

休闲食品深度报告系列二

休闲食品连锁行业进入扩张期，单店盈利和连锁扩张是关键

核心观点：

- **休闲食品连锁行业进入扩张期，预计未来 3 年门店数量增速 10%+。** 18 年我国休闲食品行业销售额 10297 亿元，12-18 年 CAGR12%。随着休闲食品线上渠道红利逐渐消退，商超渠道客流量下滑，满足即食性需求、体验感强的连锁门店模式有望进入快速扩张期。18 年休闲食品连锁模式 5 大龙头（绝味\良品\煌上煌\紫燕\来伊份）门店数量 20668 家，收入 152 亿元，14-18 年门店数量和收入复合增速分别为 11%和 12%。我们认为随着休闲卤制品龙头快速扩张以及线上龙头加速布局连锁门店，预计未来 3 年休闲食品行业连锁门店数量 CAGR10%+。
- **连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张。** 连锁门店收入可拆分为单店收入和门店数量的乘积，12-18 年绝味食品卤制品收入 CAGR18.6%，其中门店数量 CAGR15.2%，单店收入 CAGR2.9%。好的单店盈利是连锁扩张的重要前提，单店盈利差的生意难以吸引加盟商，难以扩张；连锁扩张则是单一门店的标准化复制，是推动收入增长的重要因素。正新鸡排是连锁小吃行业龙头，19 年门店数量超 2 万家，核心在于：（1）优秀单店盈利：加盟商初始投入为 10-20 万元，净利率达 20-30%；（2）门店迅速扩张：13 年开放加盟以来，年均增加 3600 家门店。
- **好的单店盈利应当投资回收期短以及净利润较高。** 投资回收期和净利润是衡量单店盈利能力的两个重要指标。（1）加盟门店需要承担加盟费、房租、装修等初始投入，加盟商更偏好投资回收期短的项目，休闲食品门店投资回收期一般为 1-2 年，绝味食品、煌上煌、良品铺子和三只松鼠的部分门店投资回收期为 1.3、1.4、1.6、1.7 年，投资回收期较短。（2）单店净利润是加盟商关注的另一重要指标，衡量门店收回初始投入后的年收益水平，良品铺子、三只松鼠和绝味食品的部分加盟店每年净利润约 30、20 和 10 万元，对大部分加盟商具备吸引力。
- **连锁扩张的核心在于优秀的管理能力和供应链能力。** 绝味食品门店超万家，三只松鼠计划未来 5 年门店达万家，管理和供应链优势是两者扩张的重要保障。（1）管理能力：绝味和松鼠董事长具备丰富休闲食品经营经验，前瞻性视野，通过股权激励绑定中高层管理人员。绝味通过加委会、管理学院等加强对加盟商、员工管理；三只松鼠企业文化深入人心，打造年轻化、忠诚度高、战斗力强的团队。（2）供应链能力：绝味自建 23 个工厂，打造“绝配”供应链体系，实现全国门店每日配送，保障门店扩张。三只松鼠轻资产模式产品迭代迅速，高效的仓储物流能力快速响应客户需求，利用信息化系统实现精准营销，提高经营效率。
- **投资建议：** 休闲食品万亿市场，连锁门店模式快速扩张，我们看好积极布局线下连锁门店的三只松鼠和休闲卤制品龙头绝味食品。
- **风险提示：** 门店扩张不达预期；费用率提升风险；草根调研数据偏差。

行业评级

买入

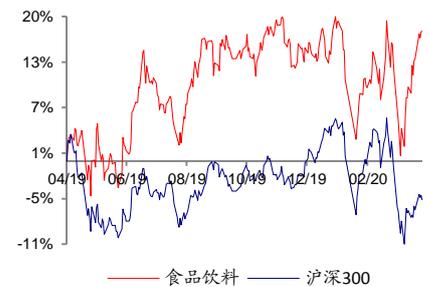
前次评级

买入

报告日期

2020-04-15

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

相关研究：

食品饮料行业：受益流动性宽 2020-03-11

松和风险偏好改善，食品板块估值将继续提升

食品饮料行业：万亿休闲食品 2020-02-24

市场，线上和线下有望诞生多家龙头

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

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	79.53	2020/04/10	增持	81.95	0.62	0.80	128	99	95	70	13	14
绝味食品	603517.SH	CNY	50.46	2019/10/24	买入	49.80	1.38	1.66	37	30	23	19	21	22
洽洽食品	002557.SH	CNY	48.00	2020/04/09	买入	52.91	1.19	1.43	29	34	22	19	18	18
桃李面包	603886.SH	CNY	53.49	2019/11/16	买入	51.66	1.07	1.23	41	43	35	29	18	20
盐津铺子	002847.SZ	CNY	54.59	2020/04/14	买入	67.00	1.00	1.38	36	35	23	27	15	18

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, 洽洽食品、桃李面包、盐津铺子已披露 19 年年报

目录索引

一、休闲食品连锁行业进入扩张期，预计未来 3 年门店数量增速 10%+	5
二、连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张.....	7
（一）休闲食品连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张.....	7
（二）复盘正新鸡排：加盟商单店净利率 20-30%，门店年均扩张 3600 家	8
三、好的单店盈利应当投资回收期短以及净利润较高	9
四、连锁扩张的核心在于优秀的管理能力和供应链能力	12
（一）管理能力：绝味具备优秀加盟商管理能力，松鼠企业文化深入人心.....	12
（二）供应链能力：绝味全国冷链日配到店，松鼠轻资产供应链效率高	15
四、投资建议.....	18
五、风险提示	19

