

水果零售龙头，强化供应链赋能

——百果园集团（2411.HK）招股说明书解读

2023年1月10日

- ❑ **水果零售的龙头平台。**百果园成立于2001年，是一家水果经营商，通过加盟、代理与自营等方式进行果品销售。在2021年，百果园水果零售总额127亿元，在中国水果零售市场中排名第一，市占率1%。
- ❑ **水果零售市场高度分散。**弗若斯特沙利文数据显示，2021年我国水果零售市场规模达到12290亿元。中国水果零售市场竞争激烈，高度分散。2021年，中国水果零售市场前五大参与者合计共占市场份额仅有3.6%。随着消费能力与健康意识的提升、供应链发展与冷链仓储技术的发展以及国家政策支持，水果零售市场仍将持续发展，沙利文预计2021-2026年市场规模将以7.6%的年复合增速增长至17750亿元。
- ❑ **强化供应链赋能，持续加盟扩张。**作为水果零售商，百果园于国内率先推出水果分级评价体系，并与供应商合作持续优化水果品质，推出如红芭蕾草莓、良枝苹果等多个自有品牌。同时，公司以加盟和区域代理模式为主进行业务扩张。截至1H2022年底，公司总门店数达到5451家，公司管理的加盟门店占比达到81.7%。
- ❑ **风险提示：**市场竞争加剧风险、加盟拓展不及预期、未来可能出现亏损。

- 百果园：水果零售领域的龙头
- 生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈
- 强化果品供应链赋能，加盟助力业务扩张
- 利润水平持续恢复，现金流充足
- 风险提示

中国第一的水果零售商。百果园成立于2001年，主要销售水果与果制品。截至2022年11月，公司已经发展出超过5600家线下门店，覆盖全国超过140个城市。同时，公司亦有自身APP与京东、天猫等电商平台进行线上渠道销售。以零售额计，公司是2021年全国第一大水果零售商，占中国市场总份额1%。

图1：百果园官网



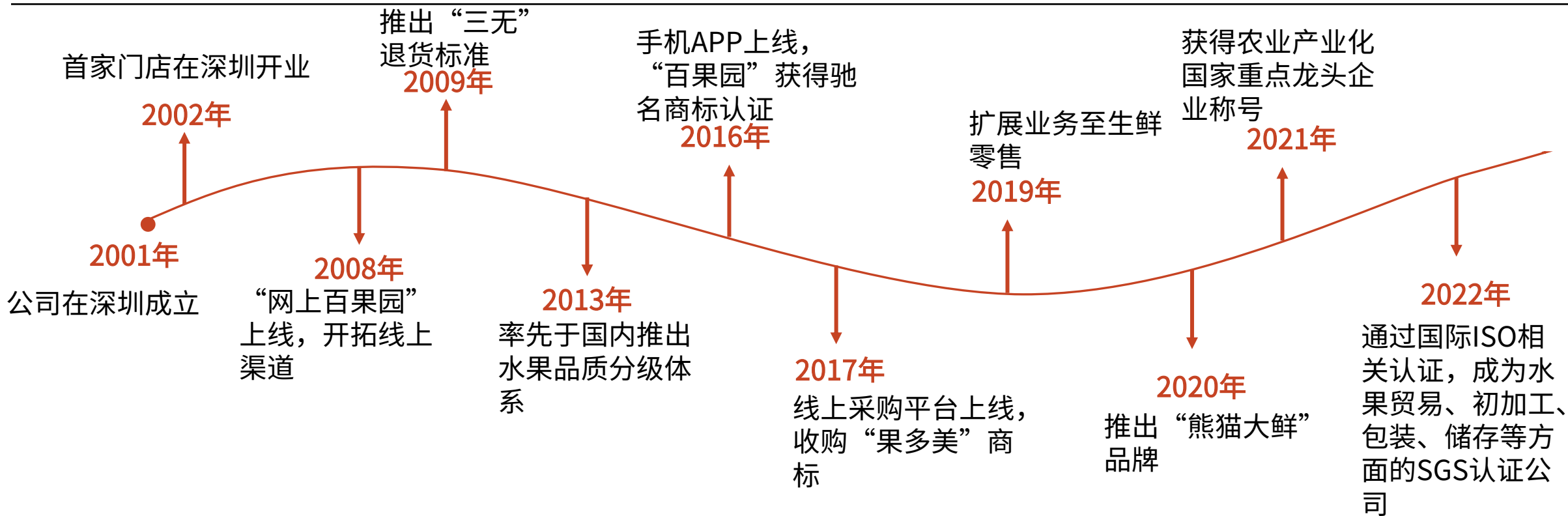
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

百果园：水果零售领域的龙头

经过二十余年的持续发展，公司2021年总订单量已超过2.9亿单，总水果零售额达到127亿元，在所有零售企业以及水果专营企业中均位列第一，并继续扩展业务至鸡蛋、鲜蔬、鲜肉等其他生鲜品类。

