

行业深度
休闲食品
价值链重塑，国产零食企业如何进击突围？
可选消费研究之休闲食品行业系列报告（一）

2022年12月23日

评级 领先大市

评级变动：首次

行业涨跌幅比较


	%	1M	3M	12M
休闲食品	10.47	20.42	-11.63	
沪深300	1.77	-1.73	-21.93	

邹建军

 执业证书编号:S0530521080001
 zoujianjun@hnchasing.com

分析师

 陈诗璐
 chenshilu@hnchasing.com

研究助理
相关报告

 1 可选消费研究之化妆品行业系列报告（一）：集
 团化趋势下，如何精准破译化妆品企业的估值密
 码？2022-03-31

重点股票	2022E		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
盐津铺子	2.36	45.69	3.29	32.77	4.24	25.43	增持
甘源食品	1.90	37.01	2.53	27.79	3.42	20.56	增持

资料来源：iFind，财信证券

投资要点：

- **商业模式：**零食行业是性价比为先的大众生意。1)零食的绝对价值量较低，有品类、无品牌的特点适合其以性价比为先。零食不属于耐用品，没有效力加成空间，且受制于器官的满足容量有限，效用加成空间较小。在价格与价值匹配的前提下，零食的定价上限边界较低，叠加其品牌弱化效应，消费者对于零食所需花费的预期较低，而多元品类恰好给予零食更多的产品可塑性，极大程度增加了品质超预期的可能性；2)零食客群有广度、品类有深度，行业追求的是“生意大渗透”。一方面，零食企业可通过多品类实现对单个消费者的多种细分需求覆盖，进而从整体上提高客群价值。另一方面，零食企业还能通过产品的高频推新、广域渠道铺设下的持续拉新扩大客群容量。
- **渠道变迁：**零食量贩店兴起，回归行业本质，重塑价值链。1)2002-2012年，商超、杂货店等第一代渠道占据核心流量，零食产业链整体依赖高毛利运转。在全局观上来看，上游供应商需支付高昂的渠道费用，解决由于下游零售商缺乏选品能力所导致的货品竞争问题，最终渠道费用通过表面高定价的“伪大单品”传导至终端，由消费者承担；2)2012-2021年，线上、线下品牌专营店等第二代渠道采用贴牌式的自有品牌进行产品区隔。此阶段，线下产品调性横向对标的仍是商超内被推高的高定价产品，线上则通过大包装&组合销售&选择价值量较高的品类来拉高客单价，产业价值分配体系并未发生实质改变；3)2021年至今，平价式、折扣式零食量贩店等第三代渠道完美契合零食行业“以性价比为先的大众生意”的商业模式，将零食价值链的整体损耗降到了最低。以硬折扣业态出现的零食折扣店做成了以低价覆盖全客群的食杂店生意，将行业原有通路体系下高达50%的渠道毛利率压缩至约30%甚至以下，显著降低终端零售价格，激活了存量市场。
- **龙头复盘：**奥利奥母公司亿滋国际战略性聚焦、战术性并购。1)脱胎于卡夫食品的全球零食龙头，市值近900亿美元。公司核心品类为饼干、巧克力、糖果&口香糖，营收占比近9成，三大业务在全球市场中均处于领先地位；2)聚焦甜味&甜食赛道，外延并购品牌，不断丰富子品类结构，持续渗透细分市场。公司选择用不同品牌对应不同子品类，辅以价格带做区隔，共同做高公司的市场份额；3)估值切换的驱动力来自营收内生增长。2012年独立上市至今，公司营收内生正增长、盈利能力稳步提升，估值在利润兑现期估能稳定在20x-25x区间。
- **借鉴意义：**打造拥有大类目的综合型国产零食企业。战略上，聚焦大类品，在供应链上发挥规模效应，从而实现终端的生意大渗透；战术上，构筑立体的产品体系，对渠道网络实现全方位覆盖。
- **投资建议：**零食产业链中能抵御流量变迁、具备穿越周期能力的环节在上游厂商端。建议关注零食制造企业盐津铺子、甘源食品。
- **风险提示：**食品安全风险；疫情反复风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；统计误差风险。

内容目录

1 零食行业的商业模式：性价比为先的大众生意.....	5
1.1 为什么是性价比为先：零食有品类、无品牌.....	5
1.2 为什么是大众生意：零食有客群广度、有品类深度.....	7
2 零食量贩店的兴起：回归行业本质，重塑价值链	9
2.1 商超、杂货店占据核心流量：第一代渠道依赖高毛利	9
2.2 品牌专营店的最大意义仅在于分流：第二代渠道仍基于高毛利运转.....	10
2.3 零食量贩店融合了中下游边界：第三代渠道的核心是低毛利、高效率	11
3 国产零食企业的发展之道：打造拥有大类目的综合型零食企业.....	12
3.1 复盘奥利奥母公司亿滋国际：战略性聚焦、战术性并购.....	12
3.1.1 历史沿革：脱胎于卡夫食品的全球甜味&甜食行业龙头	12
3.1.2 公司亮点：发力甜味&甜食赛道，多重子品牌+多元子品类构筑立体的产品体系	14
3.1.3 财务与市场表现回顾：营收内生正增长、盈利能力稳步提升	15
3.2 亿滋国际对国产零食企业的启示：聚焦大类目，多产品+全渠道协同运作	17
4 投资建议：重点关注盐津铺子、甘源食品.....	18
5 风险提示	19

图表目录

图 1：2021 年国内零食行业中风味零食类目占比较高	5
图 2：国内零食行业二级子品类之间增速差异明显	5
图 3：2021 年国内前五大零食公司均为外资&台资	5
图 4：2021 年国内前十大零食品牌中风味零食多为国产	5
图 5：销量最高的单品往往对应相对较低的价格	6
图 6：国内零食行业发展已走过渗透率提升阶段，迈入平台期	7
图 7：2015 年起至今国内零食行业量增趋缓	7
图 8：国内零食行业头部企业市占率呈下滑态势	7
图 9：良品铺子畅销产品价格高于代工厂自有品牌价格	8
图 10：零食产业链环节及加价倍率	8
图 11：随着产品均价上涨，良品铺子淘系销量负增长，且线上客单价出现下滑态势	8
图 12：2002-2012 年超市+便利店门店 CAGR 近 20%	9
图 13：销售费用中，与商超相关的费用占比较大	9
图 14：品牌专营店毛利率较高以覆盖门店运营费用	10
图 15：良品铺子线上运输成本普遍高于线下运输成本	10
图 16：零食行业的客单价集中在 50-100 元区间	10
图 17：各品牌客单价水平对比	10
图 18：零食折扣店改变了中下游的利润分配	11
图 19：硬折扣模式 vs 软折扣模式	11
图 20：零食很忙的坪效、门店刚性成本效率显著高于良品铺子	12
图 21：卡夫食品与亿滋国际营业收入及净利率表现	13
图 22：2021 年亿滋国际各品类收入占比	13
图 23：亿滋国际在中国市场主要品牌	13
图 24：亿滋国际饼干、巧克力、糖果&口香糖三大核心品类收入占比持续提升	14

图 25: 亿滋国际旗下主要品牌 (截至 2022 年 12 月)	14
图 26: 亿滋国际在美国饼干市场的细分领域中优势明显.....	14
图 27: 奥利奥营收体量远低于“同龄”的巴黎欧莱雅.....	15
图 28: 亿滋国际在中国的饼干品牌、产品及价格对比	15
图 29: 亿滋国际 2012-2021 年收入与营业利润情况	15
图 30: 亿滋国际营收有机增长率的量价贡献拆分	15
图 31: 2012-2021 年亿滋国际利润率与费用率情况.....	16
图 32: 2012-2021 年亿滋国际扣非后 ROE 情况	16
图 33: 2012 年至今亿滋国际市值与估值表现.....	17
图 34: 劲仔单品类自产, 农副产品原料结构集中	17
图 35: 盐津铺子跨类目生产, 农副产品原料结构分散	17
 表 1: 国民大单品占品牌销售额比例高于 70%, 且品牌销售额量级普遍在 60 亿元以上.6	
表 2: 国产零食厂商线下渠道情况对比.....	18

写在前面

行业定义

按包装形态分类,我们将广义上的休闲食品分为以袋装形式为主的零食、以鲜货形式为主的卤制品两大类,前者为本篇报告所研究的品类范畴。零食行业无绝对的定义标准, Euromonitor 口径下休闲食品分为甜味饼干&零食棒&果脯、甜食、冰淇淋&甜点、风味零食等四大类, Frost&Sullivan 口径下休闲食品分为膨化食品&饼干、糖果蜜饯、炒货坚果、休闲卤制品、面包糕点、其他等六大类。考虑到 Euromonitor 口径下的休闲食品行业不包含卤制品,更接近狭义上的零食概念,本篇报告我们选取 Euromonitor 口径下的休闲食品规模作为零食行业本级规模。

