

“流量洞察”系列报告（2）：火锅行业

“海底捞”+“凑凑”线下客流知多少

中信证券研究部 数据科技组

张若海

2021年2月22日

- 本篇报告是泛消费公司集群研究第二篇，主要针对国内饮食消费龙头公司海底捞与呷哺呷哺。从时间序列角度看，聚焦公司线下客流与分城市客流数据集群，抽样消费者画像数据集群与线上消费价格数据集群；同时，结合城市商圈消费属性看，分城市等级，横向比较龙头公司之间的店面布局，比较可比线下竞争优势。从客流发展结论看，海底捞与凑凑在2020年末均客流较年初实现翻倍增长，海底捞非一线战略扩展获得持续客流成长支撑，凑凑一线布局客流反馈良好。
- 龙头公司门店布局与客流数据交叉分析聚焦——差异化战略布局持续推进，客流回暖提升，长期发展空间可期
 - 海底捞门店布局与客流趋势——深化全国多元化布局，低线城市客流增长长期可期。根据三大图商与Wayz的数据来看，截至2020年年末，海底捞在一、二、三线城市布局比例为 25%：51%：22%，相比年初，海底捞在低线城市布局的比例提升了2.5pcts，全国多元化布局稳步推进。回顾疫情影响，海底捞初期受到较大影响，客流环比下降近70%，疫情后客流较疫情时增长约4倍。2020Q4，一线、准一线城市客流同比增长5%、12%，二线、三线、四线及以下城市客流同比增长 27%、40%、16%，低线城市未来有望带来更多潜在业务增速。
 - 凑凑门店布局与客流趋势——强化一线城市布局战略，客流增长稳步上行。截至2020年年末，凑凑全国布局比例为 47%：50%：3%，相比年初，一线城市新增12家门店，门店增长约20%；回顾疫情期间，凑凑火锅的客流于2月份达到最低，为2020年初的40%，并于4月份客流人群恢复常态，为年初的2倍左右。疫情期间凑凑在准一线城市、二线城市的客源增速为一二线城市的2-3倍。
- 融合数据结论与公司业务聚焦思考——一线城市竞争态势趋于稳定，新一线及二线海底捞优势明确
 - 区域布局与消费者画像——全国范围内，海底捞在一二线城市的品牌认知度领先，2020年深化非一线品牌影响力影响，在哈尔滨市，南京市，合肥市的品牌认知度获得提升；凑凑的消费群体中女性居多，且低线城市女性消费者比例更高，二线城市的消费者群体较一线城市的消费群体更为年轻化。
 - 一线与新一线商圈布局比对竞争分析——截至2020年底，在一线城市，海底捞门店整体占比20.9%，凑凑整体门店占比45.8%。相比较而言，海底捞和凑凑在核心办公商圈与娱乐商圈的布局高度重合；2020Q4客单价比较来看，凑凑客单价高于海底捞15%左右；全年一线城市客流增速，海底捞在北京、深圳与广州比较优势明显。
 - 未来成长看点——客流与价格共振。海底捞在各线城市的客单价相近条件下，疫情期间低线城市实现高线城市客流的2.3-2.5倍成长，未来提价+客流稳步增长存在一定可能；疫情期间凑凑在准一线城市、二线城市的客源增速为一二线城市的2-3倍，在疫情缓和后，客流存在向高级城市流动可能，公司存在更敏感提价获益可能。
- 数据应用局限性与风险提示：部分行业客流数据精细度不足；同商圈内，监测效果下降；数据回溯历史较短。

CONTENTS

目录

1. 核心结论——低线城市消费潜力明显，行业成长新动能值得期待
2. 多维消费行为数据与公司业务分析聚焦
 - 品牌门店数据追踪——全国布局遍地开花，火锅香飘全国
 - 线下客流数据聚焦——低线消费潜力明显，稳步增长可期
 - 消费客流画像解读——一线+二线差异化逐步收敛，女性消费上行，低线城市客群偏年轻化
3. 数据应用局限性与风险提示

流量洞察框架+结论——线下商圈聚类分析+线下消费客流+线上消费评价聚焦

中时间序列全国区域客流数据多维比较分析

- 全国线下新增门店数追踪——截至2020年底，海底捞在一、二、三线城市布局比例为 25%：51%：22%，湊湊布局比例为 47%：50%：3%，相比年初，海底捞在低线城市布局的比例提升了2.5pcts，湊湊提升了4.2pcts。
- 分区域线下客流客跟踪——海底捞在疫情初期受到较大影响，年初客流环比下降近70%，疫情后客流较疫情时增长约4倍。2020Q4，一线、准一线城市客流同比增长5%、12%，二线、三线、四线及以下城市客流同比增长27%、40%、16%。湊湊客流于2月份达到最低，为2020年初的40%，并于4月份客流人群恢复常态，为年初的2倍左右。疫情期间湊湊在准一线城市、二线城市的客源增速为一线城市的2-3倍。

- 海底捞非一线客流增长支撑公司新成长预期，湊湊一线城市竞争表现渐入佳境，二线城市竞争布局阶段值得期待。

中时间序列重点商圈多维度比较分析

- 全国门店比较：在我们关注的200个城市中，海底捞共有1270家门店，湊湊共有144家门店。其中海底捞一线城市门店占比20.9%，湊湊一线城市门店占比45.8%。海底捞是全国布局战略，湊湊现阶段还是以重点城市为主。
- 一线城市+新一线门店消费潜力比较：综合交通便利性+商圈繁华性+夜生活丰富度，海底捞与湊湊选址半径高度重合，不过海底捞在规模端存在5倍以上优势。

