

如何在社区生鲜经营与投资中避雷？

——生鲜产业投资框架

证券研究报告 | 行业专题报告
可选消费 | 零售

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn

S1090518090002

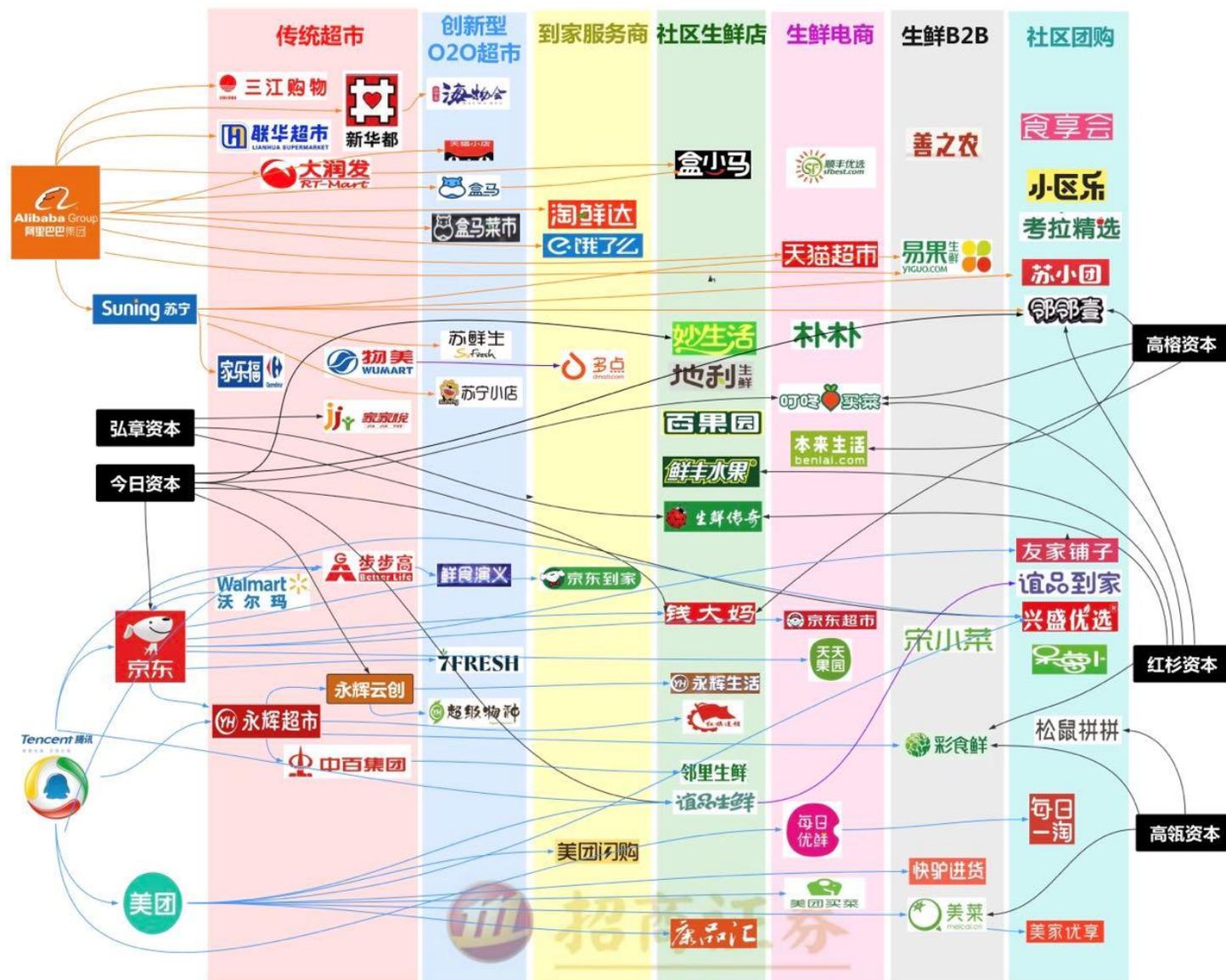
周洁(研究助理)

zhoujie10@cmschina.com.cn

CMS  招商证券

- 最近两年社区生鲜投资案件层出不穷，我们尝试分别站在消费者（需求分析）与零售商（单店及连锁模型拆分）的角度，分析社区生鲜超市的核心经营及投资因子。
- 1) 生鲜消费者需求分析：多快好省为生鲜消费者需求四要素，但单一零售业态难以兼得。小店的特点是灵活，和大店傻大憨不同，小店真正体现了商品经营能力，选址更加灵活，对周边人口密度较大卖场显著降低、经营更加“自营”、选品更精细化、需要更加懂消费者；和传统大卖场类联营方式不同，商品管理上需要员工更加灵活，往往在小店中需要的是“万金油”，既能照顾得了活鱼、又能切得了猪肉。而房地产周期下行的情况，社区更加成熟，新的商业机会正在孕育，但多、快、好、省难以多维度均衡。
- 2) 社区店单店模型拆解：成本高企损耗难控，盈利难度大。按照已有成熟小区，我们保守测算全国开店空间达4.5万家。但社区生鲜业态人工租金成本较高，且损耗难控，盈利困难。进一步拆解分析，销售额与毛利率的提升是门店盈利能力提升的核心驱动因子，其中盈利能力对销售额敏感性最高。社区生鲜店经营面积与客流量有限，商品新鲜、商品丰富、低损耗三者形成不可能三角，提升了经营难度。规模效应提升直采比例、发展自有品牌、建立强大的加工中心或是破局方向；在门店商品结构上，实现动态平衡，构建最优组合；结果是实现复购率、客单价等均衡，提升门店的日销售额。
- 3) 连锁核心要素：展店能力、供应链、管理能力。连锁公司的展店能力、供应链水平、管理能力是公司成长的核心要素。展店能力：从扩张范围看具备全国扩张能力的公司更具成长性，但难度较高，从扩张模式看直营与加盟则各有千秋。供应链：主要取决于单品采购规模与整体采购体系。管理能力：难点在于需要公司同时具备标准化与灵活性。
- 4) 产业发展看投资：投资角度来看，社区生鲜最基本的原则是单店盈利、后台和前台盈利。社区生鲜是门好生意，但经营难度大、壁垒高，应从供应链能力、团队、商品组货能力、选址能力、商品系统五个维度选择优秀的社区商业零售企业。

生鲜创新业态逻辑图



资料来源：招商证券

一、生鲜需求分析：多快好省为生鲜需求四要素，但难以兼得

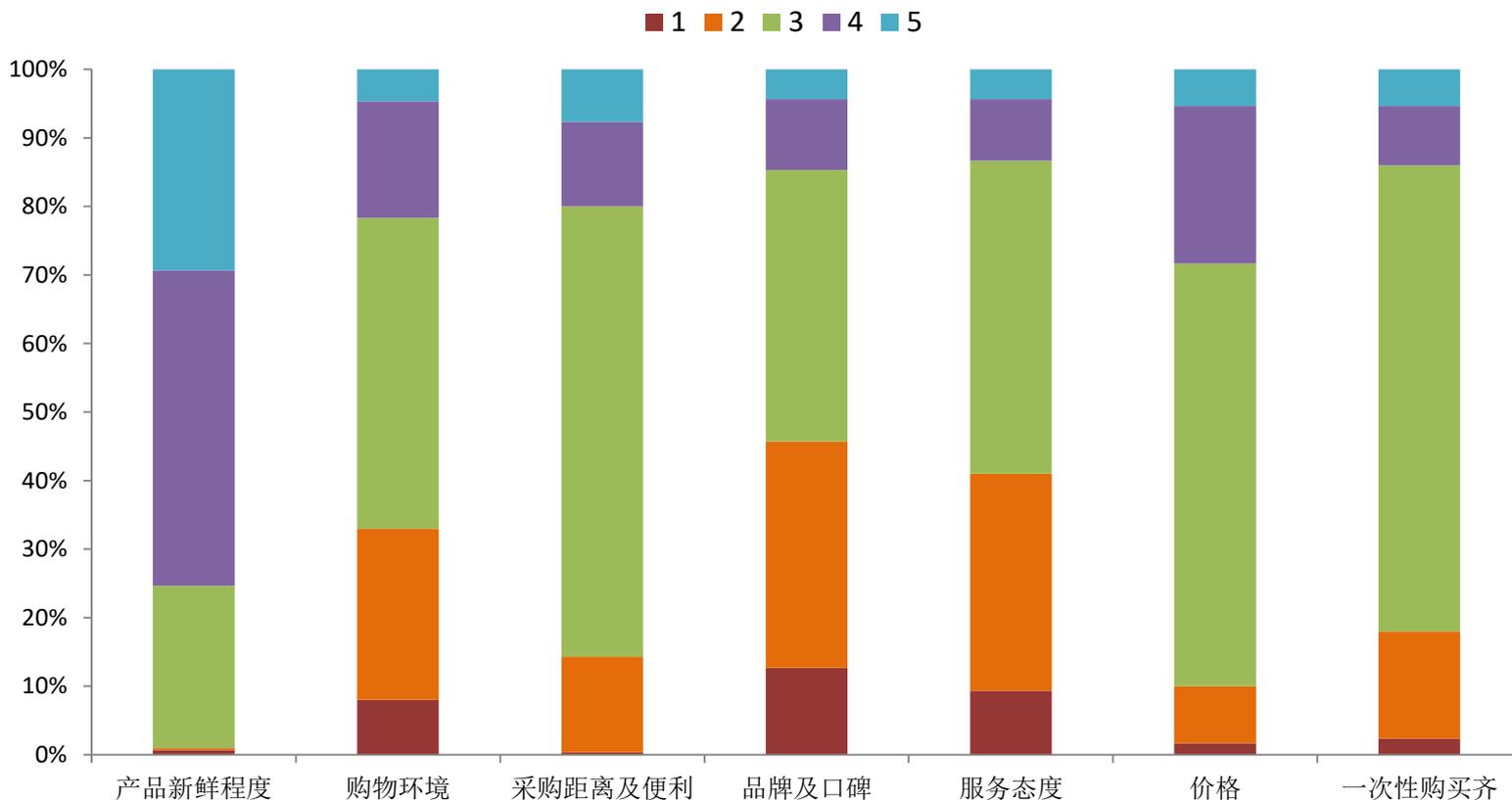
二、单店模型拆解：提升销售额与毛利率是盈利关键

三、连锁核心要素：展店能力、供应链、管理能力

一、生鲜需求分析：多快好省为生鲜需求四要素，但难以兼得

- 根据第三只看零售对西安（新一线城市，永辉Mini、谊品生鲜、苏宁小店、盒马鲜生、7-Fresh等新零售业态均有入驻）2000余位生鲜消费者的调查显示，产品新鲜度（好）、一次性购齐（多）、价格（省）、采购距离及便利（快）是影响消费者到店购买生鲜的四大核心因素。