图2：百果园发展历程

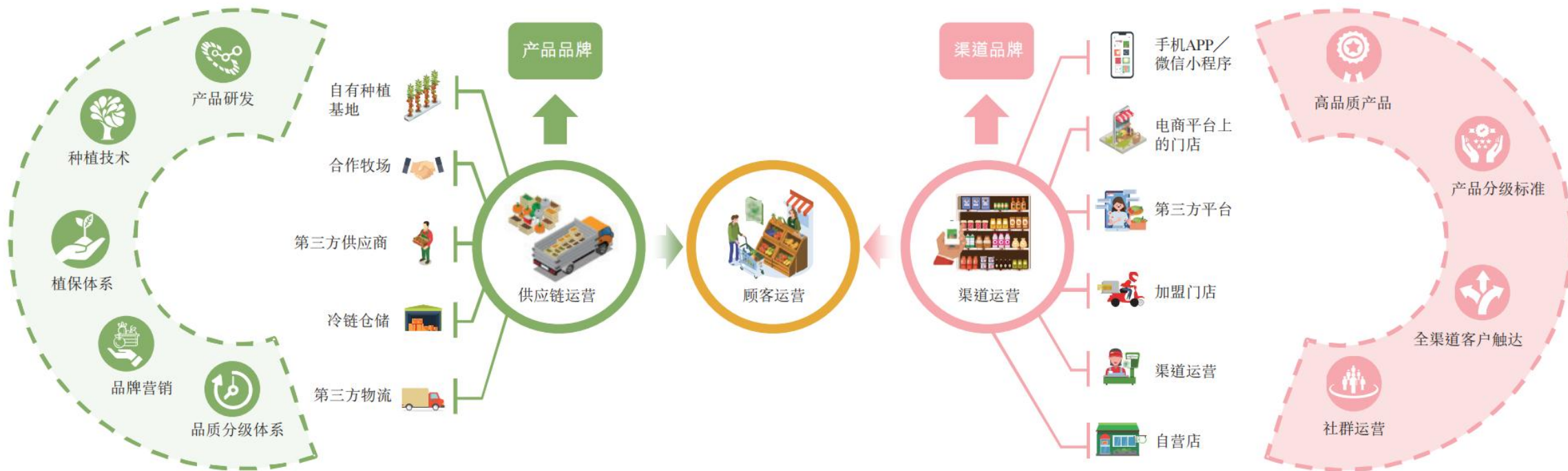


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

百果园：水果零售领域的龙头

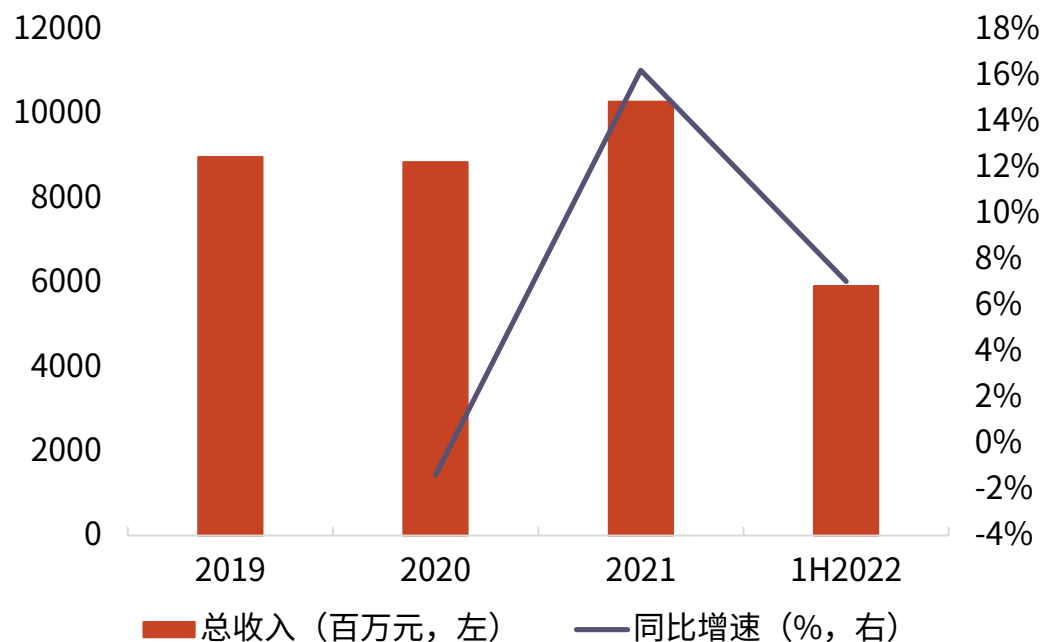
全链条覆盖助力公司加盟拓店。公司建立标准果品品质分级体系，利用技术赋能种植、采摘与加工、配送、门店销售的全产业链，以保证供应商供应果品的高质量。在高品质果品供应的基础上，公司通过加盟店扩展业务范围，并结合线上线下渠道促进产品销售。

图3：公司业务形成闭环



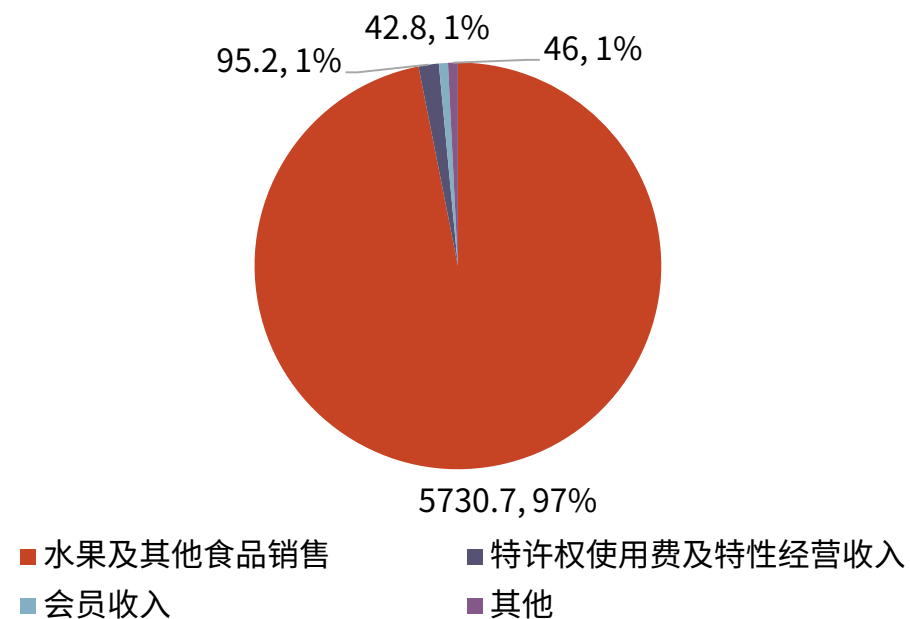
营收持续增长，产品销售收入为主要贡献。1H2022，公司收入达到59.1亿元，同比增长7%。具体而言，水果及其他食品的销售是公司的主要收入来源，1H2022占比达到97%。同时，公司亦收取来自加盟商和区域代理的收入，以及来自会员计划的收入。

图4：公司收入持续提升



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图5：产品销售收入为主要贡献（1H2022，百万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

□ IPO募集资金助力业务发展。公司招股说明书指出，募集资金将用于供应链体系强化、IT基础设施建设、偿还银行借款以及公司运营等。

表 1：百果园募集资金用途

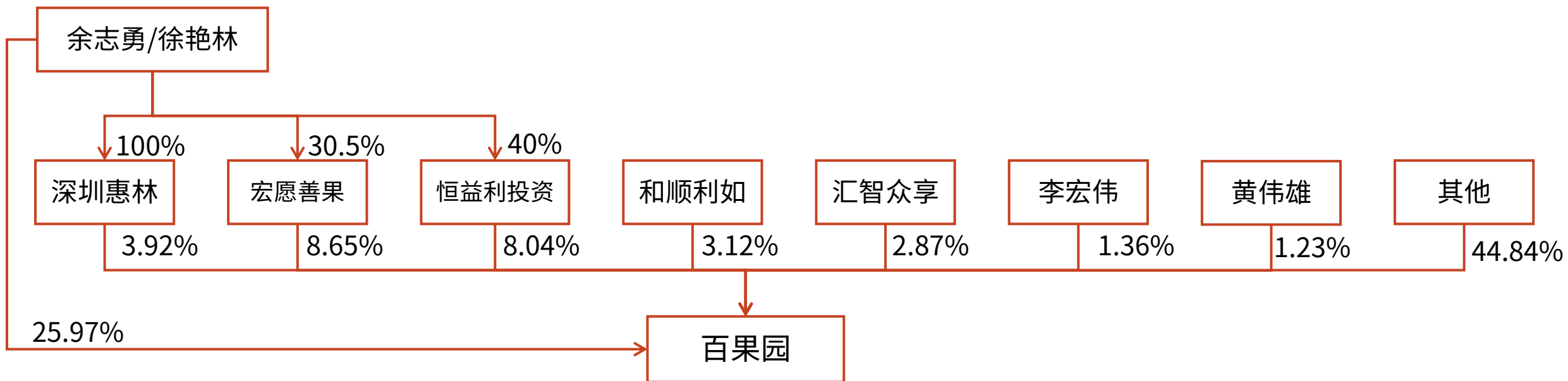
方向	措施
改善及加强运营及供应链体系	进行业务、品牌或产品收购，发展战略联盟
	提高研发能力，在种植、产品类别以及采收等多方面加强研发
	进一步渗透供应链，孵化自主品牌产品
	提高加工及配送中心的自动化水平
	提高物流仓储系统效率及生态友好性，包括加工能效提升、配送中心重分配、改造光伏系统等
	新零售业务尝试，例如建立面向年轻人的品牌、门店差异化营销方案、门店改造升级、建立相关团队等
	提升会员管理，扩大会员基数，例如开展促销活动、研究消费者需求、算法能力提升等
升级IT基础设施，精简IT职能	建立服务于供应链、线上线下一体化及数据分析能力的不同中间平台
	升级百果园ERP系统，建立智能POS系统，开发新营销服务平台
	偿还银行借款
	一般用途及运营资金

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

百果园：水果零售领域的龙头

- 截至IPO前，公司第一大股东及实控人为创始人徐志勇夫妇，持股比例为35.74%。由于公司未采用特别投票权制度，徐志勇夫妇投票权亦为35.74%。

图6：股权结构图（IPO前）



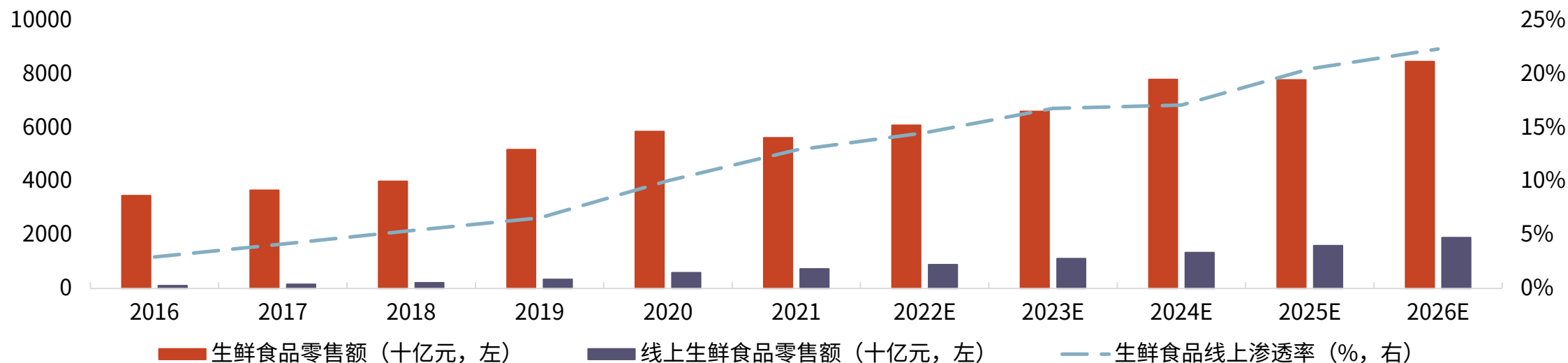
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

