

## 创新的快乐味道

# ——洽洽食品（002557）研究报告

行业分类：食品饮料

2012.02.09

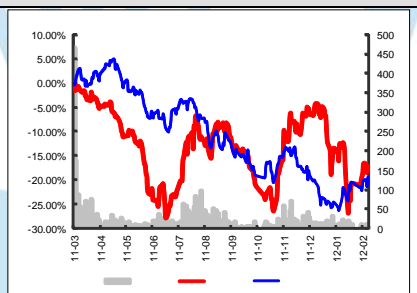
研究员：张绍坤  
(执业证书编号：S0640511010008)  
联系人：刁志学, 李润平  
电话：0755-83520492/83692762  
Email：diaozhixue@163.com

6个月目标价	28.20元
当前股价	23.85元
投资评级	买入

### 基础数据

上证指数	2347.53
总股本(亿)	2.60
流通A股(亿)	0.64
流通B股	0
流通A股市值(亿)	15.35
总市值(亿)	62.01
ROE(11Q3)	6.72%
资产负债率	16.50%
动态市盈率	31.62
动态市净率	2.48

### 近一年股价表现



### 投资要点:

- 公司是国内坚果炒货类的领军企业，是国内坚果炒货工业协会的会长单位，其葵花子产品年销售额超过10亿元，遥遥领先于同行企业，而新开发的薯片产品也成长迅速，预计全年销售将超过4亿元，也使得公司顺利进入休闲食品类其他细分行业。
- 公司是家族式控股企业，但管理层稳定且几乎都间接持有公司股份，实现了较好的管理层激励。公司十几年间从无到有到强，表明了公司管理层较强的管理能力。
- 随着经济的发展和居民收入水平的提高，休闲食品行业将依然会有较快的发展速度，但各个细分行业或有所差异，其中炒货类及薯片类或将有高于行业平均水平的增长。我们认为行业内企业未来的发展前景更多的在于行业集中度的提高以及产品创新所带来的机会，尤其是后者对于行业内企业而言意义更为重要，但也更为艰难，基于自身优势，找准创新方向是关键。至于渠道的发展，农村市场虽然要开拓，但城市市场的深耕更为重要。
- 凭借公司良好的品牌基础，独占鳌头的瓜子产品地位，依赖广泛的渠道和销售网络，公司在瓜子业务上依然将会有较快的发展速度，而公司的创新产品薯片业务也会迎来初期较快的发展，公司在行业内雄厚的资金实力也是不容忽视的潜在力量。但公司的产品创新能力依然尚待加强。
- 预测公司2011-2013年每股收益分别为0.74元、0.94元和1.13元，鉴于市场整体估值的下滑，我们给予公司2012年30倍PE的估值，每股价格为28.2元。首次给予公司“买入”评级。
- 风险因素：薯片业务发展不及预期；食品安全问题。

### 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2144	2896	3623	4524
收入同比(%)	30%	35%	25%	25%
归属母公司净利润	152	193	245	293
净利润同比(%)	50%	27%	27%	20%
毛利率(%)	27.3%	26.7%	26.4%	26.2%
ROE(%)	29.0%	7.8%	9.0%	9.7%
每股收益(元)	0.59	0.74	0.94	1.13
P/E	40.17	31.62	24.94	20.86
P/B	11.63	2.48	2.25	2.03
EV/EBITDA	31	25	21	17

## 目 录

图表目录 .....	3
一、 公司简介：国内休闲食品行业的领军 .....	4
1、 公司概况 .....	4
2、 公司股权结构和组织结构 .....	4
3、 公司的主要业务和产品 .....	4
4、 公司的经营概况 .....	5
二、 产品创新和渠道扩张是休闲食品企业持续快速发展的关键 .....	6
1、 行业整体发展趋缓，但各个细分行业前景略有不同 .....	6
2、 行业的机会来源于产品创新和行业集中度的提高 .....	7
3、 产品创新的关键在于找准方向 .....	8
4、 渠道的拓展不只是农村，提升城市市场的占有率同样重要 .....	9
三、 发挥品牌优势和渠道优势，加强创新能力 .....	10
1、 知名的品牌是公司最具价值的资产之一 .....	10
2、 瓜子市场的领先奠定其炒货行业领导地位 .....	10
3、 良好的营销能力和营销网络是公司发展的基础和保障 .....	11
4、 瓜子和薯片业务持续增长，但创新能力尚待加强 .....	12
5、 稳定的团队和充裕的现金，一个值得期待的未来 .....	13
四、 估值与投资建议 .....	14

## 图表目录

图表 1 公司股权结构 .....	4
图表 2 公司主要产品收入变动 (单位:万元) .....	5
图表 3 公司 2011H1 产品结构.....	5
图表 4 公司收入及毛利变动 (单位:百万元) .....	5
图表 5 公司主要产品毛利率变动 (单位:%) .....	5
图表 6 公司部分盈利指标 (单位:%) .....	6
图表 7 公司部分运营指标 (单位:次) .....	6
图表 8 休闲食品结构 (2010 年) .....	7
图表 9 休闲食品分类别增长率 (单位:%) .....	7
图表 10 北京及周边糖果类产品市场占有率 (单位:%) .....	7
图表 11 北京及周边蜜饯类产品市场占有率 (单位:%) .....	7
图表 12 城镇与农村居民收入比较 (单位:元) .....	10
图表 13 社零总额中城乡结构变动趋势 .....	10
图表 14 公司换标前后的商标对比 .....	10
图表 15 公司葵花籽销售收入和增长率 (单位:百万元) .....	12
图表 16 公司葵花籽收入、利润占比和毛利率变化 (%) .....	12
图表 17 公司派、花生及坚果类收入占比变动 (%) .....	12
图表 18 公司派、花生及坚果类毛利率变化 (%) .....	12
图表 19 百事公司的薯片业务地区发展策略 .....	13
图表 20 全球主要地区人均休闲食品消费量 (2009) (KG) .....	13
图表 21 公司薯片业务的收入和毛利率变动 (百万元) .....	13
图表 22 公司薯片业务占收入和营业利润比变动.....	13
图表 23 经营情况预测 .....	15
图表 24 公司财务报表预测 .....	16



## 一、 公司简介：国内休闲食品行业的领军

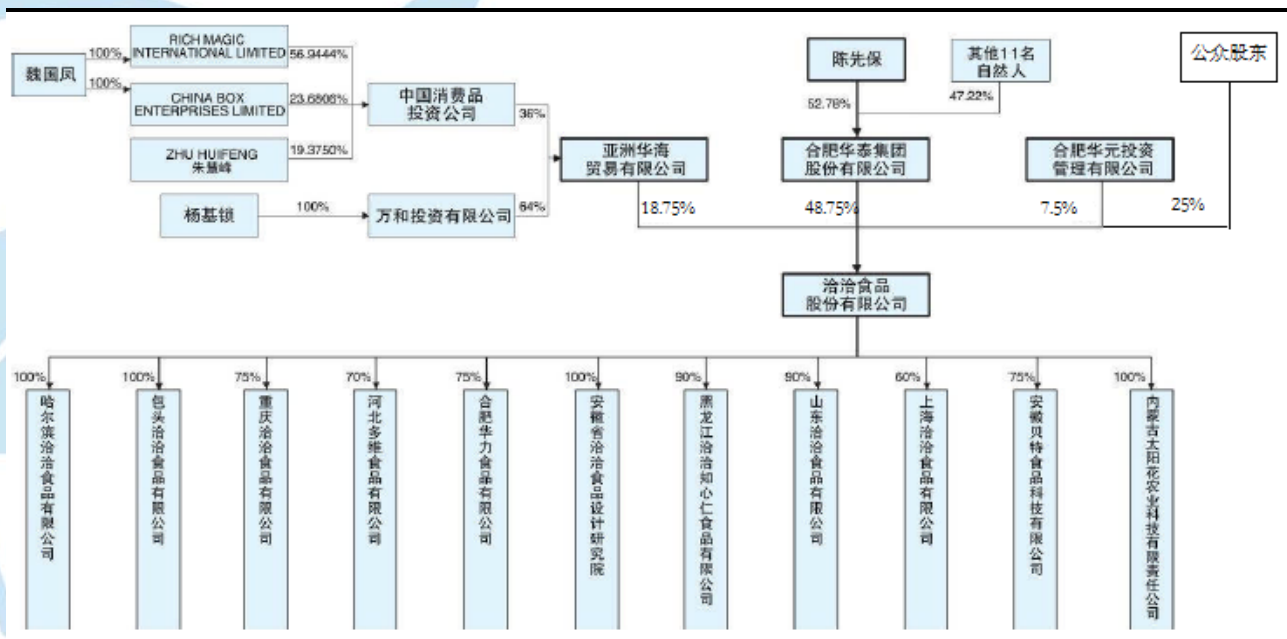
### 1、 公司概况

洽洽食品公司于 2001 年成立于安徽省合肥市，主要生产坚果炒货类、焙烤类和薯片类等休闲食品，于 2011 年 3 月在深圳交易所挂牌上市。经过近 10 年的发展，公司目前的销售规模居国内坚果炒货类企业榜首，尤其是瓜子类市场占有率远远领先于其他企业，“洽洽”几乎是葵瓜子的代名词。“洽洽”品牌也是全国知名品牌，连续 6 年位居“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。公司是中国食品工业协会坚果炒货专业委员会会长单位。

### 2、 公司股权结构和组织结构

陈先保先生是公司的创始人也是公司目前的第一大股东（共持有公司 25.73% 的股份），其持有洽洽食品第一大股东华泰集团 52.78% 的股份，而华泰集团持有洽洽食品 48.75% 的股份，其大部分股东为陈先保先生的亲属。公司的管理层通过公司的第三大股东合肥华元间接持有公司股份。公司虽然是一家以陈先保先生为主的家族式民营企业，但公司对管理层也做到了较为充分的股权激励。

图表 1 公司股权结构



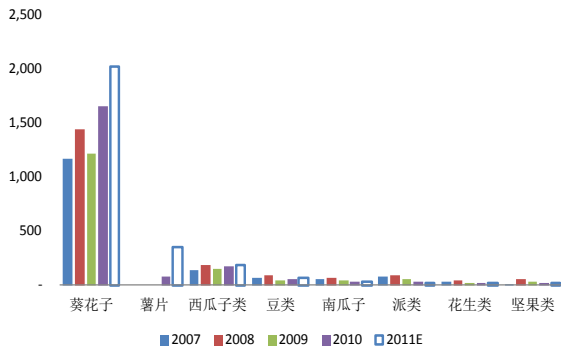
资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

从已有的公开资料看，公司内部的组织结构较为简单，主要部门包括采购部、生产部、营销部、技术质量部、信息部和财务部，另外下属机构还设置有公共关系部和供应链部。公司较为简练的组织机构设置与目前公司分支机构较少、产品品类较少、公司还处于发展阶段的特点相符合，是典型的产销型企业组织架构。

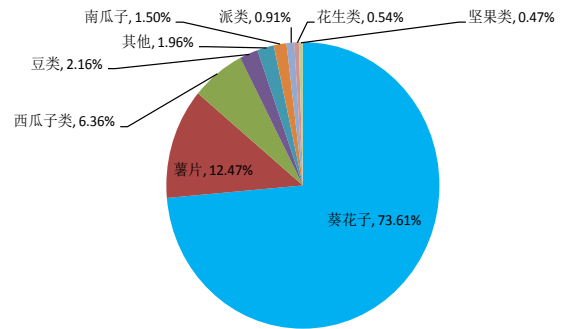
### 3、 公司的主要业务和产品

公司目前的产品主要以坚果炒货类为主，新开发的薯片类产品则使得公司进入其他休闲食品品类。目前，葵花籽依然是公司的主打产品，2011 年中报中占公司收入的约 73.61%，其次是薯片类异军突起占收入的 12.47%，再次是其他瓜子类产品，派、花生等坚果类产品所占比例则较小。公司以瓜子类产品见长的特点较为明显，但薯片类的迅速崛起是否能够撑起另外

一片天，还需要继续等待，其目前的发展势头较好，至于其他产品，一方面占整体收入的比重较小，另一方面增长速度放慢甚至出现下滑的情况，对公司的经营影响越发减少。

**图表 2 公司主要产品收入变动 (单位:万元)**


资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

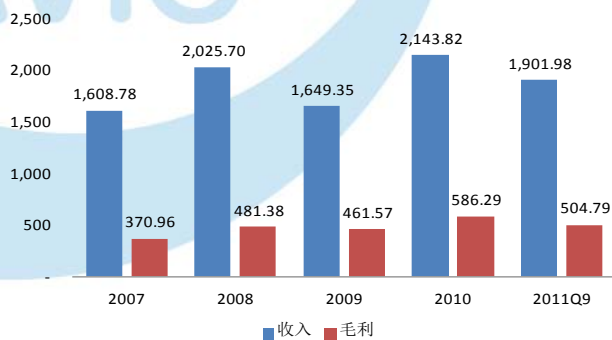
**图表 3 公司 2011H1 产品结构**


资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

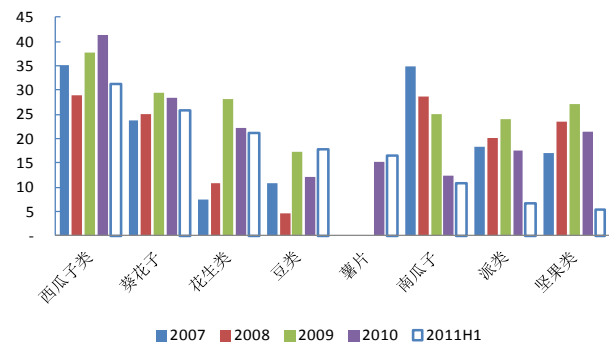
#### 4、公司的经营概况

公司 2011 年前三季度实现营业收入 19.02 亿元, 同比增长 32.46%, 在薯片业务得到初期较快发展的情况下, 公司 2011 年全年的业绩有望保持较快的增幅; 公司前三季度实现营业利润 1.75 亿元, 同比增长 29.94%, 虽然受到原材料价格上涨的影响, 但公司产品价格的提升以及高毛利产品所占比重的上升使得公司的利润水平依然保持了同步较快增长, 尤其是公司第三季度的产品毛利率有了较大提升使得利润率水平上升明显。

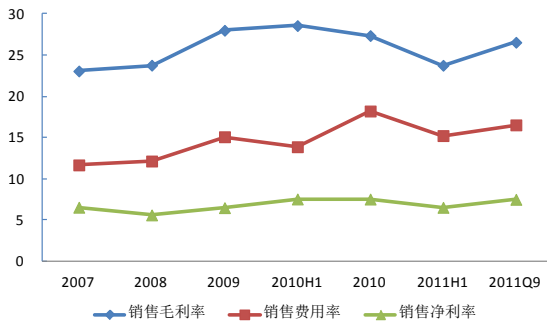
从公司产品的毛利率看, 公司大部分产品毛利率在 2009 年后呈下降趋势, 这与市场竞争的激烈程度相关, 而这种竞争或许将更为激烈且在短期内较难逆转, 公司第三季度的毛利率上升来源还需要看年度报告才能知晓其原因和可持续性。在通过产能释放和渠道深耕扩大销量的同时, 如何保持较高的利润率水平, 将是公司未来发展需重要考量的另一方面。为了打造良好的品牌形象和加大渠道的拓展力度, 公司的销售费用率呈上升趋势, 而公司的存货周转率也呈上升趋势, 表明公司的经营依然处于快速扩张阶段, 销售费用率或将保持较高水平。

