



质价比与渠道重塑，食饮消费演化中

推荐|维持

——食饮行业大众品深度报告

报告要点：

● 消费环境、预期变化，质价比消费兴起

1) 居民消费暂时承压，但消费潜力仍在。2022 年 4 月以来居民消费者信心下滑，消费暂时承压，但消费者的消费信心自 22 年 4 月后维持稳定，消费意愿小幅回温。我国人均可支配收入保持增长，消费新业态支撑社零增长。2024 年我国城镇、农村居民人均可支配收入同比增长 4.6%、6.6%，社零名义同比增长 3.5%。

2) 质价比消费兴起。消费环境变化和消费观念趋于理性等因素影响下，兼顾合理性价比和功能、健康、便捷、悦己等属性的质价比消费兴起。质价比趋势下，改变包装规格以寻求高性价比、高产品功效及创新、提供情绪价值以提升产品溢价、线上线下全渠道融合等成为驱动食品饮料乃至整个快速消费品主要细分品类消费增长的重要因素。

● 食饮消费渠道日益多元、分散，新业态灵活发展

1) 现代渠道传统卖场承压，便利店门店数快速增长。小型化正成为现代渠道的主流，2023 年末我国连锁超市门店数 26,622 家，较 2022 年末下降约 18%。我国便利店行业仍处于新开门店拉动销售为主的发展阶段，门店数持续增长，2023 年末我国大陆地区便利店门店数 32.1 万家，同比增长 7.0%，宏观环境影响和量贩零食、线上等渠道冲击下，便利店单店经营能力承压。

2) 线上内容电商快速成长。根据艾瑞咨询数据，2023 年我国直播电商市场规模达到 4.9 万亿元，19-23 年 CAGR 为 85.3%。内容电商互动、种草属性强，有利于拉动零食、饮料等相对非刚需的食饮消费。根据巨量引擎数据，内容电商在坚果炒货、中式零食、冲调咖啡等品类驱动作用显著。

3) 量贩零食渠道竞争进入下半场。量贩零食加速整合，初步形成鸣鸣很忙、万辰集团引领的“两超多强”格局，二者门店均超 15,000 家。头部企业向日化、潮玩等拓展，加码自有品牌，量贩零食模式进入新竞争阶段。

● 各细分行业积极应对食饮消费新趋势

1) 休闲零食企业拥抱量贩渠道。三只松鼠打造自有品牌量贩零食店，收购“爱零食”，与鸣鸣很忙、零食优选、好特卖等量贩系统建立正式合作。盐津铺子与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣等深度合作，持续发力零食量贩。甘源食品积极切入零食量贩渠道，与“零食很忙”“零食有鸣”“赵一鸣”“好想来”等零食量贩系统建立了稳定的合作关系。

2) 软饮料赛道功能饮料及即饮茶蕴藏机会。软饮料市场品类分化，即饮茶、功能饮料增速领先。根据尼尔森数据，2023 年，我国即饮茶、功能饮料线下市场销售额分别为 642 亿元、532 亿元，同比增长 18.9%、11.4%，增速均高于软饮料整体的 6.2%。东鹏饮料把握饮料功能化、健康化契机快速成长。2024 年，东鹏特饮销售量份额达到 47.9%，较 2020 年上升 20.9 个百分点，消费场景和消费人群持续拓展；2023 年把握消费者健康理念提升带来的电解质饮料机会，推出“补水啦”，2024 年“补水啦”年销售体量达到 14.95 亿元，同比增长 280%。

3) 啤酒高端化进入新阶段。尽管啤酒高端化暂时放缓，但主要是短期消费环境承压，尤其是餐饮夜场场景恢复不及预期的影响，头部啤酒企业的中高端产品收入仍具韧性。中长期看，我国人均 GDP 仍处于上升阶段，啤酒消费人群稳定，年轻化市场仍有较大潜力，中国啤酒高端化进程正在从结构升级，逐步走向价值化、体验化、个性化和场景化的新阶段。

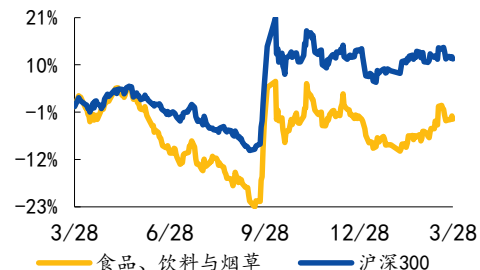
● 投资建议

消费环境变化和消费观念更加理性等因素影响下，质价比消费逐渐兴起，食饮消费渠道日益复杂和多元化，品牌效应减弱，兼具合理性价比和健康、功能、便捷、悦己等属性的产品受到青睐，消费者的多样化需求带来结构性增长机会。量贩零食渠道竞争进入下半场，渠道和供应链领先的休闲零食企业在竞争中更具优势；软饮料赛道含咖啡因和功能性饮料较快增长；啤酒高端化由品质、价格提升带动的结构升级转向价值化、体验化、个性化和场景化的新阶段。建议关注：三只松鼠、盐津铺子、甘源食品、万辰集团、东鹏饮料、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒等。

● 风险提示

消费环境波动风险、渠道竞争加剧风险、食品安全风险。

过去一年市场行情



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券行业研究-食品饮料行业双周报：1-2 月社零整体向好，政策持续提振》2025.03.25

报告作者

分析师 单蕾
执业证书编号 S0020524100001
电话 021-51097188
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

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

目 录

1.消费环境、预期变化，质价比消费兴起	4
1.1 我国居民消费潜力仍在，新业态支撑社零增长	4
1.2 质价比消费新趋势：消费分化，务实与悦己并存	6
2.渠道日益多元、分散，新业态灵活发展	8
2.1 现代渠道：传统卖场承压，便利店门店数快速增长	8
2.2 线上渠道：流量分化，内容电商、O2O 新零售活跃	10
2.3 量贩零食渠道竞争进入下半场	13
2.4 会员制仓储超市热度渐起	14
3.各细分行业积极应对餐饮消费新趋势	14
3.1 休闲零食：拥抱量贩，供应链优势重要性凸显	14
3.2 软饮料：功能饮料及即饮茶蕴藏机会，大包装产品获青睐	17
3.3 啤酒：8-10 元价格带竞争激烈，高端化进入新阶段	18
4.投资建议	20
5.风险提示	20

图表目录

图 1：消费者信心指数和消费者信心-消费意愿指数	4
图 2：我国城乡居民人均可支配收入情况	5
图 3：我国社零总额情况	5
图 4：餐饮和商品社零情况	5
图 5：限额以上粮油、食品、烟酒销售额和餐饮收入	5
图 6：商品及服务网上零售额情况	5
图 7：实物商品网上零售额情况	5
图 8：我国居民储蓄意愿与收入满意程度（%）	6
图 9：我国消费者信心水平与主要其他国家对比	6
图 10：科尔尼调研——消费者选择零食酒水饮料时，哪些功能特征最具吸引力	7
图 11：2024 年前 9 个月主要快消品价格对比上一年同期	8
图 12：限额以上社会消费品零售总额:超市:累计同比	9
图 13：我国连锁超市门店数	9
图 14：样本超市企业主要经营指标分布	9
图 15：我国便利店门店数量	10
图 16：便利店各类商品销售占比情况	10
图 17：我国直播电商市场规模	11
图 18：我国直播电商用户规模	11
图 19：内容电商、传统电商及线下对餐饮各品类增长的驱动贡献	12
图 20：我国 O2O 即时零售市场规模	12
图 21：我国休闲零食市场规模	13

图 22: 我国量贩零食市场规模	13
图 23: 我国仓储会员超市市场规模	14
图 24: 我国仓储会员超市用户画像	14
图 25: 我国软饮料整体及各品类线下市场规模 (亿元)	17
图 26: 我国软饮料线下市场总体及各品类增速 (%)	17
图 27: 东鹏饮料收入利润情况	18
图 28: 东鹏特饮市场份额情况	18
图 29: 我国啤酒总产量情况	18
图 30: 我国规模以上啤酒企业收入利润 (亿元, %)	18
图 31: A 股啤酒板块收入情况	19
图 32: A 股啤酒板块利润情况	19
表 1: 三只松鼠、盐津铺子、甘源食品财务概况	15
表 2: 三只松鼠、盐津铺子、甘源食品渠道结构及如何切入量贩零食赛道	15
表 3: 三只松鼠、盐津铺子、甘源食品供应链建设优化情况	16
表 4: 我国主要 A 股上市啤酒企业产品结构、销量及吨价情况	19

1.消费环境、预期变化，质价比消费兴起

2020 年以来外部经济环境的变化下，居民的消费习惯也渐渐发生着改变。当前，居民的消费意愿正从低点温和恢复，消费新业态支撑着社零的增长。随着主流消费群体收入水平的提升和消费经验的积累，消费者的消费观念逐渐趋于理性，同时叠加当前收入增速放缓、外部环境不确定性增加等因素，“质价比”消费趋势在包含食品饮料在内的快速消费品领域日渐兴起。同时，食品饮料为代表的快消品渠道也发生着变革，日益灵活和多元化。

1.1 我国居民消费潜力仍在，新业态支撑社零增长

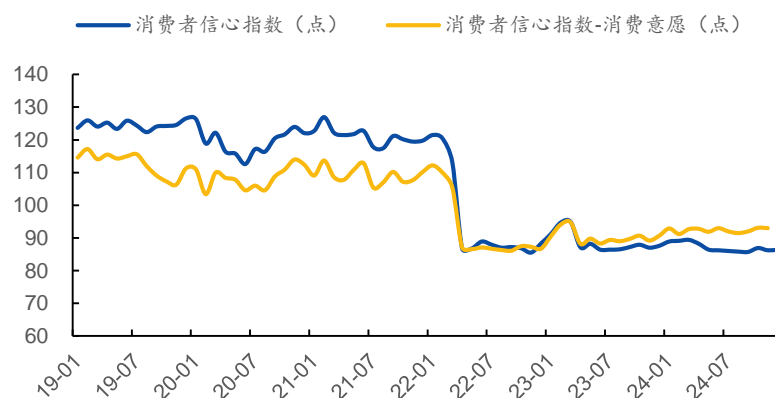
居民消费意愿从低点温和恢复，消费潜力仍在。20-22 年消费场景受损，叠加我国经济发展进入温和增长的新阶段、地缘政治冲突、消费者预期趋于保守等因素影响，2022 年 4 月，我国居民消费者信心出现较为明显下滑，消费暂时承压，但消费者的消费信心自 22 年 4 月后维持稳定，消费意愿小幅回温。

从收入的角度看，2024 年我国城镇、农村居民人均可支配收入分别为 5.42 万元、2.31 万元，同比增长 4.6%、6.6%，增速有所放缓但仍然保持稳定地温和增长，农村地区消费潜力有待进一步发掘。

从支出角度看，2024 年，我国社会消费品零售总额名义同比增长 3.5%，除汽车以外的社零总额名义同比增长 3.8%，商品和餐饮零售额分别增长 3.2%、5.3%，限额以上粮油、食品、烟酒销售额和限额以上餐饮企业收入分别增长 8.2%、3.0%，消费市场整体稳中有进，逐步回暖。

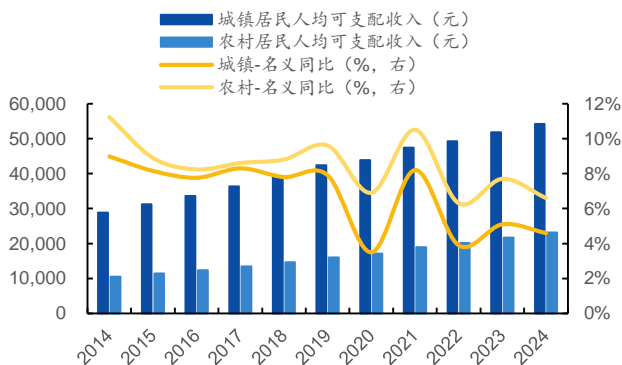
同时，消费新业态支撑社零增长。2024 年，全国商品及服务网上零售额同比增长 7.2%，占社零总额的比重较 2019 年提升了 6.0pct 至 31.8%；实物商品网上零售额同比增长 6.5%，占社零总额的 26.8%，较 2019 年提升 6.1pct，其中吃、穿、用三种用途的实物商品零售额分别同比增长 16.0%、1.5%、6.3%。

图 1：消费者信心指数和消费者信心-消费意愿指数



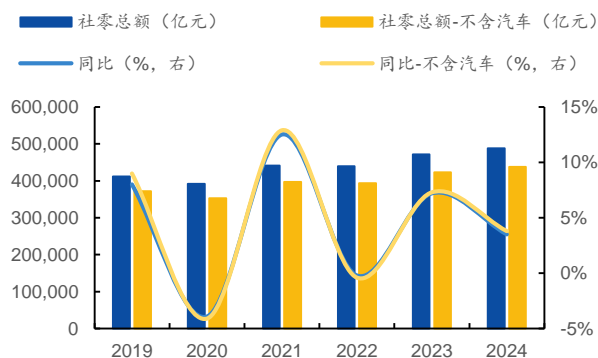
资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 2：我国城乡居民人均可支配收入情况



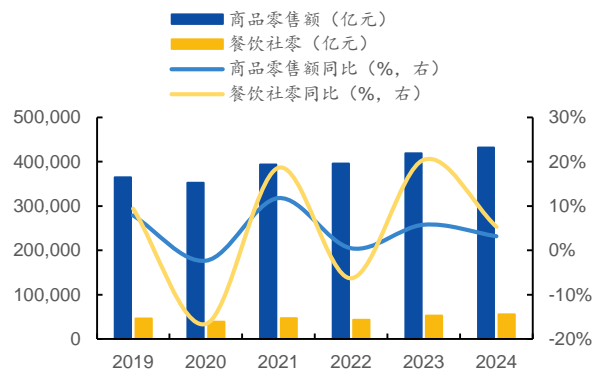
资料来源：Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 3：我国社零总额情况



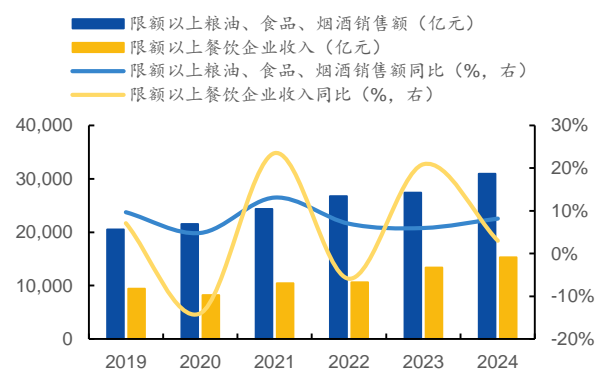
资料来源：Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 4：餐饮和商品社零情况



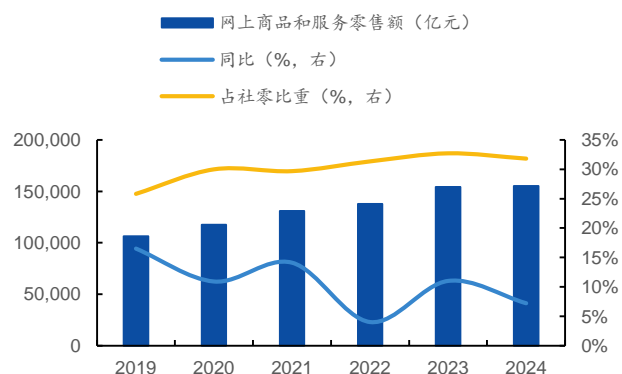
资料来源：Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 5：限额以上粮油、食品、烟酒销售额和餐饮收入



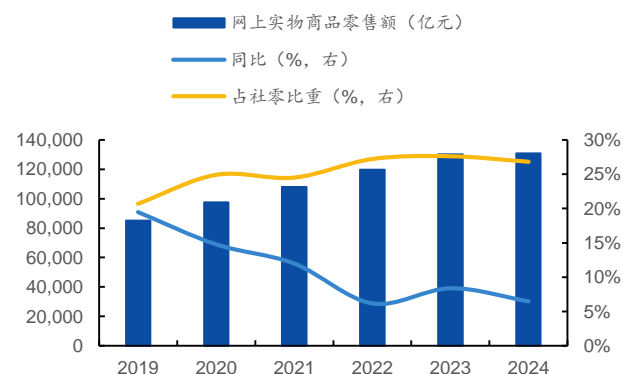
资料来源：Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 6：商品及服务网上零售额情况



资料来源：Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 7：实物商品网上零售额情况

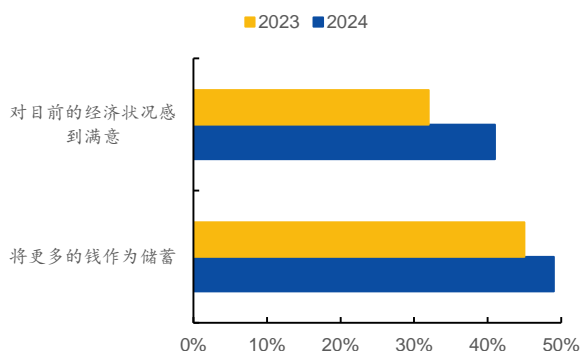


资料来源：Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

1.2 质价比消费新趋势：消费分化，务实与悦己并存

尽管我国主流消费群体在消费上趋于谨慎，但仍有预算追求高质量，而非一味追求“极致低价”。根据欧睿消费者调研的数据，2024 年有 49% 的中国消费者有计划在未来十二个月增加储蓄，较前一年上涨 4%，但与此同时，41% 的消费者表示对现在的经济状况感到满意，较前一年上升 9%，另外中国的通货膨胀率相对全球其他国家，一直处于温和可控的区间，中国消费者在消费上仍然有较高的灵活性，仍有预算追求一定范围内的高质量。在消费意愿上，根据麦肯锡的调研数据，中国消费者的信心水平仍高于许多发达市场。