- 百果园：水果零售领域的龙头
- 生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈
- 强化果品供应链赋能，加盟助力业务扩张
- 利润水平持续恢复，现金流充足
- 风险提示

生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈

生鲜零售市场空间广阔，线上化率持续提升。生鲜食品是指未经烹调、制作等深加工步骤，仅需保鲜与简单处理等初加工即可出售的初级产品，例如水果、蔬菜、蛋类等。沙利文数据显示，2021年我国生鲜食品零售总额达56353亿元，2016-2021年CAGR=10.2%。同时得益于供应链的完善以及疫情推动，线上渗透率亦持续提升，2021年我国生鲜食品线上零售额达到7290亿元，占总额比例达到12.9%，相比2016年提升10pct。

图7：我国生鲜零售市场规模持续提升

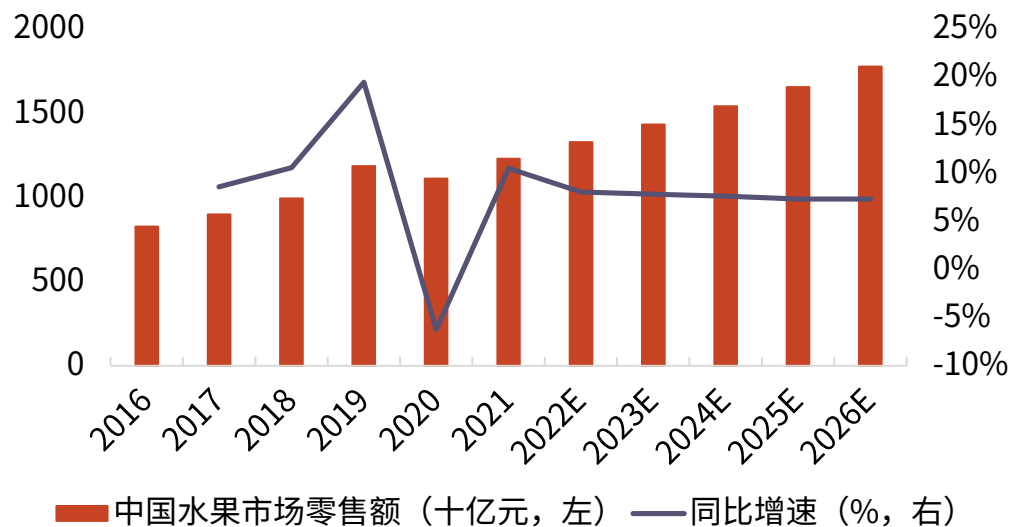


资料来源：弗若斯特沙利文预测，公司招股说明书，光大证券研究所整理

生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈

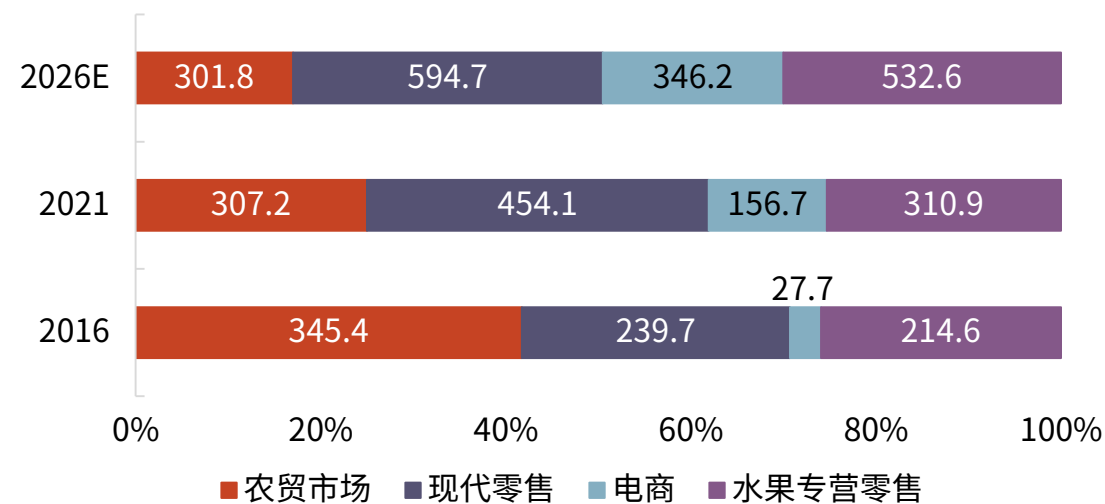
现代零售渠道为水果主要销售渠道。作为生鲜的重要组成品类，2021年中国水果零售额达到12290亿元，2016-2021年CAGR=8.2%。分渠道来看，水果主要通过：1) 农贸市场；2) 现代零售（超市、生鲜超市及便利店）；3) 电商渠道；4) 水果专营零售（专营连锁店与夫妻店）销售。2021年，现代零售为水果最主要的销售渠道，零售额占比达37%。

图8：我国水果零售市场规模持续提升



资料来源：弗若斯特沙利文预测，公司招股说明书，光大证券研究所整理

图9：现代零售为水果主要销售渠道

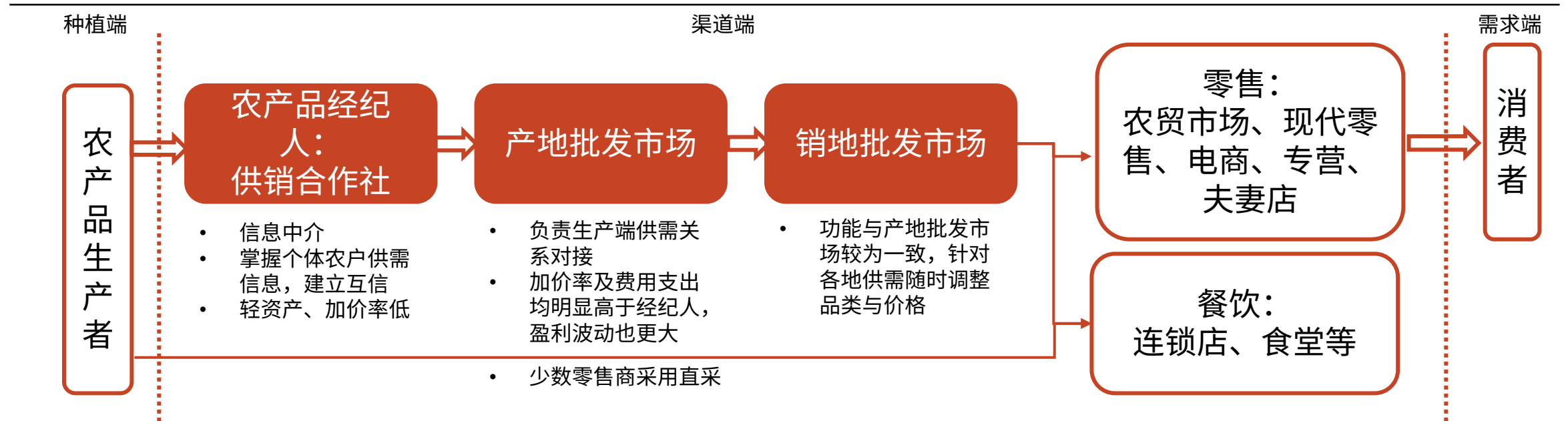


资料来源：弗若斯特沙利文预测，公司招股说明书，光大证券研究所整理

生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈

- 水果产业链效率较低，全链条参与能力稀有。中国传统水果产业链层级较多，导致行业损耗率在35%-45%波动，且多层次配送降低了行业利润率。同时，各环节较为割裂导致信息不对称以及协同效率低下，而百果园是为数不多在全链条具有经验基础，有能力构建水果行业全产业链生态体系的公司。