**图表 4 公司收入及毛利变动 (单位: 百万元)**


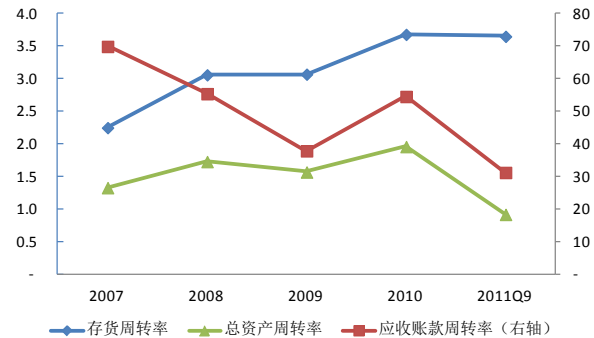
资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

**图表 5 公司主要产品毛利率变动 (单位: %)**


资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

**图表 6 公司部分盈利指标 (单位: %)**


资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

**图表 7 公司部分运营指标 (单位: 次)**


资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

## 二、 产品创新和渠道扩张是休闲食品企业持续快速发展的关键

### 1、 行业整体发展趋缓, 但各个细分行业前景略有不同

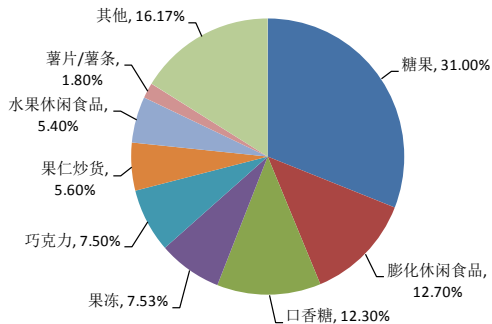
休闲食品行业的划分有较多种类, 随着居民整体收入水平的上升, 行业得到了持续较快发展, 但不同细分行业的发展水平不一, 而对不同细分行业发展前景的认识对于身处其中的行业内公司而言有着较为重要的意义。

从休闲食品的名称可以看出其定义将较为广泛而缺少精确的界定, 它是随着人民生活水平的提升而逐渐出现的, 是以休闲为主的食物, 其消费目的在于消除闲暇, 其显著的特点是风味鲜美、热值低、无饱腹感、爽口。中国传统的小吃类食品大多可以归类到休闲食品类, 而一些新兴的外来食品或由于工艺的发展而出现的新的的小吃类食品也可以归到休闲食品类。

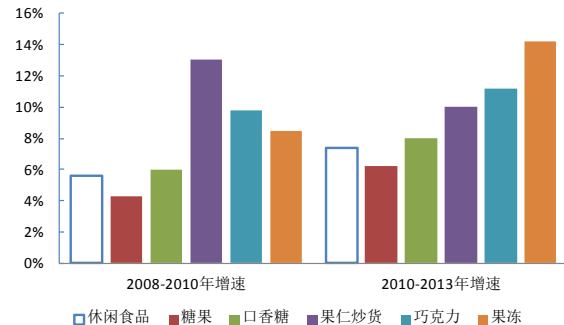
目前对休闲食品尚无统一的分类方法。按照其原料加工制作的特点大致可以分为果仁类、谷物膨化类、瓜子类炒货、糖类、果蔬制品类和鱼肉制品类; 按照消费特点可以大致分为甜食产品和甜味及风味休闲食品, 其中前者包括糖果、口香糖及巧克力, 后者包括薯片及薯条、膨化休闲食品、水果休闲食品、果仁及其他休闲类; 按照中国食品工业协会下属分专业委员会剔除酒类外的协会有马铃薯、糖果、坚果炒货、花卉食品、方便面、面包糕饼及豆制品等专业委员会。面包糕点类产品过去也曾是大家喜欢的休闲食品, 但随着居民生活水平的提高, 这些食品的食用频率大幅提高既而逐渐从休闲类食品中逐渐淡出, 更多的是旅行家居中对主食的一种替代品。我们偏向于根据消费特点的分类方法, 也是一些商业咨询机构采用的方法。

参照 Euromonitor 的统计数据, 2010 年中国休闲食品市场的零售总额约为 1249.52 亿元, 其中糖果类产品约为 643.19 亿元, 占了大半壁江山, 而剩余的其他类休闲食品约为 606.33 亿元。在过去的几年中, 休闲食品整体行业的增长速度并不是非常快, 但受城乡居民收入水平增长的影响, 未来几年的增速或将快于过往, 但其速度也并非非常令人振奋。

而对于其细分行业而言, 占休闲食品大部分的糖果类产品增速较慢, 而坚果炒货类、巧克力类或将有较快的增速, 一些其他的如膨化食品类或也将有较快的增速, 但整体依然不是非常理想。休闲食品整体的发展或许已经跨过了最初的快速成长期而逐渐变得成熟, 在大多数细分行业也已经出现了让人耳熟能详的全国性知名品牌, 如阿尔卑斯、徐福记、箭牌、好丽友、洽洽、阿明、德芙、金帝、喜之郎、亲亲等等。虽然 Wind 的数据显示部分细分行业的成长速度超过 30%, 或因统计口径的不同, 从实际体验而言, 我们认为大多数细分行业的增速并没有如此之快。

**图表 8 休闲食品结构（2010 年）**


资料来源：Euromonitor、中航证券金融研究所

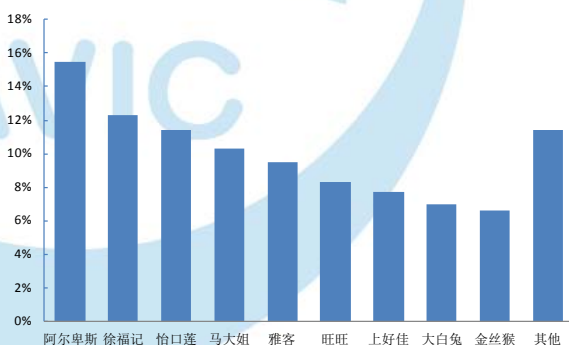
**图表 9 休闲食品分类别增长率（单位：%）**


资料来源：Euromonitor、中国市场调查研究中心

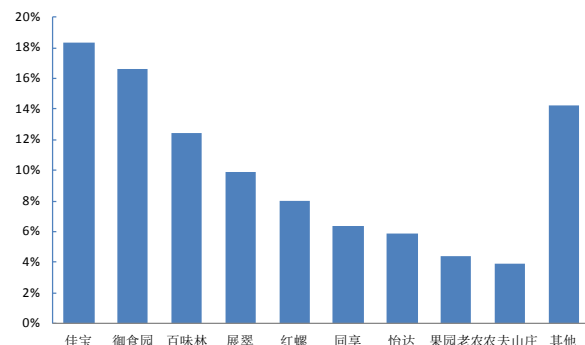
对于洽洽目前的主打产品果仁炒货以及薯片类产品而言，其在休闲食品中所占的份并不是最大的，但其成长速度还是超过行业平均水平。我们认为公司的瓜子类产品依然有较好的成长性，而薯片类产品由于市场空间有限且面临着较多的对手，相对而言其成长性可能会较快遇到瓶颈。