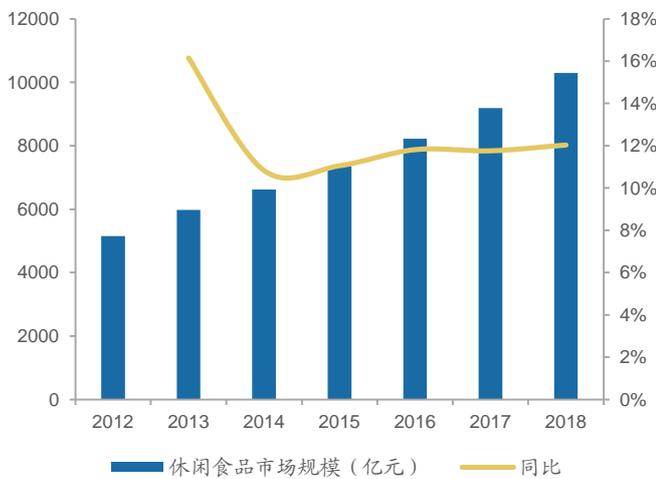
图表索引

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: 19 年我国休闲食品商超、个体零售商、线上、其他渠道收入占比 51.7%、23.0%、12.8%和 12.5%.....5	5
图 3: 14-18 年休闲食品连锁龙头收入复合增速为 12.1%.....6	6
图 4: 14-18 年休闲食品连锁龙头门店数 CAGR11%.....6	6
图 5: 休闲食品连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张.....8	8
图 6: 正新鸡排 19 年门店超 2 万家, 远超其他休闲食品门店数量.....8	8
图 7: 正新鸡排 13 年开放加盟以来门店迅速扩张, 目前门店数量超过 2 万家9	9
图 8: 绝味和煌上煌初始投入较低.....11	11
图 9: 绝味食品投资回收期为 1 年左右11	11
图 10: 三只松鼠单店收入水平较高.....11	11
图 11: 三只松鼠加盟店坪效较高.....11	11
图 12: 优化供应链能提高效率, 降低成本, 改善盈利能力15	15
图 13: 绝味食品规模效应凸显, 单店运输费低于煌上煌、周黑鸭16	16
表 1: 休闲卤制品龙头门店进入快速扩张期6	6
表 2: 线上休闲食品龙头积极布局线下市场7	7
表 3: 绝味食品单店收入稳步提升保障加盟商盈利水平, 连锁门店稳步扩张推动绝味收入增长.....7	7
表 4: 好的单店盈利模型应当投资回收期短以及净利润较高.....10	10
表 5: 绝味食品、三只松鼠激励机制相对完善13	13
表 6: 完善的人才培养晋升体系保障团队的凝聚力13	13
表 7: 休闲食品企业和加盟商的合作、管理模式.....14	14
表 8: 休闲食品连锁龙头企业生产模式16	16
表 9: 休闲食品连锁龙头企业物流体系17	17
表 10: 三只松鼠收入拆分18	18
表 11: 绝味食品收入拆分.....18	18

一、休闲食品连锁行业进入扩张期，预计未来3年门店数量增速 10%+

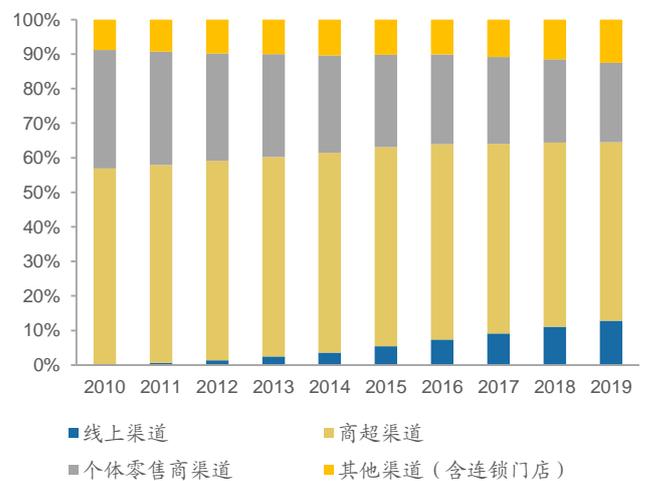
万亿休闲食品行业，多种渠道模式并存。休闲食品指的是一类正餐以外、满足消费者休闲需求的食品。根据Frost&Sullivan，18年我国休闲食品行业销售额达10297亿元，12-18年CAGR为12.3%。我国休闲食品行业内多种渠道模式并存，根据彭博，19年我国休闲食品在商超、个体零售商、线上渠道、其他渠道（含连锁门店渠道）收入占比分别为51.7%、23.0%、12.8%和12.5%。

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2：19年我国休闲食品商超、个体零售商、线上、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

休闲食品线上红利逐渐消退，商超流量下滑，线上线下龙头加速连锁门店布局，连锁门店模式迎来快速扩张期。近年来我国休闲食品渠道结构发生明显变化，随着电商红利消退，休闲食品线上渠道增速放缓，据彭博，16年之前休闲食品线上增速50%左右，17-18年增速放缓至30%+。商超渠道由于网点扩张趋于饱和，受线上分流影响，客流量逐步下滑，10-19年休闲食品商超渠道收入占比从56.6%降低至51.7%。连锁门店模式是指休闲食品企业通过直营或加盟的形式开设品牌专卖店进行销售，虽然目前行业收入占比依然较小，但线上、线下龙头均加速布局连锁门店，行业处于较快增长期。连锁门店模式优点在于：（1）门店往往处于交通枢纽、商圈和街边店等区域，满足消费者即时性需求；（2）独立门店可陈列SKU数量较多，辅之以完善的会员体系及针对性的导购服务，转化率和复购率较高；（3）公司可掌控产品终端价格、消费者反馈，有望提供良好的消费者购物体验，有助于品牌宣传。

根据中国连锁经营协会，我们对绝味食品、良品铺子、煌上煌、紫燕和来伊份等5家龙头企业收入和门店数量进行汇总，18年休闲食品连锁模式5大龙头收入为152亿元，14-18年收入复合增速为12.1%；18年5大龙头企业的门店数量为20668家，14-18年复合增速为11%，处于快速扩张期。

图3: 14-18年休闲食品连锁龙头收入复合增速为12.1%



图4: 14-18年休闲食品连锁龙头门店数CAGR11%



数据来源: 中国连锁经营协会, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中国连锁经营协会, 广发证券发展研究中心

休闲卤制品龙头门店进入快速扩张期。休闲卤制品的即时性消费和非标特点催生大量连锁专卖店。根据中国连锁经营协会, 18年特许连锁100强名中上榜的休闲食品企业包括绝味食品、紫燕、煌上煌等休闲卤制品龙头, 良品铺子、来伊份等综合休闲食品龙头。近年来休闲卤制品龙头积极开拓门店, 19H1绝味门店数达10598家, 根据e公司, 绝味计划每年以800-1200家的速度增加网点。根据煌上煌年报, 19年6月煌上煌门店数量达3706家, 同比净增698家, 计划20年净增门店950家。根据餐饮先生, 截止19年9月, 紫燕食品全国门店近3508家, 正以每年1000家店的速度不断壮大。周黑鸭前期依靠直营模式扩张, 19年直营门店1301家, 但近年来扩张速度较慢, 单店经营效率下降, 根据华夏时报, 周黑鸭19年11月放开特许经营, 公司规划未来5年特许经营门店将超过自营门店, 未来每年至少开店250家。

表1: 休闲卤制品龙头门店进入快速扩张期

企业	门店数量 (家)	门店结构	门店扩张计划
绝味食品	10598 (19年6月)	加盟为主直营为辅	每年新增800-1200家加盟门店
煌上煌	3706 (19年)	加盟3465家, 直营241家	20年计划净增门店950家
紫燕	3508 (19年9月)	直营为主加盟为辅	现阶段正以每年1000家门店数扩张
周黑鸭	1301 (19年)	均为直营	规划未来5年特许经营门店将超过自营门店

数据来源: 新浪新闻, 公司年报, e公司, 华夏时报等, 广发证券发展研究中心

线上龙头企业加速布局线下连锁门店。线上龙头三只松鼠、百草味龙头地位稳固, 已积累大量线上流量, 利用大数据可刻画较消费者画像, 而线下门店体验感更强, 能满足即时性消费, 线上龙头加速线下门店布局。(1) 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, 截至19年12月公司加盟小店已达278家, 公司计划未来5年开出千家直营店、万家联盟小店。(2) 良品铺子以线下起家, 19年上半年门店数量达2237家。(3) 根据东方网, 百草味19年6月在杭州开设第一家“百草味·零食优选”直营门店, 19年已经新开3家, 公司计划未来1年增加10家门店。

表2: 线上休闲食品龙头积极布局线下市场

企业	线下门店结构	线下门店规划
三只松鼠	19年直营店108家、加盟小店278家	计划未来5年开出千家直营店、万家联盟小店
良品铺子	19H1门店2237家	2020年计划开店500家
百草味	19年3家零售优选直营店	未来一年再开10家门店