图10：水果产业链较长，效率较低

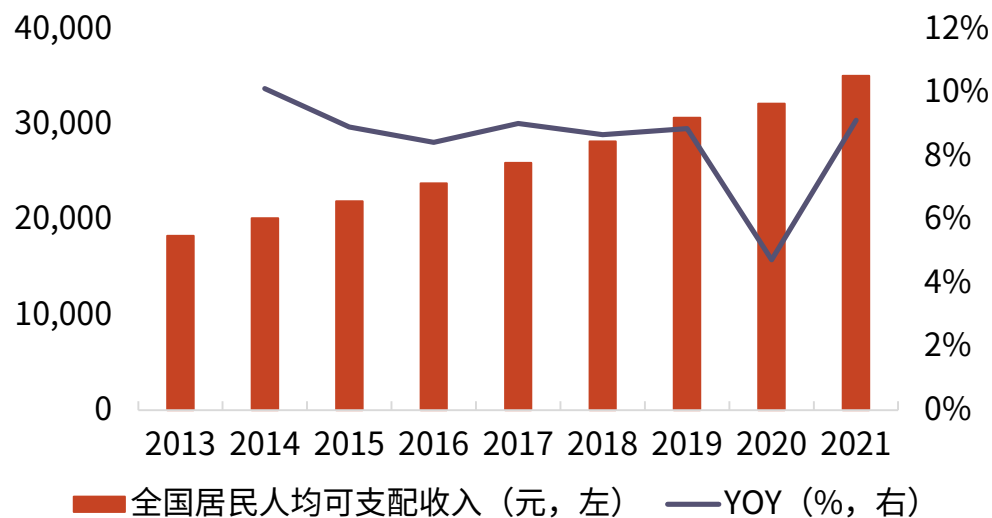


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

展望未来，水果零售行业仍有以下驱动因素推动发展：消费能力与健康意识的提升；供应链发展与冷链仓储技术发展；国家政策支持。

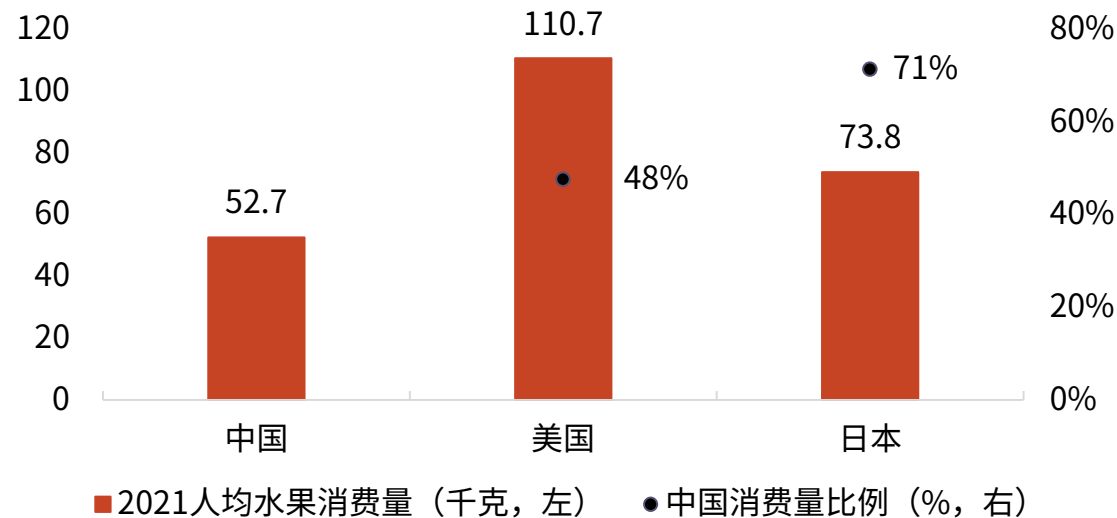
随着人均可支配收入持续提升，居民对饮食的关注也从“吃得饱”转向“吃得好”，更加关注食品品质。同时，生活节奏的加快也推动人们对健康的关注度提升。沙利文资料显示，2021年中国人均水果消费量52.7千克，2016-2021年CAGR=3.7%，但相比美国的110.7千克和日本的73.8千克仍有差距。

图11：我国居民人均可支配收入持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图12：我国人均水果消费量仍有提升空间



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所整理

生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈

水果食品的存储较难、运输要求较高，以往物流技术的落后带来生鲜食品较大的损耗。随着未来物流覆盖面的扩大以及冷链或恒温物流技术的发展，专业运输车辆和仓库的升级，有望加快运输速度，降低损耗。同时，物联网、区块链、RFID等前沿技术不断投入应用，有望驱动生鲜行业高速发展。

同时，国家近年来也推出一系列政策大力支持水果行业发展，涵盖种植、物流、销售等多个环节，强调农业质量安全的重要性，鼓励农产品转型升级，仓储物流标准化等等。

表 2：政策助力生鲜行业发展

政策名称	发布时间	发布机构	政策目标
《“十四五”冷链物流发展规划》	2021年	国务院	提出建设内外联通的国家冷链物流骨干通道网络，提高冷链物流规模化发展和网络化运作水平，提高产地冷链设施利用效率和农产品产后商品化处理水平，充分发挥冷链物流对促进消费、改善社会民生的重要作用
《数字农业农村发展规划（2019至2025年）》	2020年	农业农村部、中央网络安全和信息化委员会办公室	通过建立基础数据收集系统，促进数字农业和农村建设的发展。加快生产经营数字化转型，推进管理服务数字化转型，加强关键技术和设备创新，实施国家农业和农村大数据中心建设
《2019年种植业工作要点》	2019年	农业农村部	围绕“整合、提升、促进、解封”深化农业供给侧结构性改革，稳定产量、确保重要农产品供应、调整优化种植结构、加快推进绿色发展、全面推进优质种植业发展
《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	2017年	国务院	建立涵盖整个价值链并具有严格标准及更加追溯能力的现代化冷链物流系统。改善冷链物流基础设施网络及冷链物流信息化水准、提高冷链流通率、新鲜农产品及易腐烂食品的冷藏运输率、降低新鲜产品腐坏率。
《国务院办公厅关于推动实体零售创新转型的意见》	2016年	国务院	提出五个类别的16项具体措施，推动实体零售商转型、升级及发展活力。
《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	2015年	国务院	强调完善农村电子商务配送服务网络，解决农产品标准化、物流标准化、冷链仓储建设等关键问题

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理
请务必参阅正文之后的重要声明

生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈

中国水果零售行业高度分散，百果园占据领先地位。沙利文资料显示，按水果零售额划分，无论是水果专营企业还是综合零售企业，百果园均为中国水果零售行业的第一大公司。但水果零售市场竞争激烈，百果园仅占市场1%的市场份额，前五大参与者合计仅占3.6%的市场份额。

表 3：百果园为中国第一大水果综合零售企业

排名	名称	水果零售额（十亿元）	市场份额	门店数（个）
1	百果园	12.7	1%	5249
2	公司A	10.8	0.90%	4320
3	公司B	8.5	0.70%	1065
4	公司C	7.7	0.60%	4313
5	公司D	5.2	0.40%	302

资料来源：弗若斯特沙利文统计，公司招股说明书，光大证券研究所整理，统计时间为2021年

表 4：百果园为中国第一大水果专营企业

排名	名称	水果零售额（十亿元）	市场份额	门店数（个）
1	百果园	12.7	1%	5249
2	公司E	4.5	0.40%	1800
3	公司F	2.7	0.20%	817
4	公司G	1.3	0.10%	2570
5	公司H	0.9	0.10%	246