## 2、行业的机会来源于产品创新和行业集中度的提高

虽然行业的整体增速并不快，各个细分行业的增速也并非让人大为振奋，但我们依然可以看到两点机会：一是行业整体超过千亿元的规模市场，而且这个市场随着居民收入的增长依然在不断成长，企业可以通过创新进入多个细分行业或创造新的细分行业从而拓展自己的发展空间；二是虽然行业规模较大，但行业内有实力的公司并不多，尤其是众多细分市场中并没有形成占据垄断地位的龙头企业，产品分割、市场分割较为厉害，随着行业发展的不断成熟，行业内的强势企业将拥有较大优势，而这种集中度提升所带来的收益将足以满足单个企业快速发展的欲望。产品地域性市场的分割在新兴的细分行业中表现的更为明显。

**图表 10 北京及周边糖果类产品市场占有率（单位：%）**


资料来源：中国糖果、中航证券金融研究所

**图表 11 北京及周边蜜饯类产品市场占有率（单位：%）**


资料来源：中国糖果、中航证券金融研究所

对于通过产品创新和渠道深耕两方面来进行市场份额的扩张方式而言，前者适合产品较为单一而又处于快速发展期的企业，后者更适合产品较为多样化、发展已经较为成熟的企业，当然两者并没有绝对，如同很多休闲食品企业所言，创新能力和渠道能力都是一个企业成功的核心能力之一，两者互为补充、缺一不可。我们认为目前休闲食品行业或许较为成熟，但

大部分行业内企业依然处于高速发展期,如何实现收入和市场的扩张是当前最重要的,是否能够赚到较高的利润反而是其次。渠道的细化和深化是优秀企业都在做的事情,这是一个需要耐心和恒心的工作,成长的体现较慢,而产品的创新成功更容易让企业再上一个台阶。在一个竞争激烈的环境中,我们认为一个休闲食品企业的创新能力相对于其渠道能力而言更值得关注。当然,通过外部购并的方式进行扩张也是一条较好的路线,可惜具备此种能力的国内企业相对而言更是凤毛麟角。

洽洽在葵花瓜子市场已经稳占行业第一,在多数市场的占有率近 10%或更多,对于这一相对较为成熟的产品而言,公司更多地应该是加大市场的开拓力度,深耕已有市场,同时要积极向目前尚不占优势的北方市场甚至海外市场扩展,在行业集中度较低的情况下,通过加强产品的竞争力和市场占有率,公司的瓜子产品依然有较大的成长空间。而公司进入薯片业务则是对原有产品的创新,其发展势头目前来看发展较好,但是否能够真正成为公司未来的又一拳头产品,我们觉得还需要一些时日进行观察。

### 3、产品创新的关键在于找准方向

产品的创新说起来容易,但真正实现成功的企业却并不多见。即使我们上文提到的那些休闲类食品知名企业,提起“德芙”我们想到的是巧克力,提起“益达”我们想到的是口香糖,提起“喜之郎”我们想到的是果冻,提起“品客”我们想到的是薯片,而提起“洽洽”我们想到的是瓜子,对于这些品牌之外的其他产品我们知之甚少。这固然有品牌的策略在其中,尤其是在休闲食品领域为不同产品赋予不同的品牌似乎成了规律,但我们也不能否认在休闲食品领域要想跨界创新的难度之大。

是品牌的障碍吗?不可否认在大多数细分产品领域都有着较为知名的品牌存在,但这些品牌较少采取直接延伸到其他产品品类的策略,因此那些新进入者的所面临的知名品牌并不多,而各个细分品类产品集中度较低的情况也说明品牌的障碍并非是新产品进入的关键障碍。另外,我们也看到现在我们知晓的很多品牌并没有太长的历史,比如徐福记、亲亲、洽洽等,而一些名气很大的品牌现在也不一定就占据着市场的主导,比如大白兔、大大、阿明等。因此,在产品跨界创新的过程中,品牌是产品进入的一个障碍,但并不足以决定产品的成败。

是品质的障碍吗?在一些调查公司做过的调查中,对于休闲食品而言,消费者最关注的前三大因素是卫生、口味、口感,而品牌、价格等因素反而排在后面,产品的品质确实是消费者重点考虑的因素。但在技术交流较为充分的国内市场,产品间的品质差异并不是很大,先入为主的观念反而对消费者的影响较大。在此背景下,若想开发出与竞争对手一模一样的产品,对于新进入者而言并没有多大优势,即使模仿的再像也无法超越所模仿的对象。因此,更多的新进入者选择新的细分市场来切入而较少完全模仿。产品的品质确实会影响到新进入者的成败,但通过差异化竞争,品质的好坏标准更多的是是否受到消费者的认可而不是是否实现了与竞品的无差异。除了拥有多年历史的企业,大部分企业都是通过切入竞争对手原来没有涉及的细小市场从而奠定成长基础的。开发出好的受消费者欢迎的产品才是王道,品质是关键,但却是一个绝对指标而不是相对的。

找出一个细分蓝海或者在一片红海中通过自己的渠道或其他优势占有一席之地,这是大多数企业跨入一个新产品领域的大多数方式。虽然看似是一种选择的问题,其实是一种战略问题,是企业基于自身的资源对企业发展方向和方式的抉择问题。在休闲食品领域成功的企业中,大多数都依然局限于一两个主打产品,有多个主打产品贡献同比收入和利润的成功企业,我们认为旺旺算是其中的佼佼者。

通过对旺旺发展历程以及其经营思路的分析,我们认为旺旺从米果开始,既而发展到旺仔牛奶,再到旺仔 QQ 糖,其中最关键的是抓住了两个因素,一是消费者定位于儿童为主,一是消费场合定位于节日喜庆以及延伸出的“礼”文化,而这两

个因素我们认为与目前国内休闲食品消费市场的特性是较为吻合的。春节在国内休闲食品消费中的地位非常重要，儿童在家庭团聚中的地位向来重要，通过调查购买糖果类休闲食品中最多的考虑因素是招待客人，而客人中最主要考虑的主体也是儿童。通过抓住消费者、消费场合和消费文化这个主线，有的放矢地去进行产品延伸的创新，我们认为这是旺旺之所以能够实现跨界创新成功的关键。这种产品的跨界虽然看似毫无关联，但却与旺旺的产品定位、渠道模式、发展战略相吻合，每个产品都是一个细分蓝海市场的领军者，通过差异化的产品创新实现了企业的快速发展。而纵观国内的大多数休闲食品企业的产品创新依然局限于从市场大小的角度、从模仿他人的角度出发，而不是从对自身已经积累的优势考虑，比如卖什么（what）、卖给谁（whom）、什么时候卖（when）、主要销售终端（where）、消费者为什么购买（why）以及自己曾经做过什么才拥有今天的地位（how）。从自身拥有的资源出发，找准方向，保持产品诉求的一致性进行创新，如此才能真正实现产品创新的成功。

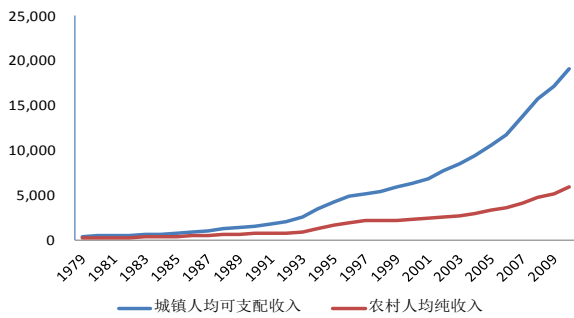
洽洽过去在市场以及瓜子产品上的创新是有目共睹的，也是因为这样公司才取得了今天的市场地位。但我们纵观公司过去在葵花籽以外的产品创新，很多产品都是昙花一现，经历了短暂的生存期后就逐渐退出了市场，这不能不说是一种遗憾，也可以说公司在产品的创新上依然没有找到一条合适的道路，只是较为简单的从产品相关的品类出发，试图简单复制曾经在瓜子上的成功经历而没有重新去寻找创新的方向和关键点。公司现在进入薯片市场，通过非油炸薯片来区别已有薯片，虽然看似找到了一个新的蓝海细分市场，但我们认为其与瓜子间的联系非常微弱，难以形成一种协同效应，也难以发挥“洽洽”的品牌优势，虽然初期成长很快，但在经历快速发展后的成长空间却不容乐观，还待进一步观察。

