

2021年07月22日

公司研究

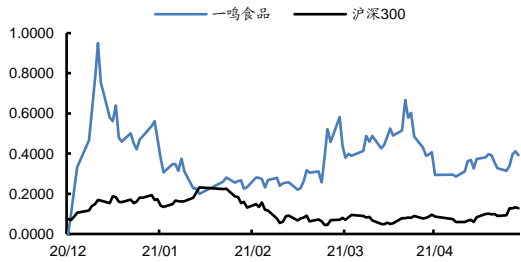
评级：增持（下调）

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
联系人：赵宁宁 S0350120070040  
021-61981322 zhaonn@ghzq.com.cn

## “新鲜牛奶+现烤面包”，把“新鲜”进行到底 ——一鸣食品（605179）调研报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
一鸣食品	-6.5	1.6	35.0
沪深 300	1.2	0.3	14.3

市场数据

2021/7/22

当前价格（元）	17.69
52 周价格区间（元）	13.26-25.86
总市值（百万）	7093.69
流通市值（百万）	1079.09
总股本（万股）	40100.00
流通股（万股）	6100.00
日均成交额（百万）	158.90
近一月换手（%）	102.64

相关报告

《一鸣食品（605179）调研简报：牛奶+烘焙，融合与分化下诞生的新商业机会》——  
2021-03-27

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

### 投资要点：

- 一鸣真鲜奶吧符合消费升级趋势，门店有自己的特色 消费者追求健康趋势下，“新鲜牛奶+现烤（短保）面包”整体市场容量在持续扩大。
- 一鸣真鲜奶吧解决了三个痛点：一是解决了人的基本营养餐的需求：碳水化合物+蛋白质。相比较于牛奶棚，有现烤（短保）面包；相比较于面包房，有新鲜牛奶，增加了动物蛋白；相比较于长保面包和常温牛奶，突出“新鲜”；二是解决了基本的早餐需求。随着工作节奏加快，城市扩容路上交通时间延长，消费者需要更多的时间休息，在外食用早餐比例在持续提高。西式早点相比较于中式早点更为便捷；三是解决了新鲜牛奶+短保（现烤）面包的销售渠道。从常温牛奶和长保面包，到新鲜牛奶和短保（现烤）面包的消费转变，实现了从高频消费到高频服务的满足。
- 一鸣真鲜奶吧的特色：新鲜+简单+调性 一鸣真鲜奶吧的定位：西式点心店，轻餐饮属性。新鲜：公司新鲜牛奶专卖店销售，产品动销快，一般不超过 2 天。面包采用短保，后继更多的是现烤。简单：一鸣真鲜奶吧的产品，只有“牛奶+面包+饭团”，解决了人的基本营养餐需求，对消费者而言，购买目的性明确，不存在选择性障碍。调性：“一鸣真鲜奶吧”门店装修高雅简洁舒适，整体购物和消费环境都很好，很容易吸引消费者购买和即食。
- 公司成熟门店坪效约 3 万元多，后继坪效提升的空间仍然很大。公司坪效未来仍有很大提升空间的途径：一是丰富品类，增加和补充全天消费时间；二是经济增长，增加受众，增加门店密度，提高客单价；三是消费习惯的改变，西式饮食文化继续盛行。
- 公司 B 端业务，如供应酒店、餐饮、商超业务也大有可为。随着国内居民西方饮食文化的流行，酒店、餐饮和商超烘焙需求量也在日益增加。公司对酒店、餐饮和商超等开拓 B 端业务，一方面可以直接提供牛奶+面包，另一方面也可以提供冷冻面团等产品。2019 年，公司门店渠道实现销售收入占主营业务收入比重平均为 77.66%，非门店渠道的收入占比平均为 22.33%。
- 门店开发计划 假设按照每年 20%以上的复合增长率推进，预计到 2025 年，公司门店总数有望突破 5000 家。公司目前门店开拓重点