核心思考

零食,是正餐之外的食品集合,是在饥饿的生理需求满足后的补充性食品,给予消费者在味蕾上的即刻满足感。在可选消费品中横向对比来看,我们认为零食呈现以下两大本质属性: **1) 不具备情感价值**。人类需求可分为生理和心理两大类,生理需求对应的是人体自身系统+感觉器官上的满足感,而心理需求对应的是认知+价值层面上的满足感。化妆品、服饰鞋帽等其他可选消费品在满足消费者的生理需求外,还能满足其心理需求,但零食能提供的味觉满足感,仅停留在消费者的生理需求层面,因此零食品类不具备情感价值; **2) 消费场景多集中在线下**。化妆品、服饰鞋帽等品类强调心理营销,信息的及时分发是核心,这些品类天然适合在线上电商平台内形成营销-销售闭环。而零食所提供的即刻满足感,一方面意味着消费者在决定购买零食前不会有明确的购买目标(非计划性消费),另一方面意味着消费者在购买与使用之间不能容忍太长的等待期(即时性消费),两者共同强调产品的物理可得性,因此零食消费场景多集中在线下。

在消费品维度,我们认为行业生命曲线呈 S 形态,从渗透率空间来看,可先后分为以下三大阶段: **1) 消费者教育阶段**。此阶段通常以行业先驱者入局为标志,行业渗透率从零开始突破,简称导入期; **2) 渗透率提升阶段**。按照行业规模增速快慢,可将此阶段分为前后两段。在规模增速较快的前半段,会有部分先觉型企业通过效仿先驱者,凭借阶段型最优经营方式入局,行业渗透率开始加速提升,简称开局长期; 在规模增速放缓的后半段,会有大量后知后觉的追随者入局,进一步推高行业渗透率,简称上升期; **3) 存量发展阶段**。此阶段行业规模受销量或均价的单一因素影响程度较大,行业渗透率可提升空间有限,此时行业等待供给侧玩家挖掘新需求破局,简称平台期。

关键结论

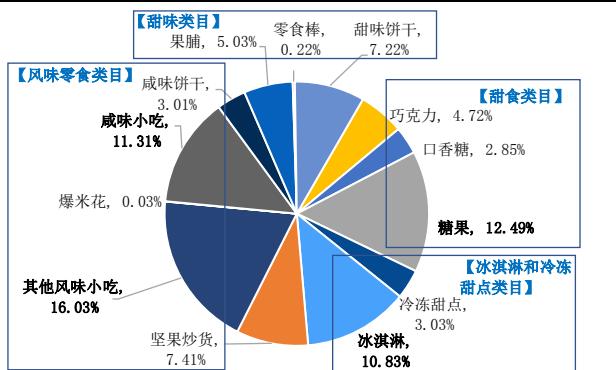
- (1) **零食行业的底层逻辑**: 用户价值是“性价比”,要做品类渗透而非定品牌调性。
- (2) **零食行业的生命周期分析**: 零食行业已进入平台期,现阶段强调头部“互卷”的集中度提升逻辑。
- (3) **零食企业的核心要素**: 用规模效应换低成本、用低成本攒规模效应。

1 零食行业的商业模式：性价比为先的大众生意

1.1 为什么是性价比为先：零食有品类、无品牌

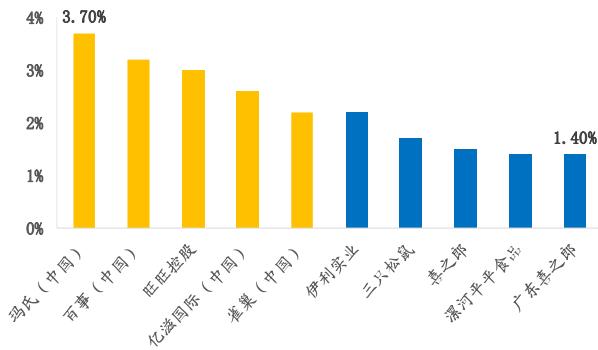
零食品类丰富，行业整体呈多元细分、格局分散状态。**1) 多元细分：**零食行业包含4个一级类目、13个二级子品类，一级类目中风味零食2021年占比较高约38%，二级子品类所处的生命周期阶段及增速差异明显，其中坚果炒货、其他风味小吃等主要子品类保持较快增长；**2) 格局分散：**从公司份额来看，国内零食行业集中度较低，2021年国内零食公司CR10约23%，且在品类多元丰富的特性之下，头部公司通常采取多品牌布局方式获取相对较高的行业市占率，因此在品牌角度之下格局更为分散，2021年国内零食品牌CR10仅15%。

图1：2021年国内零食行业中风味零食类目占比最高



资料来源：Euromonitor、通联数据、财信证券

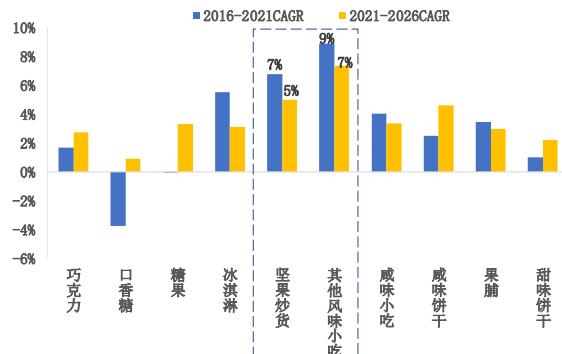
图3：2021年国内前五大零食公司均为外资&台资



资料来源：Euromonitor、通联数据、财信证券

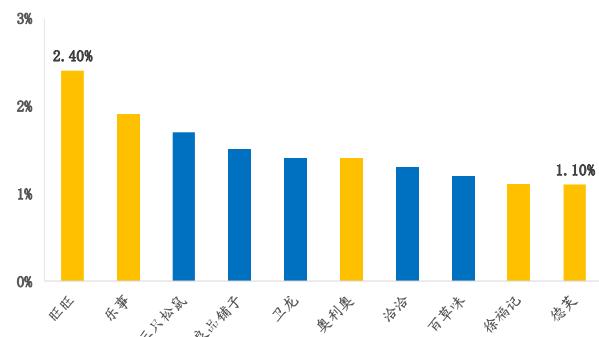
注：图中标黄的为外资&台资企业

图2：国内零食行业二级子品类之间增速差异明显



资料来源：Euromonitor、通联数据、财信证券

图4：2021年国内前十大零食品牌中风味零食多为国产



资料来源：Euromonitor、通联数据、财信证券

注：图中标黄的为外资&台资品牌

零食的产品特性决定其天生无需较强的品牌势能，近30年国内零食行业中相对成熟的经销商品牌、白牌亦有其生存空间。一方面，零食产品通常规格较小，消费者在购买决策中的试错成本低；另一方面，零食产品繁杂，不仅子品类丰富，且子品类内部单品之间的可替代性强，消费者对于零食天然拥有不断尝新的心态。不可否认的是零食行业中某一品类的复购或许比较稳定，但基于消费者低试错成本+尝新心态，我们认为某一品类内部的单品复购率会较低。因此，除了少数历史相对悠久的品牌能以“品牌即品类”的心智

先占优势换得消费者复购，成功孵化出国民大单品，从而拥有一定程度的品牌势能外，多数零食品牌往往受制于较低的单品复购率，难有现象级大单品出现，零食品牌溢价空间天然有限。

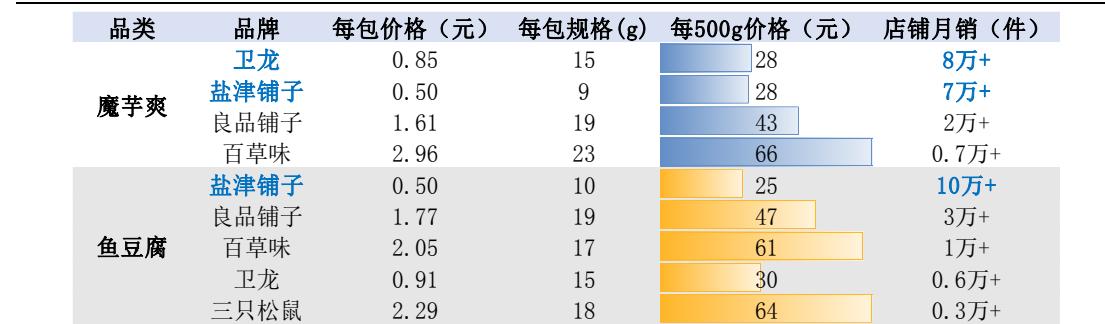
表 1：国民大单品占品牌销售额比例通常高于 70%，且品牌销售额量级普遍在 60 亿元以上