- 选址上看，一线城市双品牌竞争策略基本一致，海底捞规模+单位密度可选店面比较优势明确。

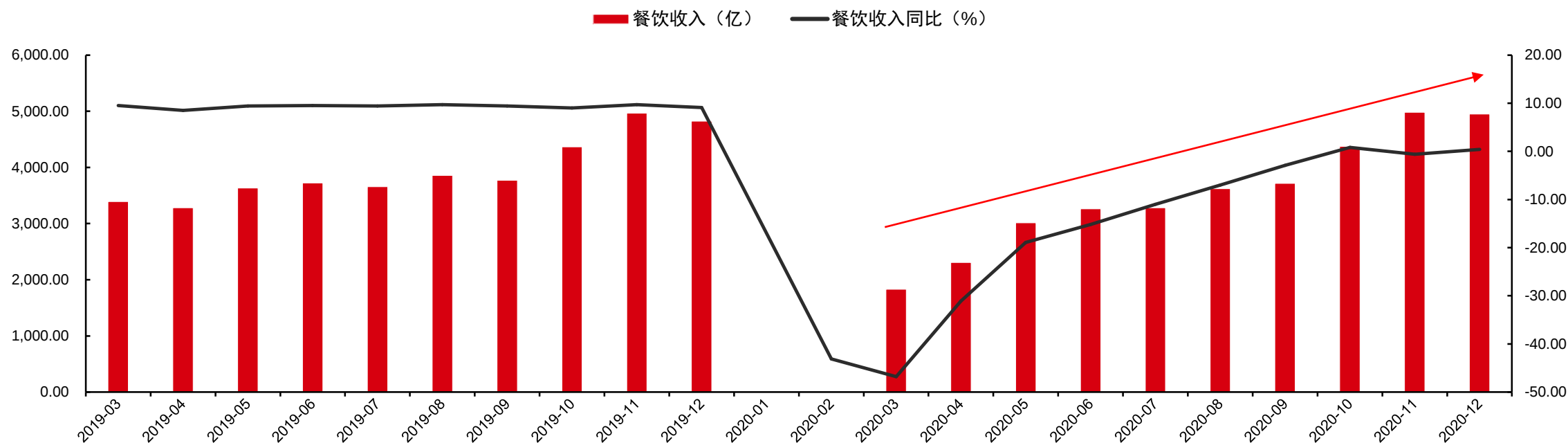
核心标的基本面投资结论

- 海底捞——非一线城市门店布局平稳推进，低线城市客流增长加速上行，一线城市夯实存量优势，客单价具备可比优势。
- 湊湊——重点城市布局初现成效，一线城市客流+消费心智比肩龙头，低线城市有望开启新发展空间。

餐饮行业收入即将恢复，行业景气未来可期

- 国家统计局数据显示，2019年餐饮行业同比增速较为平缓；
- 受疫情影响，餐饮收入于2020年初至3月份同比下降46%，随后逐步恢复，截至2020年年末，基本恢复到上年同期水平。

2019-2020年餐饮行业收入总额及同比

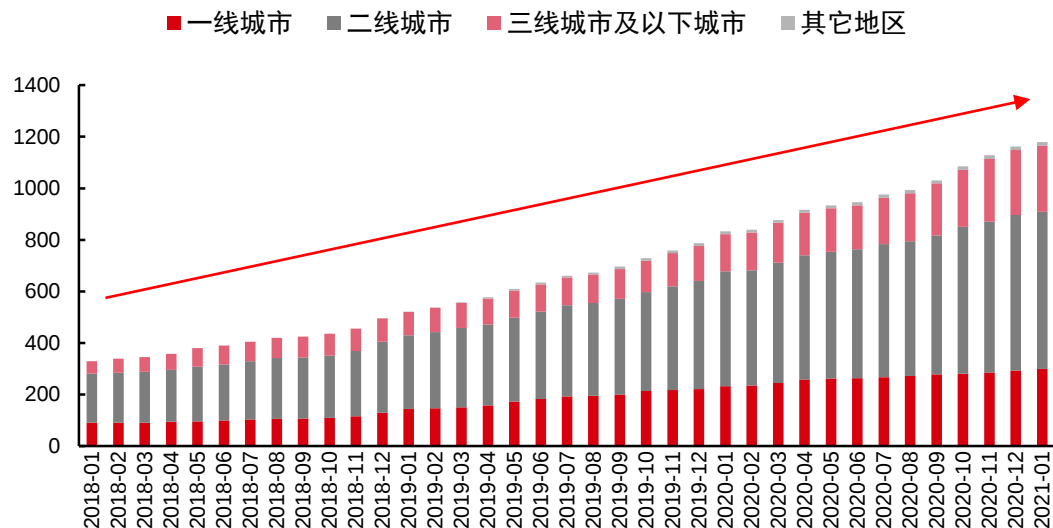


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

重点品牌持续展店，“新开店”仍为火锅品类业绩增长的主要逻辑

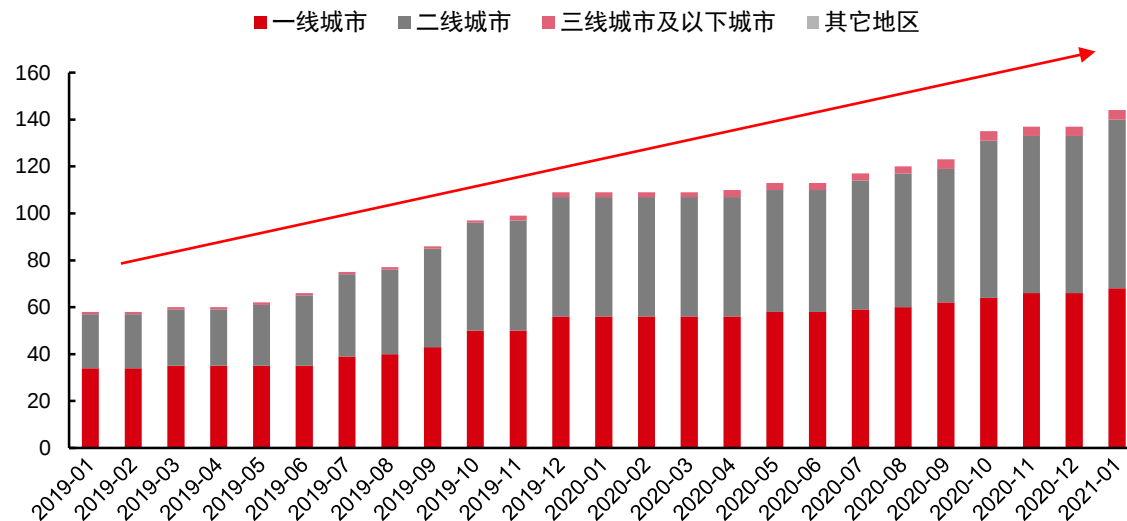
- 2019-2020年，呷哺呷哺（00520.HK）主品牌湊湊持续布局一二线城市，2020年新开店增速近30%。
- 海底捞（06862.HK）稳定以月均新开门店20-30家左右的速度，加速拓展二、三线市场；
- 截至2020年年末，海底捞在一、二、三线城市布局比例为 25%：51%：22%，湊湊布局比例为 47%：50%：3%，相比年初，海底捞在低线城市布局的比例提升了2.5%，湊湊提升了4.2%。随着行业景气度恢复，餐饮火锅行业即将在低线城市加速市场开拓。

