

## 切合市场，定调务实

### 核心观点

- 1000ml 茅台酒投放量将增加，进一步强化普茅大单品地位。**12月25日，贵州茅台酒2025年经销商联谊会在贵阳召开。茅台集团党委副书记、总经理王莉提出，2024年茅台预计将顺利完成年初既定目标，营收、利润保持两位数增长。展望2025年，产品端，飞天53度500ml茅台酒投放量将同比略增，珍品茅台酒投放量将减少，飞天53度1000ml茅台酒投放量将增加，进一步强化普茅大单品作为橄榄型产品矩阵“金字塔”底座中的地位。渠道端，“自营体系”将加强统筹平衡协调左右，“社会经销体系”将充分发挥触达广、触达精准、转化有效的优势，意味着自营、经销体系并重，经销商的重要性得到进一步肯定。预计25年茅台酒销量同比略增。
- 25年系列酒仍锚定较快增速，加大费投做强品牌。**茅台酱香酒公司总经理陈宗强在2025年茅台酱香酒经销商联谊会上表示，2025年茅台酱香酒公司的任务目标是销售额增速不低于贵州茅台过去5年的平均增速（约15%）。费用方面，茅台酱香酒明年投入费用绝对数较2024年增加15亿元，增幅超50%；茅台1935将以千元价格带，围绕长三角、珠三角、京津冀等地区精耕。预计公司将更重视提升茅台1935品牌力，加强知名度，提升终端动销，并推动终端价回稳。
- 有望受益宏观经济政策，估值低位分红保障，投资具备充分安全边际。**近期我国宏观经济政策频出，提振内需为重要方向；贵州茅台作为白酒行业龙头，终端动销有望深度受益。在当前宏观环境、白酒消费疲软背景下，当前公司未来12个月预期估值仅20倍，已然来到2019年以来8%百分位；公司分红慷慨且有持续性，当前股息率已达3.3%，具备充足的投资安全边际。

### 盈利预测与投资建议

- 公司主动控量挺价，对24-26年略下调收入。预测2024-2026年EPS为67.48、73.25、81.50元（原预测为68.41、76.37、86.67元）。维持采用FCFF估值法，预测目标价为1721.90元，维持买入评级。

**风险提示：**消费复苏不及预期、飞天批价大幅下跌、1935增量不及预期、品牌力降低、环境恶化风险。

### 公司主要财务信息

|               | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 124,100 | 147,694 | 170,836 | 185,503 | 205,308 |
| 同比增长(%)       | 16.9%   | 19.0%   | 15.7%   | 8.6%    | 10.7%   |
| 营业利润(百万元)     | 87,880  | 103,709 | 116,708 | 126,695 | 140,973 |
| 同比增长(%)       | 17.6%   | 18.0%   | 12.5%   | 8.6%    | 11.3%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 62,717  | 74,734  | 84,765  | 92,014  | 102,380 |
| 同比增长(%)       | 19.6%   | 19.2%   | 13.4%   | 8.6%    | 11.3%   |
| 每股收益(元)       | 49.93   | 59.49   | 67.48   | 73.25   | 81.50   |
| 毛利率(%)        | 91.9%   | 92.0%   | 92.2%   | 92.1%   | 92.1%   |
| 净利率(%)        | 50.5%   | 50.6%   | 49.6%   | 49.6%   | 49.9%   |
| 净资产收益率(%)     | 32.4%   | 36.2%   | 37.5%   | 34.7%   | 31.5%   |
| 市盈率           | 30.6    | 25.7    | 22.7    | 20.9    | 18.8    |
| 市净率           | 9.7     | 8.9     | 8.1     | 6.5     | 5.4     |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| 投资评级            | 买入（维持）           |
|-----------------|------------------|
| 股价（2024年12月25日） | 1530元            |
| 目标价格            | 1721.90元         |
| 52周最高价/最低价      | 1880.59/1226.65元 |
| 总股本/流通A股（万股）    | 125,620/125,620  |
| A股市值（百万元）       | 1,921,983        |
| 国家/地区           | 中国               |
| 行业              | 食品饮料             |
| 报告发布日期          | 2024年12月27日      |

### 股价表现

|        | 1周    | 1月   | 3月    | 12月   |
|--------|-------|------|-------|-------|
| 绝对表现%  | -1.12 | 3.69 | 11.07 | -5.14 |
| 相对表现%  | -2.23 | 0.12 | -6.1  | -24.2 |
| 沪深300% | 1.11  | 3.57 | 17.17 | 19.06 |