数据来源: 新浪新闻, 东方网, 公司官网, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

连锁休闲食品行业进入扩张期, 预计未来3年行业门店数量CAGR10%+。随着三只松鼠等线上龙头加速线下开店, 以及周黑鸭、紫燕等原以直营为主的企业开放加盟模式, 有望推动行业门店加速扩张, 14-18年前5大连锁休闲食品龙头门店复合增速达11%, 我们认为未来3年休闲食品连锁行业整体增速至少达到14-18年前5大龙头增速水平, 预计未来3年行业门店数量CAGR达10%+。

二、连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张

(一) 休闲食品连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张

休闲食品连锁门店的核心在于单店盈利和连锁扩张。连锁门店收入可拆分为单店营收和门店数量的乘积, 以绝味食品为例, 12-18年绝味卤制品收入CAGR为18.6%, 其中门店数量CAGR为15.2%, 单店收入CAGR为2.9%。绝味采用加盟模式进行扩张, 公司单店收入稳步提升, 保障加盟商的盈利水平, 维系加盟体系的稳定, 连锁门店扩张是推动绝味收入增长的重要因素。

表3: 绝味食品单店收入稳步提升保障加盟商盈利水平, 连锁门店稳步扩张推动绝味收入增长

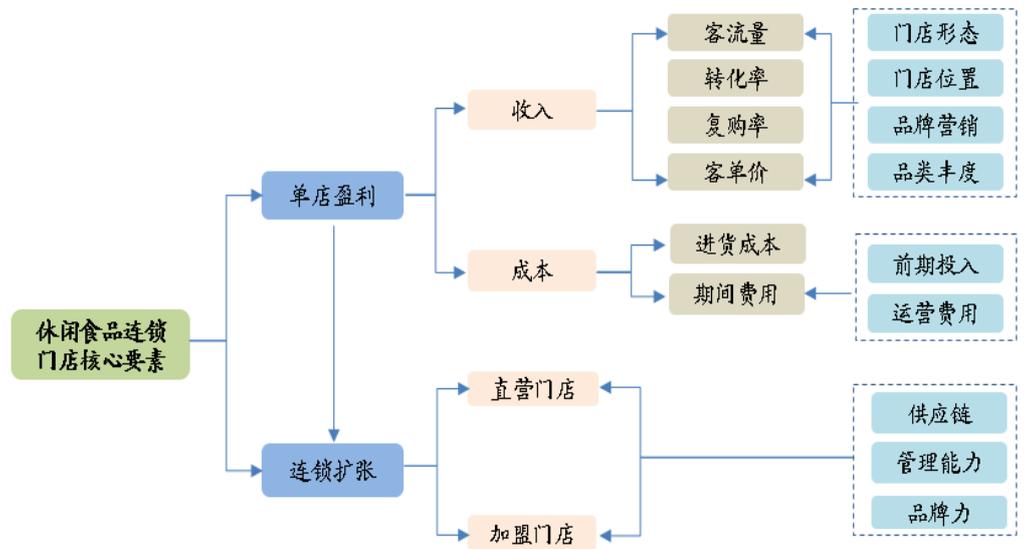
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
绝味卤制品收入(亿元)	12.79	18.95	21.94	25.46	28.19	31.60	37.13	42.13
收入增速		48.17%	15.74%	16.06%	10.72%	12.08%	17.52%	13.47%
门店数量(家)	3686	5240	5746	6187	7172	7924	9053	9915
门店数量增速		42.16%	9.66%	7.67%	15.92%	10.49%	14.25%	9.52%
单店收入(万元)	34.70	36.17	38.18	41.15	39.31	39.87	41.01	42.49
单店收入增速		4.23%	5.55%	7.79%	-4.48%	1.44%	2.86%	3.62%

数据来源: 绝味招股书, 公司年报, 广发证券发展研究中心 注: 绝味卤制品收入=门店数量*单店收入

好的单店盈利是连锁扩张的重要前提, 单店盈利差的生意难以吸引加盟商, 难以扩张。门店的盈利能力由单店收入和单店成本决定, 单店收入可拆分为客流量、客户转化率、复购率、客单价的乘积, 成本端主要受进货成本以及期间费用影响。连锁门店是在单一门店的标准化复制, 连锁扩张是驱动企业收入增长的重要因素。满足单店盈利模型的前提下, 门店通过直营或加盟模式进行扩张, 能够满足单店模型的门店很多, 但真正能成长为大型连锁门店的数量比较少, 连锁门店的扩张需要公

司供应链、管理能力的支撑。

图5：休闲食品连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张

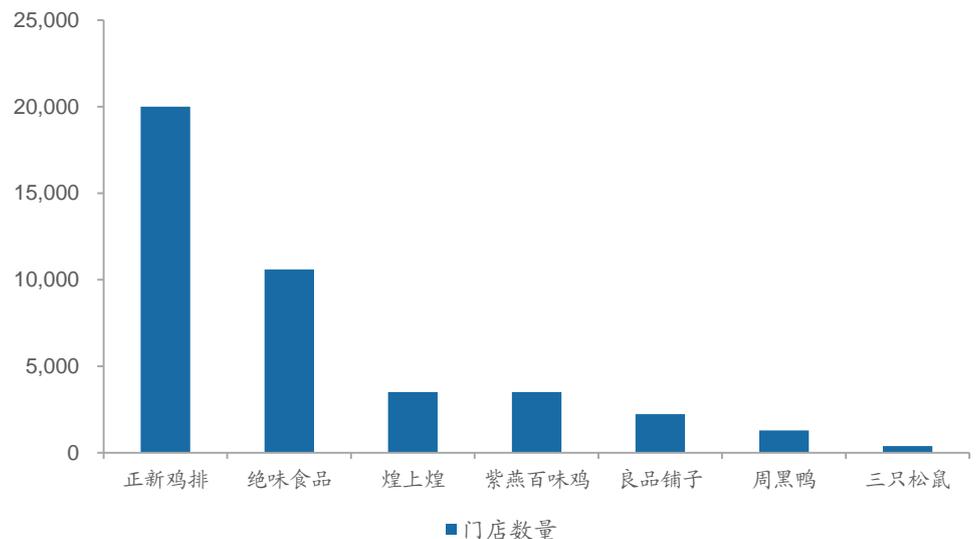


数据来源：广发证券发展研究中心

（二）复盘正新鸡排：加盟商单店净利率 20-30%，门店年均扩张 3600 家

19年正新鸡排门店超2万家，核心在于优秀单店盈利模型（加盟店净利率20-30%）和门店扩张（年均增加3600家门店）。根据正新鸡排官网，19年11月正新集团旗下门店突破2万家，成为休闲小吃品类中门店数量最多的企业，正新鸡排门店数量远超绝味、煌上煌等休闲卤制品龙头。我们认为正新鸡排的成功源于优秀的单店模型和快速连锁扩张。

图6：正新鸡排19年门店超2万家，远超其他休闲食品门店数量

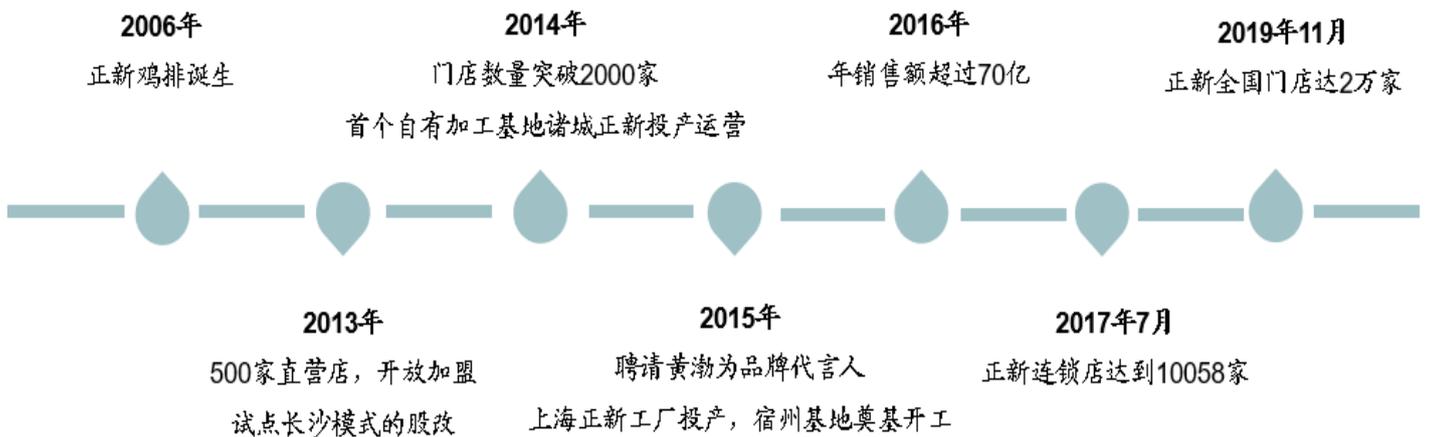


数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

单店盈利：正新鸡排净利率可达20-30%，主要由于高单店营收和低费用投入。根据正新鸡排官网，正新鸡排加盟商毛利率52%以上，净利润20-30%，是门店实现快速扩张的重要前提。正新鸡排加盟商毛净利率达20-30%，主要由于：（1）单店收入70万以上：公司战略定位“鸡排+烧烤”的商业模式，将原先的数百种产品精简整合为以鸡排、烤肉、火爆鱿鱼等几款热销产品，迎合消费者对小吃的需求，根据公司官网数据测算，正新鸡排每年店均销售额达70万以上；（2）投入低门槛：正大鸡排门店面积仅需5-30平方米，营业员2-3名，运营成本较低，加盟商前期投入10-20万元，主要用于加盟费、开办经费、房屋租金、装修费用、产品进货费等。

连锁扩张：正新鸡排14年以来年均扩张3600家门店，未来计划扩张至10万家。根据正新鸡排官网和官方公众号，13年公司直营店达到500家后开放加盟模式，由于公司单店盈利优秀，吸引大批加盟商，公司连锁门店进入快速扩张阶段，14年公司门店突破2000家，17年7月突破1万家，19年12月公司门店达2万家，14-19年正新鸡排年均开店3600家。18年正新提出了“森林计划”，除正新鸡排外，还打造汉堡、手摇茶和烤鸭脖三个品牌，制定了10万家门店的目标。

图7：正新鸡排13年开放加盟以来门店迅速扩张，目前门店数量超过2万家



数据来源：正新鸡排官网、微信公众号，广发证券发展研究中心

三、好的单店盈利应当投资回收期短以及净利润较高

好的单店盈利模型应当投资回收期短以及净利润较高，是连锁门店扩张的前提。连锁门店是在单一门店的标准化复制，无法实现单店盈利的生意难以吸引加盟商，更难言连锁扩张，好的单店模型是连锁门店扩张的重要前提。加盟商关注的单店盈利指标主要是投资回收期和净利润：（1）加盟门店时会有房租、装修、加盟费等初始投入，能越快回收初始投资等项目更受加盟商青睐，一般而言，休闲食品和餐饮连锁门店行业投资回收期为1-2年，根据我们测算的各大休闲食品单店模型，绝味、煌上煌、良品铺子和三只松鼠部分门店平均投资回收期分别为1.3、1.4、1.6、1.7年，均为合理投资回收期。（2）净利润水平为加盟商关注的另一指标，衡量了门店长期

的年收益水平，良品铺子、三只松鼠和绝味部分加盟店每年净利润分别约为30、20和10万元，优于大部分工作薪资，是吸引加盟商的重要因素。

表4：好的单店盈利模型应当投资回收期短以及净利润较高

	三只松鼠	良品铺子	来伊份	绝味食品	煌上煌
单店模型					
营业收入（万元）*	222	204	120	84	83
营业面积（平方米）*	60	60	60	25	25
毛利率*	30%	38%	38%	40%	40%
毛利额（万元）*	67	78	46	34	33
房租（万元）*	22	22	25	10	10
人员（万元）*	18	0	12	12	12
水电物流等（万元）*	2	2	2	1	1
品牌使用费（万元）*	4	0	0	0	1
辅助管理费（万元）		22			
费用合计（万元）	46	46	39	23	24
利润总额（万元）	20.6	31.5	6.6	10.6	9.1
所得税率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
净利率	8.8%	14.7%	5.2%	12.0%	10.5%
净利润（万元）	19.6	29.9	6.3	10.1	8.7
初始投入					
加盟费（万元）*	0	4.5	0	0	3
品牌使用费（万元）*	4	0	2	2.4	0
保证金（万元）*	0	20	5	0.5	1
货架费（万元）*	8	6	6	2	2
装修费（万元）*	6	6	6	5	3
房租（万元）*	5	5	5	2	2
初次进货（万元）	10	10	10	1	1
初始投入合计（万元）	33	52	34	13	12
投资回收期（年）	1.6	1.7	5.4	1.3	1.4

数据来源：招股说明书，公司年报，草根调研，公司官网，广发证券发展研究中心 注1：上表标*的数据源于部分加盟商草根调研，上表仅代表部分加盟商情况，不代表公司整体情况。注2：三只松鼠、良品铺子、来伊份、绝味食品和煌上煌加盟商草根调研区域分别为华中三线、西部二线、东部一线、华中二线、华中二线城市。

绝味、煌上煌、三只松鼠、良品铺子投资回收期不到2年，均为合理投资回收期。

从草根调研样本来看，对于加盟商，初始投入越少，加盟的门槛越低，加盟门店扩张速度会更快。休闲卤制品门店具有品类少、面积小、库存低、周转快的特点，绝味食品和煌上煌的初始投入均为12-13万元左右，加盟门槛低。良品铺子和三只松鼠门店面积更大，且良品铺子需要加盟保证金，三只松鼠和良品铺子初始投入为33万和52万元，门槛高于休闲卤制品。初入投入会影响门店的投资回收期，投资回收期是影响加盟商加盟意愿的重要因素，投资回收期越短，加盟商投资意愿越强，回收资金可拓展新店，加速门店扩张。绝味食品和煌上煌加盟店的投资回收期为1-1.5年左右，三只松鼠和良品铺子的投资回收期在1.5-2年左右，均为合理投资回收期。