产品的创新是洽洽目前的薄弱环节，也是众多休闲食品企业的薄弱环节，如何在总结和模仿的基础上找出自己的优势进行创新，不拘于产品品类，创造出消费者认可的产品，这是众多企业都需要思考的问题。如果这种假设成立，那么旺旺下一个成熟的产品或许并不需要我们等待太久就会出现。

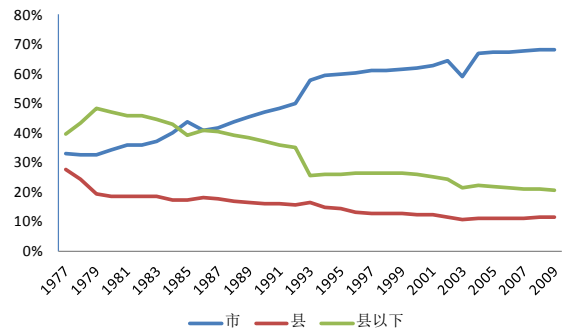
#### **4、渠道的拓展不只是农村，提升城市市场的占有率同样重要**

众所周知，随着居民收入的增长，基于庞大的人口基数，国内农村市场蕴藏着巨大的消费能力，这也是众多企业将目光转向农村市场的原因。但我们也要看到农村市场相对城市市场的一些特点。首先，从收入水平的角度看，虽然农村居民收入水平近年一直保持较快增长，但由于基数较低以及通胀的原因，农村居民的收入与城镇居民收入比依然有较大差距，且绝对收入差距变大。社会消费品零售总额中，市级地区的消费占社会消费品零售总额中所占的比例从1977年的33%上升到了2009年的68%，而县及以下地区的消费占社会消费品零售总额的比例则分别从1977年的27%和40%下降到了2009年的11%和21%。其次，从支出结构来看，收入水平越高其留存收入也越多，从而有更多的资金用来休闲消费，而收入水平越低的群体其必需支出占比越大，相应用于休闲类的消费越少，农村市场虽然空间大，但休闲食品的消费市场却不一定大。休闲食品作为一种非必需消费品，短期内，我们认为在向农村发展的同时，城市应该依然是市场竞争的重点。虽然旺旺曾经也提出过三年进入农村的计划，但由于其产品定位于儿童以及节日礼品，取得了较好效果，但这并不表示所有的休闲食品都适合进入农村市场，针对农村市场对品牌的淡漠，找准农村市场消费的特点才是进入农村市场的关键，渠道建设只是其中一方面。

洽洽目前的市场主要在全国的大中城市，尤其是在经济相对较为发达的华南和华东市场，而在中小城市以及县镇以下市场还处于建设阶段。我们认为公司优先发展大中城市的策略是正确的，其消费能力强且地域集中，容易实现效益。而在公司开始推进中小城市和县镇市场开拓时，不能求快而应该根据情况适时稳妥推进，尤其是农村市场，要想迅速替代原有区域性产品以及散装商品市场，并不是一个一蹴而就的事情，需要考虑成本效益原则。通过迅速发展经销商和营销队伍，固然可以实现快速的收入增长，但其成本以及后期的深耕却是需要重点考虑的问题，层级过大带来的管理问题是另外一个需要考虑的因素。我们认为公司通过挖掘农村市场将能有效带动收入的增长，但更持续稳定的收入增长将依然来自于城市市场。

**图表 12 城镇与农村居民收入比较 (单位: 元)**


资料来源: IFIND、中航证券金融研究所

**图表 13 社零总额中城乡结构变动趋势**


资料来源: IFIND、中航证券金融研究所

### 三、发挥品牌优势和渠道优势, 加强创新能力

#### 1、知名的品牌是公司最具价值的资产之一

虽然对于休闲食品消费者而言品牌并非是第一考虑的因素, 但一个良好的品牌无疑对产品有着巨大的裨益, 尤其是如同“洽洽”这一几乎是葵花瓜子代名词的品牌, 其对公司的价值无疑弥足珍贵。早在 2002 “洽洽”就被认定为全国驰名商标, 2006 年“洽洽”商标在中国品牌研究院公布的中国最具价值品牌 100 排行榜上名列第 88, 品牌价值 18.23 亿元, 之后“洽洽”品牌更是连续位居中国食品工业协会坚果炒货专业委员会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首, 公司也是坚果炒货专业协会的会长单位。“洽洽”这一品牌可以说是公司发展以来最有价值的资产之一。

在公司上市后, 公司对原有的“洽洽”商标进行了重新设计, 将原来的中文古典样式的商标换成了更具国际色彩也更活泼的新商标, 其改变至少表明了公司在经营策略上的一些改变, 比如更强调产品的国际化而不只是局限于国内市场, 比如更活泼而易亲近, 更好地体现了公司想传递出的“快乐的味道”理念。而另外一个更为重要的意义恐怕是在于改变消费者心中原有“洽洽”只是瓜子的一种潜在认识, 毕竟太过强烈的瓜子定位也掣肘了公司其他产品的发展。

**图表 14 公司换标前后的商标对比**


资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

#### 2、瓜子市场的领先奠定其炒货行业领导地位

公司在创始人陈先保先生创立之时并不是经营瓜子炒货业务，而是经营针对儿童的棒棒冰业务，当公司进入瓜子市场时，其时行业内已经有了较多的知名企业，比如安徽境内的傻子瓜子、小刘瓜子等。公司进入瓜子市场之初，主要通过几个方面奠定了其市场竞争地位，一是变炒瓜子为煮瓜子，改变了瓜子过去不易入味、易脏手等缺点；二是改变传统的塑料袋包装或散装为环保的纸质包装，不仅环保而且提升了档次并突出了差异；三是在销售包装中放入小额现金奖励，提升了销售人员的积极性。有了好的产品，再通过合适的销售策略，公司很快就站稳了脚跟并最终成为了行业不可动摇的领先者。

在一项针对北京消费者的调查中，“洽洽”以 63.4% 的品牌提名率排在了市场第一位，远超第二位的“真心” 17.3%，排名往后的依次是“傻子”的 5.3%、“正林”的 4% 和“沙土”的 2.7%，虽然只是一地的调查，但由此也可以粗略看出在瓜子市场中“洽洽”的绝对领先地位。

根据公司提供资料，在炒货行业中规模较大的企业有 50 多家，其中销售收入超过 10 亿元的只有洽洽，洽洽的葵花籽销售收入今年上半年就达到了 8.29 亿元，其在瓜子市场的领先优势可见一斑。销售收入在 1-10 亿元的企业主要有真心、正林、徽记、阿明、天喔、大好大等，其中前三者的主要产品均为瓜子类产品，而后三者虽然产品品类较多，但瓜子类产品也是其主要产品之一。纵观国内目前的坚果炒货市场，主要品类依然是以传统的瓜子、花生、豆类为主，部分地区还有山核桃、板栗等，外来的坚果类产品如开心果、腰果等也占有一定的市场，但整体而言依然是瓜子和花生的天下。洽洽在瓜子类产品取得的成功其实也是基于瓜子这一较大的市场基础，而相应地其在瓜子行业取得了第一的位置就很容易成为整个坚果炒货行业的第一。仅从产品的属性以及产品的发展来看，瓜子类产品将依然是炒货类的主体，而洽洽在瓜子类市场取得的业绩竞争对手较难超越，因此，凭借瓜子这一领先市场产品，公司将有望维持自身在炒货行业内的领先地位。