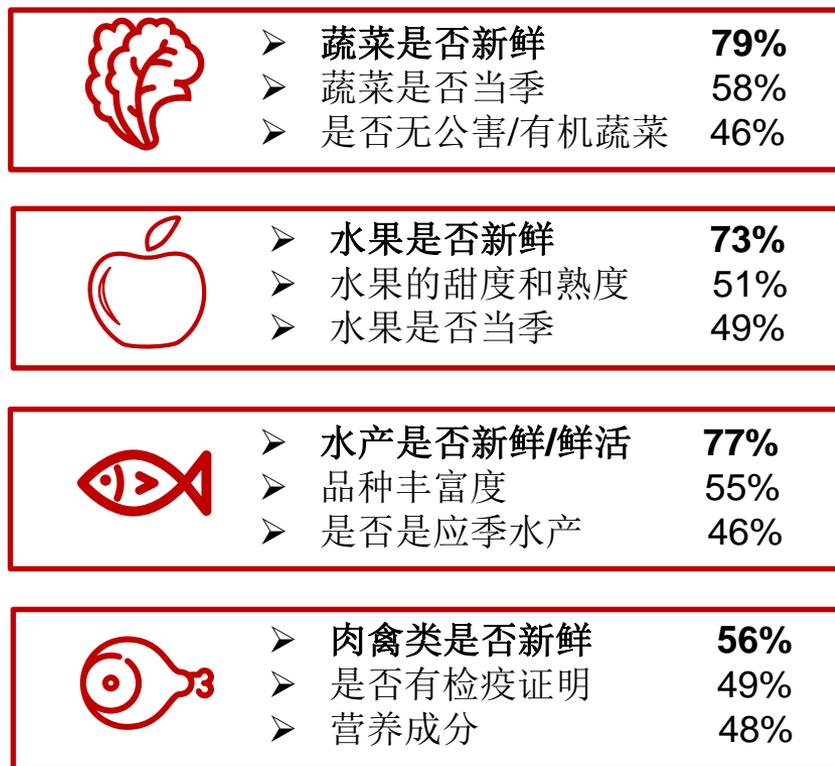
图：决定消费者来店购买的要素排名（1-5表示影响程度从低到高）



资料来源：第三只看零售（Base：2000+，城市：西安）、招商证券

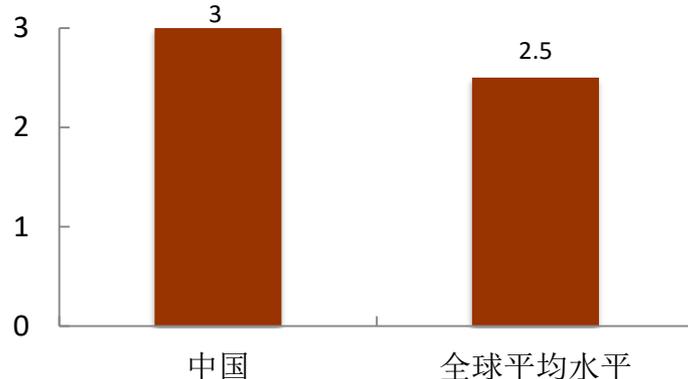
- 好，即食材新鲜。尼尔森调查显示，是否新鲜是中国消费者购买生鲜时最看重的因素。中国消费者通过增加生鲜购买频次的方式来保证生鲜的新鲜度，每周平均购买频次达**3次**，高于全球平均水平**2.5次**，其中蔬果类更是高达**4.48次**。

图：生鲜消费者购买四大生鲜品类最看重的因素

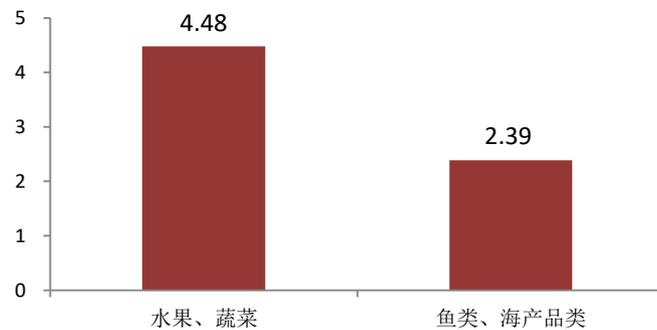


资料来源：尼尔森、招商证券

图：中国消费者生鲜周购买频次高于全球平均水平



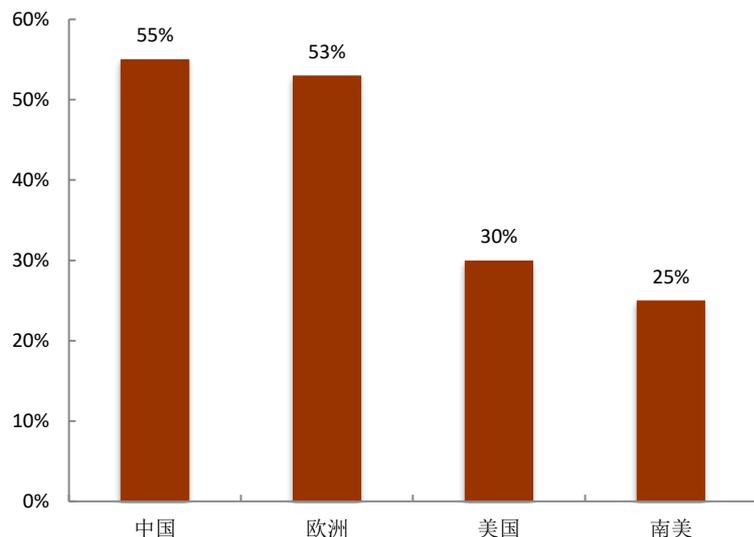
图：中国消费者生鲜不同品类的购买频次



资料来源：尼尔森、招商证券

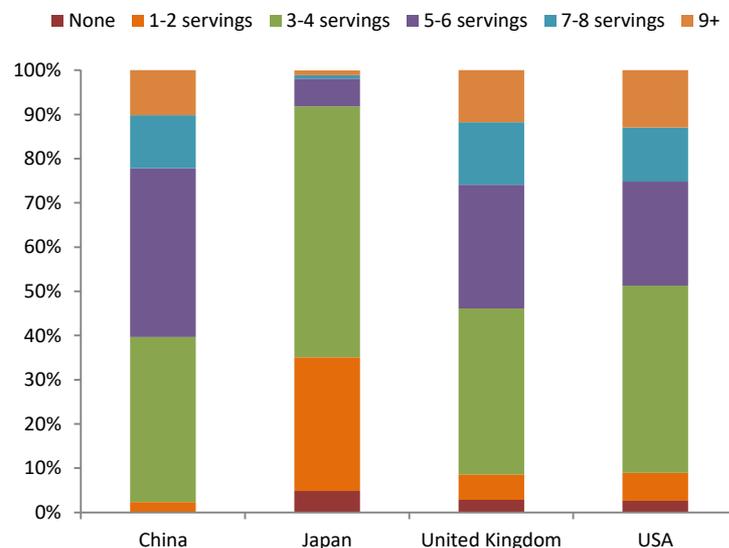
- 多，即品类丰富，可一站式购齐。中国居民对生鲜消费量与丰富度要求较高。从消费支出看，中国消费者在新鲜食品上的花费占据所有食物、百货和个人护理用品的总消费的**55%**，位居亚太地区第三，并高于美国与欧洲。从品类数量看，我国消费者对生鲜品类丰富度要求较高，每日水果与蔬菜需求**5份以上**的人群占比达**60.31%**，高于日本（**8.11%**）、美国（**53.86%**）和英国（**48.70%**）。

