

新消费时代下的投资机会

短期景气修复，长期好赛道好公司

姜娅

中信证券研究部 首席消费产业分析师

2021年3月4日

- 中国消费市场快速增长下将呈现多点融合、多线共进、全面升级特征，建议优选好赛道、好公司持续配置。阶段性首要配置受疫情冲击较大的旅游、酒店、珠宝、家居、纺织、博彩等可选子行业，主要考虑基数效应下的景气强修复。同时建议回避超市、部分食品等受益疫情子行业在未来半年的下行趋势。
 - “十四五”全面促消费基调明确；
 - 短期：2021年基数效应下关注景气轮动；
 - 长期：优选好赛道、好公司持续配置。
- **2021年配置建议：基数效应下关注景气轮动**
 - 考虑到基数效应下，预计2021年上半年受疫情冲击较大的旅游、酒店、珠宝、家居、纺织、博彩等行业将显现强劲反弹，但当前对应估值在消费内部比较中还相对较低，建议阶段性首要配置。
 - 白酒、化妆品、医美、运动等成长赛道预计将保持稳健性，建议保持配置。
 - 建议短期回避超市、部分食品等受益疫情的子行业在未来半年的回落趋势。
- **风险提示：疫情再次反复，对经济的冲击超出预期进而影响消费；部分子行业预期过高；政策支持力度低于预期；市场流动性、公司治理风险等。**

2021年机会：把握低基数修复，精选稳健增长

中长期



高成长

中长期线上趋势强化、全面消费升级、国产品牌崛起背景下，在线教育、生鲜到家、运动服饰、化妆品、医美等子行业存在明确机会，与此同时，餐饮产业链相关的速冻食品、复合调味品、供应链等赛道成长性明确，建议作为优选赛道配置享受行业红利



稳增长

在一些格局相对稳定、增长相对稳健的领域，龙头价值更加明显、头部护城河更宽，建议优选好公司持续配置，包括基础调味品、电商、酒店等行业建议配置龙头

短期



把握消费复苏节奏

考虑到基数效应下，预计2021年上半年受疫情冲击较大的旅游、酒店、珠宝、家居、纺织、博彩等行业将显现强劲反弹，但当前对应估值在消费内部比较中还相对较低，建议阶段性首要配置。同时白酒、化妆品、医美、运动等成长赛道预计将保持稳健性，建议保持配置。另外建议短期回避超市、部分食品等受益疫情的子行业在未来半年的回落趋势。

推荐“消费20”

商贸零售	农业	食品饮料	轻工	社会服务	纺织服装
华熙生物 (688363. SH) 珀莱雅 (603605. SH) 拼多多 (PDD. O) 京东 (JD. O)	牧原股份 (002714. SZ) 苏垦农发 (601952. SH)	五粮液 (000858. SZ) 洋河股份 (002304. SZ) 华润啤酒 (00291. HK) 中炬高新 (600872. SH) 蒙牛乳业 (02319. HK) 安井食品 (603345. SH)	欧派家居 (603833. SH) 思摩尔国际 (06969. HK)	华住 (HTHT. O) 宋城演艺 (300144. SZ) 美团-W (03690. HK) 中国中免 (601888. SH)	申洲国际 (02313. HK) 安踏体育 (02020. HK) 李宁 (02331. HK)

1.放长：供需双升级，迎接多元消费时代

2.看短：2021将迎低基数背景下强修复

3.细探代表性成长赛道的逻辑和空间

4.投资建议：短期把握低基数下修复，长期优选好赛道好公司

“十四五”期间多重因素利于居民消费释放

推动因素：全面促进消费的各类政策保障



- **数据来源**，2019年中国居民部门消费对GDP贡献率仅38%，远低于欧美日等发达国家；在此背景下，国家近几年不断出台各类促消费政策以刺激内需发展，从拉动需求为主到强调优化供给并举，促进消费潜力释放
- 十九届五中全会上提出畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间，定下了“十四五”期间全面促进消费的基调

