

战略转型，开拓新时代

——三只松鼠(300783)首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点:

在电商零食兴起的时代，三只松鼠，是开拓者，引领潮流；
在量贩零食店萌芽的新时代，三只松鼠，快速调整战略，开拓新时代。

● 战略转型，三只松鼠怎么做？

2022年以来，公司启动全面战略转型升级，明确“高端性价比”长期战略，从电商向全渠道转型。面对零食行业的渠道变化、性价比需求变化，公司主动承受短期压力，坚定战略转型，布局未来，实施“稳线上、精分销、拓门店”战略。

● “精分销、拓门店”，三只松鼠底气何在？

1) **年轻品牌势能基础**：三只松鼠，是稀缺的全国化零食品牌，其年轻可爱的品牌形象深入消费者心智，契合中高端零食消费者群体的需求，这是三只松鼠接下来全渠道发力的势能基础。

2) **坚果品类优势基础**：公司在坚果零食方面具备显著优势，年货节期间，公司坚果品类销量稳居线上市场第一。同时，我们也应该看到，坚果品类实际上仍有很大可以在深加工方面挖掘的空间，从全球供应链、挖掘新品类，到口味坚果、坚果制品，深耕的空间广阔。公司正在通过自建示范工厂的方式强化这一优势，目前已完成每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类的示范工厂建设，其中每日坚果及夏威夷果产线已正式投产，投产后每日坚果单盒降本约8%，夏威夷果成品良率显著改善。

● “精分销”，公司开发效果如何？

2022年，公司启动全面战略转型升级，分销渠道开发当年即见成效；当年公司分销业务实现收入14.74亿元，营收占比达到20.21%，其中区域经销业务实现收入8.21亿元，同比增长88.04%。目前，公司经销商数量已超1000家，并入驻永辉、沃尔玛、大润发等连锁商超，实现一线城市覆盖率100%。

● “拓门店”，公司如何落子？

1) **零食量贩连锁店**，是2022年以来兴起的新业态，第一，契合了中高端消费者需求变化趋势，既重视高端质量、消费体验、众多SKU选择，又重视性价比；第二，契合了KA商超流量向社区专业门店流量转向的趋势，且当前零食量贩店开设，还能借到卤味店等社区业态的流量势能。

2) **针对零食量贩店兴起机遇**，公司第一时间推动门店渠道改革，围绕“高端性价比”战略，通过“全国化品牌、核心品类自有供应链以及全品类拓展经验”的优势，打造全新的自有品牌社区零食店；首店已于六月一日开启内测，第一批店将逐步开业。

● 投资建议

公司是全国化零食领军企业，坚果品类优势显著，面对渠道变革趋势，快速战略转型，积极把握零食量贩店机遇、分销渠道机遇，值得期待。我们预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为2.94/3.51/4.01亿元，增速127.65%/19.33%/14.40%，对应6月26日PE 27/22/20倍（市值78亿元），给予“增持”评级。

● 风险提示

线上竞争加剧风险、线下渠道拓展不及预期风险、食品安全风险。

附表：盈利预测

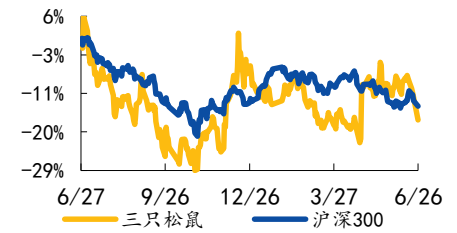
财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9770.22	7293.16	7368.89	8073.37	8818.88
收入同比(%)	-0.24	-25.35	1.04	9.56	9.23
归母净利润(百万元)	411.11	129.06	293.80	350.58	401.05
归母净利润同比(%)	36.43	-68.61	127.65	19.33	14.40
ROE(%)	18.21	5.51	11.38	12.32	12.77
每股收益(元)	1.03	0.32	0.73	0.87	1.00
市盈率(P/E)	19.05	60.68	26.66	22.34	19.53

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52周最高/最低价(元)	25.05 / 16.84
A股流通股(百万股)	280.80
A股总股本(百万股)	401.00
流通市值(百万元)	5483.95
总市值(百万元)	7831.53

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆
执业证书编号 S0020522110001
电话 021-51097188
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

联系人 单蕾
电话 021-51097188
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

目 录

1.三只松鼠：坚果引领的线上休闲零食龙头.....	4
1.1 坚果为核心的线上零食龙头	4
1.2 公司控制权稳定.....	4
1.3 收入业绩短期承压.....	5
2.零食坚果市场广阔，集中度提升空间大	7
3.打造坚果为核心的供应链体系，全渠道发力	9
3.1 打造以坚果业务为核心的供应链体系，建设示范工厂	9
3.2 稳线上、精分销、拓门店	10
3.2.1 线上流量分化，公司转向全渠道布局	10
3.2.2 夯实电商主业，贯彻“品销合一”新战略	12
3.2.3 全面布局线下，重点发力区域经销	13
3.2.4 门店升级，打造品质型社区零食店	14
4.坚果大单品引领，“三只松鼠”品牌深入人心	15
4.1 坚果核心大单品引领，产品力突出	15
4.2 三只松鼠+小鹿蓝蓝双品牌运营，品牌 IP 化赋能营销	17
4.3 管理层经验丰富.....	18
5.盈利预测及投资建议	19
5.1 盈利预测	19
5.2 公司要点	20
5.3 投资建议	21
6.风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2022 年末）	5
图 2：公司营业总收入及增速	6
图 3：公司归母净利润及增速	6
图 4：公司分产品收入结构（%）	6
图 5：公司第三方电商平台收入及占比.....	7
图 6：公司天猫系及京东系收入.....	7
图 7：公司销售/管理/研发/财务费用率情况（%）	7
图 8：我国休闲零食市场规模及增速	8
图 9：我国树坚果市场规模及增速	8
图 10：公司示范工厂	10
图 11：公司第三方电商平台收入情况.....	11
图 12：公司平台及推广服务费情况	11
图 13：部分分销专供产品.....	14
图 14：公司门店收入情况.....	15
图 15：公司门店数量	15

图 16: 三只松鼠产品结构.....	16
图 17: 小鹿蓝蓝重点产品.....	17
图 18: 公司推出的各种周边产品.....	18
图 19: 三只松鼠之中国行动画片.....	18
图 20: 三只松鼠荣获“CCTV·匠心坚果领先品牌”称号.....	18
表 1: 三只松鼠发展大事记.....	4
表 2: 我国坚果行业几大主要玩家坚果业务收入情况.....	9
表 3: 公司供应链管理的具体模式.....	9
表 4: 公司的全渠道布局.....	12
表 5: 公司客单价及运营毛利率情况.....	12
表 6: 新分销培育的具体措施.....	13
表 7: 公司分品牌营收情况.....	17
表 8: 公司董事及高管情况（截至 2022 年末）.....	19
表 9: 公司盈利预测.....	20
表 10: 可比公司估值.....	21