图 8：我国居民储蓄意愿与收入满意程度（%）

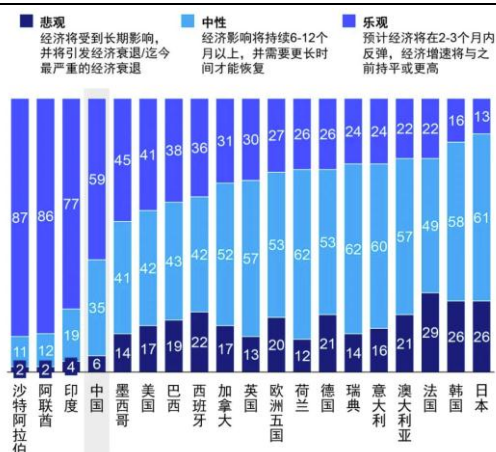


资料来源：欧睿国际消费者之声：生活方式调查、国元证券研究所整理

注：调查分别开展于 2023 年 1 月至 2 月 (n=40,691)，2024 年 1 月至 2 月

(n=40,236)

图 9：我国消费者信心水平与主要其他国家对比



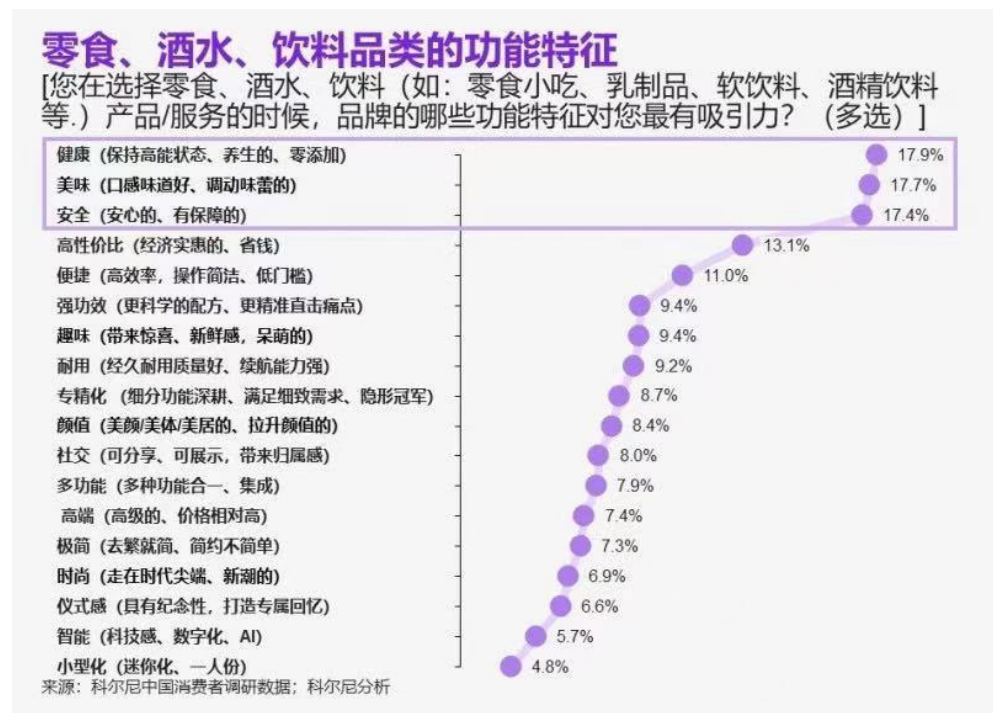
资料来源：麦肯锡 ConsumerWise 全球信心数据、国元证券研究所整理

注：调查开展于 2024 年 8 月

质价比消费日渐兴起。随着主流消费群体收入水平的提升和消费经验的积累，消费者的消费观念逐渐趋于理性，同时叠加当前收入增速放缓、外部环境不确定性增加等因素，消费者更加谨慎地分配预算，对价格的敏感性与品质的需求同步提升。消费观念的趋于理性和消费习惯的趋于谨慎，并非导致消费者追求极致的“性价比”（也就是满足基本需求的前提下追求价格最优），相对的，消费者仍愿意为某些特征支付一定的溢价，如健康、舒适等，只是在消费上更加趋于理性和多元，“质价比”消费趋势在包含食品饮料在内的快速消费品领域日渐兴起。

不止于性价比，质价比概念下消费者需求更加多元。消费者不仅仅关注基本的功能性与价格的对比，而是同时关注功能、设计、体验、售后服务质量、甚至情感和社交等综合价值与价格的对比，寻求价格更优、品质更高的选择；价格敏感度提升，但对产品健康化、多元化、特色化的需求仍在，同时希望以较低的价格获得一定的即时愉悦，消费者从愿意为品牌支付溢价，转向为更深层次的时间、便利性、情绪价值与认同感等支付溢价。举例来说，根据科尔尼 2024 年报告中调研的数据，在消费者选购零食、酒水、饮料的过程中，最具吸引力的前三个功能特征因素为健康、美味、安全，这三者均超过 17%，排在性价比（13%）之前，同时便捷因素占比超过 10%，功效、趣味、耐用因素的占比均超过 9%。

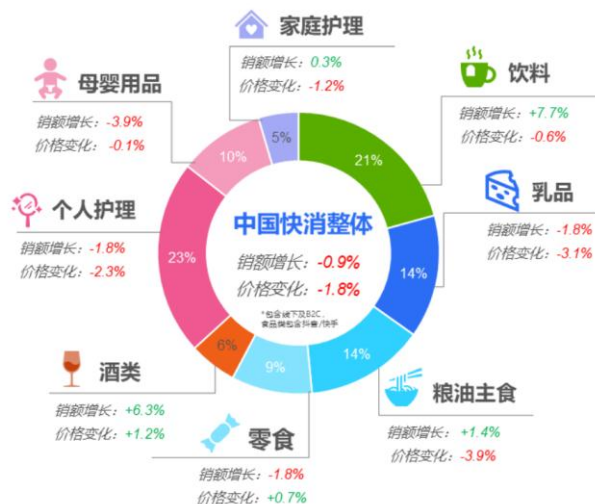
图 10：科尔尼调研——消费者选择零食酒水饮料时，哪些功能特征最具吸引力



资料来源：科尔尼管理咨询、国元证券研究所整理

“消费分层”现象浮出水面，健康、功能、悦己等属性商品仍有升级潜力。随着消费情绪从低点逐渐温和恢复，消费市场活跃度逐渐温和提升，但在相对保守的消费预期下，消费市场呈现出“分层”的现象。即部分高收入水平消费者仍然倾向于购买高品质、高价值的奢侈品、高端产品和服务；而主流消费群体更加倾向于购买高“质价比”商品，部分品类价格升级的步伐放缓乃至价格下行，但同时亦有部分符合质价比消费倾向的，具备功能化、健康化、便利化特征或具备高情绪价值、高悦己属性，且相对廉价的品类仍保持着消费升级的潜力。快速消费品各品类呈现或消费升级、或消费降级、或呈K型分化的特征。根据尼尔森数据，2024年前9个月，中国快消品市场整体量价微跌，销售额微跌0.9%，价格跌1.8%，粮油主食、乳品、饮料等出现价格下滑，但高端及享用型品类仍有溢价空间，主流价格带占比收缩，经济和大众价格带占比提升。

图 11：2024 年前 9 个月主要快消品价格对比上一年同期



资料来源：尼尔森、国元证券研究所整理

质价比消费趋势下，改变包装规格以寻求高性价比、高产品功效及创新、提供情绪价值以提升产品溢价、线上线下全渠道等融合成为驱动食品饮料乃至整个快速消费品主要细分品类消费增长的重要因素。举例来说，大包装化方面，根据尼尔森数据，2024 年前 9 个月，20 盒以上装牛奶产品销售额同比增长 79%（品类整体-5.8%）；健康和功效性上，无糖即饮茶等热度较高；情绪价值方面，高体验感的产品可以让消费者支付更高价格；渠道方面，尼尔森调研显示，85%的中国消费者会继续或更多地实体店和线上渠道的组合中购物，高于亚太的 77%和全球的 69%。

2.渠道日益多元、分散，新业态灵活发展

随着消费环境的变化，消费观念的演变，基础设施、网络及技术的发展等，食品饮料消费的渠道也更加多元化、分散化，新的渠道特征逐渐显现，“质价比消费”的流行也伴随着成熟渠道的承压和调整以及新兴渠道的兴起和整合，消费观念与渠道的演变方向互相影响，逐渐形成了食品饮料消费的新渠道格局。

总的来说，当前食品饮料行业的渠道正在呈现出现代渠道大型商超承压、便利店门店数增长，线上流量分散化、内容电商蓬勃发展，量贩零食渠道整合进入下半场、从零食向全品类扩张，会员制超市热度渐涨、自有品牌受到消费者欢迎等新特征。

2.1 现代渠道：传统卖场承压，便利店门店数快速增长

小型化正成为现代渠道的主流。2016 年，我国超市卖场数量首次下跌，线下零售门店逐步向小型化发展，社区店成为现代渠道的主流业态，根据尼尔森数据，2024 年社区店在现代渠道中的数量占比已经达到 52%，较 2020 年提升了 6 个百分点。