海底捞开店数量（家）



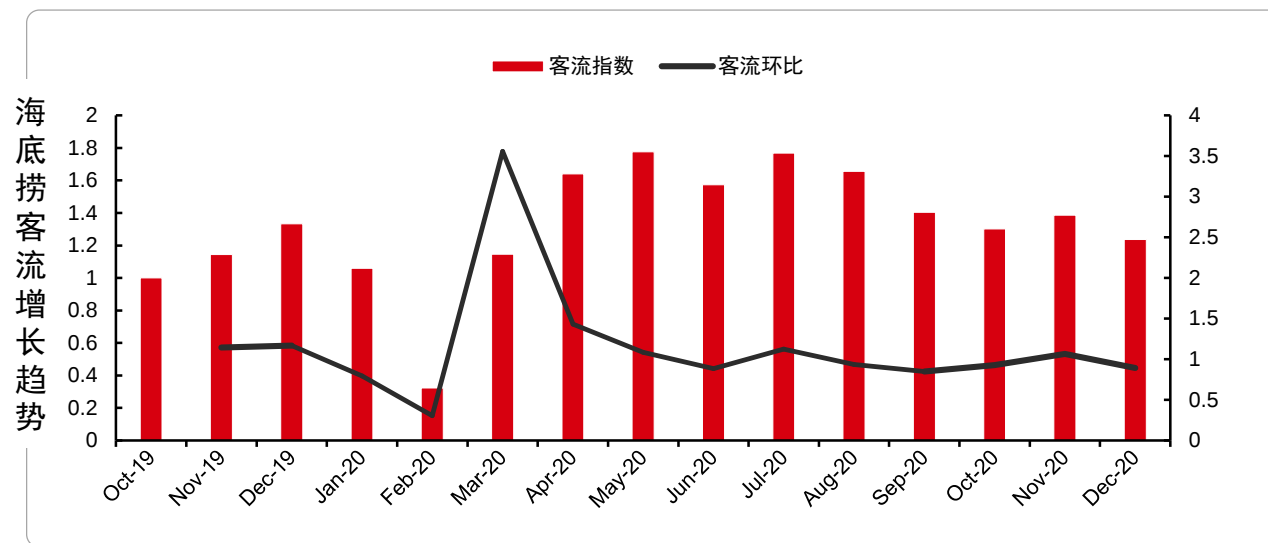
资料来源：熵简科技，中信证券研究部

湊湊开店数量（家）

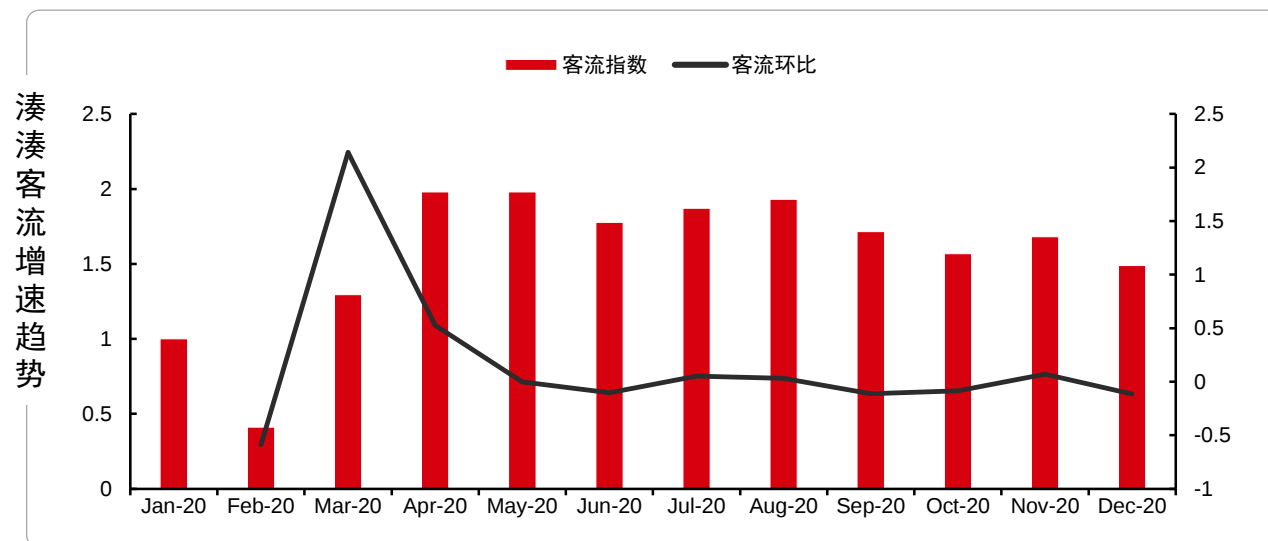


资料来源：熵简科技，中信证券研究部

海底捞深化全国布局，湊湊布局重一线



- 海底捞各线城市布局广泛，疫情初期，海底捞受到较大影响，客流环比下降近70%，疫情后客流较疫情时增长约4倍，疫情后，客流增速呈平稳趋势。

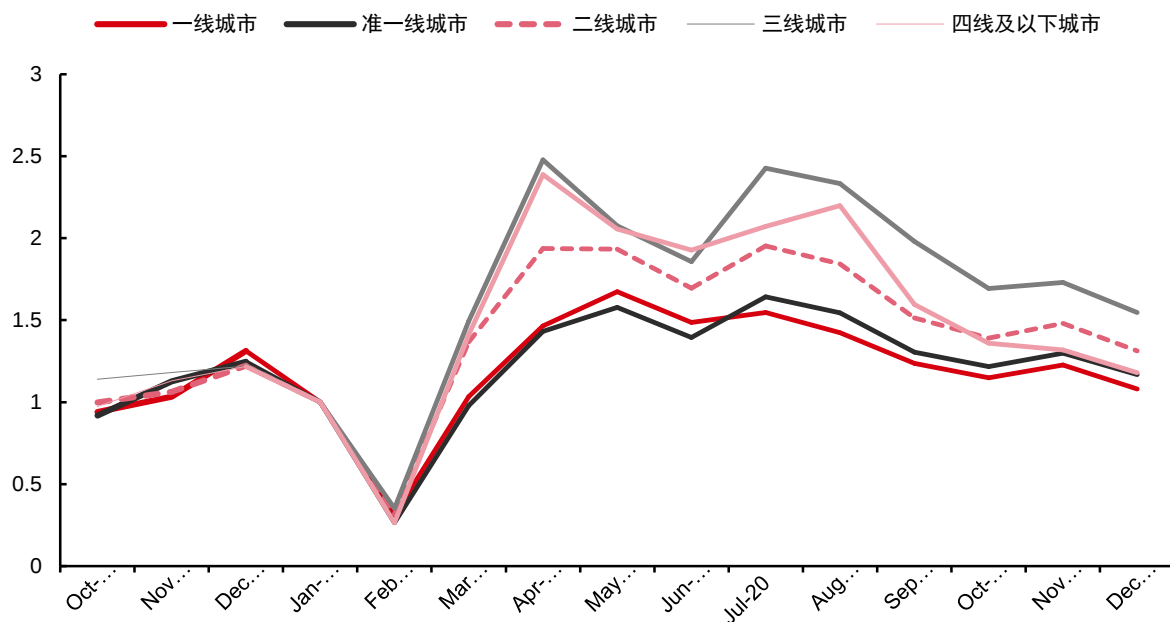


- 湊湊火锅主要布局在一线城市，和新一线城市的主要商圈和购物中心，客流总数与疫情和一线城市防控效果相关，于2月份达到最低，为年初的40%，于4月份客流人群恢复常态，为年初的2倍左右。

一线城市提升空间稳步上行，二线城市客源快速提升

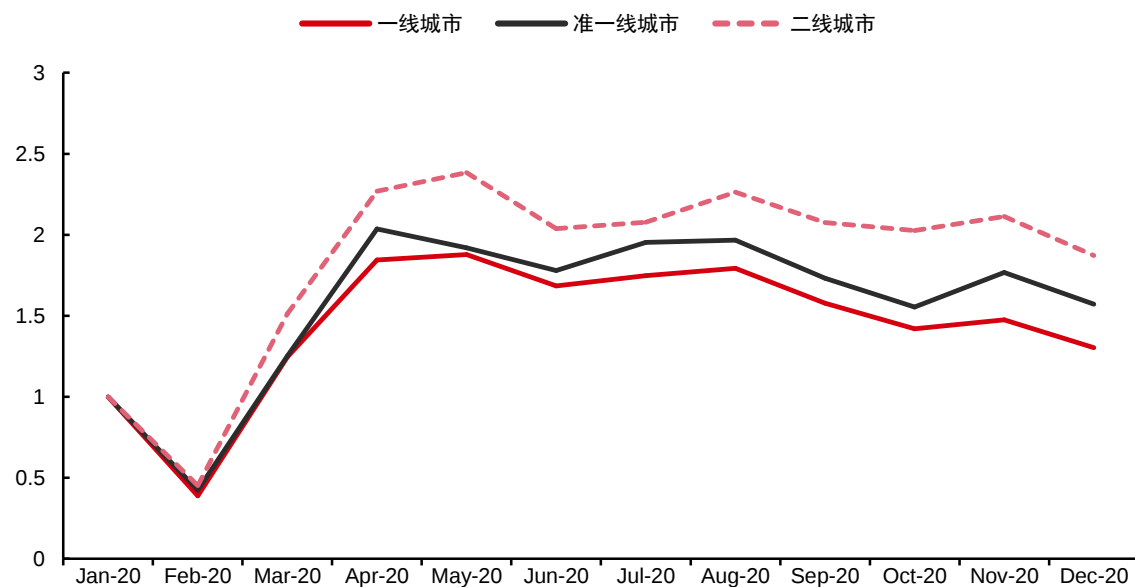
- 海底捞（06862.HK）布局的二线城市、三线城市、四线及以下城市客流恢复速度明显超过一线、准一线城市；2020年Q4一线、准一线城市客流同比增长5%、12%，二线、三线、四线及以下城市客流同比增长27%、40%、16%，低线城市未来有望带来更多业绩增速。
- 呷哺呷哺（00520.HK）主品牌湊湊疫情后客流恢复顺序依次为二线城市、准一线城市、一线城市、二线城市客源空间较大。

海底捞 分城市等级客流指数



资料来源：维智数据，中信证券研究部

湊湊 分城市等级客流指数



资料来源：维智数据，中信证券研究部

低线城市客流增速较高，客单价与高线城市相近

- 截至2020年年末，海底捞在低线城市的客单价略低于高线城市，但是低线城市的客流增速是高线城市的2.3-2.5倍。
- 截至2020年年末，湊湊在准一线城市、二线城市的客源增速为一线城市的2-3倍，客单价与一线城市接近或略低于一线城市。
- 火锅行业知名品牌未来在低线城市有望获得更高的营收。

海底捞 主要城市客流增速与消费均价（元/人）

城市等级	平均客流增速	平均客单价	城市	2020年增速	消费均价
一线城市	0.21	131	北京市	-0.08	130.01
			上海市	-0.22	140.47
			广州市	0.34	124.44
			深圳市	0.78	129.19
准一线城市	0.21	120	重庆市	0.31	115.25
			天津市	0.11	125.04
			西安市	0.25	113.46
			武汉市	0.17	117.07
			杭州市	0.38	132.94
			青岛市	0.03	118.86
			厦门市	0.41	127.44
二线城市	0.48	117.5	贵阳市	0.81	111.34
			石家庄市	0.25	109.43
			太原市	0.46	122.08
			潍坊市	0.48	114.00
三线城市	0.55	114	保定市	0.63	114.50

资料来源：维智科技，熵简科技，中信证券研究部

湊湊主要城市客流增速与消费均价（元/人）

城市等级	平均客流增速	平均客单价	城市	2020年增速	消费均价
一线城市	0.33	147	广州深圳	0.83	136
			上海市	0.13	160
			北京市	0.04	145
准一线城市	0.6	145	南京市	0.54	154
			杭州市	0.65	138
			武汉市	0.35	137.25
			天津市	0.52	142
			长沙市	0.93	154
			太原市	0.92	128.6
			石家庄市	1.18	124
二线城市	0.9	129.5	合肥市	1.07	123
			厦门市	0.82	141
			济南市	0.74	137.5
			昆明市	0.70	123

资料来源：维智科技，熵简科技，中信证券研究部

客流分析抽样探索——关注合肥、哈尔滨等非一线成长可能

- 中低消费群体是品牌市场主力消费客群；城市等级越低，中低消费者客群比例越大；
- 在可比城市范围内，上海市、深圳市、哈尔滨市、南京市、合肥市消费者对海底捞认知度较高。青岛市、大连市、厦门市消费者主要集中在中等消费水平，太原市、无锡市、杭州市消费者主要集中在低等消费水平；
- 综合来看，消费者住房水平越高，消费能力越强，消费者的男女比例越为接近。

海底捞消费者性别 & 年龄画像

城市等级	城市	消费水平低	消费水平中	消费水平高	高档社区	豪宅社区	普通社区
一线城市	北京市	42%	39%	19%	22%	16%	62%
	上海市	31%	42%	27%	36%	21%	42%
	广州市	63%	27%	10%	8%	8%	83%
	深圳市	32%	44%	24%	27%	27%	46%
准一线城市	成都市	39%	44%	17%	23%	8%	69%
	大连市	49%	45%	6%	20%	5%	75%
	杭州市	51%	37%	12%	21%	9%	71%
	南京市	28%	48%	24%	30%	15%	56%
	青岛市	42%	51%	7%	20%	7%	73%
	苏州市	36%	42%	22%	32%	21%	47%
	武汉市	41%	49%	10%	26%	10%	64%
	西安市	50%	39%	10%	23%	10%	67%
	郑州市	39%	42%	19%	26%	20%	54%
	厦门市	50%	42%	8%	17%	7%	76%
二线城市	哈尔滨市	30%	40%	30%	23%	31%	46%
	合肥市	31%	43%	26%	33%	25%	42%
	无锡市	64%	23%	13%	16%	8%	75%
	佛山市	28%	59%	13%	23%	15%	61%
	贵阳市	50%	42%	8%	19%	7%	74%
	太原市	55%	36%	9%	20%	9%	71%

资料来源：维智科技，中信证券研究部

客流分析探索：低线城市女性消费者市场空间值得关注

- 凑凑的消费群体中女性居多，且低线城市女性消费者比例更高。
- 主流消费人群集中在青少年，二线城市的消费者群体较一线城市的消费群体更为年轻化。

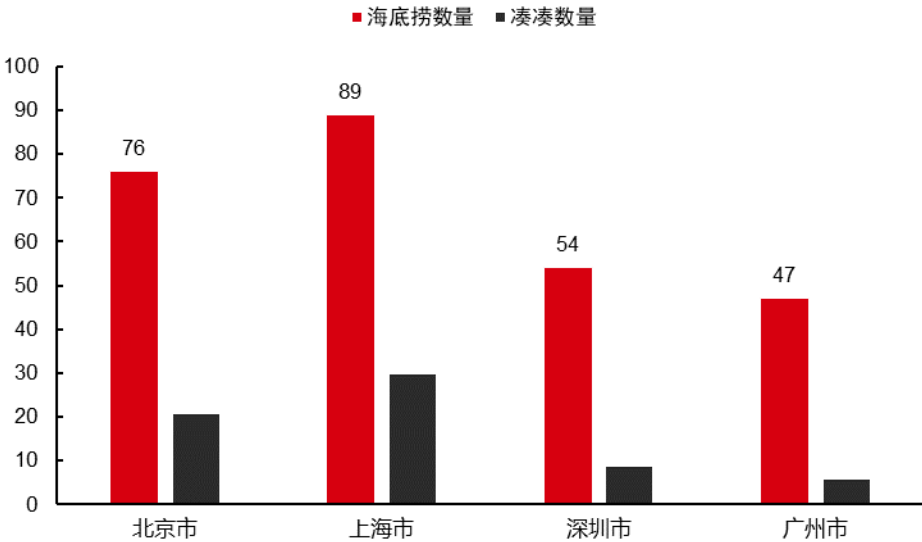
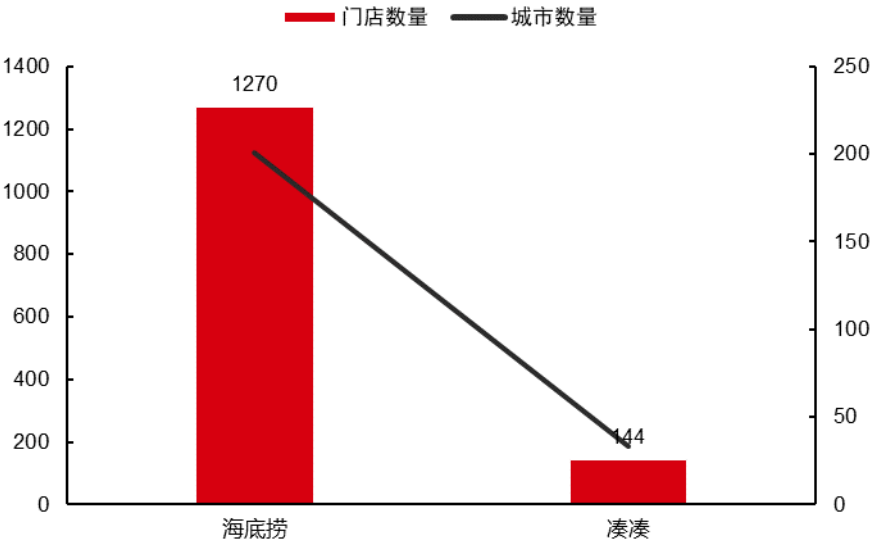
凑凑消费者消费能力画像

城市等级	城市	男	女	25岁以下	26-35	36-55	55以上
一线城市	北京市	45%	55%	22%	56%	21%	1%
	上海市	47%	53%	22%	54%	23%	1%
	广州市	41%	59%	27%	52%	21%	1%
	深圳市	45%	55%	24%	52%	23%	1%
新一线城市	大连市	39%	61%	21%	54%	25%	0%
	东莞市	38%	62%	26%	51%	23%	1%
	杭州市	41%	59%	26%	52%	22%	0%
	南京市	41%	59%	25%	52%	22%	0%
	苏州市	41%	59%	25%	53%	22%	0%
	天津市	41%	59%	23%	53%	24%	1%
	武汉市	40%	60%	26%	51%	22%	1%
	西安市	37%	63%	25%	51%	24%	0%
二线城市	合肥市	38%	62%	29%	51%	19%	1%
	厦门市	39%	61%	25%	52%	22%	1%
	无锡市	39%	61%	26%	50%	23%	1%
	哈尔滨市	35%	65%	26%	48%	24%	1%
	济南市	36%	64%	25%	52%	23%	1%
	石家庄市	33%	67%	26%	50%	23%	1%

资料来源：维智科技，中信证券研究部

- 在我们关注的200个城市中，海底捞共有1270家门店，凑凑共有144家门店。其中海底捞一线城市门店占比20.9%，凑凑一线城市门店占比45.8%。**海底捞是全国布局战略，凑凑现阶段还是以重点城市为主。**
- 从商圈的分布属性看，在一线城市中，海底捞82.7%的门店半径1km内存在2个或以上地铁站/公交站，85.0%的门店半径3公里内存在5个及以上商场/写字楼。凑凑84.8%的门店半径1km内存在2个或以上地铁站/公交站，95.5%的门店半径3公里内存在5个及以上商场/写字楼。

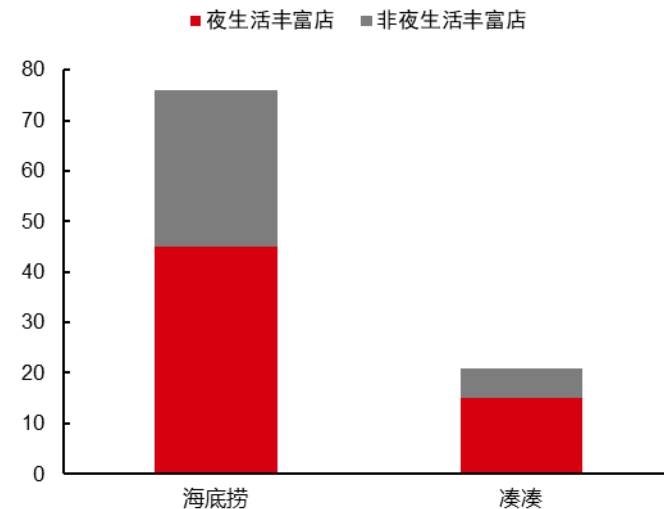
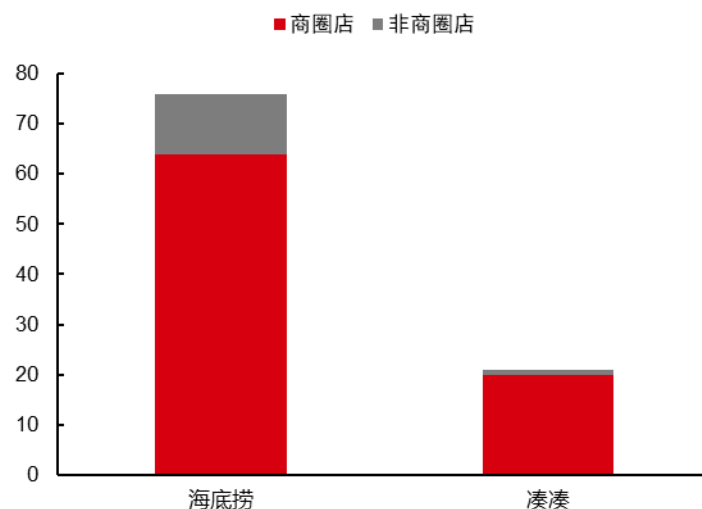
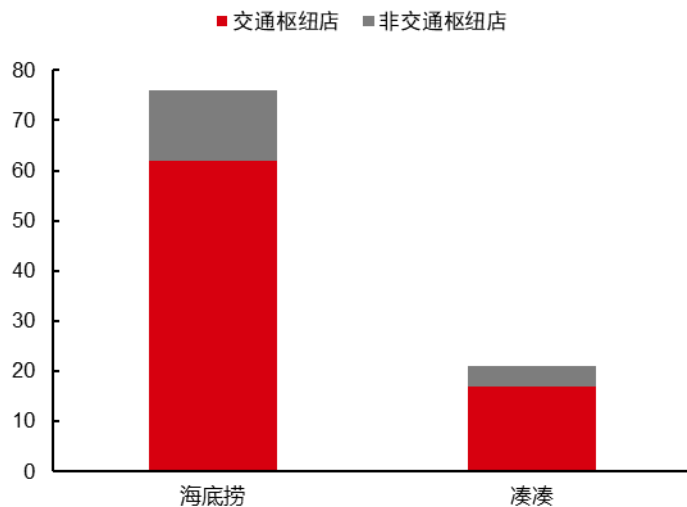
全国门店数对比/一线城市门店数对比



资料来源：公司公告，官方小程序，维智科技，中信证券研究部 单位：家

- 北京的海底捞共有76家，81.6%门店半径1km内存在2个或以上地铁站/公交站，84.2%门店半径3公里内存在5个及以上商场/写字楼，59.2%门店半径1km内存在5个或以上酒吧/KTV等娱乐场所。
- 海底捞与可比竞争对手在北京的比较：
 - 绝对数量，海底捞76家门店，凑凑21家门店。
 - 交通便利性，海底捞81.6%门店公共交通便利，凑凑81.0%门店公共交通便利。
 - 商圈繁华性，海底捞84.2%门店周边具有繁华商圈，凑凑95.2%门店具有繁华商圈。
 - 夜生活丰富性，海底捞59.2%门店周边具有繁华商圈，凑凑71.4%门店具有繁华商圈。

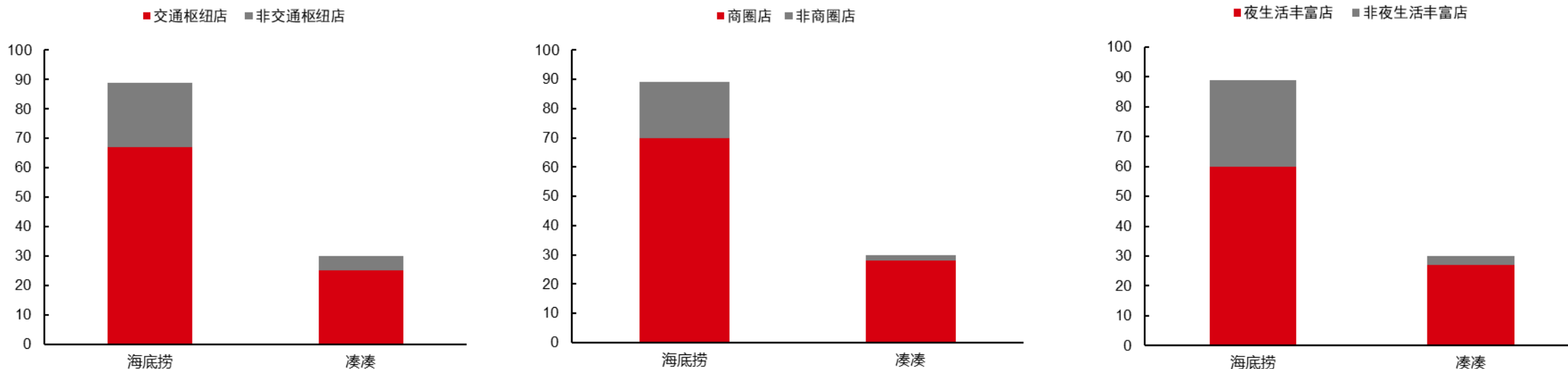
交通枢纽店数量对比/商圈店数量对比/夜生活丰富店数量对比



资料来源：公司公告，官方小程序，维智科技，中信证券研究部 单位：家

- 上海的海底捞共有89家，75.3%门店半径1km内存在2个或以上地铁站/公交站，78.7%门店半径3公里内存在5个及以上商场/写字楼，67.4%门店半径1km内存在5个或以上酒吧/KTV等娱乐场所。
- 海底捞与可比竞争对手在上海的比较：
 - 绝对数量，海底捞76家门店，凑凑30家门店。
 - 交通便利性，海底捞75.3%门店公共交通便利，凑凑83.3%门店公共交通便利。
 - 商圈繁华性，海底捞78.7%门店周边具有繁华商圈，凑凑93.3%门店具有繁华商圈。
 - 夜生活丰富性，海底捞67.4%门店周边具有繁华商圈，凑凑90.0%门店具有繁华商圈。

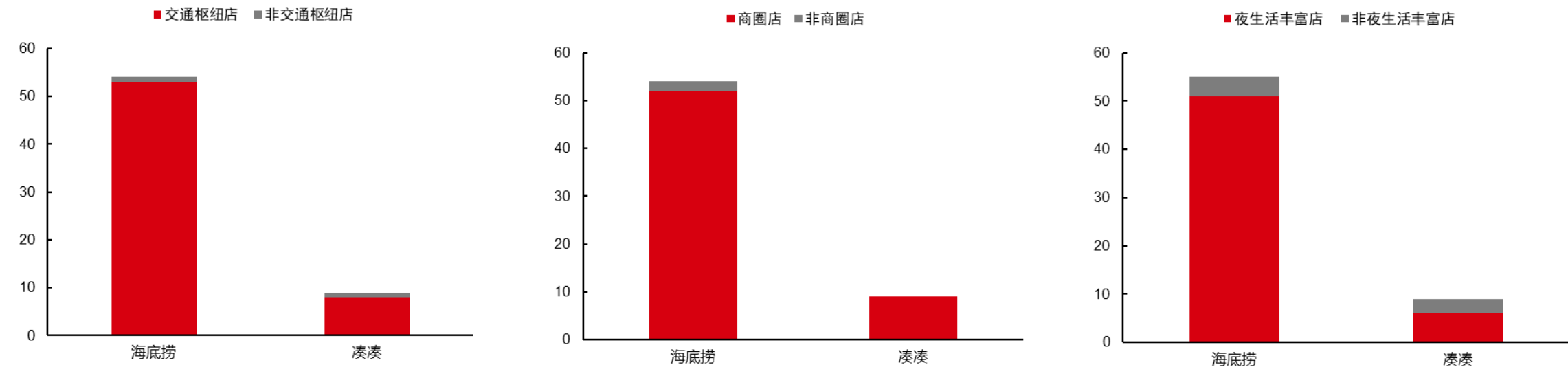
交通枢纽店数量对比/商圈店数量对比/夜生活丰富店数量对比



资料来源：公司公告，官方小程序，维智科技，中信证券研究部 单位：家

- 深圳的海底捞共有54家，98.1%门店半径1km内存在2个或以上地铁站/公交站，96.3%门店半径3公里内存在5个及以上商场/写字楼，92.7%门店半径1km内存在5个或以上酒吧/KTV等娱乐场所。
- 海底捞与可比竞争对手在深圳的比较：
 - 绝对数量，海底捞54家门店，凑凑9家门店。
 - 交通便利性，海底捞98.1%门店公共交通便利，凑凑88.9%门店公共交通便利。
 - 商圈繁华性，海底捞96.3%门店周边具有繁华商圈，凑凑100.0%门店具有繁华商圈。
 - 夜生活丰富性，海底捞92.7%门店周边具有繁华商圈，凑凑66.7%门店具有繁华商圈。

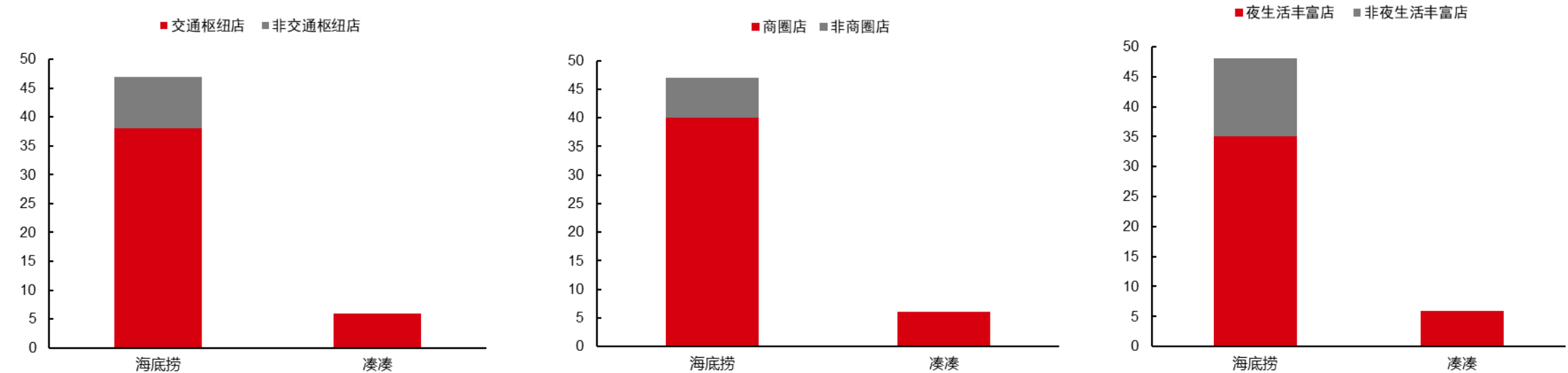
交通枢纽店数量对比/商圈店数量对比/夜生活丰富店数量对比



资料来源：公司公告，官方小程序，维智科技，中信证券研究部 单位：家

- 广州的海底捞共有47家，80.9%门店半径1km内存在2个或以上地铁站/公交站，85.1%门店半径3公里内存在5个及以上商场/写字楼，72.9%门店半径1km内存在5个或以上酒吧/KTV等娱乐场所。
- 海底捞与可比竞争对手在广州的比较：
 - 绝对数量，海底捞47家门店，凑凑6家门店。
 - 交通便利性，海底捞80.9%门店公共交通便利，凑凑100.0%门店公共交通便利。
 - 商圈繁华性，海底捞85.1%门店周边具有繁华商圈，凑凑100.0%门店具有繁华商圈。
 - 夜生活丰富性，海底捞72.9%门店周边具有繁华商圈，凑凑100.0%门店具有繁华商圈。

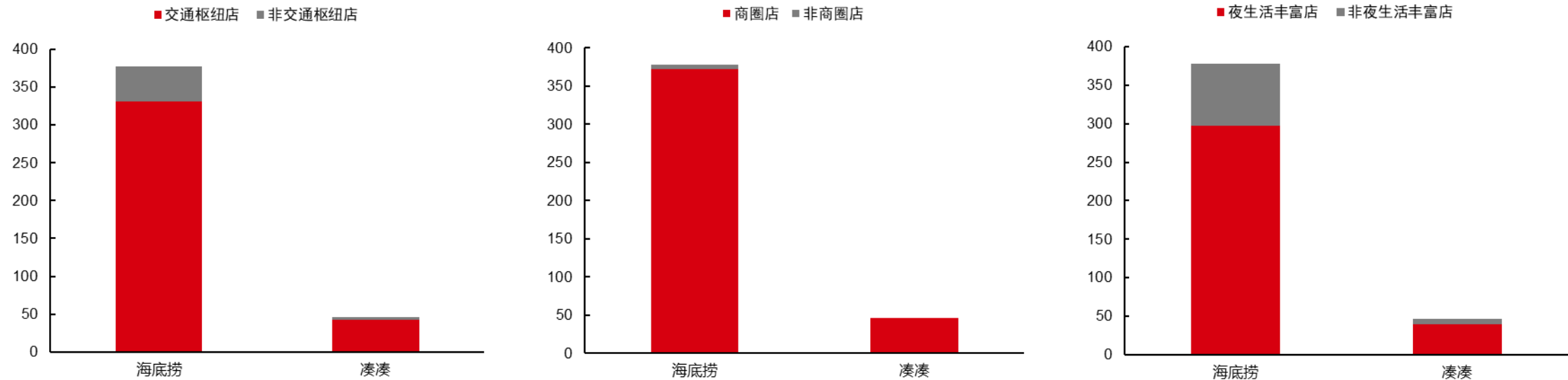
交通枢纽店数量对比/商圈店数量对比/夜生活丰富店数量对比



资料来源：公司公告，官方小程序，维智科技，中信证券研究部 单位：家

- 对于15个新一线城市，海底捞共有378家，87.6%门店半径1km内存在2个或以上地铁站/公交站，98.4%门店半径3公里内存在5个及以上商场/写字楼，78.6%门店半径1km内存在5个或以上酒吧/KTV等娱乐场所。
- 海底捞与可比竞争对手在新一线城市的比较：
 - 绝对数量，海底捞378家门店，凑凑46家门店。
 - 交通便利性，海底捞87.6%门店公共交通便利，凑凑93.5%门店公共交通便利。
 - 商圈繁华性，海底捞98.4%门店周边具有繁华商圈，凑凑100.0%门店具有繁华商圈。
 - 夜生活丰富性，海底捞78.6%门店周边具有夜生活商圈特性，凑凑87.0%门店具有夜生活商圈特性。

交通枢纽店数量对比/商圈店数量对比/夜生活丰富店数量对比



资料来源：公司公告，官方小程序，维智科技，中信证券研究部 单位：家

- 部分行业客流数据精细度不足
- 同商圈内，监测效果下降
- 数据回溯历史较短



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

张若海（首席数据科技分析师）

执业证书编号：S1010516090001

免责声明



证券研究报告 2021年2月22日

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Dalmal 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INZ000001735，作为商人银行的INM0000010619，作为研究分析商的INH000001113）；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。

欧盟与美国：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。