1.三只松鼠：坚果引领的线上休闲零食龙头

1.1 坚果为核心的线上零食龙头

三只松鼠，坚果为核心的线上休闲食品领导者。公司前身为安徽三只松鼠电子商务有限公司，由“松鼠老爹”章燎源先生创立于2012年，2015年12月29日松鼠有限整体变更设立为三只松鼠股份有限公司，并于2019年7月在创业板上市。公司主营以坚果为主的休闲食品，成功打造每日坚果、碧根果、夏威夷果等多个过亿级大单品，多年来位列国内主流电商渠道零食类目销量第一。

表 1：三只松鼠发展大事记

年份	事件
2022 年	全面推进战略转型升级；切实提升发展格局，全面升级使命、愿景、价值观；以科技为核心，深耕产品和产业，推动一二三产深度融合；从电商向全渠道转型，重构品牌力、渠道力和产品力。
2021 年	每日坚果销售额超 10 亿元，位列天猫混合坚果品类 TOP1；年货节期间坚果品类销量稳居线上市场第一，其中“坚果礼”线上市场份额超 30%。小鹿蓝蓝自上线以来保持高速增长，位居全国宝宝零食类目第一。
2020 年	每日坚果销售额超 10 亿元，位列天猫混合坚果品类 TOP1。小鹿蓝蓝品牌于 2020 年 6 月 19 日上线，上线 22 天夺得宝宝零食行业销量第一，上线 55 天日销破百万；2020 年双十一实现销售额超 1,811 万元，位居宝宝零食行业第一。
2019 年	6 月 16 日至 18 日，狂欢三天，三只松鼠全渠道销售额 2.28 亿，稳居行业第一。7 月 12 日，三只松鼠股份有限公司（简称“三只松鼠”）在深交所成功挂牌上市。11 月 11 日，三只松鼠全渠道销售突破 10.49 亿元，同比增长超 50%。12 月 3 日，三只松鼠 2019 年当年成交额突破 100 亿元。
2018 年	7 月 7 日，三只松鼠举行全球伙伴共创大会，提出共建超级国民品牌的新目标，未来的三只松鼠将服务 2 亿家庭。2018 年双十一活动，三只松鼠全渠道日销 6.82 亿，同比增长 30.51%。天猫旗舰店访问量 2200 万，成为天猫双十一流量第一品牌。
2016 年	4 月 12 日，在 2016 世界电商大会，提出三只松鼠“娱乐化战略”。11 月 11 日，三只松鼠双十一销售额全网 5.08 亿，天猫全品类第七名。
2015 年	2 月，三只松鼠年货销售额达 7.35 亿元。9 月，三只松鼠获峰瑞资本 3 亿人民币 D 轮投资，松鼠公司市值超过 40 亿人民币。11 月 11 日，三只松鼠单日销售额突破 2.66 亿。
2014 年	3 月，IDG 资本、今日资本追加 1 亿元人民币 C 轮投资，松鼠公司市值超过 10 亿人民币。11 月 11 日，双十一单日销售额 1.09 亿，再创历史新高。12 月 12 日，全网年销售额突破 10 亿元。
2013 年	2013 年 5 月，再次获今日资本、IDG 资本 617 万美元 B 轮投资，松鼠公司市值超过 2.5 亿元。2013 年 11 月 11 日，双十一日销售额 3562 万。12 月，启动占地 80 亩的电商产业园基础性工程建设，整体建筑面积超过 6 万平方米，建成后将容纳 3000 人的使用规模。12 月，全网年销售突破 3.26 亿元。
2012 年	2012 年 2 月，三只松鼠品牌在安徽芜湖创立。2012 年 4 月，获得 IDG 资本 150 万美元的天使投资。2012 年 6 月 19 日，在淘宝天猫商城试运营上线。2012 年 8 月，上线的第 65 天，在天猫坚果类目销售跃居第 1 名。2012 年 11 月 11 日，首次参加双十一大促，日销售 766 万，名列食品电商销售第一名。

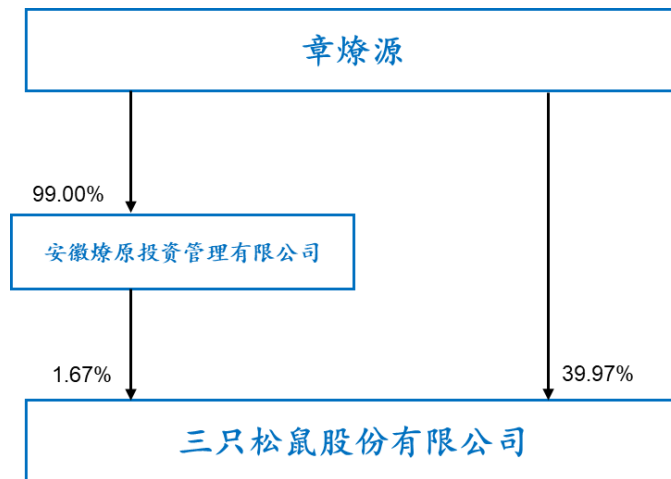
资料来源：公司公告、公司官网、国元证券研究所整理

1.2 公司控制权稳定

公司控制权稳定，实控人控制公司 41.64% 股权。公司实际控制人为创始人章燎源先

生，截至 2022 年末，直接加间接合计控制公司 41.64% 的股份，控制权稳定。此外，截至 2022 年末，专业投资机构 IT GROWTH INVESTMENT 和 NICE GROWTH 分别持有公司 12.61% 和 11.62% 的股份，以上两机构所持有的股份已于 2020 年 7 月全部解禁。

图 1：公司股权结构（截至 2022 年末）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.3 收入业绩短期承压

公司收入及业绩短期承压。线上流量持续分化，公司收入自 2019 年开始出现小幅下滑。受线上业务见顶，叠加线下消费场景受损影响，公司 2022 年收入及业绩短期承压，2022 年公司实现营业总收入 72.93 亿元 (-25.35%)，实现归母净利润 1.29 亿元 (-68.61%)。

图 2：公司营业总收入及增速

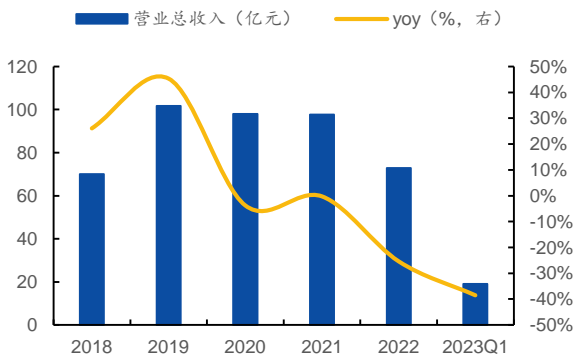
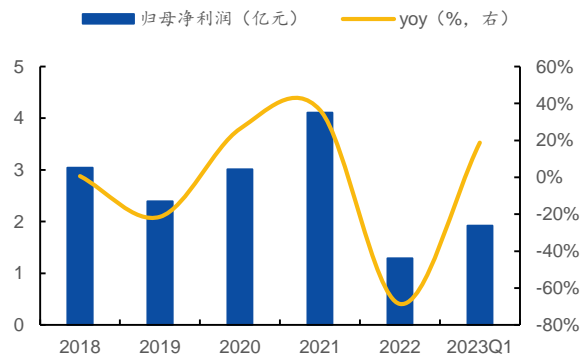