图8: 绝味和煌上煌初始投入较低

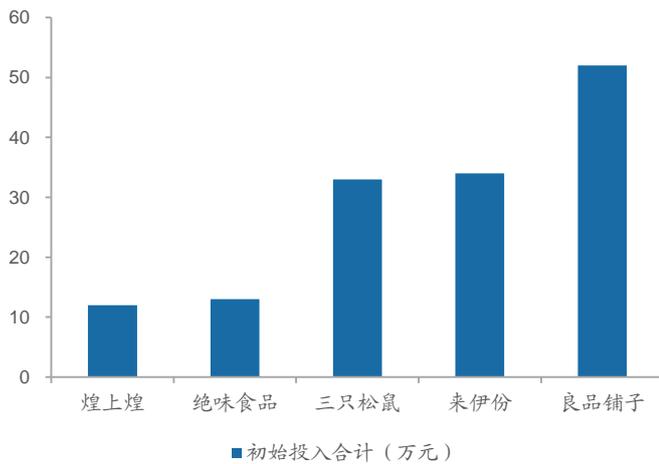
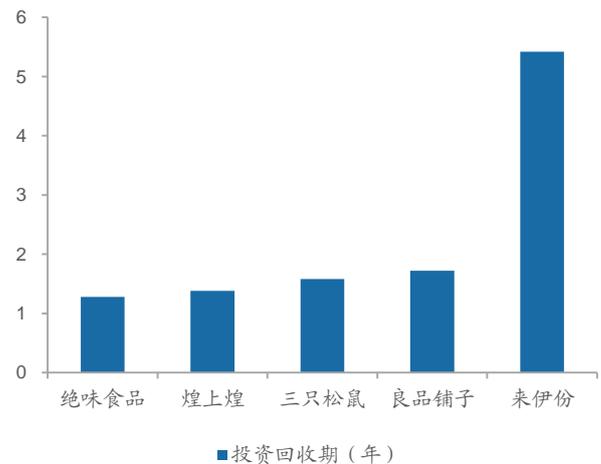


图9: 绝味食品投资回收期为1年左右



数据来源: Wind, 开店邦, 草根调研, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 开店邦, 草根调研, 广发证券发展研究中心

良品铺子、三只松鼠和绝味食品加盟店单店净利润分别约为30、20和10万元，盈利情况较好。加盟门店的单店净利润是影响加盟商加盟意愿的重要因素，单店净利润由收入、毛利率、期间费用、净利率等决定。从草根调研样本来看，（1）从收入和坪效来看，三只松鼠、良品等休闲零食加盟店高于绝味、煌上煌等休闲卤制品，主要由于三只松鼠、良品铺子等休闲零食加盟店以商圈和热门街边店为主，客流量较多，面积在60平方米左右，SKU丰富，消费者可选择的品类更多。休闲卤制品则多为社区店，客流量较少，门店面积在20-30平方米，SKU数量较少。（2）从毛利率来看，根据草根调研，三只松鼠、绝味、来伊份、煌上煌等企业加盟商毛利率普遍在30-40%，绝味和煌上煌品类少，毛利率维持40%左右。（3）从期间费用来看，房租和人员工资固定费用占总费用支出的90%左右，休闲卤制品企业由于门店面积较小，店内人员数量偏少，费用压力小于休闲零食企业。（4）从净利率来看：绝味、煌上煌等休闲卤制品虽然坪效不高，但毛利率较高，面积小，费用低，净利率为10%左右。综合休闲零食企业加盟商面积较大，固定费用较高，因此净利率和坪效关系密切，坪效较高的良品铺子和三只松鼠净利率分别17.7%和8.8%。综合来看，良品铺子、三只松鼠和绝味食品加盟店单店净利润分别约为30、20和10万元，盈利情况较好。

图10: 三只松鼠单店收入水平较高

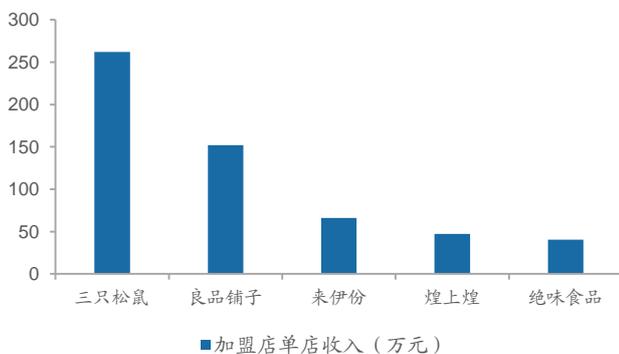
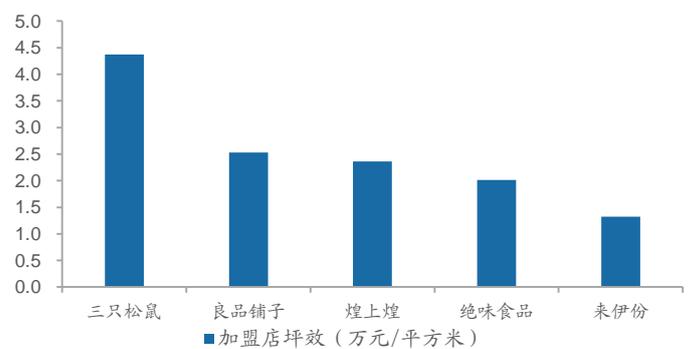


图11: 三只松鼠加盟店坪效较高



数据来源: 草根调研, 广发证券发展研究中心

数据来源: 草根调研, 广发证券发展研究中心

四、连锁扩张的核心在于优秀的管理能力和供应链能力

绝味食品门店已超万家，三只松鼠计划未来5年达万家，管理和供应链优势是两者门店扩张的重要保障。休闲食品连锁门店单店模型跑通之后，便是门店标准化复制的过程，决定门店扩张速度和质量的核心因素在于具备优秀的管理和供应链能力。05年绝味食品仅61家门店，通过十余年发展，公司打造了全国范围内“冷链生鲜、日配到店”供应链能力以及优秀的管理能力，19年6月门店数量达10598家，且计划未来每年净增门店800-1200家。三只松鼠具备优秀的管理和供应链基础，目前已经拥有400多家代工厂，形成全国的仓储物流能力，通过企业文化提升员工和加盟商凝聚力，19年4月三只松鼠开放加盟小店，根据三只松鼠微信公众号，截至19年12月，三只松鼠加盟小店已达278家，公司计划未来5年开出万家加盟小店。

（一）管理能力：绝味具备优秀加盟商管理能力，松鼠企业文化深入人心

优秀的管理体系是维系加盟门店体系稳定的重要保障。休闲食品连锁加盟行业竞争激烈，消费者需求多变，且随着生产经营规模的扩大和加盟商的不断增多，需要公司中高层管理人员、加盟商、基层员工等精细化管理做支撑。（1）中高层管理层：休闲食品行业具有进入门槛低、竞品和替代品多，要求中高层对公司战略、品牌、产品、营销、供应链等及时调整。（2）加盟商和门店管理：加盟商是连接公司和终端的纽带，加盟商不稳定会降低门店扩张速度和盈利能力，甚至对公司品牌造成不良影响。（3）基层员工：店长和店员是客户的直接服务者，其能力和服务态度直接影响门店销售情况。

