



核心观点

❖ 大行业小公司，未来行业集中度将持续提升

我国休闲食品市场规模正快速增长，2019 年达到 11430 亿元。2018 年坚果炒货 CR5 仅为 17.2%，2019 年休闲食品人均消费量仅为 2.2KG/年、人均消费额仅为 75.3 元/年，与美国、英国、日本等成熟市场相比，我国休闲食品市场规模和行业集中度仍存在较大成长空间。受益于健康化的消费趋势，坚果炒货消费量高速增长，整体行业竞争格局呈现大行业小公司特征，尚未出现绝对的行业领导者，三只松鼠，百草味，良品铺子市占率之和仅为坚果炒货行业规模 10%，类比于更成熟的膨化食品行业，坚果炒货行业的集中度也是偏低，随着消费者品牌意识以及对产品质量要求提高，未来行业集中度将持续提升。

❖ 公司处于良性发展中，依托产品力持续进行拓展

公司优秀的产品及品牌带动公司业务快速增长。2017-2019 年公司主打瓜子仁、青豌豆、蚕豆系列销量稳步上升，整体销量从 2017 年的 37516.50 吨提升至 2019 年的 50063.83 吨，复合增长率为 15.52%。从动销情况来看，公司产品评价高，公司存货周转率相比同类公司更高意味着公司终端销售情况顺畅良好，同时从公司与经销商客户在产品购销上实行先款后货的买断方式上来看，公司是收到全部货款后再发货给经销商，由此公司具备较强议价力，从 2017-2020 年预收款项占营业收入比重来看，公司这一比重在持续提升，且公司预收款金额也在稳步提升，这意味着公司对于经销商议价力正逐步提升，亦说明经销商目前信心充足，由此我们认为公司正进入良性发展状态中。

❖ 首次覆盖给予“增持”评级

我们认为公司深耕籽类零食，目前正依托产品力逐渐向外拓展，当前公司正处于供需两旺的良性发展中，随着公司产能投放以及市场拓展，公司业绩有望迎来快速增长，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 13.12、16.49、20.09 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 2.00、2.67、3.41 亿元；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 2.15、2.87、3.66 元/股，对应 PE 分别为 66.56、49.85、39.04X，首次覆盖给予增持评级。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1109.13	1312.19	1649.41	2009.42
+/-%	21.69%	18.31%	25.70%	21.83%
净利润(百万)	164.16	200.12	267.23	341.21
+/-%	41.61%	21.90%	33.54%	27.68%
EPS(元)	1.76	2.15	2.87	3.66
PE	81.14	66.56	49.85	39.04

资料来源：招股说明书，预测截止日期 2020 年 8 月 30 日，川财证券研究所

📌 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 食品饮料
报告时间 | 2020/08/30

📌 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、国内籽类休闲食品领军企业	5
1.1 历经增资、转让，终成籽类零食领航者	5
1.2 深耕籽类炒货赛道，销售网络覆盖全国	5
1.3 股权集中，员工持股增强公司凝聚力	8
二、市场潜力大，线上+线下的新零售模式乃未来发展趋势	9
2.1 市场规模大且仍具有较大成长空间	9
2.2 行业特征为大行业小公司，未来集中度将持续提升	10
2.3 自主生产为主，线下渠道仍占据主要地位	12
三、公司正处于良性发展中，依托产品力持续进行拓展	13
3.1 产品动销顺畅，价格稳定，毛利率高且持续上升	13
3.2 从渠道议价力以及渠道表现来看，公司正进入良性发展中	18
3.3 募投扩张产能，保障未来持续增长	22
四、投资建议	24
风险提示	25

图表目录

图 1:	甘源食品发展历程.....	5
图 2:	甘源食品主要产品.....	6
图 3:	甘源食品营业收入增长迅速.....	6
图 4:	甘源食品净利润增长迅速.....	6
图 5:	甘源食品主打籽类炒货系列产品.....	7
图 6:	甘源食品青豌豆系列加速增长.....	7
图 7:	甘源食品综合果仁系列增速放缓.....	7
图 8:	甘源食品销售地区分布较为均匀.....	7
图 9:	甘源食品上市前股权结构.....	8
图 10:	甘源食品上市后股权结构.....	8
图 11:	我国休闲食品市场规模稳定增长.....	9
图 12:	休闲食品子行业占比情况.....	9
图 13:	坚果炒货行业规模稳定增长.....	9
图 14:	我国人均零食消费额提升空间大.....	10
图 15:	我国人均零食消费量提升空间大.....	10
图 16:	休闲食品行业集中度正在上升.....	10
图 17:	2018 年坚果炒货集中度低.....	10
图 18:	线下市场品牌较分散.....	11
图 19:	休闲食品行业不同渠道的市场规模 (亿)	13
图 20:	休闲食品行业电商渗透率逐渐上升.....	13
图 21:	休闲食品线下销售额占比较大.....	13
图 22:	公司主打产品系列销量稳步上升.....	15
图 23:	公司新产品销量、毛利贡献率快速上升.....	15
图 24:	甘源食品存货周转率位居前列.....	16
图 25:	公司主打的瓜子仁、豌豆、蚕豆系列销量可观, 评价较高.....	16
图 26:	公司产品价格稳定, 毛利率上升.....	17
图 27:	公司产品价格稳定, 毛利率上升.....	17
图 28:	甘源食品爆款产品毛利率较高.....	17
图 29:	豌豆价格波动情况	17
图 30:	蚕豆价格波动情况	17
图 31:	甘源食品预收款项占营业收入比重持续提升.....	18
图 32:	公司主要为经销模式.....	20
图 33:	公司经销模式毛利率上升.....	20
图 34:	可比企业中, 甘源食品的经销模式毛利率较高.....	20
图 35:	公司前二十经销商平均毛利率呈上升趋势.....	21
图 36:	公司合作多年的经销商销售占比不断上升.....	21
图 37:	公司产能利用率逐年上升.....	22
图 38:	公司产销率维持 95% 以上, 整体呈上升.....	22
表格 1.	2019 年末甘源食品主要高管薪酬及持股情况.....	8
表格 2.	部分线下子行业 CR5 情况.....	11

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

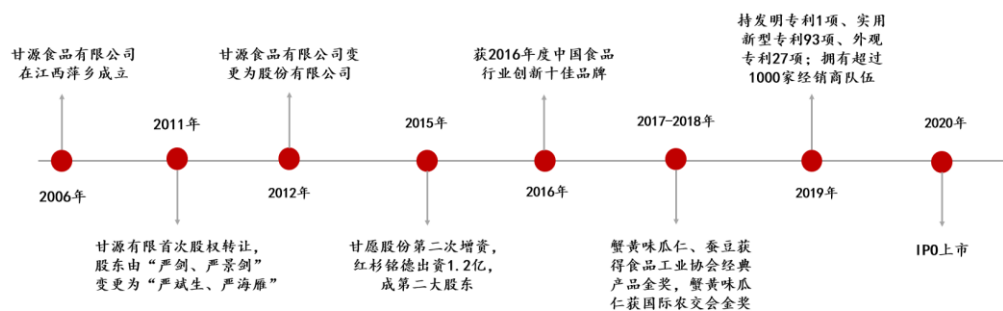
表格 3.	线上一超双强格局形成.....	11
表格 4.	部分企业生产与销售模式情况.....	12
表格 5.	主要研发项目	14
表格 6.	现阶段研发项目情况.....	15
表格 7.	公司主要产品单位平均成本下降.....	18
表格 8.	公司经销模式情况	19
表格 9.	公司经销商终端渠道以商超、流通渠道为主.....	19
表格 10.	公司经销商的地区数量及金额分布情况.....	21
表格 11.	公司募集资金用于产能提升项目占比较高.....	23
表格 12.	公司产能提升项目建设情况.....	23
表格 13.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	24

一、国内籽类休闲食品领军企业

1.1 历经增资、转让，终成籽类零食领航者

甘源食品 2006 年成立于江西萍乡，自设立以来一直专注于休闲食品的研发、生产和销售，现已发展成以籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类为主导的休闲食品生产企业。公司目前拥有萍乡、安阳（在建）两大生产基地，销售网络基本覆盖全国地区，形成了以经销为主，电商为辅的营销体系，截止 2019 年公司拥有超过 1000 家经销商队伍。2017 年蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆获得中国食品工业协会经典产品奖，2018 年蟹黄味瓜子仁获得第十六届中国国际农产品交易会参展农产品金奖。公司主打的籽类零食产品在业内广受认可，在该领域中具备较强竞争优势及品牌力。