图 3：公司归母净利润及增速

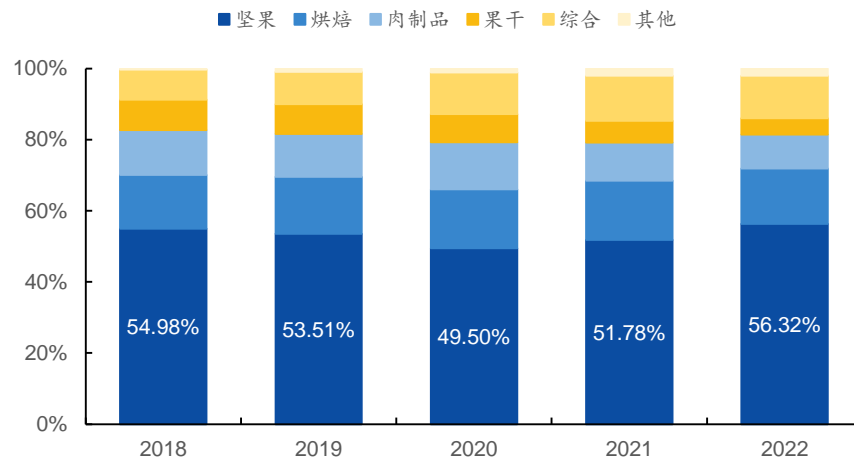


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

坚果业务为基石，22 年收入占比近六成。公司产品以坚果为核心，涵盖烘焙、肉类、果干等多个品类，其中坚果占比最高，18-22 年基本维持在 50% 以上。2022 年公司坚果业务收入占比为 56.32%，同比提升 4.54pct。

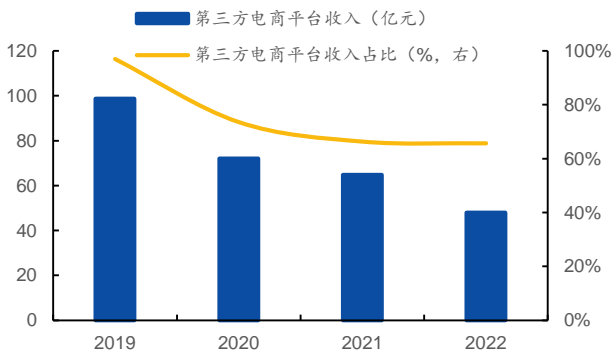
图 4：公司分产品收入结构 (%)



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

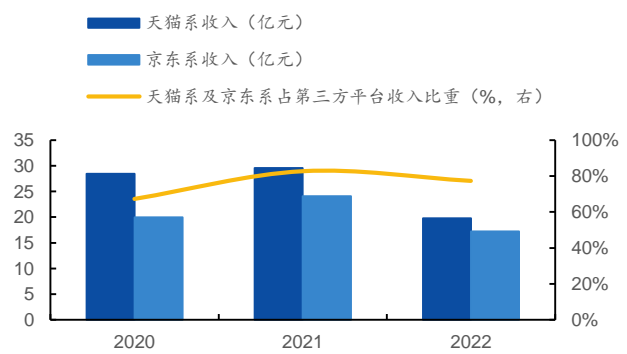
线上业务收入承压，公司积极拓展线下市场。2022 年，公司通过第三方电商平台实现收入 47.88 亿元 (-26.10%)，其中天猫系、京东系分别实现收入 19.80 亿元、17.23 亿元，两者合计占第三方电商平台收入的 77.34% (-5.45pct)。随着线上业务承压，公司积极拓展线下市场，2019 年公司第三方电商平台收入占比为 97.00%，到 2022 年，这一比例已经降至 65.66%，三年间下降了 31.34pct。

图 5：公司第三方电商平台收入及占比



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

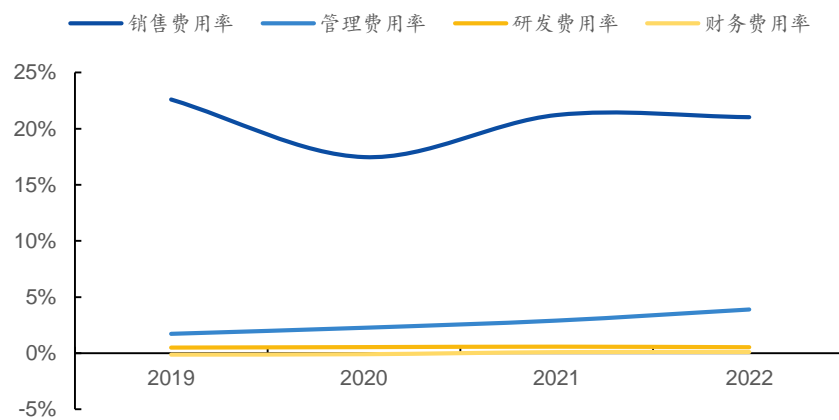
图 6：公司天猫系及京东系收入



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司销售费用率处于较高水平。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.02%/3.89%/0.53%/0.11%，同比分别-0.19/+0.99/-0.06/+0.01pct。公司销售费用率处于较高水平，主要是由于每年需支付较高金额的平台服务及推广费，22 年该项费用占公司销售费用的 63.87%，占公司营业总收入的 13.42%。2022 年公司管理费用率出现小幅增长，主要是收入规模暂时收缩带来的影响。

图 7：公司销售/管理/研发/财务费用率情况 (%)

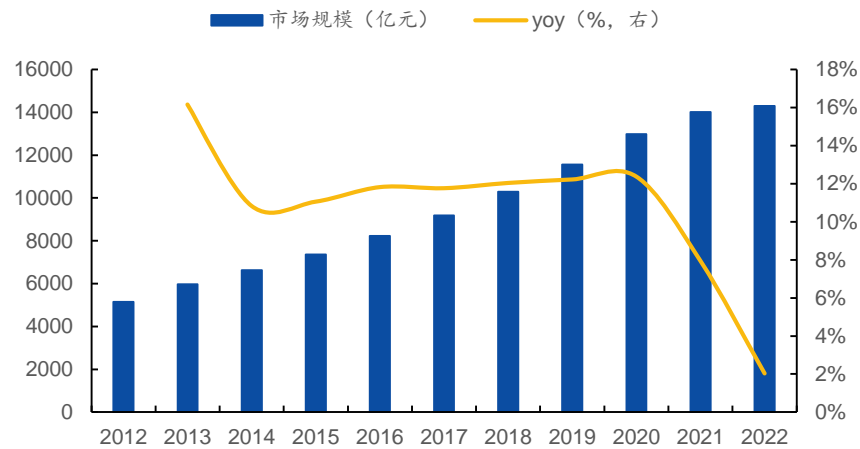


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

2. 零食坚果市场广阔，集中度提升空间大

休闲零食，万亿市场。根据前瞻产业研究院数据，2022 年我国休闲零食市场规模为 14300 亿元，同比增长 2.0%，2012-2022 年 CAGR 为 10.76%。随着我国居民人均可支配收入的不断提升和消费持续升级，休闲食品行业预计持续稳健成长。

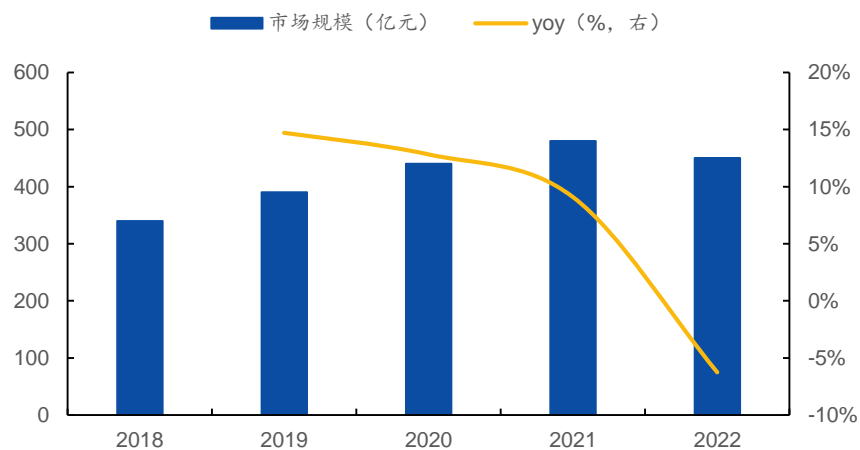
图 8：我国休闲零食市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券研究所整理

坚果是休闲零食前五大品类之一，树坚果市场规模增速领先。根据食品工业协会数据，在我国休闲食品市场中，销量占比前五的品类分别是烘焙糕点、糖果巧克力蜜饯、坚果炒货、休闲卤制品和膨化食品。根据生长方式不同，坚果可分为籽坚果与树坚果两大类，籽坚果主要包括葵花籽、西瓜子、花生、蚕豆等，树坚果主要包括核桃、碧根果、开心果、巴旦木等。根据前瞻产业研究院数据，2022 年我国树坚果市场规模为 450 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 7.26%。

图 9：我国树坚果市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券研究所整理

树坚果市场竞争格局分散，集中度提升空间大。树坚果市场主要玩家可分为平台型零食企业三只松鼠、良品铺子、百草味等，坚果企业洽洽食品、沃隆食品等，以及部分区域型企业和散装小作坊。

表 2：我国坚果行业几大主要玩家坚果业务收入情况

序号	公司	2020	2021	2022
1	三只松鼠	坚果业务收入 48.48 亿元	坚果业务收入 50.58 亿元	坚果业务收入 41.07 亿元
2	良品铺子	坚果炒货业务收入 13.34 亿元 坚果（不含葵花籽等瓜子产品）收	坚果炒货业务收入 16.09 亿元 坚果（不含葵花籽等瓜子产品）收入	坚果炒货业务收入 15.67 亿元 坚果（不含葵花籽等瓜子产品）收入
3	洽洽食品	入 9.5 亿元； 坚果及葵花籽合计 46.75 亿元	13.66 亿元； 坚果及葵花籽合计 53.10 亿元	16.23 亿元； 坚果及葵花籽合计 61.35 亿元
4	沃隆食品	坚果业务收入 8.61 亿元	坚果业务收入 10.66 亿元	暂未披露

资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

注：百草味为非上市企业，暂无公开披露数据。

3. 打造坚果为核心的供应链体系，全渠道发力

3.1 打造以坚果业务为核心的供应链体系，建设示范工厂

公司形成了完善的供应链管理模式：1) 在研发端，公司坚持“以消费者为中心”；2) 在采购端，与战略供应商采取联盟工厂方式结为紧密利益共同体；3) 在生产端，建有全球规模领先的坚果分装工厂，同时通过建设示范工厂不断延伸坚果产业链布局；4) 在质检端，建立全链路食品质量安全管理体系。

表 3：公司供应链管理的具体模式

序号	环节	具体模式
1	研发端	公司坚持“以消费者为中心”的理念，充分利用对行业 and 平台消费需求大数据的洞察，采取平台化合作研发模式，于业内较早成立食品研究院，外部联合江南大学、合肥工业大学等业内知名高校及奇华顿、嘉吉、杜邦等知名公司组建产学研一体化机构，共同开展行业共性技术攻坚研发。
2	采购端	公司根据产品定位和采购规模对原材料和产品供应商进行分层分级，以销售计划结合趋势预测制定年/月/周采购计划匹配对应供应商。初级供应商严格筛选后建立订单合作；中级供应商深度协同，通过联合采购或指定采购、委托加工等方式，实现关键技术掌控；战略供应商采取联盟工厂方式结为紧密利益共同体，加强产品的全链路生产管理。
3	生产端	公司建有全球规模领先的坚果分装工厂，设备自动化率高，规模领先。同时，为着力延伸坚果产业链，推动一二三产深度融合，公司自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂，其中每日坚果、夏威夷果产线已正式投产，实现从原料到生产发货的供应链纵深，推动产品竞争力进一步提升。
4	质检端	公司建立全链路食品质量安全管理体系，包括供应商准入、日常评估考核、常态化驻厂模式、巡检飞检、督导淘汰等监管机制，产品标准编制、产品质量检测、质量问题处理等流程举措，供应商端、仓储物流端、门店端以及消费端全链路透明可持续追溯体系，将质量控制环节渗透到生产制程中，从而实现源头防控和过程改善。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

打造示范工厂，基于核心坚果品类，构建供应链纵深能力。2022 年 4 月，公司在全面转型公告中提出，着力延伸产业链，通过建设坚果示范工厂进入二产，推动坚果产业工业化水平提升。2022 年 8 月 19 日，公司公告拟以自有资金 1 亿元设立全资子公司“三只松鼠（芜湖）坚果智造有限公司”，从事坚果制造加工。

四大核心坚果品类示范工厂建设完成，每日坚果、夏威夷果示范工厂已正式投产。截

至 22 年末，公司已完成每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂的自主建设。第一座示范工厂以每日坚果为试点，采用 30 万级洁净车间，36 套全自动化生产线设备，产品下线可直发消费者，是集生产与发货一体化的综合工厂。该工厂于 2022 年 4 月开工建设，同年 8 月首批两条产线运营投产，22Q3 六条产线 36 套设备全部正式投产。22Q4，公司夏威夷果产线也正式投产。

示范工厂助力降本增效。每日坚果及夏威夷果产线投产后，每日坚果单盒降本约 8%，夏威夷果成品良率显著改善。

图 10：公司示范工厂



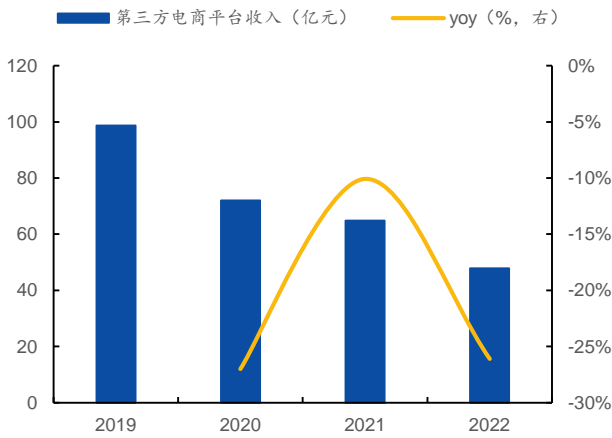
资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