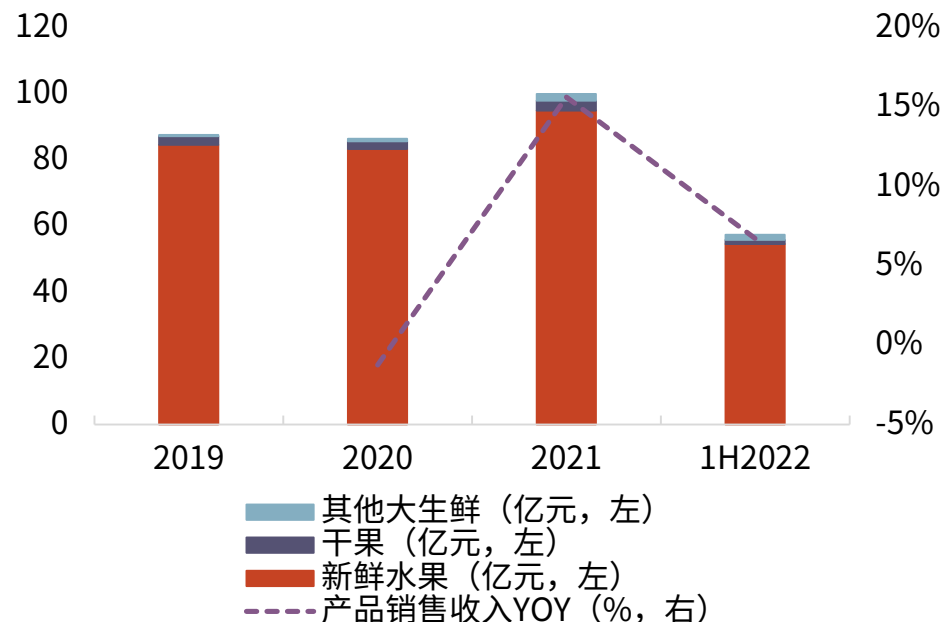
资料来源：弗若斯特沙利文统计，公司招股说明书，光大证券研究所整理，统计时间为2021年

- 百果园：水果零售领域的龙头
- 生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈
- 强化果品供应链赋能，加盟助力业务扩张
- 利润水平持续恢复，现金流充足
- 风险提示

产品端：推进果品标准化，强化供应链赋能

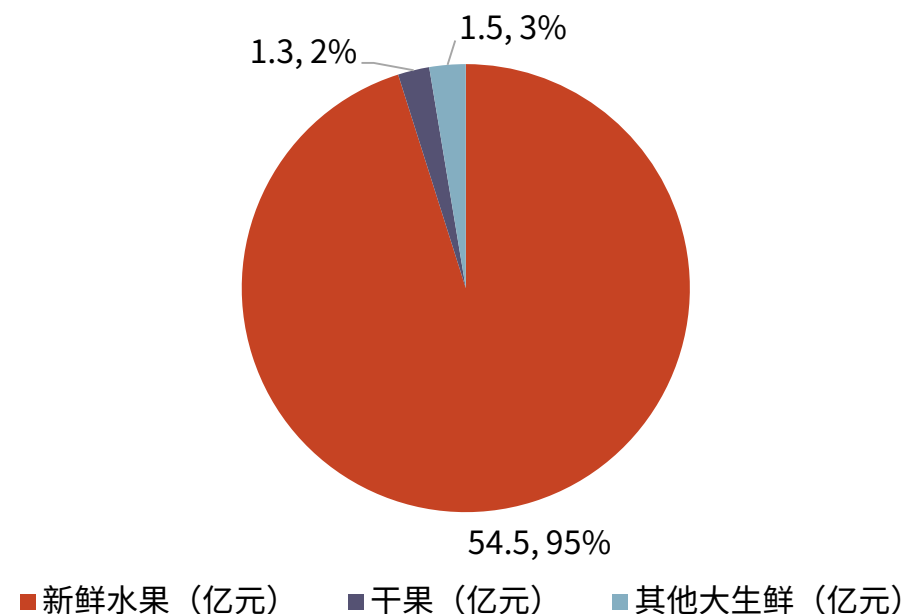
百果园销售的产品主要包括：1) 鲜果：每年百果园为消费者提供超过60种水果，涵盖瓜类、柑橘类、浆果类、核果类等等，主要由百果园以及果多美两个品牌组成；2) 干果：涵盖各种干果及果汁产品；3) 其他大生鲜：例如蔬菜、鲜肉、海产品、粮油等等，主要在熊猫大鲜品牌下。在1H2022，公司产品销售收入57.3亿元，同比增长6.7%，其中新鲜水果是主要的产品销售收入来源，收入为54.5亿元，占比95%。

图13：产品销售收入持续提升



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图14：新鲜水果销售为主要收入来源



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

为了对水果进行分级定价，打造水果标准体系，助力品牌发展，百果园对售出的水果进行了分级。根据水果的“四度一味一安全”，即糖酸度、新鲜度、爽脆度、细嫩度、风味、安全性以及其他指标，将水果分为招牌、A、B、C四个类别。在1H2022，公司A级及以上的果品销售收入占所有商品销售收入的55%。

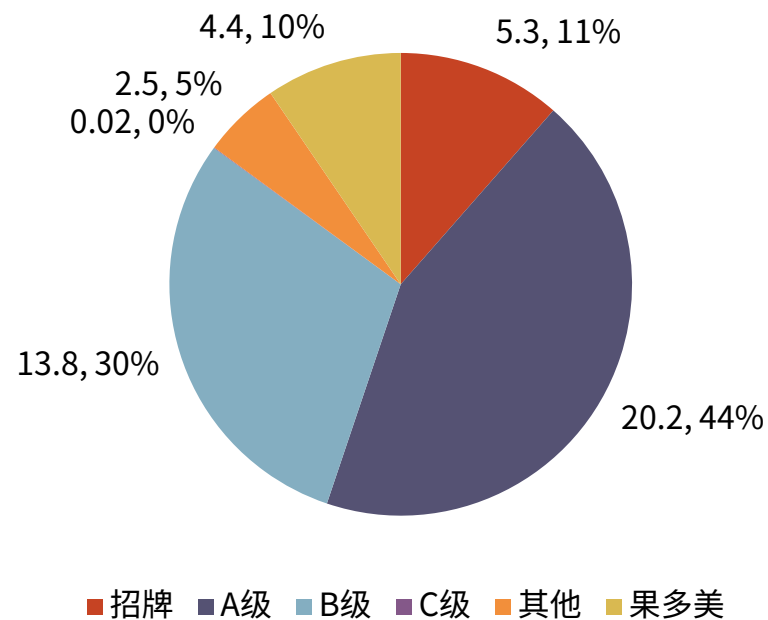
表 5：百果园打造水果分级体系

级别	描述
招牌级	通常为公司独有的、高质量标准、在全部或部分标准上与市场差异化较大的果品
A级	品质高于行业平均水准的若干差异果品；具体而言，该类果品虽达不到招牌级，但四度一味一安全指标均高于行业水准
B级	与市场上同类果品无差异的产品
C级	仍可食用但综合品质差于市场平均水准

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图15：A级及以上果品为公司主要销售收入来源



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，统计指标为不同级别水果销售收入（亿元），统计时间为1H2022

产品端：推进果品标准化，强化供应链赋能

为了加强供应链合作关系，公司利用自身积累多年的果品相关技术经验为供应链伙伴提供帮助，例如为种植基地提供培训及咨询服务，以及输出定制的解决方案等等。截至2021年底，百果园已经向全国68家供应商提供多种农业技术相关服务，来自服务供应商的水果采购额占总体的30.3%。零售价比B级草莓高一倍的红芭蕾草莓、比B级苹果高两倍的良枝苹果等均是供应链赋能的结果。

图16：百果园推出红芭蕾草莓



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图17：百果园推出良枝苹果



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

渠道端：加盟渠道为主，线上线下结合

在销售渠道上，百果园建立了区域代理、加盟与自营门店、直销、线上等多个销售渠道。对于区域代理与加盟门店，百果园收取销售收入、特许权使用费以及特许经营收入；对于自营或其他直销渠道，收入主要来自于商品销售收入。在1H2022，公司来自管理加盟门店的收入为46亿元，占比达到80.3%。