绝味和松鼠董事长均具备丰富休闲食品经营经验，前瞻性的视野。休闲食品企业以民企为主，创始人基本为公司实控人，绝味食品董事长戴文军具备丰富的连锁门店经营经验，05年创立绝味以来，坚持加盟为主，注重人才管理，前瞻性的提出“聚焦鸭脖主业，打造美食平台”的长期构想，驱动绝味食品稳步成长。三只松鼠董事长章燎原03年进入坚果行业，拥有丰富的销售和管理经营，并对互联网休闲食品行业有着深刻的理解，19年提出线上线下齐发力，未来十年实现千亿目标。

绝味、松鼠和良品通过合理的薪酬+股权激励绑定中高层管理人员。绝味食品、良品铺子和三只松鼠的激励机制相对完善。（1）高管薪酬对比：18年良品铺子平均高管薪酬为81万，高于其他企业。绝味食品平均高管薪酬相比较低，主要由于公司主要高管持有公司大量股份，股权激励相对充分。（2）员工薪酬对比：从18年员工平均薪酬来看，三只松鼠人员为10.4万元，高于其他企业；良品铺子由于承担加盟门店员工薪酬，拖累公司平均薪酬水平。绝味、周黑鸭、煌上煌员工薪酬为8.5-9万左右，差异不大；来伊份员工薪资偏低。（3）员工持股对比：绝味食品聚成投资/汇功投资/成广投资/富博投资四家平台持有公司59.6%股份，覆盖公司中高层管理人员、核心员工、供应商、加盟商等，绝味中高级管理人员流失率连续五年保持低于5%。良品铺子和三只松鼠均设立了员工持股平台，分别持有公司3.92%和1.76%股份。煌上煌、来伊份则在近期推出股权激励计划提升股权绑定。

表5: 绝味食品、三只松鼠激励机制相对完善

	高管平均薪资 (万元)	员工人数	员工平均薪酬 (万元)	员工持股平台	股权激励计划
三只松鼠	54	2673	10.4	松果一号至松果五号五个员工持股平台持有公司1.76%股份	-
良品铺子	81	9741	6.6	宁波汉宁、宁波汉良、宁波汉林、宁波汉亮四个平台持有公司3.92%股份	-
来伊份	47	9033	6.5	-	19年拟授予418名员工限制性股权, 占股本1.8%
绝味食品	31	4066	8.8	聚成投资/汇功投资/成广投资/富博投资四家平台持有公司59.6%股份	-
周黑鸭	76	5148	9.0	11年10位周氏家族成员、亲戚及员工通过受让周氏家族股份	18年10月回购3亿港元股票拟用于员工股权激励
煌上煌	65	1675	8.5	-	18年拟授予264名员工限制性股权, 占股本3%

数据来源: 招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心

绝味通过完善的人才培养晋升体系保障团队的凝聚力, 三只松鼠企业文化深入人心, 打造年轻化、忠诚度高、战斗力强的团队。完善的培训和晋升路径, 企业文化是科学的基层人才培养体系的关键内容。(1) 完善的培训和晋升体系: 企业成长需要基层人才的成长输送新鲜力量, 而基层人才需要清晰的晋升路径做目标导向。绝味升迁体系完备(店员-店组长-分店长-区域店长-总店长/运营主管-运营经理-总经理), 使绝味门店实际人员流动率在8%以下。绝味食品建立绝味管理学院, 对新人、业务骨干、加盟商、高管分别设置不同培养项目, 提高各类人才的专业技能, 提升各阶梯人才队伍的业务能力。(2) 企业文化: 三只松鼠董事长章燎原担任公司“首席洗脑官”, 要求全员通过“鼠名”去阶层化, 坚持并奉行“让天下主人爽起来的使命”, 培养以“奋斗为本、只做第一”的价值观。三只松鼠员工平均年龄25岁, 对公司文化非常认可, 打造了忠诚度高、充满战斗力的团队。

表6: 完善的人才培养晋升体系保障团队的凝聚力

	良品铺子	三只松鼠	来伊份	绝味食品	煌上煌
培训	差异化、精细化人才培养策略; “课程训练+在岗实践”	企业文化培训, 培养以“奋斗为本、只做第一”的价值观	成立培训学院, 提供企业文化学习计划+领导力培养计划+经营力培养计划	绝味管理学院为新人、业务骨干、加盟商、高管提供培训项目; “领导力、专业力、业务力”三位一体	成立营销学院、生产工匠学院、人才发展部, 对管理、营销、市场等方面持续教育, 线上+线下培训
晋升	店员、店长、区域经理逐步晋升	从门店管培生到总监的完备晋升体系	全国门店推行阿米巴门店合伙人机制; 管培生晋升绿色通道	升迁体系完备(店员-店组长-分店长-区域店长-总店长/运营主管-	普遍晋升+职级晋升+奖励性晋升

				运营经理-总经理)	
--	--	--	--	-----------	--

数据来源：公司官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

优秀的加盟商和门店管理是门店扩张的核心关键，绝味倾向资源丰富的大加盟商，松鼠倾向于认同公司文化的年轻加盟商。对于利用加盟模式的休闲门店，可以借用加盟商资源进行扩张，优秀的加盟商及门店管理保障门店稳步扩张，管理的核心在于对加盟商准入要求、加盟商的合作模式以及公司对门店的辅助管理等。

(1) 加盟商准入要求：不同休闲食品企业对加盟商的要求有所差异，其中绝味、煌上煌等企业倾向于具备资金优势、门店资源、零售运营等加盟商；三只松鼠倾向于认同公司文化，年轻、无零售经验的青年加盟商。

(2) 加盟商管理模式：绝味食品成立加盟商委员会，通过加委会对加盟商进行监督管理，扩大管理边际。三只松鼠将加盟店定位“和认同公司文化的创业青年的合伙店”，店铺统一命名为“XX—三只松鼠联盟小店”，以文化认同和加盟商建立长期合作的基础。

(3) 门店辅助管理：休闲食品龙头均通过统一的门店形象和产品、标准化的操作流程为加盟商提供可复制的单店模型。此外绝味食品、良品铺子、三只松鼠等利用信息化系统为加盟商提供协助选址、SKU搭配、产品定价、进货建议等辅助管理措施，保障加盟商稳健运营。