### 证券分析师

|     |   |
|-----|---|
| 叶书怀 | yeshuhuai@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860517090002 |
| 姚晔  | yaoye@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860524090006     |

### 相关报告

|                           |            |
|---------------------------|------------|
| 白酒龙头体现较强抗风险力，预计全年目标完成无虞   | 2024-10-29 |
| 中报业绩略超预期，分红承诺提升安全边际       | 2024-08-11 |
| 24Q1 迎来开门红，批价短期波动不改长期配置价值 | 2024-04-29 |

## 投资建议

公司主动控量挺价，对 24-26 年略下调收入。预测 2024-2026 年 EPS 为 67.48、73.25、81.50 元（原预测为 68.41、78.66、89.43 元）。维持采用 FCFF 估值法，预测目标价为 1721.90 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 10.00%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

| 参数           | 数值            |
|--------------|---------------|
| 所得税率         | 25%           |
| 剔除杠杆调整 Beta  | 1.21          |
| 无风险收益率 Rf    | 2.16%         |
| 市场风险溢价 Rm-Rf | 7.02%         |
| 市场回报率 Rm     | 9.18%         |
| 债务成本 Kd      | 3.60%         |
| <b>WACC</b>  | <b>10.00%</b> |

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 1721.90 元。

表 2：股权价值计算结果

| 项目                 | 数值               |
|--------------------|------------------|
| 永续增长值率             | 3%               |
| 预测期自由现金流现值（百万元）    | 802,947          |
| 永续自由现金流现值（百万元）     | 1,303,245        |
| 企业价值（百万元）          | 2,106,192        |
| <b>权益价值（百万元）</b>   | <b>2,163,046</b> |
| <b>每股权益价值（人民币）</b> | <b>1,721.90</b>  |

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析表

| FCFF 目标价敏感性分析 |        | 永续增长率 Gn(%) |         |         |         |         |
|---------------|--------|-------------|---------|---------|---------|---------|
|               |        | 2.00%       | 2.50%   | 3.00%   | 3.50%   | 4.00%   |
| WACC(%)       | 8.00%  | 1930.06     | 2141.96 | 2438.58 | 2883.45 | 3624.72 |
|               | 8.50%  | 1793.23     | 1969.56 | 2210.00 | 2557.26 | 3102.84 |
|               | 9.00%  | 1673.84     | 1822.14 | 2019.86 | 2296.63 | 2711.74 |
|               | 9.50%  | 1568.81     | 1694.68 | 1859.27 | 2083.69 | 2407.82 |
|               | 10.00% | 1475.73     | 1583.43 | 1721.90 | 1906.51 | 2164.93 |
|               | 10.50% | 1392.72     | 1485.53 | 1603.10 | 1756.82 | 1966.42 |
|               | 11.00% | 1318.24     | 1398.75 | 1499.37 | 1628.73 | 1801.20 |
|               | 11.50% | 1251.09     | 1321.31 | 1408.05 | 1517.92 | 1661.58 |
|               | 12.00% | 1190.24     | 1251.81 | 1327.07 | 1421.13 | 1542.06 |

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

## 风险提示

**消费复苏不及预期风险。**如果宏观经济、消费复苏慢于预期，可能对公司业绩增速造成不利影响。

**飞天批价大幅下跌风险。**若飞天批价大幅下跌，或导致社会库存相继抛售，引发恶性循环，或对公司业绩、估值造成不利影响。

**1935 增量不及预期风险。**茅台 1935 为公司重点打造的千元价格带战略产品，如果茅台 1935 销量增长较慢，可能对公司盈利、估值造成不利影响。

**品牌力降低风险。**如果茅台酒出现食品安全等黑天鹅事件，可能对公司品牌力造成负面影响。

**环境恶化风险。**如果赤水河环境出现恶化，有可能对酒质造成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表            |                 |                 |                 |                 |                 | 利润表              |               |                |                |                |                |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元           | 2022A           | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 单位:百万元           | 2022A         | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 货币资金             | 58,274          | 69,070          | 75,558          | 133,544         | 194,772         | 营业收入             | 124,100       | 147,694        | 170,836        | 185,503        | 205,308        |
| 应收票据、账款及款项融资     | 126             | 74              | 86              | 93              | 103             | 营业成本             | 10,093        | 11,867         | 13,324         | 14,746         | 16,152         |
| 预付账款             | 897             | 35              | 40              | 43              | 48              | 销售费用             | 3,298         | 4,649          | 4,528          | 5,009          | 5,544          |
| 存货               | 38,824          | 46,435          | 52,134          | 57,698          | 63,200          | 管理费用             | 9,012         | 9,729          | 11,262         | 12,136         | 13,329         |
| 其他               | 118,489         | 109,558         | 119,046         | 113,667         | 112,796         | 研发费用             | 135           | 157            | 171            | 186            | 205            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>216,611</b>  | <b>225,173</b>  | <b>246,864</b>  | <b>305,046</b>  | <b>370,919</b>  | 财务费用             | (1,392)       | (1,790)        | (720)          | (1,043)        | (1,639)        |
| 长期股权投资           | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 资产、信用减值损失        | 15            | (38)           | 15             | 15             | 15             |
| 固定资产             | 19,743          | 19,909          | 22,976          | 26,518          | 29,846          | 公允价值变动收益         | 0             | 3              | 15             | 6              | 8              |
| 在建工程             | 2,208           | 2,137           | 4,654           | 5,493           | 5,678           | 投资净收益            | 64            | 34             | 10             | 10             | 10             |
| 无形资产             | 7,083           | 8,572           | 8,386           | 8,200           | 8,013           | 其他               | (15,123)      | (19,447)       | (25,574)       | (27,775)       | (30,746)       |
| 其他               | 8,855           | 16,908          | 3,793           | 3,780           | 3,433           | <b>营业利润</b>      | <b>87,880</b> | <b>103,709</b> | <b>116,708</b> | <b>126,695</b> | <b>140,973</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>37,889</b>   | <b>47,527</b>   | <b>39,808</b>   | <b>43,990</b>   | <b>46,970</b>   | 营业外收入            | 71            | 87             | 100            | 100            | 100            |
| <b>资产总计</b>      | <b>254,501</b>  | <b>272,700</b>  | <b>286,671</b>  | <b>349,036</b>  | <b>417,889</b>  | 营业外支出            | 249           | 133            | 40             | 40             | 40             |
| 短期借款             | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | <b>利润总额</b>      | <b>87,701</b> | <b>103,663</b> | <b>116,768</b> | <b>126,755</b> | <b>141,033</b> |
| 应付票据及应付账款        | 2,408           | 3,093           | 3,473           | 3,843           | 4,210           | 所得税              | 22,325        | 26,141         | 28,842         | 31,308         | 34,835         |
| 其他               | 46,657          | 45,605          | 35,197          | 36,768          | 38,746          | <b>净利润</b>       | <b>65,376</b> | <b>77,521</b>  | <b>87,926</b>  | <b>95,446</b>  | <b>106,198</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>49,066</b>   | <b>48,698</b>   | <b>38,670</b>   | <b>40,611</b>   | <b>42,955</b>   | 少数股东损益           | 2,659         | 2,787          | 3,162          | 3,432          | 3,819          |
| 长期借款             | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>62,717</b> | <b>74,734</b>  | <b>84,765</b>  | <b>92,014</b>  | <b>102,380</b> |
| 应付债券             | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 每股收益(元)          | 49.93         | 59.49          | 67.48          | 73.25          | 81.50          |
| 其他               | 497             | 346             | 267             | 267             | 267             |                  |               |                |                |                |                |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>497</b>      | <b>346</b>      | <b>267</b>      | <b>267</b>      | <b>267</b>      | 主要财务比率           |               |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>      | <b>49,563</b>   | <b>49,043</b>   | <b>38,937</b>   | <b>40,878</b>   | <b>43,222</b>   |                  | <b>2022A</b>  | <b>2023A</b>   | <b>2024E</b>   | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   |
| 少数股东权益           | 7,458           | 7,988           | 11,149          | 14,581          | 18,400          | <b>成长能力</b>      |               |                |                |                |                |
| 实收资本(或股本)        | 1,256           | 1,256           | 1,256           | 1,256           | 1,256           | 营业收入             | 16.9%         | 19.0%          | 15.7%          | 8.6%           | 10.7%          |
| 资本公积             | 1,375           | 1,375           | 1,375           | 1,375           | 1,375           | 营业利润             | 17.6%         | 18.0%          | 12.5%          | 8.6%           | 11.3%          |
| 留存收益             | 193,798         | 211,982         | 233,954         | 290,946         | 353,636         | 归属于母公司净利润        | 19.6%         | 19.2%          | 13.4%          | 8.6%           | 11.3%          |
| 其他               | 1,051           | 1,055           | 0               | 0               | 0               | <b>获利能力</b>      |               |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>204,938</b>  | <b>223,656</b>  | <b>247,735</b>  | <b>308,158</b>  | <b>374,667</b>  | 毛利率              | 91.9%         | 92.0%          | 92.2%          | 92.1%          | 92.1%          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>254,501</b>  | <b>272,700</b>  | <b>286,671</b>  | <b>349,036</b>  | <b>417,889</b>  | 净利率              | 50.5%         | 50.6%          | 49.6%          | 49.6%          | 49.9%          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 32.4%         | 36.2%          | 37.5%          | 34.7%          | 31.5%          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 32.1%         | 35.6%          | 37.0%          | 34.0%          | 30.7%          |
| 现金流量表            |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |                |                |                |                |
| 单位:百万元           | 2022A           | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 资产负债率            | 19.5%         | 18.0%          | 13.6%          | 11.7%          | 10.3%          |
| 净利润              | 65,376          | 77,521          | 87,926          | 95,446          | 106,198         | 净负债率             | 0.0%          | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           |
| 折旧摊销             | 1,556           | 1,781           | 1,792           | 2,154           | 2,553           | 流动比率             | 4.41          | 4.62           | 6.38           | 7.51           | 8.63           |
| 财务费用             | (1,392)         | (1,790)         | (720)           | (1,043)         | (1,639)         | 速动比率             | 3.62          | 3.67           | 5.04           | 6.09           | 7.16           |
| 投资损失             | (64)            | (34)            | (10)            | (10)            | (10)            | <b>营运能力</b>      |               |                |                |                |                |
| 营运资金变动           | 3,888           | 197             | (25,631)        | 1,744           | (2,302)         | 应收账款周转率          | 11,854.5      | 3,632.8        | 2,624.1        | 2,547.0        | 2,570.3        |
| 其它               | (32,666)        | (11,083)        | 7,607           | (6)             | (8)             | 存货周转率            | 0.3           | 0.3            | 0.3            | 0.3            | 0.3            |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>36,699</b>   | <b>66,593</b>   | <b>70,963</b>   | <b>98,286</b>   | <b>104,792</b>  | 总资产周转率           | 0.5           | 0.6            | 0.6            | 0.6            | 0.5            |
| 资本支出             | (4,427)         | (3,166)         | (7,170)         | (6,332)         | (5,863)         | <b>每股指标(元)</b>   |               |                |                |                |                |
| 长期投资             | (210)           | (4,941)         | 5,322           | 0               | 0               | 每股收益             | 49.93         | 59.49          | 67.48          | 73.25          | 81.50          |
| 其他               | (900)           | (1,618)         | (556)           | 12              | 348             | 每股经营现金流          | 29.21         | 53.01          | 56.49          | 78.24          | 83.42          |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(5,537)</b>  | <b>(9,724)</b>  | <b>(2,403)</b>  | <b>(6,320)</b>  | <b>(5,515)</b>  | 每股净资产            | 157.20        | 171.68         | 188.33         | 233.70         | 283.61         |
| 债权融资             | 5               | (52)            | 0               | 0               | 0               | <b>估值比率</b>      |               |                |                |                |                |
| 股权融资             | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 市盈率              | 30.6          | 25.7           | 22.7           | 20.9           | 18.8           |
| 其他               | (57,430)        | (58,837)        | (62,072)        | (33,980)        | (38,050)        | 市净率              | 9.7           | 8.9            | 8.1            | 6.5            | 5.4            |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>(57,425)</b> | <b>(58,889)</b> | <b>(62,072)</b> | <b>(33,980)</b> | <b>(38,050)</b> | EV/EBITDA        | 21.1          | 17.9           | 15.8           | 14.5           | 13.1           |
| 汇率变动影响           | 1               | 2               | -0              | -0              | -0              | EV/EBIT          | 21.4          | 18.2           | 16.0           | 14.8           | 13.3           |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>(26,262)</b> | <b>(2,019)</b>  | <b>6,488</b>    | <b>57,986</b>   | <b>61,227</b>   |                  |               |                |                |                |                |

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。