

食品饮料

解密三只松鼠&良品铺子高 ROE 之谜

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

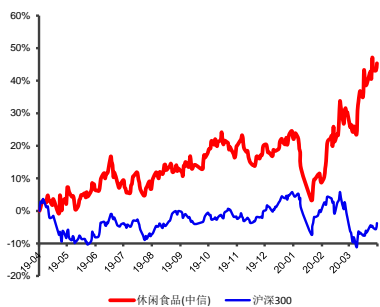
分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.29

行业-市场走势对比

相关报告

- 《三只松鼠深度报告：线上优势显著，数字化供应链赋能未来》
- 《良品铺子深度报告：线上线下一翼齐飞，高端零食龙头走向全国》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
三只松鼠	79.53	0.76	0.62	0.77	0.98	104.6	128.27	103.28	81.15	4.27	买入
良品铺子	56.80	0.59	0.94	1.12	1.43	96.27	60.43	50.71	39.72	2.65	买入

备注：股价为 2020 年 4 月 14 日收盘价。

投资要点

- **导读：三只松鼠和良品铺子是国内休闲零食行业两大巨头，规模分列线上和线下首位，两者各自领域均占据绝对优势，核心在于选择了不同的发展路径。本篇报告从 ROE 切入，主要讨论三个问题：第一，三只松鼠和良品铺子高 ROE 背后的商业模式是什么？第二，两者在线上和线下的高效率分别体现在哪？第三，两者未来的成长驱动力是什么？**
- **解密休闲零食巨头高 ROE 背后的商业模式之道。**三只松鼠和良品铺子 ROE 位居行业前两位，通过 ROE 拆分来看，我们发现其盈利能力和杠杆水平均无明显优势，营运能力才是两者的核心竞争优势。进一步地，虽然两者均以效率取胜，但背后所倚靠的商业模式截然不同，这是由两者在不同渠道具备的竞争优势所决定的。
- **三只松鼠：高效的线上运营之王，线上流量红利驱动成长。**三只松鼠以线上模式为主，公司在线上渠道具备明显竞争优势，平台流量分配红利、强大的品牌效应、全品类一站式购齐、丰富的线上运营经验赋予了公司强大的线上运营能力。体现在指标方面，公司在获客成本、用户复购率、转化率、上新周期等指标上都体现出了更高的线上运营效率，投入产出比明显高于同行。基于这种竞争优势，线上仍将是公司未来成长主要驱动力，公司将利用线上高效运营能力不断提升线上渗透率和复购率，持续享受线上流量扩张的红利，与此同时线下加快开店，努力优先实现规模的扩张。
- **良品铺子：成熟的线下运营之王，线下跑马圈地驱动成长。**良品铺子以线下模式为主，公司在线下渠道具备明显竞争优势，成熟的门店管理体系、大量的线下人才储备、渠道持续优化升级、丰富的线下运营经验赋予了公司强大的线下运营能力。体现在指标方面，公司在单店营收、坪效以及开店模式等方面都体现出了更高的线下运营效率。基于这种竞争优势，公司将重点发力线下业务，利用发展成熟、可复制性强的加盟模式加快开店，利用高效线下运营与门店升级提升同店，与此同时线上以维持为主，努力优先实现利润的增长。
- **投资建议：海阔凭鱼跃，天高任鸟飞，看好巨头差异化成长。**我们认为，竞争优势决定了商业模式，三只松鼠线上运营效率高、品牌力突出、运营能力强，因此选择线上模式为主，良品铺子线下运营效率高、门店经营管理成熟，因此选择线下模式为主。展望未来，三只松鼠将抓住线上流量红利加快渗透，良品铺子将加快跑马圈地走向全国。我们认为，不同模式本身并无优劣、各有千秋，两者有望在各自领域做到极致，看好双巨头在千亿休闲零食市场上持续提升份额、稳健成长。
- **风险提示：全球疫情蔓延或经济显著下滑、市场竞争加剧、食品安全事件风险、样本不足偏差。**

内容目录

导读.....	- 4 -
解密高 ROE 背后的商业模式之道.....	- 4 -
ROE 水平：三只松鼠和良品铺子领跑行业.....	- 4 -
ROE 拆分：高效率是三只松鼠和良品铺子的核心竞争优势.....	- 5 -
三只松鼠和良品铺子高效率背后的商业模式截然不同.....	- 6 -
三只松鼠：高效的线上运营之王，线上流量红利驱动成长.....	- 7 -
模式：全渠道布局，线上模式为主.....	- 7 -
效率：线上运营效率高，掌握线上核心竞争优势.....	- 7 -
表现：线上绝对领先，未来线上流量红利是主要驱动力.....	- 11 -
良品铺子：成熟的线下运营之王，线下跑马圈地驱动成长.....	- 13 -
模式：全渠道布局，线下模式为主.....	- 13 -
效率：线下运营效率高，门店运营模式成熟.....	- 13 -
表现：线下绝对领先，未来线下跑马圈地是主要驱动力.....	- 17 -
总结：各有千秋，走向融合.....	- 19 -
投资建议.....	- 20 -
风险提示.....	- 21 -

图表目录

图表 1：三只松鼠、良品铺子 ROE 占据行业前两位.....	- 4 -
图表 2：净利率：松鼠和良品处于行业中游.....	- 5 -
图表 3：毛利率：松鼠和良品处于行业中游.....	- 5 -
图表 4：费用率：松鼠和良品处于行业中游.....	- 5 -
图表 5：销售费用率：松鼠和良品处于行业中游.....	- 5 -
图表 6：权益乘数：松鼠和良品高于同行.....	- 6 -
图表 7：松鼠和良品的应付票据及应付账款在负债中的占比高.....	- 6 -
图表 8：资产周转率：松鼠和良品明显高于同行.....	- 6 -
图表 9：固定资产周转率：松鼠和良品远高于同行.....	- 6 -
图表 10：三只松鼠渠道模式为全渠道布局，以线上模式为主.....	- 7 -
图表 11：三只松鼠获客成本明显低于良品铺子.....	- 8 -
图表 12：三只松鼠和良品铺子订单获客成本的变动.....	- 8 -
图表 13：三只松鼠多次消费用户的占比在提升.....	- 8 -
图表 14：三只松鼠人均消费频次在提升.....	- 8 -
图表 15：三只松鼠用户转化率在提升.....	- 9 -

图表 16: 三只松鼠用户转化率的变动.....	- 9 -
图表 17: 公司一体化供应链模式是高效率的关键.....	- 10 -
图表 18: 三只松鼠线上优势决定了其线上高效率.....	- 10 -
图表 19: 三只松鼠线上业务一家独大.....	- 11 -
图表 20: 三只松鼠市占率超百草味和良品铺子之和.....	- 11 -
图表 21: 三只松鼠 2019H1 线上增速最快.....	- 11 -
图表 22: 三只松鼠市占率优势愈发明显.....	- 11 -
图表 23: 三只松鼠当前在线上渗透率仍很低.....	- 12 -
图表 24: 三只松鼠将加快线下扩张.....	- 12 -
图表 25: 三只松鼠收入分项预测.....	- 12 -
图表 26: 良品铺子渠道模式为全渠道布局, 以线下模式为主.....	- 13 -
图表 27: 良品铺子加盟店单店营收约 245 万元.....	- 14 -
图表 28: 三只松鼠加盟店单店营收约 216 万元.....	- 14 -
图表 29: 良品铺子坪效高于三只松鼠.....	- 14 -
图表 30: 三只松鼠与良品铺子开店模式全方位对比.....	- 15 -
图表 31: 良品铺子门店较为标准化.....	- 16 -
图表 32: 三只松鼠门店较为个性化.....	- 16 -
图表 33: 良品铺子线下竞争优势决定了其线下高效率.....	- 16 -
图表 34: 良品铺子线下业务占据绝对领先.....	- 17 -
图表 35: 良品铺子线下业务保持稳健增长.....	- 17 -
图表 36: 良品铺子经过两年调整后, 2019 年起加盟店加速扩张.....	- 18 -
图表 37: 三只松鼠 2019 年加盟店加速扩张.....	- 18 -
图表 38: 三只松鼠 2019 年底加盟店达 278 家.....	- 18 -
图表 39: 良品铺子收入分项预测.....	- 19 -
图表 40: 三只松鼠和良品铺子基于竞争优势选择了截然不同的商业模式.....	- 20 -
图表 41: 重点公司盈利预测表.....	- 20 -