图：消费者在新鲜食品上的花费占据所有食物、百货和个人护理用品总消费的比例（2013）



资料来源：尼尔森、招商证券

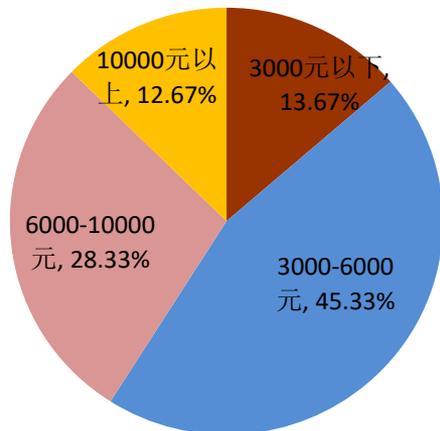
图：消费者日均水果蔬菜需求份数（2017）



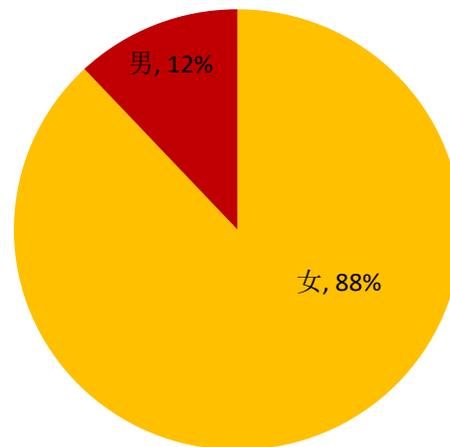
资料来源：Euromonitor、招商证券

- 省，即价格便宜。从整体上看，我国家庭中负责生鲜购买的主力人群以中年已婚女性为主，整体收入不高，因此对价格敏感度高。

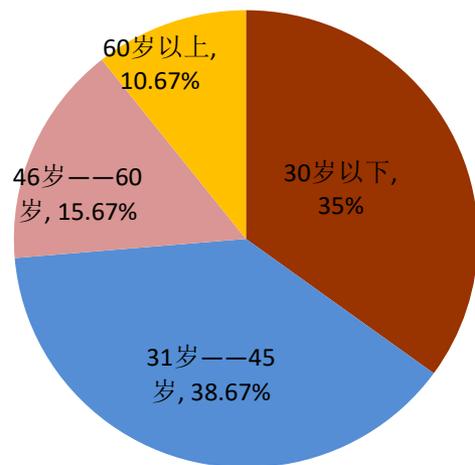
图：生鲜消费者个人月收入



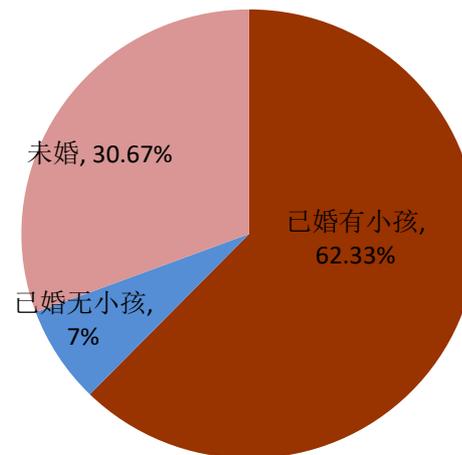
图：生鲜消费者性别个人



图：生鲜消费者年龄构成

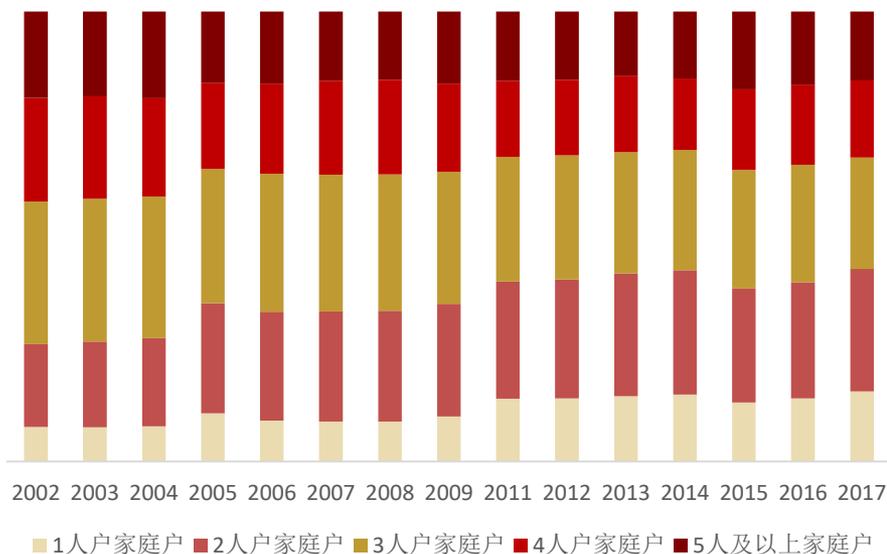


图：生鲜消费者婚姻情况



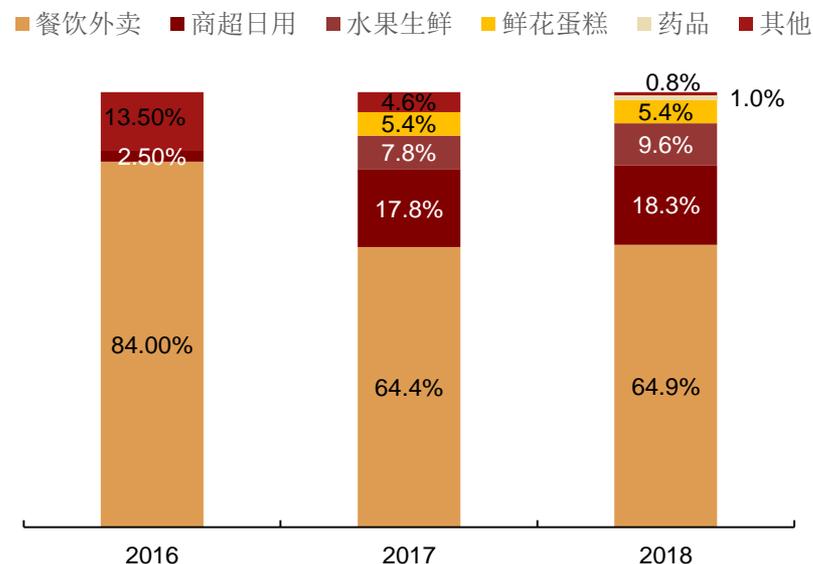
- 快，即采购便利。在家庭结构小型化、消费者时间成本提升、到家业务快速发展（培育消费者愿意为时间和便利性支付溢价）等因素的驱动下，近年来生鲜消费者对“快”的需求日益提升，这是催生社区生鲜小店、生鲜电商等新业态出现的根本原因。

图：我国家庭结构呈小型化趋势



资料来源：国家统计局、招商证券

图：同城B2C即时配送细分品类订单份额

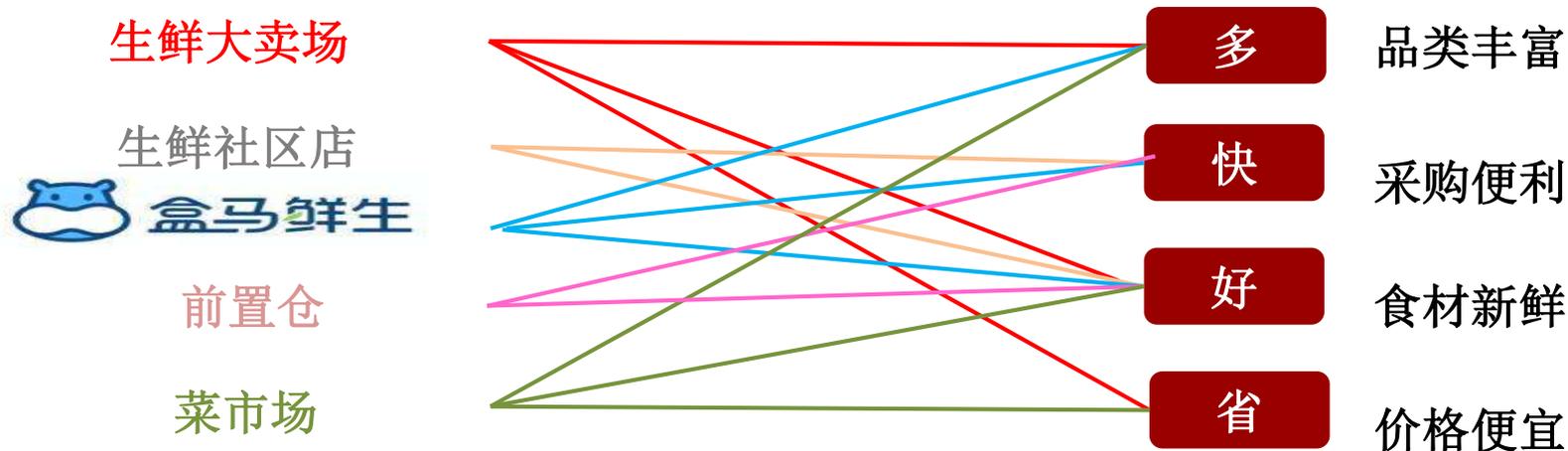


资料来源：比达咨询、招商证券

结论：多快好省四要素难以兼得

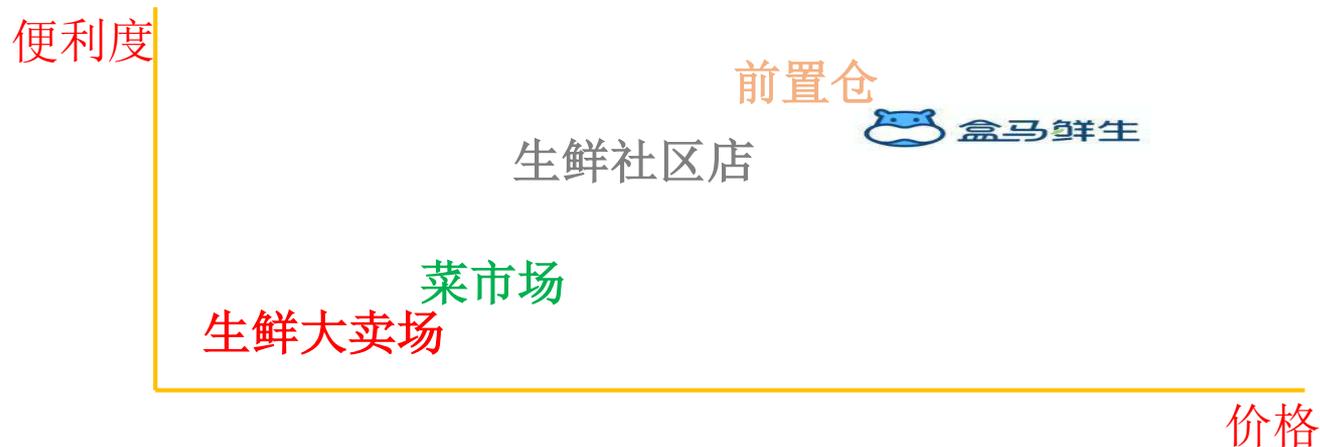
- 生鲜终端零售业态千变万化，不同业态对多快好省四要素的满足程度各有不同，但四要素难以兼得。我国生鲜市场庞大，不同业态目标客群不同，预计将长期共存。