超市业态承压。根据国家统计局数据，2024 年全年，超市业态限额以上社零总额同比+2.7%，自 2023 年以来持续承压；2023 年末连锁超市门店数 26,622 家，较 2022

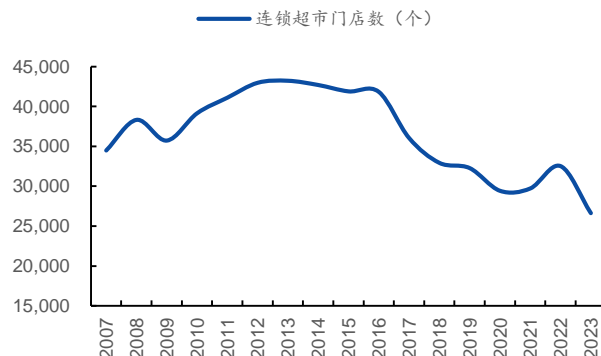
年末下降约 18%。中国连锁经营协会对年度总销售额近 3,000 亿元、门店数 1 万多家 的 47 家连锁超市进行了调研, 数据显示, 2024 年仅 38.2% 的超市企业销售总额 同比实现增长, 25.5% 的超市企业净利同比实现增长; 51.1% 的超市企业实体门店来 客数同比增长, 但 21% 的企业来客数增加并未带动销售额的提高, 这部分企业客单 价下降; 超市企业的线上业务相比总体表现较好, 48.9% 的超市企业线上销售同比增 长, 增长企业中近三成增速超过 20%, 主要集中在二三线市场正在转型的超市企业。

图 12: 限额以上社会消费品零售总额:超市:累计同比



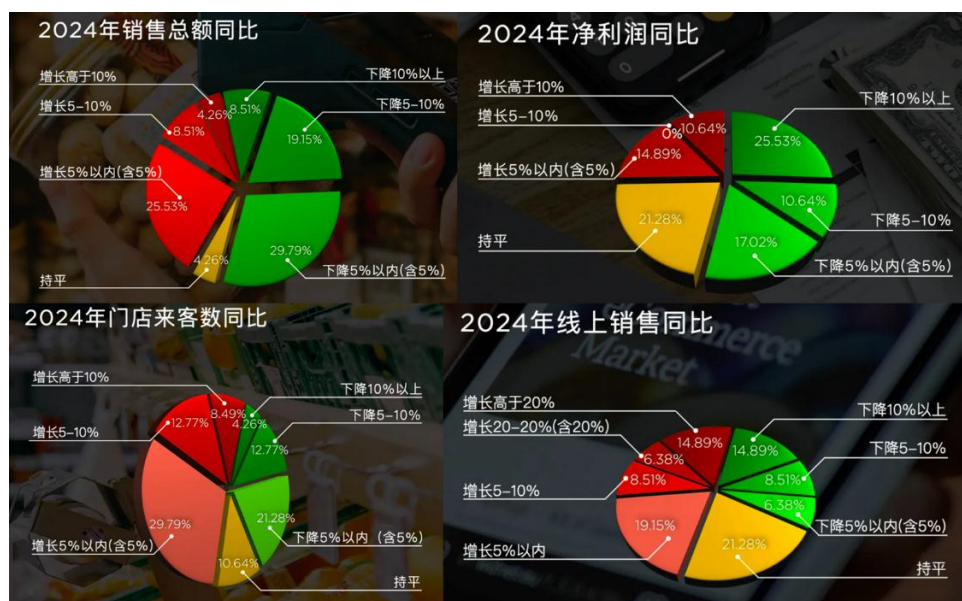
资料来源: Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 13: 我国连锁超市门店数



资料来源: Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 14: 样本超市企业主要经营指标分布



资料来源: 中国连锁经营协会、国元证券研究所整理

商超调改, 积极谋求转型。为应对经营压力, 2024 年国内超市行业调改力度加强, 谋求转型发展。超市企业积极调整商品结构, 增加加工品类、特色商品、自有品牌商品等; 对门店布局与环境进行升级, 从商品陈列到场景化改造; 进行数字化与智能化转型, 优化购物流程和效率, 加强线上平台建设, 提升全渠道服务能力; 优化供应链,

建立高效的供应链管理系统，加强与供应商合作，共同开发新产品等。根据连锁经营协会的调研数据，被调查企业中有 3/4 在 2024 年进行了调改，调改门店中有 75% 取得增长，采购模式变革、组织业务流程优化和门店运营质量提升成为 2025 年超市行业的工作主轴。

量贩零食、线上等渠道冲击下，便利店单店经营能力承压，门店数持续增长。当前我国便利店行业仍处于新开门店拉动销售为主的发展阶段，根据毕马威数据，2023 年末我国大陆地区便利店门店数 32.1 万家，单店覆盖人口 4,441 人/店，与美国的 2,286 人/店、日本的 2,197 人/店仍有较大差距，渗透率仍有一定提升空间。中国连锁经营协会对 60 家便利店企业 2024 年的经营情况进行了调研，涉及门店数 12.4 万家，数据显示，2024 年 70% 的便利店企业实现收入增长，45% 的便利店企业实现净利润增长，其增长主要是门店数量增长拉动，80% 的被调研企业 2024 年门店数量增加，在门店类型上，直击消费者生活“刚需”的社区型门店数量逐步扩大；但门店单店承压，2024 年 51.7% 的被调研企业实体店来客数同比下降，43.3% 的被调研企业单店收入下降，其原因除宏观因素影响外，还有量贩零食、线上平台等竞争对手的冲击等因素影响。整体而言，便利店渠道进入精耕细作、保存量、扩增量的激烈竞争阶段。

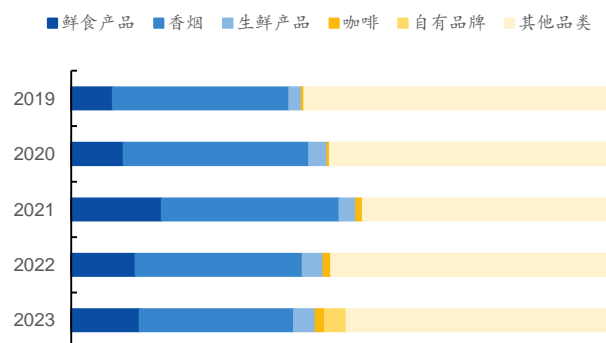
便利店渠道鲜食、生鲜、咖啡销售占比提升。根据毕马威数据，便利店渠道 2023 年鲜食商品、生鲜商品、咖啡销售占比 12.8%、4.0%、1.8%，较 2019 年分别提升 5pct、1.7pct、1.3pct，自有品牌销售占比为 4.0%。

图 15：我国便利店门店数量



资料来源：毕马威&中国连锁经营协会、国元证券研究所整理

图 16：便利店各类商品销售占比情况



资料来源：毕马威&中国连锁经营协会、国元证券研究所整理

注：“自有品牌销售占比”为 2024 年新增口径。

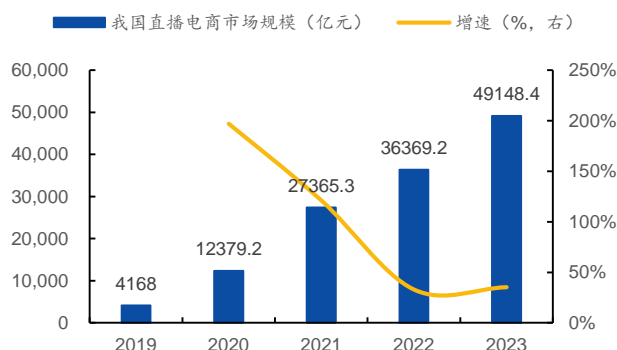
质价比、品类差异化、悦己消费，便利店消费新趋势。便利店场景冲动消费、非计划消费属性较强，在客流量下降的情况下，通过适当的折扣力度、折扣组合可能吸引消费者消费增加；增加和优化餐食、鲜食商品，打造优质的自有品牌商品，可更好地打造日常消费场景，带动消费者复购；定制更多健康、低糖低卡低热量商品，叠加 IP 联名等热门元素，可通过满足“悦己”的情绪价值刺激消费者的消费。

2.2 线上渠道：流量分化，内容电商、O2O 新零售活跃

综合电商发展成熟，内容电商快速成长。随着我国电子商务的发展，当前已经形成了

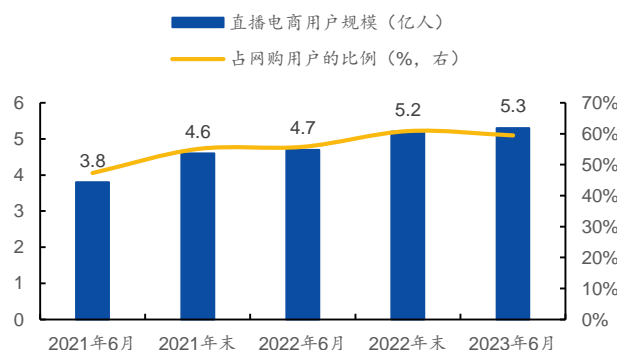
综合电商、垂直电商、内容电商（直播电商、兴趣电商、社交电商等）、O2O 新零售等协同发展的线上渠道格局。以直播电商为代表的内容电商快速发展，根据艾瑞咨询数据，2023 年我国直播电商市场规模达到 4.9 万亿元，同比增速 35.2%，19-23 年 CAGR 为 85.3%，截至 2023 年 6 月，直播电商用户规模达到 5.3 亿人，占网购用户规模的 59.5%；根据 FBIF 食品饮料创新数据，2023 年抖音电商 GMV 达到 2.6 万亿元，较 2020 年增长了约四倍多，同年阿里、拼多多、京东 GMV 分别为 8 万亿、3.7 万亿和 3.6 万亿。