导读

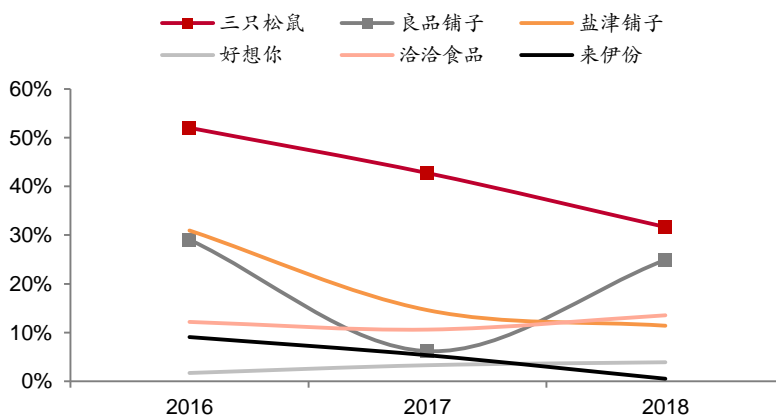
- 三只松鼠和良品铺子是国内休闲零食行业两大巨头，规模分列线上和线下首位，两者各自领域均占据绝对优势，核心在于选择了不同的发展路径。本篇报告从 ROE 切入，主要讨论三个问题：第一，三只松鼠和良品铺子高 ROE 背后的商业模式是什么？第二，两者在线上和线下的高效率分别体现在哪？第三，两者未来的成长驱动力是什么？

解密休闲零食巨头高 ROE 背后的商业模式之道

ROE 水平：三只松鼠和良品铺子领跑行业

- 从杜邦分析看休闲零食巨头的商业模式密码。ROE 指标（净资产收益率）反映了公司净资产的获利能力，因此可以衡量一个公司的盈利能力。进一步地，通过杜邦分析，ROE 指标又可以拆解为销售净利率（盈利能力）、资产负债率（营运能力）和权益乘数（杠杆水平）的乘积。因此，我们希望通过 ROE 指标及其分解指标入手，对比分析休闲零食行业巨头盈利能力以及背后所蕴含的商业模式差异。
- 三只松鼠、良品铺子 ROE 占据行业前两位。首先对比休闲零食行业上市公司的 ROE 水平，发现三只松鼠、良品铺子基本上占据行业前两位，2018 年两者 ROE 水平分别为 31.66%、24.92%，盈利能力行业领先。下面我们重点分析这两家公司的 ROE 分解指标及其背后的商业模式。

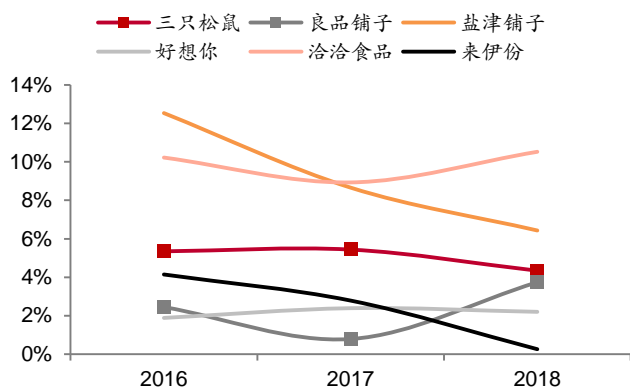
图表 1：三只松鼠、良品铺子 ROE 占据行业前两位



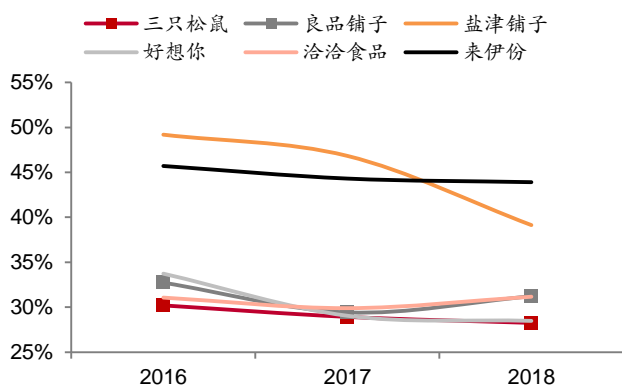
来源：wind，中泰证券研究所

ROE 拆分：高效率是三只松鼠和良品铺子的核心竞争优势

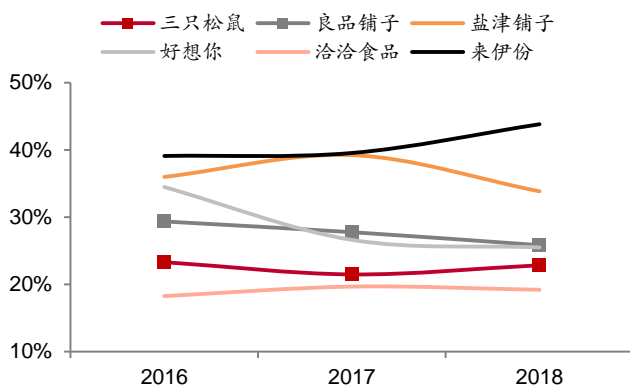
- 销售净利率：盈利能力并非松鼠和良品的核心竞争优势。**销售净利率衡量了一个公司的盈利能力。从这一指标来看，三只松鼠和良品铺子在行业中并无优势，2018 年两者净利率分别为 4.34% 和 3.74%，明显低于盐津铺子和洽洽食品，这主要与公司生产模式有关，松鼠和良品为 OEM 模式，而盐津和洽洽为自主生产模式，后者利润空间更足，因此盈利能力并非松鼠和良品的核心竞争优势。

图表 2：净利率：松鼠和良品处于行业中游


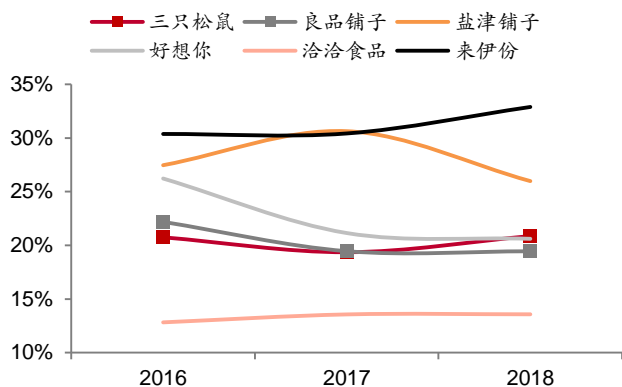
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：毛利率：松鼠和良品处于行业中游


来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：费用率：松鼠和良品处于行业中游


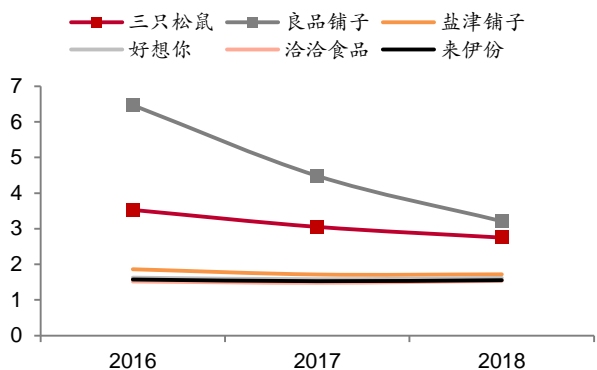
来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：销售费用率：松鼠和良品处于行业中游


来源：wind，中泰证券研究所

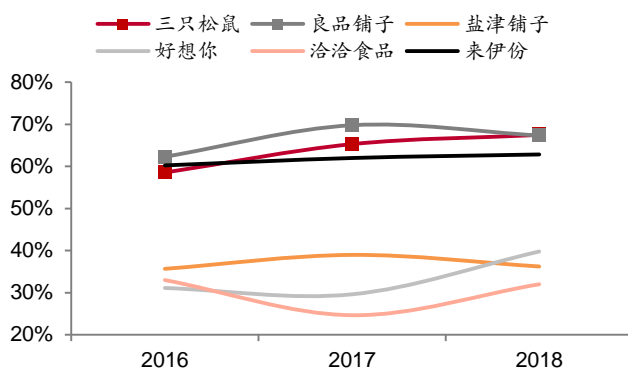
- 权益乘数：杠杆水平并非松鼠和良品的核心竞争优势。**权益乘数衡量了一个公司的杠杆水平。从这一指标来看，良品铺子和三只松鼠高于同行，2018 年两者权益乘数分别为 3.21 和 2.75，但是这与松鼠和良品线上销售的季节性有关。每年年末因双十一、年货节等集中备货原因导致应付款项大幅上升，可以看到两者应付款项占比明显高于同行，因此季节性原因是两者杠杆水平高的重要原因，杠杆水平并非两者核心竞争优势。