国家发改委副主任宁吉喆介绍十九届五中全会精神	
相关表述	
总体目标	“十四五”时期将全面促进消费，顺应消费升级的趋势
消费升级	促进消费向绿色、健康、安全发展，发展服务消费，鼓励消费新模式新业态发展
汽车住房消费	推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变，促进住房消费健康发展
线上线下消费融合	发展无接触交易服务，促进线上线下消费融合发展，开拓城乡消费市场
假日消费	落实带薪休假制度，扩大节假日消费
消费保障	改善消费环境，强化消费者权益保护

资料来源：十九届五中全会会后新闻发布会，中信证券研究部

2018年以来刺激消费的政策		
时间	政策	主要内容
2018年9月	《关于2018年第四季度个人所得税减除费用和税率适用问题的通知》	个税起征点提高至5000元从2018年10月1日起先行实施
	《关于完善促进消费体制机制、进一步激发居民消费潜力的若干意见》	以消费升级引领供给创新、以供给提升创造消费新增长点的循环动力持续增强
	《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》	根据《中共中央、国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》，制定具体实施方案进一步激发消费活力
2018年12月	《个人所得税专项附加扣除暂行办法》	税前新增子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或者住房租金、赡养老人等6项专项附加扣除
2019年1月	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》	提出6各方面24项政策措施，涉及汽车消费、城镇消费、农村消费、供给政策端等多项主线
2019年3月	《2019年政府工作报告》	促进形成强大国内市场，持续释放内需潜力，充分发挥消费的基础作用
	《国务院关于调整2019年劳动节假期安排的通知》	调整2019年劳动节假期至4天，为激发居民消费提供支持
2019年8月	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	提出了20条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施。为推动流通创新发展，优化消费环境，激发国内消费潜力，创造了更加宽松的政策环境
	《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	深化文化和旅游领域供给侧结构性改革，从供需两端发力，不断激发文化和旅游消费潜力。包括以下措施：推出消费惠民措施、提高消费便捷程度等
2019年9月	《民政部关于进一步扩大养老服务供给、促进养老服务的实施意见》	全方位优化养老服务有效供给、繁荣老年用品市场、加强养老服务消费支撑保障等多措并举，以扩大养老服务供给、促进养老服务消费
2019年11月	《关于改善节假日旅游出行环境促进旅游消费的实施意见》	涉及完善交通基础设施、增加旅游产品供给、落实带薪休假等多方面，刺激节假日消费
2020年2月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	顺应居民消费升级趋势，加快完善促进消费体制机制。包括如下举措：大力优化国内市场供给、持续提升居民消费能力、加快构建“智能+”消费生态体系、着力建设城乡融合消费网络等
2020年9月	《商务部办公厅关于做好2020年中秋国庆市场保供和消费促进有关工作的通知》	保障“两节”期间市场供应，活跃消费需求，进一步释放消费潜力
2020年10月	国家发展和改革委员会发布《近期扩内需促消费的工作方案》	进一步扩大内需特别是有效促进消费，推动经济供需循环畅通。包括以下举措：推动线下服务消费加速“触网”，充分释放线上经济潜力、在做好常态化疫情防控基础上，开辟服务消费新模式、实施促进实物消费政策，畅通供需更高水平良性循环

资料来源：中国政府网等，中信证券研究部

“十四五”期间多重因素利于居民消费释放

推动因素：地产调节和福利保障下消费能力释放，“新基建”下产业基础设施升级

地产调节和福利保障促进消费能力释放

地产调节

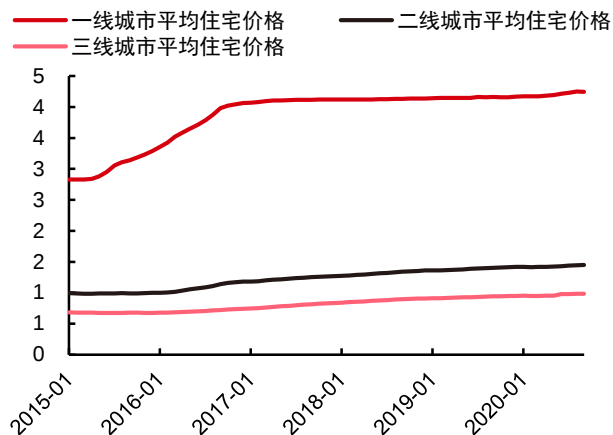
地产价格稳定



逐步降低租金支出占比与预期
住房储蓄



释放居民消费能力



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位为万元/平方米

福利保障

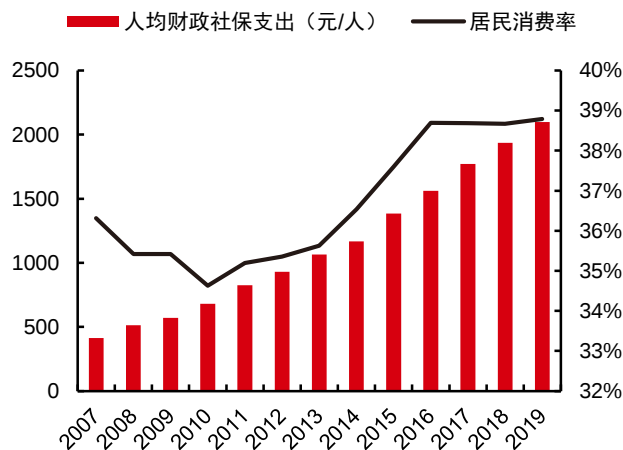
社会保障体系日臻完善



医保：(2019)
覆盖面 > 95%，
支付比例 > 50%



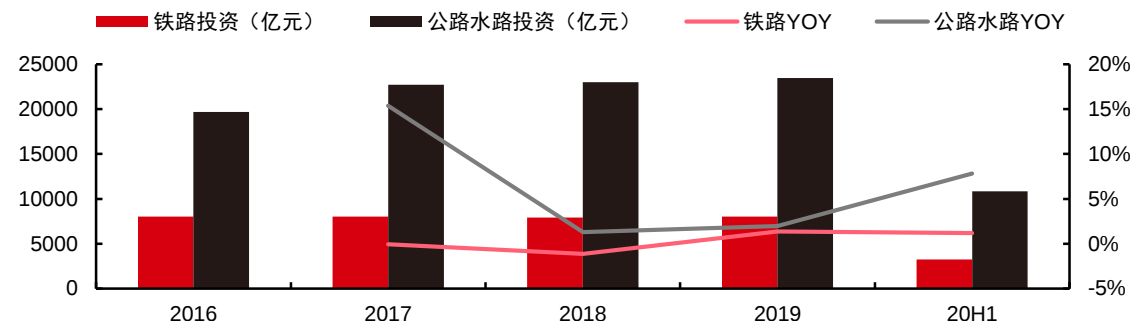