图：不同生鲜零售业态对生鲜需求四要素的满足度各有不同



资料来源：招商证券

图：生鲜零售业态快与省难以兼得



二、社区模型分解：销售额与毛利率是实现盈利的关键

空间测算：保守测算市场规模2800亿元

- 参考生鲜传奇与谊品生鲜的选址标准，假设周边2000户以上可支撑一个社区生鲜店。
- 根据高德地图统计，2016年我国有住宅小区近30万个。
- 根据我们对南京/合肥各2000余家小区的爬虫统计，2000户以上小区占比约15%。
- 假设全国30万个小区中2000户以上小区占比15%，则全国社区生鲜店（仅单个小区内门店）开店空间为4.5万家。
- 参考CCFA&第三只眼看零售《2018社区生鲜调研报告》，假设平均单店日销售额为1.7万元，则我国社区生鲜业态市场空间约为2792.25亿元。考虑到周边2000户可由多个小区构成，实际空间更大。

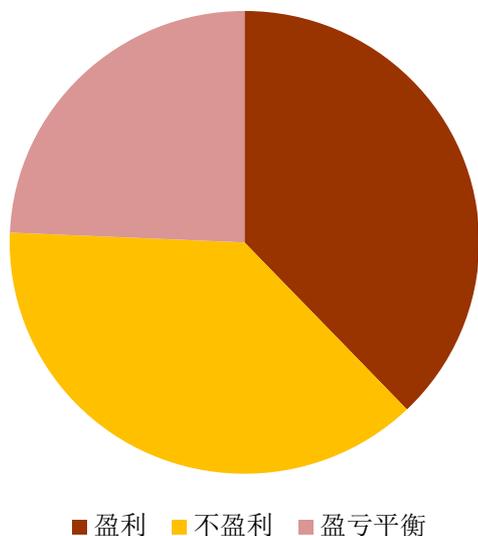
图：社区生鲜品牌全国分布情况



资料来源：CCFA、搜房网、招商证券

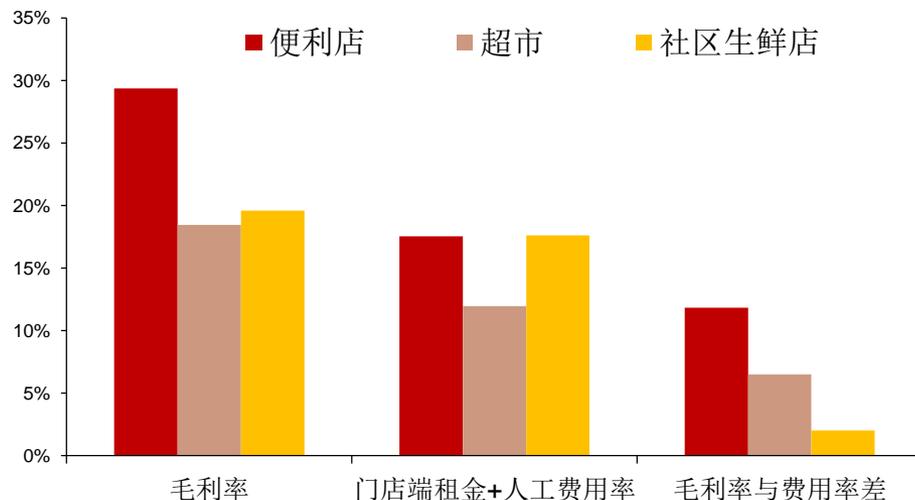
- 社区生鲜业态高速增长，空间广阔，但盈利情况并不乐观。从单店模型看，生鲜的低毛利率、高损耗率与门店高人工与租金费用是社区生鲜经营的主要矛盾。典型社区生鲜店日销售额为1.7万元，毛利率为19.6%，损耗率达8%，而门店人员工资与租金成本占比分别达9.6%与8%。
- 我们将社区生鲜店的经营情况与便利店、超市业态进行对比分析。便利店业态由于其消费对象购买商品更多出于即时性需求，对商品价格相对不敏感，毛利率较高；超市业态由于其门店规模较大，租金与人工费用率相对较低，而社区生鲜店由于门店面积较小且生鲜品类损耗较高，在毛利率与费用率上均不具备优势。

图：社区生鲜门店盈利情况



资料来源：CCFA、招商证券

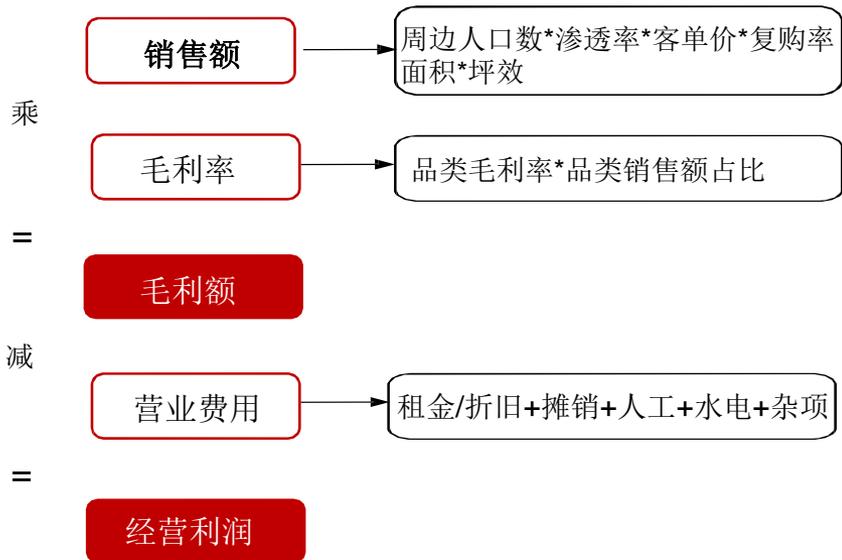
图：社区生鲜、便利店、超市毛利率与费用率对比



资料来源：CCFA、公司公告、招商证券

注：便利店选取红旗连锁为样本，超市选取A股7家超市上市公司为样本并取其平均值。

模型拆解：销售额与毛利率是核心因子 CMS 招商证券



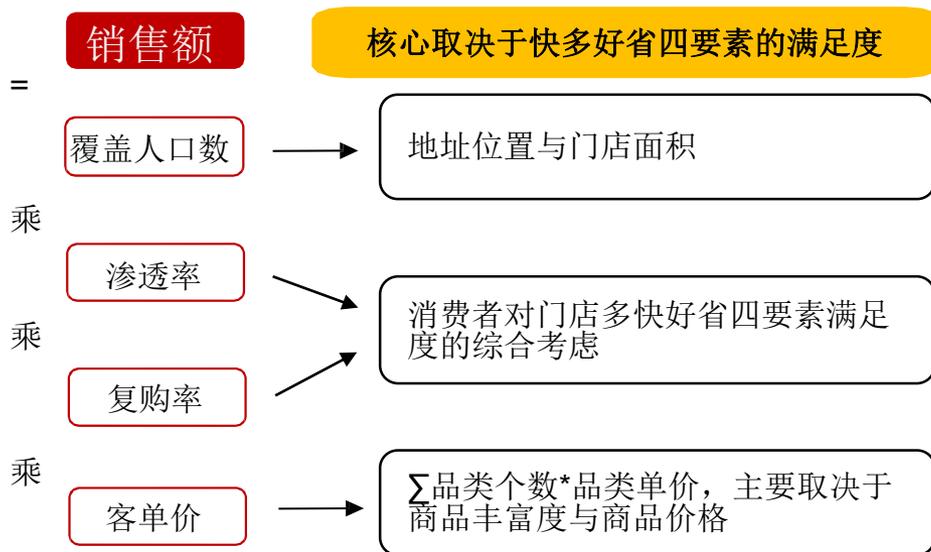
- 门店营业费用较为固定，核心在通过提升销售额（坪效）与毛利率实现毛利额的提升，从而实现单店盈利。
- 社区生鲜店面积较小，单位面积人工与租金水平较高，需要更高的坪效与毛利率水平来支撑门店盈利。