图表 6: 权益乘数: 松鼠和良品高于同行



来源: wind, 中泰证券研究所

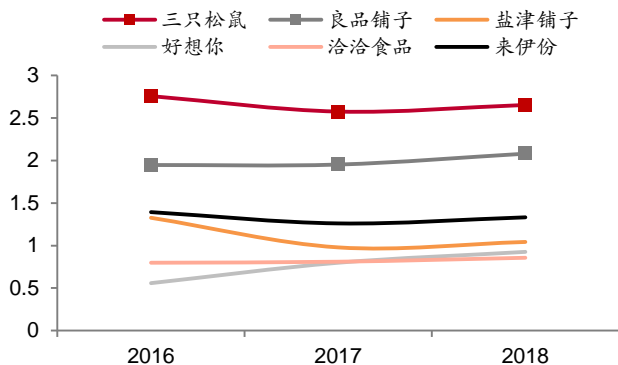
图表 7: 松鼠和良品的应付票据及应付账款在负债中的占比高



来源: wind, 中泰证券研究所

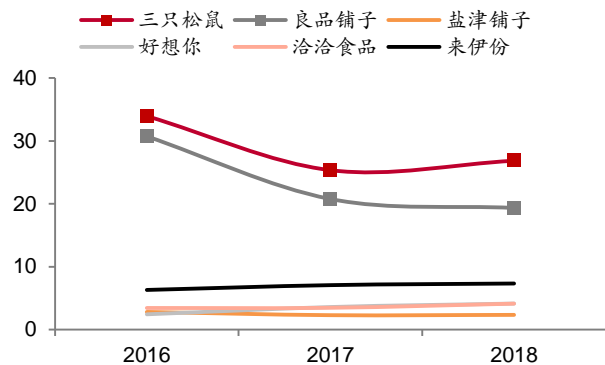
- **资产周转率: 营运效率是松鼠和良品的核心竞争优势。** 资产周转率衡量了一个公司的营运能力。从这一指标来看, 三只松鼠和良品铺子明显高于同行, 2018 年两者总资产周转率分别为 2.65 和 2.08, 表明三只松鼠和良品铺子在营运能力方面处于行业领先水平, 这也是两者高 ROE 背后的核心竞争优势所在。

图表 8: 资产周转率: 松鼠和良品明显高于同行



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 固定资产周转率: 松鼠和良品远高于同行



来源: wind, 中泰证券研究所

三只松鼠和良品铺子高效率背后的商业模式截然不同

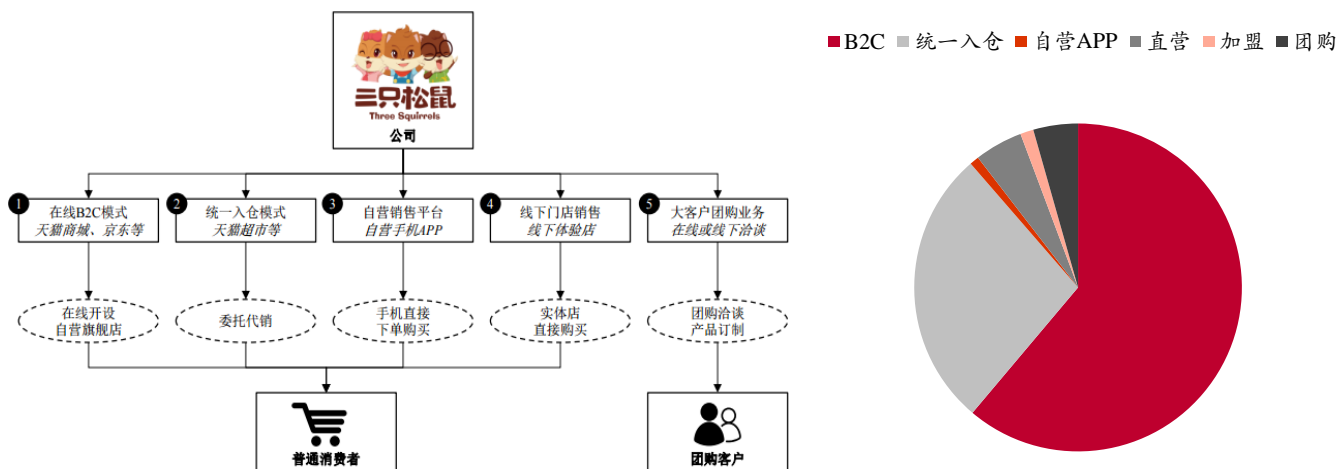
- 综上所述, 我们发现松鼠和良品高 ROE 的取胜之道均在于突出的运营能力。进一步地, 我们认为虽然两者均以效率取胜, 但其背后所倚靠的商业模式截然不同, 这里主要体现在渠道模式: 三只松鼠高效率的背后是线上电商模式, 公司线上运营能力强 (获客成本低、复购率高、转化率高), 良品铺子高效率的背后是线下门店模式, 公司线下经营效率高 (单店营收高、坪效高、模式成熟度高)。下面, 我们对三只松鼠、良品铺子的商业模式进行全面对比分析, 寻找高 ROE 背后的商业模式密码。

三只松鼠：高效的线上运营之王，线上流量红利驱动成长

模式：全渠道布局，线上模式为主

- **全渠道布局，线上模式为主。**三只松鼠渠道模式为“一主两翼”全渠道，公司 2012 年最早进入电商领域，抓住了第一波线上流量红利而迅速成长壮大。虽然近年线下快速扩张，但线上仍占到公司营收的近 90%，且仍是公司未来成长的主要动力，这是由公司本质上的竞争优势所决定的。
- **三只松鼠核心竞争优势在于线上运营的高效率。**体现在指标方面，三只松鼠线上获客成本更低、复购率更高、用户转化率更高、供应链效率更强。更深层次地，这些高效率指标实际上来自于三只松鼠多年来形成的强大线上运营能力。具体而言，公司起家于阿里等电商平台，多年根深蒂固的合作以及规模优势保障了公司能够持续享受线上流量分配红利，获客成本更低；公司强大的品牌效应、全品类一站式购齐的产品优势、多年积累形成的丰富的线上活动玩法，促进了用户的转化率和复购率；公司数字化、一体化供应链模式将上游和下游有效连接，提升了公司的供应链效率。三只松鼠强大的线上运营能力与效率是公司持续提升线上渗透率的坚实保障。

图表 10：三只松鼠渠道模式为全渠道布局，以线上模式为主



来源：三只松鼠招股说明书，公司半年报，中泰证券研究所

效率：线上运营效率高，掌握线上核心竞争优势

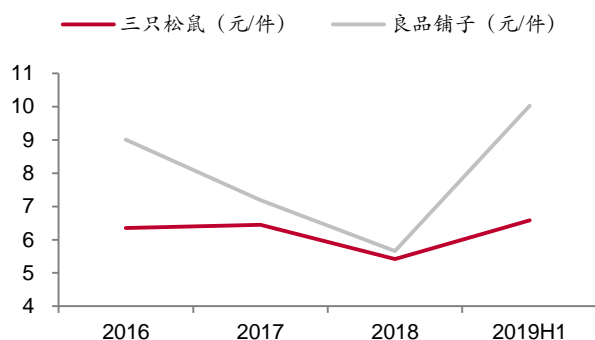
- **三只松鼠线上运营的高效率具体体现在：线上获客成本更低、复购率更高、用户转化率更高、供应链效率更强。**
- (1) 获客成本
- 三只松鼠获客成本约为良品铺子的一半。我们通过两个指标刻画公司的获客成本。
 第一，新客的获客成本：即每获得一个新客所花费的推广成本，根据渠道调研，三只松鼠新客的获客成本约为 30 元，约为良品铺子的一半。
 第二，订单的获客成本：即产生每笔订单所花费的推广成本，我们用“促

销费用/线上订单数”来表示。可以发现，三只松鼠获客成本始终低于良品铺子，2019H1 两者每笔订单所需促销费用分别为 6.6 元和 10.0 元，因此三只松鼠在获客成本方面具备竞争优势。

图表 11: 三只松鼠获客成本明显低于良品铺子

		2016	2017	2018	2019H1
三只松鼠	线上订单数(万件)	4101	4452	7257	4008
	促销费用(万元)	26064	28709	39333	26379
	促销费用/订单数(元/件)	6.4	6.4	5.4	6.6
良品铺子	线上订单数(万件)	2568	4417	6006	2744
	促销费用(万元)	23135	31758	33960	27520
	促销费用/订单数(元/件)	9.0	7.2	5.7	10.0

来源：三只松鼠招股说明书，良品铺子招股说明书，中泰证券研究所

图表 12: 三只松鼠和良品铺子订单获客成本的变动


来源：三只松鼠招股说明书，良品铺子招股说明书，中泰证券研究所

■ (2) 复购率

- 三只松鼠复购率在提升。由于无法找到同行公司数据，本段我们主要考察三只松鼠复购率的变动情况。我们通过两个指标刻画公司的用户复购率。

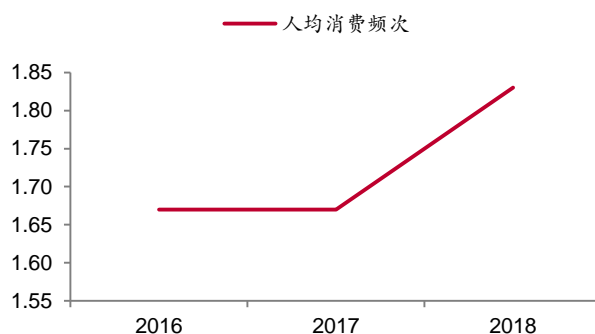
第一，留存率：即今年获取的新客户到明年还会消费的比率，根据渠道调研，三只松鼠留存率约为 30%，处于行业领先水平；