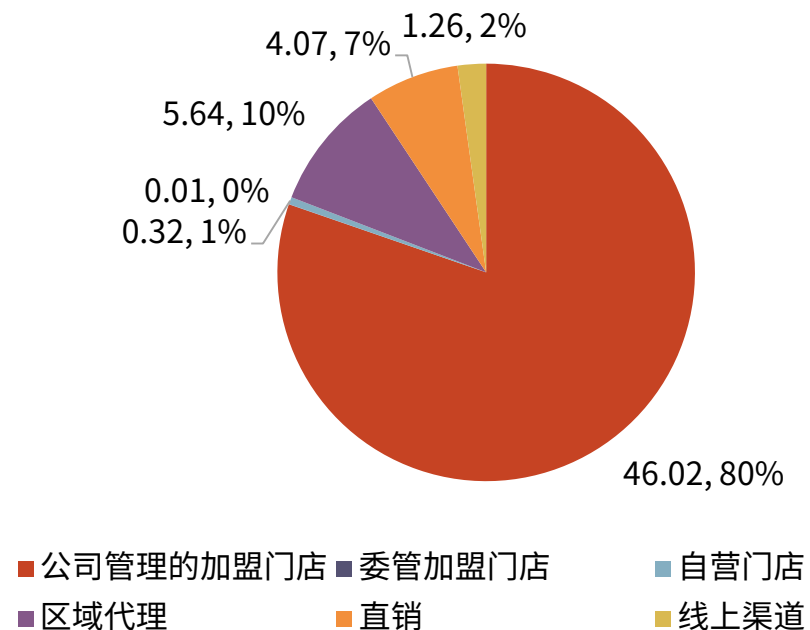
表 6：不同渠道收入方式对比

	区域代理	公司管理加盟门店	直销	自营门店	线上渠道	其他	
直接收入来源	区域代理	委管加盟门店	管理加盟门店	企业及批发客户	终端客户	终端客户	终端客户 (付费会员)
水果及其他食品销售	○	×	○	○	○	○	×
特许权使用费收入	○	○	○	×	×	×	×
特许经营收入	○	○	○	×	×	×	×
会员收入及其他	×	×	×	×	×	×	○

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图18：公司管理的加盟店为主要收入渠道（1H2022）

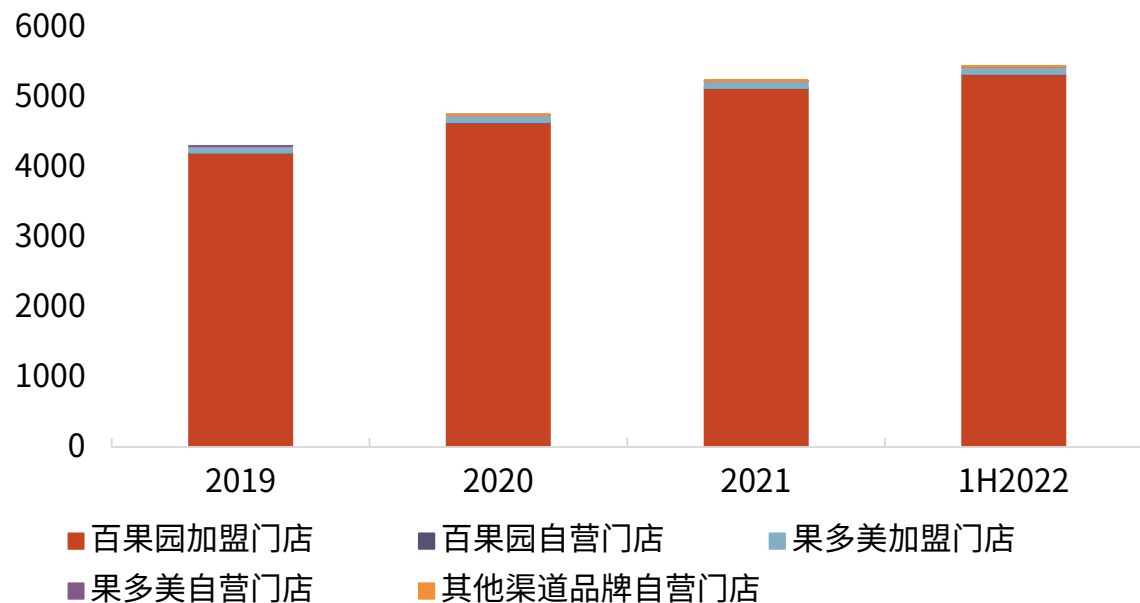


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，统计指标为不同渠道收入（亿元）

渠道端：加盟渠道为主，线上线下结合

门店方面，按品牌来分，截至1H2022年底，百果园品牌的门店共5341家，同比净增505家；果多美品牌门店共103家，同比净增6家。作为自有品牌，百果园定位中高端市场，门店多为50平方米左右的社区店，而果多美作为区域性品牌，主要面向大众市场，多为150平方米左右的门店。从性质来看，同期公司管理加盟门店4454家，净增436家，区域代理委管加盟门店981家，净增74家，自营门店16家，净增4家。

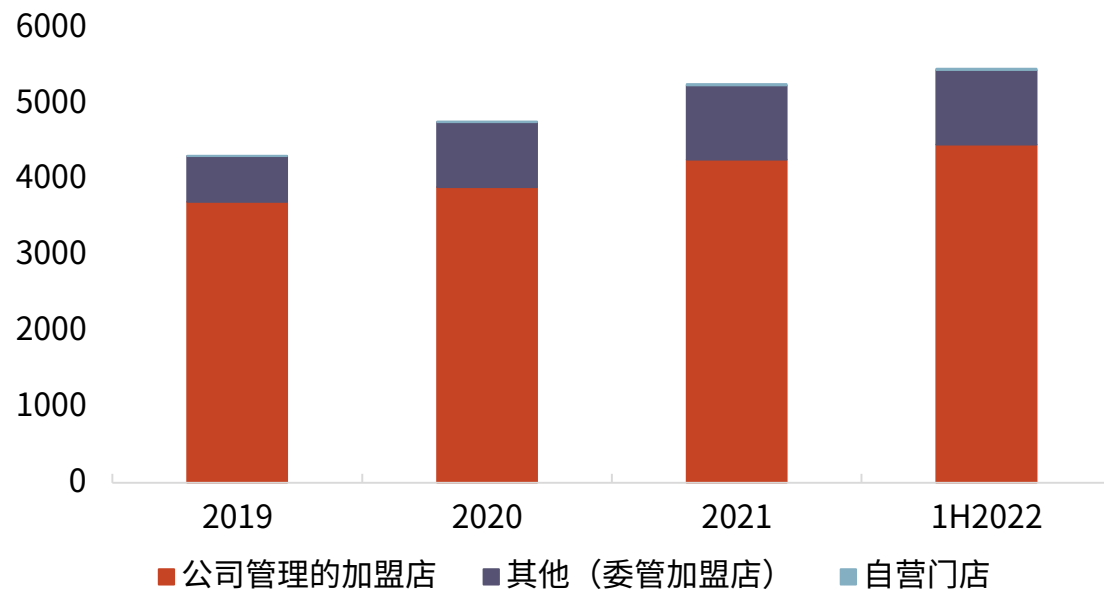
图19：百果园加盟店为主要门店



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，统计指标为门店数（个）

请务必参阅正文之后的重要声明

图20：公司管理的加盟店占比最大



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，统计指标为门店数（个）

渠道端：加盟渠道为主，线上线下结合

- 在加盟模式下，加盟商需要支付的费用包括：1) 一次性加盟费（2万-3万元之间，根据具体情况可能减免）；2) 履约保证金1万-2万元，不高于6万元的运营保证金；3) 基于毛利的特许权使用费，普通模式下累计费率为3%/15%/25%，改良加盟模式下为8%/20%/30%。对于区域代理，费用包括：1) 一次性加盟费50-100万元；2) 供货许可费用：代理采购总金额的0.5%-2.5%或最低供货许可费用。

