耕持续扩大竞争优势, 有望在各自细分赛道胜出。

表 1: 线下龙头深耕线下优势渠道, 在电商布局依然较弱

企业	深耕线下举措	布局线上举措
洽洽食品	通过“渠道精耕+县乡突破”战略进行全国化经销网络布局和渠道深度下沉	14年开始布局电商, 17年在合肥本部投资3.47亿建设电商物流中心和坚果分厂项目, 19年上半年电商收入占公司收入仅10.6%
绝味食品	每年新增800-1200家加盟门店, 目前门店数量超万家	14年成立互联网数字营销中心, 目前累计注册会员达到4000多万, 电商收入占比不高
盐津铺子	通过店中岛模式加大在全国商超渠道铺货, 积极扩张经销渠道, 19年公司店中岛超6000家	14年起, 盐津铺子开始借助天猫、京东、一号店等电商平台进行销售, 目前电商收入较少

数据来源: 公司年报、半年报, e公司, 广发证券发展研究中心

线上线下一体化是大势所趋, 线上龙头纷纷加快线下布局。休闲食品线上渠道虽然增长迅速, 但存在缺乏体验感、无法满足即时消费的劣势, 各大线上休闲食品龙头纷纷布局线下, 三只松鼠、百草味等品牌纷纷采取全渠道布局的策略, 将线上需求延伸到线下, 同时通过线下门店体验增加转化率, 又吸引消费者回到线上完成购买, 实现全渠道的融合。三只松鼠16年在芜湖开设了第一个线下体验店, 19年4月三只松鼠开始开放加盟小店, 根据三只松鼠微信公众号, 截止19年12月公司加盟店已达278家。06年良品铺子以线下起家, 13年以来线上和线下均同步发展, 根据亿邦动力网, 19年良品铺子目前线上和线下收入占比均50%左右。根据东方网, 19年6月百草味第一家“零食优选”门店落地, 目前已完成10家开店计划, 百草味17年和零售通合作探索线下渠道, 20年计划和零售通开发2500家升级样板店。

线上龙头在新品开发和品牌推广方面具备优势, 有望抢占线下市场份额。随着消费者对休闲食品多样化、高端化需求提升, 休闲食品企业的产品研发和场景构建都将围绕消费者展开并重构。线上企业在布局线下时具备明显优势: (1) 线上企业能够借助电商丰富的消费者数据, 迅速捕捉消费者需求, 并且通过代工模式能够迅速进行新品开发和推广。(2) 线上企业更加注重消费者交流, 在品牌营销方面, 更年轻化和互联网化, 在线下市场更能吸引年轻消费者, 未来在线下市占率有望提升。(3) 线上休闲食品龙头具备多SKU、品牌知名度高等特点, 主要通过连锁门店的形式布局线下, 避开和线下企业在商超和流通渠道正面竞争; 同时连锁门店更满足消费者即时消费需求, 销售转化率高。

表 2: 线上龙头积极布局线下市场

企业	布局线下的时点	现状及未来规划
三只松鼠	16年开设第一个线下体验店, 19年4月开始开放加盟小店	19年12月公司联盟小店达278家, 近百家直营旗舰店, 计划未来5年开1万家门店
良品铺子	06年成立时以线下起家, 13年以来线上和线下同步发展	19年公司线上和线下收入占比均在50%左右, 线下门店2400多家
百草味	17年和零售通合作探索线下渠道, 19年6月开设第一家“百草味·零食优选”门店	目前已经完成10家专卖店计划, 20年计划和零售通开发2500家升级样板店

数据来源: 公司官网, 东方网, 三只松鼠微信公众号, 广发证券发展研究中心

三、商业模式：线上龙头高周转、高杠杆，线下龙头较高净利率

（一）线上龙头高周转、高杠杆，线下龙头较高净利率

受益高周转率和高杠杆，线上龙头三只松鼠、良品铺子ROE高于线下龙头洽洽食品、盐津铺子。18年线上龙头三只松鼠和良品铺子ROE为31.7%、24.9%，高于线下龙头洽洽食品（13.6%）、盐津铺子（11.4%）。线上龙头三只松鼠和良品铺子资产周转率维持在2次以上，权益乘数3左右，均高线下龙头洽洽食品和盐津铺子，是高ROE的主要原因。18年线下龙头洽洽食品和盐津铺子净利率分别为10.5%、6.4%，高于线上龙头三只松鼠（4.3%）和良品铺子（3.9%）。