公司	品牌	明星单品	2021 年品牌 销售额(亿元)	2021 年单品 销售额(亿元)	明星单品占比
百事 (中国)	乐事	薯片	92	92	100%
亿滋国际 (中国)	奥利奥	夹心饼干	65	63	96%
旺旺控股	旺旺	米果 (雪饼+米饼)	109	78	72%
有友食品	有友	凤爪	12	10	79%
劲仔食品	劲仔	小鱼干	11	8	75%
甘源食品	甘源	青豌豆	13	3	22%
漯河市平平食品	卫龙	大&小面筋	48	10	21%
洽洽食品	洽洽	小黄袋坚果	60	10	17%
三只松鼠	三只松鼠	每日坚果	92	10	11%
良品铺子	良品铺子	猪肉脯	89	5	6%

资料来源：Euromonitor、通联数据、公司年报、财信证券 注：前三行销售额按零售口径统计，其余均按公司报表口径统计；部分单品销售额取公司年报内相关数据的最小值；按美元汇率 6.45 进行换算

零食的绝对价值量较低，“有品类、无品牌”的特点适合其以性价比为先。鉴于零食不能满足心理需求，不具备情感价值，因此仅从功效价值分析，零食的绝对价值量较低，其背后的原因在于以下两点：**1) 没有效力加成空间。**化妆品、服饰鞋帽类的单品均能复用，效力加成空间大，但零食归属于食品大类，属于一次性消耗品，单个产品无法复用，缺乏二次效力； **2) 效用加成空间有限。**化妆品、服饰鞋帽等品类均附着在皮肤表层，理论上可以无限次叠加使用，效用加成空间大，但受制于人体器官的满足容量有限，消费者不能无限进食，食品的总效用阈值低，效用加成空间小。因此，在价格与价值匹配的前提下，零食的定价上限边界较低，叠加其品牌弱化效应，消费者对于零食所需花费的预期较低，而多元品类恰好给予零食更多的产品可塑性，极大程度增加了品质超预期的可能性。由此，我们认为零食行业的底层逻辑是以合适价格+好品质为切入点，为客群创造性价比。

图 5：销量最高的单品往往对应相对较低的价格



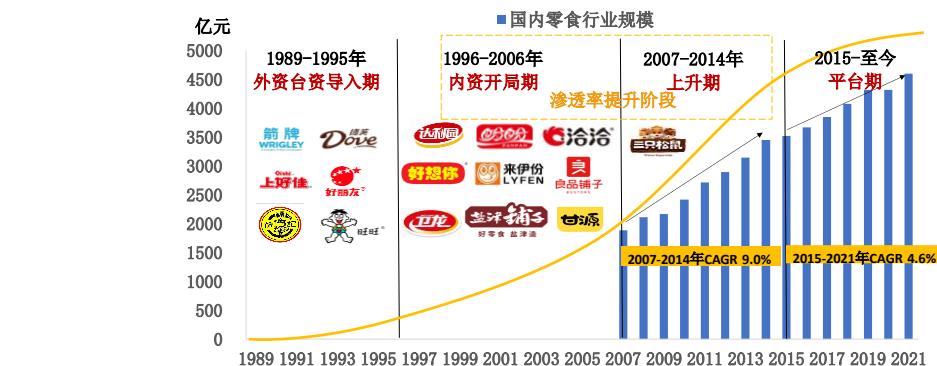
资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、淘宝、财信证券 注：优先以品牌官方旗舰店销量为主，其次考虑淘宝自营店；计算详情页内各组合活动价后，取最低值作为每包价格；统计时间为 2022 年 12 月 20 日

1.2 为什么是大众生意：零食有客群广度、有品类深度

从表观数据上来看，2015年起至今国内零食行业量增趋缓，且行业集中度逐步降低，零食行业呈现出存量竞争状态。根据 Euromonitor 数据显示（转引自通联数据），2021 年国内零食行业规模（终端零售口径）达 4598 亿元，2011-2021 年 CAGR 为 5.41%，整体规模呈稳步增长态势。但拆分量价来看，在均价增速平稳之下，行业规模受销量影响较大，2021 年国内零食行业总销售量为 1038 万吨，2011-2021 年 CAGR 为 0.60%，销量增速中枢自 2015 年起下移较为明显，零食行业逐渐步入存量发展阶段。此外，2021 年 CR10、CR5 分别为 22.9%、14.7%，较过去八年内最高点均回落超 2pcts，2013 年起头部企业市占率进入下降趋势，零食行业内部竞争加剧。

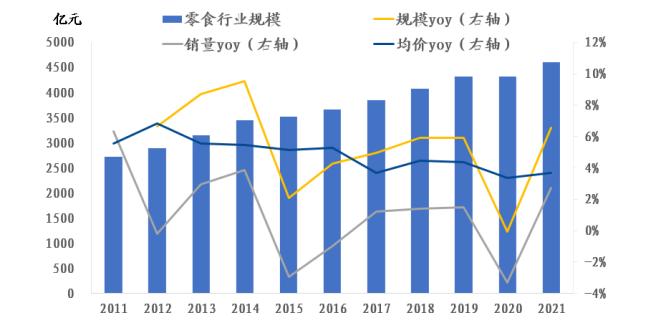
复盘国内零食行业发展史，在渗透率提升阶段出现的部分内资零食企业，采取“高举高打”模式入局，但此模式在 2015 年之后的行业存量竞争状态下失效。“高举高打”模式之下，企业通常会做大品牌声量、拔高产品定位，企业也因此拥有较大规模但费用率较高。对比各内资零食企业的营收体量、利润率来看，我们认为来伊份（2002 年成立）、良品铺子（2006 年）、三只松鼠（2012 年）等渠道型公司的经营策略符合“高举高打”模式。综合来看，此类采取“高举高打”模式的渠道型公司在线上线下均有布局，但考虑到来伊份的线上体量较小、三只松鼠的线下门店近年来呈缩量态势，我们选取线上、线下渠道均有相对优势的良品铺子来分析内资零食企业“高举高打”模式失效的根本原因，进而阐明零食行业的大众生意逻辑。

图 6：国内零食行业发展已走过渗透率提升阶段，迈入平台期



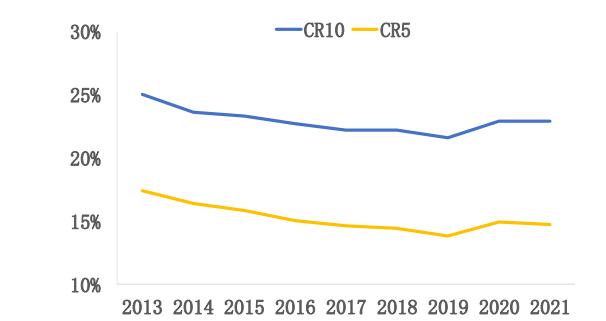
资料来源：Euromonitor、通联数据、财信证券

图 7：2015 年起至今国内零食行业量增趋缓



资料来源：Euromonitor、通联数据、财信证券

图 8：国内零食行业头部企业市占率呈下滑态势



资料来源：Euromonitor、通联数据、财信证券

首先,作为初代线下渠道品牌和后生线上全国化品牌的良品铺子,其真正的价值在于流量集合。线下渠道里的零食品牌分散性强,而渠道离消费者更近,国产零食品牌对消费者的早期心智教育很大程度上是通过区域性的初代渠道品牌做流量汇聚来完成的,比如开在商超附近的良品铺子实现了客群的精准分流。但受制于上游厂商高度分散化+下游零售渠道高度区域化的问题,在线下渠道较难出现全国化国产品牌,随着2012年电商平台的崛起,下游零售终端的高度区域化问题得以解决,良品铺子开始进入线上渠道,短时间内享受线上流量红利,在全国范围内异军突起,规模得以壮大。

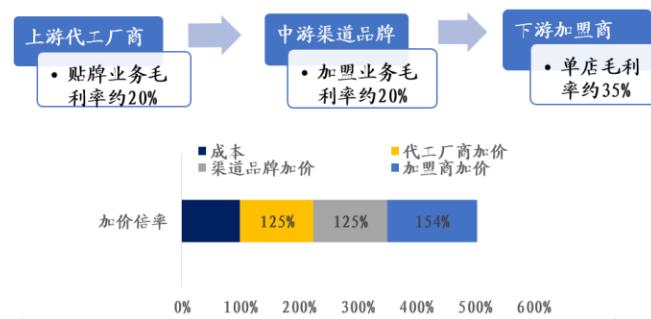
此后,良品铺子的流量价值受“高举高打”模式掣肘,最终未能发挥最大效用,对应至业绩端的表现为在产品均价提升之下,品牌销量持续负增长、客单价下降。“高举高打”模式意味资源需要向门店运营、品牌营销等前端环节倾斜,因此在中后端环节多采取代工模式。然而,一方面,国内成熟的零食制造厂商通常会有自有品牌,品质优良且价格较低,在2015年微博、微信公众号等内容媒体快速发展之下,消费者开始关注到此类“平替”产品,良品铺子原本的流量汇聚优势被打散;另一方面,代工模式下的渠道品牌本身对上游触及程度有限,在原材料端缺乏充足的自有降本空间,且从零食产业链纵向延伸来看,生产端与品牌端毛利率水平相差不大,渠道品牌对上游代工厂的议价能力有限,因此良品铺子需要不断拉高产品均价以维持毛利,此举进一步消耗其原本的流量优势。