3.2 稳线上、精分销、拓门店

3.2.1 线上流量分化，公司转向全渠道布局

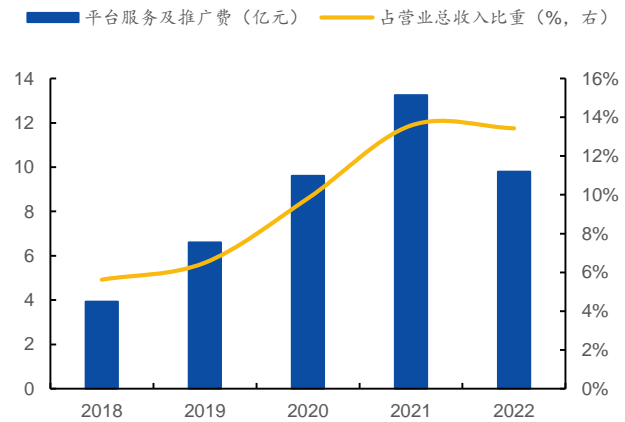
线上流量分化，公司线上业务短期承压。随着抖音、快手等新渠道的兴起冲击传统电商，线上流量趋于分散，线上推广及获客成本增加，同时，线上流量的分化导致线上流量红利渐弱。2022 年公司通过第三方平台实现线上收入 47.88 亿元，同比下降 26.10%。同时，平台服务推广费占比上升，2021 年平台推广服务费占营业总收入的比重较 2018 年上升 7.95pct 至 13.57%，2022 年该占比略有回落但仍处于高位，为 13.42% (-0.15pct)。

图 11：公司第三方电商平台收入情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 12：公司平台及推广服务费情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

夯实电商主业，发力线下，转向全渠道布局。为适应经营环境的变化，公司由“线上单一渠道”逐渐向“线上渠道各平台平衡发展、线上线下全渠道均衡发展”转变。目前公司已经初步形成了线上 B2C、B2B，线下分销、直营店、联盟小店构成的立体渠道布局：

- 1) 公司线上渠道主要包括 B2C 和 B2B 两种。前者主要是公司在天猫、京东等电商平台开设的旗舰店，后者主要是京东自营及天猫超市等通路。
- 2) 公司线下渠道包括分销和门店模式。公司的分销模式以区域经销商模式为核心，以平台分销和新渠道业务为补充，门店模式包括直营和加盟两种模式。

表 4：公司的全渠道布局

渠道	分类	定义	说明
线上	B2C	企业通过网络平台向个人消费者进行零售行为的销售模式。	覆盖天猫旗舰店/京东旗舰店/拼多多/抖音/唯品会等，以零售为主。
	B2B	企业通过网络平台向企业或公司主体进行交易的销售模式。	覆盖京东自营/天猫超市/零售通/1688/新通路等，以分销/批发为主要交易类型。
线下	分销业务	以区域经销商模式为核心，以平台分销和新渠道业务为有效补充，分销渠道推进货品盘场景化定制区隔，最终形成以品牌驱动、品类驱动、效率提升为特色的中度分销体系。	1) 区域经销：指借助三只松鼠品牌势能，发展适合线下分销渠道场景的供应链体系，并在全国设立驻地销售大区运营团队，发展各区域/渠道类型优质品牌授权经销商，实现公司产品在各类型线下渠道（现代渠道/传统渠道/特通渠道等）、各市场层级（一级城市/二级城市等）的密集分销。 2) 平台分销：指借助零售通、新通路、美团优选及其他三方平台进行 2B 分销的业务行为。 3) 新渠道业务：主要包括线下团购集采和专业礼品商渠道的业务行为。
	直营店	指由公司直接经营的连锁店，即由公司总部直接投资、经营、管理各个零售点的经营形态。	三只松鼠的直营店统称为“体验店”，店铺面积为 150-200 平方米，力求以优质的产品、“超越主人预期”式的服务、有趣好玩的松鼠 IP 体验为核心，打造商圈内的品牌体验中心。
	联盟小店	指公司将商标授权给加盟店主，将技术和服 务赋能给加盟店主，让加盟店主可以借助公司的品牌、产品、服务等，在市场上开展零售行为的店铺。	三只松鼠的加盟店统称为“联盟小店”，店铺面积为 50-80 平方米，致力于打造“简单、透明、信任、共生”的联盟生态关系，持续为小店主进行经营赋能。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.2.2 夯实电商主业，贯彻“品销合一”新战略

公司线上 2C 渠道客单价和运营毛利率保持稳定。尽管公司线上收入规模下滑，但 2C 渠道订单均价和运营毛利率保持稳定，该渠道订单均价稳定在 70 元以上，运营毛利率在 30% 左右。

表 5：公司客单价及运营毛利率情况

项目	2019	2020	2021	2022
线上 2C 渠道销售额 (亿元)	64.57	51.98	43.21	31.05
线上 2C 渠道订单数 (万个)	8,626	6,657	6,154	3,938
订单均价 (元)	74.85	78.09	70.21	78.84
运营毛利率 (%)	29.55%	33.01%	34.60%	33.45%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

线上贯彻“品销合一”新电商战略。2022 年，公司确立了“品销合一”的新电商战略，聚焦以品类为核心的运营策略，打通运营、产品、货品、质量、物流等供应链端口，通过全链路运营优化实现品类领先。这一策略带动下，2022 年公司手撕面包、肉松饼为代表的多款产品月销大幅提升。

2023 年公司将从以下方面持续贯彻这一战略：

- 1) 从“店铺运营”转向“品类运营”，构建“丰富、新鲜、优质、低价”的产品矩阵，通过运营、货品、质量等全链路的优化实现爆款打造，提升核心单品市场份额。
- 2) 通过标杆店铺的建设实现模式的可复刻化。
- 3) 持续拓展直播矩阵，强化中心商城精细运营，实现线上回暖增长。

3.2.3 全面布局线下，重点发力区域经销

2021 年，公司开始全面布局线下，重点开发区域经销。随着线上流量分化，公司传统电商营收逐渐出现下滑趋势，2021 年 10 月，公司正式发布新分销战略，提出全面布局线下分销市场。公司于 2021 年新增区域经销业务，于 2021 年 10 月正式启动招商，次月完成首批招商和产品匹配，同年 12 月正式向全国分销终端铺货。

表 6：新分销培育的具体措施

项目	新分销培育具体举措
组织端	升级分销事业部组织架构，划分六大经销大区及平台分销、KA 销售、新渠道九大销售业务单元，组建超百人的具备行业丰富经验的团队。
渠道端	截至 22 年末，与超 1,000 家优质经销商伙伴建立合作，入驻永辉、沃尔玛、大润发等中国百强连锁商超，实现一线城市覆盖率 100%。推动批发业务归口整合及线下市场秩序规范，22 年实现区域经销业务营收同比增长超 80%。
产品端	升级开发经销专供系列产品共 38 款，以充分适应流通批市渠道及县乡下沉市场的渠道销售场景需求；新开发 47 款零食独立小包装称重销售产品，以品牌岛柜的形式进驻各类型主力终端超市。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