表 7：休闲食品企业和加盟商的合作、管理模式

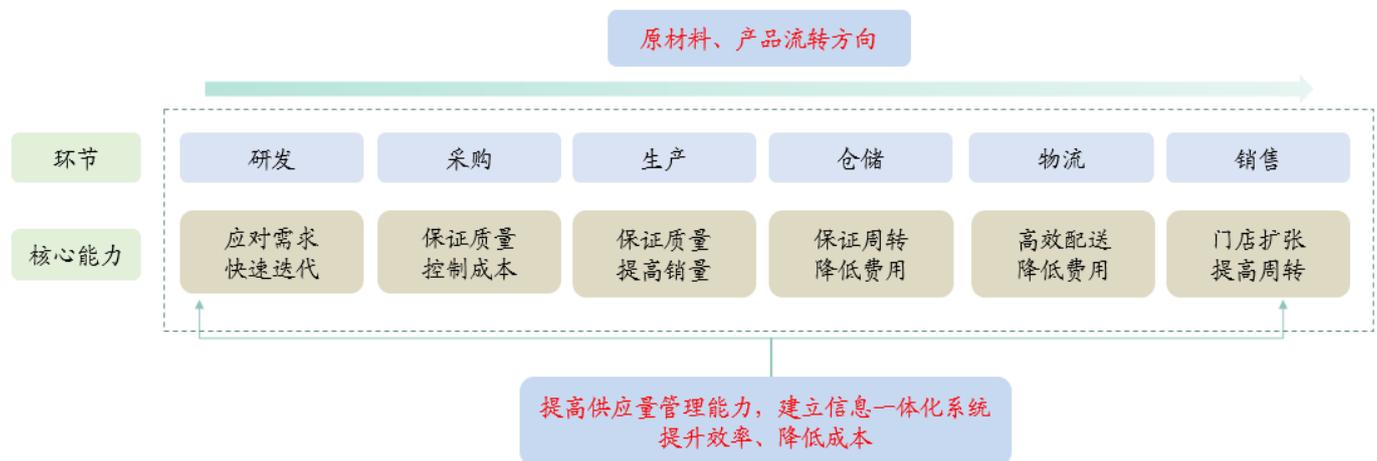
	良品铺子	三只松鼠	来伊份	绝味食品	煌上煌
加盟商要求	有经验、资金、资源的大商	认同松鼠文化、有创业激情的青年	有零售经验、有资金、有店铺资源	认同经营理念、有经营能力、资金和开拓能力	经营能力和长期意向
加盟商合作	“保姆式”管理服务，加盟商负责督导、决策	“XX—三只松鼠联盟小店”，共同创业	-	成立加盟商委员会，实现“共治”	加盟商联合会；整合创业者资源，众筹开店，所有权和经营权分离
辅助管理	人员	公司派驻店长、店员	加盟商招聘人员，公司培训；公司安排经营顾问	加盟商招聘人员，公司培训	加盟商招聘，公司培训
	选址	选址审核	选址审核	选址审核	选址审核，公司同商超、购物中心合作
	经营	提供信息系统支持、库存监管、定价等服务	提供信息系统支持、协助商品洞察匹配；提供融资平台支持	统一理念、统一标准、统一形象、统一定价、统一采购、统一配送、统一培训	提供营销支持、门店管理、价格策略、统一配送等支持

数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

（二）供应链能力：绝味全国冷链日配到店，松鼠轻资产供应链效率高

优秀的供应链能力可提高产品研发、盈利能力，支撑门店扩张。连锁经营模式下，产品从原材料形态最后流转至消费者手中主要经历生产、物流、销售环节，优秀的供应链能力是门店扩张的重要支撑。（1）决定门店扩张半径：休闲食品为即时性消费，产能充裕、物流配送高效便捷能最大限度满足即时消费需求，支持门店快速扩张。（2）保证产品质量：产品质量把控是连锁门店生存的根基，具备优秀供应链能力的企业能够构建完善的质量控制体系和切实有效的质量控制措施优化供应链，实现全流程监控和管理产品品质，以保证产品质量。（3）影响新品更新速度：休闲食品行业竞争激烈，优秀的供应链体系能够根据市场需求迅速推出新产品。（4）影响盈利能力：优秀的供应链体系能降低成本、提升运营效率。随着门店扩张规模效应将逐渐体现，在生产端，优化生产流程可控制成本；在配送端，通过优化供应链可以选择最佳路线进行配送，降低单位运输成本。公司盈利能力改善后，可以通过打造更性价比的产品或让利给加盟商，实现加盟商盈利提升。

图12：优化供应链能提高效率，降低成本，改善盈利能力



数据来源：广发证券发展研究中心

1. 绝味自建工厂规模优势明显，松鼠代工模式产品快速迭代

绝味工厂遍布全国，规模优势明显，支撑门店扩张。休闲卤制品由于保质期较短，要求频繁配送，绝味食品与煌上煌在销售地区布局生产基地，保证当天配送，产品新鲜度高；依托各地的生产基地，能针对性地推出当地特色休闲卤味产品，例如绝味在东北地区生产的猪脸肉等，满足各地差异化需求支撑门店异地扩张。绝味食品自建工厂具备显著优势：（1）产能优势：绝味在全国有23个工厂远多于煌上煌的6个生产基地，配送半径300公里，足够支撑全国范围门店扩张。（2）规模优势：绝味上万个门店支撑庞大的鸭副产品需求，公司原材料采购端和生产端规模优势明显。

三只松鼠等休闲零食企业采用代工模式，新品迭代速度快。休闲食品品类众多，消费者需求变化较快，对企业的产品迭代更新要求较高，三只松鼠、良品铺子、来伊份均主要采用代工模式进行生产，根据招股说明书，三只松鼠18年共有420家供应商，较17年增加57家。公司对供应商管理严格，对合作加工厂商入场的严格把关，建立

全面的质量安全培训、考核体系、质控检测体系。三只松鼠通过数字化系统洞察消费者需求，轻资产模式下新品迭代速度非常快，根据中国坚果炒货网，三只松鼠内部从商品洞察（选品会）到上新只要40天，快于百草味和良品铺子。三只松鼠19年开始建立联盟工厂园区，入驻代工厂只需提供设备和技术的形式将多个代工厂与物流配送中心一起聚集在园区内，实现产品的生产、制造仓储一体化，提高供应链效率，降低从生产到触达消费者的时间，提升产品新鲜度以及消费者体验。

表8: 休闲食品连锁龙头企业生产模式

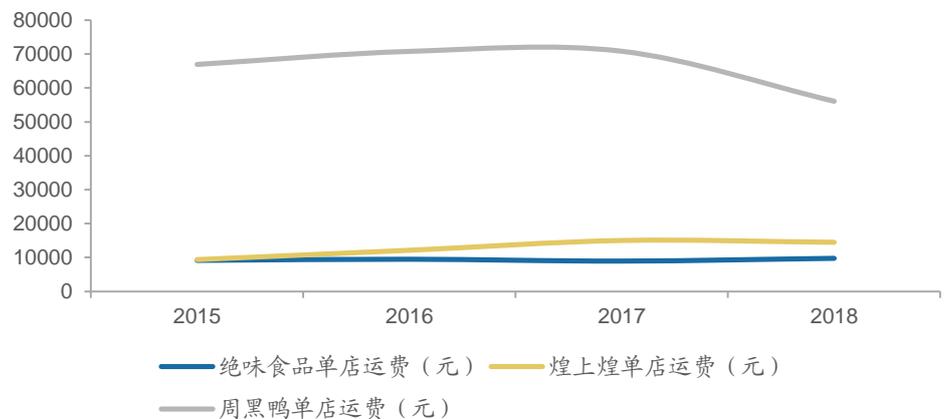
代表企业	工厂数量 (家)	生产模式		
		类型	优点	缺点
三只松鼠	420	代工厂	实现高周转,利于快速 推新品	难以管理产品品质
良品铺子	300+			
来伊份	230+			
绝味食品	23	自建工厂(销地产)	保障产品品质	产能提升周期长、成本大
煌上煌	6			
周黑鸭	4	自建工厂(集中配送)	具有规模效应	物流成本和产品价格高

数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

2. 绝味打造全国冷链日配体系, 松鼠高效仓储物流快速响应客户需求

绝味依托“绝配”供应链体系, 覆盖全国门店, 优化运输费用。休闲卤制品需要低温保存, 保质期短, 为保障产品品质, 需要全程冷链运输并且每日进行配送。凭借自身强大稳定的商流, 绝味食品18年建立起包含300-400辆车和30多个仓的“绝配”冷链供应链体系, 负责统筹被投企业和11000家门店配送, 实现全国范围的每日配送。绝味密集的工厂和仓储布局大大缩短配送距离, 提升了公司配送效率, 降低运输费用。15年以来绝味平均单店运输费用稳定在9000元左右, 远低于煌上煌(14482元)和周黑鸭(56090元)。