表：社区生鲜店净利率对日销与毛利率的敏感性测算

净利率对日销和毛利率水平的敏感性测试							
	1万	1.5万	2万	2.5万	3万	3.5万	4万
18%	-42%	-22%	-12%	-6%	-2%	1%	3%
19%	-41%	-21%	-11%	-5%	-1%	2%	4%
20%	-40%	-20%	-10%	-4%	0%	3%	5%
21%	-39%	-19%	-9%	-3%	1%	4%	6%
22%	-38%	-18%	-8%	-2%	2%	5%	7%

资料来源：草根调研、招商证券

销售额：取决于生鲜四要素满足度



- 与生鲜大卖场（超市）相比，社区生鲜店辐射范围（覆盖人口总数）相对较少，且由于SKU较少客单价较低。
- 因此，社区生鲜店需要利用离消费者更近的优势，充分满足消费者对生鲜的需求（快多好省四要素），带动周边居民渗透率与复购率提升，以实现更高坪效。

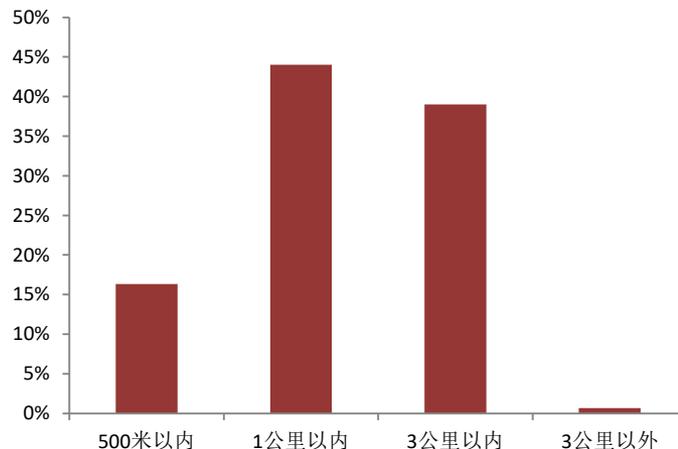
表：典型生鲜大卖场与社区生鲜店销售额决定因子分拆对比

	大卖场	社区生鲜店
日均销售额	258000	17000
日均客流量	3225	739
覆盖范围 (人口)	3公里	500米 (超过2500户)
渗透率	相对较低	相对较高
复购率	相对较低	相对较高
客单价	80	23
门店面积 (平米)	8000	314
年化坪效 (万元/平米)	1.18	2.0
生鲜销售额占比	45%	50%+
SKU数	15000左右	2000左右
价格定位	平民化	平民化/中高端

资料来源：草根调研、CCFA、招商证券

注：红色/黄色为销售额模型中社区生鲜/大卖场优势项

图：消费者日常购买生鲜商品的距离



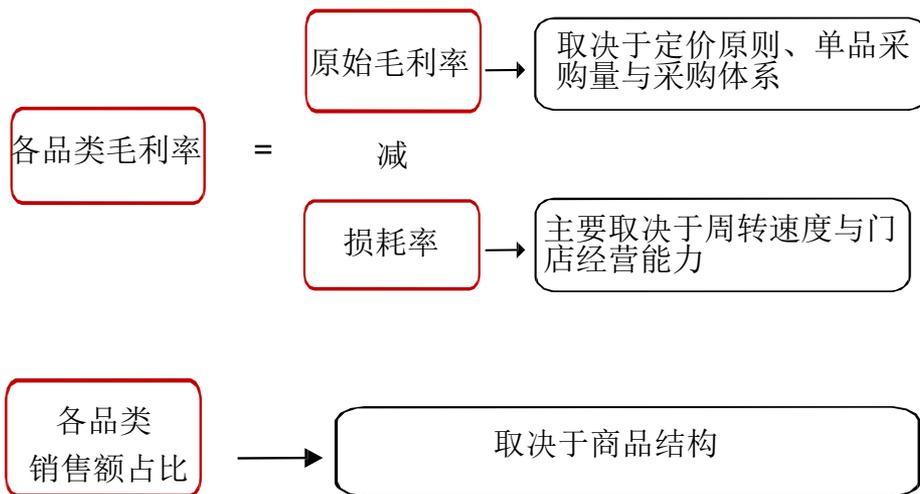
资料来源：第三只眼看零售、招商证券

毛利率：采购量、品类结构、控损能力 CMS 招商证券

毛利率

主要取决于单品采销量、控损能力、品类结构

=
乘



- 社区生鲜店销售额相对较少，采购量与直采比例也小，生鲜采购价格相对较高。但社区生鲜店里消费者更近，**消费者愿意为便利性支付一定溢价**，因此原始毛利率较高。
- 生鲜损耗率主要取决于周转率，周转率则主要取决与客流。
- 社区生鲜店生鲜占比较高（至少**50%**），而生鲜毛利率低于标品，导致社区生鲜店整体毛利率较低。

表：典型生鲜大卖场与社区生鲜店毛利率决定因子分拆对比

	大卖场	社区生鲜店
生鲜原始毛利率	16-20%	25-30%
生鲜损耗率	3%-5%	平均8%
生鲜毛利率	13%-15%	18%-20%
生鲜直采比例	70%	27%
生鲜销售额占比	45%	50%+
消费者价格敏感度	较高	较低

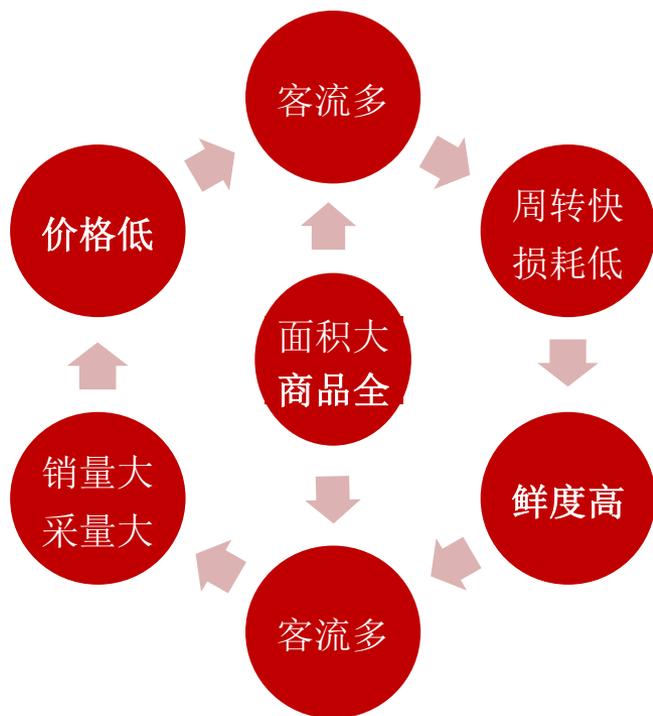
资料来源：草根调研、CCFA、招商证券

/大卖场优势项

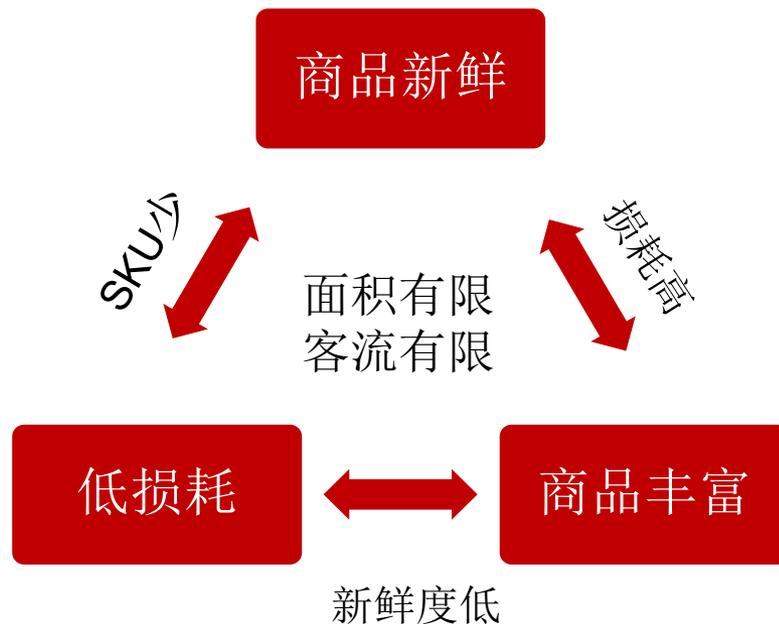
经营难点：有限面积的不可能三角

- 生鲜大卖场以充足的营业面积与丰富的商品为基础，充分满足了消费者好、多、省三大传统需求，带来了高客流。高客流带来高销售、高周转（低损耗），提升了门店销售额与毛利率，使门店实现盈利。生鲜大卖场运营逻辑形成闭环。
- 社区生鲜店经营面积相对有限，无法同时充分实现商品丰富与高周转。商品丰富与商品新鲜（带来销售额）、低损耗（高毛利率）三者形成不可能三角，提升了门店盈利难度。为满足消费者需求，社区生鲜店往往选择优先满足商品丰富与商品新鲜，因此往往会出现较高损耗。

