

洽洽食品 (002557.SZ) 聚焦瓜子坚果主业，渠道扩张稳步成长

2022年10月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

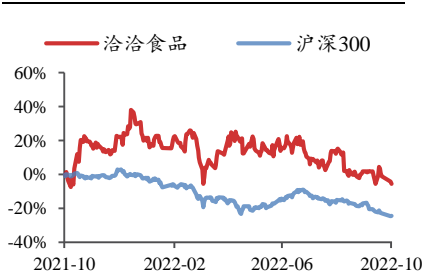
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2022/10/11
当前股价(元)	44.00
一年最高最低(元)	66.53/42.60
总市值(亿元)	223.08
流通市值(亿元)	223.08
总股本(亿股)	5.07
流通股本(亿股)	5.07
近3个月换手率(%)	46.82

股价走势图



数据来源：聚源

● 核心业务持续增长，加码全渠道战略布局，首次覆盖给予“增持”评级

洽洽食品是瓜子龙头企业，聚焦瓜子坚果两大业务，瓜子业务稳步成长，坚果业务自2017年推出后快速增长。公司立志打造线上线下业务资源共享、全渠道协同发展的局面，提出打造百万终端，同时积极拥抱线上渠道及特通和社区团购新渠道。综上所述，我们预计公司2022-2024年收入分别为70.0、81.1、92.6亿元，同比增长16.9%、15.9%和14.1%；归母净利润分别为10.2、12.0和13.7亿元，同比增长9.7%、17.6%和14.3%；对应EPS分别为2.0、2.4、2.7元，当前股价对应PE分别为21.9、18.6、16.3倍。首次覆盖给予“增持”评级。

● 坚果炒货赛道优质，瓜子散装替代逻辑清晰，每日坚果格局尚未固化

坚果炒货发展空间广阔，2020年行业规模达1800亿元，2010-2020年复合增长率达9.5%，CR5约为18.4%，行业集中度较低。随着消费升级的趋势，未来包装瓜子有望逐步替代散装瓜子，包装瓜子仍有较大下沉市场空间。坚果板块内每日坚果成为行业新宠，目前坚果品类格局仍有集中度提升空间，市场各品牌份额差距不大，龙头公司有望依靠产品品质及品牌影响力突出重围。

● 聚焦瓜子坚果主业，积极布局上游种植降成本，发力全渠道扩张

洽洽瓜子稳居包装瓜子龙头地位，传统红袋瓜子增长稳定，蓝袋口味创新带来瓜子业务新成长，每日坚果品类拉动公司快速成长。渠道方面，公司线下经销商遍布全国，零售终端达40万，公司致力未来打造百万终端，完善数字化访销系统，进一步提升公司对线下终端的管理能力；同时积极拥抱线上、社区团购等新兴渠道。公司积极布局上游坚果种植业，降低坚果原材料成本，伴随着产能扩张公司毛利率有望进一步提升。公司推进员工持股计划，组织持续变革，提升一线经营效率，把握市场机会。

● **风险提示：**原材料涨价风险，食品安全风险，疫情反复风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,289	5,985	6,999	8,112	9,256
YOY(%)	9.3	13.2	16.9	15.9	14.1
归母净利润(百万元)	805	929	1,018	1,198	1,370
YOY(%)	33.4	15.3	9.7	17.6	14.3
毛利率(%)	31.9	32.0	32.7	32.7	32.4
净利率(%)	15.2	15.5	14.6	14.8	14.8
ROE(%)	19.1	19.4	19.0	19.3	19.0
EPS(摊薄/元)	1.59	1.83	2.01	2.36	2.70
P/E(倍)	27.7	24.0	21.9	18.6	16.3
P/B(倍)	5.4	4.8	4.2	3.6	3.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、瓜子坚果业务双发展，业绩稳健增长	4
1.1、坚果炒货领军企业，二十年稳健成长	4
1.2、优秀民营企业，股权结构清晰	4
1.3、发力坚果业务，业绩持续增长	5
2、坚果炒货行业集中度低，未来增长空间广阔	6
2.1、休闲食品行业空间广阔，坚果炒货板块潜力较大	6
2.2、瓜子行业超百亿规模，竞争格局稳定	7
2.3、坚果赛道持续增长，竞争格局较好	8
3、瓜子坚果两大品类发力，渠道扩张助力未来成长	12
3.1、公司主要业务趋势向好，瓜子提价夯实毛利空间	12
3.2、坚果业务高速发展，成为公司第二成长曲线	14
3.3、线下渠道全国布局，发力电商、特通和团购渠道	14
3.4、生产端布局上游把控品质，产能不断扩张	16
3.5、组织架构改革，释放员工活力	18
4、盈利预测与投资建议	19
5、风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1：十五年深耕坚果炒货领域，公司发展持续向好	4
图 2：公司股权结构清晰，陈先保为公司实际控制人	5
图 3：2016-2021 年营业收入复合增长率为 11.2%	5
图 4：2016-2021 年归母净利润复合增长率为 21.3%	5
图 5：公司毛利率净利率 2022 年有所下滑	6
图 6：公司疫情期间缩减销售费用支出	6
图 7：2016-2020 年我国休闲食品 CAGR 达 6.6%	6
图 8：2021 年我国零食人均消费对比海外差距仍较大	6
图 9：2020 年中国坚果炒货市场规模达到 1800 亿元	7
图 10：估算 2020 年坚果行业内上市公司市占率达 18.4%	7
图 11：近年我国葵花籽食用量趋于稳定	7
图 12：2018 年包装瓜子市场份额	7
图 13：中国包装坚果消费量持续增长	9
图 14：2016 年我国人均各类坚果消费量较低	9
图 15：国内每日坚果市场规模增速较快	9
图 16：据估算 2020 年国内每日坚果竞争格局尚未固化	9
图 17：2020 年蟹黄味坚果在网红口味中最受欢迎	10
图 18：天猫每日坚果品类在坚果中渗透率稳步提升	10
图 19：2019 年我国坚果行业消费人群以青年人为主	10
图 20：2011-2020 中国网络购物市场交易规模稳步提升	11
图 21：食品店、超市和便利店是休闲食品主要销售渠道	11
图 22：休闲食品在电商渠道增速领先	11

图 23: 2016-2022H1 公司坚果营收占比明显增加	13
图 24: 2016-2022H1 公司北方区域收入小幅提升	13
图 25: 2016-2022H1 公司葵花籽类产品收入稳步增长	13
图 26: 2022H1 公司葵花籽类产品毛利率略微下跌.....	13
图 27: 2016-2022H1 公司坚果类产品收入快速增长	14
图 28: 2017-2021 年公司坚果类产品毛利率稳步提升	14
图 29: 洽洽经销商渠道占比较大	15
图 30: 2021 年电商收入占总收入的 9.5%	15
图 31: 海外收入占比稳步向上	16
图 32: 公司营销网络遍布全球	16
图 33: 坚果零食原料价值占比显著高于其他休闲食品.....	17
图 34: 2022 年公司进行组织架构更新, 销售铁军合并.....	18
表 1: 国内主要瓜子品牌均价为 3.7 万元/吨	8
表 2: 估算 2021 年我国瓜子行业市场空间达 224.1 亿元.....	8
表 3: 各大品牌于 2016 年前后推出每日坚果品类.....	9
表 4: 公司各类产品丰富多样	12
表 5: 洽洽产能持续扩张	17
表 6: 洽洽在建工程未来产能稳步释放	17
表 7: 公司历史多次发布员工持股计划	19
表 8: 收入分项预测, 瓜子类成长平稳, 坚果类增速较快.....	19
表 9: 可比公司估值表	20

1、瓜子坚果业务双发展，业绩稳健增长

1.1、坚果炒货领军企业，二十年稳健成长

洽洽食品股份有限公司成立于2001年，是一家以坚果炒货为主要产品的休闲食品企业，经过二十年的发展，公司已成为坚果炒货行业龙头企业，2011年在深圳证券交易所挂牌上市，“洽洽”品牌已深入人心，公司发展历程可以分为以下几个阶段：

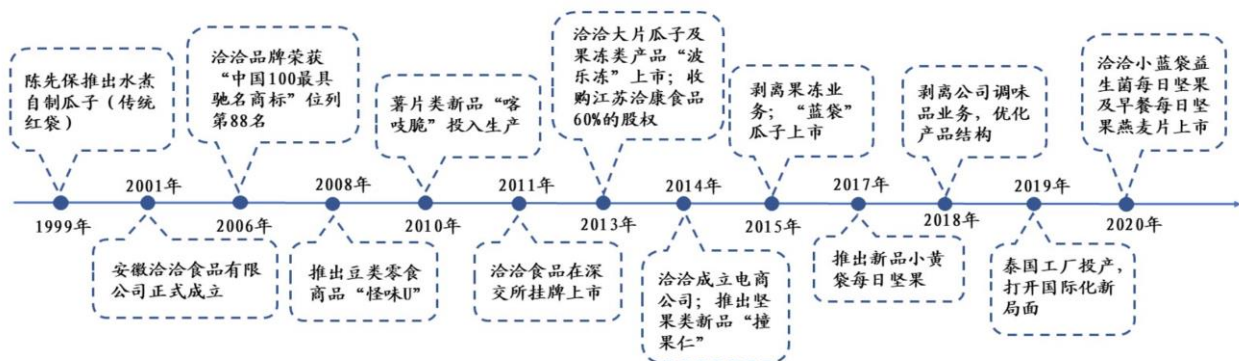
第一阶段（1999-2006）：创业及品牌建设阶段。1999年创始人陈先保推出水煮自制瓜子——传统红袋。产品推出后，公司通过电视广告投放等方式，将洽洽瓜子“不脏手、不上火”的特点向广大消费者宣传，培养了一批忠实客户。2001年，安徽洽洽食品有限公司成立。2006年，洽洽品牌进入“中国100最具驰名商标”。