图13: 绝味食品规模效应凸显, 单店运输费低于煌上煌、周黑鸭



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 注: 单店运费为公司运输费除以门店数量

三只松鼠打造高效仓储物流模式，快速响应客户需求，助力线下门店扩张。 休闲食品连锁企业的物流呈现小批量、高频次、多点配送和快速配送的特点，需要完善的仓储物流体系来支撑。三只松鼠拥有9个城市仓，16个合作仓，高于良品铺子、来伊份，公司产品可直接从代工厂直达各城市仓，缩短周转天数。公司通过信息化技术保障物流配送时效，提高物流配送效率。此外公司在华东联盟工厂实现产品的生产、制造仓储一体化，未来公司产品从出厂到消费者最快只需7.8天，能快速响应终端需求，高效仓储物流能力将为线下连锁门店赋能，助力门店扩张。

表9：休闲食品连锁龙头企业物流体系

企业	物流模式			物流效率
	仓储数量	仓储分布	配送方式	
三只松鼠	9个自有或租赁的配送中心或城市仓，16个合作仓	(1) 配送中心和城市仓：芜湖、天津、成都、广州、济南、鄂州、泉州、郑州等； (2) 合作仓：芜湖、天津、成都、广州、武汉、郑州、嘉兴等	与第三方物流公司合作	单日处理最大订单量约220万单
良品铺子	4个自有或租赁的自营仓库，10个合作仓	(1) 自营仓库：武汉、嘉兴等；(2) 合作仓：上海、广州、天津、西安等		日均处理订单10万，峰值单日可达86万单
来伊份	1个自建仓储物流基地，多个RDC分仓和合作仓	仓储物流基地：上海 RDC分仓、合作仓：江浙沪京		上海总部物流园区日均容量在30万箱/天，最高峰55万箱/天
绝味食品	冷链专配物流，第三方人员和车队，公司管理			当日生产，当日配送
煌上煌	人员和车队多由加盟商承担，公司引导			
周黑鸭	自建为主，第三方合作为辅			
				部分省份需要隔日送达

数据来源：公司年报，招股说明书，广发证券发展研究中心

3. 绝味和松鼠通过信息化系统协助企业销售，提高门店经营效率

休闲卤制品通过信息系统可提升门店经营管理水平。 绝味食品09年引入SAP-ERP系统，12年引入RMS（零售信息管理系统）系统，实现从工厂原材料至成品及门店销售情况的追溯，17年提出QSC（连锁门店巡店系统）和CSC（连锁门店检核管理）项目，用于提升门店标准化运作水平以及对员工的精细化管理，提升门店管理效率。公司借助信息化系统可实现对所有门店的进、销、存情况进行实时监控，专业人员及时对异常情况进行核查，杜绝门店库存商品过量，保证产品新鲜度。

线上龙头具备信息化系统优势，连锁企业加强信息化系统建设可实现精准营销，提高经营管理水平。 三只松鼠等线上龙头由于SKU众多，消费者覆盖面积较广，具备信息化系统优势，可以获得线下门店的进、销、存数据、产品组合、促销方案参考和意见反馈等信息，让投放变得更为精准，提高门店经营管理水平。三只松鼠从2014年起即开始自主研发质量管理信息平台，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。公司可以在系统上看到产品价格（包括调整产品价格），产品库存，坪

效等数据情况，从而可以对门店进行更精细化的管理。公司与天猫零售通的合作，能获得精确到口味层级的客户数据，根据客户的口味偏好精准推荐产品。

四、投资建议

休闲食品行业销售额达万亿，随着线下红利消退，商超渠道放缓，线上龙头加快布局连锁门店行业，休闲食品连锁行业进入扩张期，预计未来3年门店数量增速10%+。休闲食品连锁门店核心在于单店盈利和连锁扩张，绝味食品、三只松鼠具备优秀单店盈利模型，且供应链和管理优势明显，连锁门店有望持续扩张。

三只松鼠：公司是线上休闲食品龙头，19年开始布局线下加盟小店，公司目前已经形成可复制、高坪效的单店盈利模型，19年门店数达386家。松鼠管理层具备优秀互联网基因，团队年轻战斗力强。公司通过信息化系统洞察消费者需求，通过代工模式实现产品迅速迭代，高效仓储物流快速响应客户需求，支撑公司线下门店扩张。我们预计20年公司门店数量将达到1000家，未来门店数量有望较快增长。

表10：三只松鼠收入拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
线上渠道收入（百万元）	5,281	6,227	8,814	11,280	14,357
增速	24%	18%	42%	28%	27%
线下渠道收入（百万元）	251	751	1,356	2,388	3,720
增速	78%	200%	81%	76%	56%
总门店数	31	65	386	1,136	2,036
直营门店数	31	53	108	208	308
加盟门店数		12	278	928	1,728
总收入（百万元）	5,554	7,001	10,194	13,692	18,100
增速	26%	26%	45.6%	34.3%	32.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

绝味食品：公司是休闲卤制品龙头，线下门店已达1万家，已经形成非常成熟的“冷链生鲜、日配到店”的供应链系统和加盟商管理体系。公司计划未来每年新增800-1200家门店，此外公司通过调整门店结构、产品结构的方式推动单店收入增长，预计未来单店收入3-5%左右，20年受疫情影响，预计单店收入增速略低，预计21年有望加速增长。

表11：绝味食品收入拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
休闲卤制品收入（百万元）	3713.01	4213.27	4910.85	5573.73	6251.35
增速	17.52%	13.47%	16.56%	13.50%	12.16%
门店数量	9053	9915	11000	12000	13000
增速	14.25%	9.52%	10.94%	9.09%	8.33%
单店收入（万元）	41.01	42.49	44.64	46.45	48.09

增速	2.86%	3.62%	5.06%	4.04%	3.53%
加盟商管理收入(百万元)	46.82	53.20	59.58	66.73	74.41
增速	4.04%	13.63%	12.00%	12.00%	11.50%
总收入(百万元)	3,850.17	4,367.98	5100.00	5815.00	6612.00
增速	17.59%	13.45%	16.80%	14.00%	13.70%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

(1) 门店扩张不达预期。连锁门店企业主要通过门店扩张提升收入,若门店扩张不达预期,将导致收入不达预期,可能反应了门店扩张接近天花板、连锁体系可能存在隐患等问题。

(2) 房租、人工费用提升。连锁门店的盈利能力受房租、人工成本影响较大,若房租和人工成本上升,不管是直营还是加盟模式,企业盈利能力都可能会受到影响。

(3) 草根调研数据偏差。本文中引用部分草根调研数据,存在调研数据偏差的可能性。

(4) 食品安全问题。休闲食品在原材料采购、生产、储存、配送、门店销售过程中可能出现管控不严的情况,导致食品安全问题。

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。新财富食品饮料行业18年第1名，19年第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。新财富食品饮料行业18年第1名，19年第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业18年第1名，19年第2名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业18年第1名，19年第2名团队成员。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业18年第1名，19年第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。