按照炒货行业协会的数据，坚果炒货行业年销售额超过 300 亿元，而一些调查机构认为包装类瓜子炒货销售额超过 150 亿元，虽然数据的真实性我们无法确认，也与 Euromonitor 的数据相差较大，但我们认为即使数据打五折，也说明炒货类的市场空间依然巨大，洽洽近 20 亿元的销售收入相对于整个行业而言也只是较小的部分，如果能够提高产品的市场竞争力，即使依靠瓜子这一产品，公司依然能够维持较快的增长速度。

### 3、良好的营销能力和营销网络是公司发展的基础和保障

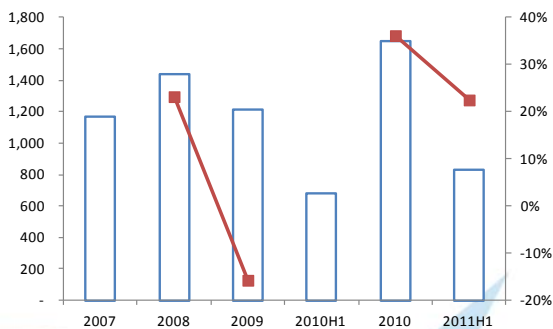
洽洽在成长之初，产品的品质出众自然是其从行业中脱颖而出的关键，但公司良好的营销能力却也在这个发展过程中做出了重大贡献。首先，公司采用了纸质包装，并使用了古朴的汉字作为公司的商标，这种包装上的营销迅速使得公司建立了与其他同类产品的差异。其次，公司在每箱产品里放入面额较小的现金作为对开箱者的奖励，这种直观而富有创意的方式促进了产品的流通速度。再次，公司一开始注重传统渠道的推广，尤其是注重大中城市市场的全面覆盖，随后是对 KA 卖场的着力推广，两个渠道互为补充，取得了重点市场的良好业绩。上市之初，公司将全国市场划分为 21 个片区，设有 117 家办事处，主要销售网络包括 1100 多家专业经销商及 4 家大型零售商（沃尔玛、苏果、麦德龙和乐购）。公司庞大的市场销售网络是公司成为全国性品牌并取得行业龙头地位的重要保障。

在实现了全国性的大中城市全覆盖后，基于未来中小城市和农村市场的机遇，公司提出了继续深耕渠道的计划，本着从主到次、循序渐进的原则推进“ABC 城市达标工程”和“千县万乡（镇）计划”，逐渐建立起全国中心城市、地市级城市和县乡三级全面覆盖的市场体系。另外，公司还加大了国际市场的开拓力度，并在上海专门成立了上海奥通国际贸易有限公司来进一步开拓和维护国际市场。公司目前产品已经远销 30 多个国家和地区，今年前三季度海外销售收入同比增长 133.5%。对于一个优秀成熟的公司而言，走向国际化是必需也是必要的一步。我们认为公司在县乡级的开拓会带来收入的增长但不一定会有效带来利润的同步增长，但这一步依然是必需的步骤，而对于大中城市的深耕以及海外市场的发展我们则持乐观态度。

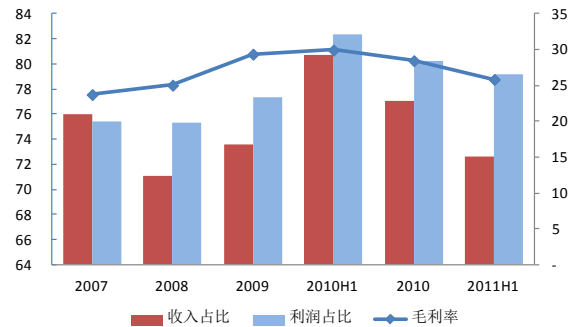
#### 4、瓜子 and 薯片业务持续增长，但创新能力尚待加强

公司以葵花瓜子业务作为主打产品，截止 2011 年中报，葵花籽业务实现收入 8.29 亿元，同比增长 22.48%，是公司除薯片类产品外增长最快的单品；葵花籽收入占公司收入的 72.6%，虽然占比有所下降，但依然是公司收入的主要来源且维持在很高的比例，而营业利润占比更是接近 80%；公司葵花籽产品的毛利率呈下降趋势，但目前依然达到 25.84%；葵花籽业务是公司收入和利润的主要来源，也是公司收入和利润的主要增长点。

图表 15 公司葵花籽销售收入和增长率 (单位: 百万元)



图表 16 公司葵花籽收入、利润占比和毛利率变化 (%)

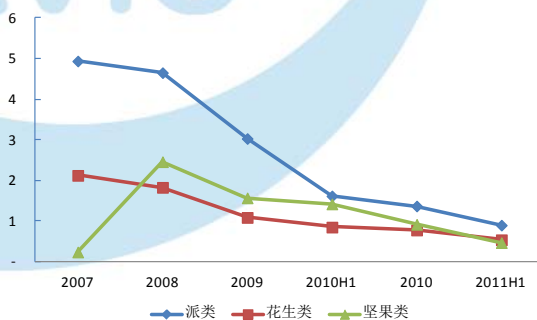


资料来源: IFIND、中航证券金融研究所

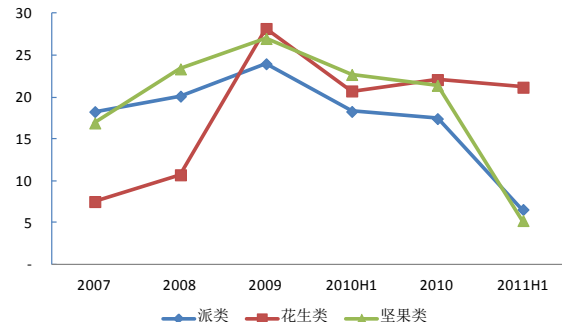
资料来源: IFIND、中航证券金融研究所

休闲食品行业非常重要的一点在于产品的创新，虽然我们认为公司集中于瓜子业务的发展依然足以维持一个较高的增长率，但不可否认其面临的竞争也将越发激烈，而开发出新的产品转向新的细分市场是公司迟早都要必须面对的问题。公司过往在休闲食品领域先后开发了诸多产品，包括炒货类的花生、豆类、坚果等，还有非炒货类的早餐派，但我们看到截至 2011 年中报，除了豆类表现还算可以外，其他品类的收入和毛利不同程度的出现了萎缩和下降，坚果和派产品几乎逐渐退出了主要的产品序列。从收入、利润、市场占有率、品牌知晓度等几个指标来衡量的话，这些产品的创新可以说是失败的。我们认为这些产品的失败主要归结于没有找到合适的创新方向，这些产品的推出大多是模仿别人的产品而不是根据自身的优势和特点进行的关联式创新。这种搬过来的创新试图通过现有的品牌和渠道资源就实现自然的增长，却忽视了品牌和渠道也有其适应性而非普适的，适合瓜子产品的品牌和渠道不一定就适合其他类产品的需要。因此，这些产品创新的失败在一开始也许就是注定的。要想产品的创新获得成功，就必须基于自身的环境和优势来进行，而不是简单的模仿和跟随。

图表 17 公司派、花生及坚果类收入占比变动 (%)