第二，消费频次：从人均消费频次来看，2016-2018 年三只松鼠人均消费频次从 1.67 次提升至 1.83 次，从消费频次的分层占比来看，2016-2018 年，除消费 1 次的用户占比出现下降外，其他频次的用户占比均有所提升，两个指标均表明，三只松鼠的消费粘性在增加，复购率在提升。

图表 13: 三只松鼠多次消费用户的占比在提升

用户消费频次	2016	2017	2018
1次	68.2%	69.4%	65.5%
2次	18.9%	18.1%	19.1%
3次	6.9%	6.5%	7.1%
4次	2.9%	2.8%	3.4%
5次	1.4%	1.3%	1.7%
5次以上	1.7%	1.8%	3.1%

来源：三只松鼠招股说明书，中泰证券研究所

图表 14: 三只松鼠人均消费频次在提升


来源：三只松鼠招股说明书，中泰证券研究所

■ (3) 用户转化率

三只松鼠用户转化率在提升。由于无法找到同行公司数据，本段我们主要考察三只松鼠转化率的变动情况。基于数据的可得性，我们用天猫商城的“订单数/独立访客数”来刻画三只松鼠的用户转化率。可以发现，三只松鼠 2018 年转化率超过 11%，相比过去明显上升，表明公司线上运营效率提升。

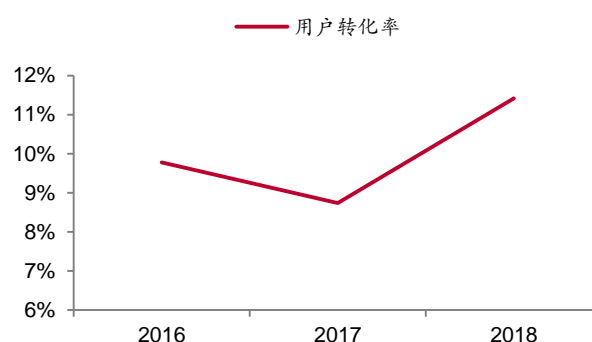
附数据处理过程：根据公司招股书“2018 年独立访客数超 4.08 亿，2016-2018 年复合增长率超 14%”，我们假设 2017、2018 年增速均为 14%，得到 2016-2018 年访客数分别为 3.14、3.58、4.08 亿人。同时，我们假设来自天猫的订单数为“总订单数”乘以“天猫在线上收入的占比”，得到 2016-2018 年来自天猫的订单数分别为 3071、3128、4658 万单。（计算结果 2018 年转化率为 11.4%，与招股书披露的“2018 年天猫浏览支付转化率超过 11%”相一致。）

图表 15: 三只松鼠用户转化率在提升

	2016	2017	2018
天猫访客数 (亿人)	3.14	3.58	4.08
线上总订单数 (万个)	4101	4452	7257
天猫在线上收入的占比	75%	70%	64%
天猫订单数 (万个)	3071	3128	4658
天猫订单数/天猫访客数	9.8%	8.7%	11.4%

来源：三只松鼠招股说明书，中泰证券研究所

图表 16: 三只松鼠用户转化率的变动

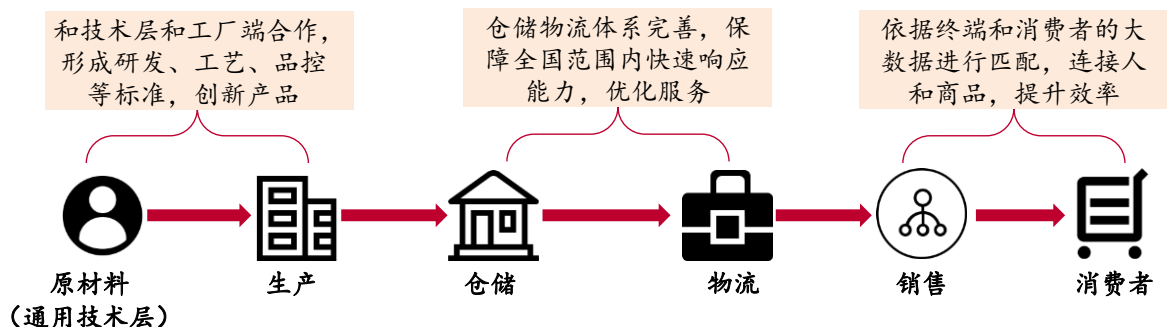


来源：三只松鼠招股说明书，中泰证券研究所

■ (4) 供应链效率

- 三只松鼠上新周期短, 供应链效率高。三只松鼠具备供应链高效率优势, 体现在上新周期方面, 三只松鼠为 1 个月, 良品铺子为 2-3 个月。过去食品行业一款新品的推出要 6 个月以上, 但松鼠“大数据洞察-调研-策划-包装-选择供应商-口味调试-上线产品”只需 35-40 天, 这主要得益于公司的供应链效率。
- 三只松鼠的供应链高效率源自于公司的一体化供应链模式, 将供应链重新定义为“上游联盟工厂-中间存储仓库-下游门店-消费者”。具体而言, 在供应链后端, 公司通过广泛覆盖的终端门店构建大数据系统, 完成区域覆盖群体的消费需求洞察; 在前端, 公司通过建设六大园区实生产与供应的一体化, 即产品生产出来后通过传送带直接传送到存储仓, 到达终端门店, 进而到消费者手中。
- 为什么松鼠要重新定义供应链? 松鼠在不同阶段采取不同发展模式: 在成长初期, 品牌是第一驱动力, 公司借助阿里平台、双十一等迅速打响品牌, 抓住了第一波线上流量红利; 如今公司发展有一定阶段, 如果想要成长为千亿企业, 必须走向线下, 必须从产品下功夫, 公司做一体化供应链就是要打造“质高、价优、新鲜、丰富、便利”的产品, 通过连接制造端和需求端, 缩短供应链环节, 快速响应消费者需求, 实现消费者拿到的产品距离生产日期只有 7-8 天时间, 通过满足需求创造价值。

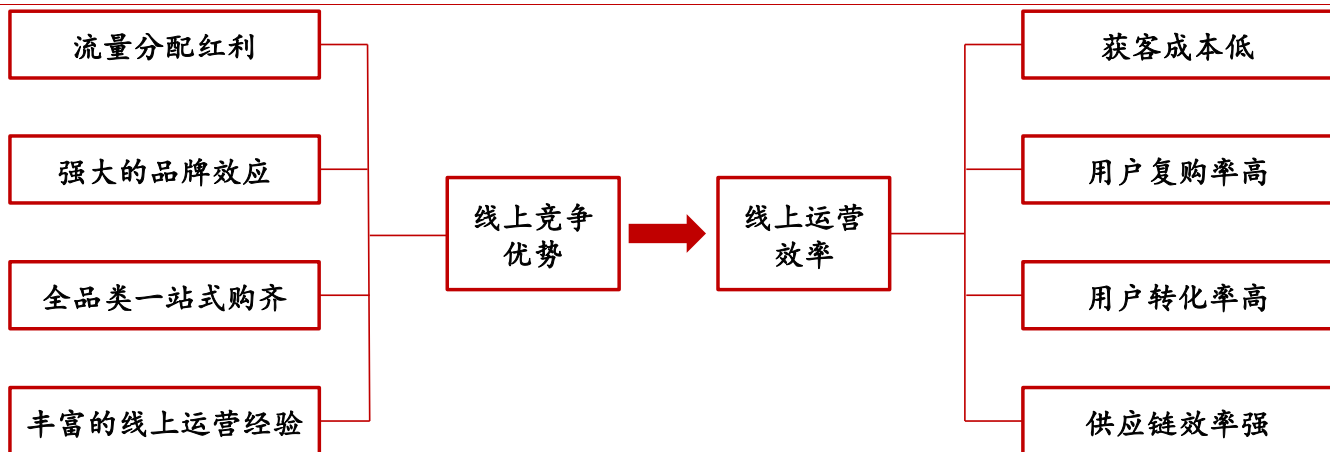
图表 17: 公司一体化供应链模式是高效率的关键



来源：三只松鼠招股说明书，中泰证券研究所

- **小结：公司线上高效率实际上来自于多年来积累形成的突出的线上运营能力。**综上所述，三只松鼠在线上获客成本、用户复购率、转化率等指标上都体现出了更高的线上运营效率，松鼠投入产出比明显高于同行。从本质而言，这些高效率指标实际上来自于三只松鼠多年来形成的强大线上运营能力，这也是公司核心竞争优势，具体体现在：
 - **第一，流量分配红利：**公司起家于阿里等电商平台，多年来与电商平台形成了根深蒂固的合作关系，同时销量是决定流量分配的最重要指标，公司销量始终居于行业首位，这都保障了公司能够持续享受线上平台的流量分配红利，也是公司在线上的天然经营壁垒。
 - **第二，强大的品牌效应：**公司是休闲零食龙头品牌，品牌知名度高，IP化自带流量，将坚果与品牌进行绑定，占据消费者心智，能够源源不断的吸引新用户，降低公司获客成本。
 - **第三，全品类平台满足一站式购齐：**公司是全品类平台，能够扮演线下超市的角色，满足消费者一站式购齐的购买习惯，通过坚果、零食导流，引导消费者增加购买品类，从而提升用户购买频次与单次金额。
 - **第四，多年积累的线上运营经验：**公司 2012 年最早进入电商领域，在线上运营玩法方面积累了丰富的经验，这是同行短期内无法复制的。