图 9: 良品铺子畅销产品价格高于代工厂自有品牌价格

产品	品牌&代工厂自有品牌	每包价格(元)	每包规格(g)	每500g价格(元)
脆薄饼	良品铺子	0.36	10	18
	嘉友	0.37	11	17
肉松饼	良品铺子	1.06	33	16
	爱乡亲	0.56	33	8
香卤铁蛋	良品铺子	1.19	13	46
	湖湘贡	0.89	15	30
猪肉脯	良品铺子	1.85	15	60
	靖江市上味食品有限公司	19.9	250	40
甜辣鸭舌	良品铺子	4.99	12	208
	久久丫	3.93	16	126

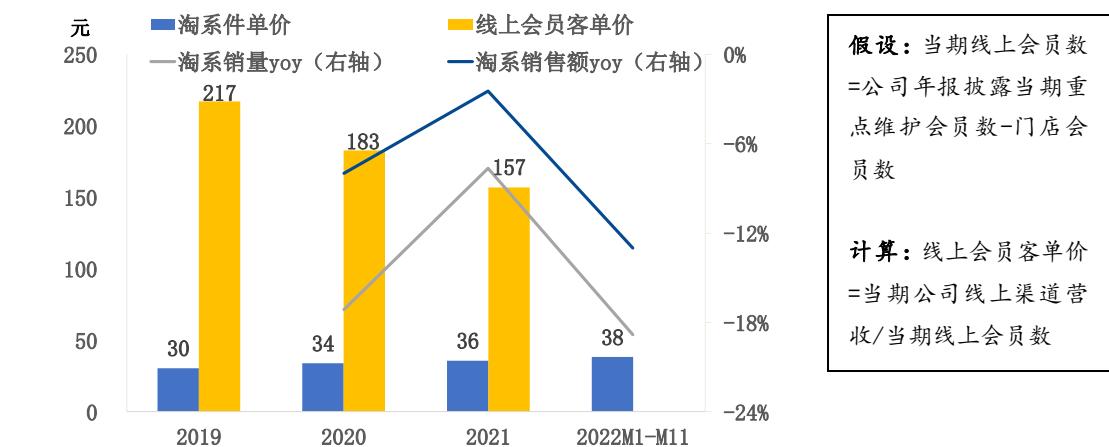
资料来源:淘宝、良品铺子天猫旗舰店、财信证券注:统计时间截止2022年12月20日

图 10: 零食产业链环节及加价倍率



资料来源:良品铺子年报、阿宽食品招股书、财信证券

图 11: 随着产品均价上涨, 良品铺子淘系销量负增长, 且线上客单价出现下滑态势



资料来源:魔镜数据、通联数据、良品铺子年报、财信证券

综上所述，“高举高打”模式失效的根本原因在于高定价产品损耗了客源价值，因此我们认为零食行业本质上追求的是“生意大渗透”而非“心智大渗透”，规模优势、全域覆盖是行业经营重点。零食归属于食品大类，天然具备普适性，受众面广，因此零食行业的增长模型应从客群角度进行分析，即 $\text{销售额} = \text{客单价} \times \text{消费者数量}$ 。按此模型，我们认为零食行业的成长逻辑分为以下两个维度：1) 提高客群价值。如前文所述，零食有品类深度，零食企业可通过多品类实现对单个消费者的多种细分需求覆盖，进而从整体上拉升客单价；2) 扩大客群容量。此点可通过产品的高频推新、广域渠道铺设下的持续拉新实现。

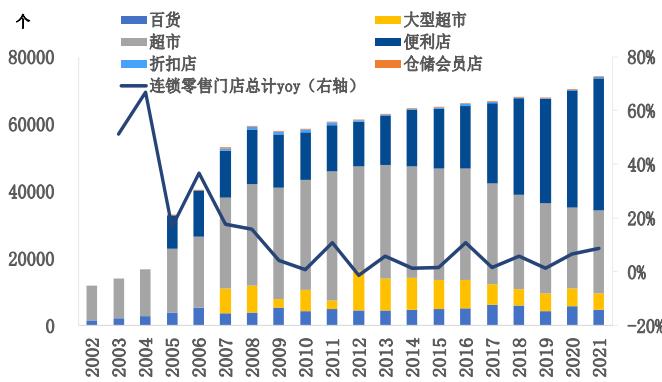
2 零食量贩店的兴起：回归行业本质，重塑价值链

2.1 商超、杂货店占据核心流量：第一代渠道依赖高毛利

从下游零售商角度来看，2002—2012年，中国制造崛起物资已经不短缺，而终端流量集中在商超、大卖场、杂货店等零售网点。对于同质化严重的零食而言，迎来了零售商大权在握的时代，且终端零售商呈现出明显的区域化特征，给后入场的国产零食生产商想通过全国化路径实现“国民零食”的认知增加了一层难度。终端零售商的绝对强势地位下，向供应商收取各类通道费、促销费和拉长账期的经营模式，终端售价被推高，以高毛利为运转模式的价值链形成；从上游供应商角度来看，通道费等的存在也使得供应商需要忌惮进场成本，倾向于打造强势大单品。但悖论在于，如前文所述，除了少数历史相对悠久的品牌能以“品牌即品类”的形象打造国民级大单品外，零食并不是一个存在绝对大单品的快消品。

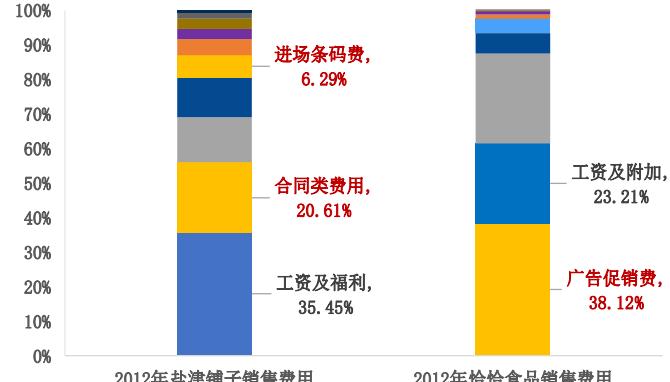
在全局观上来看，上游供应商需支付高昂的渠道费用，解决由于下游零售商缺乏选品能力所导致的货品竞争问题，最终渠道费用通过表面高定价的“伪大单品”传导至终端，由消费者承担，我们认为在第一代渠道下，零食产业链上游厂商、下游零售商、终端消费者等各环节的价值磨损率均较大。

图 12：2002-2012年超市+便利店门店 CAGR 近 20%



资料来源：国家统计局、财信证券

图 13：销售费用中，与商超相关的费用占比较大



资料来源：盐津铺子招股书、洽洽食品年报、财信证券

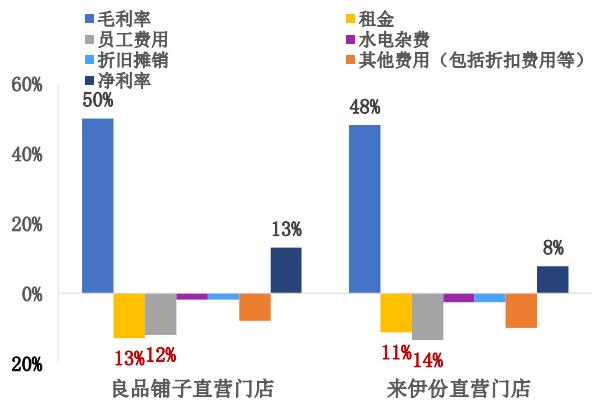
注：洽洽食品销售费用中的广告促销费用包括卖场陈列费用

2.2 品牌专营店的最大意义仅在于分流：第二代渠道仍基于高毛利运转

从线下渠道来看，百草味、来伊份、良品铺子等品牌专营门店，采用贴牌式的自有品牌进行产品区隔，以突出自身差异化。这类专营店最初多以直营模式开在核心商圈点位，起到了承接超市、大卖场里部分有零食需求的客流的作用，但本质上专营店内的产品调性横向对标的仍是商超内被推高的高定价产品，这类品牌专营店的商业模式自诞生起也是建立在高毛利的运转之上的，以覆盖门店运营中较高的租金、人力等费用；从线上渠道来看，以线上品牌专营旗舰店形式起家的三只松鼠，通过奶油味的碧根果、夏威夷果等爆款坚果产品在发轫之初形成了足够明显的差异化，也因此培育了一定的线上零食购物习惯。但线上零食品牌所选的品类大部分是大包装、组合销售、价值量相对较高的品类（比如肉类、坚果类等），拉高客单价以覆盖较高的线上履约成本，并未对产业价值分配体系产生实质改变。

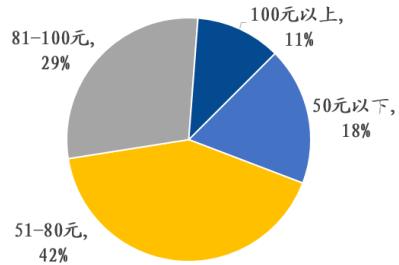
除了前言部分的定性分析之外，从定量角度出发，我们亦认为零食行业的基本盘理应在线下渠道。对比品牌专营型公司的客单价来看，线下渠道客单价明显低于线上渠道，而零食消费的核心是性价比，消费者会倾向于在相对低价的渠道购买零食，根据《2022年中国休闲零食行业报告》显示，2020年国内休闲食品市场线下渠道的占比仍高达83%。进一步来看，零食行业客单价在50-100元区间的占比超过70%，而品牌专营店客单价多在100元以上（按会员口径统计），终端消费者仍未充分享受性价比，我们认为在第二代渠道下，零食产业链价值主要在下游零售门店的运营层面上产生磨损。

图 14：品牌专营店毛利率较高以覆盖门店运营费用



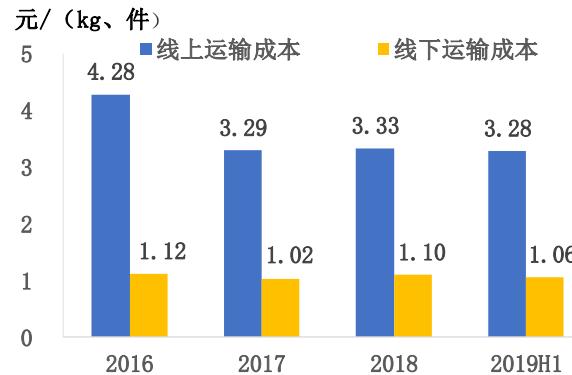
资料来源：良品铺子年报、来伊份年报、财信证券

图 16：零食行业的客单价集中在 50-100 元区间



资料来源：中国产业信息网、财信证券

图 15：良品铺子线上运输成本普遍高于线下运输成本



资料来源：良品铺子招股书、财信证券

图 17：各品牌客单价水平对比



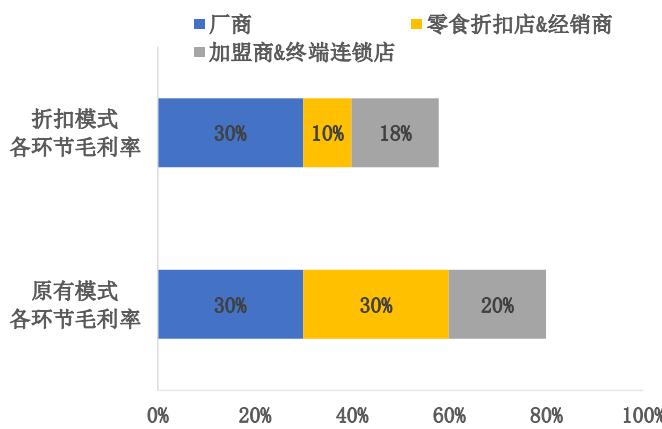
资料来源：良品铺子年报、来伊份年报、财信证券

2.3 零食量贩店融合了中下游边界：第三代渠道的核心是低毛利、高效率

零食量贩店是中游经销商与下游零售商边界逐步融合之下的产物，其与第二代渠道的最大区别在于，零食量贩店是品类专业店（即“品类杀手”），而非单一品牌专卖店。以2010年代初成立于浙江的老婆大人、福建的糖巢等零食平价店为初代零食量贩店代表，此类零食平价店内既有国际大牌也有国内厂牌，产品以平价散称的SKU居多；以2016年后成立于湖南的零食很忙、零食优选等零食折扣店作为新生代零食量贩店代表，崛起于2021年，此类零食折扣店比零食平价店多增加了水饮品类用于引流。由此可见，零食折扣店进一步升级成了以低价覆盖全客群的食杂店生意（食品日杂是连锁零售店客群需求的最大公约数），其生意本质已延伸至硬折扣业态，将行业原有通路体系下高达50%的渠道毛利率压缩至约30%甚至以下，显著降低终端零售价格，激活了存量市场。我们认为在第三代渠道下，零食量贩店完美契合零食行业“以性价比为先的大众生意”的商业模式，尤其是新生代的零食折扣店将整条零食价值链的损耗降到了最低。

值得注意的是，硬折扣与软折扣在价格模式、选品、运营侧重点等多方面均有所不同，硬折扣相较于软折扣在用户复购、门店运营、上游供给端三方面均有显著优势。硬折扣的核心是供应链上极致的降本增效，通过减少运营成本，以改变原有价值链的利润分配模式，最终降低渠道的零售价，实现薄利多销。具体到零食折扣店来看，零食折扣店通过刚需水饮品类&大牌零食低价引流+厂牌零食赚利润，优化出极其高效的前端门店模型且沉淀客流，减少了前端门店运营中的各类刚性成本（比如高昂的租金、人力等费用），进而以近乎为零的渠道费用向上游厂商换取较低采购成本，并以腾挪出更大的规模空间为最终目的，在保证正常盈利水平的前提下，在终端零售价上做出让利，与低价甩卖临期食品的门店相比具有压倒性优势。

图 18：零食折扣店改变了中下游的利润分配



资料来源：零食很忙官网、益津铺子年报、财信证券

图 19：硬折扣模式 vs 软折扣模式

	硬折扣	软折扣
价格模式	无促销，每日低价	促销引流
选品	侧重食品饮料、粮油副食、日用杂货	侧重休闲食品、个护美妆；20%临期产品引流+80%进口产品
运营侧重点	集中规模采购、降低运营成本、整合供应链	消化尾货及压箱货产能
代表企业	ALDI	堂吉诃德
国内标的	京小盒、小红岛、零食很忙、嗨特购、好特卖、奥特乐	

资料来源：财信证券整理

相对低价对零食折扣店本身意味着较低毛利，高效率是业态核心。零食很忙的毛利率为18%、零食优选控制在22%左右，与第二代品牌专营店的50%毛利率水平差距较大。在做大众生意的低毛利率模型下，零食折扣店必须依靠高效率赚钱：1) 前端门店的高坪效。门店高坪效的核心前期在于依靠选址赚对流量的钱，追求转化效率最大化，而后

期在于精准选品提升复购率，产品上新是关键。新生代零食折扣店放弃了对自有品牌的执着，使得其选品更加灵活，也能依据市场变化迅速迭代新品，而自有品牌经历从生产到包装设计、品控一整套流程，开发周期至少需要3个月，在后期明显拖累门店坪效；2)后端供应链的高周转。零食折扣店在资金占用、渠道费用上让渡，以换取较低的进货成本保障绝对低价的优势，同时还维持了供应商原有的净利率水平。一方面，对于资金占用问题，零食折扣店通过加盟的经营方式，将对供应商要账期的压力分摊至向加盟商要货款，提升了自有资金效率，同时缓解了对上游厂商资金占用的问题。另一方面，对于渠道费用问题，零食折扣店 i) 把店开进社区降租金；ii) 整箱运输不拆零降低用人工作量、不做促销降低用人成本；iii) 零售端掌握终端销售数据直接对接厂商，优化流通环节以降低库存管理等隐形成本，使得门店刚性成本效率最大化，彻底替上游厂商解决了商超惯行的入场费、通道费、促销费等渠道费用问题。

图 20：零食很忙的坪效、门店刚性成本效率显著高于良品铺子

	零食很忙加盟门店	良品铺子加盟门店
初始投入合计（万元）	约50	约45-53
加盟费用（万元）	5	4.5 (3年)
保证金（万元）	3	3-12不等
装修费（万元）	10 (100平方米)	10 (60平方米)
设备费（万元）	12	10
首次备货（万元）	20	20
单店店效（万元/月）	30	14
坪效（万元/平方米）	0.3	0.2
租金（万元/月）	1.4	1.6
工资（万元/月）	2 (5人)	1.2 (3人)
水电杂费（万元/月）	0.3	0.15
活动折扣费用（万元/月）		0.7
毛利率	18%	35%
费用率	12%	26%
净利润率	6%	9%

资料来源：良品铺子招股书、良品铺子年报、零食很忙官网、财信证券

3 国产零食企业的发展之道：打造拥有大类目的综合型零食企业

没有品牌加持的品类，难做流量生意。在可选消费品维度来看，丝芙兰（化妆品集合店）、宜家（家居产品集合店）、Lululemon（瑜伽服集合店）等零售渠道能成功发展的原因在于这些零售渠道中的品类均有品牌势能加持，能将“流”量变“留”量。反观天生无品牌的零食，虽然零食折扣店现阶段扩张迅速，且下沉空间较大，但不同零食折扣店与店之间在门店端的差异较小，门店同质化问题已显现。对此，我们认为在零食产业链上，与其追求充满不确定性的终端流量生意，不如将目光锁定在确定性最强的上游厂商端。

3.1 复盈奥利奥母公司亿滋国际：战略性聚焦、战术性并购

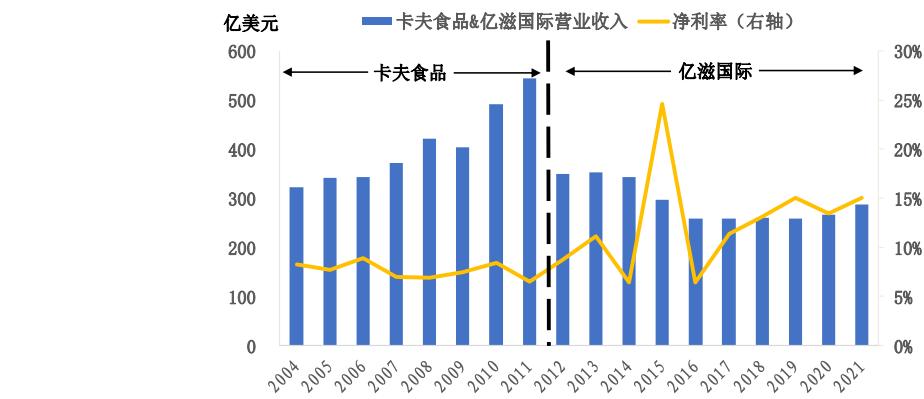
3.1.1 历史沿革：脱胎于卡夫食品的全球甜味&甜食行业龙头

2012年卡夫食品拆分为两家独立上市公司，其面向北美市场的杂物业务沿用卡夫的名字，后与亨氏合并成卡夫亨氏，其面向全球市场的零食业务分拆成亿滋国际。亿滋国

际的前身卡夫食品成立于 1903 年，从干酪批发业务起家，此后在 80 年代经历了被菲利浦莫里斯公司 (Philip Morris Cos., 旗下拥有烟草、食品、啤酒业务) 收购、与通用食品 (General Foods, 旗下拥有麦斯威尔咖啡等品牌) 合并等事件，于 2001 年独立上市。在 2000-2010 年期间，卡夫食品进行了三次重要的并购进行品类扩充：2000 年收购纳贝斯克食品公司 (Nabisco, 旗下拥有奥利奥、趣多多等品牌)、2007 年收购达能旗下的饼干业务 (Danone, 包括闲趣、王子等品牌)、2010 年收购吉百利 (Cadbury, 旗下拥有怡口莲、荷氏、炫迈等品牌)，至此卡夫食品在饼干、巧克力、糖果&口香糖等领域取得行业龙头地位。亿滋国际在 2012 独立上市后聚焦零食业务，于 2015 年剥离营收占比 11% 的咖啡业务，并持续收购优质零食品牌。

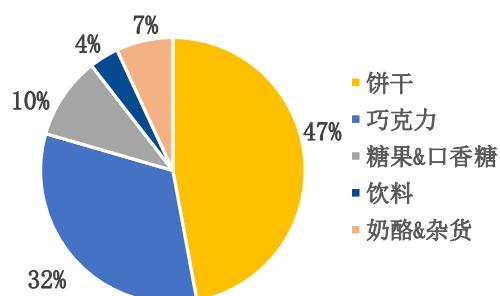
目前亿滋国际核心品类为饼干、巧克力、糖果&口香糖，营收占比近9成，公司三大业务在全球市场中均处于领先地位。2021年亿滋国际饼干、巧克力、糖果&口香糖品类收入分别占总收入的47.1%、32.4%和10.0%，合计贡献了89.5%的营收。市占率方面，根据Euromonitor数据显示，按终端零售口径统计，2021年公司饼干业务位于全球市场份额第一，达到12.4%，远领先于市占率第二的通用磨坊(2.5%)，公司巧克力&糖果&口香糖业务全球市占率达到10.9%，位列全球市场第二。2021年亿滋国际总收入287亿美元(约人民币1831亿元)，净利润43亿美元(约人民币274亿元)。截至2022年12月，公司市值近900亿美元，在全球食品公司中位于前列。

图 21: 卡夫食品与亿滋国际营业收入及净利率表现



资料来源：Wind、财信证券。注：2015年出售咖啡业务产生较大非经常性损益，导致净利率波动较大。

图 22: 2021 年亿滋国际各品类收入占比



资料来源：Wind、财信证券

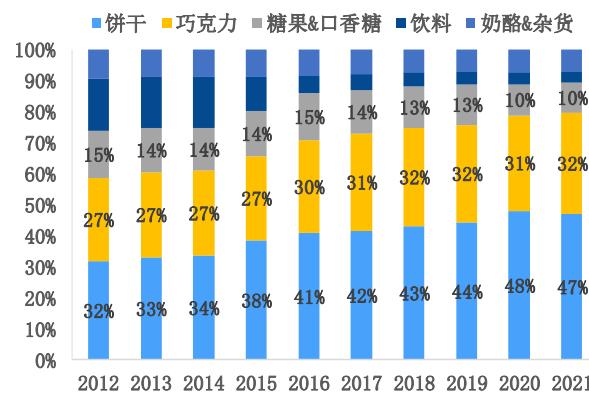
资料来源：Wind、百度图片、财信证券



3.1.2 公司亮点：发力甜味&甜食赛道，多重子品牌+多元子品类构筑立体的产品体系

战略上，亿滋国际选择发力甜味&甜食赛道，着重发展饼干、巧克力、糖果&口香糖三大核心品类，收入占比持续提升。2021年公司饼干、巧克力、糖果&口香糖收入分别为135亿、93亿、29亿美元，三大品类合计占总收入287亿美元的89.5%，较2012年73.8%的占比提升了15.7pcts。战术上，亿滋国际通过外延并购品牌，不断丰富子品类结构，构筑立体的产品体系持续渗透细分市场。在品牌方面，根据公司官网最新数据显示，公司旗下共拥有41个营收达到一定规模的主要品牌，截至2019年公司旗下奥利奥、焙朗、露怡、吉百利、妙卡、清至等国际知名品牌营收规模均超10亿美元；在品类方面，公司拥有极其丰富的子品类结构，如公司饼干品类包括夹心饼干、牛奶饼干、曲奇饼干、五谷饼干、苏打饼干等，糖果品类包括太妃糖、薄荷糖等。以零食消费成熟的美国市场为例，2021年公司在美国饼干市场的多个细分领域内占据绝对领先地位，份额均超过40%。

图 24：亿滋国际饼干、巧克力、糖果&口香糖三大核心品类收入占比持续提升



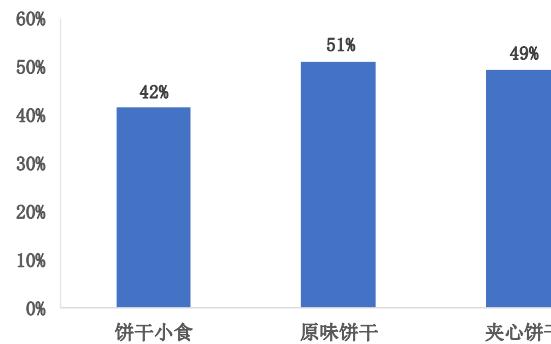
资料来源：Wind、财信证券

图 25：亿滋国际旗下主要品牌（截至 2022 年 12 月）

品类	主要品牌数	知名品牌
饼干	17	奥利奥、焙朗、露怡、趣多多、乐之
巧克力	12	吉百利、妙卡
糖果&口香糖	6	荷氏、清至、炫迈
饮料	2	莱珍
奶酪&杂货	4	菲力

资料来源：亿滋国际官网、财信证券

图 26：亿滋国际在美国饼干市场的细分领域中优势明显



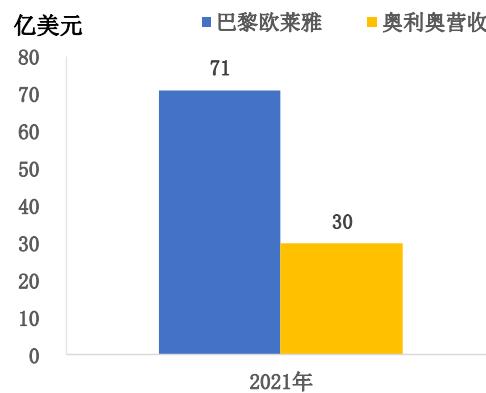
资料来源：Euromonitor、通联数据、财信证券

注：按终端零售口径统计

进一步分析亿滋国际的立体产品体系战术，其具体打法不是依赖“10个大品牌”做产品线延伸，而是利用“N个小品牌”做品类消费场景全覆盖，以加速细分市场渗透进程，提升公司市占率。受制于行业价值天生偏低的因素，零食品牌的在成熟期的规模边界通常较低，然而零食不同子品类之间有一定的替代效应，若企业为了提升单品牌规模

而选择在品牌内部做产品线延伸，在一定程度上会出现产品内部竞争、互相挤压市场份额的问题，最终导致单品牌营收受损。对此，亿滋国际选择用不同品牌对应不同子品类，辅以价格带做区隔，各品牌在消费场景层面实现互补，共同做高亿滋国际的市场份额。以中国饼干市场为例，亿滋国际通过不同品牌囊括了苏打饼干、牛奶饼干、夹心饼干、五谷饼干、曲奇饼干等多个饼干子品类，其中平价的太平苏打饼干做大众市场教育，优冠牛奶饼干、奥利奥夹心饼干定位日常零食，焙朗五谷饼干定位代餐产品，露怡曲奇饼干主打礼盒装，对饼干客群的各类消费场景达到最大化程度的覆盖。

图 27：奥利奥营收体量远低于“同龄”的巴黎欧莱雅



资料来源：亿滋国际官网、欧莱雅官网、财信证券

图 28：亿滋国际在中国的饼干品牌、产品及价格对比

饼干品牌	所属子品类	价格 (元)	规格 (g)	单价 (元/500g)
太平	苏打饼干	70	2000	17
优冠	牛奶饼干	36	1000	18
奥利奥	夹心饼干	62	1392	22
焙朗	五谷饼干	169	1500	56
露怡	曲奇饼干	119	900	66

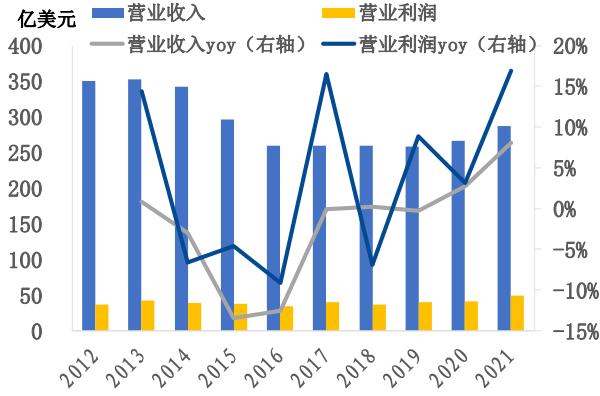
资料来源：天猫旗舰店、淘宝、山姆APP、财信证券

注：统计时间截至 2012 年 12 月 20 日

3.1.3 财务与市场表现回顾：营收内生正增长、盈利能力稳步提升

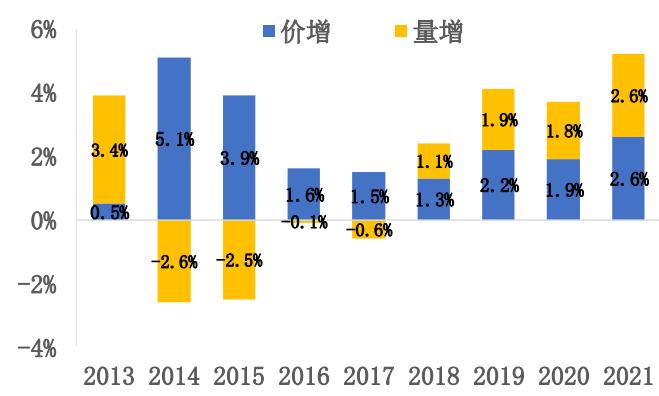
美元升值、并购与资产剥离、会计日历调整等因素影响公司报表端收入增速，但公司常年保持营收内生正增长，前期依靠价增贡献营收增量，2018 年起量价齐升。对公司营收内生增长分拆量价来看：2014-2015 年，公司主动提价以转嫁原料成本上涨压力，但较大的提价幅度影响了欧洲、亚太、拉美等市场的产品销量，此阶段收入主要依靠价格驱动；2016 年，公司在部分市场剥离低毛利产品以优化产品结构，实现了均价的整体提升，此后于 2018 年销量恢复正增长；2018-2021 年，公司保持量价齐升态势。

图 29：亿滋国际 2012-2021 年收入与营业利润情况



资料来源：Wind、财信证券

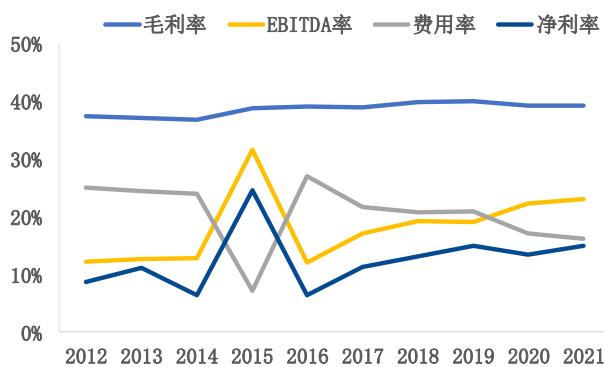
图 30：亿滋国际营收有机增长率的量价贡献拆分



资料来源：Wind、财信证券

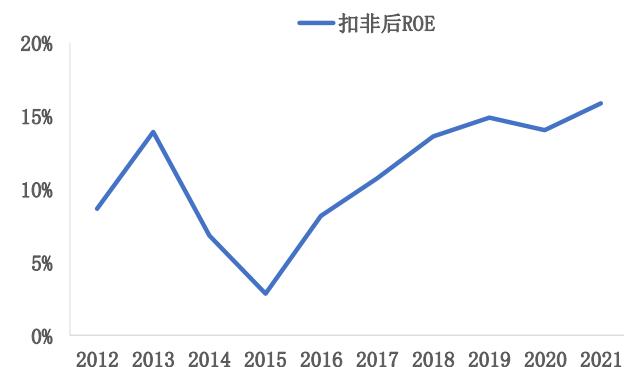
公司毛利率稳步提升,费用率稳步下降,净利率受收购与出售业务产生的非经常性损益影响,存在一定波动性,扣非后 ROE 逐年提升。公司盈利能力稳步提升的原因主要是在对低毛利和亏损业务剥离后,整体业务结构持续优化,公司产品均价得以提升、收购公司发挥协同效应降低成本,且公司控制广宣费用,2012-2021 年公司毛利率稳步提升。此外,公司扣非后 ROE 从 2012 年的 8.34% 提升至 2021 年的 15.42%,其中 2015-2019 年实现逐年稳定上升,剥离低效业务后公司经营效率明显提升。

图 31: 2012-2021 年亿滋国际利润率与费用率情况



资料来源: Wind、财信证券

图 32: 2012-2021 年亿滋国际扣非后 ROE 情况



资料来源: Wind、财信证券

2012 年亿滋国际分拆上市后,其市值与估值表现可分为以下三个阶段:

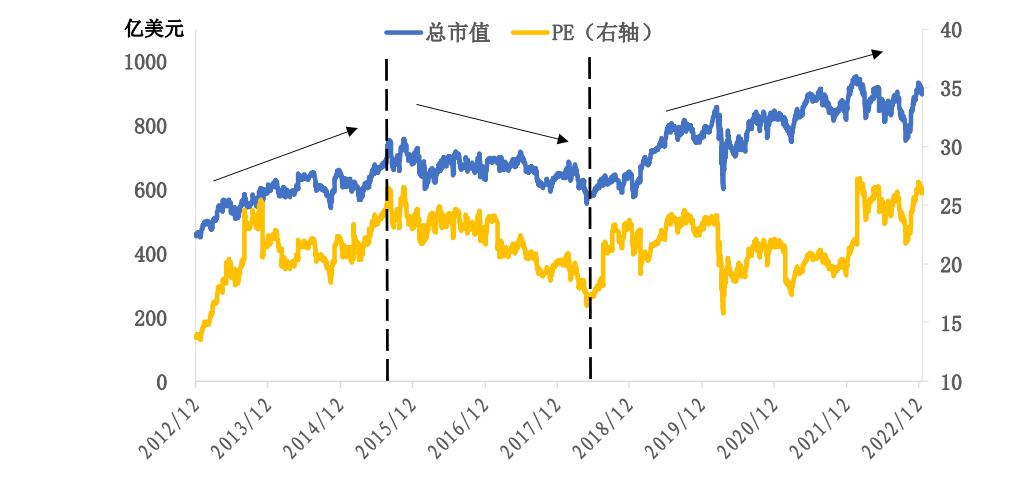
1)市值与估值稳步提升(2012 年—2015 年 7 月)。此阶段并未发生业务并购与剥离动作,公司经营稳定,营收内生增长较快。2013 年、2014 年公司营收有机增速分别高达 3.9%、2.5%,公司市值从 2012 年底 460 亿美元提升至 2015 年 7 月底 700 亿美元,阶段绝对收益率约 50%,PE 估值从 13x 提升至 26x;

2)市值与估值回落(2015 年 8 月—2018 年 6 月)。2015 年下半年,公司剥离营收占比 11% 的咖啡业务,对公司当期营收和利润产生较大影响,此后公司营收内生增长放缓,同比增速逐步降低至 2016 年的 1.5% 和 2017 年的 0.9%。2015-2017 年公司营收复合增速为 -8.89%,公司市值从阶段 730 亿美元震荡下跌至 550 亿美元,阶段绝对收益率约 -25%,PE 估值滑落至 16x;

3)市值与估值同步上升(2018 年 7 月至今)。2018-2019 年公司恢复量价齐升态势,营收逐步稳定恢复,且剥离非核心低效业务后,公司开始布局在高端化、差异化零食品类,业务结构优化之下盈利能力明显改善,2018-2019 年公司净利率与 ROE 均持续提升。2018 年-2021 年公司营收/净利润复合增速分别为 2.6%、10.1%,阶段市值最高点攀升至 945 亿美元,阶段绝对收益率约 70%,PE 估值稳定在 20x-25x 区间。

综合来看,亿滋国际估值切换的驱动力来自营收内生增长,且估值在利润兑现期能稳定在 20x-25x 区间。进一步分析估值切换驱动力,我们认为量增是估值切换的锚指标,价增是估值切换的加速器。此外,由于零食行业的低价值属性,与其它可选消费品对比来看并不具备估值溢价,估值中枢偏低。

图 33：2012 年至今亿滋国际市值与估值表现



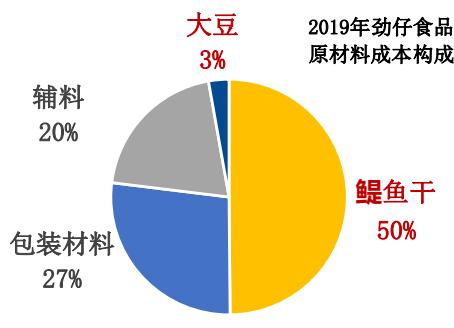
资料来源：Wind、财信证券 注：图中 PE 值为动态 PE

3.2 亿滋国际对国产零食企业的启示：聚焦大类目，多产品+全渠道协同运作

我国零食行业市场容量大且企业众多，在单品类领域内已成长出洽洽、卫龙、劲仔、桃李等细分市场龙头，在多品类领域也出现盐津铺子、达利食品、良品铺子、三只松鼠等区域或全国龙头，亟待类似亿滋国际的大类目综合型的全国零食龙头出现。海外快消品巨头公司普遍经历了长时间的发展，在产品矩阵的构筑上沉淀出成熟的多品牌运作经验，并进一步利用立体的产品矩阵建立起强大的线下渠道网络，且其资金实力雄厚能快速布局各类新型渠道。我们认为，亿滋国际的发展对国产零食企业具有以下借鉴意义：

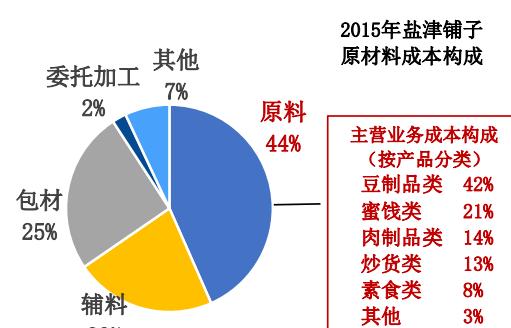
战略层面：聚焦核心大类目。亿滋国际持续壮大的关键在于其多次及时调整业务重心（如剥离低效及亏损业务），将资源不断向甜味&甜食两大类目上倾斜，在生产端最大程度发挥协同效应以实现降本增效。零食行业需求端多元裂变，对应至供给端则呈现出定位无限细分的特征，若国产零食企业仅做单品类生意，长期视角下企业体量难以扩大，若国产零食企业随供给端特性做多品类生意，又可能会出现供应链松散问题（如跨类目生产下，企业在原材料采购环节难以积累规模优势）。对此我们认为，只有聚焦大类目，国产零食企业才能在供应链上发挥规模效应，从而实现终端的生意大渗透。

图 34：劲仔单品类自产，农副产品原料结构集中



资料来源：劲仔食品招股书、财信证券

图 35：盐津铺子跨类目生产，农副产品原料结构分散



资料来源：盐津铺子招股书、财信证券

战术层面：构筑立体的产品体系，对渠道网络实现全方位覆盖。从渠道面来看，根据 Euromonitor 数据显示，2021 年国内零食市场的线下基本盘仍然集中在超市&卖场（占比 52.9%）、夫妻店（16.8%）、便利店（10.1%）等传统零售终端，三大终端合计占比近 8 成。一方面，根据商务部发布的《我国传统便利店数字化转型报告》显示，我国的夫妻店终端数量多达 600 万家，因此国产零食企业在线下销售中多采取更高效的经销模式；另一方面，传统零售终端多集中在下沉市场，线下销售传递链条较长。线下庞杂的经销网络以及冗长的销售通路意味着零食线下渠道对利润、周转率要求较高，对此我们认为立体的产品体系能够通过充盈的产品价值量，以覆盖分销通路中的费用及成本。亿滋国际不断外延并购品牌以覆盖不同子品类，并辅以价格带做区隔，其所构筑的立体的产品体系加速了亿滋国际在细分市场的渗透进程。反观国内零食市场，大多数零食企业采取用单一品牌做子品类扩张，内部产品体系较为混乱导致线下渠道发展进程较慢，国产零食企业可借鉴亿滋国际多品牌+多元子品类的模式优化产品体系。

表 2：国产零食厂商线下渠道情况对比

公司	线下渠道模式	线下收入占比	线下覆盖终端数量	线下优势区域
卫龙美味	经销为主	89%	~73 万个终端网点	全国
洽洽食品	经销为主	89%	~50 万个终端网点	华南、华东
有友食品	经销为主	>95%	~20 万个终端网点	西南
甘源食品	经销占比>95%	85%	近万个商超专柜	全国
劲仔食品	经销占比>94%	80%	~25 万个终端网点	全国
盐津铺子	经销占比>60%	87%	~1.8 万个终端网点	华中、华南、华东

资料来源：各公司年报、招股说明书、财信证券 注：数据截至 2022 年 6 月 30 日

4 投资建议：关注盐津铺子、甘源食品

综上所述，零食产业链中能抵御流量变迁、具备穿越周期能力的环节在上游厂商端，且零食价值链正在重塑，终端流量阶段性集中，上游零食厂商迎风口性机遇，中短期内投入产出比较高，建议关注零食制造企业盐津铺子(002847.SZ)、甘源食品(002991.SZ)。

盐津铺子推荐理由：1)淘汰低效老品类，阶段性聚焦咸味零食。公司自 2021 年起放弃豆干、炒货等低效品类，仅保留辣卤、深海零食、烘焙、薯片、果干五大核心品类，且阶段性将资源向辣卤、深海零食两大品类倾斜，公司打造咸味大类目的战略雏形初现；2)辣卤品类竞争加剧之下，通过细分子品类做防御。国内辣卤市场竞争激烈，公司差异化选择素毛肚、魔芋爽等魔芋制品破局，避免了与龙头企业在调味面制品上的正面交锋；3)借新兴渠道之力，拉动经销渠道中的定量、流通业务。新兴的零食折扣店现处于快速扩张期，公司可借助门店跑马圈地之力实现对下沉市场的渗透。在部分传统零售网点和新兴折扣业态重合的区位点上，公司凭借月销超 3000 万的优异动销，为当地经销商创造了“自来水流量”，有望吸引更多的经销商主动向公司采购。

甘源食品推荐理由:1)积极开拓坚果子品类,差异化定位树坚果做细分市场渗透。在坚果炒货品类下,公司的子产品丰富,不仅拥有籽坚果经典子品类,还通过做树坚果的口味化差异,辅以树坚果内部种类价值量差异做价格区隔,以定位不同客群(树坚果内部低价值量的榛子做成综合豆果产品,高价值的夏威夷果做成独特风味产品);2)借头部会员店之力,用自有品牌进军中腰部渠道。公司为山姆超市代工生产的芥末味夏威夷果在网红效应之下,在终端消费者中形成口碑传播,进而产生社交裂变。一方面,较多消费者受限于山姆会员店的门槛约束,有寻求“平替”产品的需求,另一方面,下游零售渠道偏爱模仿,盒马、麦德龙等零售渠道亦有上架网红产品的需求,甘源借势在此类渠道推出带自有品牌 logo 的芥末味夏威夷果,产品结构、渠道布局均得以优化。

5 风险提示

食品安全风险;疫情反复风险;原材料价格波动风险;行业竞争加剧风险;统计误差风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
行业投资评级	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438