表 7：不同合作模式的收费

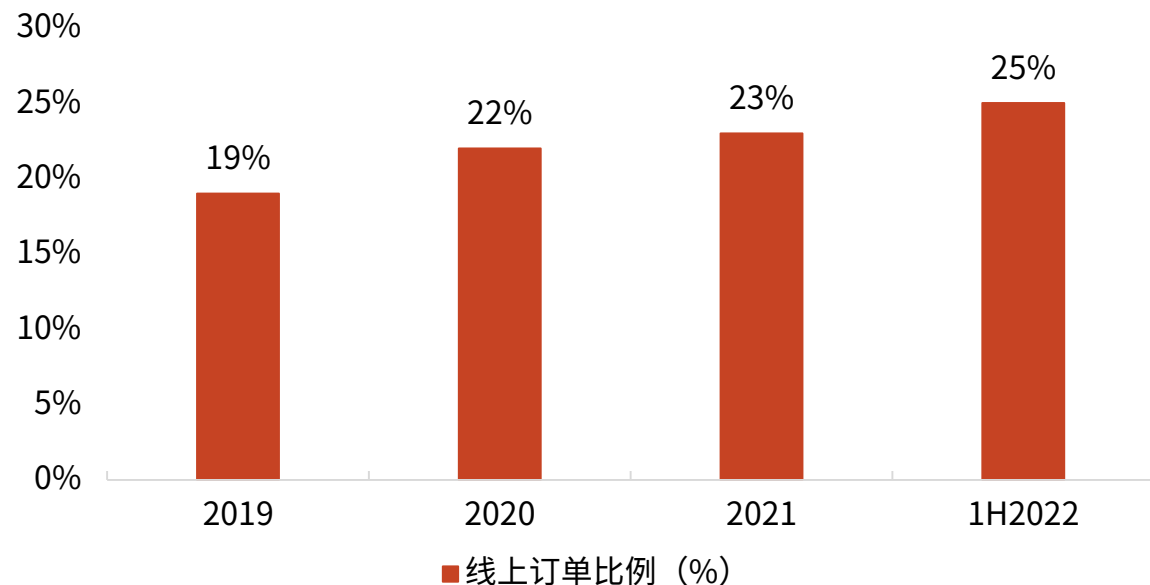
模式	收费方式	管理要求
普通加盟	<ul style="list-style-type: none">一次性加盟费：2-3万元履约保证金：1-2万元运营保证金：不高于6万元基于毛利的特许权使用费：累进费率3%/15%/25%	加盟商承担开店相关费用，百果园提供商品与建议单价，承担货品配送到加盟商的费用，而加盟商承担配送到顾客的费用
改良加盟	<ul style="list-style-type: none">一次性加盟费：2-3万元履约保证金：1-2万元运营保证金：不高于6万元基于毛利的特许权使用费：累进费率8%/20%/30%	百果园提供开店相关费用，其余与普通加盟类似
区域代理	<ul style="list-style-type: none">一次性加盟费：50-100万元供货许可费用：区域代理采购金额的0.5%-2.5%或最低供货许可费用	区域代理寻找加盟商并交由百果园审核，通常不设置进货最低额度

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

渠道端：加盟渠道为主，线上线下结合

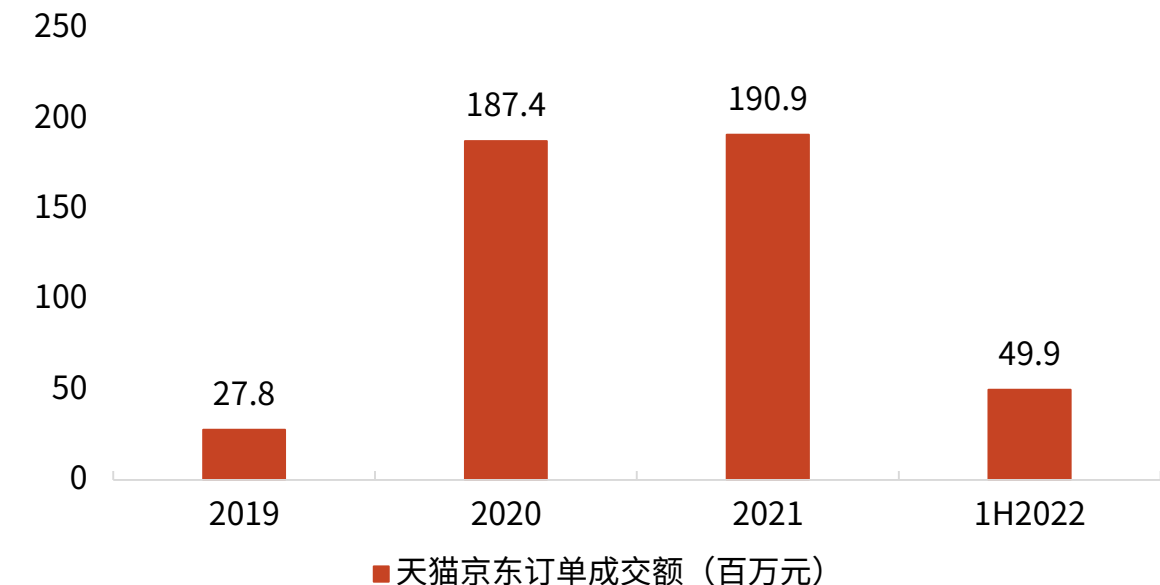
百果园亦持续发力线上渠道建设，线上订单比例持续上升。到1H2022，线上订单占比超过25%。在第三方平台方面，百果园在天猫、京东等电商平台，以及美团等外卖平台均上线了产品售卖。在1H2022，来自天猫与京东的总销售额达到4990万元。2022年以来，公司逐渐减少在第三方平台的营销推广服务，更多专注于其手机APP与微信小程序的推广。截至2022年8月底，公司各款手机APP总下载及安装次数超过1920万次。

图21：线上订单比例持续提升



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理，线上订单比例=所有线上渠道订单数/集团同期全部订单数

图22：公司减少第三方平台推广



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

消费者端：强化服务，会员计划提高忠诚度

从财务角度而言，公司的顾客是向其采购的加盟商与区域代理，但公司仍然在消费者服务上持续优化。百果园采取“三无”退货服务，只要客户认为产品不能满足预期，便不需要发票、产品、理由即可申请退款。在1H2022，“三无”退货服务相关金额占比仅0.2%。同时，百果园亦设立了会员计划加强用户粘性，付费会员可享受每月优惠券、独家奖励、折扣以及新产品活动邀请等。在2021年，付费会员每月购买频率及金额比普通会员高约140%与160%。截至2022.12.19，公司已累计超过94万名付费会员。

图23：百果园完善退货机制

图24：会员计划提高用户忠诚度

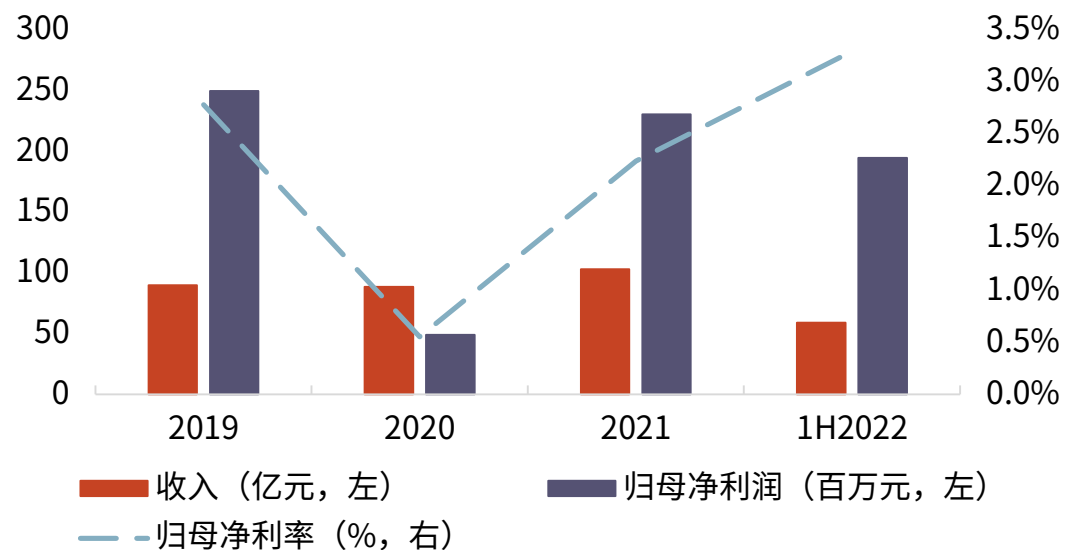


- 百果园：水果零售领域的龙头
- 生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈
- 强化果品供应链赋能，加盟助力业务扩张
- 利润水平持续恢复，现金流充足
- 风险提示