在华东地区，覆盖浙江省、江苏省、上海市、福建省、安徽省、江西省等 5 省一市。

- **募集资金投资项目** 根据公司募投项目规划，江苏一鸣食品生产基地（常州综合基地）一期项目为 9.49 万吨乳饮品和植物蛋白饮品，建设周期为 2 年；嘉兴项目为 3 万吨烘焙制品，建设周期为 1.5 年。建成后预计将于 2022 年达到设计产能，其中乳品、烘焙食品的总体年产能将分别达到 21.49 万吨和 5.34 万吨。有利于推进江苏、上海等华东地区市场拓展与浙江市场的深化，提升公司产品市场占有率。
- **盈利预测和投资评级：**基于短期公司门店流量受疫情影响，有所下降。我们调低公司盈利预测为 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.40/0.60/0.77 元，对应 PE 分别为 44.57/29.36/23.07。调低为“增持”评级。
- **风险提示：**公司门店扩展不及预期；新冠疫情结束不及预期；公司募投项目建设不及预期；食品安全风险；其他经营不及预期的风险。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	1998	2298	2757	3447
增长率(%)	14%	15%	20%	25%
归母净利润（百万元）	132	159	242	307
增长率(%)	-24%	20%	52%	27%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.40	0.60	0.77
ROE(%)	10.27%	11.13%	14.71%	16.08%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 一鸣真鲜奶吧符合消费升级趋势，门店有自己的特色 .....	5
1.1、 消费者追求健康趋势下，“新鲜牛奶+现烤（短保）面包”整体市场容量在扩大 .....	5
1.2、“一鸣真鲜奶吧”解决了三个痛点 .....	5
1.3、 一鸣真鲜奶吧的特色：新鲜+简单+调性.....	6
1.4、 公司成熟门店坪效约 3 万多元，后继坪效提升的空间仍然很大.....	7
1.5、 B 端酒店、餐饮、商超业务大有可为 .....	8
2、 公司门店开发计划.....	9
3、 募集资金投入项目 .....	10
4、 盈利预测与评级 .....	10
5、 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 我国新生人口持续减少.....	5
图 2: 我国 GDP 增长仍保持较高水平.....	5
图 3: 一鸣真鲜奶吧“简单、调性”.....	6
图 4: 立高食品历年来收入及增长情况.....	8
图 5: 立高食品历年来净利润及增长情况.....	8
图 6: 立高食品各板块业务收入构成情况.....	9
图 7: 立高食品各板块业务净利润构成情况.....	9
图 8: 一鸣食品“生气君”气泡水.....	9
表 1: 2019 年度直营店坪效情况 (剔除经营期限 1 年以内门店).....	7
表 2: 2019 年度加盟店坪效情况 (剔除 1 年以内).....	7
表 3: 公司门店总数增长情况.....	10
表 4: 2019 年度加盟店坪效情况 (剔除 1 年以内).....	10

## 1、一鸣真鲜奶吧符合消费升级趋势，门店有自己的特色

### 1.1、消费者追求健康趋势下，“新鲜牛奶+现烤(短保)面包”整体市场容量在扩大

随着我国新生人口降低，各行各业已经度过了总量上快速增长的阶段，行业增长更多由消费升级和结构性增长推动。

图 1：我国新生人口持续减少



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：我国 GDP 增长仍保持较高水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

尤其是随着经济增长，消费者对新鲜健康生活方式的追求下，“新鲜牛奶+现烤(短保)面包”的市场容量有望持续扩大。渠道之间的竞争将有过去更多的商超和线上渠道，向“便利店”、“面包店”、“奶吧”渠道发展。从“高频消费”向“高频消费+高频服务”的商业模式转变。

### 1.2、“一鸣真鲜奶吧”解决了三个痛点

**一是解决了人的基本营养餐的需求：碳水化合物+蛋白质。**相较于牛奶棚，有现烤(短保)面包，增加了碳水化合物，以及新鲜营养健康的概念。相较于面包房，有新鲜牛奶，增加了动物蛋白，满足了消费者对新鲜的追求。同时，新鲜牛奶+烘焙面包(包括米制品饭团)，产品的丰富化，不仅更好的满足消费者解决营养餐的需求，也使奶吧在经营上可以获得更大的营业额，提高单店的盈利能力。

**二是解决了基本的早餐需求。**随着工作节奏加快，城市扩容路上交通时间延长，消费者需要更多的时间休息，自备早餐所花时间和精力都比较大，在外食用早

餐比例在持续提高。西式早点相比较于中式早点更为便捷。即使自备早餐，牛奶+烘焙，只需要微波炉加热 1-2 分钟即可，时间短快方便；而中式早餐（包子饺子稀饭）蒸煮时间很长。

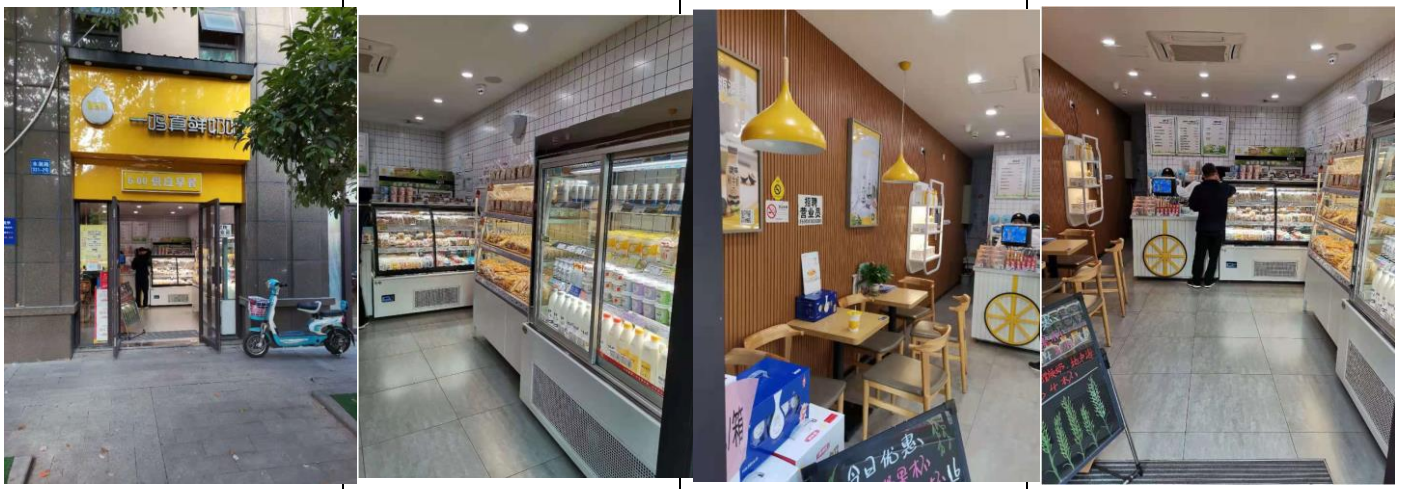
三是解决了新鲜牛奶+短保（现烤）面包的销售渠道。原本大家消费常温牛奶和长保面包，一个月到商超或线上渠道购买 1-2 次足够。但现在是新鲜牛奶+短保（现烤）面包，隔 1-2 天，甚至每天都需要购买，再到商超或线上渠道购买已然不方便，在社区门口购买更加方便。

### 1.3、一鸣真鲜奶吧的特色：新鲜+简单+调性

一鸣真鲜奶吧的定位：西式点心店，轻餐饮属性。

**A. 新鲜：**公司新鲜牛奶全部采用保质期 7 天的巴氏奶，但由于是在公司专卖店销售，产品动销速度快，一般销售时间不超过 2 天，牛奶新鲜度也就更高。公司烘焙产品，目前主要采用短保，现烤占比不到 5%。但后继社区店将全部用现烤面包，彻底与便利店的短保面包构成差异，“现烤面包”的新鲜程度更受消费者喜欢。

图 3：一鸣真鲜奶吧“简单、调性”



资料来源：杭州市场调研拍摄，国海证券研究所

**B. 简单：**一鸣真鲜奶吧的产品，只有“牛奶+面包+饭团”，解决了人的基本营养餐需求，对消费者而言，购买目的性明确，不存在选择性障碍。而一般便利店，产品五花八门，陈列杂七杂八。牛奶既有巴氏奶，也有常温奶。巴氏奶既有保质期 7 天的短巴氏奶，也有保质期 15 天的超巴氏奶。面包既有短保面包也有长保面包。而一般面包房，既有高频消费面包，但更多的还是低频消费的蛋糕、糕点等，牛奶也是以常温奶为主；一般的牛奶棚，则是既有低温牛奶，也有常温牛奶，面包也是以长保面包为主。

**C. 调性：**“一鸣真鲜奶吧”门店装修高雅简洁舒适，整体购物和消费环境都很好，很容易吸引消费者购买和即食。



## 1.4、公司成熟门店坪效约 3 万元多，后继坪效提升的空间仍然很大

表 1: 2019 年度直营店坪效情况 (剔除经营期限 1 年以内门店)

开业年数	门店家数	营业收入总金额 (万元)	单店销售额 (万元)	坪效 (万元, 平均 45 平米算)
1-2 年	78.00	8876.13	113.80	2.53
2-3 年	67.00	7150.51	106.72	2.37
3-4 年	38.00	4018.24	105.74	2.35
4-5 年	32.00	3126.10	97.69	2.17
5 年以上	68.00	10119.24	148.81	3.31
合计	283.00	33290.22	117.63	2.61

资料来源: 一鸣食品招股说明书、国海证券研究所

表 2: 2019 年度加盟店坪效情况 (剔除 1 年以内)

开业年数	家数	金额 (万元)	单店销售额 (万元, 出厂价)	单店销售额 (万元, 折 算成终端零售价)	坪效 (平均 45 平米算)
1-2 年	277	16666.66	60.17	100.28	2.23
2-3 年	169	12096.74	71.58	119.30	2.65
3-4 年	161	12527.51	77.81	129.68	2.88
4-5 年	76	6398.86	84.20	140.33	3.12
5 年以上	494	40411.97	81.81	136.34	3.03
合计	1177	88101.74	74.85	124.75	2.77

资料来源: 一鸣食品招股说明书、国海证券研究所

公司坪效未来仍有很大提升空间的途径:

### 一是丰富品类, 增加和补充全天消费时间

公司目前的产品主要是牛奶, 烘焙面包和饭团等米制品, 以及部分奶茶。产品主要针对早餐, 下午茶点心和晚上点心 (或第二天早餐准备), 门店的定位更多的是西式点心, 以及轻商务消费。让“一鸣真鲜奶吧”不只是一家三口的早餐店, 也可以成为孩子们心中的星巴克, 轻白领一日三餐的营养补给站。因此, 一鸣的门店消费时间主要集中在早上, 下午和晚上, 刚好与正餐错开。从营业收入构成时间段来看, 基本上早上 6 点-10 点, 约占收入的 40%; 早上 10 点-下午 5 点, 约占收入的 30%; 下午 5 点以后, 约占收入的 30%。

为提高坪效, 公司后继准备增加正餐的一部分食品: 如鲜食盒饭、面条。此外, 增加部分水果和休闲零食。公司有意向对便利店的高频消费食品做进一步研究, 进行补充。

## 二是经济增长，增加受众，增加门店密度，提高客单价

一鸣奶吧的客单价约在 15-18 元，总体价格在中高水平。以杭州为例，2019 年杭州总人口在 1193 万人，公司门店在杭州开发了约 400 多家。未来随着居民收入水平的提高和消费习惯的改变，预计门店覆盖密度还可以继续增加。

从长期来看，为了满足各种层次消费者的需求，公司或是推出更高端的产品，按照取脂定价原则，将经济效益实现最大化。

## 三是消费习惯的改变，西式饮食文化继续盛行

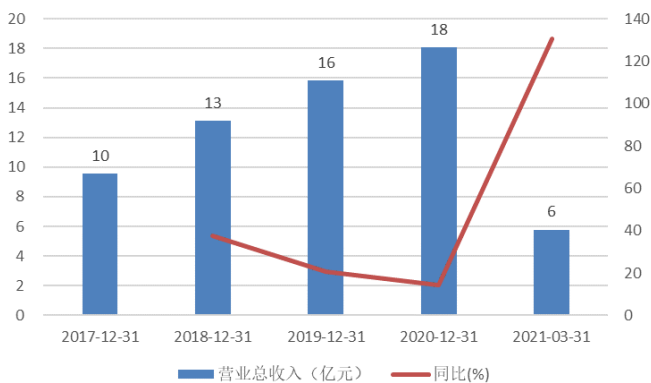
随着全球经济一体化发展，全球留学生的互通，全球旅游的互通。中国居民西方饮食文化的接纳和发展还将继续发展。牛奶+烘焙的科学的营养餐模式，将越来越受消费者青睐，一鸣真鲜奶吧的生意也将越来越好。

## 1.5、B 端酒店、餐饮、商超业务大有可为

公司业务除了一鸣真鲜奶吧门店收入外，B 端业务也占相当一部分。根据公司招股说明书报告，公司门店渠道实现销售收入占主营业务收入比重平均为 77.66%，非门店渠道的收入占比平均为 22.33%。

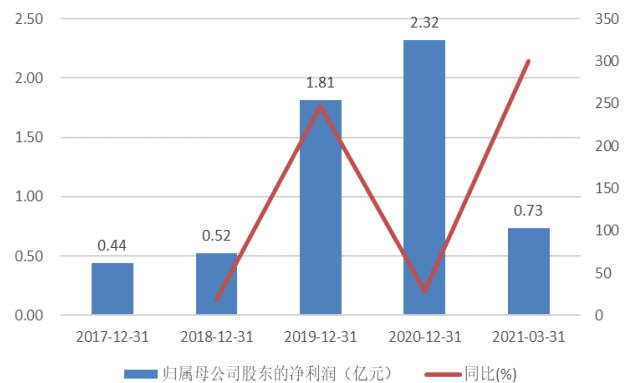
随着国内居民西方饮食文化的流行，酒店、餐饮和商超烘焙需求量也在日益增加。公司对酒店、餐饮和商超等开拓 B 端业务，一方面可以直接提供牛奶+面包，另一方面也可以提供冷冻面团等产品。

图 4：立高食品历年来收入及增长情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：立高食品历年来净利润及增长情况

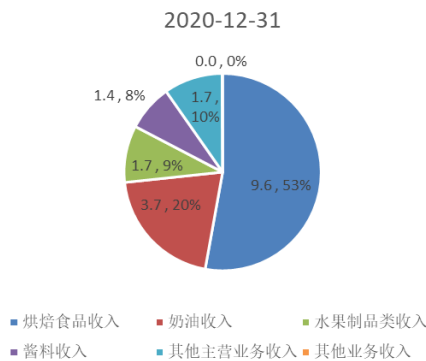


资料来源：Wind，国海证券研究所

事实上，国内已有多家公司专门做烘焙行业的 B 端业务，如立高食品、南侨食品、苏州维益食品、北京丘比食品等等。其中业务做的比较优秀的立高食品，无论是收入还是利润增长都保持较高的增速，尤其是冷冻面团业务构成主要板块。

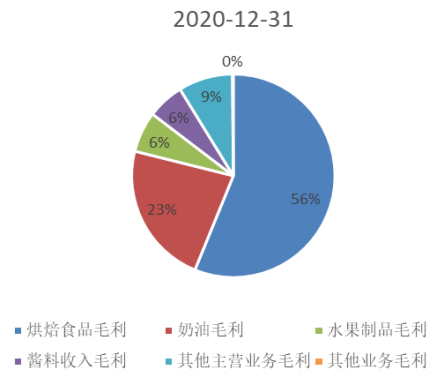


图 6: 立高食品各板块业务收入构成情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 立高食品各板块业务净利润构成情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

在零售业务方面, 公司还开发“生气君”气泡水, 以实现对现有业务的补充和完善。销售渠道重点在连锁便利店, 夫妻老婆店, 和一鸣真鲜奶吧。

图 8: 一鸣食品“生气君”气泡水



资料来源: 一鸣食品网站, 国海证券研究所

## 2、公司门店开发计划

参考公司历史开店增速水平, 预计公司上市后融资到位, 在产能建设和员工招募方面都有望上升一个新台阶, 预计公司门店开发增速会加快。我们假设按照每年 20% 以上的复合增长率推进, 预计到 2025 年, 公司门店总数有望突破 5000 家。

客观来看, 前期因为受疫情影响, 预计门店开发计划会滞缓, 后期, 随着疫情结束, 预计门店开发会加速。

公司目前门店开拓重点在华东地区, 覆盖浙江省、江苏省、上海市、福建省、安徽省、江西省等 5 省一市。预计公司在华东地区加快渗透的同时, 也有望向华南、华北和华中地区尝试性开店, 为未来全国化布局提前准备。

表 3: 公司门店总数增长情况

省份	2020 年	2021 年新增	2022 年新增	2023 年新增	2024 年新增	2025 年新增	合计
浙江省	1451						
江苏省	262						
上海市	25						
福建省	6						
安徽省	0						
江西省	0						
当年新增	157	261	501	626	939	1221	
总计	1744	2005	2506	3132	4071	5292	5292

资料来源：一鸣食品招股说明书、国海证券研究所

### 3、募集资金投入项目

根据公司募投项目规划，江苏一鸣食品生产基地（常州综合基地）一期项目为 9.49 万吨乳饮品和植物蛋白饮品，建设周期为 2 年；嘉兴项目为 3 万吨烘焙制品，建设周期为 1.5 年。建成后预计将于 2022 年达到设计产能，其中乳品、烘焙食品的总体年产能将分别达到 21.49 万吨和 5.34 万吨。有利于推进江苏、上海等华东地区市场的拓展与浙江市场的深化，提升公司产品市场占有率。

表 4: 2019 年度加盟店坪效情况（剔除 1 年以内）

单位：万吨	设计产能	2020E	2021E	2022E
现有乳品产能	12	12.0	12	12
常州项目新增乳品产能	9.5	0	4.75	9.49
乳品产能合计	21.5	12.0	16.80	21.50
现有烘焙产能	2.3	2.3	2.3	2.3
嘉兴项目新增烘焙产能	3.0	0.5	3.0	3.0
烘焙产能合计	5.3	2.8	5.3	5.3