图表 18 公司派、花生及坚果类毛利率变化 (%)



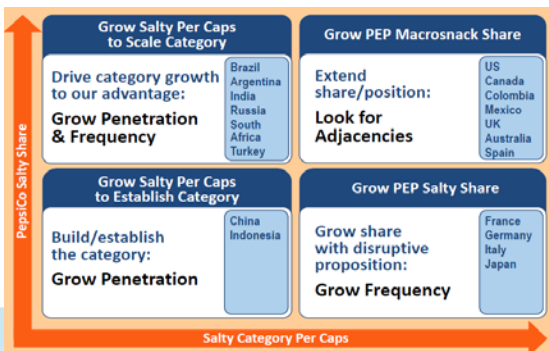
资料来源: IFIND、中航证券金融研究所

资料来源: IFIND、中航证券金融研究所

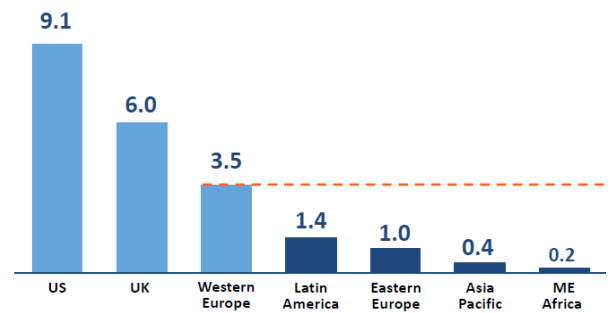
公司的薯片业务算是又一创新的尝试，从目前的 market 情况看，其表现明显要好于公司曾经的产品，2011 年上半年的销

售收入就达到了 1.4 亿元，远超其他产品过往的全年业绩，因此也是被市场所广泛认为将是公司未来又一支柱的产品。薯片是休闲食品的主要品类之一，全球知名的品牌包括百事集团的 Lay's（乐事）和宝洁公司的 Pringles（品客），在国外有着非常受欢迎的市场认可度。百事集团的 Lay's 商标价值超过 70 亿美元，2010 年以乐事薯片为主的北美休闲食品公司全年销售金额达到约 134 亿美元，同比增长 1%，但其在中国的休闲食品增长率超过 20%；宝洁公司 2011 年的薯片业务实现收入约 24 亿美元，按其披露约占全球薯片市场的 10%，其薯片业务在 2011 年被出售给了 Diamond 食品公司。在中国，薯片业务依然被认为是一个新兴成长中的市场，相对于全球薯片市场而言，目前 20 多亿人民币的市场显然还有很大的成长空间。

图表 19 百事公司的薯片业务地区发展策略



图表 20 全球主要地区人均休闲食品消费量(2009)(KG)

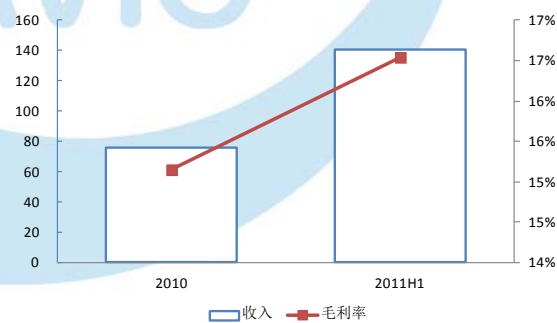


资料来源：中航证券金融研究所、Pepsi公告

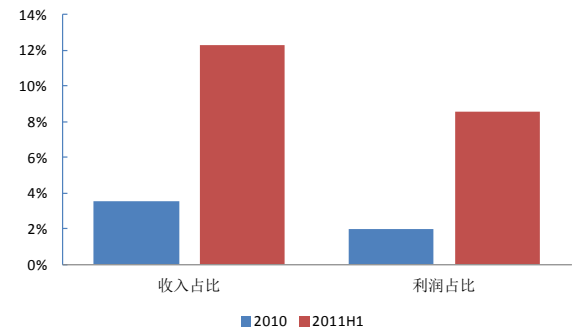
资料来源：中航证券金融研究所、Pepsi公告

薯片业务在国内已经是一个竞争激烈的市场，除了国外知名的乐事和品客薯片外，国内还有上好佳、可比克、乐天等品牌，洽洽的薯片“喀吱脆”定位于非油炸，是一种与以上主流薯片产品定位有所差别的产品，但依然面临着泡吧、乐吧等产品的竞争。基于我们对休闲食品创新的认识，我们认为公司的薯片产品依然没有找到合适的与公司主打产品瓜子想联系的点，仅仅宣扬快乐的味道这一概念却无法将两者的关系落地，则会使得这种创新显得孤立而得不到公司优势资源的帮助，唯一例外的是暂时可以借助公司的瓜子销售渠道，这也是公司薯片业务能够较快取得业绩的原因，但其可持续性我们依然还存在一些顾虑。而通过一些资料我们也看到“喀吱脆”薯片依然是一种对其他产品的模仿跟随，只是凭借其强大的渠道资源才获得一些市场的认可，但相对于泡吧、乐吧等产品而言，并没有明显的优势可言，而由于产品的包装和品质特性，其目标消费群以及陈列牌面也无法与瓜子类产品形成合力，削弱了公司的终端优势。

图表 21 公司薯片业务的收入和毛利率变动 (百万元)



图表 22 公司薯片业务占收入和营业利润比变动



资料来源：中航证券金融研究所、IFIND

资料来源：中航证券金融研究所、IFIND

由于薯片市场是休闲食品市场一个主打产品而在国内市场依然是出于发展初期，因此切入这个市场并获得较好的业绩

是可能的，但若想依靠薯片产品而让大家记得洽洽，则相对而言难度会大一些。我们认为公司依然需要在产品创新方面作出更多的努力。

## 5、稳定的团队和充裕的现金，一个值得期待的未来

公司创始人陈先保先生从当时的机关退出创立华泰集团以来，公司的管理团队保持了高度的稳定性，公司的董事总经理陈东斌和董事副总经理兼财务总监陈冬梅均自 1998 年即加入公司并一直从事至今，陈先保先生与他们是叔侄关系；公司的生产总监、采购总监以及技术总监也均是在公司工作多年；公司多年来的业绩表明公司的管理团队是一直优秀的富余创新和进取的团队，而团队的稳定则为公司未来的发展奠定了良好的基础，较为充分的管理层激励也为管理层未来的通力协作提供了支持。

公司 2011 年上市筹集资金 18.884 亿元，由于公司原有产能利用率不高，因此募集项目新建产能并不多，而更多的是将资金投入上游的原材料基地建设以及下游的管理和物流信息系统建设，这两项建设将有利于公司稳定原材料成本以及应对公司渠道扩张和深化的需要，我们认为这些项目的建设虽然不会有立竿见影的效果，但对公司的长远发展而言是有显著意义的。

公司各项经营稳定，现金流创造能力较强，截止 2011 年 3 季度末，公司账面现金存量超过 20 亿元，占公司总资产的 69.42%。虽然公司尚未对该项资金的未来用途做出进一步的决定，但长袖善舞，相对于国内休闲食品市场目前零散的市场竞争格局而言，拥有充裕现金的洽洽将比其他企业拥有更多的成长机会。

## 四、估值与投资建议

休闲食品行业是典型的消费升级受益行业，市场容量目前已经超过千亿，虽然部分地区或细分行业的发展速度开始放缓，但整体市场而言依然处于一个较快发展的阶段，行业还未到饱和的时候。目前国内依然缺少真正领先的休闲食品企业集团，旺旺、洽洽等虽然市场规模已然很大，但相对于国际的那些巨头而言，无论是规模、产品、技术还是市场，都显得有些单薄。我们认为通过渠道深耕以及产品创新，国内的休闲食品企业依然有很大的成长空间，关键是要找到合适自己的发展路径和创新方法。