图：生鲜大卖场的闭环运营逻辑

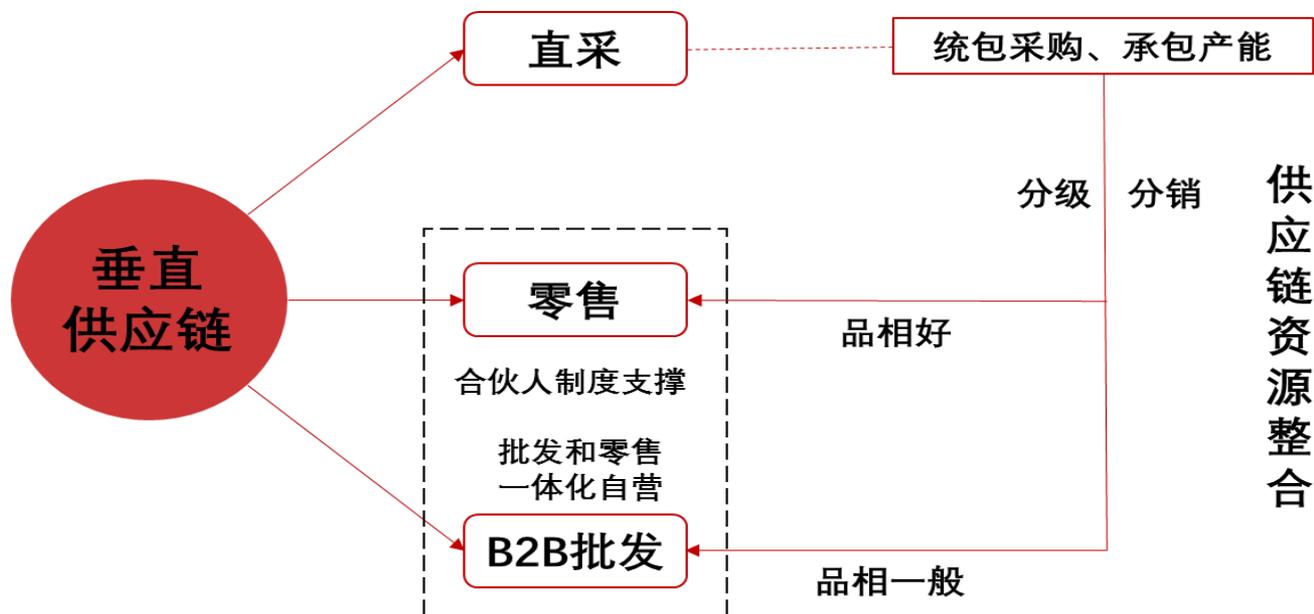


图：社区生鲜经营的不可能三角



- 采购规模是决定生鲜采购价格的主要因素。采购规模提升后一方面可增强对上游供应商的议价能力，另一方面可通过规模优势直接与基地源头对接，减少流通环节，降低加价与损耗。
- 通过区域门店密集布局，提升整体销售额，是提升采购规模的主要途径，因此社区生鲜业态具备较强的规模效应。该模式以生鲜传奇为代表，生鲜传奇目前已在合肥开出门店100余家，并计划在合肥开出500-700家门店，以发挥更大强的规模效应。
- 与2B业务结合，发展垂直供应链是提升采购规模的另一种方式。社区生鲜经营公司同时在批发市场发展2B业务，可有效提升生鲜整体采购规模与商品分级体系，增强对上游以及生鲜基地的议价能力。该模式以谊品生鲜、地利生鲜为代表。

图：谊品生鲜垂直供应链逻辑

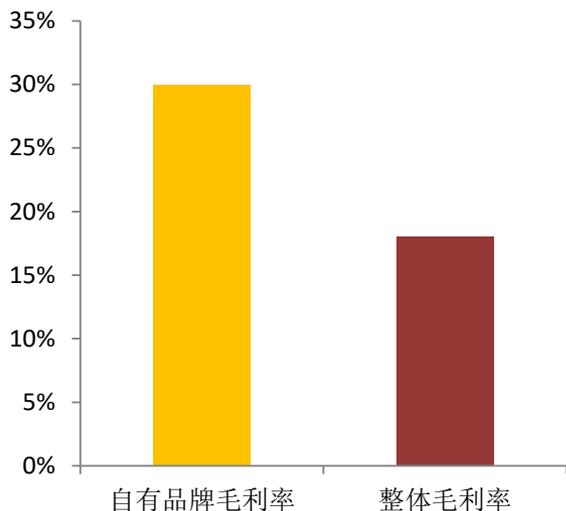


- ▶ 大卖场业态类联营，发展自有品牌的动力较弱，从家乐福模式到Costco模式阻力较大。大卖场的毛利由前台商品销售毛利和后台收入构成。后台收入模式由家乐福引入，由零售商向供应商收取，包括返利收入、促销收入、服务收入等多个项目，这为门店员工向供应商收取灰色收入提供了土壤。同时对于联营模式品牌，品牌商会派驻专门人员到门店进行拉客促销，对自有品牌销售产生影响。

项目		项目内容
返利收入	结算返利收入	根据和供应商结算金额收取一定比例的价外返点收入
	超额销售奖励	根据合同约定，销售供应商商品达到一定目标后向供应商收取的额外奖励收入 根据合同约定，因竞争需要或为维护商品市场价格形象，致使商品毛利低于正常毛利而向供应商收取的补偿收入
	毛利补偿收入	
促销收入	新品推广收入	为供应商进店销售的新品进行推介、试销、市场调查分析以及商品资料管理、维护而收取的有偿服务收入
	商品特殊陈列促销收入	为供应商提供促销台、花车、端架、包柱、收银台货架等特殊醒目位置陈列商品，以及利用报纸、电视、海报等发布商品促销信息而收取的有偿服务收入
	驻店销售代表管理收入	受供应商委托，对其委派的驻店销售代表提供管理、培训等而收取的有偿服务收入
	形象宣传收入	利用户外或店内广告位、场内电视、传媒、条幅为供应商的企业、商品形象进行推广、宣传，以及为供应商设计、制作柜台形象而收取的有偿服务收入
	节庆促销收入	利用节假日、店庆日、公司庆祝日、购物节的商业气氛，举办大型文艺活动、促销活动，对供应商商品进行全方位促销而收取的有偿服务收入
服务收入	配送服务收入	为供应商提供商品配送服务而收取的有偿服务收入 为供应商提供
	仓储服务收入	商品分拣、储存、保管服务而收取的有偿服务收入
	信息共享收入	为供应商提供供应链管理平台，使其快速获取销售、商品库存、结算状况等相关信息而收取的有偿服务收入
	物料消耗补偿收入	为联营供应商提供包装物品、印刷品等物料使用而收取的补偿收入

- 社区生鲜店与大卖场的商品运营逻辑不同，为自有品牌的发展提供了天然的条件。1) 小店生鲜销售额占比较高，而生鲜本身品牌度较弱；2) 小店面积有限，品牌商不会派遣人员进行驻场销售。3) 小店销售额有限，品牌商与店员发生道德风险的动力降低。
- 以生鲜传奇为例。生鲜传奇对自有品牌开发非常重视，拥有专门的自有品牌设计团队。目前生鲜传奇自有品牌SKU数已达400余个，销售额占比10%以上，自有品牌毛利率30%以上，显著高于整体18%的水平。永辉超市mini重点发力优颂、馋大师等自有品牌，品类覆盖快消品等众多领域，门店毛利率高，而相对同等产品性价比高。

图：生鲜传奇自有品牌毛利率高于整体



资料来源：草根调研、招商证券

图：永辉超市mini自有品牌商品



资料来源：公司官网、招商证券

破局之道三：加工中心降本增效

- 参考7-11、全家等日式便利店，高鲜食占比是提升其毛利率的有效途径，而强大的加工中心则是背后不可或缺的支持。
- 对于社区生鲜而言，通过加工中心引入主食、熟食、烘焙等产品，可改善商品结构，提升毛利空间。
- 此外，通过加工中心可把卖相较差、没有变质的残损商品，变成另外一个加工类商品的基本原料，从而降低商品损耗。
- 该模式以家家悦为代表，家家悦具备强大的食品加工能力，具备食品工业园、生鲜初加工中心和中央厨房，同时供给大卖场与社区综合超市。