图表 18: 三只松鼠线上优势决定了其线上高效率

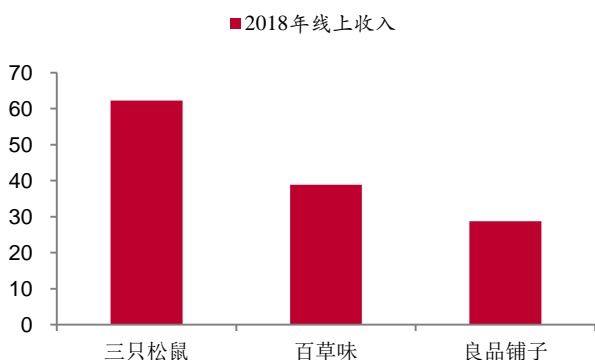


来源：三只松鼠招股说明书，中泰证券研究所

表现：线上绝对领先，未来线上流量红利是主要驱动力

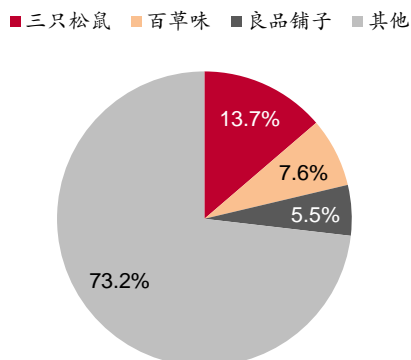
- **规模：三只松鼠线上一家独大，规模超百草味和良品铺子之和。**从规模来看，三只松鼠线上业务一家独大，2018年三只松鼠、百草味、良品铺子线上收入分别约为62、39、29亿元，松鼠超过百草味与良品铺子之和。从市占率来看，根据阿里线上平台，2019年三只松鼠、百草味、良品铺子市占率分别约为13.7%、7.6%、5.5%，松鼠同样超过后者之和。因此，从规模和市占率数据来看，松鼠均占据绝对领先地位。

图表 19: 三只松鼠线上业务一家独大



来源: wind, 中泰证券研究所

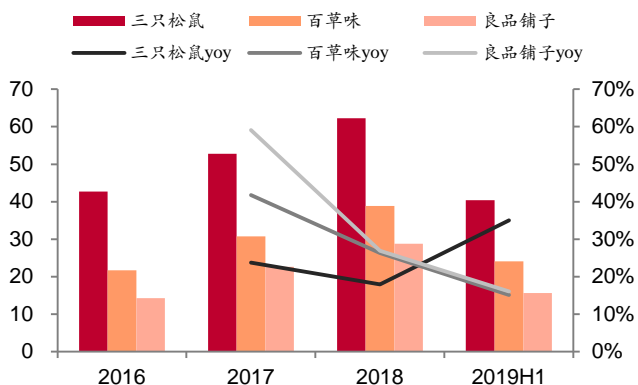
图表 20: 三只松鼠市占率超百草味和良品铺子之和



来源: 淘数据, 中泰证券研究所

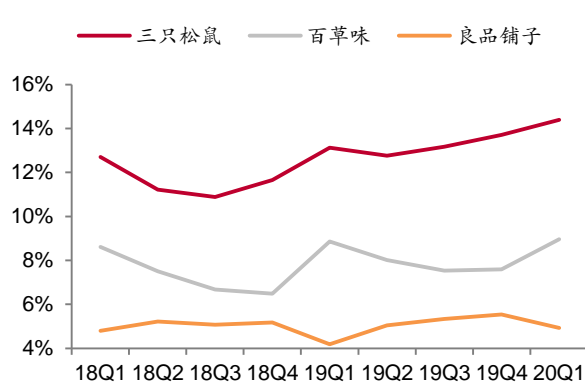
- **增速：2019H1 三只松鼠线上增速最快。**从线上增速来看，2019年上半年三只松鼠、百草味、良品铺子线上收入增速分别为30%+ (预计)、15%、16%，松鼠增速明显高于另外两家，这与松鼠追求规模扩张的战略有关。从市占率表现来看，2018年以来松鼠线上市占率领先优势愈发明显，逐渐与另外两家进一步拉开差距。因此，从增速和市占率变化情况来看，松鼠线上业务表现出了更高的成长性，头部效应愈发显著。

图表 21: 三只松鼠 2019H1 线上增速最快



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: 三只松鼠市占率优势愈发明显

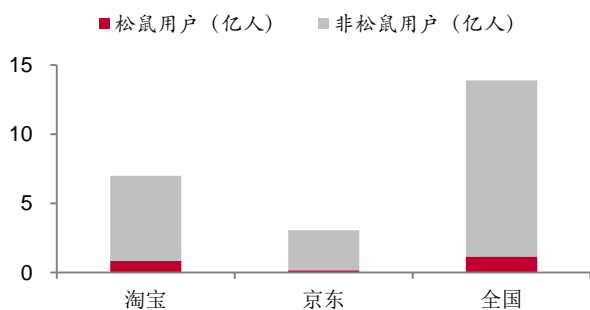


来源: 淘数据, 中泰证券研究所; 注: 市占率数据为累计值

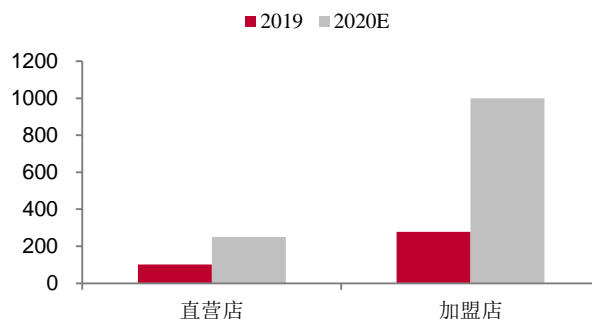
- **展望：三只松鼠追求规模，线上仍是主要动力，线下将成全新增长来源。**
- **公司诉求方面，三只松鼠将重点追求规模，而非利润，公司长远目标是成为 5000 亿的休闲零食市场上达到千亿规模的企业。**从空间来看，当前休闲零食行业的线上渗透率仍然很低，一方面，龙头三只松鼠在主阵地天猫和京东的渗透率仅分别为 11.87%和 5.57%，另一方面，在阿里 7 亿用户中，休闲零食的购买用户只有 1.7 亿，渗透率仅 24%，因此不管是行业还是龙头的渗透率都有很大提升空间，未来行业有望出现千亿级别的企业。
- **实现路径来看，线上仍是主要驱动力，线下将成为新的增长来源。**

线上：线上业务仍将是三只松鼠主要成长动力，公司将利用线上高效运营能力不断提高渗透率和复购率，持续享受线上流量扩张的红利，我们预计公司未来三年线上收入仍有望维持 25%以上增速。具体而言，公司一方面将继续拓宽品类，利用全品类平台的一站式购齐优势，引导消费者增加消费品类；另一方面将做深现有品类，挖掘细分品类、打造爆款单品，如 18 年的面包、19 年的肉类等。

线下：与此同时，公司也将发力线下业务，把线上积累的经验应用到线下，通过数字化向门店赋能，让门店成为公司获取用户洞察的入口，以及公司未来新的增长来源。具体而言，公司规划 2020 年直营店从 101 家拓展至 250 家，规划联盟小店从 278 家拓展至 1000 家。虽然疫情的出现延缓了公司开店节奏，但疫情同样将促进线下优质门店资源的释放，为公司中长期跑马圈地提供机遇，预计疫情过后公司将加速线下扩张。

图表 23：三只松鼠当前在线上渗透率仍很低


来源：wind，中泰证券研究所

图表 24：三只松鼠将加快线下扩张


来源：wind，中泰证券研究所

图表 25：三只松鼠收入分项预测

线上平台	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入 (百万元)		4267.80	5280.58	6227.42	8532	10835	13544
同比 (%)			23.7%	17.9%	37.0%	27.0%	25.0%
线下门店	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入 (百万元)		140.62	250.60	750.96	1652	2478	3469
同比 (%)			78.2%	199.7%	120.0%	50.0%	40.0%
其他	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入 (百万元)		14	23	23	11	11	11
同比 (%)			61.0%	-0.8%	-53.3%	0.0%	0.0%
合计	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入 (百万元)		4422.71	5554.18	7001.19	10194	13324	17024
同比 (%)			25.6%	26.1%	45.6%	30.7%	27.8%