22 年新分销持续布局，聚焦业务培育。2022 年公司持续聚焦新分销布局，向下沉市场不断渗透，组织端升级架构，渠道端持续拓展经销商及重点市场，产品端开发经销专供产品等，完成了匹配线下需求的“团队+渠道+产品”建设。22 年公司定向开发 38 款分销专供产品，截至 22 年末，公司经销商数量为 1,167 家，较 21 年末净增加 875 家，入驻永辉、沃尔玛、大润发等连锁商超，一线城市覆盖率达 100%。22 年公司分销业务实现营业收入 14.74 亿元，其中区域经销实现营业收入 8.21 亿元，同比 +88.04%。

图 13：部分分销专供产品



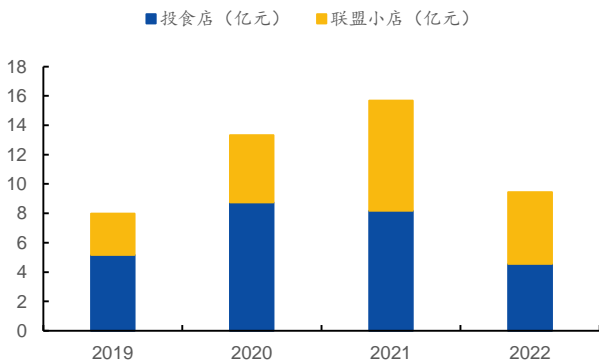
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

从中度分销转向终端的精细化管理，推进“终端性价比”布局。在 2023 年经营计划中，公司明确提出，2023 年分销将持续推进“终端性价比”战略布局，持续聚焦区域经销，逐步从中度分销转向终端的精细化管理，实现分销的持续增长，具体包括：

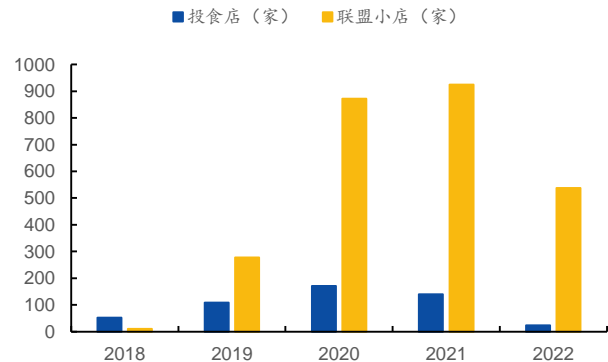
- 1) 现代渠道推进 KA 直营合作。
- 2) 传统渠道以标准化陈列与价格统一管控打造标杆市场。
- 3) 升级具有“终端性价比”的坚果与零食日销专供货品。

3.2.4 门店升级，打造品质型社区零食店

公司 2022 年大力调整门店结构。上市初期公司就开始了线下门店的探索，公司门店主要分为自营的投食店和加盟的联盟小店模式。公司早期线下门店拓展较快，2020 年以来线下门店消费场景受损严重，2022 年，公司投食店和联盟店合计实现收入 9.44 亿元，同比下滑 39.76%。公司于 2022 年提出主动优化现有门店，推动公司更轻负担向线下门店新业态“自有品牌零食专业店”全面进军。2022 年，公司投食店新开 1 家，闭店 118 家，截至 2022 年末累计 23 家；联盟店新开 44 家，闭店 431 家，截至 2022 年末累计 538 家。

图 14：公司门店收入情况


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 15：公司门店数量


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

2023 年公司将推动门店升级, 打造品质型社区零食店。对比同样价格相对低的线上, 零食量贩店在物理距离上离消费者更近, 更能满足零食消费的冲动式购买, 依托高性价比、品类丰富度等核心优势, 零食量贩店在需求端具备扎实的基础, 有望高效承接来自传统卖场商超的流量转移。2023 年, 公司计划借助全国化的品牌影响力、坚果核心品类优势和全品类开发的供应链能力, 升级打造自有品牌零食专业店, 为每个家庭提供全品类的高端性价比零食。通过加盟拓展策略, 快速开出一批店, 努力实现规模化增长。

4. 坚果大单品引领, “三只松鼠”品牌深入人心

4.1 坚果核心大单品引领, 产品力突出

大单品优势突出, 缩减 SKU, 优化品类结构。上市初期, 公司产品众多, 涵盖坚果炒货、肉类零食、糕点饼干、果干蜜饯、果蔬零食、豆干小食、海味即食、糖巧果冻、膨化食品、进口食品、冲调速食、礼文化等 12 大核心品类; 适应市场和经营情况变化, 公司持续优化品类结构, 形成了坚果、烘焙、果干、肉制品、综合和其他几大品类, 目前公司 SKU 数量为 600 余个。公司坚果产品优势突出, 三只松鼠每日坚果、坚果礼包、开心果、开口松子、夏威夷果、碧根果等稳居天猫品类榜单 TOP1。

图 16：三只松鼠产品结构



资料来源：天猫旗舰店、国元证券研究所整理

子品牌小鹿蓝蓝专注宝宝零食，位居全网宝宝零食类目前列。小鹿蓝蓝旗下产品针对宝宝功能性、敏感呵护、有机、多维营养、辅食调味等需求，打造“新鲜、营养、安全、科技、活力”的高端婴童食品新标杆，目前已成功打造了山楂棒、香香米饼、鳕鱼肠等超 10 款年销千万元的宝宝零食大单品。

图 17：小鹿蓝蓝重点产品


资料来源：天猫旗舰店、国元证券研究所整理

4.2 三只松鼠+小鹿蓝蓝双品牌运营，品牌 IP 化赋能营销

主品牌+子品牌定位清晰。经过不断地探索和调整，公司形成了聚焦休闲零食的主品牌“三只松鼠”+聚焦宝宝零食的子品牌“小鹿蓝蓝”的品牌矩阵。2022 年，公司三只松鼠/小鹿蓝蓝分别实现收入 68.00/4.91 亿元，分别占公司总营收的 93.24%/6.73%。

表 7：公司分品牌营收情况

项目	2020	2021	2022
三只松鼠品牌收入（亿元）	97.18	92.35	68.00
小鹿蓝蓝品牌收入（亿元）	0.55	4.92	4.91
其他品牌收入（亿元）	0.21	0.43	-

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

“三只松鼠”品牌知名度、美誉度高。公司成功构建了全国化的品牌认知和品牌势能，截至 22 年末，累计服务超 1.7 亿消费者，淘系店铺粉丝数超 4,500 万，京东系店铺粉丝数超 7,200 万，粉丝数位列零食类目第一。

“小鹿蓝蓝”专注宝宝食品。子品牌“小鹿蓝蓝”于 2020 年 6 月上线，标志着公司对于宝宝食品市场的拓展。在该品牌运营方面，公司持续完善会员体系，建设以“科学喂养”为核心的生态内容，提升用户活跃度和留存率，提高用户黏性。

品牌 IP 化，全域精准营销。公司以 IP 化的品牌为原点，通过 IP 衍生周边、动画片、短视频等多元业态，实现各个领域的精准营销，进一步扩大品牌影响力。“三只松鼠”品牌先后推出国潮盲盒、钥匙挂件等衍生周边；与摩尔庄园、大鱼海棠等 IP 进行联动；推出《三只松鼠之中国行》等系列动画片。截至 22 年末，公司动画片网络播放量累计超 35 亿次，覆盖超 4 亿观众，电视台播映期间，收视率多次位列央视少儿、卫视第一。