表 3：受益高周转率和高杠杆率，线上龙头ROE高于线下龙头

公司	指标	2015	2016	2017	2018
三只松鼠	ROE	4.15%	52.01%	42.72%	31.66%
	净利率	0.44%	5.35%	5.44%	4.34%
	资产周转率	2.36	2.76	2.57	2.65
	权益乘数	4.00	3.53	3.05	2.75
良品铺子	ROE	16.21%	29.06%	6.20%	24.92%
	净利率	1.51%	2.45%	0.79%	3.89%
	资产周转率	1.74	1.95	1.95	2.08
	权益乘数		6.47	4.48	3.21
洽洽食品	ROE	13.04%	12.19%	10.62%	13.55%
	净利率	11.03%	10.22%	8.93%	10.52%
	资产周转率	0.75	0.80	0.81	0.86
	权益乘数	1.59	1.52	1.48	1.53
盐津铺子	ROE	30.26%	30.95%	14.61%	11.41%
	净利率	11.21%	12.53%	8.66%	6.43%
	资产周转率	1.35	1.33	0.98	1.04
	权益乘数	2.01	1.86	1.71	1.72
好想你	ROE	-0.23%	1.72%	3.31%	3.92%
	净利率	-0.29%	1.89%	2.39%	2.20%
	资产周转率	0.48	0.56	0.80	0.93
	权益乘数	1.66	1.63	1.58	1.62
来伊份	ROE	12.99%	9.08%	5.36%	0.54%
	净利率	4.21%	4.14%	2.79%	0.26%
	资产周转率	1.78	1.39	1.26	1.33
	权益乘数	1.73	1.57	1.53	1.55

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

休闲食品线上龙头商业模式：高周转、高杠杆、低净利。从资产周转率来看，三只松鼠和良品铺子等线上龙头由于生产端采用代工模式，固定资产规模较小，且在电商渠道销售，销售行为比线下更加迅速，因此资产周转率明显高于洽洽、盐津铺子等线下品牌。从权益乘数来看，三只松鼠资产周转率维持在2次以上，权益乘数3左右，高于其他竞争对手，主要由于线上龙头采用代工模式，对上游代工厂议价权很强，应付票据和应付账款较高，可以占用上游资金。从净利率来看，线上龙头需要价格策略和促销策略来稳固市占率，导致毛利率不高，此外平台推广费用、平台佣金及快递费较高导致费用率较高，因此线上龙头净利率普遍不高。对于线上渠道而言，维持高周转率和高杠杆需要强大的供应链系统，以及更大的规模带来更强的上游议价能力，三只松鼠目前电商渠道规模第一，管理层优秀，有望在线上渠道持续领先。

表 4：三只松鼠资产周转率高于竞争对手（2018年）

公司	资产周转率	流动资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率
三只松鼠	2.65	3.28	4.32	31.55	26.85
良品铺子	2.08	2.70	6.73	68.24	19.35
洽洽食品	0.86	1.32	2.54	22.72	4.13
盐津铺子	1.04	2.47	3.38	14.06	2.34
好想你	0.93	1.93	2.99	12.05	4.14
来伊份	1.33	1.90	5.44	115.34	7.33

数据来源：wind，广发证券发展研究中心 注：为备战次年年货旺季，12月底休闲食品存货普遍较多，存货周转率代表性较差。

休闲食品线下龙头商业模式：较高净利率、低周转、低杠杆。18年线下龙头洽洽食品和盐津铺子净利率（归母净利率）达10.5%、6.4%，高于三只松鼠（4.3%）、良品铺子（3.9%）、好想你（2.2%）、来伊份（0.3%）。18年洽洽食品毛利率31.2%，处于行业中等水平，开拓坚果新品短期对毛利率有所拖累。18年洽洽食品销售费用率仅13.58%，远低其他竞争对手，反映了公司渠道优势以及聚焦瓜子和坚果带来的品牌溢价。对于线下企业而言，在细分赛道，具备渠道优势和品牌优势的企业可持续通过规模效应和品牌溢价提升净利率，维持优势地位。