图：家家悦门店熟食区



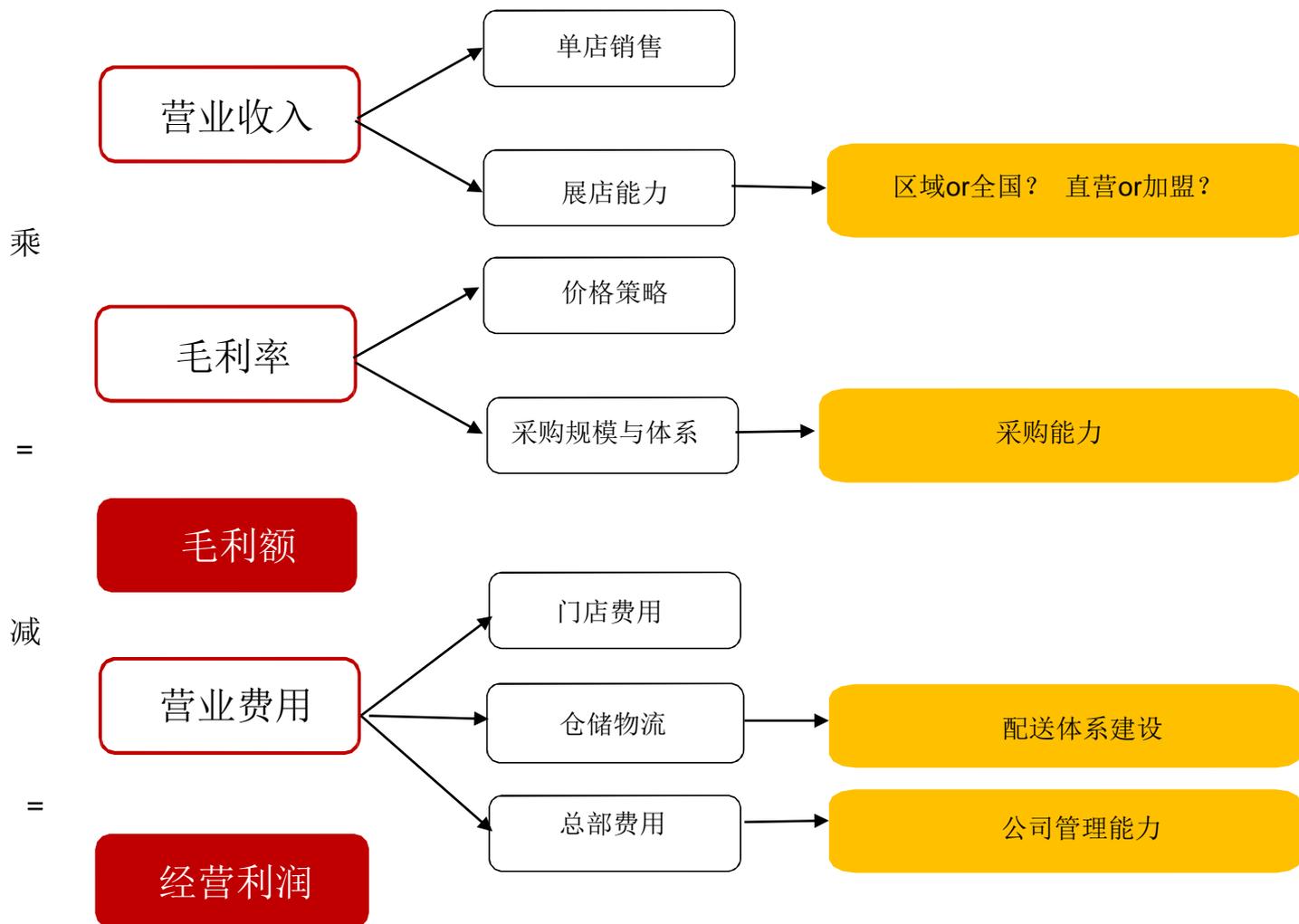
资料来源：商业观察家、招商证券

图：家家悦加工配送中心



资料来源：公司公告、招商证券

三、连锁核心要素：展店能力、供应链、管理能力



连锁模式：区域密集VS全国布点

具备全国扩张能力的公司更具备成长性，但难度较高：

- 运营成本加大，对物流供应链要求增高，且原本仓库覆盖半径有限，扩张需加大对仓储建设、物流建设的投入。
- 地区性消费习惯差异、收入差异、生活质量差异等将导致无法精准营销，原本可行的运营方案在异地扩张时不适用。
- 区域性竞争者不同，会出现扩张地区的市场已被龙头超市抢占的现象，很难在布局形成后再分得一杯羹。

图：国内部分社区生鲜品牌分布情况

全国性社区生鲜品牌	区域性社区生鲜品牌
	<p>华东</p>     
 	<p>华南</p> 
 	<p>华北</p>  
	<p>西南</p> 
	<p>西北</p> 

加盟模式与直营模式各有千秋：

- 加盟模式资产轻，投入小，运营风险较小；自营模式相对重，投入大，运营风险较大。
- 加盟模式对加盟商管控力度小，管理难度大；自营模式相对方便运营，易于统一调整。
- 加盟模式门店扩张速度快；自营模式门店扩张速度慢。
- 加盟模式实行的前提是加盟门店能够盈利，加盟商具备较好的投资回报。

图：自营/加盟社区生鲜大卖场代表品牌



资料来源：公司官网、招商证券

图：自营、加盟模式对比

	自营	加盟
商业模式	B2c	B2b
扩张速度	慢	快
资本开支	多	少
管理难度	低	高

资料来源：招商证券

案例分析：钱大妈以加盟模式快速扩张 CMS 招商证券

- 钱大妈加盟商投入主要包括加盟费、品牌使用费、门店装修费、设备采购费用等，80平小型店总投资费用在30万左右。
- 钱大妈为加盟商提供商品资源、品牌管理、运营技术等多项支持。
- 钱大妈加盟成本低，可复制性强，门店扩张速度快。钱大妈成立于2012年，借助加盟模式加快扩张，2018年8月公司门店数量已突破1000家。

图：钱大妈加盟店投入情况

加盟店型	大型店	中型店	小型店
店铺面积	200㎡	150㎡	80㎡
房租费用	2万元/月	1.5万元/月	8000元/月
装修费用	800元/㎡	800元/㎡	800元/㎡
设备费用	8万元	5万元	3万元
前期进货费	10万元	8万元	5万元
广告宣传费用	3万元	2万元	1.5万元
开业费用	1万元	0.8万元	0.5万元
人员工资	3万元/月	2.1万元/月	1.2万元/月
流动资金	27万元	20万元	11万元
总投资费用	70万元	51.4万元	29.4万元

资料来源：加盟费查询网、招商证券

图：钱大妈门店形象

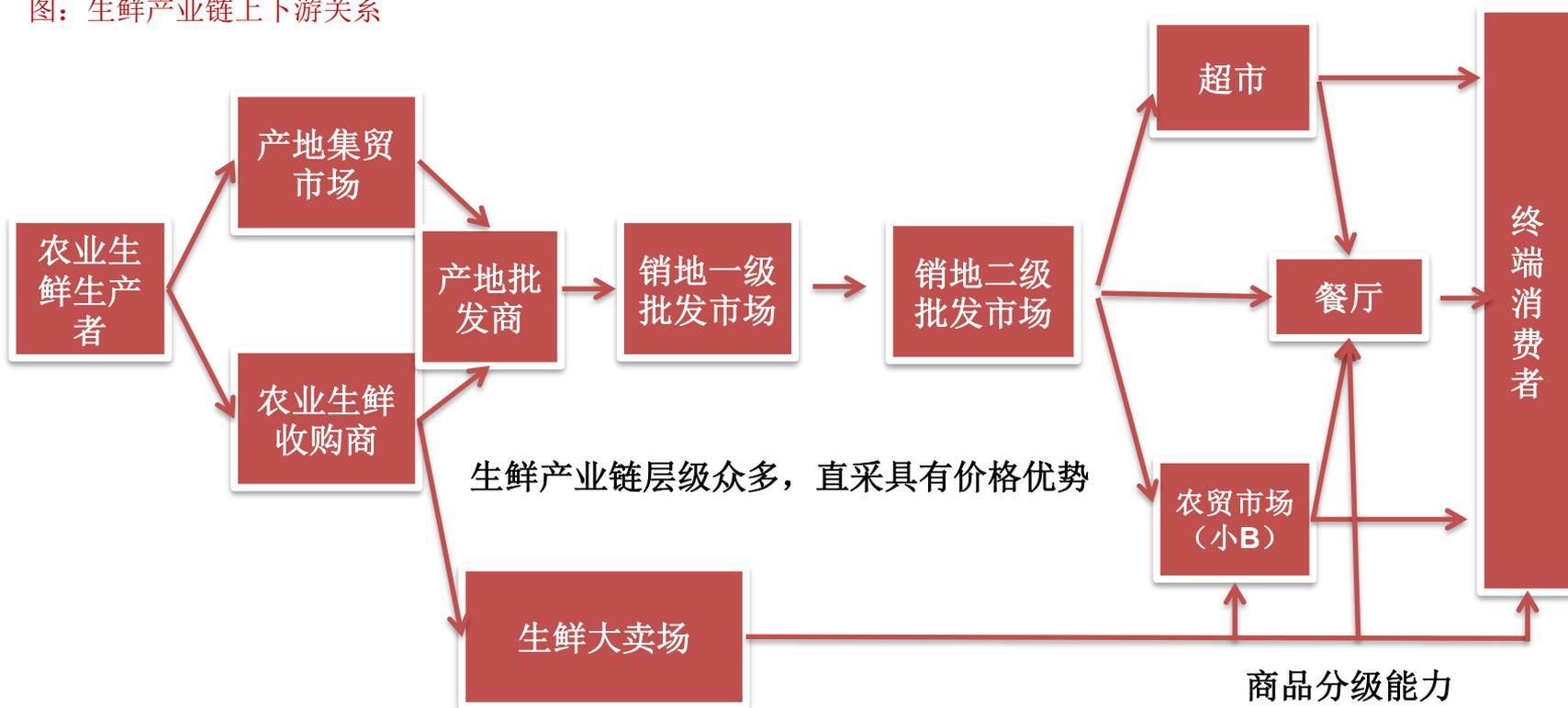


资料来源：草根调研、招商证券

供应链能力主要取决于单品采购规模与整体采销体系

- 单品采购规模：主要取决于销售规模。
- 采销体系：1) 直采比例，一般而言直采价格低于其他渠道 2) 商品分级能力。生鲜基地的商品品质有高低层级之分，若零售商只采品质好的商品价格并不便宜，因此具备商品分级处理能力的零售商更具备优势。

图：生鲜产业链上下游关系



资料来源：招商证券

案例分析：永辉、家家悦供应链能力强 CMS 招商证券

- 永辉采购模式主要分为全国统采、区域直采、供应商采购三种模式，生鲜直采比例超过**70%**。永辉在全国**24**个省区设置**18**个采购办公室，统一向种养殖户或生鲜基地直接采购。全国统采品类特点是大批量、易保存，如苹果、香蕉，全国统采有利于集中上游订单，提升议价能力，以提高品类丰富度与性价比。区域采购适用于叶菜等不适宜长距离运输的品类，商品具有本地化种植、本地化运营及本地化消费的特性，在永辉门店布局密集、单品采购量大的区域同样具备规模优势。
- 家家悦主要为全国统采模式，生鲜直采比例超过**80%**。家家悦建立了遍布全国的直采网络，与**200**多个合作社及养殖场建立了直接合作关系，与**100**多处基地签订**5**年以上的长期合同。