图 1：甘源食品发展历程



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

1.2 深耕籽类炒货赛道，销售网络覆盖全国

公司主要产品分为三大类，分别为籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类，目前有瓜子仁、蚕豆、青豌豆、豆果、果仁、米酥、锅巴、麻花、江米条等在内的近百种休闲食品组合。公司一直深耕籽类炒货，确立了公司在瓜子仁、青豌豆、蚕豆等籽类休闲食品的领导地位。公司营业收入从 2016 年的 7.08 亿增长至 2019 年的 11.09 亿，复合增长率为 16.14%，净利润从 2016 年的 0.49 亿增长至 2019 年的 1.68 亿，复合增长率为 50.79%。

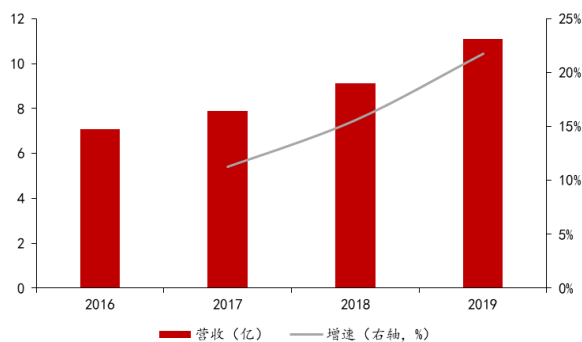
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 2：甘源食品主要产品

产品品类	产品品类描述	部分产品展示
籽类炒货	以瓜、果、蔬菜、油料等植物的籽粒为主要原料，经加工制成的食品，包括葵花籽、西瓜籽、南瓜籽、花生、蚕豆、豌豆、大豆等；产品口味丰富，有蟹黄味、芥末味、台式卤肉味、酱香肉汁味、蒜香味、香辣味等十多种口味；产品系列主要有瓜子仁、青豌豆、蚕豆、兰花豆、花生等	
坚果果仁	以具有坚硬外壳的木本类植物的籽粒为主要原料，经加工制成的食品，包括核桃、板栗、杏核、扁桃核、山核桃、开心果、香榧、夏威夷果、松籽等；产品系列主要有腰果、巴旦木果、核桃、碧根果等	
谷物酥类	以大米、面粉、花生果仁等谷物为主要原料，经过加工制成的食品，主要的产品系列有花生酥、炒米、麻花、锅巴、黑芝麻等	

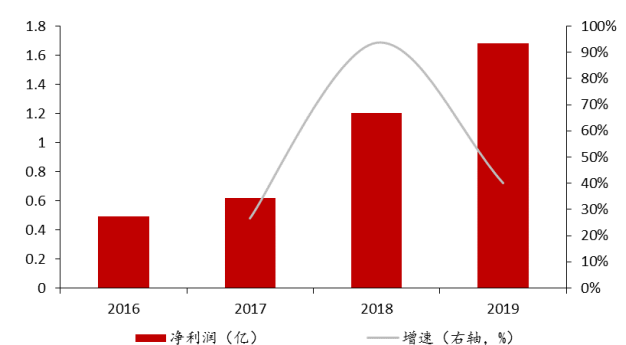
资料来源：招股说明书，公司官网，川财证券研究所

图 3：甘源食品营业收入增长迅速



资料来源：wind，川财证券研究所

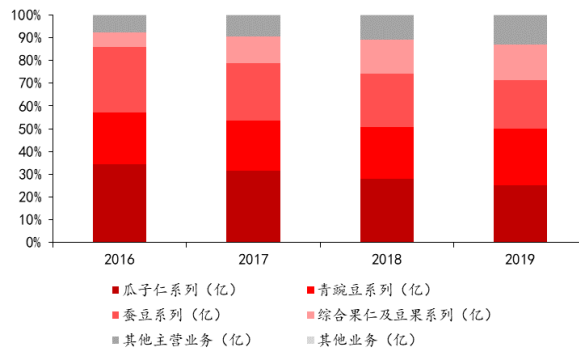
图 4：甘源食品净利润增长迅速



资料来源：wind，川财证券研究所

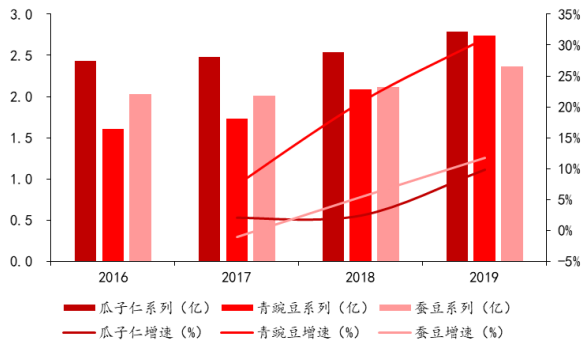
公司主打的瓜子仁、青豌豆、蚕豆三大籽类产品营收占比较高。该三类产品的营收保持稳定增长，截至 2019 年三类产品占比为 71.24%，同时目前正在拓展新品类，公司新引入的坚果果仁的营业收入在 2016-2019 年 CAGR 为 56.66%。本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 5：甘源食品主打籽类炒货系列产品



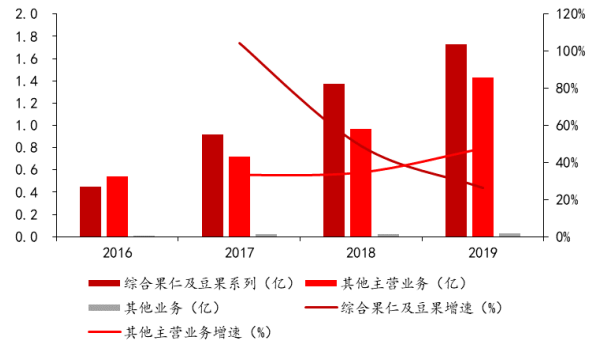
资料来源：wind，川财证券研究所

图 6：甘源食品青豌豆系列加速增长



资料来源：wind，川财证券研究所

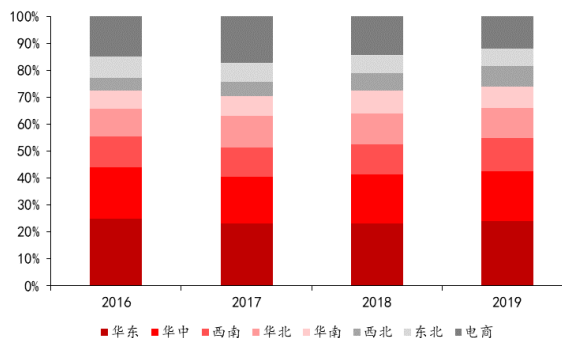
图 7：甘源食品综合果仁系列增速放缓



资料来源：wind，川财证券研究所

公司销售网络覆盖全国，公司营业收入地域来源较为均匀。公司主要销售地为华东、华中、西南和华北，2016-2019 年华东、华中、华北和西南地区合计营收占比分别为 65.81%、63.23%、63.96%和 66.06%。

图 8：甘源食品销售地区分布较为均匀



资料来源：wind，川财证券研究所

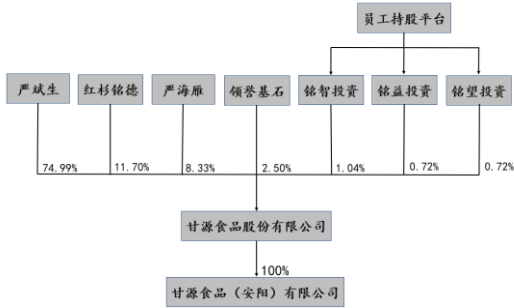
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.3 股权集中，员工持股增强公司凝聚力

上市前甘源食品绝对控股股东为严斌生先生，占股 74.99%，红杉铭德、严海雁和领誉基石分别占股 11.70%、8.33%、2.50%。为了吸引、保留和激励公司优秀员工，提高公司自身的凝聚力和市场竞争能力，公司在 2017 年设立员工持股平台共持有公司 2.48% 股份。

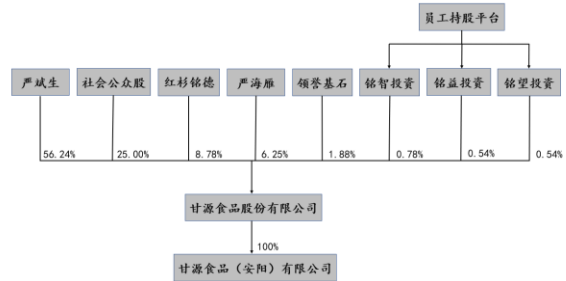
上市后，公司实际控制人严斌生先生占股 56.26%，仍为第一大股东，社会公众股占比 25.00%，员工持股平台占比减少至 1.86%。