来源：wind，中泰证券研究所

良品铺子：成熟的线下运营之王，线下跑马圈地驱动成长

模式：全渠道布局，线下模式为主

- **全渠道布局，线下模式为主。**良品铺子渠道模式为全渠道均衡布局，线上线下载比分别约为 45%和 55%，但是公司规划未来将重点发力线下，基于“加盟为主、直营为辅”的策略加快全国化扩张，这同样是由公司本质上的竞争优势所决定的。
- **良品铺子核心竞争优势在于线下运营的高效率。**体现在指标方面，良品铺子单店营收更高、坪效更高，运营模式也更为成熟。更深层次地，良品铺子线下的高效率实际上来自于公司强大的线下运营能力。具体而言，公司 2006 年就开始进入线下市场，一方面在店铺选址、人员管理、门店经营等方面积累了严格的标准化流程，另一方面培养了大量相关人才，这些都是同行短期内难以复制的。此外，公司不断修炼内功，2016-2017 年经历了“开大店、关小店”、“商圈店转型”等门店优化升级阶段后，积累了丰富的线下运营玩法与门店升级方法，为后续门店的快速扩展与高质量发展打下了坚实基础。

图表 26：良品铺子渠道模式为全渠道布局，以线下模式为主



来源：良品铺子招股说明书，公司半年报，中泰证券研究所

效率：线下运营效率高，门店运营模式成熟

- **良品铺子线下运营的高效率具体体现在：单店营收更高、坪效更高、开店模式更为成熟。**
- (1) 单店营收
- **良品铺子单店营收高于三只松鼠。**我们分别进行测算：
良品铺子方面，根据公司招股书，2018 年加盟店对公司收入的平均单店贡献为 150 万元，2017、2018 年加盟店单店贡献增速分别为 5.8%和 6.4%，若 2019 年这一增速为 6%，则 2019 年加盟店单店贡献为 159 万元。以加盟店 35%的毛利率计算，2019 年每家加盟店的单店营收为 245 万元。
三只松鼠方面，根据公司“三只松鼠小店”公众号披露的数据，2019 年 7 月、8 月、9 月、11 月联盟小店当月总营收分别为 1000、1500、2150、3216 万元，将其分别除以当月初和月末小店数量，可得当月单店营收区间分别为 11-13、12-16、15-18、16-18 万元，逐渐提升，随着松鼠小

店运营模式日趋成熟,2019年平均单店营收有望达到18万元/月,即216万元/年(符合公司给出的单店收入200-260万元的指引区间)。

图表 27: 良品铺子加盟店单店营收约 245 万元

	2016	2017	2018	2019E
直营店平均单店贡献(万元)	150	163	180	196
直营店平均单店贡献yoy		8.5%	10.2%	9.0%
加盟店平均单店贡献(万元)	133	141	150	159
加盟店平均单店贡献yoy		5.8%	6.4%	6.0%
平均单店贡献(万元)	142	149	161	171
平均单店贡献yoy		5.0%	7.9%	6.5%
直营店平均单店营收(万元)	150	163	180	196
加盟店平均单店营收(万元)	205	217	231	245
平均单店营收(万元)	187	199	214	229

来源:良品铺子招股说明书,中泰证券研究所;

注 1: 加盟店平均单店营收=加盟店平均单店贡献/65%

注 2: 平均单店营收=直营平均单店营收*1/3+加盟平均单店营收*2/3

图表 28: 三只松鼠加盟店单店营收约 216 万元

时间	新增店铺数	累计店铺数	单月总营收(万元)	单店平均营收下限(万元)	单店平均营收上限(万元)
2018		11			
201901-03	8	19			
201904	17	36			
201905	11	47			
201906	32	79			
201907	17	95	1000	11	13
201908	28	122	1500	12	16
201909	23	144	2150	15	18
201910	31	175			
201911	25	200	3216	16	18
201912	37	278			

来源:松鼠小店公众号,中泰证券研究所

■ (2) 坪效

■ 良品铺子坪效高于三只松鼠。我们考察两者加盟门店的单店指标:

- **第一, 坪效指标:** 坪效可以衡量店铺单位面积运营效率,良品铺子过去加盟店面积要求在40平米以上(2019年后要求在60平米以上),我们预计平均面积在40-60平米(良品招股书披露2018年门店平均面积在57.36平米),三只松鼠加盟店平均面积为50-100平米,可得良品铺子和三只松鼠坪效分别为4-6万元和3-4万元(松鼠2019半年报披露半年坪效2.09万元),可见良品铺子加盟店运营效率明显更高。
- **第二, 其他指标:** 除坪效之外,良品铺子和三只松鼠在其他单店指标方面无显著差异,毛利率均在40%左右,回报期均约为1.5年,存活率在80%以上。但是我们认为良品铺子指标更具说服力,因为体量方面良品开店规模是松鼠的5倍以上,松鼠开店仍处于早期试水阶段,事实上当开店数量扩张到一定规模之后在单店盈利、存活率方面会遇到瓶颈,需要管理能力跟得上才行,比如过去良品店铺扩张到一定阶段时发现亏损店铺的占比开始增多。综上,我们认为当前良品铺子单店运营质量更高。

图表 29: 良品铺子坪效高于三只松鼠

	良品铺子	三只松鼠
单店营收(万元/年)	约240	约220
面积(平米)	40以上,未来60以上	50-100
坪效(万元/年/平米)	4-6	3-4
毛利率	35%	35%-40%
初始投入(万元)	60	30
筹建周期(天)	15	40
投资回报周期(年)	1.5	1-1.5
存活率	80%以上	80%-90%

来源:三只松鼠招股说明书,良品铺子招股说明书,中泰证券研究所

- (3) 开店模式:
- 良品铺子开店模式更为成熟。从开店模式对比来看,良品铺子在加盟条件、费用缴纳、运行模式等方面的门槛和成熟度均高于三只松鼠:
- 1) 加盟条件:良品铺子加盟门槛更高。资金实力方面,三只松鼠要求启动资金在30万以上,良品铺子要求60万以上;开店资源方面,三只松鼠倾向熟悉当地环境的本地人,店长多以创业的年轻人为主,而良品铺子则要求拥有一定社会资源,倾向选择全职的个体加盟商,因此良品铺子在加盟条件方面对加盟商的要求资质更高。同时,良品铺子每个加盟商平均拥有4家加盟店以上,三只松鼠多为1家,因此良品铺子加盟商实力明显更强。
- 2) 运营模式:良品铺子的全托管模式更为成熟,加盟商更省心,公司掌控力更强。良品铺子加盟商运营模式为全托管模式,加盟商类似财务投资人,只需要负责提供店面和缴纳水电杂费等,而公司则负责包括门店装修、送货物流、人员招聘管理、日常经营等在内的全部经营活动。相比之下,三只松鼠只提供送货物流、信息服务、培训推广等支持服务,而门店日常经营活动则由加盟商负责。因此,良品铺子的全托管模式更为成熟,对加盟商而言,加盟商无需承担商品库存风险,运营更为省心,对公司而言,公司能够全面掌控门店经营,便于根据门店运营情况灵活调整经营策略,这也是公司线下运营效率高的关键。
- 3) 三只松鼠和良品铺子在门店运营模式的差异实际上是由公司不同的诉求所决定的。三只松鼠希望联盟小店成为触及用户获取洞察的平台,通过下游门店连接上游供应链,以实现供应链对消费者需求的快速响应,因此公司对于门店的诉求主要是规模,而不是为公司创造多少利润,公司不需要店长做很多事,只需要服务好进店的客户。而对于良品铺子来说,因为加盟店是公司主要的收入与利润来源之一,因此公司对门店的诉求更为重视门店运营情况,通过全面控店的形式努力创造更多业绩。

图表 30: 三只松鼠与良品铺子开店模式全方位对比

		三只松鼠		良品铺子		
加盟条件	年龄要求	18-35岁		20-50岁		
	资金实力	30万以上		拥有60万以上可投资资金及100万以上流动资金		
	开店资源	对当地环境熟悉的本地人; 店铺面积50-100平方米		有购物中心、交通枢纽、品牌连锁、社会资源; 店铺面积不低于60平方米		
费用缴纳	产品进货费用	首次进货约10-20万,后续无硬性规定		首次进货10万以上; 占公司加盟收入的80%		
	门店辅助管理服务费用	人员培训、门店推广等服务支持费用		商品信息维护、库存监控等服务费用; 占公司加盟收入的15%		
	特许经营费用	品牌使用费4万/年,无保证金		品牌使用费4.5万/3年,保证金20万; 占公司加盟收入的5%		
		加盟商负责	公司负责	加盟商负责	公司负责	
运营模式	费用层面	店铺提供	√		√	
		水电费用	√		√	
		店员工资	√			√
	运营层面	门店装修		√		√
		供货物流		√		√
		日常经营	√			√
		人员招聘管理	√			√
承担库存风险	√			√		

来源:三只松鼠招股说明书,良品铺子招股说明书,良品铺子官网,中泰证券研究所

图表 31: 良品铺子门店较为标准化



来源: 中泰证券研究所

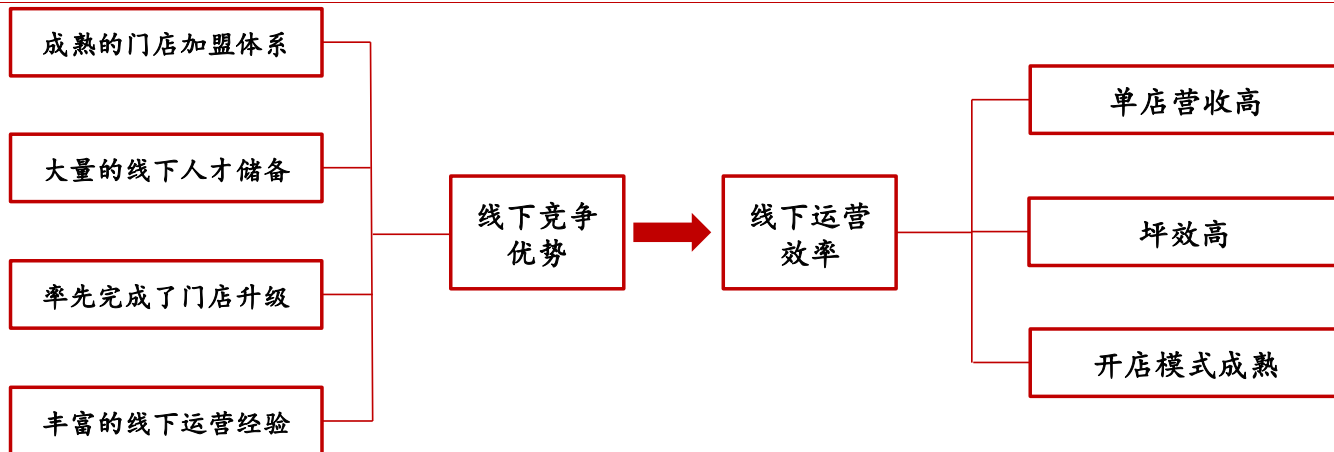
图表 32: 三只松鼠门店较为个性化



来源: 中泰证券研究所

- **小结:** 公司线下高效率实际上来自于公司强大的线下运营能力。综上所述, 良品铺子在单店营收、坪效等指标上体现出更高的线下运营效率。从本质而言, 这些高效率指标实际上来自于公司强大的线下运营能力, 具体体现在:
 - **第一, 成熟的门店加盟管理体系。**公司 2006 年就开始进入线下市场, 在店铺选址、人员管理、门店经营等方面积累了严格的标准化流程, 全托管模式运营发展成熟, 可复制性强, 确保公司可以持续扩张;
 - **第二, 大量的线下管理人才储备。**与线上运营不同之处在于, 线下运营需要庞大的管理团队支撑, 存在管理边界。公司在多年线下业务的开展过程中, 培养了大量相关人才, 这是同行短期内难以复制的。
 - **第三, 率先完成了门店转型升级。**公司不断修炼内功, 2016-2017 年在直营店完成了“开大店、关小店”、“商圈店转型”等门店优化升级工作, 当前在加盟店推行, 有助于单店运营效率提升。
 - **第四, 多年积累的线下运营经验。**公司最早进入线下, 在线下运营玩法方面积累了丰富的经验, 为门店的高质量发展打下了坚实基础。

图表 33: 良品铺子线下竞争优势决定了其线下高效率

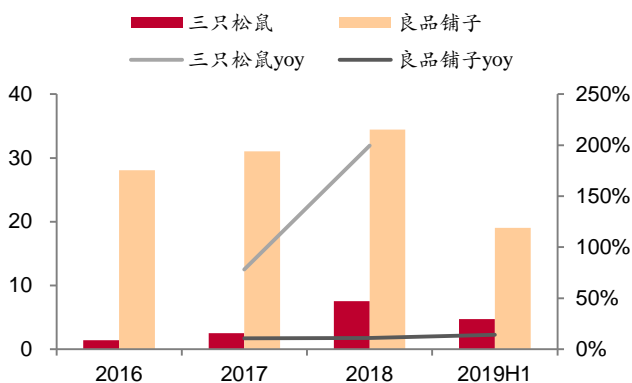


来源: 良品铺子招股说明书, 中泰证券研究所

表现：线下绝对领先，未来线下跑马圈地是主要驱动力

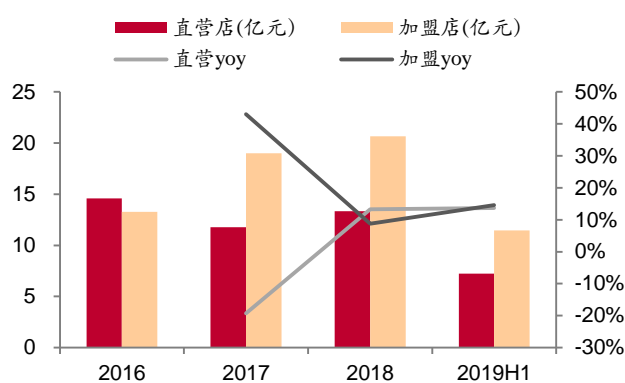
- 规模：良品铺子线下业务占据绝对领先优势。**从规模来看，良品铺子线下业务一马当先，2019H1 两者线下收入分别为 19.01 亿元和 4.72 亿元，良品铺子体量接近三只松鼠的 5 倍。分渠道来看，2019H1 良品铺子直营和加盟收入分别为 7.24 亿和 11.44 亿，加盟模式占主导，三只松鼠直营和加盟收入分别为 2.14 亿和 0.59 亿，直营模式占主导。从增速来看，三只松鼠体量很小所以增速快，良品铺子则保持稳健增长，2016-2019H1 增速均在 10% 以上。综上，良品铺子在线下占据绝对优势。

图表 34：良品铺子线下业务占据绝对领先



来源：wind，中泰证券研究所

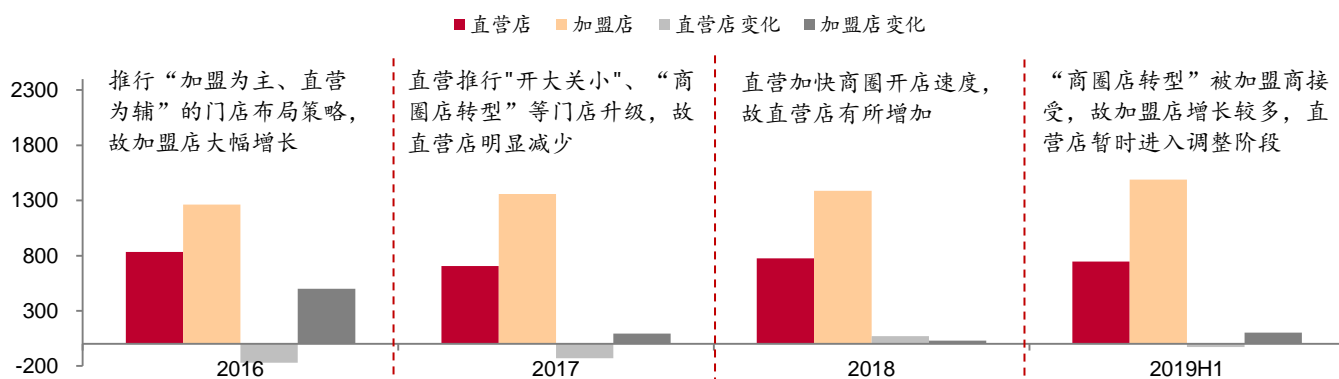
图表 35：良品铺子线下业务保持稳健增长



来源：wind，中泰证券研究所

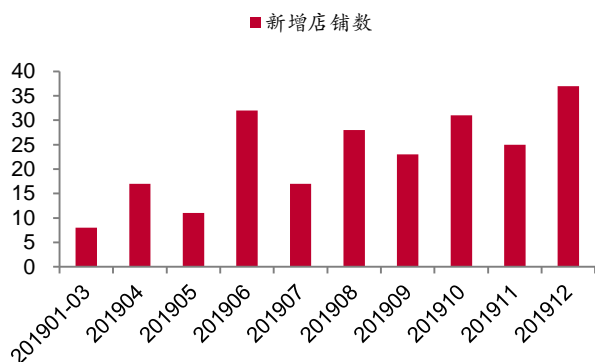
- 门店：良品铺子门店远超三只松鼠，短暂调整后重新加速扩张。**
- 从开店数量来看，良品铺子门店远超三只松鼠。**截至 2019H1 良品铺子直营店和加盟店分别为 747 家和 1490 家，总数达到 2237 家，截至 2019 年底三只松鼠直营店和加盟店数量分别为 101 家和 278 家，总数达到 379 家，良品铺子门店数量远超三只松鼠。
- 从开店进度来看，良品铺子经过调整后，2019 年起加盟店加速扩张。**其中 2016 年开始推行“加盟为主、直营为辅”的门店布局策略，故加盟店大幅增长；2017 年公司在直营店范围推行“开大店、关小店”、“商圈店转型”的门店转型策略，推动门店升级优化，故直营店明显减少；2018 年公司加快商圈开店速度，故直营店有所增加；2019H1 公司将“商圈店转型”策略逐渐被加盟商接受，故加盟店增长数量较多，同时直营店完成商圈布局后暂时进入渠道调整阶段，故出现一定下降。三只松鼠方面，2018 年是公司线下门店建设元年，2019 年加速推进，下半年联盟小店开店速度明显提速。