图 17：我国直播电商市场规模



资料来源：艾瑞咨询、国元证券研究所整理

图 18：我国直播电商用户规模

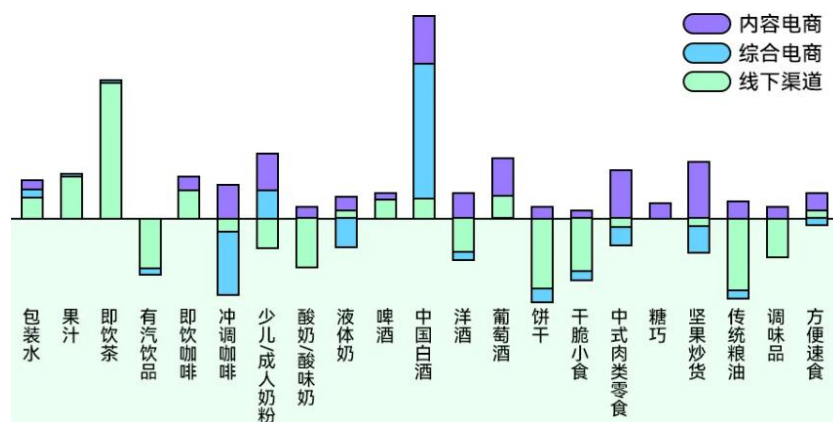


资料来源：艾瑞咨询、国元证券研究所整理

内容电商带动食品饮料多品类增长，内容电商渠道新品造势推广效果优于线下。根据巨量引擎数据，在食品饮料的各个细分品类中，内容电商对于大多数品类增长的贡献高于线下渠道和综合电商渠道，在坚果炒货、中式零食、冲调咖啡、奶粉等细分品类驱动作用显著。由于用户使用抖音、快手、小红书等内容平台时长较长，这类平台社交属性强、种草分享多，且内容电商互动性强，更擅长向消费者种草，促使消费者尝试各种新品，容易吸引消费者的购买，尤其是对于零食、软饮料等品类众多的非刚需性产品。

图 19：内容电商、传统电商及线下对餐饮各品类增长的驱动贡献

●●● 餐饮行业 | 全渠道 | 零售额增长驱动指数 MAT2407

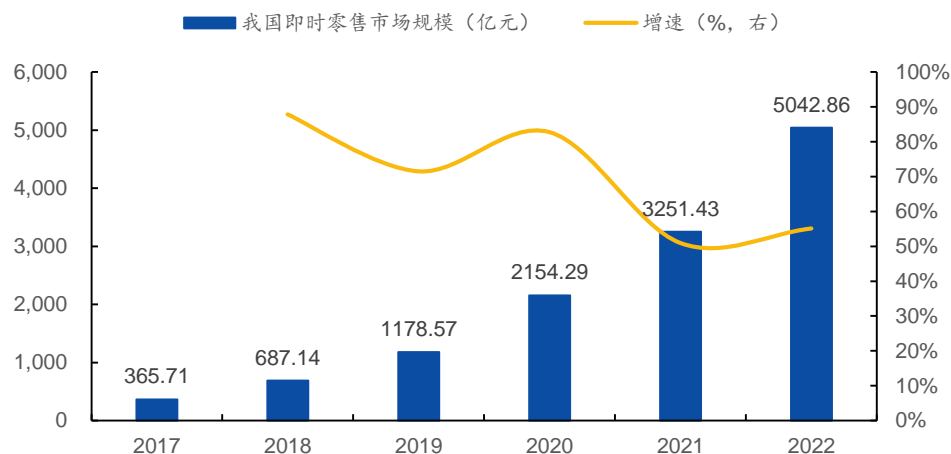


资料来源：巨量引擎、国元证券研究所整理

注：MAT2407 指截止到 2024 年 7 月份的 12 个月。

O2O 即时零售渠道拓展食品饮料消费场景，对工作日休闲零食消费带动较好。根据商务部国际贸易经济合作研究院数据，2022 年我国即时零售市场规模 5,043 亿元，17-22 年 CAGR 为 69.0%。与传统电商和线下卖场相比，即时零售线上平台+线下仓的模式能够产生更加丰富多样的消费场景，既包含应急、便利，同时包含更广泛的本地社区生活需求，比如“到家吃火锅”“春游”“露营”等，通过推动消费者一站式购买创造消费增量。同时即时零售对于工作日休闲零食消费有较好的带动，根据尼尔森数据，O2O 渠道的零食消费有 70%来自于工作日消费，而传统商超和卖场 70%的零食消费都来源于周末，同时，O2O 渠道的消费者以 25-35 岁的年轻人为主，相比商超卖场也与休闲零食的受众更为契合。

图 20：我国 O2O 即时零售市场规模

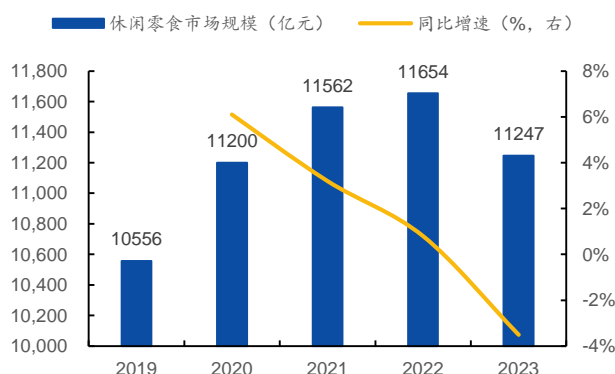


资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院、国元证券研究所整理

2.3 量贩零食渠道竞争进入下半场

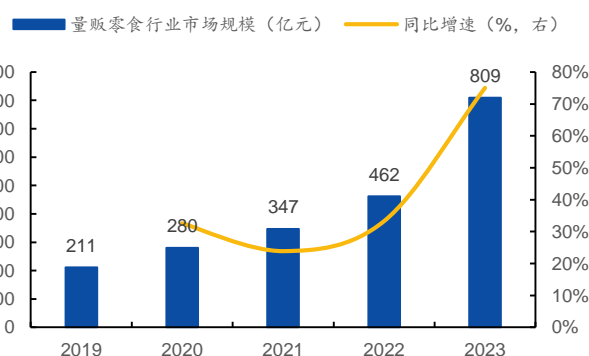
量贩零食渠道逐渐兴起。量贩零食店模式崛起自二三线城市，低毛利、高周转，品牌商品引流、白牌商品增利。量贩零食模式通过缩短采购链路、大规模直采降低进货成本，产品售价低于商超卖场，对于消费者而言，零食量贩散装小包、品类丰富，单价较低；对于上游零食生产企业，尽管量贩零食渠道毛利率相对较低，但没有商超卖场的账期，以及进场费、条码费等费用，在该渠道的快速发展期能为企业带来一定的收入和利润增量。在质价比消费兴起、资本驱动等多重因推动下，量贩零食渠道自 2020 年左右开始加速发展。根据艾媒咨询数据，2023 年，我国量贩零食市场规模 809 亿元，同比增长 75.0%，19-23 年 CAGR 约 40%，量贩零食市场规模占休闲零食整体市场规模的比重约 7%。

图 21：我国休闲零食市场规模



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 22：我国量贩零食市场规模



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

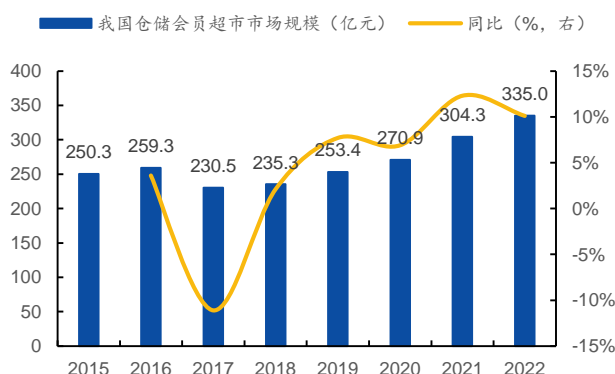
经历了自二三线城市萌芽、资本驱动下开店加速等阶段后，量贩零食加速整合，初步形成鸣鸣很忙、万辰集团引领的“两超多强”格局。2024 年末，鸣鸣很忙旗下零食很忙和赵一鸣合计在营门店数破 15,000 家，2024 年销售额达 555 亿元，门店数和销售额较 2023 年均实现了超过翻倍增长；同样的，万辰集团门店数也于近期突破 15,000 家，其中“好想来”品牌门店突破 10,000 家，2024 年万辰集团量贩零食业务预计实现收入 300-330 亿元，门店数和销售额同比增速均超过 200%。头部企业通过整合，规模效应进一步提升，供应链优势进一步加强，随着量贩零食店密度的增加，各主要玩家的布局区域也从多点开花走向全国化扩张、互相渗透，行业竞争或进一步加剧，实力更雄厚、更具有供应链优势、组织管理效率更高的玩家或有更大机会在竞争中胜出，行业集中度或将进一步提升。

品类拓展，加码自有品牌，量贩零食模式进入新竞争阶段。2025 年 2 月 17 日，鸣鸣很忙省钱战略发布会上，现场重点发布 6 款自有品牌产品，简要介绍了 30 款延伸系列自有产品，并宣布零食很忙、赵一鸣零食双品牌升级及 3.0 店型全面铺开，3.0 店型以“品类精选、价格合理、购买便利”为核心，新增百货日化、文具潮玩、烘焙、鸡蛋等多元化产品，增设鲜食和低温冻品专区。万辰集团也表示，在 2024 年下半年，公司针对商品结构和业态做了各种试点和创新，既有围绕零食打造定制化爆品，也有新品类的补充，包括家清日化类产品、IP 潮玩产品等，2025 年将继续围绕消费者需求进行门店模型的升级及货盘的迭代完善。

2.4 会员制仓储超市热度渐起

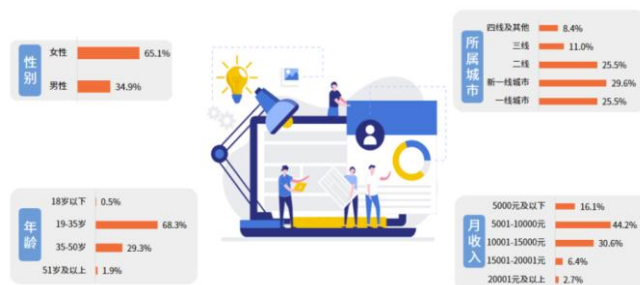
尽管超市大卖场相对承压，但大型超市的进阶版本——仓储会员超市正在兴起。仓储会员超市一般面积比普通的大卖场更大，以大包装、渠道专供商品、自有品牌等为特色，在产品供给上相较于传统的商超卖场更具差异化，目标客户主要面向中产群体，客单价高于传统商超卖场，用户忠诚度也相对更高。仓储会员店所提供的大部分商品并非绝对的价格最低，而是突出质价比特征，并通过齐全的品类、优质的线下服务和线上线下场景的融合为消费者提供更多的选择。根据艾媒咨询数据，2022 年我国仓储会员超市行业规模 335 亿元，同比增长 10.1%；用户画像上，女性占比约 65%，年龄分布上以 19-35 岁占比最高，为 68%，一线、新一线及二线城市占比合计约 81%，84%月收入在 5000 元以上。

图 23：我国仓储会员超市市场规模



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 24：我国仓储会员超市用户画像



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

注：调研时间 2023 年 5 月，样本量 2104。

仓储会员超市通过产品差异化和供应链优势与消费者构筑体验感和情感链接。仓储会员超市的 SKU 数量一般低于传统的商超卖场，并深入产业上游布局供应链，周转率显著高于传统商超，从而获得成本优势和效率优势，得以在以更低的价格销售商品的模式下实现较好的盈利。同时，仓储会员超市的自有品牌建设能力一般也优于传统商超，积极打造特色商品。仓储会员超市通过更具质价比的商品、更灵活的供应链优势和自有品牌的打造与消费者建立深度链接，提高消费者粘性。

仓储会员超市开店加速。山姆 1996 年进入中国，2020 年左右开始进入扩张的快车道，以每年 5-6 家的速度新开门店，2024 年末国内门店数超 50 家，并计划到 2026 年国内门店数超过 60 家。Costco 于 2019 年在上海开出全国首店，截至 2024 年 8 月，国内门店数已达 7 家。

3. 各细分行业积极应对餐饮消费新趋势

3.1 休闲零食：拥抱量贩，供应链优势重要性凸显

休闲零食领域上市公司以多种方式切入量贩零食渠道。随着质价比消费的兴起，各大零食企业为适应新的竞争特点，积极对 SKU 品类进行优化和调整，聚焦重点品类，

适应新的消费习惯和消费观念，同时积极以多种方式切入量贩零食赛道，举例来说：

三只松鼠通过自建新店型“国民零食店”打造自有品牌量贩零食店；通过收购“爱零食”“爱折扣”扩大量贩零食和折扣超市领域竞争力，“爱零食”和公司自有店型差异化定位、协同发展；与鸣鸣很忙、零食优选、好特卖等量贩系统建立正式合作。

盐津铺子产品多品类、散装为主、极致性价比的特性天然适合零食量贩渠道，与当下热门零食量贩品牌零食很忙、赵一鸣、零食有鸣等深度合作，且公司将持续发力零食量贩，积极响应“鸣鸣很忙”等头部零食量贩企业模式创新要求，满足“零食有鸣”“爱零食”“零食优选”等零食量贩企业的经营需要，深化合作力度，提升规模和市场占有率。

甘源食品积极切入零食量贩渠道，与“零食很忙”“零食有鸣”“赵一鸣”“好想来”等零食量贩系统建立了稳定的合作关系。公司积极扩品，不断丰富量贩系统合作品项，24 年前三个季度销售量增长较快，同时公司也将结合零食量贩渠道的产品需求，继续加大后续该渠道适配产品的合作力度，以持续推动量贩零食渠道的销售增长。

表 1：三只松鼠、盐津铺子、甘源食品财务概况

公司名称	营业总收入（亿元）				归母净利润（亿元）				毛利率		归母净利率	
	2023	同比	24Q1-3	同比	2023	同比	24Q1-3	同比	2023	24Q1-3	2023	24Q1-3
三只松鼠	71.1	-2.4%	71.7	56.5%	2.2	69.9%	3.4	101.2%	23.3%	25.4%	3.1%	4.8%
盐津铺子	41.2	42.2%	38.6	28.5%	5.1	67.8%	4.9	24.5%	33.5%	31.8%	12.3%	12.8%
甘源食品	18.5	27.4%	16.1	22.2%	3.3	107.8%	2.8	29.5%	36.2%	35.6%	17.8%	17.3%

资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

表 2：三只松鼠、盐津铺子、甘源食品渠道结构及如何切入量贩零食赛道

公司名称	渠道结构（24 年上半年）	如何切入量贩零食赛道
三只松鼠	第三方电商平台收入占比约 81%，其中抖音、天猫系、京东系分别约 24%、21%、16%；分销渠道收入占比约 13%；门店收入占比约 4.5%，其中新店型收入占比 3.4%。	开设自有品牌新店型国民零食店，截至 2024 年上半年，新店型门店 209 家，24 年上半年收入 1.75 亿元；拟以不超过人民币 2 亿元收购量贩零食品牌“爱零食”的控制权或相关业务及资产，目前已签订《投资意向协议》；已经与鸣鸣很忙、零食优选、好特卖等量贩系统建立正式合作。
盐津铺子	直营 KA 商超渠道收入占比约 4%；经销渠道占比约 72%，公司经销商的销售渠道包括小型超市、便利店等传统经销模式，也包含休闲零食专营连锁系统、社区团购、硬折扣等新零售渠道；电商渠道收入占比约 24%。	公司在保持原有 KA、AB 类超市优势外，重点发展电商、零食量贩店、CVS、校园店等，与当下热门零食量贩品牌零食很忙、赵一鸣、零食有鸣等深度合作。
甘源食品	经销渠道收入占比约 83%，终端覆盖大卖场、高端会员店、超市、零食量贩店、连锁便利店、生鲜水果店、交通站等多个场景，电商渠道收入占比约 13%，其中电商自营占比约 9.6%，通过天猫超市、京东自营等电商平台占比约 3.5%。	公司与零食很忙、零食有鸣、赵一鸣、好想来等零食量贩系统建立了稳定的合作关系，24 年前三个季度量贩零食渠道增长较好。

资料来源：对应公司公告、国元证券研究所整理

质价比时代，供应链优势成为休闲零食企业的重要竞争力来源之一。质价比消费趋

势下，休闲零食企业毛利率摊薄，这对其供应链提出更高的要求。各休闲零食上市企业通过加强供应链管理、自建产线、优化区域布局等多种举措降低产品成本、提升盈利能力。

三只松鼠自 2022 年 4 月以来积极加强供应链建设，逐渐与国际国内坚果主产区、原料商建立直采合作，2023 年每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大示范工厂全部完成正式投产。同时，供应链纵深陆续由坚果向全品类延伸。区域布局上，从单一基地逐步向全国五大集约基地的格局发展，华东零食产业园（芜湖）、北区供应链集约基地（天津）、西南供应链集约基地（简阳）逐步建设中，华东基地建成后将有效覆盖 11 个肉食产品与 25 个烘焙产品，有效提升零食品类整体资产比例，北区基地规划建设坚果深加工工厂、分装工厂、组装工厂及物流中心，全面覆盖北部地区，西南基地规划建设分装工厂、组装工厂及物流中心，覆盖西南、西北，并将结合业务发展情况适时引入深加工产线。