图 9：甘源食品上市前股权结构



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 10：甘源食品上市后股权结构



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

表格 1. 2019 年末甘源食品主要高管薪酬及持股情况

姓名	职务	薪酬（万元）	期末持股比例
严斌生	董事长, 总经理	77	74.99%
严海雁	副董事长, 副总经理, 董事会秘书	65	8.33%
严剑	董事, 副总经理	64	0.923%
梁祥林	董事	42	0.071%
涂文莉	财务总监	40	0.019%
谢义先	监事	18	0.069%
周国新	监事	15	0.014%
彭红	监事会主席	14	0.014%

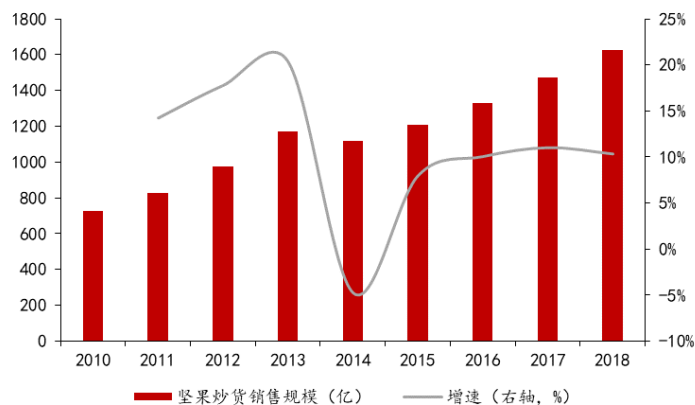
资料来源：招股说明书，川财证券研究所整理

二、市场潜力大，线上+线下的新零售模式乃未来发展趋势

2.1 市场规模大且仍具有较大成长空间

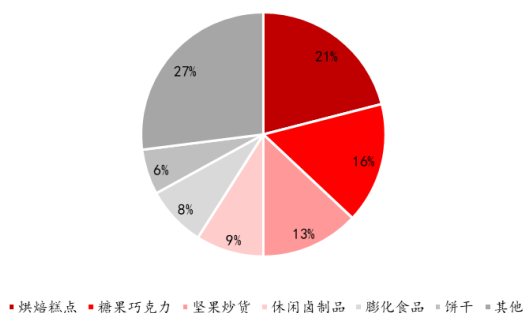
我国休闲食品市场规模正快速增长，2019 年达到 11430 亿元，2010-2019 年 CAGR 为 12.33%。在休闲零食子行业板块中，烘焙糕点、糖果巧克力和坚果炒货占比较高，分别为 21%、16%和 13%，与去年相比，烘焙糕点占比下降了 3%，坚果炒货上升了 3%。其中受益于健康化的消费趋势，坚果炒货消费量高速增长，行业规模从 2010 年的 725 亿增长到 2018 年的 1625 亿，CAGR 为 10.62%。近年来，尽管休闲食品规模在不断扩大，但我国休闲食品的人均消费额和人均消费量与其他国家相比仍存在较大差距，日本人均零食消费额和人均消费量是我国的 6.3 倍和 2.5 倍，美国则是我国的 10.8 倍和 5.9 倍，因此，我国休闲零食市场存在较大的提升空间。

图 11：我国休闲食品市场规模稳定增长



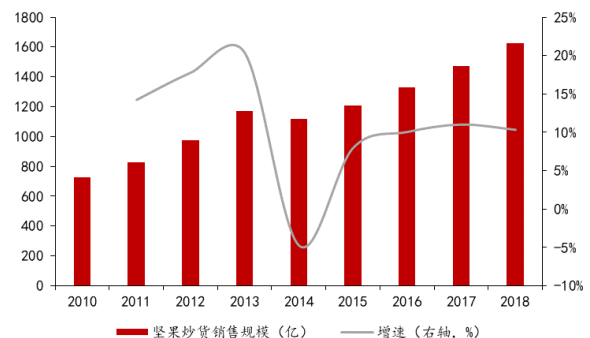
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 12：休闲食品子行业占比情况



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

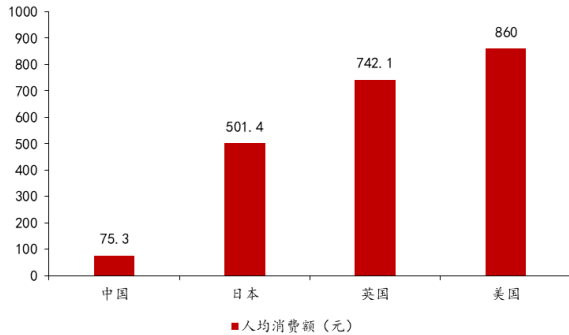
图 13：坚果炒货行业规模稳定增长



资料来源：坚果炒货专业委员会，川财证券研究所

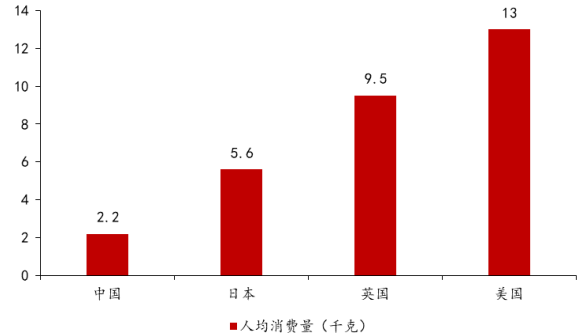
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 14：我国人均零食消费额提升空间大



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 15：我国人均零食消费量提升空间大



资料来源：欧睿，川财证券研究所

2.2 行业特征为大行业小公司，未来集中度将持续提升

整体行业竞争格局呈现大行业小公司特征，目前尚未出现绝对领导者，随着消费者品牌意识以及对产品质量要求提高，未来行业集中度将持续提升。

截止 2018 年，我国休闲零食行业 CR3 仅为 19.1%。细分子行业中，集中度存在差异化，膨化食品 CR5 最高，达到 69.4%；坚果炒货 CR5 仅为 17.2%，其中三只松鼠占 5%，百草味占 3%，良品铺子占 2%。与膨化食品、糖果巧克力等行业相比，坚果炒货集中度上升空间巨大。

从线下市场看，细分种类集中度非常低，坚果炒货、肉干肉脯、果脯蜜饯、豆制品 CR5 分别为 5.88%、7.87%、2.08%和 1.48%；除休闲零食品牌聚集的长三角和珠三角地区外，别的地区也分布着众多品牌，呈现出高度分散的市场格局。从线上市场看，主要由三只松鼠、百草味、良品铺子占据前三，且与后面企业存在较大差距，截止 2019 年，三只松鼠、百草味、良品铺子市占率分别 16.35%、7.63%、5.93%，形成“一超双强”格局。

图 16：休闲食品行业集中度正在上升

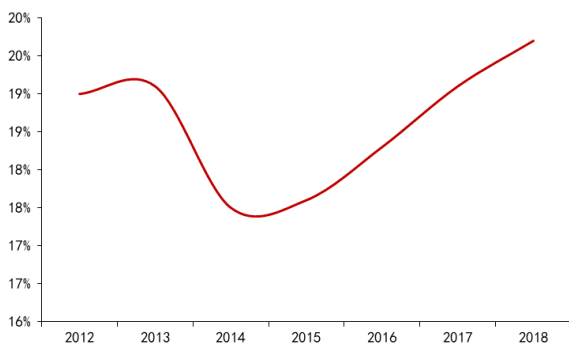
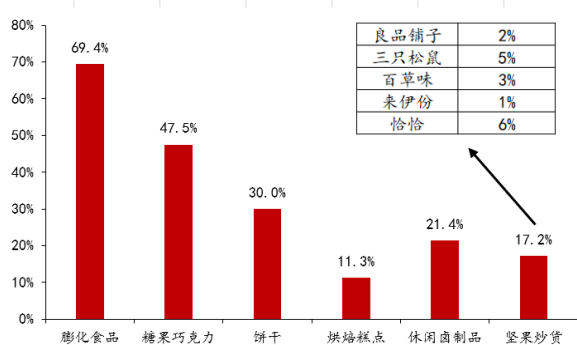


图 17：2018 年坚果炒货集中度低



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：欧睿，川财证券研究所

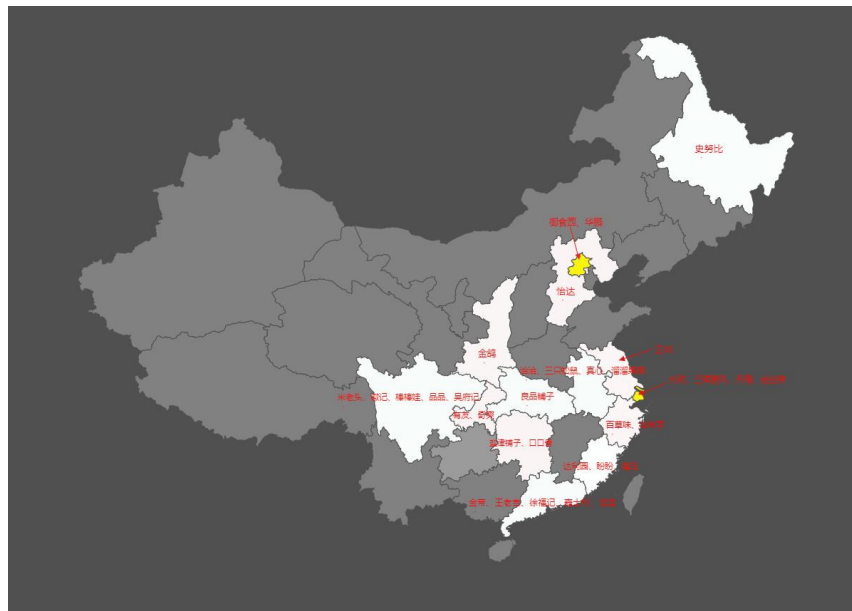
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

表格 2. 部分线下子行业 CR5 情况

坚果炒货	重点品牌	洽洽	金鸽	正林	真心	徽记	CR5
	市占率	3.23%	0.87%	0.79%	0.60%	0.40%	5.88%
肉干肉脯	重点品牌	有友	五洲	棒棒娃	母亲	品品	CR5
	市占率	2.63%	1.42%	1.35%	1.26%	1.20%	7.87%
果脯蜜饯	重点品牌	溜溜果园	怡达	御食园	佳宝	华味亨	CR5
	市占率	0.60%	0.43%	0.38%	0.36%	0.30%	2.08%
豆制品	重点品牌	奇爽	盐津铺子	口口香	华鹏	吴府记	CR5
	市占率	0.84%	0.28%	0.14%	0.12%	0.10%	1.48%

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所整理

图 18: 线下市场品牌较分散



资料来源：川财证券研究所

表格 3. 线上一超双强格局形成

	2015年12月	2016年12月	2017年12月	2018年12月	2019年12月
1	三只松鼠 10.40%	三只松鼠 18.44%	三只松鼠 15.05%	三只松鼠 18.43%	三只松鼠 16.35%
2	百草味 5.50%	百草味 9.51%	百草味 10.17%	百草味 7.87%	百草味 7.63%
3	良品铺子 3.91%	良品铺子 6.64%	良品铺子 7.63%	良品铺子 6.44%	良品铺子 5.93%
4	洽洽 1.41%	好想你 0.96%	来伊份 1.21%	来伊份 1.09%	来伊份 1.07%
5	来伊份 1.22%	周黑鸭 0.88%	好想你 1.14%	周黑鸭 0.80%	周黑鸭 0.76%
6	好想你 0.82%	来伊份 0.78%	周黑鸭 0.86%	好想你 0.75%	好想你 0.74%
7	旺旺 0.77%	洽洽 0.53%	洽洽 0.54%	洽洽 0.70%	旺旺 0.65%
8	周黑鸭 0.61%	旺旺 0.39%	旺旺 0.49%	旺旺 0.52%	洽洽 0.64%
9	大湖谷 0.22%	大白兔 0.18%	大白兔 0.19%	康师傅 0.25%	大白兔 0.29%
10	煌上煌 0.19%	康师傅 0.15%	盐津铺子 0.18%	盐津铺子/有友 0.11%	亲亲 0.11%

资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.3 自主生产为主，线下渠道仍占据主要地位

我国休闲食品企业生产模式因产品种类而异，主营坚果炒货、果干肉类的企业主要采取 OEM 模式，追求轻资产，借助互联网红利快速扩张；主营卤制品、烘焙、乳制品的企业主要采用自主生产模式，原因是这类食品制法配料以及食品安全问题突出，更需自主把控。甘源食品和洽洽食品采用的都是自主生产方式，对产品质量控制力度较大。

休闲零食消费存在无计划性、体验性等特点，这就决定了以线下消费为主，突出线下渠道的重要性。2013-2019 年休闲食品线下销售占比一直占据着绝对优势，2019 年仍有 86% 的高占比；随着电商渠道的发展以及可囤货类食品越来越多，休闲食品电商渗透率从 2012 年的 2.4% 上涨到 2018 年 13.2%。线上渠道缺乏体验性，线下渠道难以实现跨区域销售，大多为区域性品牌，因此整合线上平台的数字化能力和线下渠道的即时体验性，是未来休闲食品的发展方向，但受制于食品产品本身的属性特征，线下渠道将依然是未来主流模式。

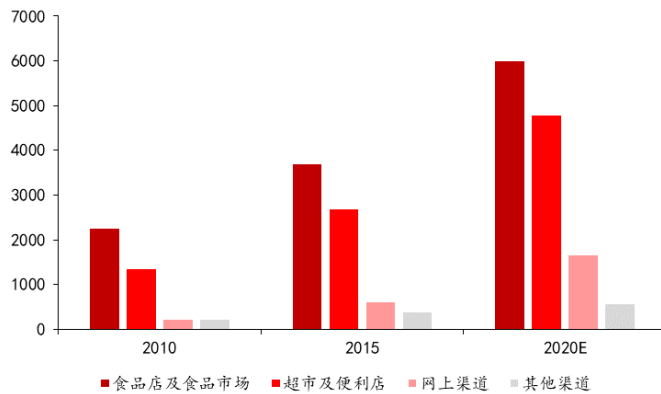
表格 4. 部分企业生产与销售模式情况

公司	生产模式	主要销售模式
甘源食品	自主生产	线下渠道为主，以经销为主，电商为辅，2019 年经销占比 85.62%
良品铺子	OEM 模式为主+部分自主生产	线上+线下全渠道均衡发展，线上 B2C 模式占比较高，线下加盟门店为主，直营门店为辅
三只松鼠	OEM 模式	线上渠道为主，2019 年线上渠道占比 97%
来伊份	OEM 模式	线下渠道为主，2019 年线下渠道占比 87%，包括直营门店和加盟门店
好想你	自主生产为主+部分 OEM 模式	线上渠道为主，2019 年线上渠道占比 65%
盐津铺子	自主生产	线下渠道为主，主要以商超+经销为主
洽洽食品	自主生产	线下渠道为主，2019 年线下渠道占比 90%，主要以经销为主
周黑鸭	自主生产	线下渠道为主，以直营门店为主，特许门店为辅
绝味	自主生产	线下渠道为主，以加盟门店为主，直营门店为辅
煌上煌	自主生产	线下渠道为主，包括直营、加盟和经销模式，以加盟门店为主，直营门店为辅，2019 年直营占比 11.48%，加盟占比 87.97%
有友食品	自主生产	线下渠道为主，以经销为主，直销为辅，2019 年经销模式占比 95% 以上
达利食品	自主生产	线下渠道为主，以经销为主
桃李面包	自主生产	线下渠道为主，以经销和直营为主
光明乳业	自主生产	线下渠道为主，以直销和经销为主
伊利	自主生产	线下渠道为主，以经销为主，直营为辅，2019 年经销占比 96%
蒙牛	自主生产	线下渠道为主，以经销为主，直营为辅

资料来源：公司公告，川财证券研究所整理

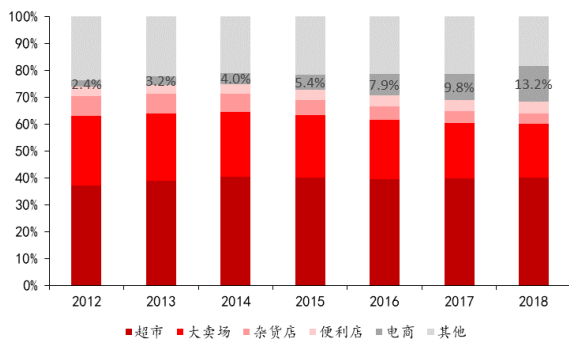
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 19：休闲食品行业不同渠道的市场规模（亿）



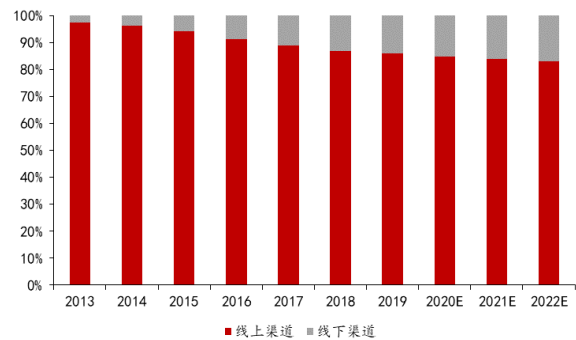
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 20：休闲食品行业电商渗透率逐渐上升



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 21：休闲食品线下销售额占比较大



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

三、公司正处于良性发展中，依托产品力持续进行拓展

3.1 产品动销顺畅，价格稳定，毛利率高且持续上升

公司多年来深耕籽类零食，获得业内多种奖项，且公司主打的瓜子仁、青豌豆、蚕豆系列拥有多种口味，与国内其他竞争对手相比，公司在去壳小包装系列产品的技术研发、生产工艺、质量控制以及销量方面具有一定竞争优势。

在研发方面，公司坚持以市场为导向，对传统休闲食品的品种、工艺、配方和生产技术方面进行创新和改良，取得了较多的成果，其中蟹黄味瓜子仁制法发明专利和一系列的生产设备创新专利早已进入大批量生产阶段，给公司带来了早期竞争优势。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 5. 主要研发项目

名称	用途	阶段
蟹黄味瓜子仁及其制备方法	用于蟹黄味瓜子仁的生产，具有口味独特、不易炸糊、不易导致营养成分的流失、营养丰富的优点，已取得国家发明专利	大批量生产
一种电磁振荡给料机	用于籽类产品调味前定量供料，可实现均匀给料，以便控制即将称重的豆子重量，对防止定量称重的豆子重量与配料比例起稳定作用，有利于保障产品质量，已取得国家实用新型专利	大批量生产
一种物料称重机	用于籽类产品生产线上调味前，对称重的物料实行自动称量，做到数量准确，有效替代手工作业，减少二次污染，已取得国家实用新型专利	大批量生产
一种用于对食品裹粉机进料的进料设备	用于生产坚果与籽类产品中的裹粉类产品裹粉进料时，提供一种自动化程度高、裹粉效果好、进料口结构简单、且密封效果好的设备，解决了人工倒料容易凝结而使得裹粉效果差、面粉尘飘扬既污染空间卫生又产生浪费的现象，已取得国家实用新型专利	大批量生产
一种浸泡豆类产品的浸泡罐	用于籽类产品浸泡过程中，可使豆子翻动旋转以实现充分浸泡，同时又不损伤豆子，有效替代手工作业，不仅提高生产效率，降低人工劳动强度，还提高了浸泡豆子的质量，已取得国家实用新型专利	大批量生产
一种连续式油炸机	用于解决了对轻质油炸食品（含籽类产品）在油炸过程中漂浮于油面仍可有效控制进行连续式油炸，代替了传统大锅油炸的作业方式，有效替代手工作业，不仅提高了生产效率，降低了人工劳动强度，还确保油炸食品质量均匀稳定，已取得国家实用新型专利	大批量生产
一种二段式油炸机	用于青豌豆产品的油炸，该设备通过双油炸槽的油炸方式，使食材经过第一道较低温的预油炸和第二道高温油炸的过程，其油炸出来的品质较好，且不容易发生部分油炸食品出现炸焦或出现半熟的技术问题，已取得国家实用新型专利	大批量生产
一种物料提升机	用于青豌豆、蚕豆自动化浸泡流水线中，用以将物料向上提升，并由物料自动化浸泡流水线中的输送带或输送小车将物料送入浸泡桶内，自动化程度较高，减轻了操作人员的操作负担，且有效避免浸泡操作中的人为污染，已取得国家实用新型专利	大批量生产
一种热风循环烘箱	用于对果仁类、籽类产品加工流水线中，对物料进行脱水烘干处理，该设备在烘箱内形成热风循环，降低排气温度，以提高烘箱的热效率，减少能源消耗，已取得国家实用新型专利	大批量生产

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

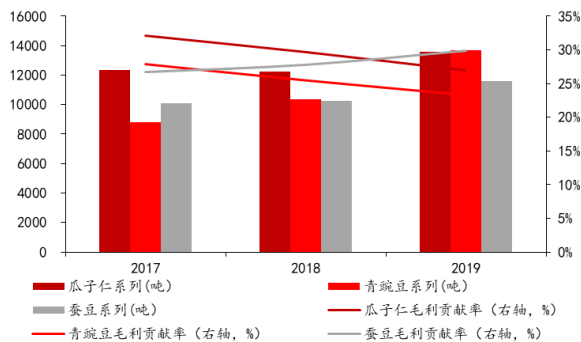
表格 6. 现阶段研发项目情况

名称	内容	阶段
传统小吃升级产品	用现代化生产手段对传统小吃麻花、江米条、锅巴工艺进行升级优化	试销反馈
坚果酥类产品	一种营养健康的坚果/果干组合休闲化	试销反馈
原料混装器	研究设计将不同比重、不同粒径的多种原料均匀自动混配设备	设备试用
农残品检测	引进气质色谱仪，提高农残品的检测速度与精度	设备试用
方便食品	燕麦谷物坚果等营养组合研究	小批量生产
新品瓜子	高规格南瓜子、西瓜子、葵花籽等深加工的研究	小批量生产
花生果产品	特定口味工艺的研究	小批量生产
糕点薄饼研制	对公司新产品包材设计一款使之符合产品特性、市场需求并满足产品质量保证要求的包材	小批量生产
变性淀粉的应用	变性淀粉应用于目前裹衣产品的选择与优化	应用对比
原材料精选设备优化	设计快速去除原料中石、砂、铁、杂草、编织袋、虫蛀品、糜烂品等异常杂质并精准分级的精选设备	基础研究

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

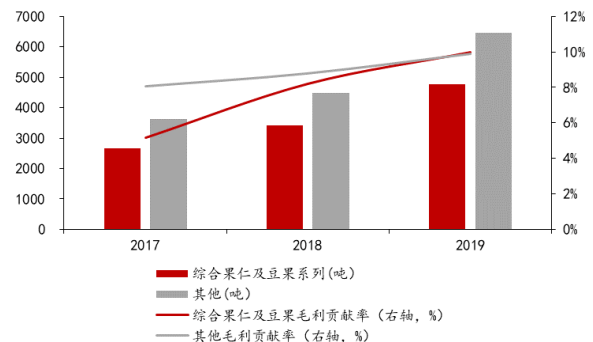
公司优秀的产品及品牌带动公司业务快速增长。2017-2019 年公司主打瓜子仁、青豌豆、蚕豆系列销量稳步上升，整体销量从 2017 年的 37516.50 吨提升至 2019 年的 50063.83 吨，复合增长率为 15.52%，其中青豌豆增幅最大，从 2017 年的 8798.58 吨上升到 2019 年的 13668.84 吨，复合增长率为 24.64%，公司新品类综合果仁类产品销量快速增长，毛利贡献率从 2017 年的 5.15% 上升至 2019 年的 9.98%。从动销情况来看，公司产品评价高，公司存货周转率相比同类公司更高意味着公司终端销售情况顺畅良好。

图 22：公司主打产品系列销量稳步上升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

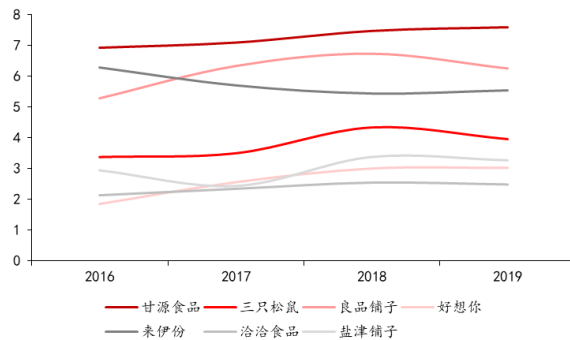
图 23：公司新产品销量、毛利贡献率快速上升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

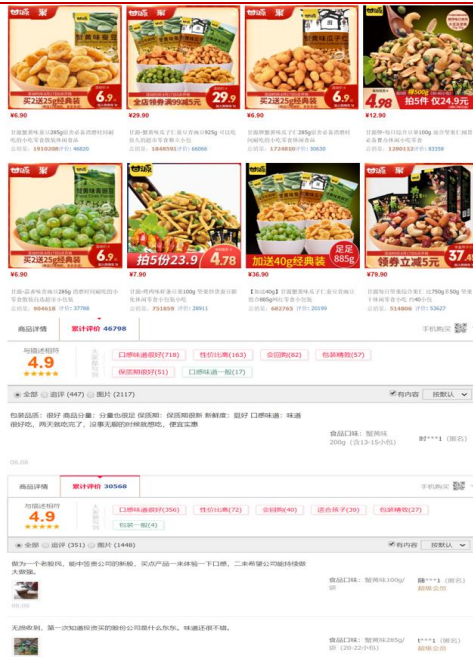
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 24：甘源食品存货周转率位居前列



资料来源：wind，川财证券研究所

图 25：公司主打的瓜子仁、豌豆、蚕豆系列销量可观，评价较高



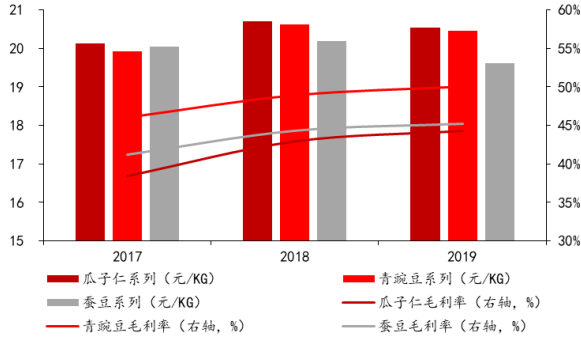
资料来源：天猫，川财证券研究所

公司产品价格稳定，毛利率高且持续上升。2018 年公司经销渠道主推散称装产品，条码数较少，相应的进场费减少，经销商市场专项补贴比例较低，导致销售均价有所提升；2019 年陈列费用及促销费用增加导致经销商市场专项推广补贴的增加，从而导致销售均价有所下降。2017-2019 年除其他产品分类外，公司剩余产品系列毛利率均呈上升趋势，且公司大单品瓜子仁系列的毛利率与主要同类企业的爆款产品相比，位居前列，具有明显优势。主要原因是 2017-2019 年公司主要产品单位平均成本在逐年下降：1) 产品主要原料

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

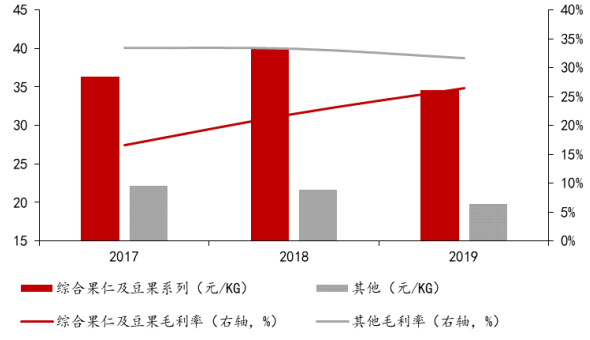
和主要辅料价格波动，导致单位材料成本下降；2) 由于公司生产经营规模不断扩大，规模优势开始显现，产量的提升导致单位分配的制造费用下降。

图 26：公司产品价格稳定，毛利率上升



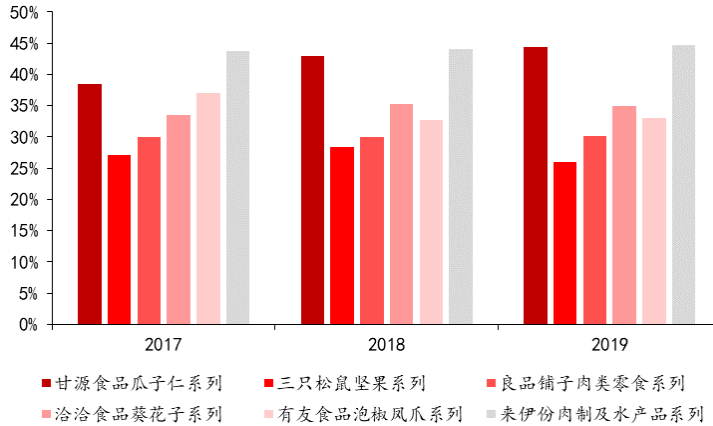
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 27：公司产品价格稳定，毛利率上升



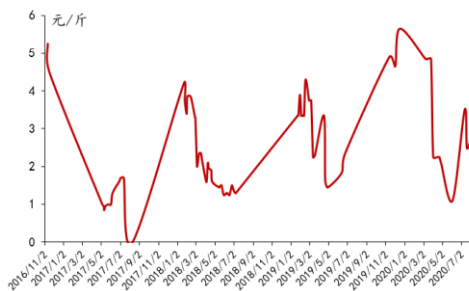
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 28：甘源食品爆款产品毛利率较高



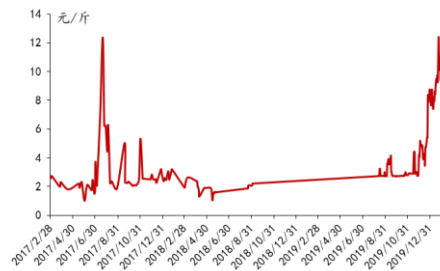
资料来源：wind，川财证券研究所

图 29：豌豆价格波动情况



资料来源：金投网，川财证券研究所

图 30：蚕豆价格波动情况



资料来源：金投网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 7. 公司主要产品单位平均成本下降

产品	瓜子仁系列			青豌豆系列			蚕豆系列		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
单位材料 (元/KG)	10.59	9.8	9.25	8.58	8.09	7.92	9.61	9.13	8.96
单位人工 (元/KG)	0.62	0.77	0.8	0.63	0.82	0.86	0.75	0.87	0.96
单位制费 (元/KG)	1.17	1.25	1.11	1.36	1.41	1.23	1.35	1.47	1.28
单位平均成本	12.38	11.82	11.16	10.57	10.32	10.01	11.71	11.47	11.20

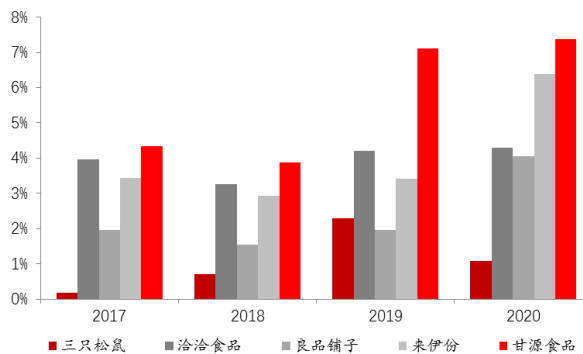
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

3.2 从渠道议价力以及渠道表现来看，公司正进入良性发展中

从公司与经销商客户在产品购销上实行先款后货的买断方式上来看，公司是收到全部货款后再发货给经销商，由此公司具备较强议价力，经销商下单付款后由公司将产品运送至指定位置，除由于生产、运输造成产品质量瑕疵问题外，其余问题均不接受退换货，公司由于产品质量高，因此公司保证退换货率低，由此也能对公司整体经营效率有所提升，保障公司大部分精力都投入在生产销售中。

从 2017-2020 年预收款项占营业收入比重来看，公司这一比重在持续提升，且公司预收款金额也在稳步提升，这意味着公司对于经销商议价力正逐步提升，亦说明经销商目前信心充足，由此我们认为公司正进入良性发展状态中。

图 31：甘源食品预收款项占营业收入比重持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

经销模式是公司最主要的销售模式，经销商终端渠道以商超渠道、流通渠道为主，以电商渠道、特殊渠道为辅，每个市或县级市选取一至两家经销商从事产品的推广和销售，规定产品的销售种类、区域和渠道类型。

表格 8. 公司经销模式情况

经销模式	经销商管理政策	I 经销商的开发、遴选标准及淘汰	1. 开发：通过糖博会、食品经销展会、招商活动、业务拜访等方式；2. 遴选：经销商的经营资质、企业规模、销售渠道、资金实力、信用等级、财务水平等因素；3. 淘汰：业绩不理想、销售不规范、商业侵权、有信用风险的经销商
		II 经销商授权和市场管理	按照产品类别、渠道类别对经销商的销售区域进行区隔：品类范围包括散装、袋装、礼包礼盒、流通类等类别；渠道范围主要按照行政区域或商超系统进行划分
		III 经销商的性质及特点	1. 买断式经销：公司产品在交付并由经销商验收后，产品的主要风险报酬转移至经销商，若非因产品质量问题，产品不允许退还公司；2. 非专营经销：公司的经销商均为非专营经销，其除经销公司产品之外，还会经销其他如休闲零食品牌
	经销商政策及执行情况	I 运输费用的承担	发行人负责办理货物发运，将商品送达经销商指定地点，运输费用由公司承担
		II 保证金政策	先款后货的买断式销售：经销商向公司缴纳保证金，缴纳比例为年度销售目标金额的0.5%，最高不超过3万元
		III 信用政策及实际执行情况	公司与经销商在产品购销上实行先款后货的买断方式，并未给予经销商信用期；特别情况下，公司会给予极少数经销商一定额度的信用账期
		IV 退换货政策及各期实际退换货情况	因公司生产、运输等原因造成产品内在品质瑕疵的，公司负责调换同种数量同种类别的产品，其他问题则不予退换货
		V 经销商激励政策情况	1. 市场推广专项补贴：鼓励经销商进行市场开拓，补贴的内容主要包括经销商的卖场进场费、条码费、陈列费、临时促销员工资；2. 专项返利：为推进特定品类、特定区域或特定渠道的产品市场推广，公司不定期推出专项返利计划；3. 搭赠：根据市场销售情况、产品品种推广需要制定搭赠政策，搭赠与单次订货量挂钩，满足条件时销售部门直接根据已发布的政策进行搭送

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

表格 9. 公司经销商终端渠道以商超、流通渠道为主

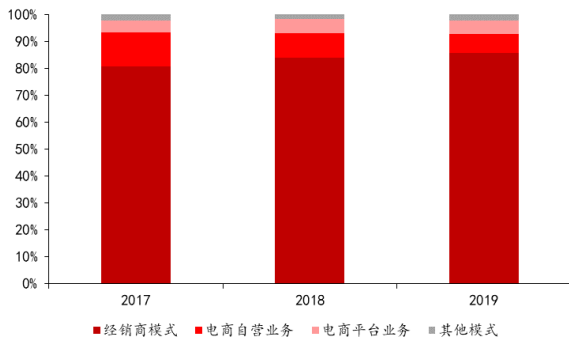
经销商终端渠道	说明
商超渠道	包括沃尔玛、大润发、华润万家、家乐福、永辉、麦德龙等辐射全国的大型连锁超市系统；家得乐、联华等省市级地区性连锁超市系统；全家、7-11、好德、红旗等连锁便利店
流通渠道	主要包括各地批发市场、非连锁性质的休闲零食店、炒货店、食杂店等
电商渠道	经销商自行在电商平台开设的零食店
特殊渠道	主要包括学校、车站、机场等特殊地点的配食

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

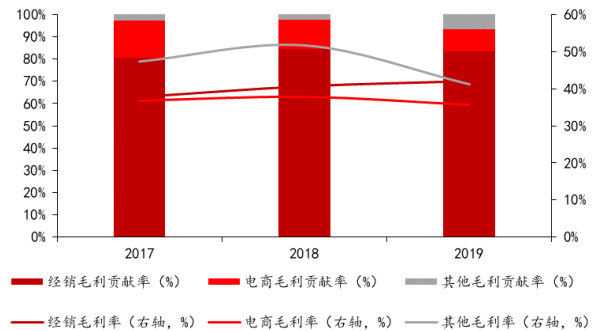
公司经销模式收入占比较高，且有逐年上升的趋势，2019 年占比达 85.82%；经销模式的毛利贡献率稳定，保持在 80%左右，经销模式毛利率高为 42.06%且处于持续提升过程中。

图 32： 公司主要为经销模式



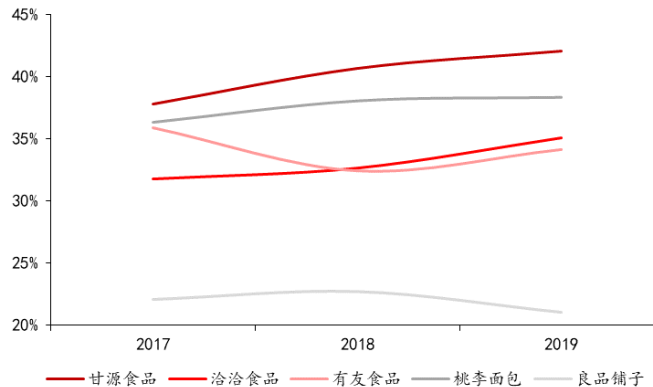
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 33： 公司经销模式毛利率上升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 34： 可比企业中，甘源食品的经销模式毛利率较高



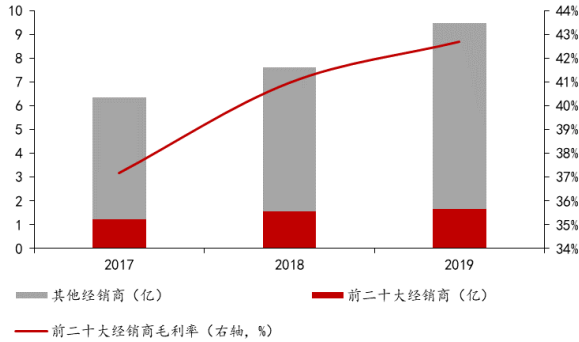
资料来源：招股说明书，公司公告，川财证券研究所

公司在全国拥有 1441 家的经销商，其中绝大部分为从事休闲食品流通行业的综合类经销商，除了经营公司产品之外，还会经营其他品牌的产品。深圳派风堂食品有限公司与公司交易规模最大为 2000 万，其自身经营规模达 9000 万；公司前二十大经销商销售额逐年增加，截止 2019 年，销售额为 1.67 亿，占公司经销模式总额 17.61%，平均毛利率从 2017 年的 37.18% 增长到 2019 年的 42.70%。与公司合作的经销商大部分为合作多年的经销商，可持续经营能力较强，合作 2 年、3 年以上的经销商收入占比逐年上升，截至 2019 年，合作 2 年以上的经销商销售占比 78.41%，合作 3 年以上的经销

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

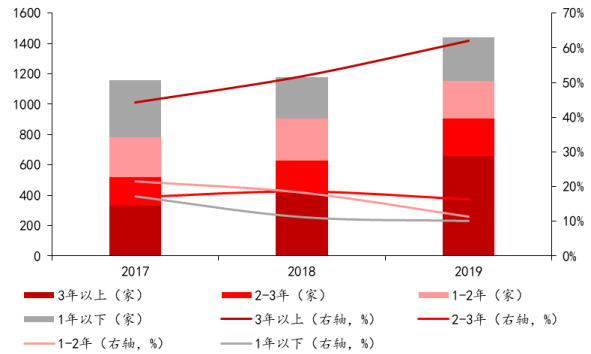
商销售占比超 60%。

图 35：公司前二十经销商平均毛利率呈上升趋势



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 36：公司合作多年的经销商销售占比不断上升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

注：不包括试销商、当年有合作但终止的经销商

公司销售网络遍布全国各地，经销商的区域分布较为分散，华东、华中经销商数量接近半数，销售占比稳定在 45%左右，剩余地区的经销商数量和销售占比较为均匀；其中山东、湖北、四川、湖南、河南等省份的经销商数量和销售占比相对较高，这可能与当地气候、饮食习惯相关。各地区销售增长速度较快，结合消费能力和人口密度来看，华东、华中和华南地区的经销商数量、销售额未来成长空间较大。

表格 10. 公司经销商的地区数量及金额分布情况

区域	2017				2018				2019			
	数量 (家)	金额 (万元)	销售占比	销售增速	数量 (家)	金额 (万元)	销售占比	销售增速	数量 (家)	金额 (万元)	销售占比	销售增速
华东	447	16258.12	26.57%	18.97%	427	19342.68	25.79%	18.97%	472	23863.2	25.72%	23.37%
华中	309	12737.14	20.81%	25.50%	294	15985.28	21.31%	25.50%	309	19749.34	21.29%	23.55%
西南	181	7947.27	12.99%	26.93%	172	10087.73	13.45%	26.93%	186	13397.59	14.44%	32.81%
华北	193	8966.57	14.65%	12.87%	189	10120.24	13.49%	12.87%	198	11805.17	12.73%	16.65%
华南	106	5526.03	9.03%	37.61%	109	7604.47	10.14%	37.61%	120	8749.05	9.43%	15.05%
西北	116	4060.56	6.64%	45.40%	126	5904.09	7.87%	45.40%	136	8131.31	8.77%	37.72%
东北	146	5138.57	8.40%	15.24%	143	5921.7	7.89%	15.24%	146	6994.88	7.54%	18.12%
其他	14	561.47	0.92%	-91.42%	3	48.19	0.06%	-91.42%	2	77.63	0.08%	61.09%

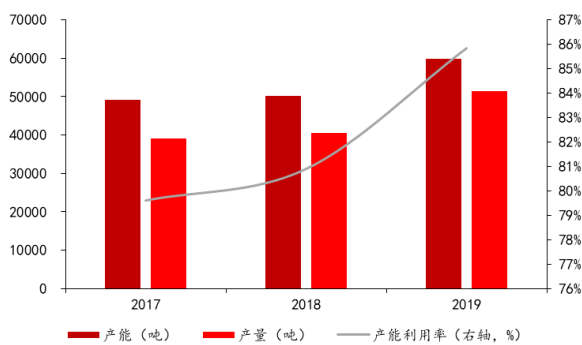
资料来源：招股说明书，川财证券研究所，注：不包括试销商，但包括当年有合作但终止的经销商

3.3 募投扩张产能，保障未来持续增长

2017-2019 年公司产能从 4.9 万吨上升至 6.0 万吨，产能利用率也从 79.61% 上升至 85.83%，其中 2019 年上升速度较快，主要因为前期公司为满足产能增长需求，进行萍乡生产基地三期建设工程，一、二期的建设已完成，2019 年三期建设工程逐步完工，产能得到释放。公司产销率维持在 95%，整体呈上升趋势，2019 年产销率达 97.51%。

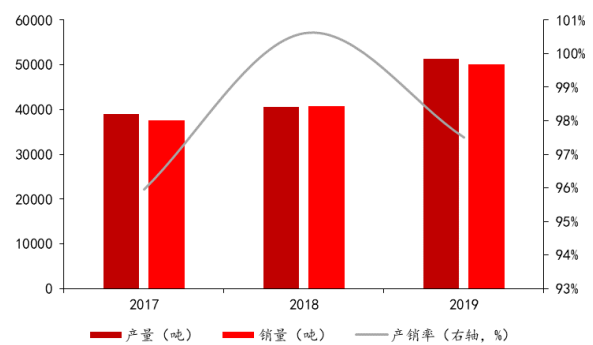
产能利用率和产销率都处于较高水准，亦说明公司产品销售情况好，能够消化后续扩大的产能，因此为满足未来业务快速扩张的需求，公司此次募集资金用于“年产 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设”项目的占比达 36.75%，项目预计总投资 4.1 亿，建设期 3 年。项目生产的瓜子仁、青豌豆、蚕豆等产品在传统风味的基础上，注入了新式口味与元素；同时公司将提高以夏威夷果为代表的坚果系列的生产能力，优化公司的产品结构，增强公司的盈利能力。项目建成后，公司将拥有一南一北两大生产基地，为后续业务扩张提供强大产能支撑，项目新增年均收入为 9.4 亿，新增年均净利润为 6793 万元，税后项目内部收益率为 19.90%，公司盈利能力进一步加强。

图 37：公司产能利用率逐年上升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 38：公司产销率维持 95% 以上，整体呈上升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

表格 11. 公司募集资金用于产能提升项目占比较高

项目名称	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	投入募集资金占比（%）
年产3.6万吨休闲食品河南生产线建设项目	41315.72	30760.71	36.75%
营销网络升级及品牌推广项目	35409.71	35409.71	42.30%
电子商务平台建设项目	6010.24	0	0.00%
信息化建设项目	5220.46	5220.46	6.24%
研发中心建设项目	4576.99	4576.99	5.47%
自动化生产线技术改造项目	7735.98	7735.98	9.24%
总计	100269.10	83703.85	100.00%

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

表格 12. 公司产能提升项目建设情况

项目	年产3.6万吨休闲食品河南生产线
总投资	41315.72万元
其中：建设投资	39515.72万元
铺底流动资金	1800.00万元
建成后年均收入	93937.61万元
建成后年均净利润	6792.67万元
税后项目内部收益率	19.90%

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

四、投资建议

我们认为公司深耕籽类零食，目前正依托产品力逐渐向外拓展，当前公司正处于供需两旺的良性发展中，随着公司产能投放以及市场拓展，公司业绩有望迎来快速增长，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 13.12、16.49、20.09 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 2.00、2.67、3.41 亿元；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 2.15、2.87、3.66 元/股，对应 PE 分别为 66.56、49.85、39.04X，首次覆盖给予增持评级。

表格 13. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期 股票代码	2020/8/30 公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				20E	21E	22E	20E	21E	22E
002991.SZ	甘源食品	142.9	133.2	2.1	2.9	3.7	66.6	49.8	39.0
可比公司									
002557.SZ	洽洽食品	70.3	356.4	1.5	1.8	2.1	47.4	39.9	33.8
603719.SH	良品铺子	72.7	291.5	1.0	1.3	1.7	73.6	56.1	44.1
300783.SZ	三只松鼠	67.8	271.7	0.7	0.9	1.2	103.4	75.1	57.8
002847.SZ	盐津铺子	148.6	192.5	1.8	2.6	3.5	83.0	57.9	42.8
002582.SZ	好想你	15.9	82.1	0.3	0.4	0.4	55.2	43.0	38.7
603777.SH	来伊份	18.3	61.6	0.3	0.5	0.8	61.4	35.5	21.6
食品公司平均值							70.7	51.3	39.8

资料来源: wind, 川财证券研究所

风险提示

食品安全风险；

原材料价格波动影响；

行业竞争加剧。

报表预测					
利润表 (亿元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	911.41	1109.13	1312.19	1649.41	2009.42
减:营业成本	541.65	647.73	756.38	934.27	1108.92
营业税金及附加	9.90	13.98	16.54	20.79	25.33
营业费用	172.62	192.21	236.19	305.14	381.79
管理费用	35.90	37.53	45.93	57.73	70.33
财务费用	-0.32	-0.18	-9.68	-24.83	-31.89
资产减值损失	3.42	-1.53	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	6.35	5.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-6.04	-8.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.56	218.18	266.83	356.31	454.94
加:其他非经营损益	4.30	-0.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	152.85	217.60	266.83	356.31	454.94
减:所得税	36.92	53.44	66.71	89.08	113.74
净利润	115.93	164.16	200.12	267.23	341.21
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	115.93	164.16	200.12	267.23	341.21
资产负债表 (亿元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	-16.57	-65.21	925.72	1281.82	1553.13
应收和预付款项	17.11	22.19	32.39	35.66	46.26
存货	72.11	98.64	100.75	145.53	146.79
其他流动资产	90.90	238.80	238.80	238.80	238.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	240.28	292.63	256.73	220.83	184.93
无形资产和开发支出	101.03	100.51	89.95	79.38	68.81
其他非流动资产	10.16	10.85	5.42	0.00	0.00
资产总计	515.03	698.41	1649.76	2002.02	2238.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	88.71	162.90	105.54	228.55	172.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	88.71	162.90	105.54	228.55	172.54
股本	69.91	69.91	93.22	93.22	93.22
资本公积	144.54	144.54	958.27	958.27	958.27
留存收益	191.92	289.91	461.59	690.84	983.55
归属母公司股东权益	406.36	504.36	1513.07	1742.32	2035.03
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	406.36	504.36	1513.07	1742.32	2035.03
负债和股东权益合计	495.07	667.26	1618.61	1970.87	2207.57

现金流量表 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	249.02	236.55	172.66	369.25	287.91
投资性现金净流量	-72.91	-216.35	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-60.00	-70.11	818.28	-13.15	-16.60
现金流量净额	116.41	-49.80	990.93	356.10	271.31

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	40.57%	41.60%	42.36%	43.36%	44.81%
销售净利率	12.72%	14.80%	15.25%	16.20%	16.98%
ROE	28.53%	32.55%	13.23%	15.34%	16.77%
ROA	29.67%	31.14%	15.59%	16.56%	18.90%
成长能力					
销售收入增长率	15.72%	21.69%	18.31%	25.70%	21.83%
净利润增长率	89.20%	41.61%	21.90%	33.54%	27.68%
资本结构					
资产负债率	17.22%	23.32%	6.40%	11.42%	7.71%
流动比率	1.84	1.81	12.30	7.45	11.50
速动比率	0.01	1.20	11.34	6.81	10.65
经营效率					
总资产周转率	1.77	1.59	0.80	0.82	0.90
存货周转率	7.51	6.57	7.51	6.42	7.55
业绩和估值					
EPS	1.24	1.76	2.15	2.87	3.66
BPS	4.36	5.41	16.23	18.69	21.83
PE	114.90	81.14	66.56	49.85	39.04
PB	32.78	26.41	8.80	7.65	6.55

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004