洽洽食品是国内炒货行业的龙头，凭借瓜子业务奠定了其市场地位，又通过薯片业务进入了更为广泛的休闲食品市场且取得了较好的成绩，依赖其知名的品牌、广泛的渠道、稳定的团队以及积累的创新经验，我们认为公司在未来将会有较好的发展前景。虽然我们认为公司的产品创新能力尚待加强，但依赖其强大的综合实力，如人才、渠道、管理、信息系统等软件，其获得超过行业水平的发展速度依然是可期的。

我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.74 元、0.94 元和 1.13 元，对应目前的动态市盈率分别为 33、25 和 21 倍。鉴于公司良好的品牌基础和较强的管理和资金实力，同时预期公司薯片业务有较好的发展速度，我们给予公司 2012 年 30 倍的估值，则每股价格为 28.2 元。

我们首次给予公司“买入”评级。我们将继续关注公司未来在产品创新及资本市场上的行为，并对公司薯片业务的发展进行重点跟踪。

**图表 23 经营情况预测**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>分产品收入（百万）</b>							
葵花子	1,439.53	1,212.98	1,651.15	2,023.54	2,444.93	2,979.88	3,576.68
薯片			75.87	408.69	657.86	938.03	1,184.26
西瓜子类	188.96	150.43	176.15	211.64	244.29	295.85	379.57
豆类	86.85	39.92	59.57	69.26	89.19	115.40	147.78
南瓜子	71.91	45.83	34.37	39.72	44.58	49.52	54.57
花生类	37.17	17.90	16.70	29.12	41.46	57.34	73.54
<b>分产品收入增长率</b>							
葵花子	23.18%	-15.74%	36.12%	22.55%	20.82%	21.88%	20.03%
薯片				438.67%	60.97%	42.59%	26.25%
西瓜子类	42.79%	-20.39%	17.10%	20.15%	15.43%	21.11%	28.30%
豆类	28.52%	-54.04%	49.22%	16.27%	28.78%	29.39%	28.05%
南瓜子	36.39%	-36.27%	-25.01%	15.57%	12.22%	11.10%	10.18%
花生类	13.72%	-51.84%	-6.70%	74.36%	42.37%	38.31%	28.25%
<b>分产品销量（吨）</b>							
葵花子	103,149.85	78,391.54	107,068.75	129,917.40	155,417.40	187,547.40	222,879.60
薯片			3,000.00	16,000.00	25,500.00	36,000.00	45,000.00
西瓜子类	8,811.28	6,091.95	7,149.62	8,505.00	9,720.00	11,655.00	14,805.00
豆类	6,784.64	2,825.63	4,690.78	5,400.00	6,885.00	8,820.00	11,182.50
南瓜子	2,425.66	1,486.39	1,061.83	1,215.00	1,350.00	1,485.00	1,620.00
花生类	2,145.42	986.67	1,903.13	2,765.25	3,898.00	5,338.00	6,778.00
<b>分产品销量增长率</b>							
葵花子	3.15%	-24.00%	36.58%	21.34%	19.63%	20.67%	18.84%
薯片				433.33%	59.38%	41.18%	25.00%
西瓜子类	32.41%	-30.86%	17.36%	18.96%	14.29%	19.91%	27.03%
豆类	2.03%	-58.35%	66.01%	15.12%	27.50%	28.10%	26.79%
南瓜子	22.49%	-38.72%	-28.56%	14.43%	11.11%	10.00%	9.09%
花生类	-16.46%	-54.01%	92.88%	45.30%	40.96%	36.94%	26.98%
<b>分产品毛利率</b>							
葵花子	25.03%	29.36%	28.45%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%
薯片			15.14%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
西瓜子类	28.97%	37.69%	41.20%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
豆类	4.62%	17.26%	12.02%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
南瓜子	28.73%	24.96%	12.45%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
花生类	10.71%	28.21%	22.10%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：中航证券金融研究所

**图表 24 公司财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	816	2700	2797	3287	<b>营业收入</b>	2144	2896	3623	4524
现金	192	1977	1841	2204	营业成本	1558	2124	2668	3340
应收账款	42	77	66	114	营业税金及附加	3	20	25	32
其他应收款	3	10	8	11	营业费用	282	395	497	615
预付账款	46	100	80	60	管理费用	107	136	173	216
存货	531	535	799	895	财务费用	2	-38	-78	-83
其他流动资产	2	2	2	3	资产减值损失	0	2	0	0
<b>非流动资产</b>	406	478	697	750	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	248	308	427	509	<b>营业利润</b>	193	257	337	404
无形资产	89	94	95	92	营业外收入	12	11	5	5
其他非流动资产	69	76	175	148	营业外支出	6	2	0	0
<b>资产总计</b>	1222	3178	3494	4037	<b>利润总额</b>	199	266	342	409
<b>流动负债</b>	618	624	683	919	所得税	37	64	86	102
短期借款	170	15	15	15	<b>净利润</b>	162	202	257	307
应付账款	238	353	364	543	少数股东损益	10	9	12	14
其他流动负债	211	256	304	361	<b>归属母公司净利润</b>	152	193	245	293
<b>非流动负债</b>	30	30	30	30	EBITDA	195	246	295	369
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	0.74	0.94	1.13
其他非流动负债	30	30	30	30					
<b>负债合计</b>	648	653	712	949	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	48	58	69	84	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	150	260	260	260	<b>成长能力</b>				
资本公积	57	1835	1835	1835	营业收入	30.0%	35.1%	25.1%	24.9%
留存收益	318	372	617	909	营业利润	56.2%	33.3%	31.1%	19.8%
归属母公司股东权益	525	2467	2712	3005	归属于母公司净利润	50.1%	27.0%	26.8%	19.5%
<b>负债和股东权益</b>	1222	3178	3494	4037	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	27.3%	26.7%	26.4%	26.2%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	7.1%	6.7%	6.8%	6.5%
					ROE(%)	29.0%	7.8%	9.0%	9.7%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROIC(%)	28.0%	28.7%	20.0%	26.3%
<b>经营活动现金流</b>	103	252	40	380	<b>偿债能力</b>				
净利润	162	202	257	307	资产负债率(%)	53.0%	20.6%	20.4%	23.5%
折旧摊销	0	26	36	47	净负债比率(%)	26.23%	2.30%	2.11%	1.58%
财务费用	2	-38	-78	-83	流动比率	1.32	4.33	4.10	3.58
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.46	3.47	2.93	2.60
营运资金变动	0	56	-173	106	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-60	5	-2	3	总资产周转率	1.96	1.32	1.09	1.20
<b>投资活动现金流</b>	-81	-98	-254	-100	应收账款周转率	52	47	48	48
资本支出	84	90	250	100	应付账款周转率	7.96	7.19	7.45	7.36
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	3	-8	-4	-0	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.74	0.94	1.13
<b>筹资活动现金流</b>	-34	1631	78	83	每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.97	0.15	1.46
短期借款	-14	-155	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.02	9.49	10.43	11.56
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	110	0	0	P/E	40.17	31.62	24.94	20.86
资本公积增加	0	1778	0	0	P/B	11.63	2.48	2.25	2.03
其他筹资现金流	-21	-102	78	83	EV/EBITDA	31	25	21	17
<b>现金净增加额</b>	-12	1785	-136	363					

资料来源: 中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）  
联系电话：0755-83692635

公司网址：www.avicstock.com  
传真：0755-83688539

## 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。