盐津铺子在湖南浏阳、江西修水、河南漯河、广西凭祥等地设有 4 个生产基地，公司销售的休闲零食 95% 以上为公司自产。公司通过“给品类做减法”聚焦辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食以及果干坚果等七大品类，全力打磨供应链，精进升级产品力，致力于实现“低成本之上的高品质+高性价比”。

甘源食品拥有萍乡、安阳两大生产基地，其中以萍乡基地为主，生产线布局完备，安阳工厂现阶段主要生产薯片、仙贝、米饼等非瓜子、果仁、豆类产品，未来结合市场产品需求变化，公司还将在安阳工厂逐步布局其他产品线，逐步加大安阳工厂的生产规模。2023 年，公司提出成本优化理念，对上游成本端的采购模式进行改革，加深部分原料战略合作等，从 2024 年上半年情况看，采购成本优化取得一定成效，公司竞争优势提升。

表 3：三只松鼠、盐津铺子、甘源食品供应链建设优化情况

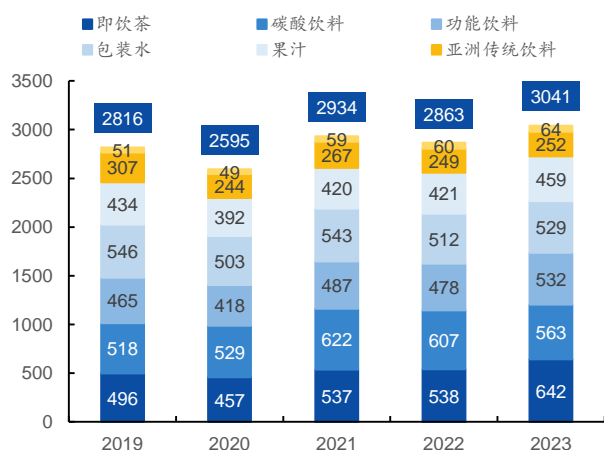
公司名称	供应链建设优化情况
三只松鼠	1) 自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂，截至 2023 年末四大类产线均实现正式投产。2) 借助自有工厂规模及技术优势，积极布局与国际国内坚果主产区、原料商建立直采合作，通过设备、工艺、研发等技术升级和战略采购模式升级，进一步提升产品力，同时借助坚果品类纵深经验，创新合作模式进入全品类核心供应链探索全国供应链集约基地的规划布局。3) 由单一基地向五大基地布局迈进，依托全国供应链集约基地的规划布局，全面升级物流模式。目前芜湖、天津、武汉物流园区已完成规划并投入使用。同时结合渠道策略需求，配套设立长沙及绍兴前置仓。此外，公司在自有仓储业务基础上，积极布局产地仓和云仓，并联合上游多家供应商推动工厂直发，进一步降本增效。
盐津铺子	1) 公司目前在湖南浏阳、江西修水、河南漯河、广西凭祥共有 4 个生产基地，公司销售的休闲零食中，95% 以上为公司自产。2) 2021 年，公司按照“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”的中长期战略，全面启动供应链转型升级提升产品力，大力发展智能制造，持续加大研发投入，推进数字化改革，品类做减法（聚焦核心品类），渠道做加法（拓展全渠道），向上下游进行延伸拓展，进行全产业链布局。3) 持续聚焦七大核心品类：辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、蛋类零食以及果干坚果，全力打磨供应链，精进升级产品力。
甘源食品	1) 拥有萍乡、安阳两大生产基地，其中以萍乡基地为主，生产线布局完备，安阳工厂现阶段主要生产薯片、仙贝、米饼等非瓜子、果仁、豆类产品。2) 改革上游成本端采购模式，加深部分原料战略合作，采购成本优化取得一定成效，公司竞争优势提升。

资料来源：对应公司公告、国元证券研究所整理

3.2 软饮料：功能饮料及即饮茶蕴藏机会，大包装产品获青睐

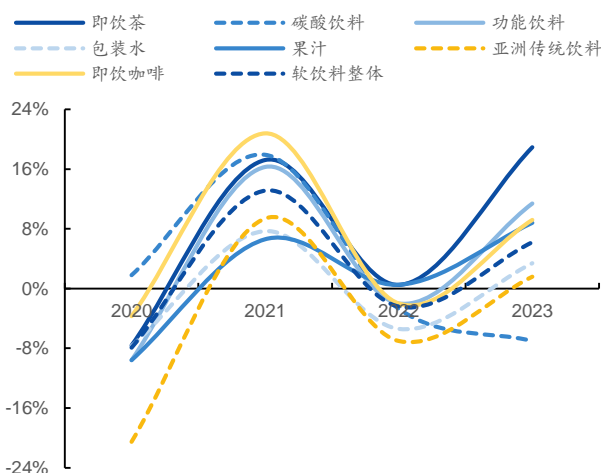
软饮料市场品类分化，即饮茶、功能饮料增速领先。根据尼尔森数据，2023 年，我国线下软饮料市场销售额 3,041 亿元，同比增长 6.2%，从量价看，软饮料市场规模增长更多是量增驱动。2023 年，即饮茶超过碳酸饮料成为软饮料市场中销售额占比最高的品类，功能饮料规模也向碳酸饮料逼近，各品类中，即饮茶、功能饮料、即饮咖啡、果汁较快增长，碳酸饮料规模小幅收缩。含咖啡因、功能化、健康、无糖已成为软饮料消费的重要趋势。

图 25：我国软饮料整体及各品类线下市场规模（亿元）



资料来源：尼尔森、国元证券研究所整理

图 26：我国软饮料线下市场总体及各品类增速（%）



资料来源：尼尔森、国元证券研究所整理

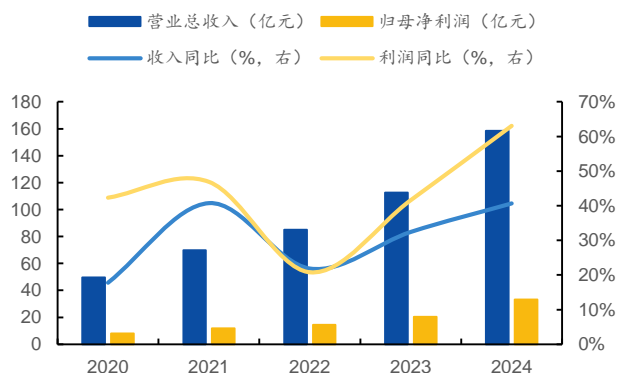
质价比消费兴起下，大包装产品受市场欢迎程度提升。400-600 毫升是饮料行业最主流的规格段，而随着质价比消费的兴起，规格略大的单支大即饮装（600-1249ml）既满足了消费者的即饮需求，又具有更高的性价比，愈发受到消费者的欢迎。根据尼尔森数据，2019 年-2023 年，601-1249ml 的畅饮装增长最快；聚餐场景也使 1.25L-4L 的大瓶及超大瓶装饮料实现了可观的销售额增长；而 4L 以上的包装水桶装品类同时满足了消费者日常解渴和不同生活场景对水的需求；多连包及箱装的产品也成为消费者外出聚餐和家里囤货的首要选择。

软饮料产品种类日趋丰富和软饮料销售渠道的日趋多元等因素的影响下，打造大单品及成功推出新品的难度提升。随着软饮料市场的发展，大单品效应逐渐减弱，新品打造的难度也逐渐提升，根据尼尔森数据，2023 年软饮料行业共推出 3,000 多个新品，而其中月销量破千万的仅 6 个，破百万的仅 81 个，而 2021 年分别为 41 个和 228 个，2024 年上半年，则分别仅有 2 个和 36 个。

东鹏饮料把握饮料功能化、健康化契机，快速成长。2024 年，东鹏特饮销售量份额达到 47.9%，连续四年位居我国能量饮料销售量第一位，较 2020 年上升 20.9 个百分点，销售份额达到 34.9%，较 2020 年上升 14.7 个百分点。同时公司不断拓宽消费场景和消费人群，消费场景从传统的抗疲劳场景延伸至电竞娱乐、户外、休闲聚会等日常场景，消费人群延伸至户外运动爱好者、年轻人、学生等。2023 年，公司

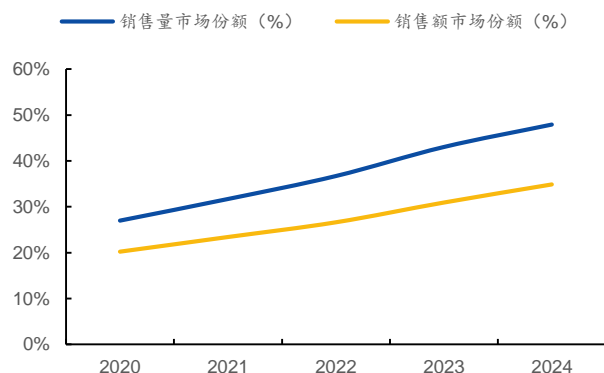
把握消费者健康理念提升带来的电解质饮料机会，推出主打运动补水的电解质饮料“补水啦”，并在功能上实现与东鹏特饮的差异互补，2024 年“补水啦”年销售体量达到 14.95 亿元，同比增长 280%。