归母净利率持续恢复，毛利率有所提升

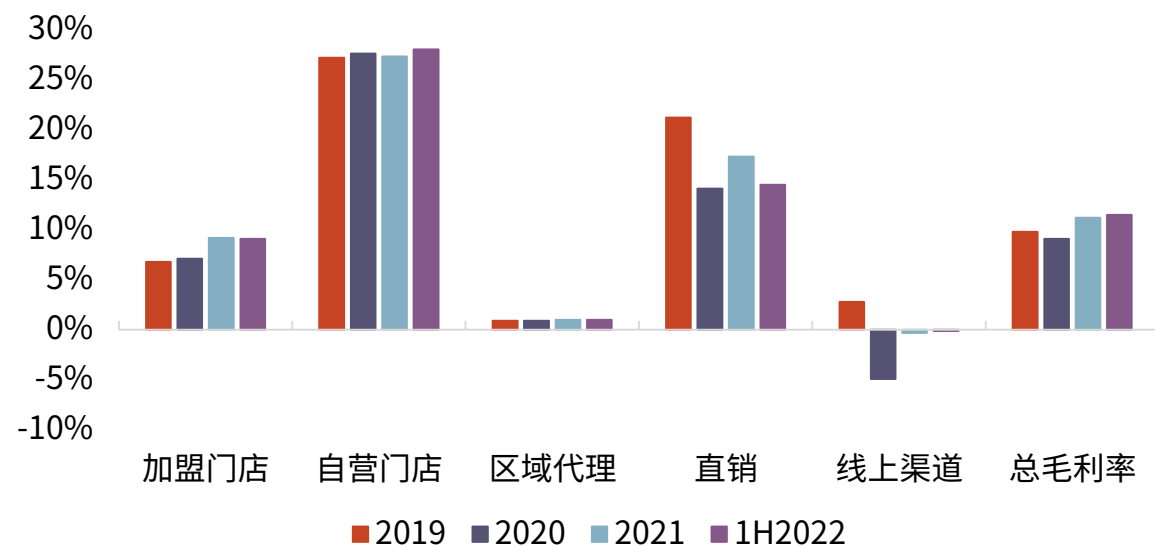
在1H2022，公司归母净利润1.95亿元，归母净利率3.3%，同比提升0.8pct。疫情以来，公司归母净利率持续恢复，并在1H2022达到历史最高水平，高于疫情前2019年的2.8%。公司的归母净利率提升主要得益于毛利率的持续提升。1H2022，公司毛利率11.5%，同比提升0.6pct。分渠道看，毛利率的提升主要得益于加盟门店销售毛利率的提升，主要系随着疫情受控，市场环境更加稳定，导致公司售卖给加盟商和区域代理的果品价格有所提升，以及规模效应释放所致。

图25：公司归母净利率水平持续恢复



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图26：公司毛利率持续提升 (%)



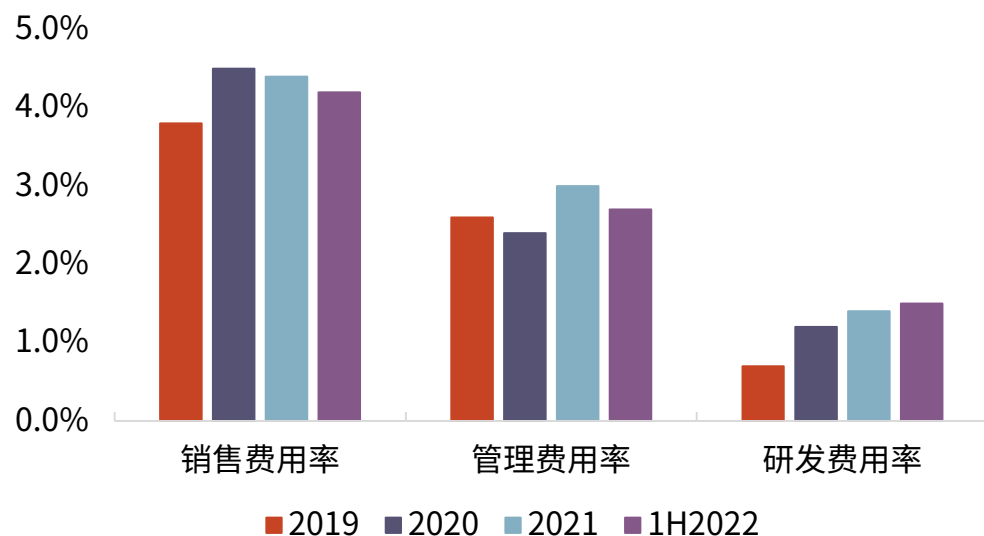
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

费用率稳定，现金流稳健



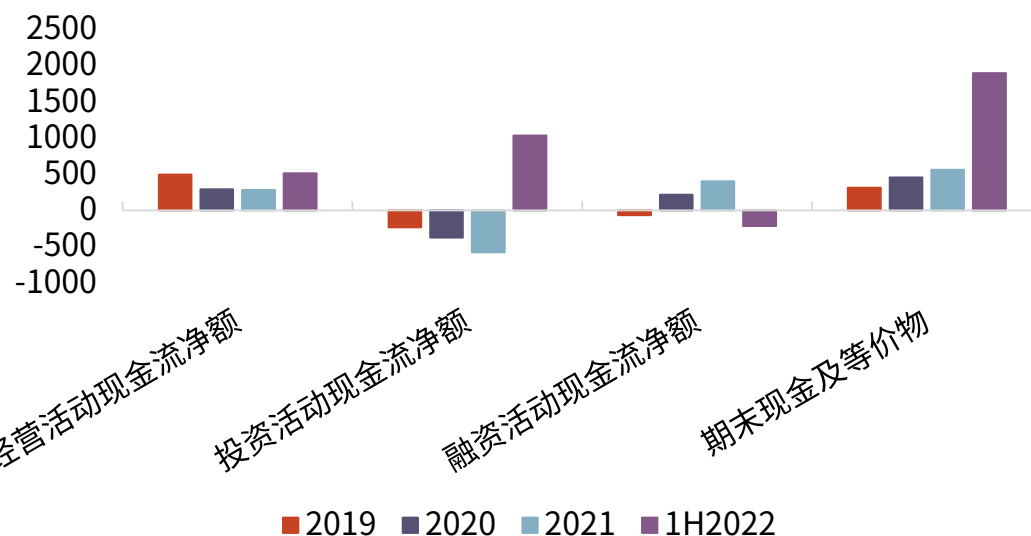
公司费用率整体较为稳定。在1H2022，公司销售费用率为4.2%，同比增长0.2pct；管理费用率2.7%，同比下降0.1pct；研发费用率1.5%，同比增长0.3pct。现金流方面，公司现金流表现稳健。截至2022年6月30日，公司现金及现金等价物18.98亿元，相比2021年末增加13.3亿元，主要是由于公司赎回金融资产所得投资性现金流入8.1亿元。

图27：公司费用率稳定（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图28：公司现金储备充足（百万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

- 百果园：水果零售领域的龙头
- 生鲜零售市场广阔，市场竞争激烈
- 强化果品供应链赋能，加盟助力业务扩张
- 利润水平持续恢复，现金流充足
- 风险提示

市场竞争加剧风险

尽管公司目前处于领先地位，但水果零售市场高度分散，存在竞争更加激烈的风险。

加盟拓店不及预期

加盟拓店为公司的主要扩张方式，加盟门店增加数可能不及预期。

未来可能出现亏损

公司利润率水平较低，存在因特殊情况导致亏损的可能。

衷心 感谢


光大证券研究所




商贸零售研究团队


分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM


 执业证书编号：S0930516050001

 电话：021-52523866

 邮件：tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

 电话：021-52523799

 邮件：tianran@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。