第二阶段（2008-2014）：多元发展阶段。2008年，推出豆类零食商品“怪味U”，获得广大青少年的喜爱。2010年，薯片类新品“咯吱脆”推出上市。2013年，推出果冻类新品“啵乐冻”。同年，收购江苏洽康食品60%的股权，进军调味品行业。多元化产品发展至今增幅相对较慢，与行业格局稳固、难以与主业协同发展有关。

第三阶段（2015-2018）：战略调整阶段。2015年，创始人陈先保先生重新任职总经理，剥离果冻业务，推出口味多样的“蓝袋”瓜子。2017年，推出“小黄袋”每日坚果产品，销量持续提升，为公司打开增长第二曲线。

第四阶段（2018-至今）：全球布局阶段。2018年，公司首次提出“迈向全球领先坚果企业”的口号，并对瓜子产品从原材料、包装等方面进行产品升级。2019年，泰国工厂顺利投产，完成全球化战略布局第一步。2020年，两款新品“益生菌每日坚果”、“坚果燕麦片”推出上市，丰富坚果板块产品矩阵。

图1：十五年深耕坚果炒货领域，公司发展持续向好

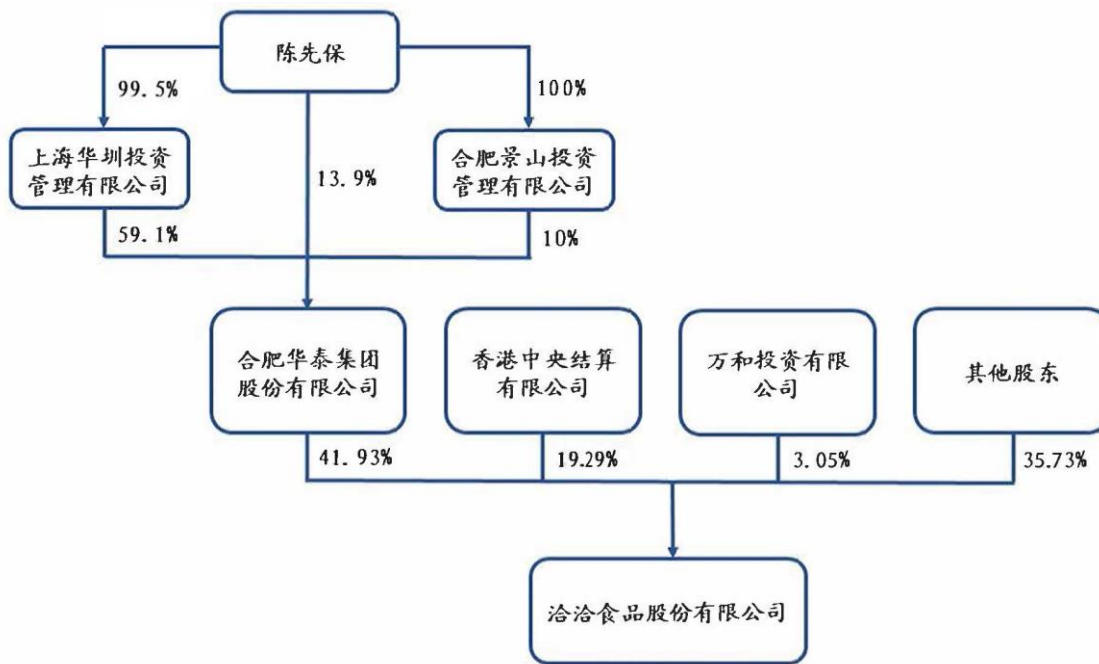


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、优秀民营企业，股权结构清晰

股权结构清晰，创始人为实际控制人。公司第一大股东为合肥华泰集团有限公司，持有公司41.64%的股权，公司创始人兼总经理陈先保直接持有合肥华泰集团股份有限公司13.9%的股份，另外陈先保先生拥有华圳投资99.5%和景山投资100%股份，两机构分别占有合肥华泰集团59.1%、10%股权，综上所述陈先保先生为公司实际控制人，公司股权结构清晰。

图2：公司股权结构清晰，陈先保为公司实际控制人

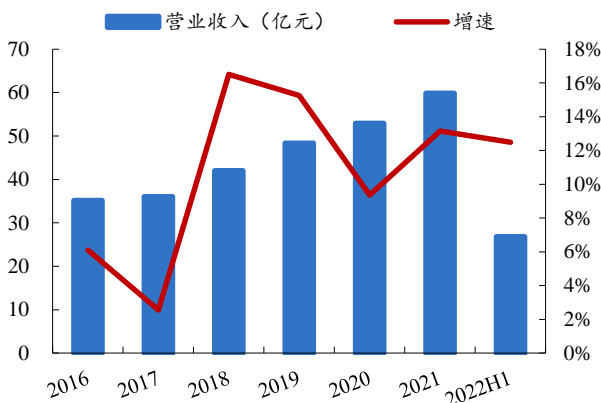


资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.3、发力坚果业务，业绩持续增长

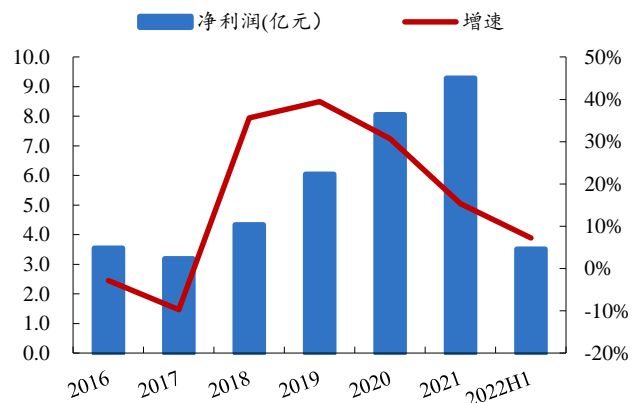
主动调整战略，收入利润保持较快增速。2016年、2017年公司营收增长较慢，此后公司及时调整战略，对葵花籽类不同产品进行提价6%~14.5%，另外推出每日坚果新品，打开第二成长曲线，2018-2021年公司营业收入及归母净利润CAGR分别为11.2%和21.3%，2020年受疫情影响，公司整体营收增速有所放缓。2021年公司积极调整战略，营收增速有所上涨，2021年营收为59.85亿元，同比增长13.15%；2022上半年营收为26.78亿元，同比增长12.49%。

图3：2016-2021年营业收入复合增长率为11.2%



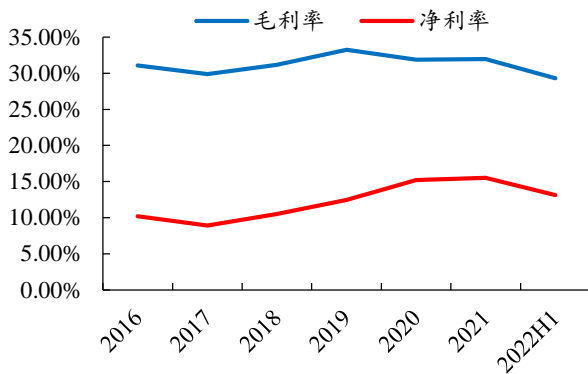
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2016-2021年归母净利润复合增长率为21.3%

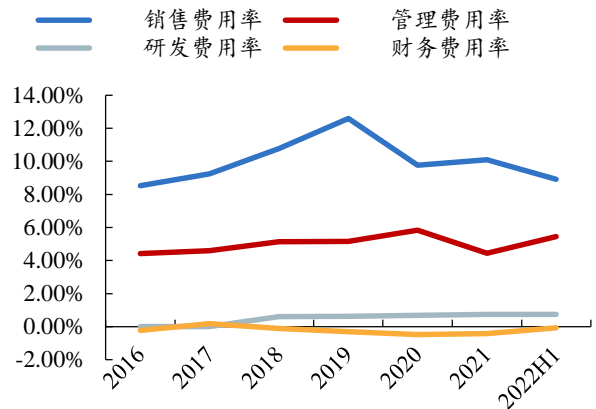


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率和净利率整体保持稳定。2016-2021 年公司毛利率较为稳定，保持在 30% 左右，净利率自 2017 年起处于上升趋势，2021 年公司净利率为 15.53%，较 2020 年增加 0.31pct，增速有所放缓；2022 上半年公司净利率为 13.14%，较 2021 年略微下降，主因各项原材料能源和人工价格上涨。公司 2020 年遭遇新冠疫情以来，主动减少广告投入等销售费用，抵御疫情冲击，其他各项费用率总体保持平稳。

图5：公司毛利率净利率 2022 年有所下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

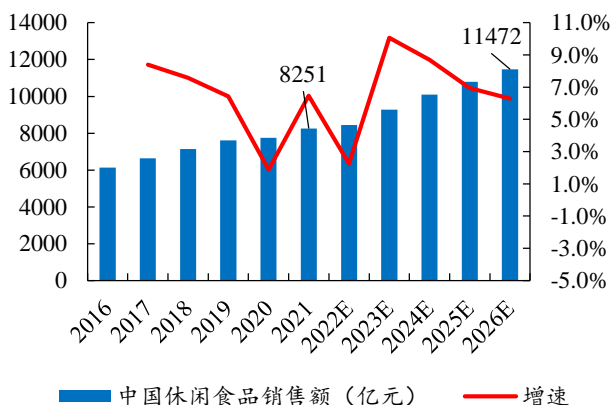
图6：公司疫情期间缩减销售费用支出


数据来源：Wind、开源证券研究所

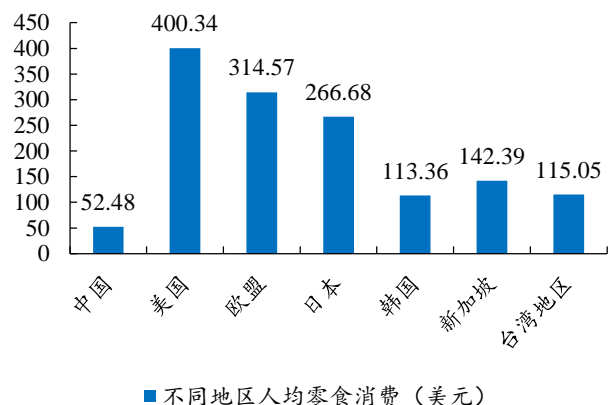
2、坚果炒货行业集中度低，未来增长空间广阔

2.1、休闲食品行业空间广阔，坚果炒货板块潜力较大

国内休闲食品消费仍有提升空间。休闲食品是消费者在闲暇、休息时所吃的食品，主要包括干果、坚果、膨化食品、糖果、饼干等。随着经济的发展和消费水平的提高，消费者对于休闲食品的需求不断增长。根据 Frost&Sullivan 报告显示，我国休闲食品行业规模从 2016 年的 6128 亿元增长至 2021 年的 8251 亿元，5 年复合增长率为 6.1%，预计 2026 年行业规模将达到 11472 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 6.8%。2021 年海外各地人均零食消费在 100 美元以上；而我国休闲食品人均消费额较低，2021 年仅为 52.48 美元，仍有较大提升空间。

图7：2016-2020 年我国休闲食品 CAGR 达 6.6%


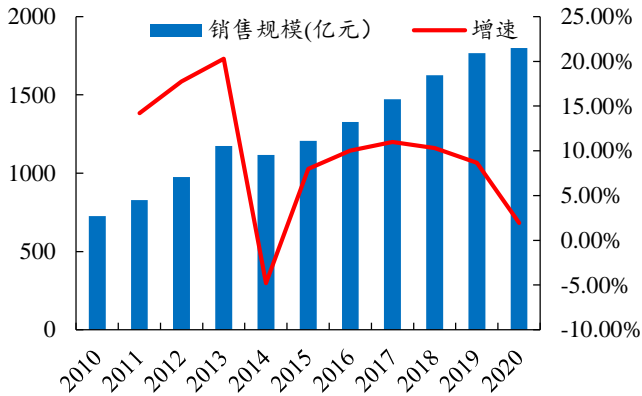
数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图8：2021 年我国零食人均消费对比海外差距仍较大


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

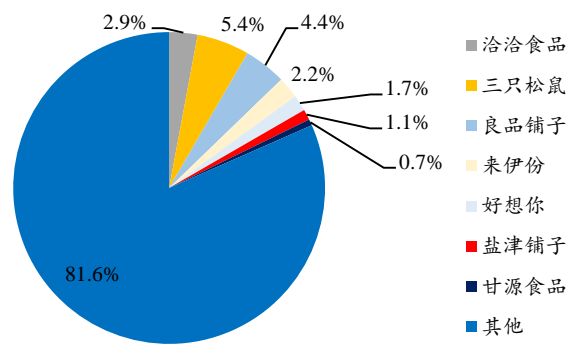
坚果炒货市场空间大，行业集中度较低。根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会和艾瑞咨询的数据，2020 年我国坚果炒货市场规模达 1800 亿元，2010-2020 年 CAGR 为 9.5%，2020 年行业内 7 家品牌上市公司市占率约为 18.4%，集中度较低，2021 年受到疫情反复影响，行业集中度预计变化不大，整体仍有提升空间。

图9：2020 年中国坚果炒货市场规模达到 1800 亿元



数据来源：中国食品工业协会坚果炒货委员会、开源证券研究所

图10：估算 2020 年坚果行业内上市公司市占率达 18.4%

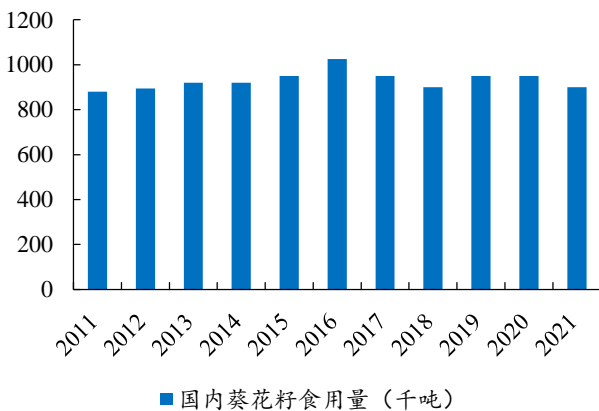


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.2、瓜子行业超百亿规模，竞争格局稳定

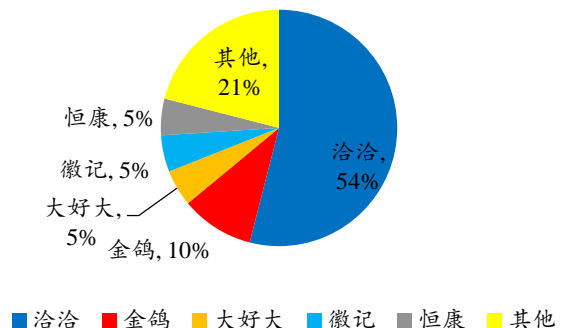
瓜子行业步入成熟期，洽洽龙头地位稳定。瓜子是中国传统的休闲零食之一，在民国时期民众就已有食用瓜子的习惯。近年我国葵花籽产量保持稳定，维持在 95 万吨左右，充足的产量保证瓜子行业的稳定发展。从消费端来看，我国葵花籽食用量从 2021 年达 90 万吨，过去 10 年整体保持平稳。从竞争格局来看，洽洽品牌分布最广，遍及全国，而其他品牌呈现区域性分布，例如金鸽及正林分布在华北地区，徽记分布在西南地区，华味亨及大好大分布在华东地区等。2018 年洽洽瓜子以其 54% 的市场份额稳居包装瓜子行业龙头地位，排名第二的金鸽市占率约为洽洽的五分之一。

图11：近年我国葵花籽食用量趋于稳定



数据来源：USDA、开源证券研究所

图12：2018 年包装瓜子市场份额



数据来源：尼尔森、开源证券研究所

表1：国内主要瓜子品牌均价为 3.7 万元/吨

品牌	产品	价格 (元)	重量 (g)	对应吨价 (元/吨)
洽洽	五香味瓜子	17.9	500	35,800
洽洽	山核桃味瓜子	27.9	500	55,800
金鸽	多味瓜子	14.9	360	41,389
大好大	山核桃味瓜子	34.5	775	44,516
徽记	五香味瓜子	12.9	500	25,800
恒康	原味瓜子	39.9	1000	39,900
真心	五香味瓜子	18.8	500	37,600
沙土	多味瓜子	16.9	500	33,800
华味亨	山核桃味瓜子	9.9	500	19,800
品牌瓜子均价				37,315

资料来源：京东商城、开源证券研究所

包装瓜子规模超百亿，散装瓜子仍有替代空间。目前尚无瓜子行业总规模的官方数据，因此我们对瓜子行业市场空间进行测算。据京东商城数据显示，品牌包装瓜子的均价约为 3.73 万元/吨，考虑到杂牌包装瓜子价格更为便宜，选取主流品牌最低吨价 1.98 万元/吨作为杂牌包装瓜子均价，由于各区域存在地方小品牌杂牌包装瓜子，但体量较小，假设地方杂牌瓜子市场占比约 30%，估算出整体包装瓜子的均价为 3.19 万元/吨。根据 USDA 数据，2021 年我国葵花子食用量 91 万吨，下沉市场广阔，散装瓜子用量占比高于包装瓜子，参考市场上主流散装瓜子和低端包装瓜子价格，同样选取主流品牌最低吨价 1.98 万元/吨作为散装瓜子均价，综上测算出包装瓜子市场规模约 116.30 亿元，散装瓜子整体市场规模约为 108.11 亿元。可以看出包装瓜子与散装瓜子市场规模相近，随着国民经济收入的持续提高和消费升级，散装瓜子仍有较大代替空间，长期看包装瓜子增量空间可观。

表2：估算 2021 年我国瓜子行业市场空间达 224.1 亿元

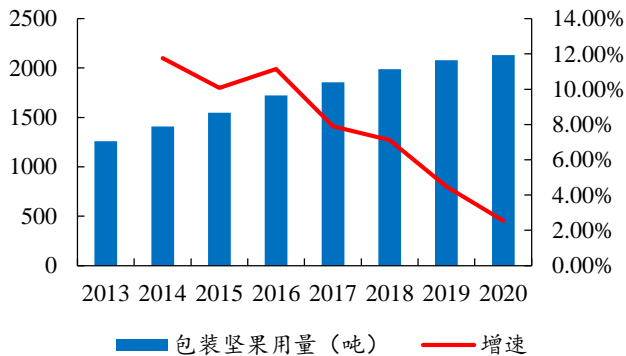
	整体包装瓜子	散装瓜子	市场合计
假设用量份额	40%	60%	100%
市场销量 (万吨)	36.4	54.6	91
平均单价 (元/吨)	31949.28	19,800	-
终端规模 (亿元)	116.30	108.11	224.10

数据来源：USDA、开源证券研究所

2.3、坚果赛道持续增长，竞争格局较好

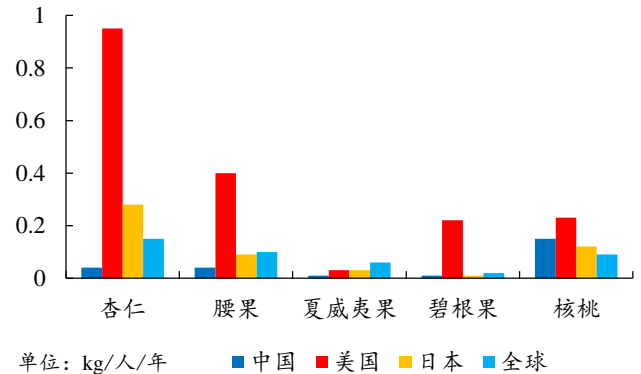
包装坚果稳步成长，人均消费仍有提升空间。根据 Euromonitor 数据，国内包装坚果消费量 2013-2020 以来持续增长，2020 年达到 2131.2 吨。根据《中国居民膳食指南（2016）》，每人每天应摄入 25-35 克大豆及坚果。但根据国家统计局数据显示，目前全国居民人均每日消费量约为 10g 左右，相比于膳食指南的摄入量建议，仍有两倍左右的差距。目前我国坚果消费品类以核桃为主，各品类对比美国、日本等发达地区仍有较大差距。2016 年美国人均杏仁消费量为 0.95kg/年，中国的人均消费量仅为 0.04kg/年，且中国与全球人均水平消费量的 0.15kg/年仍有一定差距。

图13: 中国包装坚果消费量持续增长



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

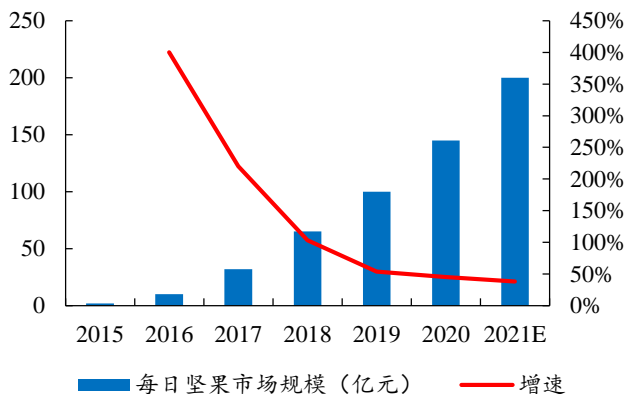
图14: 2016年我国人均各类坚果消费量较低



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

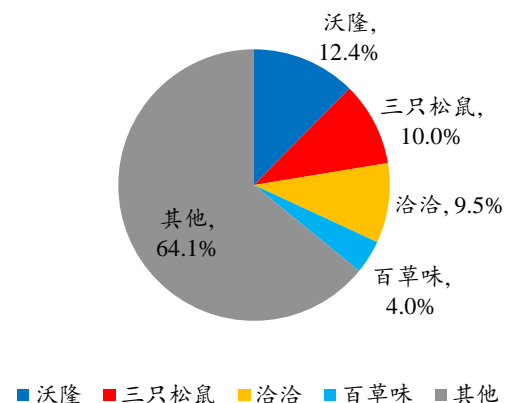
每日坚果快速崛起，竞争格局尚未固化。沃隆是每日坚果的开创者，2015年其将不同种类的坚果和果干混合，开创每日坚果新产品，推出后深受广大消费者喜爱。根据前瞻研究院的测算，2021年每日坚果规模约为200亿元，2015-2021年CAGR达115%。每日坚果市场竞争激烈，据测算，2020年市场份额头部四家品牌占比34.9%，各家差距不明显，未形成寡头竞争格局，行业集中度仍有一定提升空间。行业内各品牌的经营模式有所不同，洽洽和沃隆采用自产自销的策略，严格把控产品品质，三只松鼠、良品铺子等企业采用OEM代工模式，轻资产模式有利于产品丰富程度。

图15: 国内每日坚果市场规模增速较快



数据来源: 前瞻研究院、开源证券研究所

图16: 据估算2020年国内每日坚果竞争格局尚未固化



数据来源: 前瞻研究院、开源证券研究所

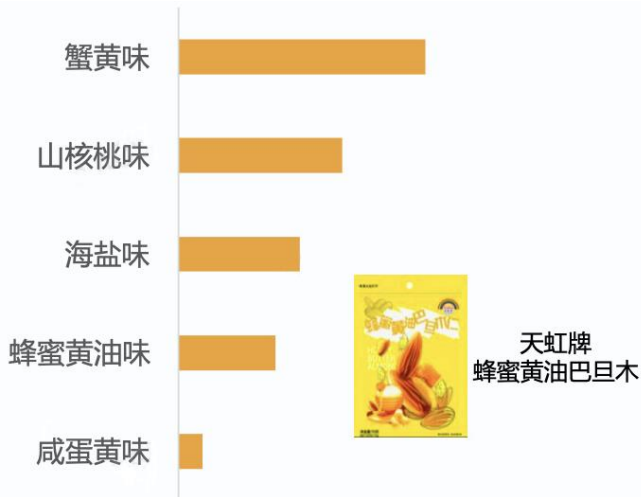
表3: 各大品牌于2016年前后推出每日坚果品类

品牌	2020年每日坚果销售额	销售额比例 (按渠道)	每日坚果推出时间	特色
洽洽	9.5亿元	线上: 线下=2: 8	2016年	掌握关键保鲜技术
沃隆	约12.5亿元	线上: 线下=3: 7	2015年	每日坚果缔造者
三只松鼠	大于10亿元	线上: 线下=9: 1	2017年	坚果与果干为6: 3配比
良品铺子	-	线上: 线下=1: 1	2016年	七天内现做现发
来伊份	-	线上: 线下=2: 8	2015年	-

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

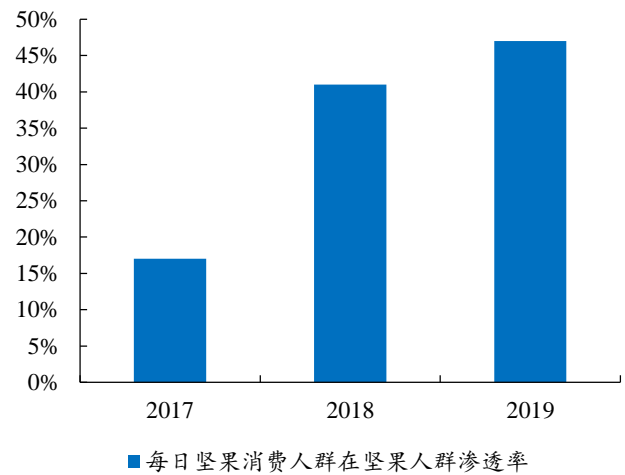
坚果行业未来向多口味、创新品类方面发展。坚果行业未来向多口味、创新产品方面发展。因年轻人喜欢创新、喜欢尝试新鲜事物等因素，新口味往往更受年轻人的喜爱，扩充产品矩阵，覆盖不同消费者口味的需求。据CBNData显示，2020年蟹黄口味为消费者最喜爱口味，山核桃、海盐等其他口味也吸引了大批尝新者。品类上，每日坚果推出后，在消费者中渗透率不断提升，2017年天猫坚果人群购买每日坚果的渗透率仅为17%，2019年渗透率翻两倍至47%，成为坚果市场的重要品类。

图17：2020年蟹黄味坚果在网红口味中最受欢迎



资料来源：CBNData

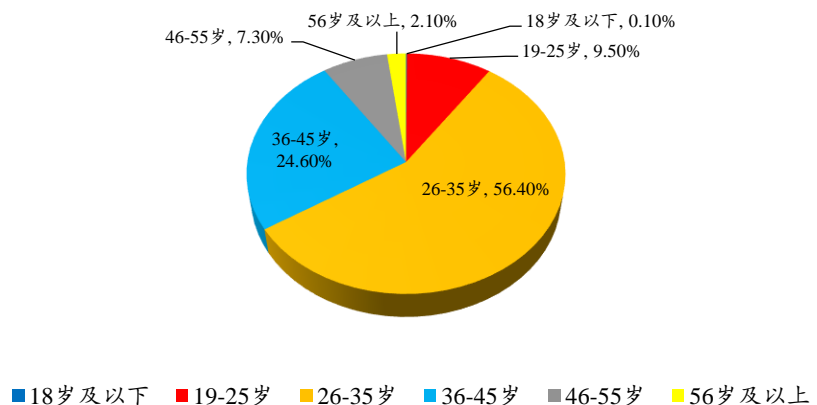
图18：天猫每日坚果品类在坚果中渗透率稳步提升



数据来源：CBNData、开源证券研究所

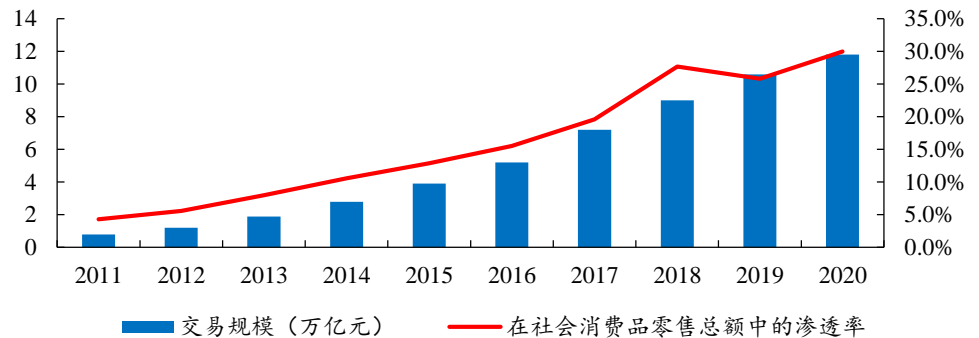
坚果作为健康零食，老年人青少年仍有消费提升空间。随着人们可支配收入水平的提升，人们更加注重食品的安全和健康问题。根据中国产业信息网的数据，2019年坚果消费人群中26-35岁人群所占比例最高，为56.4%，而56岁以上和25岁以下人群占比仅为11.7%，在人们健康意识不断提高的大背景下，中老年和青少年群体对坚果零食的消费仍然有一定提升空间，预计将进一步推动坚果行业规模的增长。

图19：2019年我国坚果行业消费人群以青年人为主

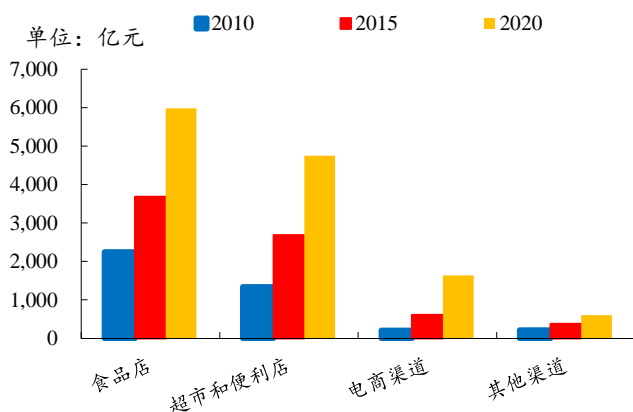


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

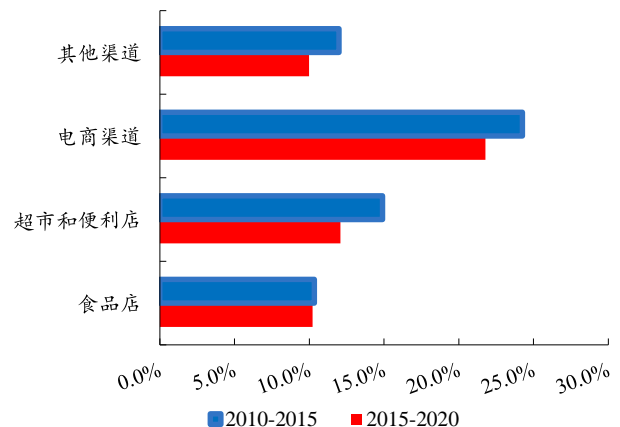
网上购物加速坚果行业发展。网络购物及移动网络购物已经深入到居民日常消费的中，网民使用率已达 70%以上。网购的高普及率为休闲食品线上销售快速增长奠定用户流量基础，2011 年我国网络购物市场交易规模为 0.8 万亿元，在社会消费品零售总额中的渗透率仅为 4.3%。经过多年发展，2020 年我国网络购物市场交易规模增长至 10.6 万亿元，在社会消费品零售总额中的渗透率提升至 25.8%。艾瑞咨询估计 2020 年网络购物市场交易规模高达 11.8 万亿元，渗透率达到 30.0%，较 2019 年增长 4.2pct。在所有销售渠道中，休闲食品在电商渠道的增速最快，2015-2020 年复合增长率达到 21.78%。坚果炒货受益于电商渠道的发展，同时包装坚果产品具有保质期长、方便运输等特点，适合线上销售。

图20：2011-2020 中国网络购物市场交易规模稳步提升


数据来源：国家统计局、艾瑞咨询、开源证券研究所

图21：食品店、超市和便利店是休闲食品主要销售渠道


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图22：休闲食品在电商渠道增速领先


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

3、瓜子坚果两大品类发力，渠道扩张助力未来成长

3.1、公司主要业务趋势向好，瓜子提价夯实毛利空间

公司聚焦瓜子及坚果两大业务板块。公司产品主要分为三类：国葵类、坚果类及其他类。国葵类主要包括瓜子仁、西瓜子、南瓜子等瓜子产品；坚果类包括每日坚果、坚果燕麦片、巴旦木、碧根果、夏威夷果等；其他类产品包括薯片、锅巴、花生等。经过多年发展，公司对国葵类产品进行原材料、产品及生产工艺升级，并开创了口味多样的小蓝袋系列及高端葵珍瓜子系列。洽洽瓜子类产品矩阵丰富，“红袋+蓝袋+葵珍”的产品系列组合口味多样，覆盖低、中、高价格带，利于公司全面占领市场。2017年公司推出迎合市场需求的每日坚果小黄袋，依托洽洽的品牌影响力和分布全国的销售网络及其供应链优势，每日坚果小黄袋迅速放量，打开公司成长第二曲线。

表4：公司各类产品丰富多样

产品系列	主要产品	部分产品展示
国葵类	瓜子仁、西瓜子、南瓜子等	
坚果类	每日坚果、坚果燕麦片、巴旦木、碧根果、夏威夷果等	
其他类	薯片、锅巴、花生等	

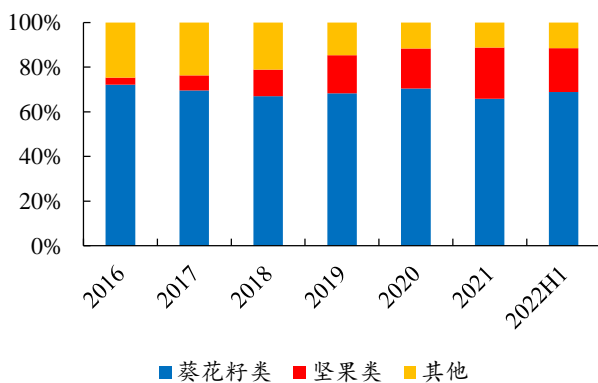
资料来源：公司官网、开源证券研究所

国葵业务为公司基本盘，营收稳步增长。从营收的产品结构来看，国葵类产品占比约65%，是公司收入的主要来源。2016-2021年，国葵类产品收入由25.35亿元增长至39.43亿元，CAGR为9.24%。2018年-2021年，国葵类产品营收增速为5.86%，毛利率达34%以上。2022上半年，国葵类占比继续保持在68.86%的高位，营收增速达14.29%，毛利率略微下降至31.56%。公司积极采取措施应对疫情，发力线上渠道、特通渠道等，抵御负面影响，国葵类产品收入有望继续保持稳定增长。

国葵板块在渠道下沉和产品创新方面仍有较大成长空间。从不同地区的收入构成来看，公司主要收入依然在南方区域，2021年占总收入的32.3%，北方区和东方区分别占20.3%、26.9%，其中东北、浙江等区域市占率相对较低。2022上半年南方区域占比略微下降至31.3%，北方区域占比基本持平，东方区域占比上升至28.7%。公司目前主要收入来自一二线城市，强势区域的市场占有率较高，但下沉市场相对弱势，下沉市场仍存在较多散装瓜子产品，随着消费升级趋势持续，洽洽瓜子业务未来空间较大。产品方面，公司通过不断开发新口味迎合市场需求，2016年推出蓝袋山核桃味、焦糖味瓜子；2019年底新推出藤椒味瓜子，蓝带系列风味瓜子补足了消费者不同口味的需求，在原有红袋瓜子的渠道基础上顺利铺货；2021年推出陈皮瓜子。未来公司仍将持续推进蓝袋瓜子的口味研发，实现国葵业务的持续增长。随着渠道的下沉和产品的创新，公司瓜子业务仍有较大成长空间。

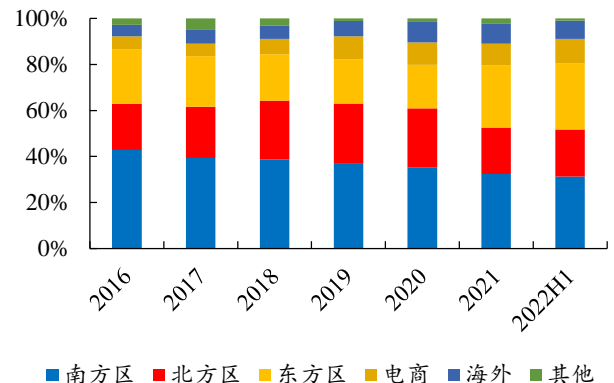
瓜子系列产品提价，提升毛利率水平。公司2021年10月宣布，由于原材料、包材、能源等成本的上涨，对瓜子系列产品提高出厂价8%-18%，2022年8月再次公告对瓜子产品提价3.8%，以保障优质产品生产，促进市场可持续发展。公司在瓜子品类中占据龙头地位，合作渠道稳固，过去2018年有过提价动作，提价传导顺畅，近一年时间内两次提价分别承接2022年春节和中秋国庆旺季，帮助提升公司毛利率水平。

图23：2016-2022H1 公司坚果营收占比明显增加



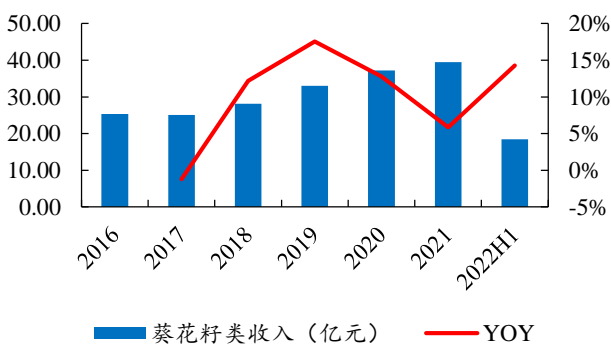
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2016-2022H1 公司北方区域收入小幅提升



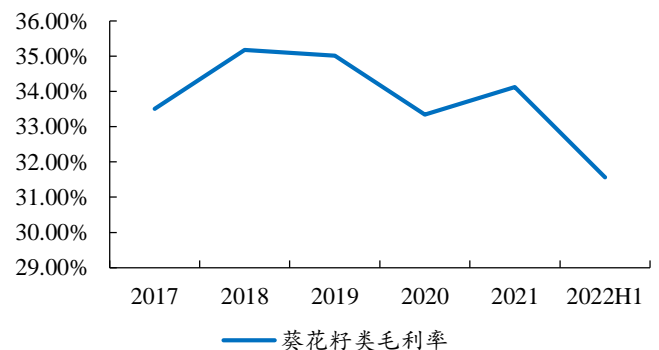
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2016-2022H1 公司葵花籽类产品收入稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2022H1 公司葵花籽类产品毛利率略微下跌



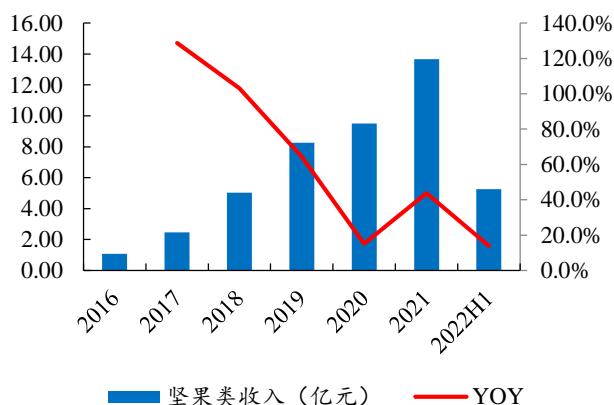
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、坚果业务高速发展，成为公司第二成长曲线

坚果类收入高增长，毛利率稳中有升。自 2017 年每日坚果推出以来，公司坚果类产品的收入高速增长，2016-2021 年 CAGR 高达 66.12%。2021 年公司坚果类产品收入为 13.66 亿元，同比增长 43.82%，增长较 2020 年恢复明显；2022 上半年公司坚果类收入 5.25 亿元，同比增长 13.77%。毛利率方面，坚果类产品毛利率从 2017 年的 15.19% 提升至 2021 年的 29.30%，主要受益规模效应及生产自动化的提升，预计未来随着产品结构升级和规模进一步扩大，预计毛利率将保持稳中有升趋势。

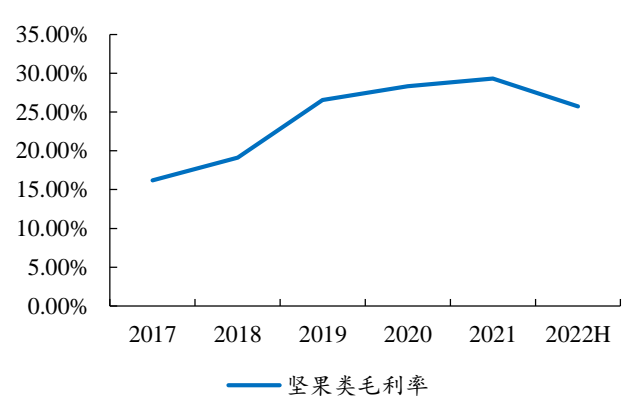
坚果产品持续创新，加大宣传力度，保持快速增长。公司在坚果业务方面近年主推“3+1”策略，即小黄袋每日坚果场景化，益生菌每日坚果功能化，坚果麦片代餐化，“1”为坚果礼盒。小黄袋稳定原有市场份额，益生菌每日坚果为消费者提供多口味选择，坚果麦片打开新的细分赛道，公司坚果类成长空间大有可为。公司掌握关键保鲜技术，对产品包装袋充入氮气，放入吸氧剂，通过与新潮传媒合作在电梯楼宇投放广告，强化洽洽品牌实力。同时公司加大力度向消费者宣传坚果的营养价值，陈列铺货贴近牛奶等营养产品，在人们健康意识不断提高的大趋势下，目前消费占比较低的青少年及老年群体未来消费增长空间可观，助力公司坚果业务高速增长。

图27：2016-2022H1 公司坚果类产品收入快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2017-2021 年公司坚果类产品毛利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、线下渠道全国布局，发力电商、特通和团购渠道

洽洽以线下经销商渠道为主。公司销售渠道方面，经销商渠道占比约为 70%，是公司的核心销售渠道，KA 渠道包括果苏、大润发、沃尔玛等大型超市，占比约 10%；电商渠道占比 10%，海外渠道占比约 9%。公司未来发力开拓特通和团购渠道，与母婴店、水果店等深挖不同场景的消费需求。洽洽经销网络完备，采取大经销商与直营店并行的模式，在全国范围内拥有 117 家办事处、1000 多家经销商及 40 万家零售终端。2011 年洽洽推行“一县一店”工程，经销商数量从 2011 年的 1100 家增加到 2013 年的 2000 多家，其中城市经销商 800 多家，县乡经销商 1200 多家，随着时间推移，“一县一店”工程效果显著，2015 年开始渠道向扁平化改革，部分小经销商转变为二批商，目前洽洽经销商数量 1000 多家，终端零售商超 40 万家，公司计划未来三年内发展为百万终端。

加强对线下终端的掌控能力。洽洽从 2020 年 10 月开始建立数字化访销系统，目前该系统在 2021 年开始在三个省份，十几个经销商，5-10 万家终端门店开始试运行。数字化访销系统实现对终端门店的拜访、订单、促销、终端维护掌控力的增强，可通过扫码系统跟经销商和消费者来做质量、生产安全的追溯和营销互动，通过这种方式跟踪消费者数据、费用投入、动销、营销活动，从而提高公司对终端的掌控能力。

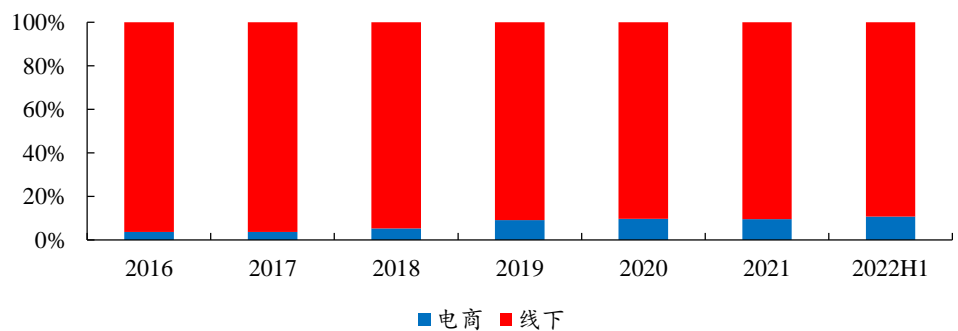
图29：洽洽经销商渠道占比较大



资料来源：公司年报、开源证券研究所

电商渠道占比较低，线上线下共同发力成长。2021 年公司电商收入占比 9.5%，2022H1 小幅提升至 10.7%，由于竞争激烈，同时销售部分低毛利率产品，电商渠道毛利率整体低于线下渠道。目前公司希望在扩大电商的市场份额的同时，提升电商渠道销售质量。公司计划线上产品逐渐回归主航道，线上重点推广线下主力产品如瓜子红蓝袋、坚果小黄袋，同时加强品牌的传播及消费者的活动运营和互动。特通渠道方面，公司积极布局校园店、社区店、母婴店和水果店等新渠道，拓展特通渠道的广度和深度，贴近消费者生活。社区团购渠道方面，由于拼多多、社区团购等平台需要补贴的投入较高，公司目前以副品牌以及组合装的形式切入。未来公司基于洽洽的产品品质和品牌的核心影响力，通过线上线下的结合提升整体业绩。

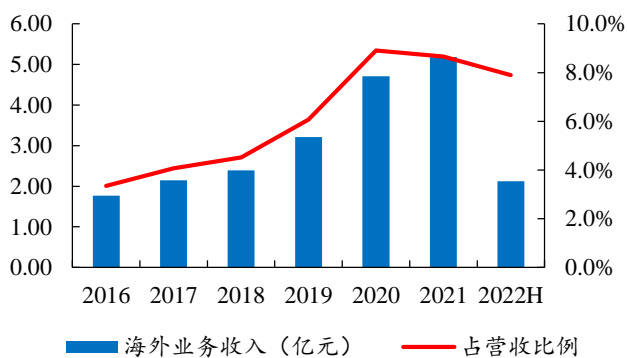
图30：2021 年电商收入占总收入的 9.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

海外营销网络遍布全球。公司积极布局海外市场，2019年泰国工厂正式投产，打开全球化新局面，围绕泰国等东南亚国家，向欧美市场开拓。目前公司已经建立区域分布合理的外销网络，与国外多个具有丰富经验的经销商客户建立了合作关系，产品远销亚、欧、美等40多个国家和地区，洽洽品牌影响力不断提升。海外收入占比也从2016年的3.3%提升至2021年的8.7%，2022H1年海外收入营收达2.12亿元，占比7.9%。海外业务2016-2021年CAGR为23.96%，增长迅速，且仍有较大成长潜力。

图31：海外收入占比稳步向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

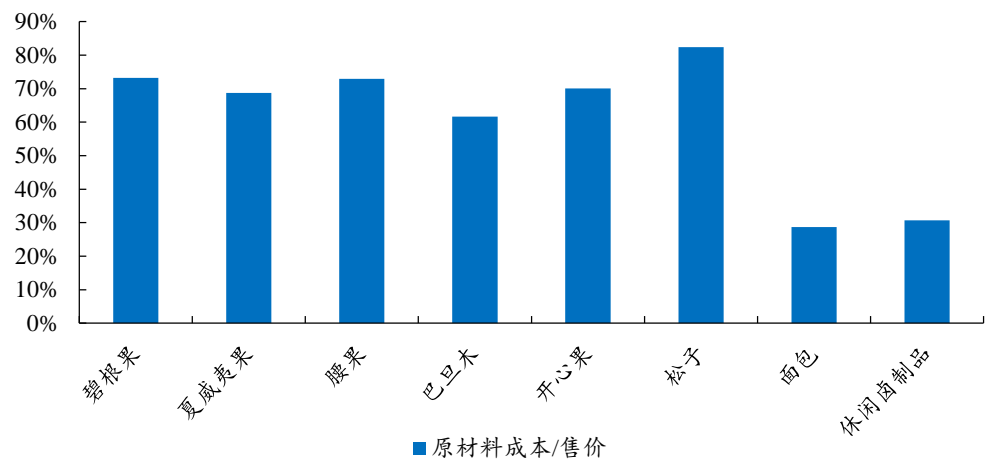
图32：公司营销网络遍布全球



资料来源：公司官网

3.4、生产端布局上游把控品质，产能不断扩张

采用直接与种植户签订单方式，控制原材料成本。由于洽洽是国内瓜子龙头企业，采购量大、议价能力强，而公司采取直接与种植户签订单的采购模式，这种模式帮助公司降低原材料成本及保障原材料的品质。其中60%以上的订单与农业大户签署，保障了原材料供应端的稳定。具体模式是与农户签订协议，尽力保证葵花籽质量，锁定收购价和数量，种植到期后按照协议成本收购。同时公司通过设立子公司的形式在当地开展坚果原料基地建设，2013年公司在广西布局夏威夷果种植基地，2014年在安徽池州开展碧根果、澳洲坚果的种植，2018年在安徽长丰县开展碧根果的种植。由于坚果产品原材料占产品价值量的比例高达70-80%，且进口坚果关税价格易受贸易政策的影响，坚果厂商的毛利率普遍不高，产业链大部分的利润让步于海外原材料供应商。公司布局上游种植业能够获取更大的产业链价值，从目前的种植业布局来看，碧根果、夏威夷果的上游替代未来能达到20%-30%，为公司节省10%-20%的原材料成本，打开坚果业务利润增长空间。

图33：坚果零食原料价值占比显著高于其他休闲食品


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

可转债募集资金，拓建工厂增实力。洽洽坚持自主生产，拥有国内八个工厂和一个泰国海外工厂，相对于代工生产的企业食品安全更能得到保障。国内八大生产基地分别在合肥、阜阳、长沙、重庆、廊坊、包头、甘南、哈尔滨，公司销售规模不断扩大。2021年洽洽食品滁州工厂一期完工，达到24.15万吨的葵花籽产能和1.77万吨的坚果产能，公司实行以销定产的模式，近四年瓜子的产能利用率约为79%，2021年产能利用率有所下滑，2021年坚果的产能利用率超99%。2020年公司通过可转债募集资金进行工厂的扩建，提升现有产能以迎合市场的需求。项目投产后，滁州、长沙、合肥及重庆的工厂将会增加公司总产能13.38万吨。

表5：洽洽产能持续扩张

	2018	2019	2020	2021	
葵花籽	产能 (万吨)	17.61	18.64	20.38	24.15
	产量 (万吨)	14.13	15.26	16.61	17.63
	产能利用率	80.22%	81.85%	81.50%	73.03%
坚果	产能 (万吨)	0.6	0.9	1.24	1.77
	产量 (万吨)	0.65	0.91	1.13	1.76
	产能利用率	108.58%	101%	91.22%	99.48%

资料来源：公司公告、公司可转债评级报告、开源证券研究所

表6：洽洽在建工程未来产能稳步释放

项目	细分类别	产能 (万吨)	新增产能合计	建设周期 (年)
滁州洽洽坚果休闲食品项目	原香瓜子	1.2	6.6	2
	香瓜子	3.0		
	山核桃/焦糖瓜子	1.8		
合肥洽洽工业园坚果	坚果	0.6	1.38	2
	每日坚果	0.9		
	壳坚果	0.24		
	风味果仁	0.24		

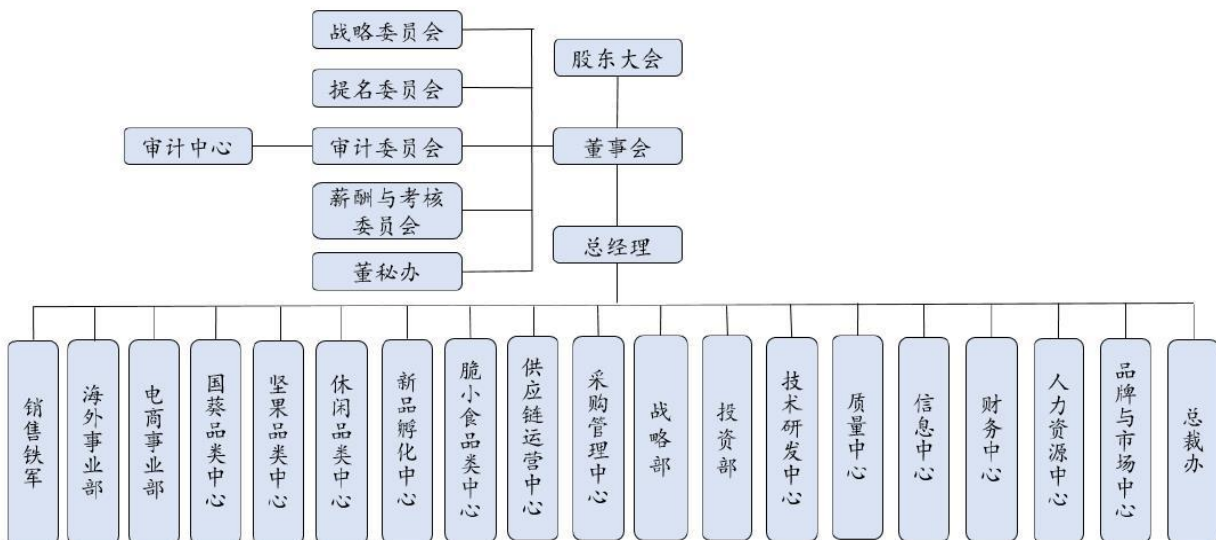
项目	细分类别	产能 (万吨)	新增产能合计	建设周期 (年)
长沙洽洽食品二期 扩建项目	香瓜子	0.9	2.1	2
	山核桃/焦糖瓜子	0.9		
	坚果	0.3		
重庆洽洽食品二 期工业园项目	香瓜子	1.8	3.3	2
	原香瓜子	0.3		
	山核桃/焦糖瓜子	0.9		
	坚果	0.3		
合计			13.38	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.5、组织架构改革，释放员工活力

销售团队架构改革,进一步提升决策效率。2014 年底公司开始进行事业部改革,将原有组织架构划分成四个食品事业部和一个销售事业部,食品事业部按产品线分为国葵、炒货、坚果和烘焙事业部,并将原来的产品总量绩效评估模式变为新的分品类、分事业部、按产品线绩效评估的模式,这样的模式提高工作效率,促使公司自下而上发展。2015 年,公司开始在事业部引入 BU 机制(经营单元),每个 BU 都是单独的团队,负责各自领域的产品,如原味香瓜子 BU、山核桃味香瓜子 BU 等。同时 BU 的负责人将会带领团队制定每年目标,公司通过 BU 上一年度的绩效进行考核激励,这一机制有效提升了组织效率。2021 年对组织架构进一步调整,将产品事业部调整为品类中心,销售团队分为瓜子销售铁军和坚果销售铁军,分别独立对接下游经销商,有助于公司结构扁平化,更快速准确掌握坚果品类销售情况,决策更加高效。到 2022 年,公司改变思路,将瓜子、坚果销售铁军合并,帮助经销商提升渠道沟通效率,实现更好更快增长。

图34：2022 年公司进行组织架构更新，销售铁军合并



资料来源：公司公告

员工持股计划加强公司凝聚力。事业部及激励机制的改革提升员工积极性的同时使整体协同能力变弱，因此公司发起员工持股计划以增强公司整体凝聚力。公司分别在 2015、2017、2018 年提出年度员工持股计划。2015 年的计划面向不超过 500 名的全体员工；2017 年的计划参与人数不超过 12 人，面向公司高管人员；2018 年的年度员工持股计划持续时间为五年，每年一批员工持股计划，面向高管、核心成员及工作能力突出的员工，购买股票的奖励金由每年利润中抽取，其中第三批持股计划奖励金为前一年度利润的 1.5%，第四、五批则提高至前一年度利润的 2%，员工持股进一步加强了各部门间的紧密联系，提升了经营士气，保障公司的高效运营。

表7：公司历史多次发布员工持股计划

	第一期	第二期	第三期	第四期	第五期	第六期
发起时间	2015 年 8 月	2017 年 5 月	2018 年 8 月	2020 年 1 月	2021 年 1 月	2021 年 6 月
参与人数	不超过 500 人	不超过 12 人	不超过 100 人	不超过 100 人	不超过 44 人	不超过 213 人
占总股本比例	2%	2.15%	0.08%	0.033%	0.018%	0.31%
成交均价（元）	14.69	13.41	17.99	24.38	48.36	37.92

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

洽洽食品为瓜子坚果行业龙头企业，考虑到公司提出百亿收入目标，瓜子品类增长稳定，坚果品类快速放量，公司在渠道端提出未来 3-5 年内打造百万终端体系，2020 年下半年公司完成数字化系统平台打造，渠道精耕细作，培养事业合伙人，对下沉市场进一步挖掘，提升品牌渠道势能；新渠道方面拥抱直播、短视频、社区团购等，打造会员体系，构建私域流量，实现全渠道发展。

瓜子业务方面，红带瓜子随着渠道下沉保持稳健增长，蓝带瓜子中山核桃味和焦糖味增速较快，藤椒味瓜子成长潜力较大。我们预计瓜子业务 2022-2024 年收入增速分别为 15.56%/10.21%/8.15%。坚果业务方面，目前洽洽小黄袋、益生菌小蓝袋每日坚果仍有较大渗透率提升空间，在现有瓜子渠道持续铺货坚果产品，将为坚果业务带来较高增速。2021 年坚果业务基数较低，我们预计公司坚果业务 2022-2024 年收入增速分别为 37.70%/33.90%/28.75%。

毛利率方面，预计随着更高毛利率的蓝带瓜子产品占比上升，瓜子品类毛利率将逐步提升，坚果方面海外原材料价格呈下降趋势，另外公司将在两大品类的原材料端通过战略合作等方式加大布局，我们预测公司 2022-2024 年整体毛利率为 32.74%、32.69%、32.45%。费用方面，随着渠道持续下沉及扩张，积极拥抱新兴渠道，广告投放保持品牌传播力度，公司销售费用率呈稳中有升趋势。

表8：收入分项预测，瓜子类成长平稳，坚果类增速较快

		2021A	2022E	2023E	2024E
葵花籽类	收入（百万元）	3943.47	4557.07	5022.35	5431.67
	YOY	5.86%	15.56%	10.21%	8.15%
	毛利率	34.13%	35.96%	35.96%	35.96%
坚果类	收入（百万元）	1366.31	1881.41	2519.21	3243.48
	YOY	43.82%	37.70%	33.90%	28.75%
	毛利率	29.26%	27.18%	27.89%	27.89%

		2021A	2022E	2023E	2024E
整体营收	收入（百万元）	5985.03	6999.02	8112.00	9255.52
	YOY	13.15%	16.94%	15.90%	14.10%
	毛利率	31.96%	32.74%	32.69%	32.45%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要休闲食品企业良品铺子、三只松鼠、盐津铺子、甘源食品的估值水平，可发现 2023 年同行业公司估值平均水平 22.0 倍，而洽洽食品估值水平为 18.6 倍，略低于行业平均水平。

表9：可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价 总市值		EPS			PE		
		元	亿元	2022	2023	2024	2022	2023	2024
603719	良品铺子	26.41	105.90	0.93	1.18	1.52	28.40	22.38	17.38
300783	三只松鼠	17.17	68.85	1.35	1.62	1.92	12.72	10.60	8.94
002847	盐津铺子	90.59	116.58	2.38	3.22	4.69	38.06	28.13	19.32
002991	甘源食品	57.89	53.96	1.42	2.14	2.42	40.77	27.05	23.92
	平均值						29.99	22.04	17.39
002557	洽洽食品	44.00	223.08	2.01	2.36	2.70	21.90	18.62	16.28

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：股价日期 2022 年 10 月 11 日

洽洽食品作为瓜子行业龙头企业，品牌年能强，行业地位稳固，公司持续聚焦瓜子坚果业务发展，不断提升产品力，自 2016 年切入坚果领域以来，坚果业务快速发展，为公司打开第二成长曲线。公司线下渠道网络广阔，终端众多、远销海外，提出打造百万终端，数字化赋能线下渠道，同时线上积极拥抱新零售渠道，实现全渠道发展。供应链方面，公司持续提升效率，布局上游原材料，工艺设备持续升级，新工厂投入建设，为未来业绩提升保驾护航。

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 70.0、81.1、92.6 亿元，同比增长 16.9%、15.9%和 14.1%；归母净利润分别为 10.2、12.0、13.7 亿元，同比增长 9.7%、17.6%和 14.3%；对应 EPS 分别为 2.01、2.36、2.70 元，当前股价对应 PE 分别为 21.9、18.6、16.3 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

原材料涨价风险，食品安全风险，疫情反复风险，坚果品类增速不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5091	5853	6242	6860	7433
现金	1267	1746	1441	2053	1897
应收票据及应收账款	218	320	309	420	411
其他应收款	5	7	7	10	10
预付账款	32	56	47	72	64
存货	1687	1462	2178	2044	2791
其他流动资产	1882	2261	2261	2261	2261
非流动资产	1888	2220	2499	2762	2995
长期投资	26	142	256	371	485
固定资产	1117	1325	1452	1576	1682
无形资产	274	274	268	262	257
其他非流动资产	471	479	523	553	571
资产总计	6979	8072	8741	9621	10428
流动负债	1456	1924	2218	2484	2541
短期借款	88	288	288	288	288
应付票据及应付账款	585	771	797	1022	1060
其他流动负债	783	865	1133	1174	1192
非流动负债	1315	1352	1134	910	675
长期借款	1228	1266	1048	824	589
其他非流动负债	87	86	86	86	86
负债合计	2771	3276	3352	3394	3216
少数股东权益	1	2	7	9	12
股本	507	507	507	507	507
资本公积	1534	1545	1545	1545	1545
留存收益	2046	2570	3046	3619	4296
归属母公司股东权益	4207	4794	5382	6219	7201
负债和股东权益	6979	8072	8741	9621	10428

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	597	1345	384	1475	709
净利润	805	930	1024	1200	1373
折旧摊销	136	147	141	162	185
财务费用	-25	-31	-58	-84	-114
投资损失	-42	-34	-54	-46	-44
营运资金变动	-287	337	-663	251	-681
其他经营现金流	10	-3	-6	-7	-8
投资活动现金流	-178	-596	-360	-371	-366
资本支出	210	178	164	148	119
长期投资	-70	-527	-115	-114	-114
其他投资现金流	-38	-945	-310	-336	-360
筹资活动现金流	517	-223	-330	-492	-500
短期借款	-210	200	0	0	0
长期借款	1228	38	-218	-224	-235
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-41	10	0	0	0
其他筹资现金流	-460	-471	-112	-268	-265
现金净增加额	933	532	-306	612	-156

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5289	5985	6999	8112	9256
营业成本	3603	4073	4708	5460	6252
营业税金及附加	46	53	67	74	84
营业费用	516	604	765	853	956
管理费用	243	266	336	385	430
研发费用	36	45	47	56	65
财务费用	-25	-31	-58	-84	-114
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	7	9	0	0	0
公允价值变动收益	5	15	6	7	8
投资净收益	42	34	54	46	44
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	923	1028	1195	1422	1636
营业外收入	90	108	82	92	93
营业外支出	16	9	13	13	13
利润总额	997	1127	1264	1500	1716
所得税	192	197	240	300	343
净利润	805	930	1024	1200	1373
少数股东损益	-0	1	5	2	3
归属母公司净利润	805	929	1018	1198	1370
EBITDA	1181	1322	1413	1657	1882
EPS(元)	1.59	1.83	2.01	2.36	2.70

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.3	13.2	16.9	15.9	14.1
营业利润(%)	32.9	11.3	16.3	18.9	15.1
归属于母公司净利润(%)	33.4	15.3	9.7	17.6	14.3
获利能力					
毛利率(%)	31.9	32.0	32.7	32.7	32.4
净利率(%)	15.2	15.5	14.6	14.8	14.8
ROE(%)	19.1	19.4	19.0	19.3	19.0
ROIC(%)	15.0	15.1	14.6	15.6	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	39.7	40.6	38.3	35.3	30.8
净负债比率(%)	3.2	-2.2	4.5	-9.4	-9.1
流动比率	3.5	3.0	2.8	2.8	2.9
速动比率	2.2	2.1	1.7	1.8	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	23.9	22.3	22.3	22.3	22.3
应付账款周转率	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.59	1.83	2.01	2.36	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.65	0.76	2.91	1.40
每股净资产(最新摊薄)	8.09	9.25	10.41	12.06	13.99
估值比率					
P/E	27.7	24.0	21.9	18.6	16.3
P/B	5.4	4.8	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	17.6	15.2	14.5	11.9	10.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn