

分析师：刘冉  
登记编码：S0730516010001  
liuran@ccnew.com 021-50586281

## 疫情后保健品市场增长更值得期待

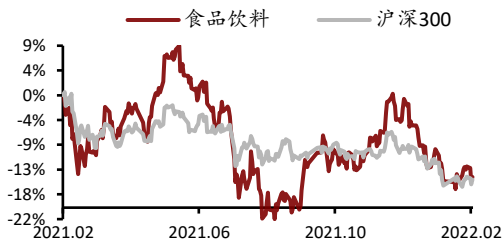
——保健品行业深度分析

### 证券研究报告-行业深度分析

强于大市(首次)

食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期：2022 年 02 月 25 日



资料来源：中原证券

#### 相关报告

《食品饮料行业年度策略：估值压力大，“自下而上”关注局部机会》 2020-11-24

《食品饮料行业分析报告：消费增长低位，成本与需求限制通胀上行》 2020-11-17

《食品饮料行业分析报告：关于白酒板块 9 月份估值回调的分析》 2020-09-28

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

#### 投资要点：

- 保健品消费与经济水平和居民收入有关，发达国家和地区是全球保健品消费的主力。截至 2017 年，在全球保健品消费中中国市场占 16%。尽管消费体量较大，但是中国的人均保健品消费水平仍然很低，未来的潜在市场仍有待企业探索。
- 我们预测，2021 年全球保健品市场的规模超过 1500 亿美元，合人民币接近 9500 亿元。中国的保健品消费市场增长水平高于全球，是新兴后起的消费市场，2021 年中国的保健品市场规模可达到 1500 亿元。后疫情时期，在病菌、老年化等社会环境压力加剧的情况下，中国的保健品市场有望保持较高的增长水平。
- 产销分工是保健品行业的发展趋势，生产商与品牌商分别在生产和销售环节上各有侧重并相互协作，共同谋取利润最大化。
- 在中国，保健品的生产和品牌市场正在从分散走向集中，头部企业引领了行业的发展。目前，国内规模较大的保健品生产商包括：广东的仙乐健康和汤臣倍健（A 股上市公司）、江苏的艾兰得、山东的威海百合；全球领域规模较大的保健品生产商包括：欧洲的 AYANDA、澳大利亚的 LIPA、美国的 Pharmavite，以及美国的 GNC。国内市场前十大品牌的市份额仅 30%，市场仍有进一步集中的潜力。目前占据国内市场的前十大品牌商包括：无极限、安利、完美、东阿阿胶、汤臣倍健、康宝莱、华润、辉瑞、新时代和强生，总计份额为 29.7%，剩余 70.3% 的市场份额由其它品牌占据。
- 在保健品生产商的营业成本结构中，直接材料占比在 65% 至 75%，包材成本占 20% 至 30%，直接材料的价格波动对于公司经营有切实影响。直接材料主要包括：明胶、鱼油、维生素、鳕鱼肝油、硫酸软骨素以及能源。
- 投资建议：到 2022 年 2 月 24 日收盘，A 股保健品板块跌幅较大。按照 2022 年 2 月 24 日收盘价，仙乐健康和汤臣倍健 2022 年估值已经分别回落至 17 倍和 19 倍。我们认为，疫情过后居民对于保健品的消费支出有望加大，叠加社会老龄化正在加速，长期来看保健品市场的稳定增长能够得以保障，建议关注 A 股保健品板块。

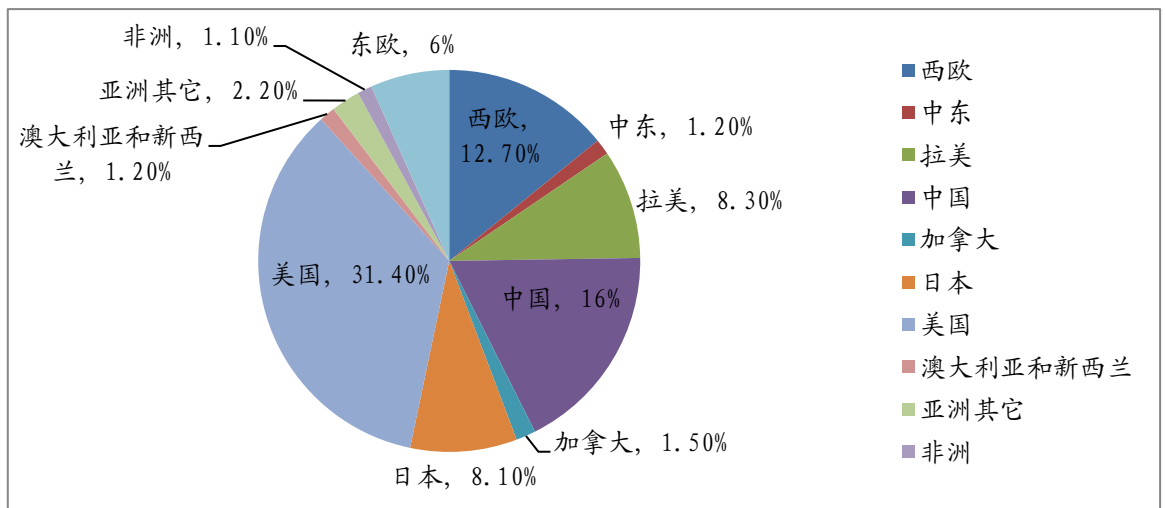
**风险提示：**保健品行业的潜在风险包括：突发的行政整顿导致市场阶段性萎缩；核心原料价格大幅波动。

## 1. 中国作为后起市场增长较快

### 1.1 全球保健品市场的规模和格局

保健品消费与经济水平和居民收入有关，发达国家和地区是全球保健品消费的主力。营养保健品既不是药品，也不是食品，且并没有统一的称谓——在美国被称为“膳食补充剂”，在欧盟被称为“食品补充剂”，在我国被称为“膳食营养补充剂”。保健品的消费与居民消费水平有较大关系：居民收入高的地区，人均消费较高；一个地区，随着经济发展和收入提升，保健品消费市场将会逐渐打开并且快速增长。保健品的主要消费国分布在北美洲、欧洲和亚洲。美国、英国和欧盟是传统的保健品消费市场，亚洲的主要消费国包括日本、韩国、新加坡等。早在上世纪八十年代，在欧美日等发达国家，保健食品的市场渗透率就已经很高，食用保健品的习惯深入到日常生活。截至2017年，在全球保健品消费中，美国市场贡献了31.4%的份额，欧洲国家贡献18.7%的份额，中国市场占16%，日本市场为8.1%，上述国家是保健品消费的主力。

图表1：全球保健品消费分布（2017年；消费额）



资料来源：中原证券 Euromonitor

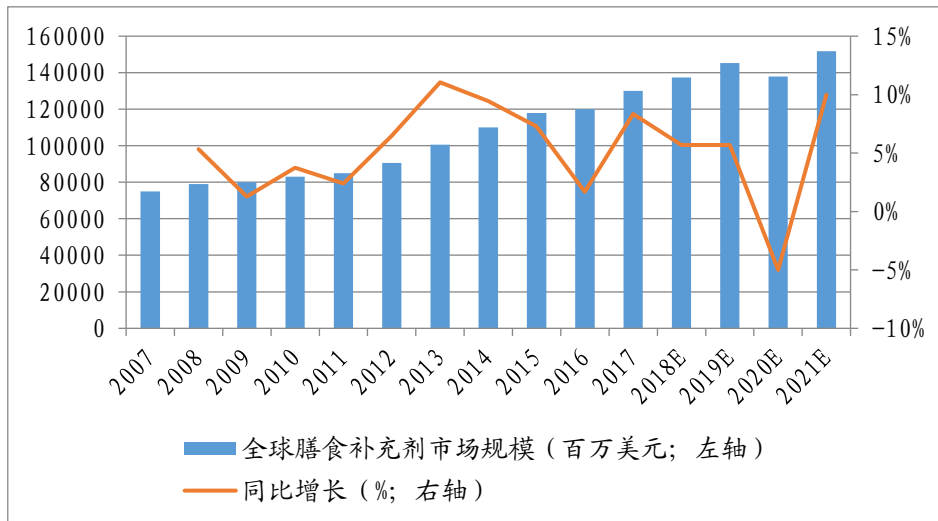
尽管消费体量较大，但是中国的人均保健品消费水平仍然很低，未来的潜在市场仍有待企业探索。尽管中国的保健品消费总量很大，目前已经占据全球消费的16%，是世界第二大消费市场。但是，中国的保健品消费主要集中在华东、华南等经济发达省份；并且，全国的人均消费量仅有美国的1/10、日本的1/7，因而人均口径上仍有很大的发展空间。

### 1.2 全球保健品市场的增长情况

全球保健品市场呈稳健低位增长，疫情后全球需求有望反弹和回补。2017年，全球保健品市场的规模是1300亿美元，合人民币约8190亿元。2007至2017年，全球保健品市场的销售额年均增长5.7%，我们预测，2021年全球保健品市场的规模超过1500亿美元，合人民币接近9500亿元。营养保健食品行业近年来呈现持续增长的态势，未呈现明显的周期性特征，但是在

春节等节假日期间会呈现短期的销售旺季。由于全球疫情的冲击，我们预测 2020 年全球保健食品的销售额略微下滑，但是 2021 年全球需求有望反弹和回补。2021 年下半年，北美市场的需求急速反弹，即使在海运和港口费用飙升的情况下，到岸量仍然激增。

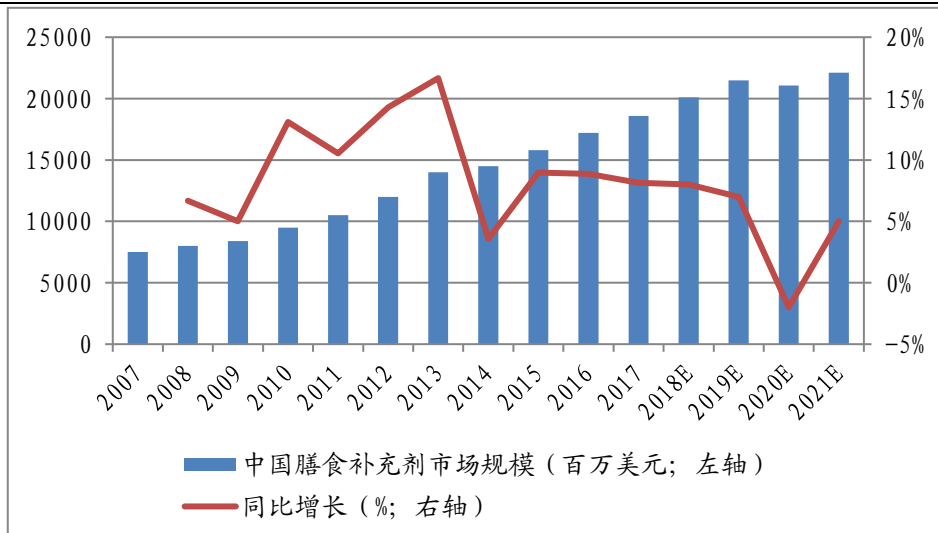
图表 2: 全球膳食补充剂市场规模及其增长



资料来源: 中原证券 Euromonitor

中国的保健品消费市场增长水平高于全球，是新兴后起的消费市场。中国保健品消费市场的销售额稳步增长：2007 至 2017 年的年均增幅达到 9.58%，高于同期的全球保健品消费增长水平。到 2017 年，中国的保健品消费市场规模达到 186 亿美元，合人民币约 1172 亿元。按照既有的增长水平，我们预测：2021 年中国的保健品市场规模可达到 1500 亿元。后疫情时期，在病菌、老年化等社会环境压力加剧的情况下，中国的保健品市场有望保持较高的增长水平。

图表 3: 中国膳食补充剂市场规模及其增长



资料来源: 中原证券 Euromonitor

## 2. 产业分工和企业布局

产销分工是保健品行业的发展趋势，生产商与品牌商分别在生产和销售环节上各有侧重并相互协作，共同谋取利润最大化。在全球营养保健食品行业中，欧美企业处于领先地位，以辉瑞制药、Pharmavita 等为代表的欧美医药健康企业，具有多年的产品研发经验和广泛的品牌知名度，处于行业领导地位。随着行业走向成熟，品牌商与生产商分工明确，二者协同发展。品牌商经营重点在于市场研究、产品营销和推广，及市场渠道的拓展；生产商的重点在于配方研制、产品生产、质量控制及供应链管理。通过生产商的规模效益，行业能够降低产品开发和生产成本；通过品牌商的市场运营，行业能够更加有效地整合和运营市场，降低生产商的市场投入，使其专注于研发和生产环节。

在中国，保健品的生产和品牌市场正在从分散走向集中，头部企业引领了行业的发展。在中国，保健食品制造业起步较晚，消费习惯养成得较晚。市场发展初期，进入行业的企业众多，市场集中度低、竞争无序：根据《2017 年食品药品监管统计年报》，截至 2017 年，政府共计签发 2317 件保健食品生产许可证；尽管企业数量众多，但是大多规模小，竞争力差。近年来，随着市场发展，行业整合逐渐开始，优秀企业加速扩张，一些大中型企业通过建立研发中心或加大品牌投入提升竞争力，获得了更大的全球市场份额。随着市场集中度上升，市场规模大，创新能力强，名播全球市场的头部企业正在脱颖而出。

### 2.1 国内的生产商

保健品生产商的上游主要由原料生产商构成，主要包括：农产品、化工、动植物提取和原料药等领域的加工企业。其中，动植物提取原料主要包括明胶、益生菌、功能糖、叶黄素、鱼油等；原料药包括维生素和矿物质；农产品包括糖、玉米淀粉等。保健品生产商的下游是品牌商和渠道商：品牌商擅长品牌营销，享有较高的环节溢价，目前占有国内市场份额的知名品牌商包括无极限、安利、完美、东阿阿胶、汤臣倍健、康宝莱、华润、辉瑞、脑白金等；渠道商主要指药品、母婴、商超、便利店等连锁化零售网点，以及电商渠道。不同于原料商、品牌商和渠道商，保健品生产商致力于中间加工环节，主要负责提供产品方案、产品开发和产品生产，其中包含了原料采购、产品研发和试验、工艺调试、标准制订、产品备案或注册，以及将产品付诸生产等多项核心工作。生产商的目标是向下游客户交付其所要求的产品，并赢取信任和长期合作关系。尽管中间环节的利润率往往较低，但是随着生产企业大型化，并不断增强研发和备案能力，完善标准体系和质量控制，提高规模化生产效率，保健品生产企业面向上下游的议价能力增强，企业的盈利能力未来有望提升。

目前，国内规模较大的保健品生产商包括：广东的仙乐健康和汤臣倍健（A 股上市公司）、江苏的艾兰得、山东的威海百合；全球领域规模较大的保健品生产商包括：欧洲的 AYANDA、澳大利亚的 LIPA、美国的 Pharmavite 及美国的 GNC。上述企业大都成立于上世纪九十年代，部分生产商兼营品牌和渠道，如汤臣倍健、威海百合、GNC、Pharmavite 等。尽管都是生产保健品，产品具有一定的同质性；但是，有的企业产品在普适的同时也具有侧重，如针对运动营养



如 GNC，或针对海洋营养如威海百合。上述企业中，有的致力于向产业链上下游发展，如汤臣倍健不仅在国内市场自建营销渠道，而且在澳大利亚收购了当地知名品牌 Life-space 及其渠道；有的采用外延式收购的路径，在海外广泛收购同类资产，如仙乐健康和艾兰得。

图表 4: 全球重要的保健品生产商

企业	国别/省份	成立时间	定位	经营内容
仙乐健康	广东省	1993 年	生产商	生产胶囊、软糖、饮品、粉剂等各种剂型的保健品，向国内外品牌渠道商提供方案和产品。公司在 2016 年收购了欧洲大型生产商 AYANDA，借此进入了欧洲市场。
汤臣倍健	广东省	1995 年	生产商和品牌商	公司兼为保健品的生产商和品牌商，在为客 户提供生产方案和产品的同时，也建设自有 渠道以及打造自有品牌。此外，公司致力于 原料建设，在巴西、澳大利亚等地建立了五 个原料专供基地。
威海百合	山东省	1996 年	生产商和品牌商	公司是一家以研发海洋生物和专业生产膳食 营养补充剂的股份制企业，可生产软胶囊、 硬胶囊、片剂、粉剂、颗粒剂、丸剂、口服 液等剂型。旗下拥有自主营养保健食品品牌 “百合康”。
艾兰得	江苏省	2010 年	生产商	公司从事健康营养保健食品的研发、生产与 销售。公司先后收购了美国膳食补充剂合 同生产商 IVC、美国粉剂营养品制造商 ADAM、荷兰健康草本调理品牌 BLOEM、 爱尔兰 Perrigo 在美国的营养品业务。
GNC	美国	1935 年	生产商和品牌商	公司总部位于美国宾夕法尼亚州，在纽交所 上市，主要产品包括维生素、矿物质、草本 提取物、以及体重管理和能量补充产品，擅 长运动类营养。公司兼营生产和品牌：拥有 自主品牌 GNC 的同时，也承接客户的合同 生产。
Pharmavite	美国	1971 年	生产商和品牌商	公司是全美最大的膳食补充剂生产商之一； 公司旗下自主品牌有 Nature Made、 megaFood、INNATE、SOYJOY。

LIPA

澳大利亚

1995年

生产商

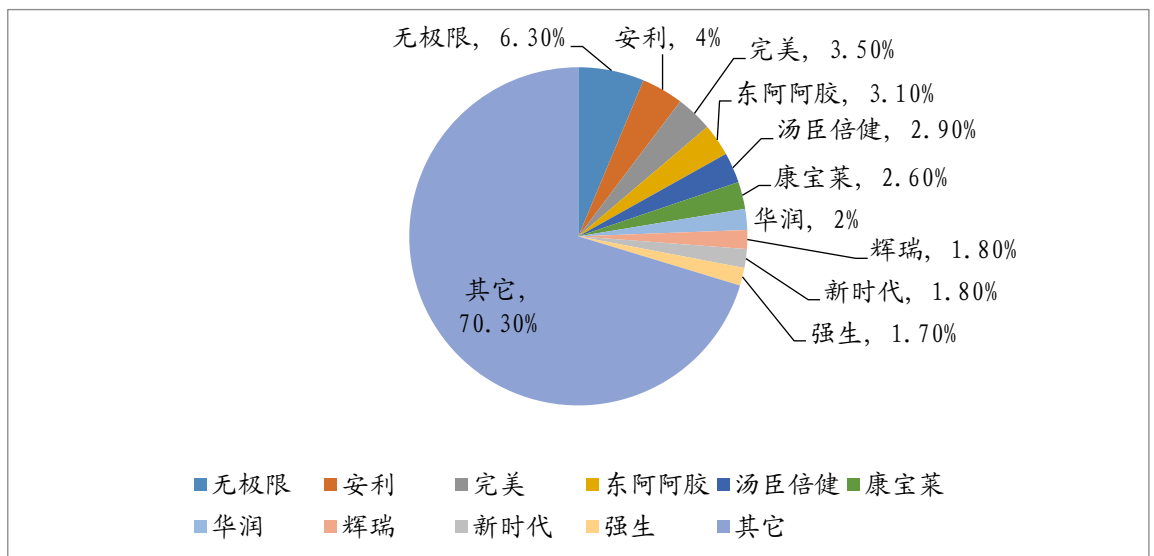
公司主要从事膳食补充剂及OTC制剂合同生产。

资料来源：中原证券 企业官网

## 2.2 国内的品牌商

国内市场前十大品牌的市份额仅30%，市场仍有进一步集中的潜力。目前占据国内市场的前十大品牌商包括：无极限、安利、完美、东阿阿胶、汤臣倍健、康宝莱、华润、辉瑞、新时代和强生。以2017年的销售额为口径，上述品牌在中国保健品市场的份额分别为6.3%、4%、3.5%、3.1%、2.9%、2.6%、2%、1.8%、1.8%和1.7%，总计份额为29.7%，剩余70.3%的市场份额由其它品牌占据。成熟市场的CR10一般超过50%，中国品牌商市场的格局基本上得以有效地整集中，但是距成熟市场还有进一步集中的可能性。在前十大品牌商中，无极限（香港）、东阿阿胶、汤臣倍健、华润和新时代是国产品牌，其余的基本上都是美国品牌如安利、康宝莱、辉瑞和强生。

图表5：国际品牌商在国内市场的份额（2017年；销售额）

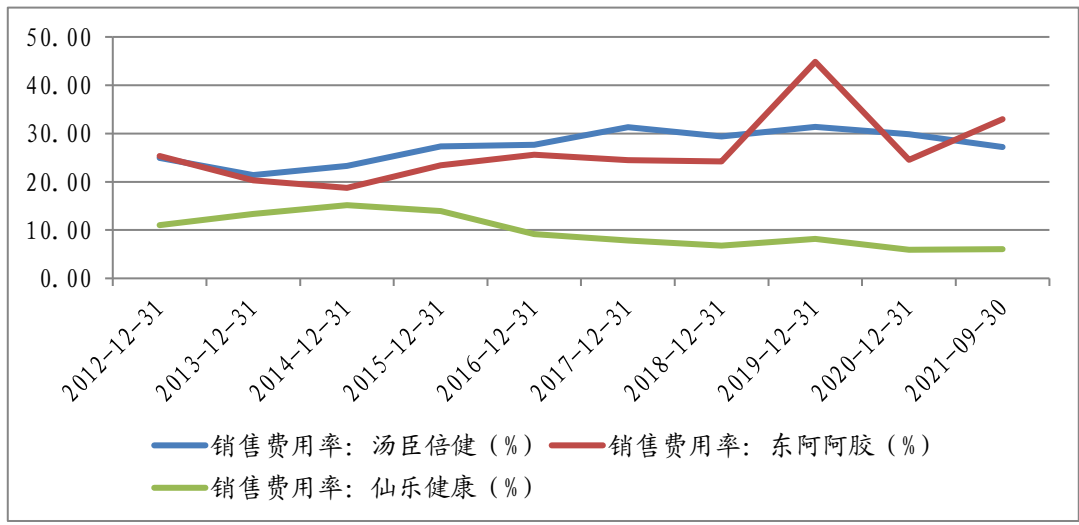


资料来源：中原证券 Euromonitor

在中国的巨大消费市场中，品牌商须有强大的资金实力，用于布局渠道和营销品牌，市场进入门槛较高。以第一大品牌无极限为例，无极限是香港李锦记集团旗下的中草药健康板块的品牌，成立于上世纪90年代，经过多年耕耘，无极限目前在大陆市场拥有30余家分公司、7000多家专卖店，并在中国拥有三处大型中心广场。安利是1959年创立于美国的日用品和保健品直销公司，“安利”和“纽崔莱”是其著名品牌，安利在全球拥有100万名销售专家。完美是马来西亚的健康产品企业，在华总部设在广东中山，在华拥有33家分支机构，以及6200余家专卖店。除了渠道布局和建设，以及销售人员大量的投放，品牌商仍需投入巨额的广告宣传费用，持续增强品牌的响亮度和影响力。比如，汤臣倍健是国产品牌中致力于深耕市场的企业，公司

2012 年以来的年均销售费用率高达 27.37%，同期东阿阿胶的年均销售费用率也高达 26.45%；但是相比之下，生产商的销售投入就小得多，比如仙乐健康同期的年均销售费用率仅 9.74%。

图表 6： 品牌商与生产商的销售投入差异



资料来源：中原证券 WIND

### 3. 行业主要原材料

保健品按照剂型可分为胶囊、软胶囊、粉剂、饮品、软糖、片剂等；按照功能则分为蛋白质补充、维生素补充、矿物质补充等；按照服务人群可分为普通人群、老年人、儿童、母婴和运动人群等。

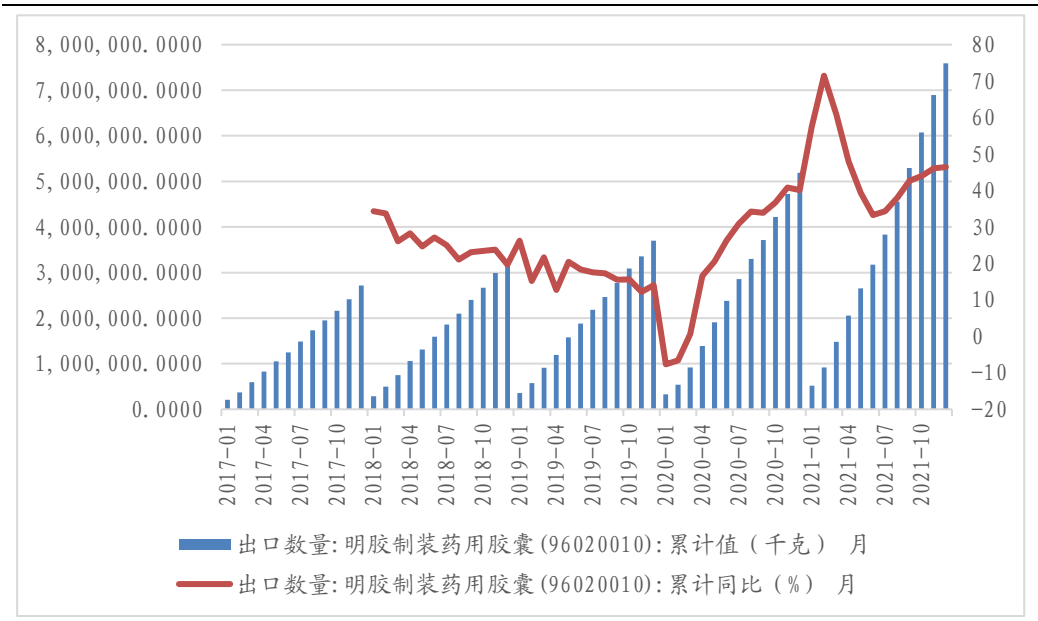
保健品的原料主要来自动植物提取物、农加工物和原料药，主要原料包括：明胶、鱼油、骨胶原、维生素、功能糖、叶黄素、益生菌等，其中部分原料以进口为主，如明胶、鱼油、维生素、骨胶原和益生菌等。

#### 明胶

明胶是用来制造胶囊体的主要原料。明胶是动物胶原部分水解后的产物，与胶原同源，属于大分子蛋白质，也是天然的营养食品添加剂。明胶迄今被开发的用途包括：食用，如果冻和食品添加剂；药用和医用，如药品胶囊和凝血剂；以及用于摄影显影技术。二十世纪初期，美国人发明了胶囊生产机器，首次将明胶制造成为胶囊，并自此广泛用于制药领域。欧洲与亚太国家是全球明胶的主要生产和出口国。上世纪八十年代之前，欧洲是主要的明胶产地，以产骨明胶为主；之后，借助巨量的生猪养殖，中国成为全球主要的明胶生产国和出口国，并以产皮明胶为主。除中国外，澳大利亚、韩国和日本也是明胶的生产大国。目前，国内生产和出口明胶的企业 100 余家，其中年产量 4000 吨的有十余家，其它的年产量都在 2000 吨以下。其中，获得食用和药用明胶生产许可证的企业分别有 40 余家和 20 余家。按照上述数据，粗略估算中国的明胶年产能约 22 万吨，其中食药明胶 12 至 18 万吨。

我国是全球明胶胶囊加工领域的重要一环，是明胶胶囊的出口大国。2021年，中国出口明胶胶囊 7593.51 吨，同比增长 46.43%。2017 年以来，中国企业的胶囊出口量保持在较高的增速水平，不断加大全球的胶囊供应。

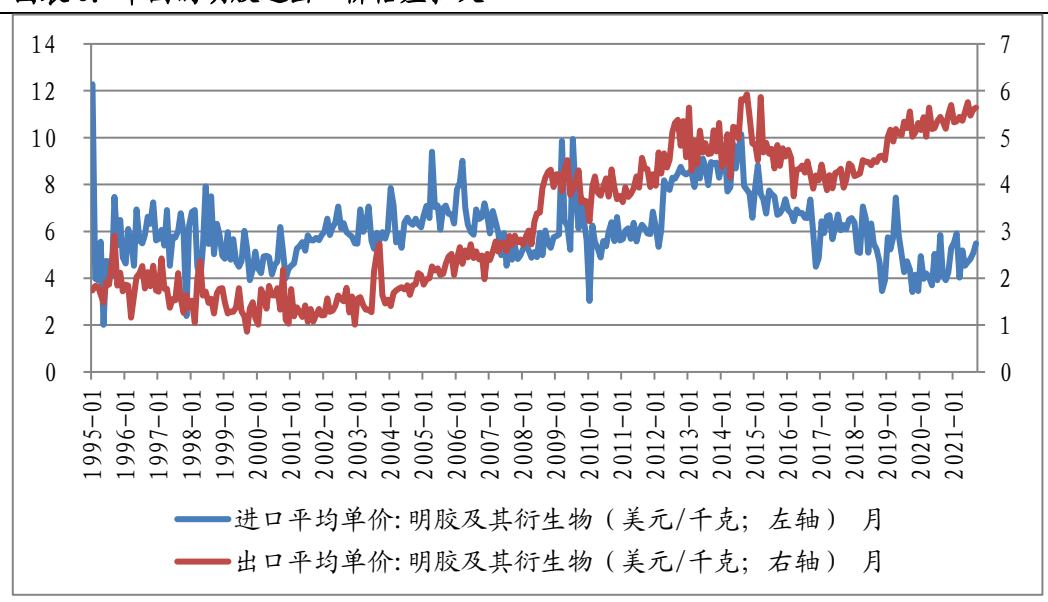
图表 7：明胶胶囊的出口情况



资料来源：中原证券 WIND

除了出口总量趋势性增长，胶囊出口均价也在大幅上涨，同时进口明胶的均价却在下行。2021 年 12 月，中国进口明胶的均价为 4.66 美元/千克，同比下降 11.78%，较 2017 年 1 月下降 27.56%；同期，中国明胶胶囊的出口均价为 25.75 美元/千克，同比上涨 6.92%，较 2017 年 1 月上涨 30.39%。作为全球供应链的中间环节，中国胶囊加工的利润空间不断走阔。

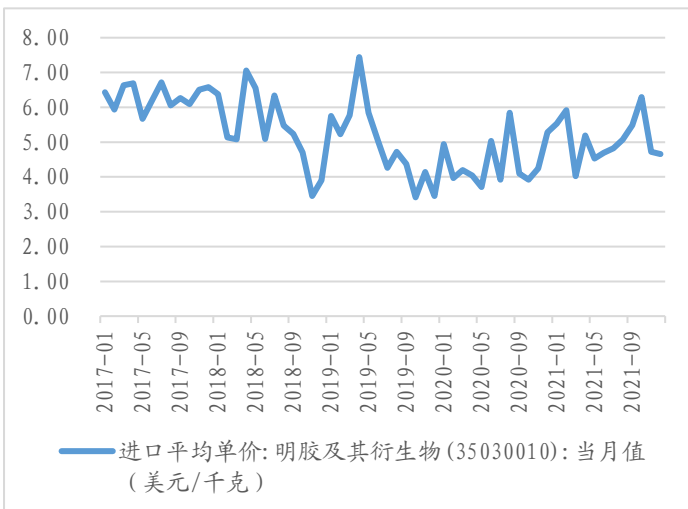
图表 8：中国的明胶进出口价格差拉大



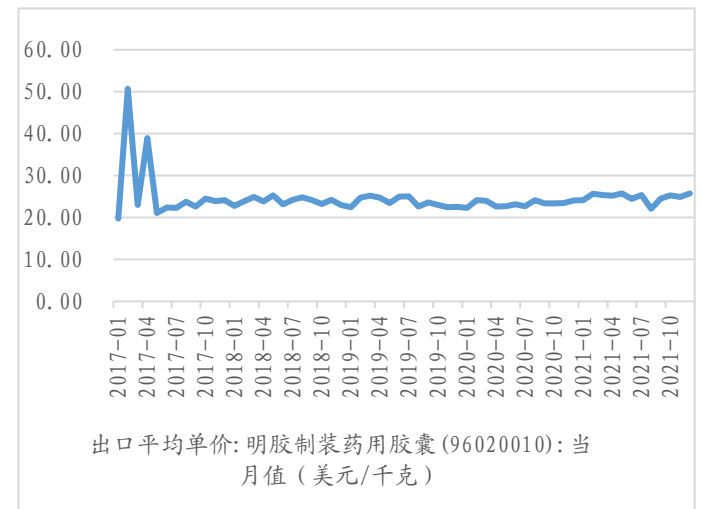
资料来源：中原证券 WIND



图表 9: 明胶进口均价



图表 10: 明胶胶囊出口均价

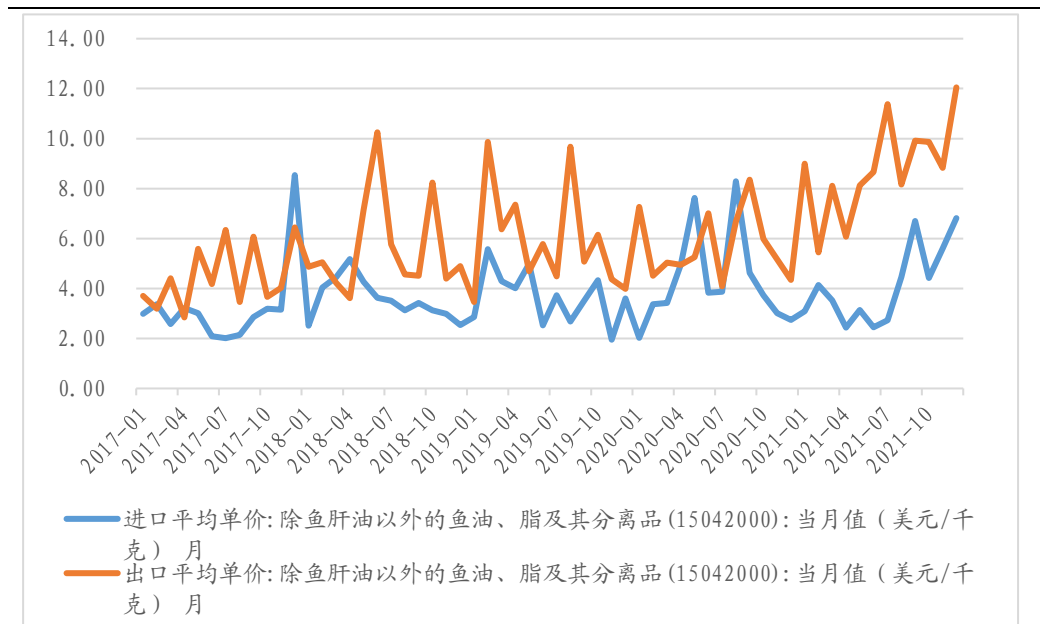


资料来源: 中原证券 WIND

### 鱼油

挪威等北欧国家是鱼油的主要产出和出口国。疫情爆发以来,鱼油的进出口均价大幅上行: 2021年12月,鱼油进口均价为6.81美元/千克,较2020年1月上涨235.54%;同期,鱼油出口均价为12.05美元/千克,上涨65.91%。疫情以来,鱼油的进出口价差明显走阔,至2021年年底达到5.24美元。疫情之前,进口鱼油均价维持在2至4美元/千克,出口鱼油均价维持在3至6美元/千克,二者偶尔出现价格倒挂。

图表 11: 鱼油进出口均价



资料来源: 中原证券 WIND

## 维生素

维生素进口价格指数波动较大，2021 年以来短期上行，但是目前也并没有处于十分高的历史水平。维生素进口价格指数在 2019 年曾一度飙升，当年价格指数涨幅高达 66.98%。但是，长期来看，维生素进口价格指数整体呈现下跌趋势：2021 年 12 月的价格指数较 2017 年 1 月下跌了 28.93%。

图表 12: 维生素进口价格指数



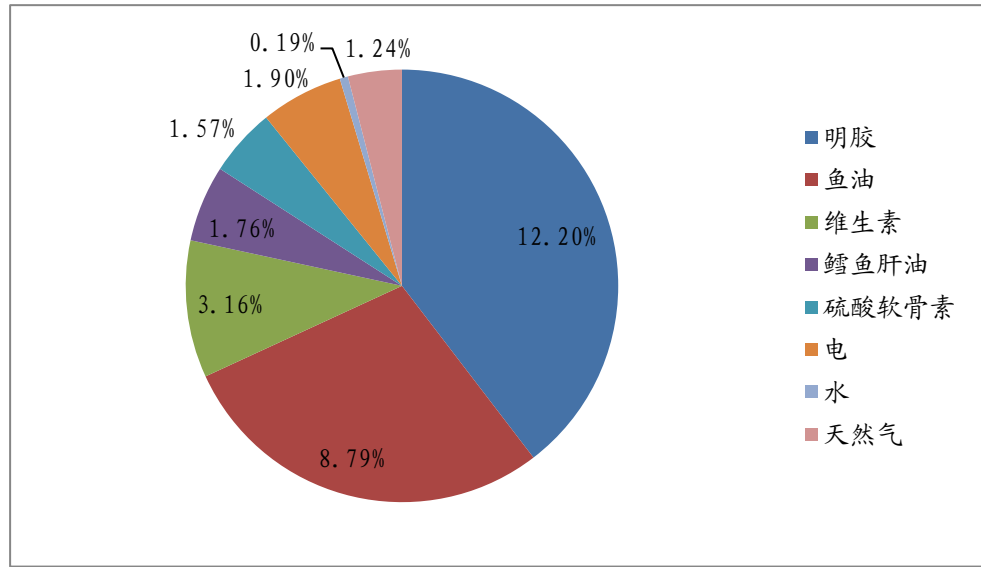
资料来源：中原证券 WIND

## 4. 行业成本结构

保健品生产的主要成本是直接材料，原料价格波动对于生产商的经营有一定影响。在保健品生产商的营业成本结构中，直接材料占比在 65%至 75%，包材成本占 20%至 30%，直接材料的价格波动对于公司经营有切实影响。直接材料主要包括：明胶、鱼油、维生素、鳕鱼肝油、硫酸软骨素以及能源。在直接材料中，明胶、鱼油、维生素和蛋白粉的成本占比相对较大，是产品生产中的核心原料。

我们以 2019 年仙乐健康的成本结构为例：明胶在公司的产品成本中占比 12.2%，鱼油占 8.8%，维生素占 3.2%，鳕鱼肝油占 1.8%，硫酸软骨素占 1.6%，电力占 1.9%，天然气占 1.2%，水占 0.2%。

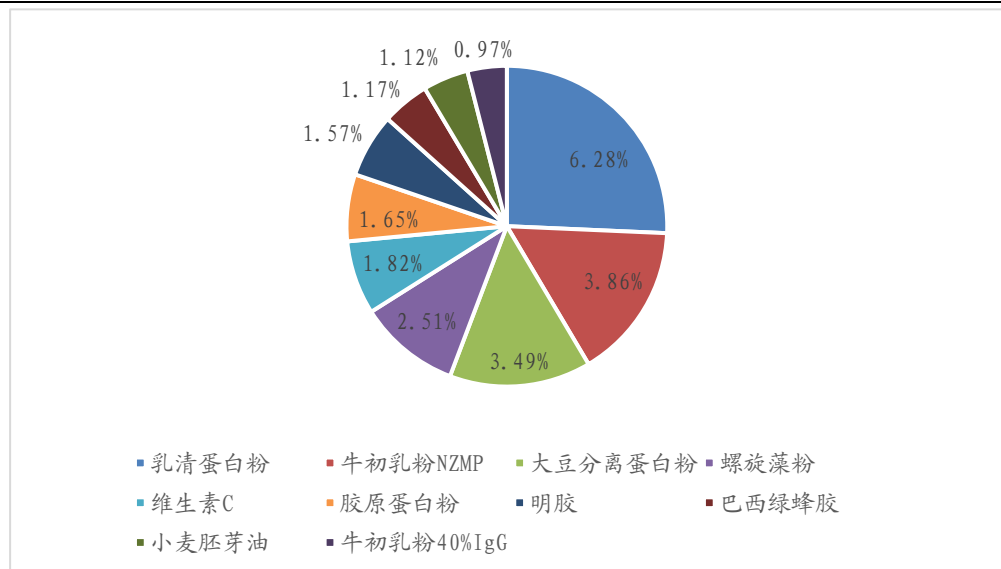
图表 13: 仙乐健康的成本结构 (2019 年)



资料来源: 中原证券 仙乐健康招股说明书

以 2009 年汤臣倍健的成本结构为例: 在营业成本中, 乳清蛋白占比 6.28%, 牛初乳占比 5.03%, 大豆蛋白粉占比 3.5%, 螺旋藻占比 2.5%, 维生素占比 1.82%, 胶原蛋白占比 1.65%, 明胶占比 1.57%, 蜂胶占比 1.17%, 小麦胚芽油占比 1.12%。