图 18：公司推出的各种周边产品



资料来源：三只松鼠官微、国元证券研究所整理

图 19：三只松鼠之中国行动画片



资料来源：三只松鼠动画微信公众号、国元证券研究所整理

公司通过广告投放等举措，持续强化消费者心智。2022 年 1 月，三只松鼠荣获中央广播电视总台“CCTV·匠心坚果领先品牌”称号，并在 CCTV-1 综合频道、CCTV-2 财经频道、CCTV-3 综艺频道、CCTV-4 中文国际频道等 10 个频道做全年品牌展播。

图 20：三只松鼠荣获“CCTV·匠心坚果领先品牌”称号



资料来源：生活与消费、国元证券研究所整理

4.3 管理层经验丰富

公司董事会及管理层经验丰富，与公司风雨同舟。公司管理层在互联网休闲食品行业具备丰富的经验和前瞻性的视野，带领公司不断实现产品及模式创新，奠定了公司成功的重要基础。公司创始人、董事长兼总经理章燎源先生在休闲食品行业拥有十余年的丰富销售和管理经验。吴斌先生、魏本强先生、郭广宇先生、周庭先生等董事是公司创立元年便加入公司的元老，对公司及行业有深刻理解。潘道伟先生亦在公司任职接近十年。董事杨嵘峰先生则是来自知名投资机构今日资本。

表 8：公司董事及高管情况（截至 2022 年末）

序号	姓名	职务	性别	年龄	主要工作经历
1	章燎源	董事长、 总经理	男	47	2012 年至 2015 年担任安徽三只松鼠电子商务有限公司董事长、总经理；2015 年至今担任本公司董事长、总经理，并任安徽燎原投资管理有限公司执行董事，安徽松鼠娱乐有限公司董事长，安徽松鼠小镇投资管理中心（有限合伙）执行事务合伙人及北京中坚合果信息技术服务有限公司监事。
2	杨嵘峰	董事	男	37	2007 年至 2019 年担任香港普华永道会计师事务所会计师；2019 年 1 月任职今日资本（香港）有限公司的投后管理总监，并从 2021 年 7 月至今任今日资本（香港）有限公司合伙人。2021 年 12 月起任本公司董事。
3	潘道伟	董事、 董事会秘书	男	36	2014 年 4 月至今先后担任本公司助理总监、党委书记、行政总经理。2015 年 12 月至今任本公司董事、董事会秘书。
4	吴斌	董事	男	34	2012 年 2 月至今先后担任本公司线上事业部总监、总经理；2015 年 12 月至 2020 年 5 月任本公司监事会主席；2021 年 12 月至今任本公司董事。
5	魏本强	董事	男	36	2012 年 6 月至今先后任本公司采购总监、事业部总经理；2015 年 12 月至今任本公司董事。
6	郭广宇	董事	男	34	2012 年 3 月至今先后任本公司品牌总监、短视频电商总经理；2015 年 12 月至今任本公司董事。
7	周庭	财务总监	男	41	2012 年 12 月至今先后担任公司财务经理、财务总监。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

公司盈利预测假设如下：

- 1) 随着公司在区域经销为代表的线下渠道持续发力，2023 年公司收入有望重回增长，公司坚果品类优势突出，增速有望快于其他品类。
- 2) 毛利率方面，公司通过建设示范工厂实现每日坚果等产品的降本增效，同时随着销售规模恢复增长，单位分摊的固定成本降低，预计未来公司产品，尤其是坚果产品的毛利率将进一步提升。

表 9：公司盈利预测

项目	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	10173.02	9794.12	9770.22	7293.16	7368.89	8073.37	8818.88
yoy (%)		-3.72%	-0.24%	-25.35%	1.04%	9.56%	9.23%
毛利率 (%)	27.80%	23.90%	29.38%	26.74%	27.96%	28.25%	28.35%
分产品：							
坚果							
营业收入 (百万元)	5443.21	4848.45	5058.48	4107.31	4150.43	4567.14	5006.04
yoy (%)		-10.93%	4.33%	-18.80%	1.05%	10.04%	9.61%
毛利率 (%)	26.04%	22.28%	29.14%	25.99%	28.09%	28.49%	28.64%
烘焙							
营业收入 (百万元)	1631.89	1617.73	1629.50	1134.37	1143.33	1253.66	1369.13
yoy (%)		-0.87%	0.73%	-30.39%	0.79%	9.65%	9.21%
毛利率 (%)	28.81%	23.34%	27.32%	24.76%	24.80%	25.21%	25.35%
肉制品							
营业收入 (百万元)	1232.06	1297.47	1043.13	696.34	701.28	764.47	832.89
yoy (%)		5.31%	-19.60%	-33.24%	0.71%	9.01%	8.95%
毛利率 (%)	28.13%	22.98%	27.92%	22.84%	22.88%	22.88%	22.88%
果干							
营业收入 (百万元)	844.03	773.40	602.28	338.09	340.28	368.60	399.19
yoy (%)		-8.37%	-22.13%	-43.87%	0.65%	8.32%	8.30%
毛利率 (%)	28.26%	22.83%	26.85%	23.67%	23.70%	23.73%	23.77%
综合							
营业收入 (百万元)	927.44	1148.39	1237.32	872.66	878.95	953.22	1033.19
yoy (%)		23.82%	7.74%	-29.47%	0.72%	8.45%	8.39%
毛利率 (%)	34.11%	31.06%	33.25%	33.06%	33.09%	33.14%	33.19%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

5.2 公司要点

1) 三只松鼠：坚果零食领跑者

a) 三只松鼠，坚果为核心的休闲零食电商龙头。公司创立于 2012 年，并于 2019 年在深交所上市，主营以坚果为代表的休闲食品，多年来位列国内主流电商渠道零食类目销量第一。受互联网流量分化和线下消费场景受损影响，2022 年公司收入业绩暂时承压，实现总营收 72.93 亿元 (-25.35%)，归母净利润 1.29 亿元 (-68.61%)。

b) 公司控制权稳定。公司实际控制人为创始人、董事长兼总经理章燎源先生，截至 22 年末，控制公司 41.64% 的股份。

2) 打造坚果为核心的供应链体系，全渠道发力

a) 打造以坚果业务为核心的供应链体系，建设示范工厂。2022 年，公司布局自建示范工厂，截至 22 年末，公司已完成每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂自主建设，每日坚果、夏威夷果示范工厂已正式投产。每日坚果及夏威夷果产线投产后，每日坚果单盒降本约 8%，夏威夷果成品良率显著改善。

b) **全渠发力，开发区域经销，切入社区零食新业态。**公司围绕“稳线上、精分销、拓门店”，全渠发力。公司夯实电商主业，贯彻“品销合一”新战略；持续聚焦新分销布局，22年内，定向开发38款分销专供产品，经销商数量净增加875家至1167家，区域经销实现营业收入8.21亿元，同比+88.04%；22年优化调整门店结构，净闭店504家，23年公司推动门店升级，打造品质型社区零食店。