表：永辉超市采购形成全国统采+区域直采的格局（2011年）

方式	全国统采	区域直采	供应商	合计
母公司	36.0%	27.0%	37.0%	100.0%
福建	37.8%	24.0%	38.3%	41.2%
重庆	29.8%	32.8%	37.4%	46.6%
北京	47.6%	19.3%	33.1%	7.1%
安徽	48.9%	15.7%	35.4%	5.1%

资料来源：公司公告、招商证券

图：家家悦全国统采来源分布图

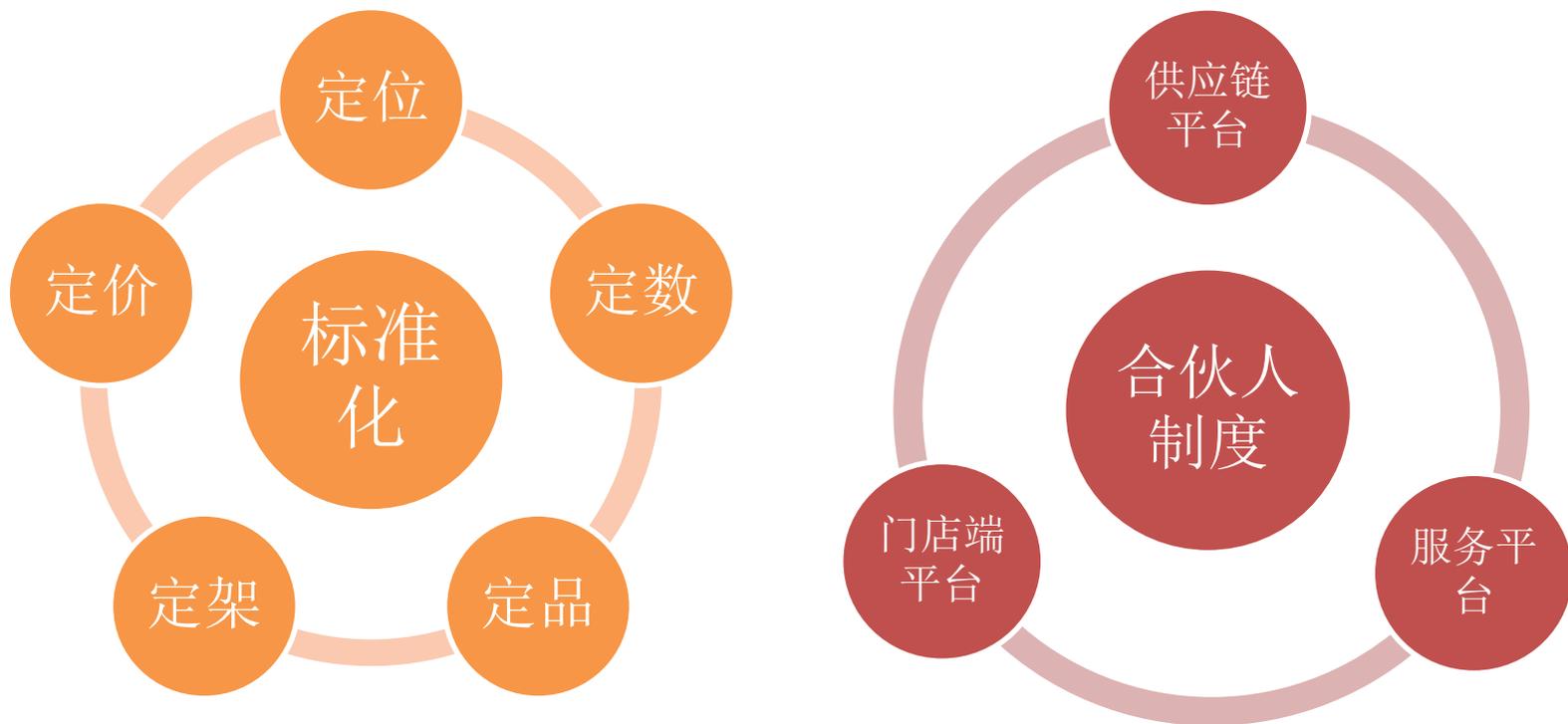


资料来源：公司公告、招商证券

生鲜零售企业需要公司管理具备标准化与灵活性的统一，这是生鲜管理的难点所在

- 生鲜总部需要统一采购发挥规模优势，提升议价权→但生鲜流通半径小，区域化明显，需要给予区域和门店一定自主采购权力。
- 生鲜标准化程度低，需要标准化的管理以提升生鲜品质的稳定性→但生鲜损耗率致价格多变，要求员工在采购与零售过程中均需具备较强的主观能动性与灵活性，需给予员工有效激励机制。

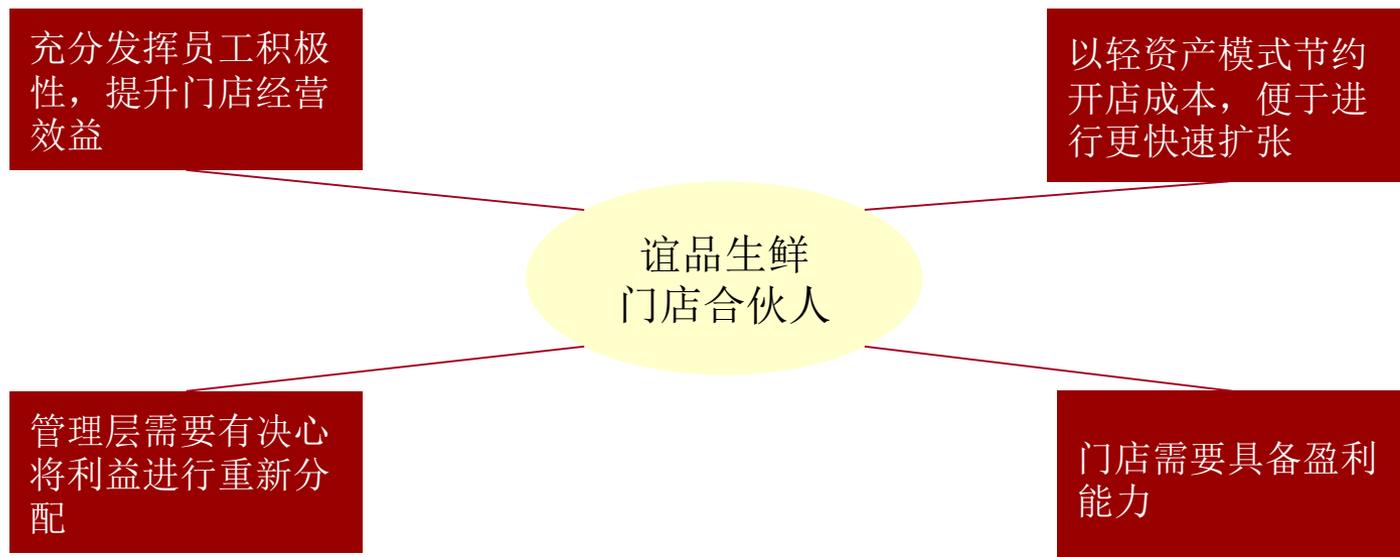
图：生鲜传奇经营“五定” VS 谊品生鲜合伙人制度



合伙人制度是谊品生鲜的核心竞争力之一。从宽泛的角度来讲，谊品的合伙人制度主要通过三个平台实现：

- 供应链平台。谊品把很多不同需求的、专业的、有资源的合伙人聚在一起共同打造生鲜供应链。合伙人之间的关系并非博弈而是共赢，最后按照贡献分配利益。
- 门店端平台。谊品生鲜门店员工以自有资金和公司合资开店，最后按利润进行分红。通常一家门店店长投入10-40万元不等，副店长、小店长投入2-10万元不等。但是出资比例一般不会超过单店的40%，同时合伙人享有的是分红权而不是股权。
- 服务平台。谊品的物流公司、装修公司以及尚未对外开放的商学院这些服务平台，都需要与合伙人一起合作，最后同样按照贡献来分配利益。

图：谊品生鲜门店端合伙人优势与门槛



资料来源：招商证券

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁： 商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，2018年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川： 布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019年加入招商证券，主要方向为新零售和超市。

周洁： 同济大学、KEDGE Business School管理学双硕士，2018年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

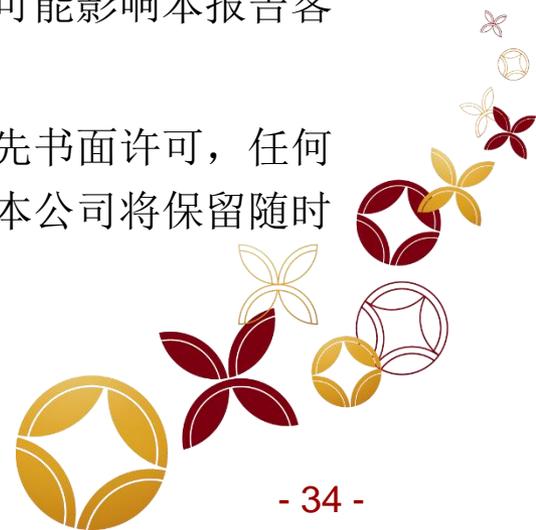
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听
Thank You