图表 14: 汤臣倍健的成本结构 (2009 年)



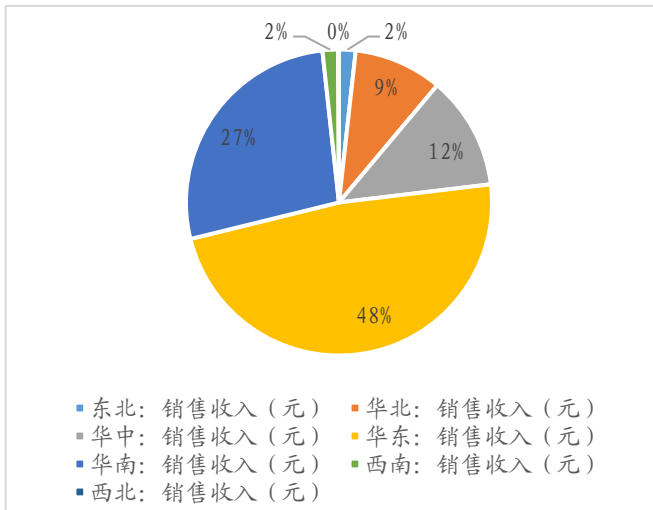
资料来源: 中原证券 汤臣倍健招股说明书

由于公司的运营模式以及产品结构不同, 保健品生产商的成本结构也迥异。仙乐健康专注于大单品生产, 以自主生产为主, 因而主要原料的成本占比较大; 汤臣倍健的产品结构较为复杂、种类繁多, 因而需要的原材料更加多样, 同时它将部分生产外包, 这就促使: 一是直接材料占比相对小, 二是各项原材料的占比都有限, 因而一项材料价格波动不会带来大幅的成本波动。

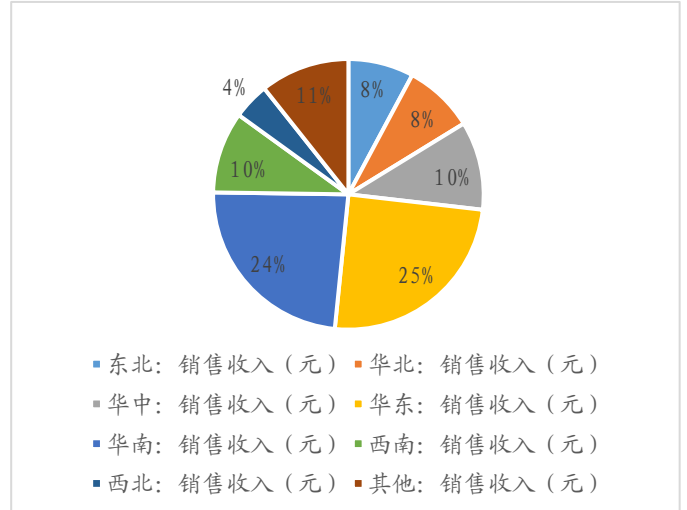
## 5. 国内市场的消费空白

在我国，华东和华南市场是保健品消费的主力，其余区域市场仍有挖掘空间。保健消费属于可选型消费，与居民可支配收入以及消费能力息息相关。一般情况下，居民消费能力越强，保健品市场的需求就越大，市场规模就越大。国内的保健品消费主要集中在华东和华南，两大区域的居民是保健品消费的主力。以汤臣倍健为例，2017年，华东和华南市场在公司当期收入中的销售额占比达到49%；以仙乐健康为例，2018年，华东和华南市场分别为公司贡献了48%和27%的销售收入，合计达到75%。华中和华北市场的销售份额明显不足，与其经济实力并不匹配，而西南、西北、东北市场的消费不足更为显著。我们认为其原因包括：居民可支配收入水平有限、市场渠道的渗透不足、消费理念欠缺等原因。未来，在华中、华北等经济较发达区域，保健品企业仍有较大的挖掘空间。

图表 15: 仙乐健康国内市场分布 (2018 年)



图表 16: 汤臣倍健国内市场分布 (2017 年)



资料来源：中原证券 仙乐健康 2018 年年报 汤臣倍健 2017 年年报

## 6. 行业政策

保健品行业的政策门槛设立地较为合理，基本上以长期鼓励企业准入和参与竞争为导向。按照我国的行业准则，保健品生产商须对每款产品进行注册或备案；出口的保健品则按照出口国的法规办理相关手续。英美国家对于保健品进口不设立市场准入门槛，但是进口产品须纳入本国的质量管理体系，产品质量须符合本国的标准；其他国家，如澳大利亚，企业须获得其官方认证文件才可进入市场。我国在近期放开了流通领域的限制，零售单位在工商部门自行变更经营范围后即可售卖保健品，为保健品在我国市场的广泛流通去除了障碍，保健品的经销渠道有望扩容。

## 7. 投资建议

随着经济发展和城市化的完成，中国居民收入仍将长期增长。鉴于中国的人均保健品消费水平仍较低，国内保健品市场仍有较大的空白和潜力。鉴于国内市场，前十大品牌商的份额合计仅达到 30%，市场仍有进一步向大品牌靠拢的趋势。

到 2022 年 2 月 24 日收盘，A 股保健品板块跌幅较大，如仙乐健康的股价自 2020 年 9 月开始下跌，跌幅已经接近 60%；汤臣倍健的股价从 2021 年 5 月开始下跌，跌幅也接近 40%。按照 2022 年 2 月 24 日收盘价，仙乐健康和汤臣倍健 2022 年估值已经分别回落至 17 倍和 19 倍。我们认为，疫情过后居民对于保健品的消费支出有望加大，叠加社会老龄化正在加速，长期来看保健品市场的稳定增长能够得以保障，建议关注 A 股保健品板块。

## 8. 风险提示

保健品行业的潜在风险包括：突发的行政整顿导致市场阶段性萎缩；核心原料价格大幅波动。



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖。