

Z世代研究专题之华服

属于Z世代的服饰：千亿规模的华服市场

中信证券研究部 传媒互联网组

王冠然、朱话笙

2021年5月

■ 华服的源起与现状

- 华服作为一种表达自我标签与个性的服饰存在于文化生态之中。华服是以华夏文化为背景形成的，具有独特汉民族风貌的服饰体系；大众文化语境中的“华服”不特指任何特定朝代/地区的服饰，而是在历代汉族传统服饰文化的基础上总结而成的。
- 华服市场规模呈爆发式增长，近一年消费者人数渗透率翻倍增长。2016年以来，华服产业趋于成熟，获资本加持，华服及其周边相关产业增长迅猛。根据艾媒咨询数据，中国华服爱好者数量和市场规模快速增长，预计2021年华服爱好者数量规模达689.4万人，市场销售规模将达到101.6亿元。

■ 华服复兴的驱动力

- 时代背景：政策鼓励华服发展，消费者购买力崛起，为国内华服市场稳扩容奠定基础。
- Z世代到来，华服产业迎来新动能。1）Z世代成长于大国崛起背景，激发年轻世代民族文化自信；2）Z世代成长条件优渥，受教育程度更高；3）新媒体、短视频和古风文化和IP产业助力华服产业链蓬勃发展；4）Z世代消费需求升级，华服成为社交货币，驱动品牌消费，传统现代融合，改良华服迎合Z时代口味。

■ 华服的市场规模和产业相关方

- 用户画像：市场以年轻女性消费群体为主，华服下沉市场潜力逐步释放。
- 产业链：前向关联产业主要为华服服装设计、制造以及华服学术研究；后向关联企业包括华服服务平台，为华服爱好者提供多元化、全方面的产品与服务；华服产业的传播推广依托于新媒体平台。围绕华服延伸出的衍生品包括妆发、古风摄影、饰品、社区社交平台、线下场景、内容产品等。
- 主要品牌方：华服市场可以分为平价、中高端和高端三种类型；同时华服圈内部有形制党（如控弦司、明华堂、汉客丝路）与改良派之争（汉尚华莲等）。
- 市场空间：目前华服市场的发展仍处于早期。根据What Japan Thinks报告，和服的渗透率在2006年已达到49.9%，因此我们预计2025年华服的渗透率可以达到50%左右。以此推演，我们认为华服的潜在未来市场规模可达1502.4亿元。随着华服逐渐普及，Z世代逐渐步入职场，其消费潜力有望进一步释放，预计未来华服市场规模仍有提升空间。

■ 华服的机遇与挑战

- 潜在挑战：规模效应较弱，叠加同质化严重，导致行业出现劣币驱逐良币的现象；文化底蕴及理论根基薄弱，群体内部分裂；知识产权、版权问题，商业化进程中的不良利用；民族丰富、地域广大、成型历史悠久导致华服传承难度大；华服应用场景存在一定局限性。
- 展望：B站传统文化氛围浓厚，具备文化输出的内容基础，有望在全球范围内掀起“国风”，从而推动华服国际化。日韩、东南亚与中华文化的近源性使B站的文化输出更为快速、有效，有望快速覆盖日韩及东南亚文化圈的Z世代人口。随着国家“一带一路”的建设，B站输出中华文化具有较为广阔的前景。
- 发展建议：融合衍生产业链形成全产业融合；尝试联手热门IP，鼓励跨界合作；进一步拓宽使用场景；培养华服专业人才；规范山寨现象，促进行业标准化。

CONTENTS

目录

1. 华服的源起与现状
2. 华服复兴的驱动力
3. 华服的市场规模和产业相关方
4. 华服的机遇与挑战

1. 华服的源起与现状

- I. 产品形态
- II. 发展历程
- III. 行业空间

1.1 华服一览：汉族传统服饰文化的融合结晶

- 从广义上说，华服是以华夏文化为背景形成的，具有独特汉民族风貌的服饰体系。华服的三种基本形制包括“深衣”制（上衣和下裳分开裁剪，腰部相连），“上衣下裳”制（上下分离，片装式），“襦裙”制（包括齐胸襦裙、齐腰襦裙、对襟襦裙）。
- 大众文化语境中的“华服”不特指任何特定朝代/地区的服饰，而是在历代汉族传统服饰文化的基础上总结而成。华服作为一种表达自我标签与个性的服饰，存在于文化生态之中。伴随近年来“华服圈”兴起速度迅猛，华服的应用场景逐渐多元化，渗透延伸至cosplay、公司年会、游玩/聚会等日常化社交场景。

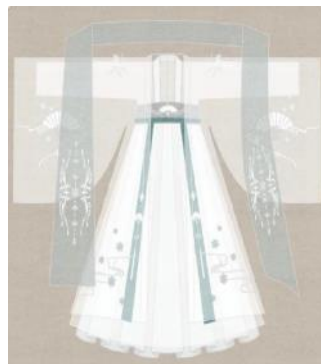
华服的三种基本形制



深衣



上下连裳



襦裙

杭州造物节“汉服秀”



资料来源：汉服爱好者网，2019淘宝造物节官网，看点快报，中信证券研究部

“网红”身穿华服



资料来源：“小豆蔻儿”官方微博，中信证券研究部

1.2 发展历程：从网络论坛而起，迈入主流文化圈

- **2002年，华服复兴运动起源于网络论坛与贴吧。**2000年前后互联网开始普及，随着BBS论坛、百度贴吧等社交网站兴起，关于汉文化及华服的大规模线上讨论逐步形成。根据《汉服文化的产业链模式研究》，截止2015年2月，百度“汉服吧”关注用户43.6万，MAU 56万人，累计发帖量1004万。
- **2008年以来，华服进入主流文化圈，大众接受度显著提升。**政府邀请华服社团协助组织传统文化活动，共青团与B站举行“华服日”，将华服作为宣扬优秀传统文化的重要载体。
- **2016年以来，华服产业趋于成熟，获资本加持。**华服国风品牌十三余于 2019 年获天使投资人王刚的觉(JUE)资本 Pre-A 轮投资。2021年4 月 8 日宣布完成过亿元人民币 A 轮融资，由正心谷和 B 站联合领投，泡泡玛特跟投。

华服发展与演变历程

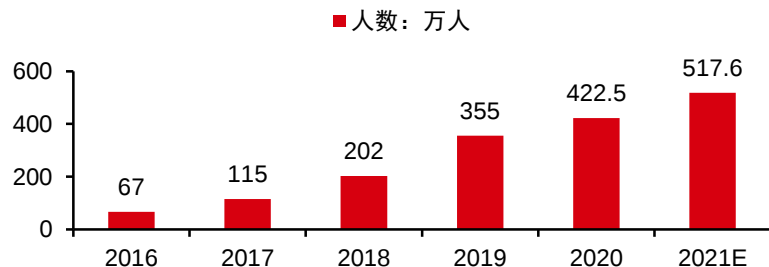
发展阶段	华服复兴运动 起源于网络	华服热逐渐 进入主流文化	官方加大对华服 文化的扶持力度	华服产业趋于成熟
重大事件	■ 2002.01, 《失落的文明——汉民族服饰》在网上流传; ■ 2002.07, 自“大汉民族论坛”开始, 专注于汉民族传统文化、服饰的BBS相继成立, 为华服复兴运动提供了理论基础; ■ 2003.07, 网友“青松白雪”成为自制华服并将照片在网上公开的第一人; ■ 2003.11, 河南郑州的电工王乐天穿自制的华服上街, 获多家媒体报道。	■ 2007.04, 一份号召“将汉服定为国服”的倡议书引起众多关注; ■ 2007.09, 子衿汉服社创立于传媒大学, 高校汉服社团、民间华服NGO在多地涌现; ■ 2009, 中国妆束复原小组在网上组建, 成员们意在根据文物准确还原汉人祖先的服饰、妆容、乐器以及舞蹈; ■ 2010, 以“周渝”为代表的早期华服圈网红出现, 活跃于贴吧和QQ群。	■ 2008, 政府邀请华服社团协助组织传统文化活动, 如福州文庙孔子祭祀典礼; ■ 2013, 首届“西塘汉服文化周”由方文山领头举办。自此, 西塘文化周成为了汉服圈中最大的线下盛事; ■ 2014.11, APEC会议上, 中外领导人所穿的“新中装”被认为是受到华服运动影响的结果; ■ 2018, 视频网站Bilibili与共青团中央共同举行了首届“中国华服日”。	■ 2016, 十三余成立于北京, 创始人小豆蔻儿为 B 站知名国风 UP 主, 主要产品为华服及国风日用品; ■ 2020.01, 多家知名华服品牌如汉尚华莲、九锦司、千山远黛登上纽约时代广场大屏; ■ 2020至今, 直播平台、网上商城与华服商家形成了从制造、宣传到销售的完整产业链。

资料来源：刘欢《汉服文化的产业链模式研究》，中信证券研究部

1.3 行业空间：预计2021年近百亿元市场规模

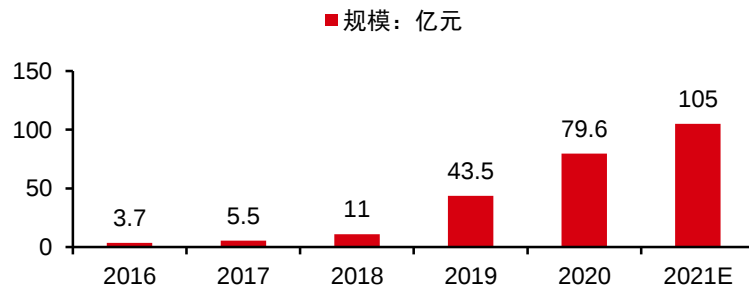
- 近年来华服市场规模呈爆发式增长。根据中商产业研究院数据，中国华服爱好者数量和市场规模快速增长，预计2021年华服爱好者数量达517.6万人，市场销售规模将达到105亿元。随着“95后”“00后”经济实力增强，其有望成为华服的消费主力人群，进一步释放市场潜力。
- 华服及其周边相关产业，已经发展成为服装产业中增长迅猛的一个分支。根据淘宝网《2019中国时尚趋势报告》，在时尚搜索关键词趋势TOP10中，华服排名女装排行榜的第三名和男装排行榜的第十名。华服爱好者有望成为服饰行业新晋消费中坚力量。

中国华服爱好者数量统计



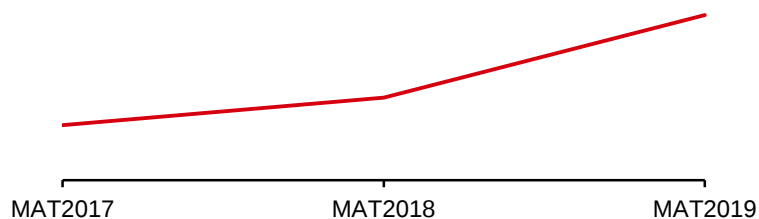
资料来源：中商产业研究院含预测，中信证券研究部

中国华服行业市场规模统计



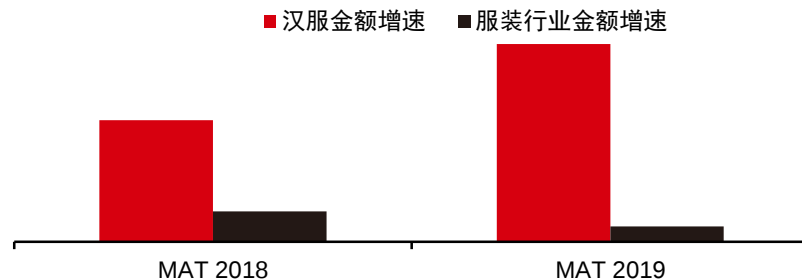
资料来源：中商产业研究院含预测，中信证券研究部

MAT2017-2019华服人群在服饰行业渗透率



资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部 渗透率=华服消费者人数/男装女装行业消费者人数

华服销售增速大于服装整体增速 (%)



资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部

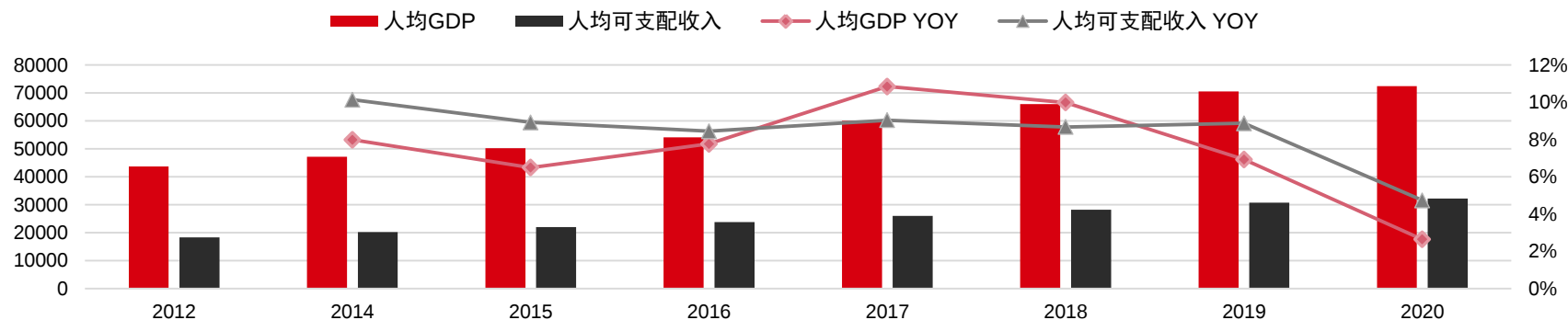
2. 华服复兴的驱动力

- I. 时代大背景为华服产业创造利好环境
- II. Z世代到来，华服产业迎来新动能
 - 1. Z世代的成长背景
 - 2. Z世代的成长际遇
 - 3. Z世代的人口特征
 - 4. Z世代的文化偏好
 - 5. Z世代的消费升级

2.1 时代背景：政策鼓励华服发展，消费者购买力崛起

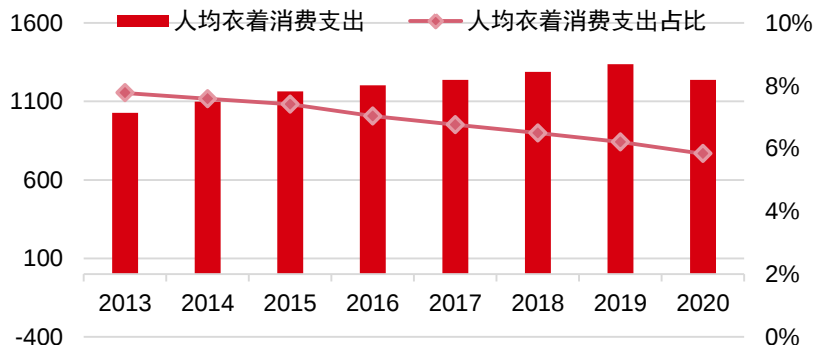
- 政府明确扶持传统文化复兴，中央政策扶持为华服产业创利好环境。中央颁布《关于实施中华优秀传统文化传承发展工程的意见》，团中央牵头举办“中华华服日”，体现国家加大优秀传统文化的扶持力度。
- 改革开放三十年，国力明显提升，社会呈现多元化，为国内华服市场稳扩容奠定基础。人均GDP稳步提升，刺激人均可支配收入及衣着消费水平稳步增长。我国GDP全球排名从第八位（1995年）跃居至第二位（2019年）。国民消费需求由基本“物质需求”逐步提升至“自我价值需求”，装扮美观性、时尚度要求显著升级。

人均GDP及人均可支配收入稳步提升（单位：元）



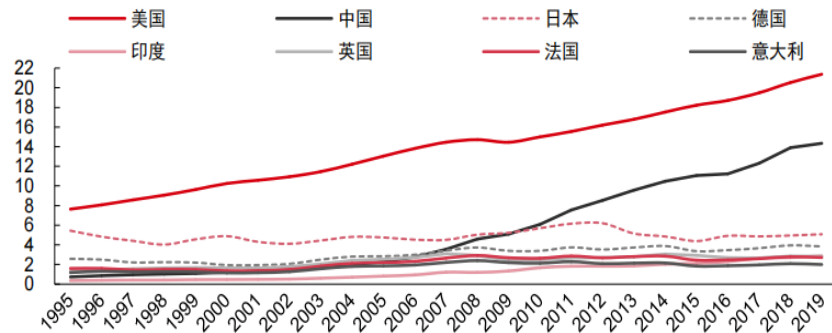
资料来源：wind，国家统计局，中信证券研究部

我国人均衣着支出逐年提升



资料来源：wind，中信证券研究部

各国GDP历年变动情况（万亿美元）

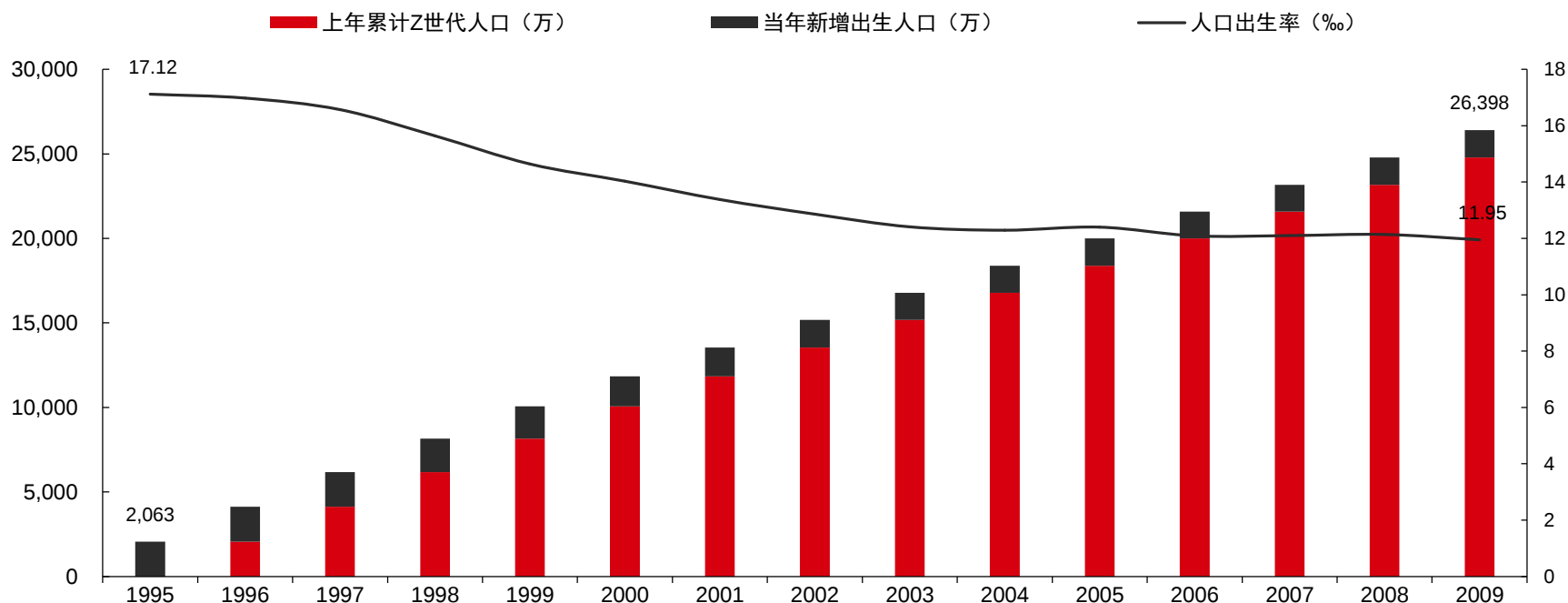


资料来源：IMF，中信证券研究部 注：GDP核算为变化美元（Current US\$）口径

2.2 Z世代到来，华服产业迎来新动能

- 我们参照国际通用的世代划分方法，界定“Z世代”（出生于1995-2009年间）消费者。Z世代出生于世纪之交，其成长过程伴随着中国互联网的普及。2020年前后，首批Z世代（95后）已经陆续步入职场，开始更为独立的消费生活；首批00后也已进入大学校园，获得自主度更高的个人消费空间，消费潜力将进一步释放。
- Z世代人口规模约2.64亿，占我国总人口比重约19%。我国年新增人口数由1995年的2,063万降低至2009年的1,615万，我们估算Z世代人口规模约2.64亿，占2019年底总人口比重约18.86%。

Z世代（1995-2009年出生）累计人口总数约2.64亿

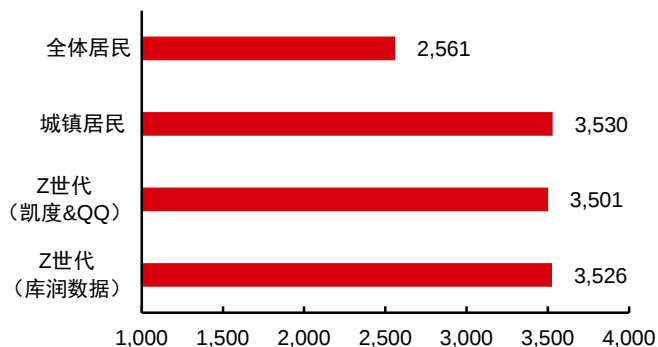


资料来源：国家统计局，中信证券研究部估算 注：估算Z世代人口总量时未考虑人口减损

2.2 Z世代到来，华服产业迎来新动能

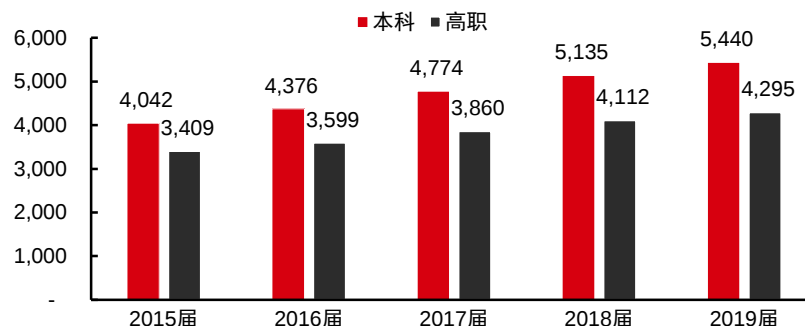
- **Z世代群体相对更加富裕，预计Z世代将撬动超过5万亿元市场空间。**根据OC&C欧晰析咨询2018年8月估算，中国Z世代所撬动的消费支出达4万亿人民币，我们按照15%的复合增速进行保守推演，2020年Z世代所撬动的消费支出市场规模将超过6.08万亿人民币。
- **Z世代崛起，90后成为华服主力消费人群，购买力赶超90前。**根据第一财经商业数据中心，90后和95后消费贡献持续提升，MAT2019金额占比已超五成，平均件单价排名第一，消费力超越90前整体。

Z世代人均收入高于全国居民人均可支配收入（2019年）



资料来源：库润数据，凯度&QQ广告，国家统计局，中信证券研究部

中国本科及高职毕业生首次就业收入（元）

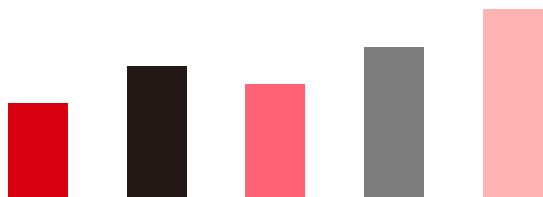


资料来源：凯度&QQ广告，中信证券研究部

90、95后华服销售金额增速最快（%）

MAT2018-2019线上华服消费者分年龄段销售金额增速

■ 80前 ■ 80后 ■ 85后 ■ 90后 ■ 95后



资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部

90、95后人均华服购买单价最高（元）

MAT2019线上华服消费者分年龄段购买单价

■ 95后 ■ 80前 ■ 90后 ■ 80后 ■ 85后

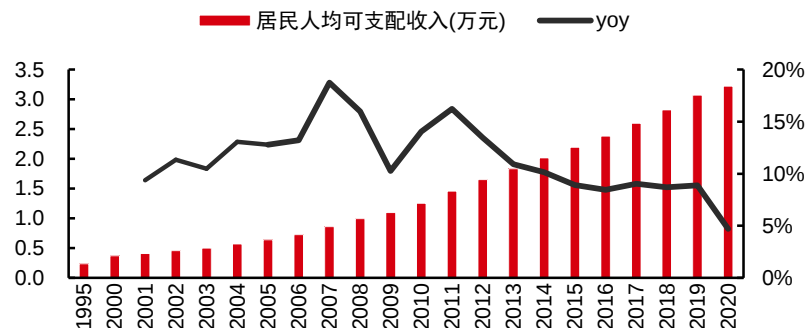


资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部

2.2 Z世代成长背景：大国崛起，激发年轻世代民族文化自信

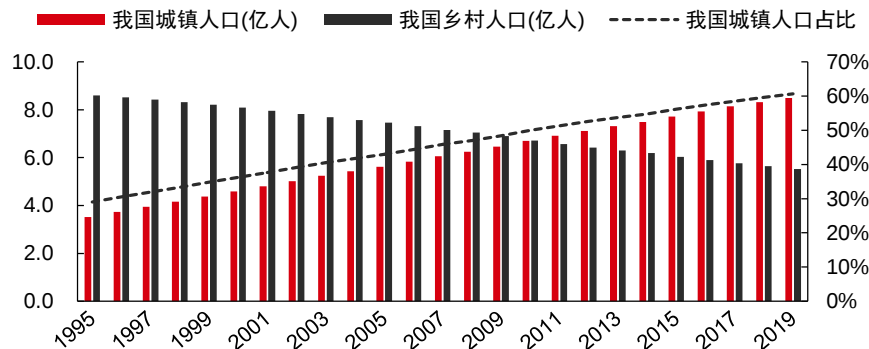
- Z世代的成长过程伴随着我国经济建设与城镇化建设的突飞猛进，普遍幸福感更高。我国居民人均可支配收入由1995年的2,363元增长至2020年的3.22万元；1995-2019年期间，我国城镇人口占总人口比重从29%跃升至61%，Z世代中有更高比例的人口生活在城市之中。
- Z世代的国家认同感高于物质条件较差的老一辈，更易接受“国潮”、“国风”。根据中国青年报社《不同代际的民族自豪感调研》，2019年90、00后的民族自豪感高于60、70、80后。根据腾讯报告，绝大多数00后在选择商品时，会优先选择(48%)或者不排斥国货(34%)。53%的00后认为“国外品牌不是加分项”。

近年来我国居民生活水平不断提升



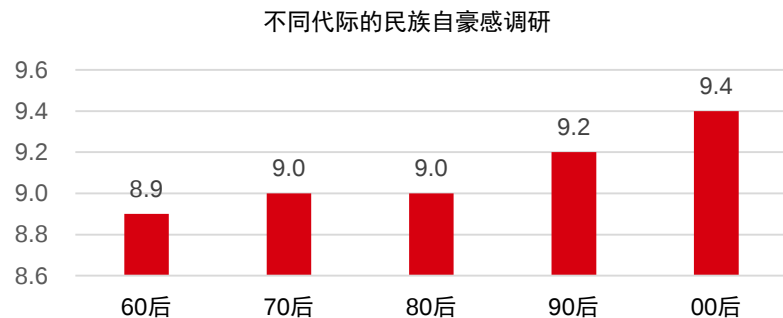
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

近年来我国城镇化率不断提升



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

00后的民族自豪感最高



资料来源：中国青年报社社会调查中心，中信证券研究部

国货更受年轻人偏爱



资料来源：《百度营销研究：2020新国货机会洞察报告》

2.2 Z世代成长际遇：中西方观念碰撞，激发民族自豪感

- Z世代的成长轨迹伴随着我国经济与军事实力的不断提升，国际形势的风云变幻更凸显我国的制度优势。新冠疫情爆发后，我国疫情防控体现出的高效率不断强化年轻世代的制度自信。疫情期间，中西方在各个领域的观念碰撞频发，更激发年轻时代的爱国热情，增进其对华服、国风音乐等传统文化及国潮文化的认同感。
- 疫情过后，消费者对海外品牌的期待暂时性回落。根据百度搜索大数据，2020年双十一，完美日记、李宁、华为等国产品牌相关搜索热度同比增长34%。

2000-2019年中国大事件



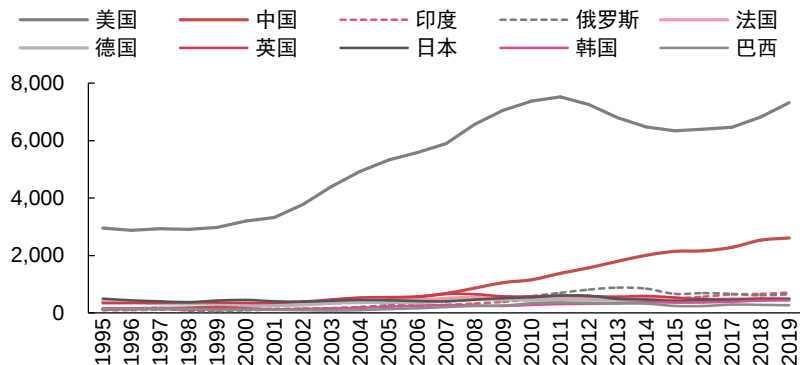
资料来源：中国青年报社社会调查中心

国产品牌相关搜索热度同比增长34%



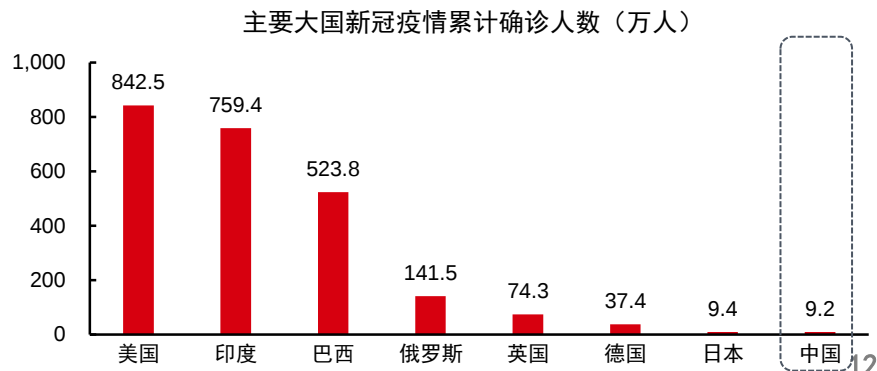
资料来源：百度搜索大数据，中信证券研究部

我国军事实力不断提升，军费支出（万亿美元）全球第二



资料来源：SIPRI，中信证券研究部 注：GDP核算为变价美元

我国疫情高效管控彰显体制优势，提升年轻世代制度自信

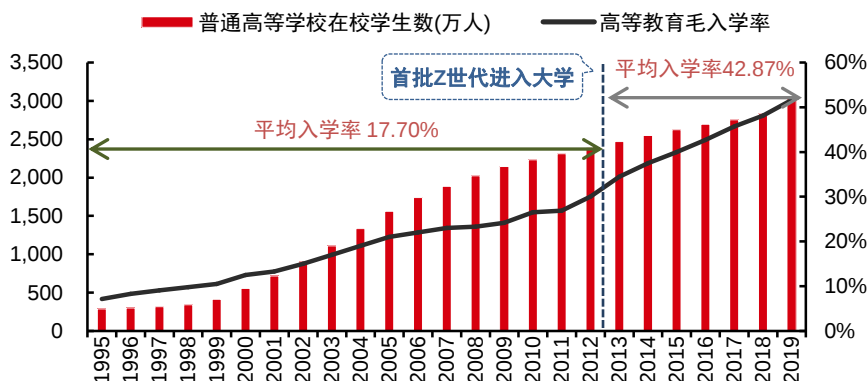


资料来源：Wind疫情数据统计，中信证券研究部 注：数据截至2020/10/19

2.2 Z世代人口特征：成长条件优渥，受教育程度更高

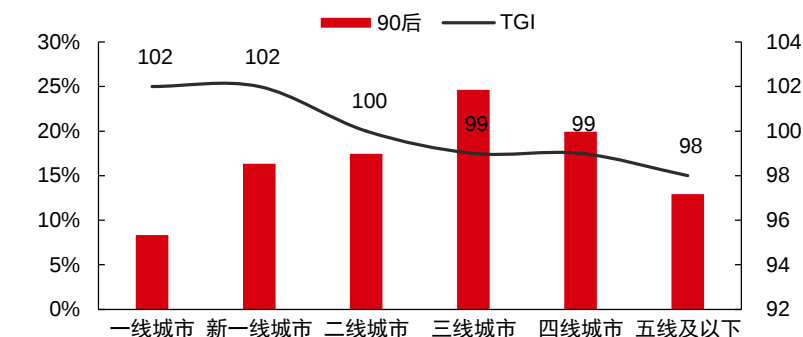
- Z世代所受教育水平更高，居住在一线城市比例更高。2013-2019年我国高等教育毛入学率均值为42.87%，而1995-2013年这一指标均值仅为17.70%；根据QuestMobile统计数据，90后在一线城市、新一线城市分布的TGI均为102，分布比例高于自然人口占比，更多的年轻世代生活在大城市之中。
- Z世代原生家庭的综合条件优于过往代际人群。受益于义务教育的普及和大学的扩招，00后父母的教育水平相比过往代际有普遍提升，随之带来家庭社会经济地位的提升，和教育观念及教育行为的变化。00后的父母愿意为孩子的教育投入更多。
- 学校对传统文化教育的重视程度逐渐变高，进一步坚实华服客群基础。教育部发布《加强和改进中小学中华优秀传统文化教育工作方案的通知》等文件，关于传统文化教育的内容明显增多。

我国高等教育毛入学率自1995年以来逐年提升



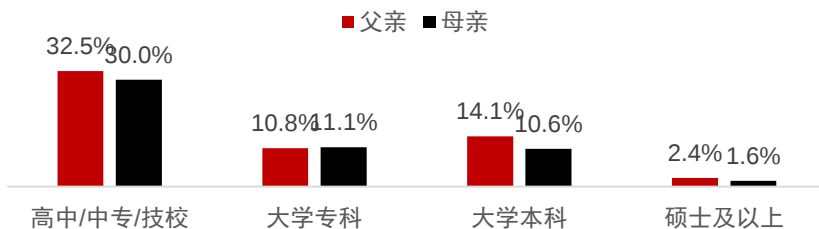
资料来源：教育部，中信证券研究部

我国90后在各线城市分布情况及对应TGI



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部 注：TGI=（90后在该区域的活跃人数/全网用户在该区域活跃人数）*100

00后父母的学历分布（N=7083）



资料来源：21世纪教育研究院、社会科学文献出版社《教育蓝皮书：中国教育发展报告》 中信证券研究部

教育部近期发布关于传统文化教育的文件

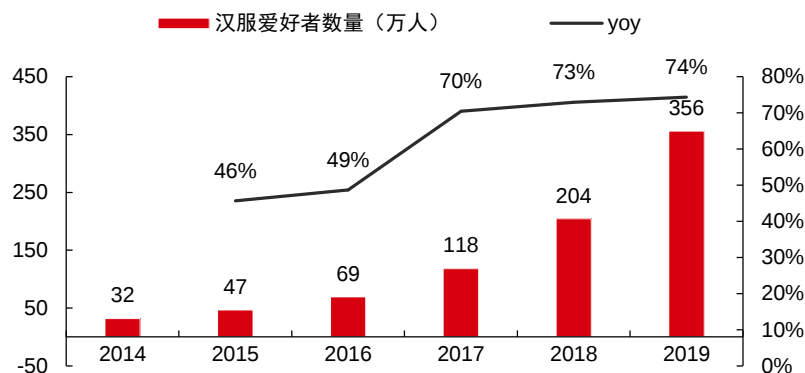
发布时间	文件名	文件主要内容
2014年3月	《完善中华优秀传统文化教育指导纲要》	中华优秀传统文化教育融入课程和教材体系 提升中华优秀传统文化教育的师资队伍水平 新增中华优秀传统文化教育的多元支撑
2017年12月	《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017年版）》	加大古典名著背诵读要求 要求内化古诗文篇目篇目理解

资料来源：教育部官网，中信证券研究部

2.2 Z世代文化偏好：新媒体平台推动华服传播

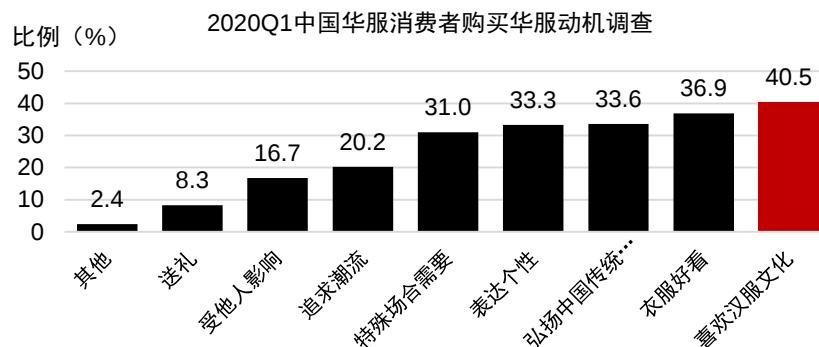
- 华服作为传统文化产品，决定了Z世代天生较强的文化归属感能够有效推动华服购买。根据艾媒咨询数据，从华服消费者的购买动机来看，有47.2%的消费者是出于对华服文化的喜欢。2014-2019年我国华服爱好者人数从32万人增长至356万人，CAGR高达61.91%。
- 由于华服消费群体偏年轻化，衣服观赏性及华服文化对其吸引力最大。随着抖音、B站、小红书等视觉化社交媒体在互联网领域的兴起，华服这种靠外观设计冲击的长决策情感产品传播进一步增速。随90后超越80后成为移动互联网重度用户，Z世代成为线上文娱市场主力军，新媒体平台的崛起侧面加速华服进入年轻人视野。

近年来我国华服爱好者规模增速加快



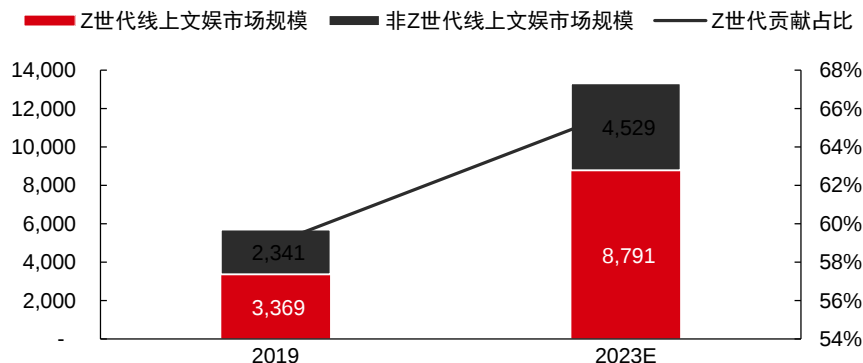
资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

“衣服好看”、“华服文化”为主要消费动机



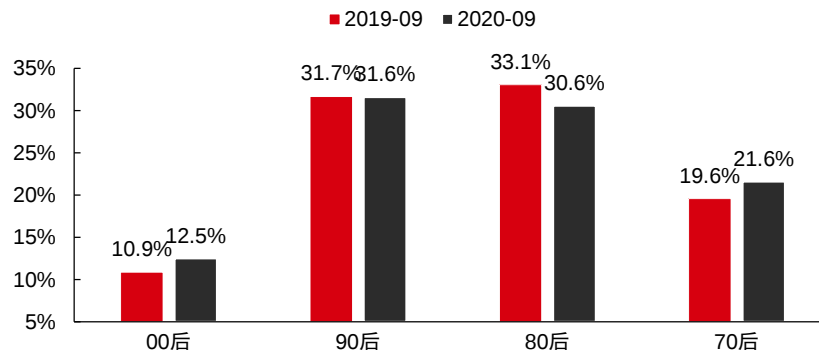
资料来源：草莓派数据调查与计算机系统，中信证券研究部

预计2023年Z世代线上文娱市场规模将达到8,791亿元



资料来源：艾瑞数据（含预测；转引自BILI投资者交流材料），中信证券研究部

2020年9月移动互联网用户年龄结构占比

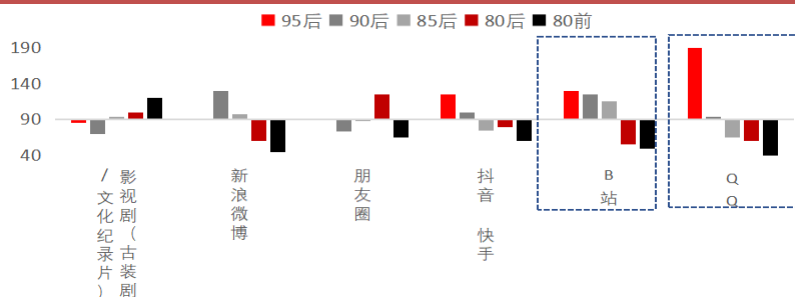


资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

2.2 Z世代文化偏好：短视频加速华服进入大众视野

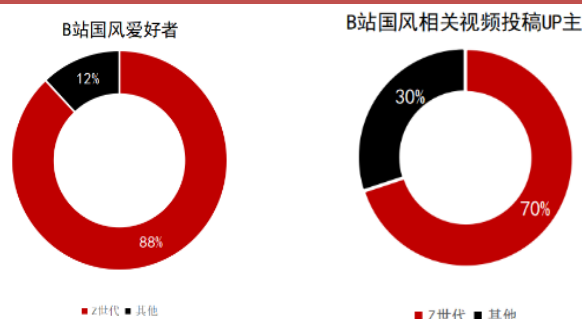
- 随着短视频网站的强势增长，华服文化加速走进大众视野。
 - 短视频平台打破了小众文化群体难以快速寻找同好的困局，高效聚集华服爱好者。根据艾媒咨询数据，中国短视频用户规模2020年已超7亿人，预计2021年增至8.09亿人。抖音 华服 话题播放量超百亿次；B站国风音乐爱好者及参与人数超8000万人。根据第一商业财经数据，90、95后偏好通过短视频的形式，如B站、QQ等了解华服。
 - B站开设华服、古风舞蹈、古风音乐等国创小众领域，提供情感共振平台，推动华服成热门内容端口。根据2020年第一商业财经数据中心的调查，对于华服的了解渠道，90后、95后对B站和抖音最为青睐。2019年，B站和国风相关的投稿件数增长率331%，UP主人数增长率304%，其中近乎九成的国风爱好者都是Z世代。

华服消费者对商品的了解渠道偏好度



资料来源：第一商业财经数据中心，中信证券研究部

2019年B站国风爱好者增速明显



资料来源：哔哩哔哩，中信证券研究部

网红“小豆蔻儿”、“李子柒”传播国风文化



资料来源：哔哩哔哩

B站UP主“装束复原”高度还原华服



资料来源：哔哩哔哩

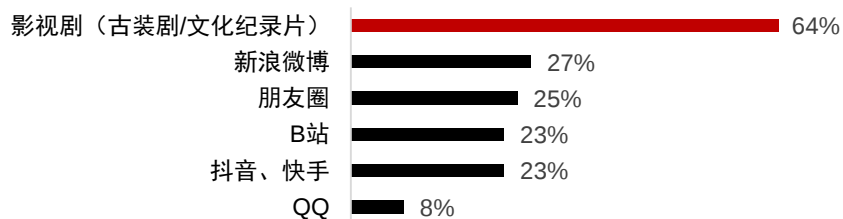
2.2 Z世代文化偏好：流行文化令华服热潮升温

■ 古装剧、流行音乐引领的古风审美令华服文化关注升温。

- 从古装剧来看，根据第一财经商业数据中心，华服消费者对商品的了解渠道人数占比中，影视剧（古装剧、文化纪录片）渠道占比64%。根据淘宝网数据，热播古装剧《知否知否应是绿肥红瘦》带动淘宝华服销售同比增长146%，对宋朝服饰起到强势带货作用，将中国风热度推上新高。
- 从国风音乐市场来看，Z世代最喜欢的非流行音乐类型中“国风”歌曲占比最高；此外，根据腾讯音乐娱乐“由你音乐榜”数据，非流行类曲风中“中国风”歌曲占比近一年以来大幅提升，连续两个季度占据超过一半份额。

“影视剧”是最普遍的华服了解渠道

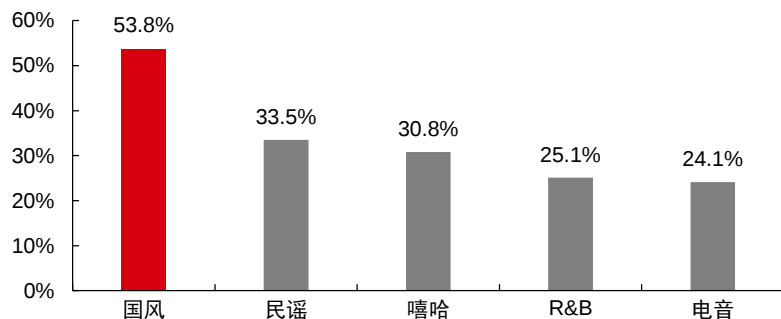
华服消费者对商品的了解渠道人数占比



资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部

Z世代最喜欢的非流行音乐类型中“国风”歌曲占比最高

Z世代最喜欢的非流行音乐类型



资料来源：腾讯音乐娱乐《Z世代用户音乐消费习惯洞察》，中信证券研究部

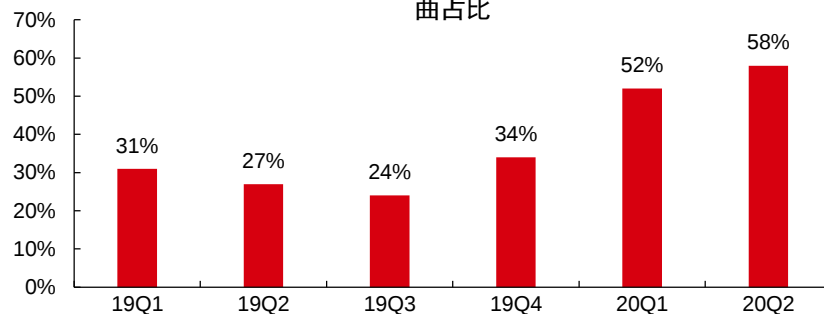
国风影视剧



资料来源：《知否知否应是绿肥红瘦》《琅琊榜》官方微博

2019年以来音乐榜单中“中国风”歌曲热度显著提升

腾讯音乐娱乐“由你音乐榜”非流行类曲风中“中国风”歌曲占比



资料来源：腾讯音乐娱乐“由你音乐榜”，中信证券研究部

2.2 Z世代文化偏好：文创IP助推华服产业蓬勃发展

- 非物质文化遗产内容被深度融合到 IP 运营之中，推动国风热潮，助推华服产业链蓬勃发展。
 - 从游戏IP运营来看，国风游戏在向用户传输国风审美的同时，带动华服产业价值释放。根据腾讯研究院，2019年国风游戏有3亿用户，占国内游戏总人数的50%；市场收入300亿元，占游戏市场总收入的20%。2018年游戏发行总量下降的大趋势下，国风游戏占比持续上升，侧面印证国风游戏已经成为玩家的“刚性需求”。根据游戏社区 TapTap 数据，极具古风美学的《江南百景图》上线仅 40 天，下载量突破 540 万，连续位居热门榜首位。
 - 具体案例：
 - 腾讯游戏《天涯明月刀》以宋代为背景，围绕“音乐”、“华服”、“文旅”三大主题完成线上+线下的 IP 打造。天刀与故宫等10家文博机构合作，推出10款华服，年平均销量增长率高达40%。
 - 换装游戏《奇迹暖暖》推出的华服系列套装融合现代元素，精准传播传统文化美学。游戏建立起的共同文化背景帮助玩家与游戏之间建立共鸣，催生对“国风”的归属感和认同感。

国风游戏市场总量较大



资料来源：腾讯研究院《国风游戏发展研究报告》

《天涯明月刀》华服登陆巴黎时装周



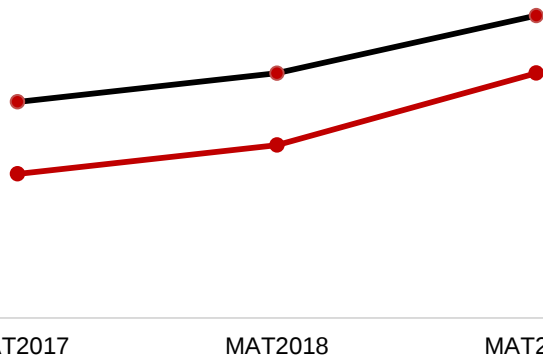
资料来源：《天涯明月刀》《奇迹暖暖》官网

2.2 Z世代文化偏好：文创IP助推华服产业链蓬勃发展

- 非物质文化遗产内容被深度融合到 IP 运营之中，推动国风热潮，助推华服产业链蓬勃发展。
 - 从国货美妆市场来看，国货美妆输出东方文化，引领“国风”消费时尚。根据第一财经商业数据中心，平价彩妆中，国货彩妆的消费者渗透率近9成，销售份额超6成，“国风”美妆成为平价彩妆的主流。
 - 具体案例：花西子在纽约时装周与服装设计师跨界合作，推出联名款华服。其在B站通过华服展示、国风歌舞等古装风彰显产品的东方彩妆特色，并赞助“Suzy_Z_”等UP主创作民族风视频。根据飞瓜B站数据视频分析，“好看”、“苗族”等热词频繁出现在此类视频中，彰显国货美妆的“国风”营销策略下，Z世代用户对于传统审美的热爱。

国货彩妆的消费者渗透率及份额持续增长

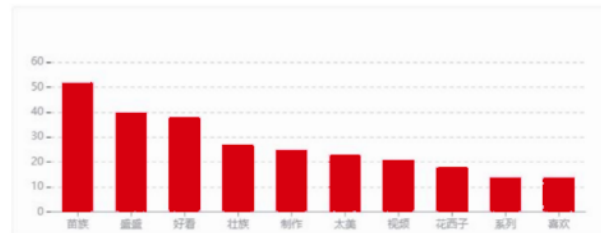
MAT2017-MAT2019国货在平价彩妆中的消费者渗透率及市场份额



资料来源：第一商业财经数据中心，中信证券研究部

国货美妆的“国风”营销策略

评论热词TOP10



评论词云



资料来源：花西子官网，飞瓜B站数据，OneMedia，中信证券研究部

2.2 Z世代消费需求升级

- 1. Z世代更注重体验式消费：**根据凯度&QQ广告数据，46%的Z世代消费者想要从消费中获得存在感，而95前消费者在这一比例仅为41%，54%的消费者想要拥有最新或之前没有尝试过的体验。
- 2. Z世代更注重悦己式消费：**根据凯度&QQ广告数据，55%的Z世代认同花钱是为了开心和享受；54%的Z世代认为只要符合喜好，愿意支付更多的钱。Z世代更重视通过拥有心仪的产品来获得即时满足。
- 3. Z世代更关注产品品牌：**根据麦肯锡亚太地区Z世代调查数据，40%的Z世代追求人气品牌，而对比之下X世代仅有34%。心仪“能让他们与众不同”的品牌的Z世代比例是X世代的两倍、Y世代的1.3~1.5倍，Z世代更偏好讲述独特故事的个性化品牌。
- 4. Z世代具有更高付费意愿：**Z世代版权意识更强，线上娱乐付费意愿更高。根据QuestMobile《2019付费市场半年报告》，在典型的互联网文娱产品中，19-24岁的用户占比均值达到25%以上，而根据CNNIC统计数据，20-29岁的用户仅占互联网网民总数的19.9%，Z世代边际付费倾向显著高于全网平均水平。
- 5. Z世代偏好能够满足交互表达欲的互联网产品：**根据凯度&QQ广告数据，65%的Z世代表示想要跟朋友有共同语言，60%的Z世代希望更好地融入圈子，独生子女一代的Z世代对于社交有着旺盛的需求。

Z世代主要消费特征一览



体验式消费



悦己式消费



高品牌认可



高付费意愿

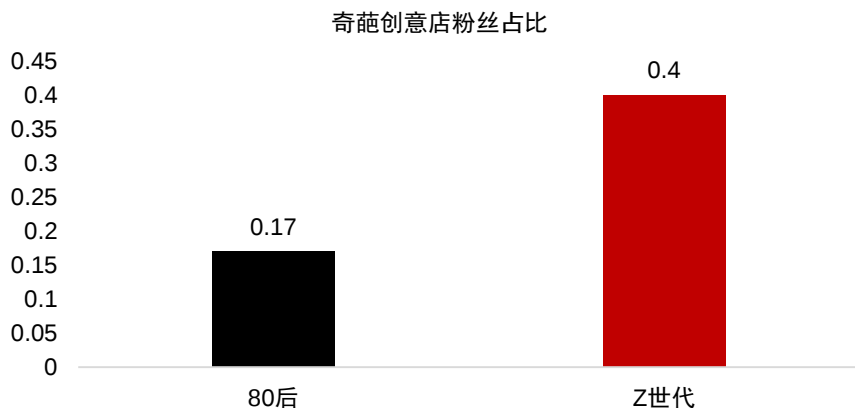


交互表达欲

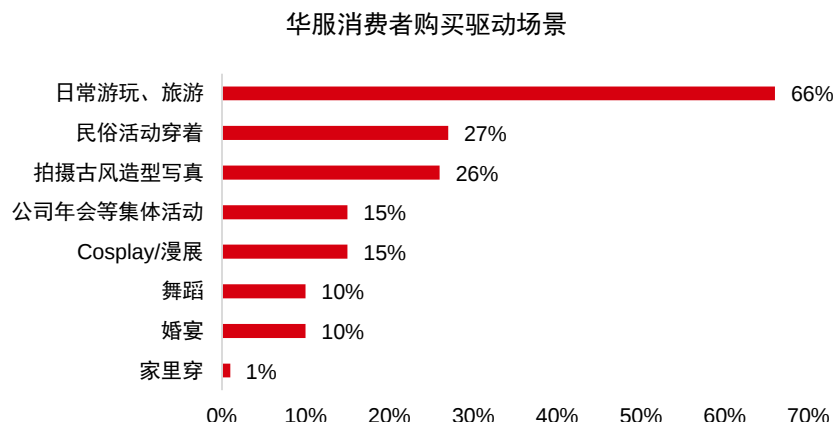
2.2 Z世代消费升级：个性表达需求增加，助力华服出圈

- **Z世代热衷于选择小众个人品牌店，对“大牌”忠诚度降低。**根据阿里研究院《进击Z世代》调查报告，Z世代在奇葩创意店的粉丝占比为40%，原创设计店粉丝占比30%，均超越80、90后。对原创品牌的热衷体现了Z世代的自我意识觉醒。其通过独特的品牌选择表现个人品味，展现自我标签，认为品牌背后折射的是个人价值观。
- **年轻消费者复杂的个性化需求，不断拉动华服市场规模增长。**根据企鹅智库2019年市场调查，Z世代消费人群购买服饰鞋帽时，除考虑质量、价格以外，比70、80后更重视产品外观及品牌力，使得华服这种能够满足独特需求的产品拥有较高的溢价能力。Z世代重视悦己式消费，愿意为喜好支付高溢价，重视通过拥有心仪产品来获得即时满足。作为Z世代“极度喜欢”的潮流服饰，华服的硬核粉丝愿意为“稀缺美感”买单，联名款、限量款能够有效挑动年轻人的消费欲望。
- **社交场合推动华服消费者购买意愿增强。**旅游成为消费者购买华服的最主要驱动因素之一；Z时代消费者更偏好在Cosplay、婚礼宴会、民俗活动等场合穿着华服来表达自我个性。

Z世代偏好小众个人品牌店



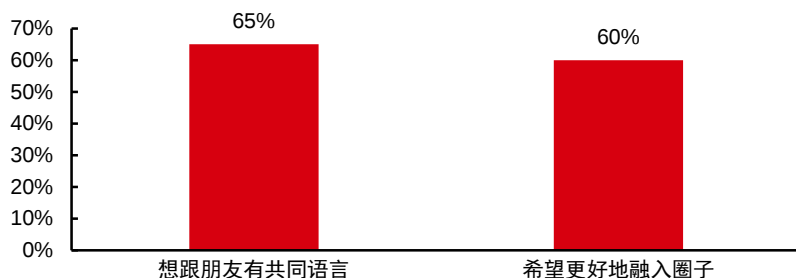
Z世代购买华服以在社交场合彰显个性



2.2 Z世代消费升级：华服成为社交货币，驱动品牌消费

- 品牌消费背后是社交动机驱使，华服附带的社交属性有效提升客户粘性。随物质水平的提升，“Z世代”追求更为高级的精神体验；同时作为独生子女，Z世代寻找陪伴和认同感的需求进一步增强，倾向通过品牌消费打造鲜明个人人设，融入各自的圈层并维护社交圈。华服作为小众、独特的垂类社区，能有效彰显圈内成员的共同服装审美和兴趣爱好。对于各自圈层的身份认同驱动“Z世代”接受友人推荐转化为新用户，为贴合自身或社群价值观的商品买单。
- 此外，虚拟社区的高速发展为Z世代提供资讯分享平台，促进“朋友推荐”成最佳华服购买契机。根据企鹅智库数据，55.1%的Z世代将“朋友推荐”选为了解商品品牌的途径，24.9%的Z世代视其为第一渠道。根据腾讯《2019年Z世代营销实战手册》，Z世代的消费链条触点多发生在强社交场景及社群，如QQ空间、小红书、QQ群等。

Z世代消费行为的社交性



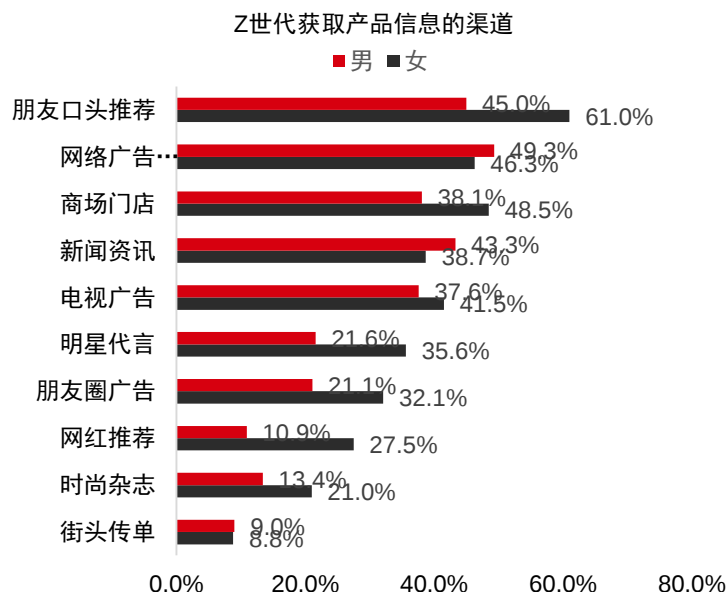
资料来源：凯度&QQ广告，中信证券研究部

Z世代潮流消费决策因素



■ 同龄人穿搭 ■ 明星展示 ■ 品牌广告 ■ 其他

“朋友推荐”是最普遍的了解商品途径

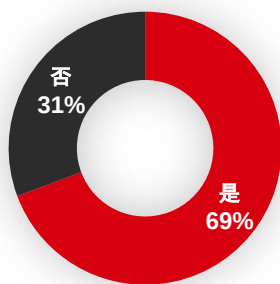


2.2 Z世代消费升级：传统现代融合，改良华服迎合Z时代口味

- 复古潮流的兴起为华服市场的蓬勃发展创造了良好的市场环境。追求经典、复古元素成为 Z 时代的重要消费特征。2019 年企鹅智库调研数据显示，约占 69.3% 的 Z 世代消费群体青睐商品特定经典款式。根据埃森哲《95后消费者洞察报告》，Z世代购买复古、二手服饰比例高达30%，远超80、90后。
- 华服“古今融合”的可能性为当代年轻人所认可，传统文化与现代时尚整合概念具有广阔市场空间。Z世代追求经典、复古元素，而近年来华服品牌不断通过融合传统元素和现代风格进行品类拓展与创新。根据第一财经商业数据中心，改良式华服消费需求日益旺盛，MAT2019改良式华服消费者人数较MAT2018增长近三倍。55%的华服消费者表示“喜欢传统文化与现代文化融合”。在同时追求“复古美感”和“潮流便捷”的年轻人中，改良华服的受欢迎程度进一步提升。

Z世代“复古”潮流兴起

您是否更倾向购买商品的经典款式？



资料来源：第一财经商业数据中心，企鹅智库，中信证券研究部

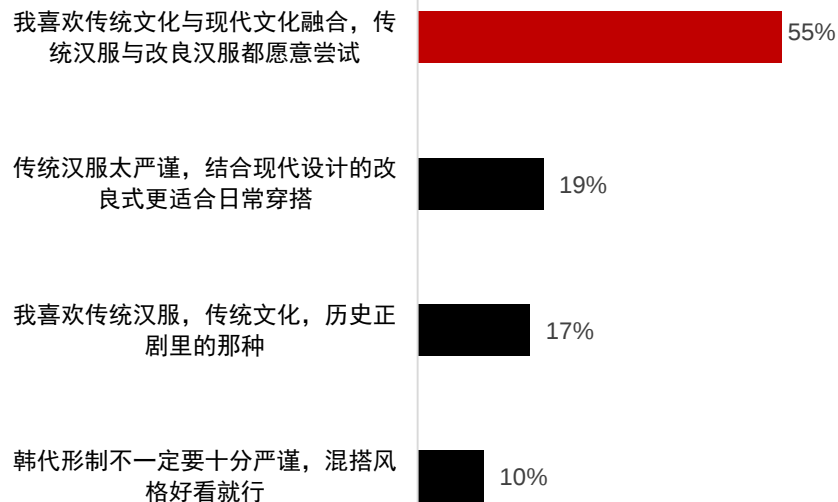
改良华服融合“现代时尚”与“传统文化”



资料来源：第一财经商业数据中心

华服消费者喜欢“传统文化与现代文化融合”

华服消费者对传统华服和改良华服考虑度



资料来源：百度搜索大数据，中信证券研究部

3. 华服的市场规模和产业相关方

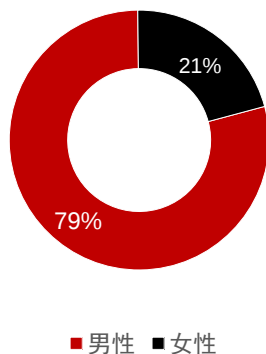
- I. 华服用户画像
- II. 华服的产业链
- III. 市场空间展望

3.1 华服主要用户画像

- 目前中国的华服市场以年轻女性消费群体为主。根据第一财经商业数据中心，女性贡献整体市场消费规模近八成；2014-2018年，中国华服消费群体中女性的比例逐年升高，至2018年，女性“同袍”的占比达到88.2%。根据艾媒咨询数据，2019年中国超五成华服同袍年龄为19-24岁，16-18岁的华服同袍占比达23.16%。
- 华服下沉市场潜力逐步释放。根据第一财经商业数据中心，二线城市用户是主要消费群体，三线及以下城市消费者贡献金额占比逐年提升，MAT2019消费占比达四成以上。

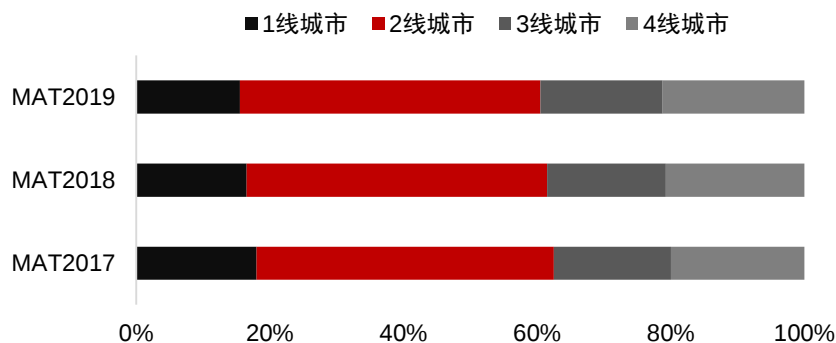
华服以女性市场为主

MAT2017-2019线上华服消费者分性别销售规模



华服的下沉市场空间广阔

MAT2017-2019线上华服消费者分城市级销售占比



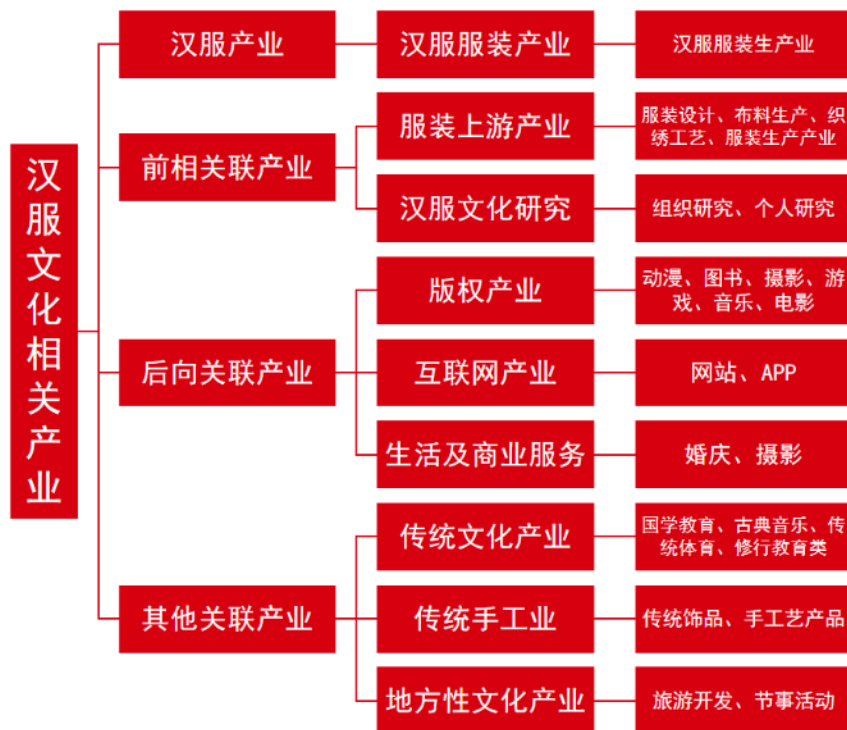
资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部

资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部

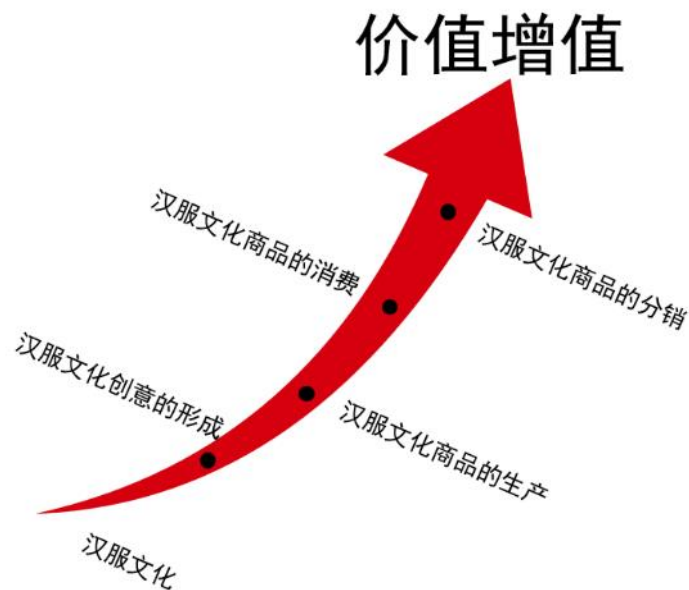
3.2 华服产业链模式

- 华服前向关联产业主要为华服服装设计、制造以及华服学术研究；后向关联企业包括华服服务平台，为华服爱好者提供多元化、全方面的产品与服务；华服产业的传播推广依托于新媒体平台。
- 围绕华服延伸出的衍生品包括妆发、古风摄影、饰品；社区社交平台如花夏、古桃；时装周、展会、体验馆等线下场景；音乐、剧集、短视频等内容产品；华服活动承办、租赁等关联服务。由于热门款式在上新后很快售罄变为限量版，二手交易市场也日渐庞大。

华服文化商业价值开发模式

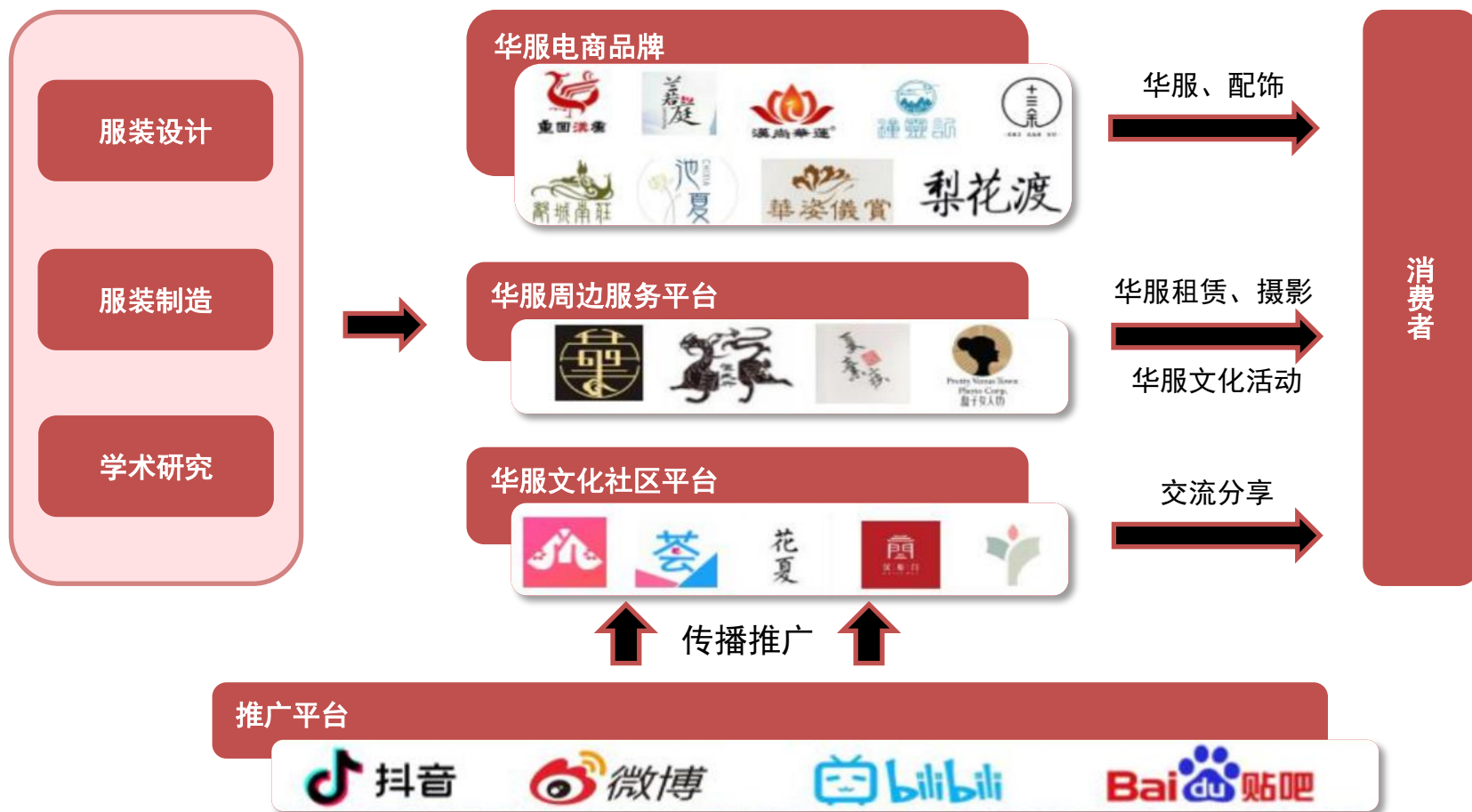


华服文化产业模式一览



资料来源：刘欢《汉服文化的产业链模式研究》，中信证券研究部

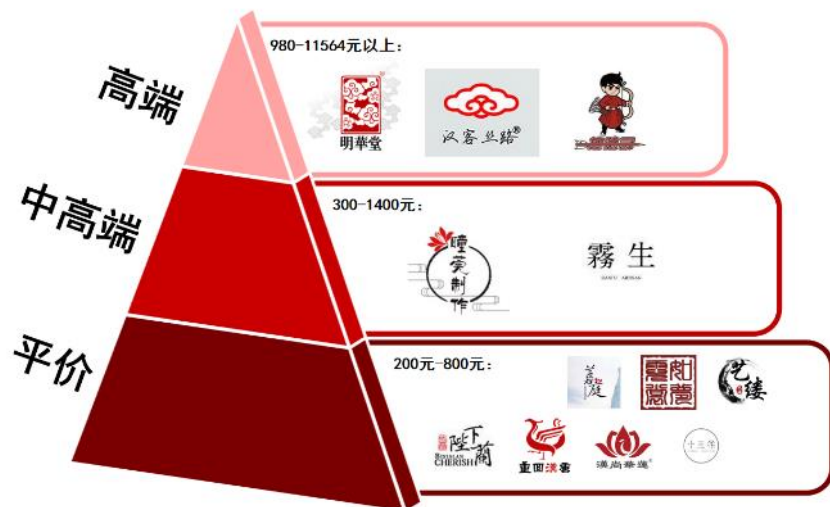
3.2 华服产业链图谱



3.2 华服主要品牌方

- 按照售价区间，华服市场可以分为平价、中高端和高端三种类型。
 - 中高端和高端华服商品材质较考究，采用丝、呢绒等布料，并采用绣花工艺，重视设计感和细节。其受众小，量产小，单件的人工费、成本费较高，难以规模化生产。一套服装售价达数千元到万元不等。
 - 平价华服的布料主要是成本较低的聚酯纤维。其采用印花而非绣花工艺，直接采用成品布拼接而成，无需厂家自身的构思和设计。一套服装售价在200-800元间不等。
- 华服圈内部有形制党与改良派之争。前者忠实于华服形制，如控弦司、明华堂、汉客丝路，受众小、口碑高；后者迎合年轻世代喜好，例如汉尚华莲等，更出圈、争议多。

华服品牌方



天猫华服TOP5品牌榜

排名	天猫	会员数	同比增长	粉丝数	同比增长
1	汉尚华莲	超30万	近14倍	超300万	近9成
2	重回汉唐	超10万	超4倍	超240万	超5成
3	如梦霓裳	近5千	超53倍	超30万	超1.5倍
4	艺缕	新开通会员	/	超40万	近40倍
5	陛下兰他惜	超1万	新开通	超120万	近4成

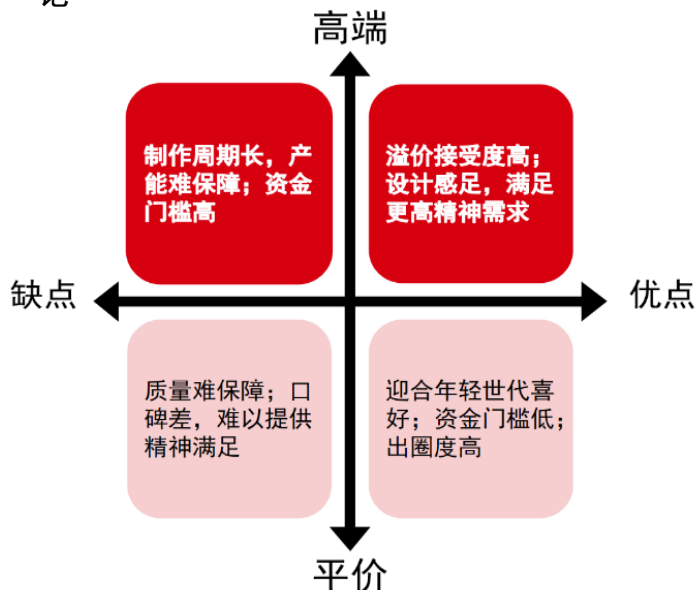
资料来源：各华服品牌官网，中信证券研究部

资料来源：第一商业财经数据中心，中信证券研究部

3.2 各类品牌方的竞争要素

价格优势

- 价格战是平价华服的主要打法。销量排行榜前几名的华服店价格不超过100元，主打以低价走量的形式作宣传，毛利率普遍较低。
- 中高端、高端服品牌以设计和原创度获胜，品牌溢价效应明显。相比低价华服，其纹样更复杂，原创设计更加精巧。
 - “十三余”凭借其原创华服获得了B站、泡泡玛特超亿元融资。资本的加持表明具备原创功底的华服品牌竞争力更强。其他代表品牌：“灵溪阁”、“汉庭记”



资料来源：Insight，中信证券研究部

差异化优势

- 以“营销”抢占市场：
 - “品牌+网红”模式：商家凭借抖音、B站上流量的加持，获得极高的线上曝光度。
 - 代表：网红品牌“十三余”
- 以“服务”出奇制胜：
 - 线下集合店模式：商家汇集多种品牌的华服，并帮助用户做化妆、试装等全套体验，吸引消费者关注。
 - 代表：“十二光年”
 - 高端华服摄影路线：商家提供摄影服务，精修图片的同时，兜售旗下的华服产品。
 - 代表：“盘子女人坊”



资料来源：盘子女人坊官网

3.2 具体品牌案例分析

“汉尚华莲”优势分析

- **起步较早，粉丝与顾客基础庞大**
 - 2008年入局华服行业，是中国首批华服商家。
 - 粉丝规模500万，运营模式成熟，具备先发优势。
- **品牌多元，消费者覆盖面广**
 - 对不同客群有针对性地推出华服类型，满足从日常到高端定制的多种需求，覆盖消费群体广阔。
 - 汉莲集团旗下有日常华服品牌汉尚华莲、汉风少女品牌鹿韵记、主打高端华服定制的九锦司以及儿童华服初立。
- **活动丰富，粉丝粘性大**
 - 注重举办漫展、时装周等华服关联活动，注重粉丝互动，增强用户粘性。



“兰若庭”优势分析

- **主打薄利多销，具备价格优势**
 - 华服价位较低，以性价比优势迅速驱动销量增长。
- **“化繁为简”的商业模式**
 - 采用“现货+预售”的模式，避免繁杂的定金、补款等程序，有助吸纳新兴消费者。
- **打造爆款华服，积聚品牌效应**
 - 专注于女士平价华服，上新频率低，产品样式少，专注于打造明星产品华服。

“兰若庭”劣势分析

- **受众群体购买力不强，毛利相对同行较低。**
- **对供应链要求较高。**



3.2 华服产业链重要枢纽：曹县

- 山东的曹县是平价华服的发源地，是淘宝平价华服商家的进货源头之一。据新京报统计，曹县约有华服及上下游相关企业2000多家，原创华服加工企业超过600家。根据曹县电子商务服务中心数据，2019年曹县的华服电商销售额接近19亿元，占全国原创华服线上销售额的三分之一。根据哔哩哔哩专栏《2019汉服产业报告》，100-300元价格的华服销量最高，比例达到华服消费市场41.78%，而这一价位的华服多数来自曹县。
- 曹县华服正在向海外市场输出。根据天猫海外平台数据显示，2019年5-7月，该平台华服出海销量同比增长超20%。一些曹县华服商家的海外月均销售额可达10万元，销售国家超过10多个。海外抖音等平台上刷到的华服视频中，曹县华服占据绝大多数。

曹县“汉服一条街”



资料来源：智库趋势

曹县开拍网剧《亲爱的太子殿下》



资料来源：新浪财经

曹县汉服体验馆



资料来源：新浪财经

曹县县长直播间“带货”华服

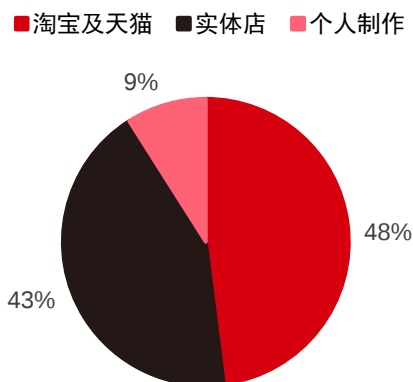


资料来源：哔哩哔哩

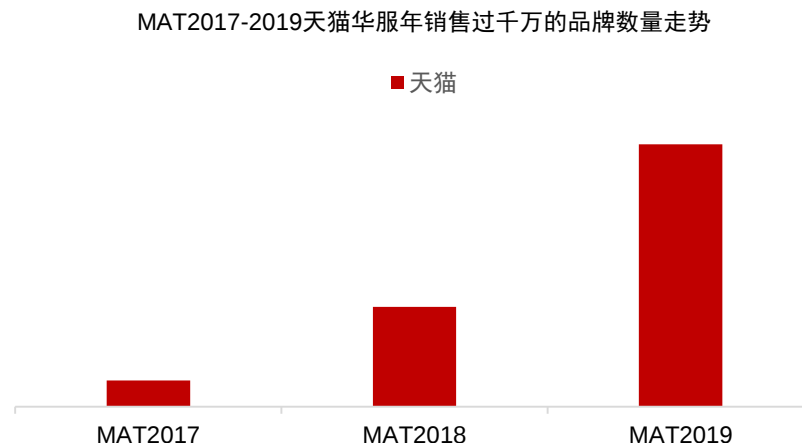
3.2 华服销售渠道：电商

- 华服的销售主渠道是以天猫、拼多多为主的电商平台。根据中商产业研究院，2019年我国华服消费者购买华服渠道主要为淘宝或天猫，其中淘宝或天猫渠道比重为48%；实体渠道比重为43%；自己制作比重为5%。华服品牌商家借助微信公众号、b站等社交媒体平台吸引流量，采取“线上门店销售+线下实体店打造品牌形象”的模式获取利润。
- 拼多多有望带动华服下沉市场持续增量。根据公司披露，拼多多小众服饰类目的销量在2020年上半年出现大幅增长，其中原创华服销量增幅最大，2020年销量较2019年实现同比增长30倍。拼多多正将曾经集中于一、二线城市的华服市场代入三、四线城市。拼多多女装华服排行榜显示，近7日最畅销的10款女华服价格均不超过100元（截止2021年5月14日），近年来华服在三四线城市的销售占比正在逐步提升。
- 天猫千万以上规模的华服品牌数量增长迅猛，平台影响力日益扩大。汉尚华莲作为天猫华服头部品牌，粉丝规模达300万以上，会员规模超过30万，2020年同比增长超过14倍。

2019年中国华服消费者购买渠道分布状况



天猫华服年销售过千万的品牌数量走势



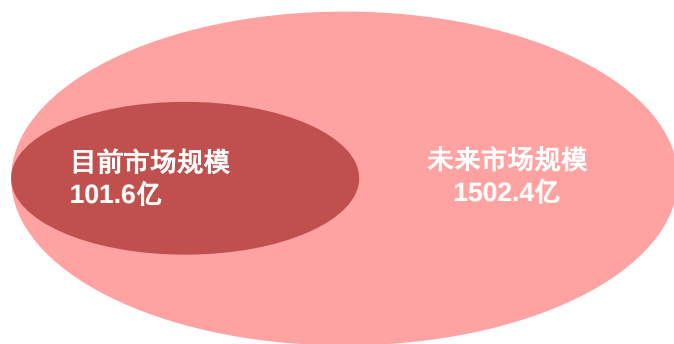
资料来源：中商产业研究院，中信证券研究部

资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部

3.3 市场空间预测

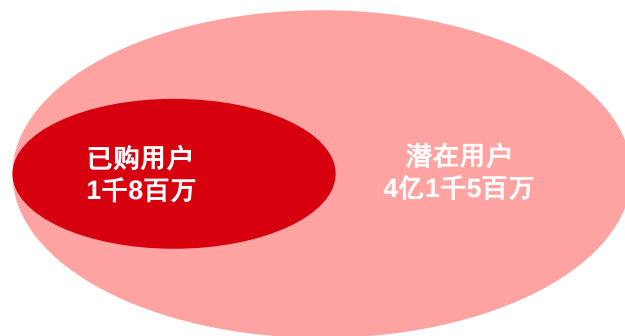
- 目前华服市场的发展仍处于早期。根据What Japan Thinks报告，和服的渗透率在2006年已达到49.9%，因此我们预计华服的渗透率可以达到50%左右。以此推演，我们认为华服的**未来潜在市场规模可达1502.4亿元**。
- 随着华服逐渐普及，Z世代逐渐步入职场，其消费潜力有望进一步释放，预计未来华服市场规模仍有提升空间。

华服市场规模预测



资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部预测

线上华服消费者渗透率仍有巨大提升空间



资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部

华服平均单价测算（元）

汉服消费金额（元）	占比	人均消费额（元）	汉服拥有量（件）	占比	人均汉服拥有量（件）
75	2%	1.5	1	10%	0.1
150	4%	6	2.5	15%	0.375
350	8%	28	4.5	5%	0.225
750	8%	60	7	3%	0.21
1500	5%	75	9.5	1%	0.095
2500	3%	75	12	2%	0.24
6500	4%	260			
12500	2%	250			
总计		755.5			1.245

汉服平均单价（人均消费额/人均汉服拥有量）= 606.8 元

资料来源：第一财经商业数据中心，中信证券研究部测算

市场空间测算（亿元）

	人口数量	人均汉服拥有量（件）	汉服平均单价（元）	潜在市场空间（亿元）
10-14 岁	77715286	1.5	606.8	707.4
15-19 岁	74503800	2	606.8	904.2
20-24 岁	85502189	1.5	606.8	778.3
25-29 岁	101347754	1	606.8	615.0
总计	339069029			3004.9
预测市场空间（潜在市场空间*渗透率）				1502.4

资料来源：中国国家统计局，中信证券研究部测算

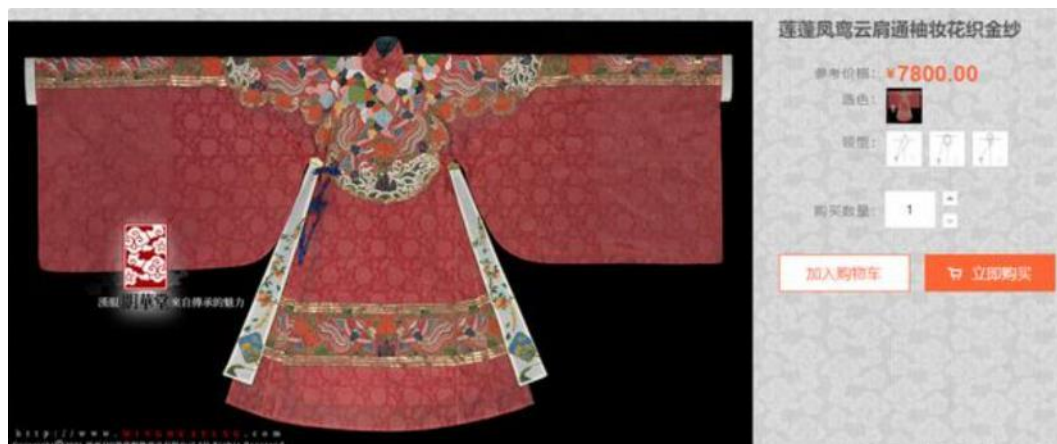
4. 华服的机遇与挑战

- I. 市场潜在挑战
- II. 华服市场展望
- III. 行业发展建议

4.1 中国华服市场潜在挑战

- **原因一：规模效应较弱，叠加同质化严重，导致行业出现劣币驱逐良币的现象。大宗华服商品较难达到消费者预期，对华服行业的出圈形成阻碍。**
 - 高端华服中的“绣花”等工艺存在大量定制化元素，生产端难以形成规模经济，行业玩家仍然以小规模的前店后厂模式为主。
 - 平价华服工艺本身并无太高的门槛，同质化严重，价格战激烈导致的低毛利，外加存货、运营成本高企，华服市场可能出现高投入、低回报。
- **原因二：文化底蕴及理论薄弱根基薄弱，群体内部分裂。**
 - 传统华服的形制、礼制上难以考据。如今的华服形制多根据古籍和出土文物样式，再结合创作者的理解进行加工，较难形成系统、权威的知识体系。
 - 华服圈内部鱼龙混杂，不同文化流派观点差异大。对内若不能达成意见的协调，对外则难以形成强有力的传播力量。

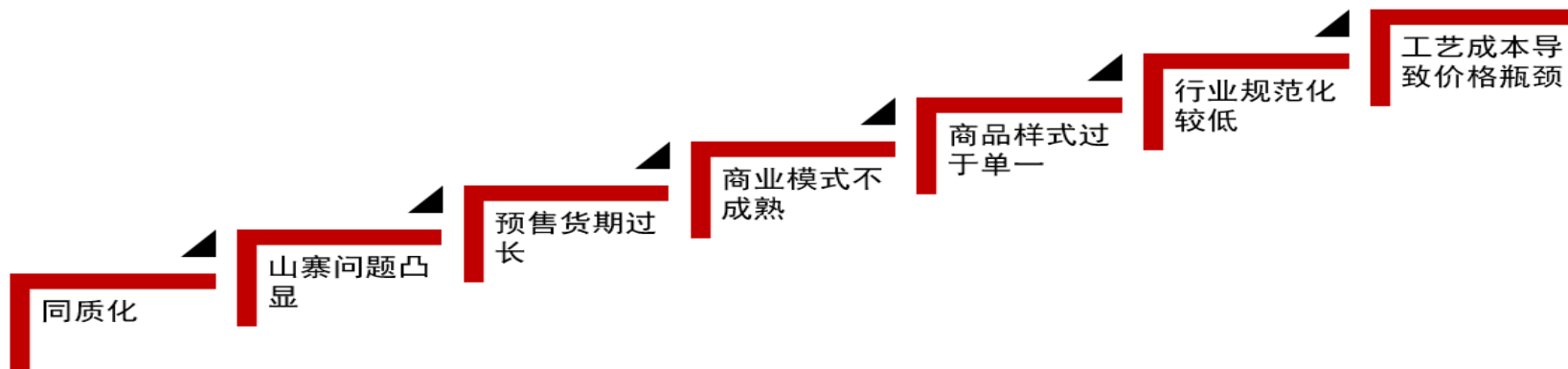
“高端”华服资金门槛较高



4.1 中国华服市场潜在挑战

- **原因三：知识产权、版权问题，商业化进程中的不良利用。**
 - 华服文化的版权领域缺乏监管。申请专利的性价比不高，原创保护的缺失导致多家原创华服工作室的作品面临抄袭问题。
 - 由于电商销售的低门槛，加之华服市场本身缺乏秩序，华服服装产业市场准入门槛较低。部分华服出现形式不规、质量低下的问题，长期可能对华服文化的传播产生负面影响。
- **原因四：民族丰富、地域广大、成型历史悠久导致华服传承难度大。**
 - 华服传承的空间和时间跨度大，导致中国传统服装难以定义。
- **原因五：华服应用场景存在一定局限性。**
 - 由于形制繁琐及大众接受度较低，华服难以成为消费者日常的穿搭选择。

华服产业当前存在问题

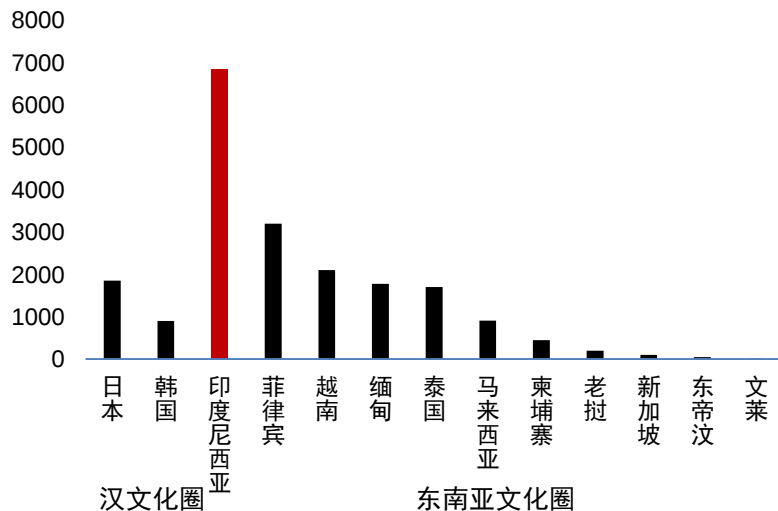


4.2 华服市场展望

- **B站传统文化氛围浓厚，具备文化输出的内容基础，有望在全球范围内掀起“国风”，从而推动华服国际化。**日韩、东南亚与中华文化的近源性使B站的文化输出更为快速、有效，有望快速覆盖日韩及东南亚文化圈的Z世代人口。
- **随着国家“一带一路”的建设，B站输出中华文化具有较为广阔的前景。**根据 Population Pyramid 数据，日韩及东南亚的Z世代的人口数约达1.9亿，为B站在汉文化圈及东南亚文化圈的扩张提供极大的用户增长空间。纵向来看，我们预计B站内容扩圈吸引用户自然增长，2021Q1 MAU可达1.7亿，2025年MAU可达3.6亿，按相同方法推演，预计2029年覆盖5.7亿人口。

汉文化圈及东南亚文化圈Z世代人数情况

2019年汉文化圈及东南亚文化圈Z世代人数情况(单位: 万人)



资料来源: Population Pyramid, 中信证券研究部

B站输出内容至汉文化圈



资料来源: B站官网

4.3 行业发展建议

■ 未来长期发展建议

- 融合衍生产业链形成全产业融合，获得规模经济效益。
- 尝试联手热门IP，鼓励跨界合作。建议持续借助文创IP种草推广华服文化，提高华服商家曝光度的同时，吸纳不同维度的消费者群体。
- 进一步拓宽使用场景，通过在现代服装中融合华服元素，进一步扩大华服覆盖的消费群体。
- 培养华服专业人才，通过工作室传授或学校相关服装专业的教育教学的方式进行培养。

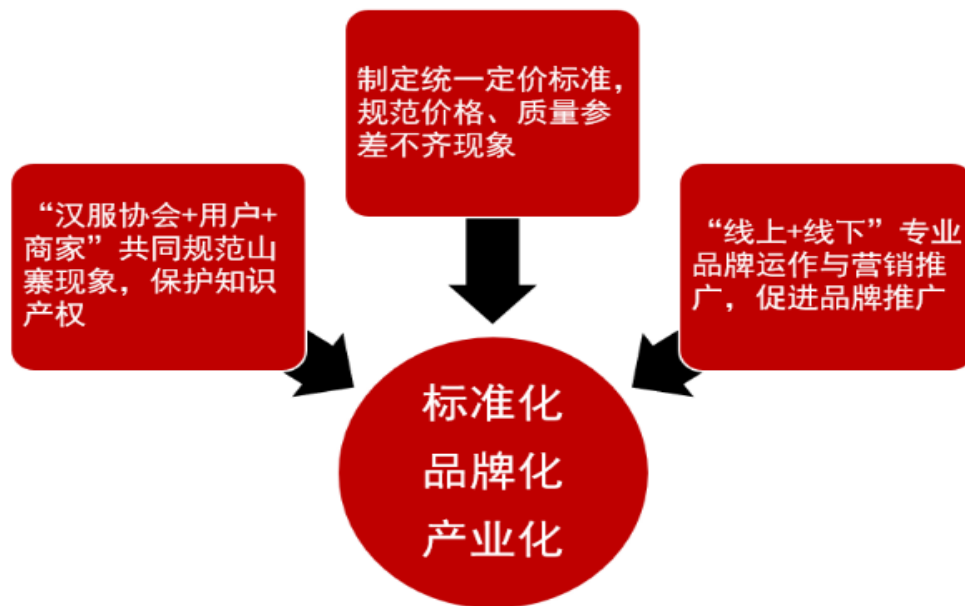


资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部（Logo来自各公司官网）

4.3 行业发展建议

- 规范山寨现象，促进行业标准化

- 对于目前的山寨之风，建议鼓励商家针对华服的设计申请外观设计专利（审批时长3-6月），寻求专业法律保护。
- 建议制定统一的定价标准，保护知识产权，从而促进华服产业的品牌化、产业化，走出小众市场局限。



资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

王冠然（首席传媒分析师）

朱话笙（传媒分析师）

执业证书编号：S1010519040005

执业证书编号：S1010521010005

免责声明



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的IN200001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159)受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2021版权所有。保留一切权利。