图表 36: 良品铺子经过两年调整后, 2019 年起加盟店加速扩张



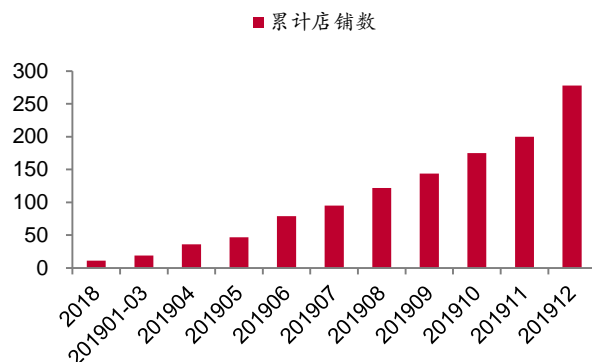
来源: 良品铺子招股说明书, 中泰证券研究所

图表 37: 三只松鼠 2019 年加盟店加速扩张



来源: 三只松鼠小店公众号, 中泰证券研究所

图表 38: 三只松鼠 2019 年底加盟店达 278 家



来源: 三只松鼠小店公众号, 中泰证券研究所

- **展望: 良品铺子重视利润, 线下将成主要驱动力, 线上以维持为主。**
- **公司诉求方面, 良品铺子更加注重利润。**与松鼠不同, 良品铺子对利润的诉求高于收入, 主要是过去快速增长阶段有些亏损情况, 公司上市公更加重视利润, 在利润增长的基础上扩张规模。
- **实现路径来看, 公司将重点发力线下, 通过跑马圈地驱动成长, 线上以维持为主。**
- **线下:** 公司将重点发力线下业务, 利用发展成熟、可复制性强的加盟模式以及高效的线下运营效率, 加快在华东和华南市场为主的全国化扩张, 公司规划门店数量大幅增长, 线下仍将是公司增长的主要动力。虽然疫情的出现延缓了公司开店节奏, 但公司长期战略方向不改, 且疫情将促进线下优质门店资源的释放, 为公司中长期的跑马圈地提供机遇, 我们预计疫情过后公司将加速线下扩张。
- **线上:** 线上业务方面公司将以维持为主, 主要聚焦高增长品类。公司原本计划线上放慢增速而追求利润, 但由于疫情出现导致利润受损较重, 因此公司短期内将加大对线上支持力度, 线上规模预计将进一步提升。

图表 39: 良品铺子收入分项预测

线上平台	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元)	825	1425	2268	2878	3597	4317	5180
同比(%)		72.8%	59.1%	26.9%	25.0%	20.0%	20.0%
线下门店	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元)	2284	2805	3105	3444	4064	4674	5795
同比(%)		22.8%	10.7%	10.9%	18.0%	15.0%	24.0%
其他	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元)	40	59	51	56	61	68	74
同比(%)		45.8%	-13.8%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元)	3149	4289	5424	6378	7723	9058	11049
同比(%)		36.2%	26.5%	17.6%	21.1%	17.3%	22.0%

来源: wind, 中泰证券研究所

总结: 各有千秋, 走向融合

- 我们对以上对比分析进行总结, 主要有两点结论:
- **第一, 各有千秋。**三只松鼠和良品铺子作为休闲零食行业两大巨头, 虽然均以效率取胜, 但背后所倚靠的商业模式截然不同, 其差异取决于其不同渠道具备竞争优势:
- 三只松鼠以线上模式为主, 公司在线上渠道具备明显竞争优势, 平台流量分配红利、强大的品牌效应、全品类一站式购齐、丰富的线上运营经验赋予了公司强大的线上运营能力。体现在指标方面, 公司在线上获客成本、用户复购率、转化率、上新周期等指标上都体现出了更高的线上运营效率, 投入产出比明显高于同行。基于这种竞争优势, 线上仍将是公司未来成长主要驱动力, 公司将利用线上高效运营能力不断提升线上渗透率和复购率, 持续享受线上流量扩张的红利, 努力优先实现规模的扩张。
- 良品铺子以线下模式为主, 公司在线下渠道具备明显竞争优势, 成熟的门店管理体系、大量的线下人才储备、渠道持续优化升级、丰富的线下运营经验赋予了公司强大的线下运营能力。体现在指标方面, 公司在线下单店营收、坪效以及开店模式等方面都体现出了更高的线下运营效率。基于这种竞争优势, 公司将重点发力线下业务, 利用发展成熟、可复制性强的加盟模式加快开店, 利用高效线下运营与门店升级提升同店, 努力优先实现利润的增长。
- **第二, 走向融合。**虽然三只松鼠和良品铺子的商业模式截然不同, 但两者在巩固各自优势的同时, 都在进行全渠道布局, 推进线上线下的均衡发展。三只松鼠方面, 公司 2019 年以来加大了线下开店力度, 把线上积累的经验应用到线下, 让门店成为公司获取洞察的入口以及未来新的增长来源。良品铺子方面, 公司线上业务将以维持现有优势为主, 聚焦高增长品类, 注重利润和规模的同步提升。

图表 40: 三只松鼠和良品铺子基于竞争优势选择了截然不同的商业模式

		三只松鼠	良品铺子
渠道模式		全渠道布局，线上为主	全渠道布局，线下为主
竞争优势		1、电商平台流量分配红利； 2、强大的品牌效应； 3、全品类平台满足一站式购齐； 4、多年积累的线上运营经验	1、成熟的门店加盟管理体系； 2、大量的线下管理人才储备； 3、率先完成了门店转型升级； 4、多年积累的线下运营经验
线上运营效率	获客成本	30元	60-70元
	复购率	30%	-
	用户转化率	11%	-
	上新周期	1个月	2-3个月
线下运营效率	单店营收	约220万元	约240万元
	坪效	3-4	5-6
	开店模式	门槛低，公司参与程度低	门槛高，公司参与程度高
公司诉求		规模 > 利润	利润 > 规模
成长驱动力		线上为主，提升线上渗透率和复购率	线下为主，加快开店和提升同店
		线下加速扩张，打造新的增长源	线上以维持为主，发力重点品类

来源：三只松鼠招股说明书，良品铺子招股说明书，中泰证券研究所

投资建议

- 投资建议：海阔凭鱼跃，天高任鸟飞，看好巨头差异化成长。**我们认为，竞争优势决定了商业模式，三只松鼠线上运营效率高、品牌力突出、运营能力强，因此选择线上模式为主，良品铺子线下运营效率高、门店经营管理成熟，因此选择线下模式为主。展望未来，三只松鼠将抓住线上流量红利加快渗透，良品铺子将加快跑马圈地走向全国。我们认为，不同模式本身并无优劣、各有千秋，两者有望在各自领域做到极致，看好双巨头在千亿休闲零食市场上持续提升份额、稳健成长。

图表 41: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
三只松鼠	79.53	318.9	0.76	0.62	0.77	104.64	128.27	103.29
良品铺子	56.80	227.8	0.59	0.94	1.12	96.27	60.43	50.71
盐津铺子	54.59	70.1	0.57	1.00	1.37	37.81	54.59	39.85
洽洽食品	48.00	243.4	0.85	1.19	1.41	22.30	40.34	34.04

来源：中泰证券研究所；注：盐津铺子和洽洽食品 EPS 采用 wind 一致预期

风险提示

- **全球疫情蔓延或经济显著下滑：**当前新型冠状病毒肺炎疫情仍在扩散过程中，新增确诊病例尚未见到明确下降的拐点，且对全球经济造成一定冲击，若疫情持续扩散，将进一步影响食品饮料的消费。
- **市场竞争加剧：**近年来我国在线购物市场参与者数量不断增加，一些传统休闲食品生产及线下零售企业也开始拓展互联网销售渠道，进一步提升了市场竞争的激烈程度。如果未来行业增速放缓，市场参与者数量不断增加，导致行业竞争进一步加剧，则对龙头的市场占有率及经营业绩存在不利影响。
- **食品安全事件风险：**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，如白酒塑化剂事件阶段性的影响了行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。
- **样本不足偏差：**文中获客成本、复购率等数据基于一定的假设条件和行业理解，可能因为样本不足测算结果有偏差。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。