3) 产品力及品牌力稳固

a) **SKU丰富，大单品优势突出。**公司SKU数量超过600个，围绕核心坚果品类，成功打造每日坚果、碧根果、夏威夷果、纸皮核桃、手剥巴旦木、蜀香牛肉等多个过亿级大单品，三只松鼠每日坚果、坚果礼包、开心果、开口松子、夏威夷果、碧根果等稳居天猫品类榜单TOP1。

b) **品牌运营IP化，已构建全国化品牌势能。**公司运营“三只松鼠”主品牌和专注婴幼儿食品的“小鹿蓝蓝”子品牌，通过IP化运营、广告投放等多种手段，持续赋能品牌营销。目前三只松鼠已经构建了全国化的品牌势能，淘系店铺粉丝超4500万，京东系店铺粉丝超7200万，粉丝数位列零食类目第一。

5.3 投资建议

公司是全国化零食领军企业，坚果品类优势显著，面对渠道变革趋势，快速战略转型，积极把握零食量贩店机遇、分销渠道机遇，值得期待。我们预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为2.94/3.51/4.01亿元，增速127.65%/19.33%/14.40%，对应6月26日PE 27/22/20倍（市值78亿元），给予“增持”评级。

表 10：可比公司估值

序号	公司名称	总市值	归母净利润 (亿元)						PE		
		(2023.6.26)	2023E	增速	2024E	增速	2025E	增速	2023E	2024E	2025E
1	三只松鼠	78	2.94	127.65%	3.51	19.33%	4.01	14.40%	26.66	22.34	19.53
2	良品铺子	105	4.49	33.81%	5.59	24.62%	6.78	21.20%	23.43	18.80	15.51
3	洽洽食品	209	10.91	11.81%	13.09	19.97%	15.22	16.29%	19.14	15.96	13.72
4	盐津铺子	155	4.77	58.08%	6.13	28.72%	7.72	25.81%	32.59	25.32	20.12

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司估值统一使用Wind一致预期（180天）。

6. 风险提示

线上竞争加剧风险、线下渠道拓展不及预期风险、食品安全风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3901.23	3317.04	3498.17	3837.53	4178.06
现金	418.13	171.24	561.30	699.14	1027.10
应收账款	192.80	394.16	401.23	439.59	480.19
其他应收款	33.94	21.83	23.83	25.14	27.99
预付账款	80.14	80.98	80.46	87.79	95.76
存货	1671.94	1071.02	902.43	1042.63	1010.93
其他流动资产	1504.27	1577.81	1528.92	1543.24	1536.08
非流动资产	1131.46	1218.77	1271.62	1302.50	1357.68
长期投资	6.20	6.38	20.33	21.35	22.41
固定资产	541.94	521.51	484.90	447.23	409.99
无形资产	112.20	109.26	109.26	109.26	109.26
其他非流动资产	471.12	581.61	657.13	724.66	816.02
资产总计	5032.69	4535.80	4769.79	5140.03	5535.74
流动负债	2439.87	1845.77	1841.46	1959.63	2067.18
短期借款	300.00	50.00	85.11	90.45	97.69
应付账款	1309.45	1063.46	1032.06	1139.55	1235.71
其他流动负债	830.41	732.31	724.29	729.63	733.78
非流动负债	334.91	346.63	345.77	335.40	327.69
长期借款	199.00	199.00	199.00	199.00	199.00
其他非流动负债	135.91	147.63	146.77	136.40	128.69
负债合计	2774.78	2192.40	2187.23	2295.03	2394.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	412.19	469.16	469.16	469.16	469.16
留存收益	1444.73	1483.23	1712.39	1974.84	2270.71
归属母公司股东权益	2257.92	2343.40	2582.56	2845.00	3140.88
负债和股东权益	5032.69	4535.80	4769.79	5140.03	5535.74

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	588.47	73.27	444.21	267.58	476.66
净利润	411.11	129.06	293.80	350.58	401.05
折旧摊销	87.89	76.14	48.06	49.05	50.15
财务费用	10.08	8.24	12.43	10.40	8.26
投资损失	-56.07	-56.19	-56.13	-56.16	-56.15
营运资金变动	41.48	-206.39	166.76	-88.08	91.33
其他经营现金流	93.99	122.42	-20.71	1.79	-17.99
投资活动现金流	-880.48	-185.48	-16.94	-32.35	-40.70
资本支出	65.35	212.54	71.06	79.37	85.56
长期投资	837.67	-2.68	13.95	1.02	1.07
其他投资现金流	22.54	24.37	68.06	48.03	45.92
筹资活动现金流	-410.22	-134.44	-37.21	-97.39	-107.99
短期借款	300.00	-250.00	35.11	5.34	7.24
长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-141.72	56.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-538.50	58.59	-72.32	-102.73	-115.22
现金净增加额	-702.29	-246.67	390.06	137.84	327.97

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9770.22	7293.16	7368.89	8073.37	8818.88
营业成本	6899.40	5342.81	5308.43	5792.39	6318.34
营业税金及附加	47.45	47.78	48.28	52.89	57.78
营业费用	2072.04	1532.84	1410.41	1538.78	1676.47
管理费用	283.17	283.46	265.28	280.15	301.61
研发费用	57.54	38.44	45.01	43.65	42.98
财务费用	10.08	8.24	12.43	10.40	8.26
资产减值损失	-3.99	-3.19	-2.97	-3.38	-3.18
公允价值变动收益	1.33	0.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	56.07	56.19	56.13	56.16	56.15
营业利润	468.07	177.53	373.61	448.85	513.29
营业外收入	87.51	27.65	28.85	30.11	32.09
营业外支出	12.34	4.69	8.10	8.37	7.05
利润总额	543.24	200.49	394.36	470.58	538.32
所得税	132.14	71.43	100.56	120.00	137.27
净利润	411.11	129.06	293.80	350.58	401.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	411.11	129.06	293.80	350.58	401.05
EBITDA	566.04	261.91	434.10	508.29	571.69
EPS (元)	1.03	0.32	0.73	0.87	1.00

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-0.24	-25.35	1.04	9.56	9.23
营业利润(%)	19.36	-62.07	110.45	20.14	14.36
归属母公司净利润(%)	36.43	-68.61	127.65	19.33	14.40
获利能力					
毛利率(%)	29.38	26.74	27.96	28.25	28.35
净利率(%)	4.21	1.77	3.99	4.34	4.55
ROE(%)	18.21	5.51	11.38	12.32	12.77
ROIC(%)	14.08	4.61	11.71	13.28	15.42
偿债能力					
资产负债率(%)	55.13	48.34	45.86	44.65	43.26
净负债比率(%)	20.85	12.97	14.37	13.74	13.40
流动比率	1.60	1.80	1.90	1.96	2.02
速动比率	0.91	1.22	1.41	1.43	1.53
营运能力					
总资产周转率	2.07	1.52	1.58	1.63	1.65
应收账款周转率	47.51	24.71	18.46	19.20	19.18
应付账款周转率	5.13	4.50	5.07	5.33	5.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.32	0.73	0.87	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	0.18	1.11	0.67	1.19
每股净资产(最新摊薄)	5.63	5.84	6.44	7.09	7.83
估值比率					
P/E	19.05	60.68	26.66	22.34	19.53
P/B	3.47	3.34	3.03	2.75	2.49
EV/EBITDA	13.89	30.01	18.11	15.47	13.75

资料来源: Wind、Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188