表 5：洽洽食品净利率高于竞争对手（2018年）

公司	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	净利率
三只松鼠	28.25%	20.86%	2.11%	-0.13%	4.34%
良品铺子	31.21%	19.45%	6.34%	0.03%	3.89%
洽洽食品	31.16%	13.58%	5.75%	-0.13%	10.52%
盐津铺子	39.13%	25.98%	7.23%	0.63%	6.43%
好想你	28.48%	20.61%	4.30%	0.58%	2.20%
来伊份	43.91%	32.89%	11.07%	-0.15%	0.26%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心 注：上表中净利率均为归母净利率

（二）渠道：线上龙头布局线下强化对上游议价权，线下龙头渠道深耕提升产业链话语权

休闲食品销售渠道主要分为电商、KA经销、直营连锁和加盟连锁四个渠道，不同渠道互有优劣。在信息化和供应链持续升级的趋势下，线上和线下趋于融合。由于KA和经销渠道相对封闭，难以直接触达消费者，扩张难度较大，线上龙头往往不会进入KA和经销渠道，而是通过直营或加盟门店布局线下。由于线上格局趋于稳定，KA经销渠道龙头也难以在线上打开空间，布局线上主要目标往往是获取消费者需求和品牌宣传，渠道发展方向主要是深耕自身优势渠道。

表 6：休闲食品电商、KA经销、直营连锁和加盟连锁互有优劣

	电商	KA经销	直营连锁	加盟连锁
扩张速度	高	较高	低	中
流量	高	较高	中	低
客单价	较高	低	高	低
毛利率	低	较高	高	中
费用率	中	中	高	低
净利率	低	较高	低	中
核心竞争力	规模和品牌	规模	供应链	供应链
代表企业	三只松鼠、百草味、良品铺子	洽洽食品、盐津铺子、桃李面包	周黑鸭、来伊份、元祖食品	绝味食品、煌上煌、良品铺子

数据来源：广发证券发展研究中心

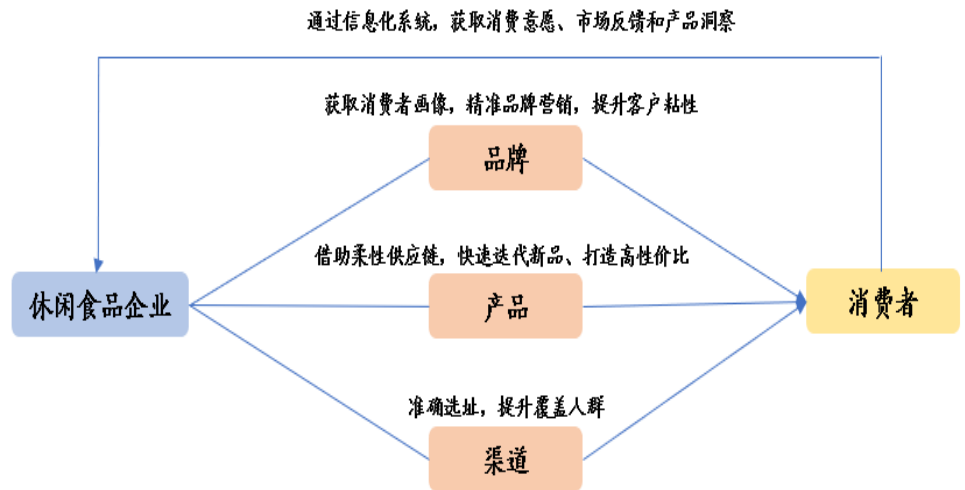
1.三只松鼠线上模式为线下赋能，线下布局将强化对上游议价权

线上渠道格局趋于稳固，电线上龙头加速线下连锁门店布局。电商能够突破区域限制，覆盖全国消费者，休闲食品企业可通过电商快速规模扩张。随着电商红利逐渐消退，行业竞争格局趋于稳定，具备规模优势和品牌优势的龙头更容易获取流量资源，在线上准入门槛逐渐提升的背景下，线下企业布局线上越来越困难，线上渠道进入集中度提升期。和直营连锁模式的重资产相比，加盟连锁模式能借助社会资源杠杆，费用率更低，扩张速度更快。和KA经销渠道相比，加盟店能够陈列更多SKU，能更直接和消费者进行沟通。加盟连锁门店是线上龙头布局线下的首选渠道，目前三只松鼠等线上企业纷纷通过连锁门店布局线下。对于加盟连锁企业，供应链管理和加盟商管理能力是最重要的能力。绝味食品是加盟门店龙头，凭借全国范围的冷链日配供应链体系和优秀的加盟商管理，门店数量已经超1万家。