资料来源：一鸣食品招股说明书、国海证券研究所

### 4、盈利预测与评级

盈利预测和投资评级：基于短期公司门店流量受疫情影响，有所下降。我们调低公司盈利预测为 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.40/0.60/0.77 元，对应 PE 分别为 44.57/29.36/23.07。调低为“增持”评级。

### 5、风险提示

- 1) 公司门店扩展不及预期;
- 2) 新冠疫情结束不及预期;
- 3) 公司募投项目建设不及预期;
- 4) 食品安全风险;
- 5) 其他经营不及预期的风险;

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	1998	2298	2757	3447
增长率(%)	14%	15%	20%	25%
归母净利润(百万元)	132	159	242	307
增长率(%)	-24%	20%	52%	27%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.40	0.60	0.77
ROE(%)	10.27%	11.13%	14.71%	16.08%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：一鸣食品盈利预测表

证券代码:	605179.SH				股票价格:	17.69	投资评级:	增持		日期:	2021/7/22
<b>财务指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	10%	11%	15%	16%	EPS	0.33	0.40	0.60	0.77		
毛利率	40%	39%	40%	40%	BVPS	3.22	3.57	4.09	4.77		
期间费率	30%	26%	25%	25%	<b>估值</b>						
销售净利率	7%	7%	9%	9%	P/E	53.56	44.57	29.36	23.07		
<b>成长能力</b>					P/B	5.50	4.96	4.32	3.71		
收入增长率	14%	15%	20%	25%	P/S	3.55	3.09	2.57	2.06		
利润增长率	-24%	20%	52%	27%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		
总资产周转率	0.83	0.89	0.97	1.08	营业收入	1998	2298	2757	3447		
应收账款周转率	22.41	22.41	22.41	22.41	营业成本	1208	1404	1654	2068		
存货周转率	19.20	19.20	19.20	19.20	营业税金及附加	13	15	18	22		
<b>偿债能力</b>					销售费用	496	586	687	855		
资产负债率	47%	45%	42%	40%	管理费用	105	124	138	169		
流动比	1.37	1.56	1.84	2.11	财务费用	(6)	1	1	1		
速动比	1.29	1.47	1.73	1.99	其他费用/(-收入)	1	(1)	(1)	(1)		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	营业利润	170	167	259	331		
现金及现金等价物	837	1005	1250	1556	营业外净收支	(21)	12	13	15		
应收款项	89	103	123	154	利润总额	149	179	272	346		
存货净额	63	78	93	108	所得税费用	17	20	30	39		
其他流动资产	96	110	132	165	净利润	132	159	242	307		
<b>流动资产合计</b>	<b>1085</b>	<b>1295</b>	<b>1598</b>	<b>1983</b>	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	710	858	919	877	归属于母公司净利润	132	159	242	307		
在建工程	447	268	161	161	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		
无形资产及其他	61	56	53	50	经营活动现金流	210	225	315	393		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	132	159	242	307		
<b>资产总计</b>	<b>2415</b>	<b>2589</b>	<b>2844</b>	<b>3183</b>	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	178	178	178	178	折旧摊销	76	74	89	95		
应付款项	200	235	277	346	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	0	0	0	1	营运资金变动	2	(78)	(100)	(148)		
其他流动负债	416	416	416	416	投资活动现金流	(497)	31	46	42		
<b>流动负债合计</b>	<b>794</b>	<b>829</b>	<b>871</b>	<b>940</b>	资本支出	(381)	31	46	42		
长期借款及应付债券	310	310	310	310	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	21	21	21	21	其他	(115)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>331</b>	<b>331</b>	<b>331</b>	<b>331</b>	筹资活动现金流	454	(19)	(29)	(37)		
<b>负债合计</b>	<b>1125</b>	<b>1160</b>	<b>1202</b>	<b>1271</b>	债务融资	323	0	0	0		
股本	401	401	401	401	权益融资	519	0	0	0		
股东权益	1290	1430	1642	1912	其它	(388)	(19)	(29)	(37)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2415</b>	<b>2589</b>	<b>2844</b>	<b>3183</b>	现金净增加额	168	237	331	397		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组 1 介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8 年实业经验，11 年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自 2009 年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师 50 强榜 2017 年第 44 名和 2018 年第 30 名，2020 年 Wind “金牌分析师” 食品饮料行业第 5 名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020 年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。