图 27：东鹏饮料收入利润情况



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

图 28：东鹏特饮市场份额情况

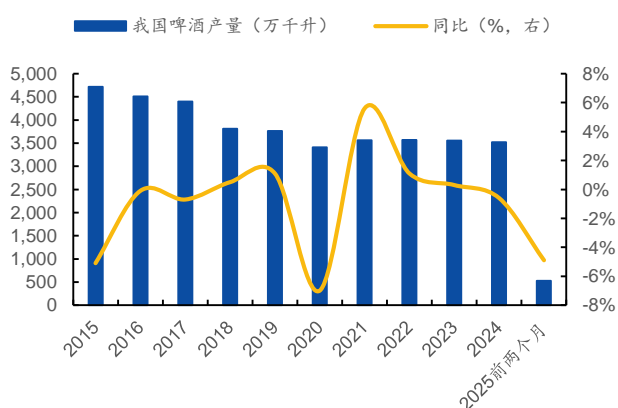


资料来源：东鹏饮料公告、国元证券研究所整理

3.3 啤酒：8-10 元价格带竞争激烈，高端化进入新阶段

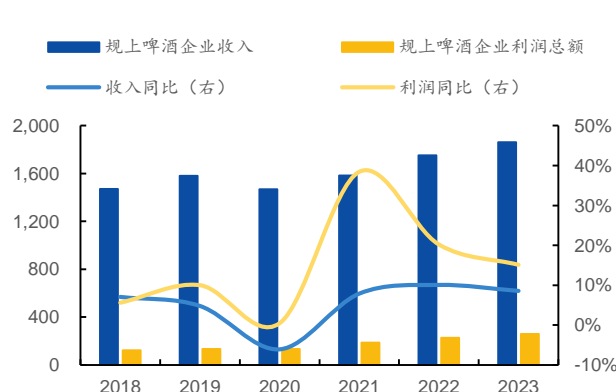
我国啤酒产量小幅下行，18-23 年高端化拉动收入、利润增长。2024 年 1-12 月我国啤酒累计产量 3,521.3 万千升，同比-0.6%，2015 年至今整体呈小幅下降趋势。2018-2023 年，规模以上啤酒企业收入、利润整体呈增长趋势，2023 年规上啤酒企业收入 1,863 亿元，同比+8.6%，利润总额 260 亿元，同比+15.1%，行业收入、利润的增长主要由于价增拉动。

图 29：我国啤酒总产量情况



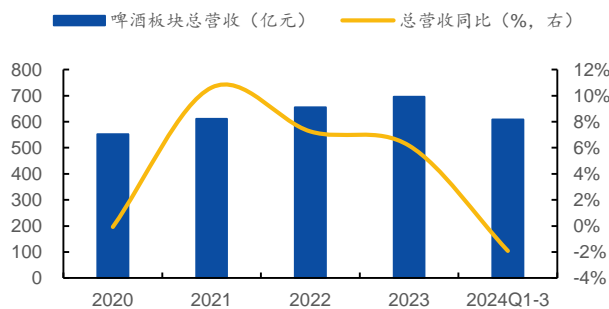
资料来源：Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 30：我国规模以上啤酒企业收入利润（亿元，%）



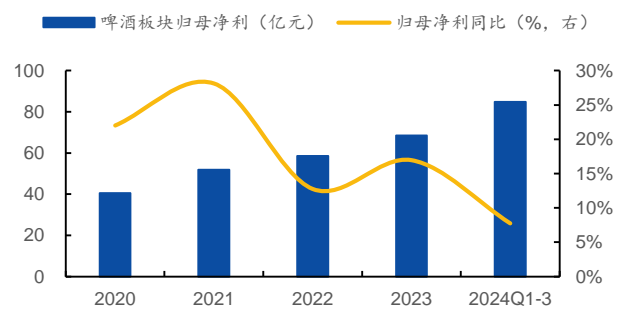
资料来源：国家统计局、中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 31：A 股啤酒板块收入情况



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

图 32：A 股啤酒板块利润情况



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

24 年上半年，餐饮夜店承压影响下，啤酒均价提升步伐暂时放缓。回顾历史数据可以发现，过去几年间啤酒行业规模的增长主要来自产品结构升级的拉动。2024 年上半年以来，消费整体表现相对疲软，尤其是餐饮夜店的暂时承压影响了占啤酒消费超过 50% 的现饮渠道的表现，啤酒的高端化放缓。

表 4：我国主要 A 股上市啤酒企业产品结构、销量及吨价情况

公司	项目	2020	2021	2022	2023	2024H1
青岛啤酒	啤酒业务收入 (亿元)	273.38	296.73	316.97	334.06	198.28
	啤酒销量 (万千升)	782	793	807	801	463
	平均销售单价 (元/升)	3.5	3.7	3.9	4.2	4.3
	单价同比	-	7.0%	5.0%	6.2%	0.7%
	青岛品牌销售收入 (亿元)	172.51	197.96	214.17	232.63	-
	主品牌青岛啤酒销量 (万千升)	388	433	444	456	261
	其中：中高端及以上销量 (万千升)	179.2	279	293	324	189.6
	青岛品牌平均单价 (元/升)	4.45	4.57	4.82	5.10	-
	单价同比	-	2.8%	5.5%	5.8%	-
	青岛品牌销售单价 (元/升)	4.45	4.57	4.82	5.10	-
重庆啤酒	啤酒业务收入 (亿元)	106.25	128.35	136.96	144.41	86.24
	啤酒销量 (万千升)	242.36	278.94	285.66	299.75	178.38
	平均销售单价 (元/升)	4.38	4.60	4.79	4.82	4.83
	单价同比	-	5.0%	4.2%	0.5%	0.3%
	高档啤酒销售收入 (亿元)	-	-	84.19	88.55	52.63
	高档啤酒销量 (万千升)	-	-	138.25	143.75	-
	高档啤酒平均单价 (元/升)	-	-	6.09	6.16	-
	单价同比	-	-	-	1.2%	-
	主流啤酒销售收入 (亿元)	-	-	50.14	52.97	31.74
	主流啤酒销量 (万千升)	-	-	140.81	146.16	-
燕京啤酒	啤酒业务收入 (亿元)	100.78	111.88	121.83	130.98	73.88
	啤酒销量 (万千升)	353.46	362.09	377.02	394.24	230.49
	平均销售单价 (元/升)	2.85	3.09	3.23	3.32	3.21
	单价同比	-	8.4%	4.6%	2.8%	4.0%
	中高档啤酒销售收入 (亿元)	60.28	67.32	76.58	86.79	50.64
	普通啤酒销售收入 (亿元)	40.50	44.56	45.25	44.20	23.24

资料来源：对应公司公告、国元证券研究所整理

注：重庆啤酒自 2023 年调整了不同档次分类标准，2022 年数据为根据 2023 年数据倒推。

8-10 元价格带竞争激烈，快速放量。从需求端而言，8-10 元价格适中，兼具较高品质和较低价格，符合质价比消费趋势。从供应端看，根据酒业家数据，8 元及以上价位带是各大头部酒企营收增长的主力，从增量规模上看，8-10 元价格带是 TOP5 啤酒企业中扩容最快的价位带，也是我国啤酒高端化竞争最激烈的价位带。在这一价位带，汇聚了雪花 SuperX、青岛经典、燕京 U8、乐堡、哈啤冰纯等大单品。

啤酒高端化进入新阶段。尽管啤酒高端化暂时放缓，但主要是短期消费环境承压的影响，2024 年上半年头部啤酒企业的中高端产品收入仍具韧性。而中长期看，啤酒产品单价在酒精饮料中处于相对较低水平，我国人均 GDP 仍处于上升阶段，啤酒消费人群稳定，年轻化市场仍有较大潜力，中国啤酒高端化进程正在从品质提升、价格提高、结构改变，逐步走向价值化、体验化、个性化和场景化的第二阶段。

4.投资建议

消费环境变化和消费观念更加理性等因素影响下，质价比消费逐渐兴起，食品饮料消费渠道日益复杂和多元化，品牌效应减弱，兼具合理性价比和健康、功能、便捷、悦己等属性的产品受到青睐，消费者的多样化需求带来结构性增长机会。量贩零食渠道竞争进入下半场，渠道和供应链领先的休闲零食企业在竞争中更具优势；软饮料赛道含咖啡因和功能性饮料较快增长；啤酒高端化由品质、价格提升带动的结构升级转向价值化、体验化、个性化和场景化的新阶段。建议关注：三只松鼠、盐津铺子、甘源食品、万辰集团、东鹏饮料、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒等。

5.风险提示

消费环境波动风险、渠道竞争加剧风险、食品安全风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

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

证券投资咨询业务的说明

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

法律声明

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

免责声明

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

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027