线上龙头具备信息化系统和供应链优势为企业品牌、产品和渠道赋能，布局加盟门店具备优势。由于消费者对休闲食品需求多变，需要休闲食品企业迅速对消费者需求做出反应。线上龙头由于SKU众多，消费者覆盖面积较广，具备信息化系统和供应链优势，能通过信息化系统获取消费意愿和市场反馈，强化企业品牌、产品

和渠道，在布局线下门店时具备优势。在产品端，休闲食品企业可通过大数据获取消费者最新需求，通过柔性供应链快速迭代新品，提升新品成功率，并且随着规模提升，产品性价比将凸显。在品牌端，企业通过获取消费者画像，进行精准品牌营销，提升客户粘性和运营效率。在渠道端，信息化系统可以为线下门店提供选址参考、产品组合参考等，完善的供应链提升帮助门店实现深度下沉，通过海量消费者数据和消费基础进一步优化用户画像、强化规模效应。

图13: 信息化系统和柔性供应链为企业品牌、产品和渠道赋能

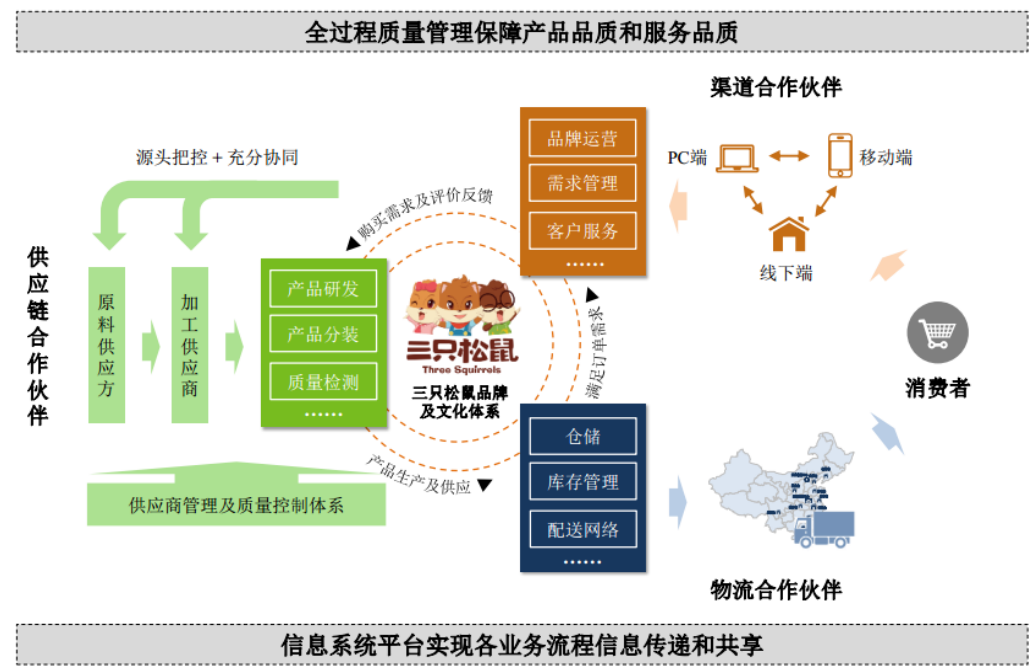


数据来源: 广发证券发展研究中心

三只松鼠轻资产模式布局线下，强化公司品牌力和对上游议价权。三只松鼠是线上渠道龙头，信息化系统和柔性供应链系统明显强于其他竞争对手，在产品研发和采购阶段，公司通过天猫、京东等电商平台和线下门店获取运营数据，进行产品开发和研发计划，并通过OEM方式进行生产（18年公司供应商共420家）。在销售阶段，消费者可以在线下旗舰店、手机app和线下门店下单，公司和消费者密切联系，对反馈及建议进行实时收集和处理，提升消费者购买体验。在配送阶段，公司与领先的全国性物流或快递公司合作，并通过自有信息管理系统和合作物流伙伴进行对接，提升公司在物流环节的运转效率。三只松鼠加速线下渠道布局，截止19年12月公司联盟店已达278家，直营门店近百家。根据亿邦动力网，公司2020年门店目标1000家，未来5年计划达10000家。对于万家联盟小店的区域布局，三只松鼠采取全国布局方法，加大区域深度和密度，门店深度下沉。

公司线下渠道快速扩张有助于：（1）为公司信息化系统积累更多用户数据，使得公司对用户画像刻画更加精准，从而实现精准效应，提升运营效率。（2）线下扩张将快速扩大公司收入规模，实现对加工厂和上游原材料供应链的强议价权。（3）线下门店扩张将强化三只松鼠在线下的品牌认知度。

图14：三只松鼠搭建完善业务流程，提升运营效率和良好消费者体验



数据来源：三只松鼠招股说明书，广发证券发展研究中心

2.KA经销渠道马太效应凸显，洽洽食品渠道深耕强化产业链话语权

KA经销渠道进入门槛高，马太效应明显。KA经销渠道是传统食品企业主要渠道，扩张速度较快，目前处于行业集中度提升期。KA是休闲食品品牌宣传阵地，进入门槛较高，中小企业难以进入。经销渠道中优秀经销商资源是稀缺的，因此先发优势和规模优势明显，具备渠道优势的龙头可通过持续导入新品，享受渠道协同红利。由于KA和经销渠道难以掌控终端数据，且进入难度较大，线上龙头在KA和经销渠道布局较少。

洽洽食品打造全国性的线下终端销售网络、逐步成长的海外销售网络，受益规模效应和议价权提升，产业链话语权强化。洽洽食品布局KA和经销渠道10余年，通过“渠道精耕+县乡突破”战略扶持重点客户，开发扶持中小客户，实现中心城市到乡镇及弱势区域的全覆盖网络，打造密集的经销网络。洽洽食品对渠道掌控力强，其他竞争对手难以抗衡。经过多年的海外市场开拓，洽洽食品已经建立了区域分布合理的外销网络，和国外多个具有丰富销售经验的经销商客户建立了合作关系，产品远销亚、欧、美等30个国家和地区，目前公司在新品每日坚果驱动下，开启新一轮增长。随着公司规模提升和对渠道掌控力提升，公司对上游供应商、下游渠道商以及终端消费者的议价能力有望提升，有望推动盈利能力提升。

图15: 洽洽食品国内打造深度覆盖的经销网络



数据来源: 洽洽食品官网, 广发证券发展研究中心

图16: 公司产品远销亚、欧、美等30多个国家和地区



数据来源: 洽洽食品官网, 广发证券发展研究中心

(三) 产品: 线上龙头新品迭代迅速打造爆品, 线下龙头聚焦大单品规模优势凸显

三只松鼠布局坚果、果干、烘焙、肉食等多品类, 洽洽食品聚焦瓜子和坚果双品类。从产品品类数量来看, 休闲食品企业大体可分为综合型企业 and 专业型企业。综合型企业是以三只松鼠、百草味等为代表, 采取多SKU策略, 生产模式多以代工为主。三只松鼠主要布局坚果、果干、烘焙、肉食四个大品类, 拥有600-700个SKU。专业型企业以洽洽食品、绝味食品和桃李面包为代表, 聚焦少数品牌, 基本为自主生产。洽洽食品聚焦瓜子和坚果双品类, 18年葵花籽和坚果类产品收入占比分别是66.9%和12%。

表 7: 休闲食品企业大体可分为综合型企业和专业型企业两类

企业	产品品类	生产模式	品类战略
三只松鼠	综合型	代工	多品类, 600-700 个 SKU
良品铺子	综合型	代工	多品类+高端化, 1400 个 SKU
百草味	综合型	代工	多品类, 1000 多个 SKU
来伊份	综合型	代工	多品类, 1000 多个 SKU
盐津铺子	综合型	自主生产	多品类, 逐步培育大品类
洽洽食品	专业型 (瓜子、坚果)	自主生产	聚焦瓜子和坚果双品类
桃李面包	专业型 (烘焙糕点)	自主生产	聚焦短保面包
绝味食品	专业型 (休闲卤制品)	自主生产	聚焦休闲卤制品, 探索串串新品类

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三只松鼠以需求为核心利用信息化和供应链优势迅速迭代新品, 保障高效周

转。综合类企业则以多品类或全品类为发展方向，围绕产业链布局，在产品研发上深度布局，三只松鼠建立了“厂、仓、运”一体化柔性供应链，加持数字化信息系统赋能精准洞察客户画像，公司在“需求推动+技术推动”的创新型产品领先战略上遥遥领先。公司打造强大的研发能力和供应链体系，最快40天就可以研发出新产品并供应市场。根据公司年报，2018年三只松鼠新品销售额占公司全年销售额23%，我们认为随着公司产品研发体系的竞争优势凸显，持续推出满足消费者的新品将推动公司市占率提升。

三只松鼠充分挖掘品牌红利，未来盈利能力有提升空间。三只松鼠在电商红利初期，通过低价产品抢占市场份额，目前公司战略已发生转变。我们检测天猫商城五个热门休闲食品品类，三只松鼠销量均排在第一位，且远超其他企业，其中两款价格最高，另外三款排在第二、三位，产品价格适中。我们认为随着三只松鼠品牌知名度提升，公司将在打造爆品的同时提高企业利润，盈利能力有提升空间。

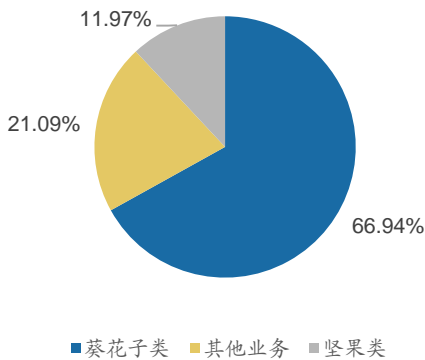
表 8：线上休闲零食爆品价格及销量对比

企业	单价 (元/100g)	总销量 (万)
每日坚果		
三只松鼠	13.2	702
洽洽食品	11.2	110
百草味	10.5	32
来伊份	10.5	107
手撕面包		
三只松鼠	3.0	1365
来伊份	3.0	12
良品铺子	2.8	82
百草味	2.6	446
肉松饼		
良品铺子	7.1	250
来伊份	5.7	12
三只松鼠	4.8	334
百草味	3.3	41
碧根果		
良品铺子	29.9	75
三只松鼠	10.7	2527
来伊份	10.6	14
洽洽食品	9.3	9
百草味	9.2	741
夏威夷果		
来伊份	11.6	25
良品铺子	11.5	447
三只松鼠	9.2	2345
百草味	8.0	1530

数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

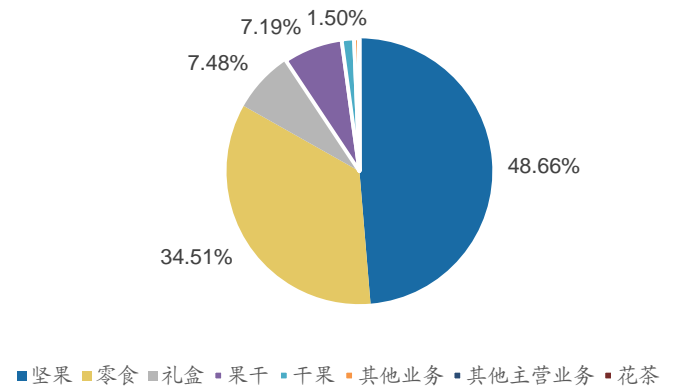
洽洽食品聚焦瓜子和坚果大单品，随着规模优势显现，净利率有望提升。洽洽食品通过核心大单品“红袋”瓜子在瓜子行业占据消费者心智，随后利用生产、渠道协同效应，开发出“蓝袋”系列和皇葵等系列瓜子产品，以及每日坚果新品类。洽洽食品聚焦瓜子和坚果两大单品，有助于利用自身产业链规模效应。随着公司两大品类收入提升，公司加大对上游原材料的把控，自建国葵和树坚果，加强成本控制能力。此外随着公司大单品规模提升，在生产、销售和营销端规模优势逐渐凸显，有望推动盈利能力提升。

图17: 18年洽洽食品葵花籽类和坚果类收入占比较高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 18年三只松鼠各品类收入占比

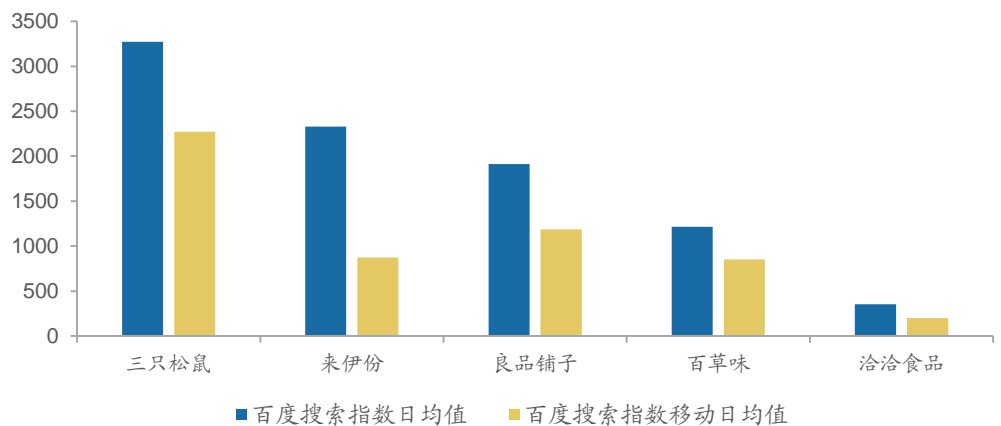


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 品牌: 线上龙头 IP 化营销强化消费粘性, 线下龙头品牌定位清晰获取品牌溢价

消费者对三只松鼠品牌认知高于其他休闲食品品牌。百度指数显示, 18年至今, 三只松鼠百度搜索指数日均值为3271, 高于来伊份、良品铺子、百草味和洽洽食品。目前三只松鼠在休闲食品行业能知名度最高。

图19: 三只松鼠百度搜索指数高于其他竞争对手



数据来源: 百度, 广发证券发展研究中心; 备注: 观察数据期间为 2018/1/1-2020/02/18

三只松鼠通过IP化推动品牌营销差异化、多元化发展，强化消费者粘性。休闲食品企业在品牌定位和营销策略上具备差异化，三只松鼠以IP化推动品牌多元化发展，创立松鼠小美、小酷、小贱的动漫角色，借助动画、周边、线下投食店等多元化渠道打造行业内独特的品牌生态，强化消费者粘性。18年4月三只松鼠上映业内第一部动画片《三只松鼠》，来伊份紧跟其后，自建《超级伊仔》IP产业生态圈，于18年9月推出动画片《超级伊仔》，但品牌认知度远低于三只松鼠。受益良好知名度，三只松鼠销量和资产周转率远超竞争对手。

洽洽食品聚焦瓜子、坚果双品牌，借助分众传媒传递差异化理念，强化消费者对洽洽坚果的认知，有望提升品牌溢价能力。洽洽食品在瓜子领域已经占据消费者认知，从净利率反馈来看就是净利率高于其他休闲食品企业。19年7月洽洽发布品牌升级发布会，确立洽洽瓜子和每日坚果两大业务线条，并和分众传媒合作，借助借助分众传媒强大的渗透力，将洽洽坚果“掌握关键保鲜技术”的全新超级口号及符号有效地打透城市主流消费者核心生活空间，在顾客的心智中与其它竞品形成差异化，构建大众对洽洽坚果的品牌的认知优势，有望提升品牌溢价能力。

表 9：休闲食品企业的品牌定位和营销策略存在差异

企业	品牌定位	营销策略
三只松鼠	互联网坚果销量领导品牌	(1) 以IP化推动品牌多元化发展，包括平面动漫、3D动漫、动画、绘本、周边产品、线下体验店 (2) 以“以客户为”的企业价值观为核心
良品铺子	全国领先高端零食品牌	(1) 聘请代言人吴亦凡、迪丽热巴 (2) 和分众传媒合作
来伊份	“全球好品质，健康好生活”品牌内核	(1) 聘请胡一天作为代言人 (2) 自建《超级伊仔》IP产业生态圈；2018年9月，大型原创3D动画作品《超级伊仔》开始上映
百草味	“全世界任你品尝”	(1) 与故宫、颐和园合作，打造中国文化系列产品 (2) 先后聘请杨洋、迪丽热巴作为代言人
洽洽食品	“瓜子+坚果”双品类战略	(1) 与分众传媒、管理咨询机构等进行合作，建立品牌认知 (2) 每日坚果包装升级，传递“掌握关键保鲜技术”理念

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

构建会员体系提升消费粘性，三只松鼠会员数高于竞争对手。三只松鼠通过天猫、京东等电商平台，快手、抖音等短视频APP以及线下门店，积累大量会员数量，会员体系已发展得较为完善健全。三只松鼠的会员、抖音、天猫平台粉丝数高于同行，线上复购率在休闲食品行业靠前，消费者黏性和忠诚度高。此外三只松鼠将品牌动漫周边产品的销售活动融入积分体系中，传播品牌形象，与竞争对手公司会员体系建设形成差异。

表 10: 三只松鼠会员数远超其他休闲食品企业

企业	天猫旗舰店粉丝数	京东旗舰店关注数	唯品会旗舰店收藏数	抖音粉丝数	线上复购率
三只松鼠	3630万	1469万	123.7万	212.8万	30%左右
良品铺子	2995万	856.6万	39.1万	15.1万	10%+
百草味	2446万	609.6万	59.4万	62.2万	30%左右
来伊份	495万	144.4万	-	8261	-
洽洽食品	165万	58.5万	5万	913	-

数据来源: 公司官网, 天猫, 京东, 唯品会, 抖音, 商务部流通产业促进中心, 广发证券发展研究中心

四、投资建议

休闲食品行业万亿市场, 电商渗透提升和产品品类扩张有望推动未来3年CAGR10%左右。18年休闲食品行业CR10仅14.4%, 线上、线下龙头市占率均有望提升。

休闲食品线上龙头商业模式具备高周转、高杠杆、低净利的特点, 以三只松鼠为代表的线上龙头布局线下提升对上游议价权, 感知消费需求打造爆品, IP化营销提升消费粘性, 强化高周转和高杠杆属性。我们建议关注线上龙头三只松鼠、良品铺子。

休闲食品线下龙头商业模式具备较高净利率, 低周转、低杠杆的特点, 以洽洽食品为代表的线下龙头深耕优势渠道提升产业链话语权, 聚焦单品规模效应明显, 获取品牌溢价, 从而推动净利率持续提升。我们建议关注线下细分子行业龙头洽洽食品、绝味食品、桃李面包、盐津铺子。

表 11: 香港休闲食品公司财务数据 (货币单位: 人民币)

公司简称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	18年归母净利润 (亿元)	EPS(元/股)			PE		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
达利食品	5.10	698	37.17	0.27	0.29	0.31	19	18	16
中国旺旺	5.64	700	34.77	0.28	0.31	0.33	20	18	17
周黑鸭	4.14	98	5.40	0.23	0.18	0.19	13	23	22

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

(1) 食品安全问题。食品加工企业在原材料采购、生产、储存和配送过程中

可能出现管控不严的情况，导致食品安全问题。对于采用代工生产的企业发生食品安全问题的可能性也更大。

(2) 行业竞争加剧。休闲食品进入门槛较低，若有潜在竞争对手进入可能影响行业内公司的市占率或会降低净利率。

(3) 渠道费用率提升。线上渠道费用和线上流量成本、物流成本有关；线下渠道费用和房租、人力成本、物流成本等有关，若相关成本提升或将影响公司利润。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。2019年食品饮料新财富第2名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

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

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

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

重要声明

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

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

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

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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