住房公积金：
6.54 万亿元(2019)
扩大公积金投资范围



资料来源：Wind，中信证券研究部

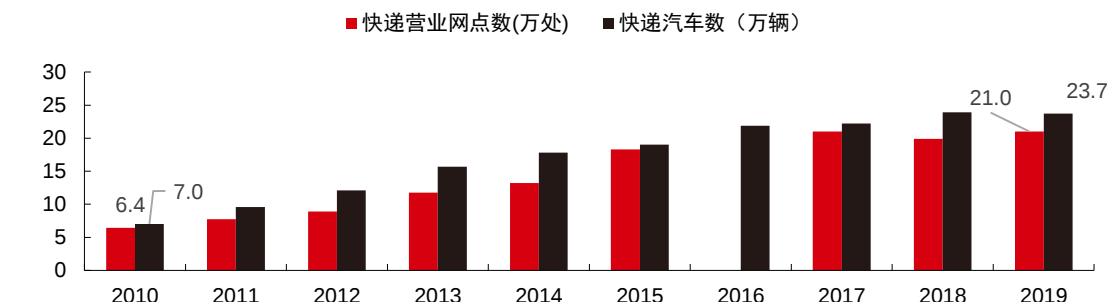
“新基建”背景下消费产业基础设施升级

交通网络完善



资料来源：交通运输部，中信证券研究部

物流升级和成本降低



资料来源：Wind，中信证券研究部

5G网络建设

5G
人工智能

智慧
生活

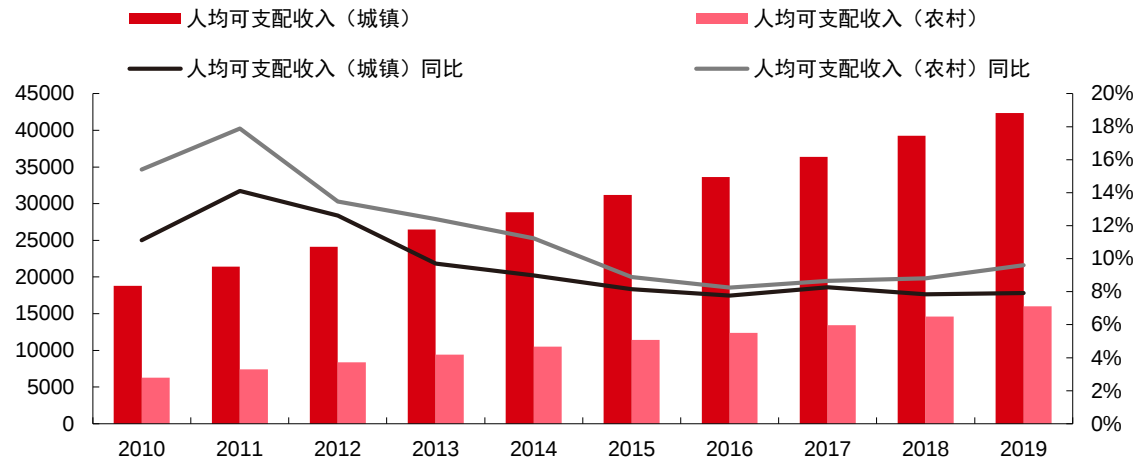
智能穿戴
智能家居
智能零售

智能社区
智能驾驶
.....

需求端结构变化带动供给端多元升级

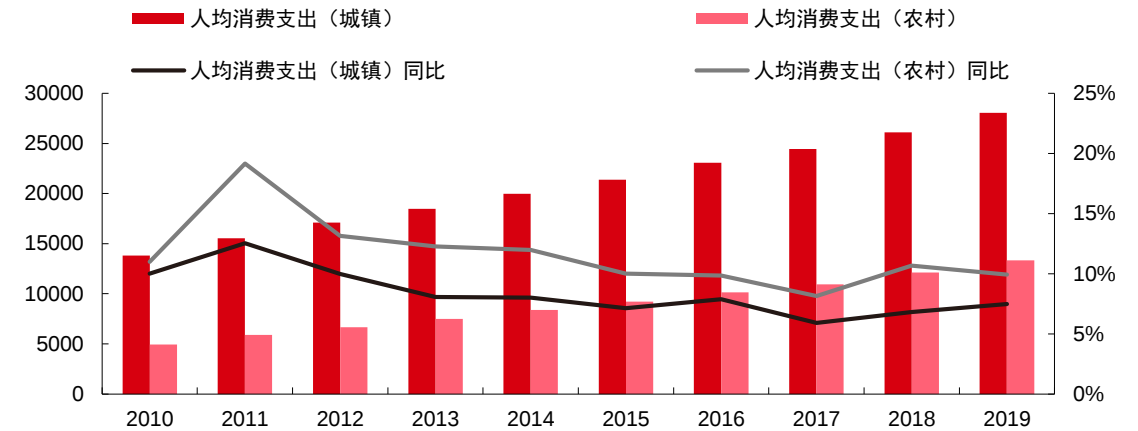
结构因素：收入分化下的消费分级

城镇和农村居民人均可支配收入稳定增长（元）



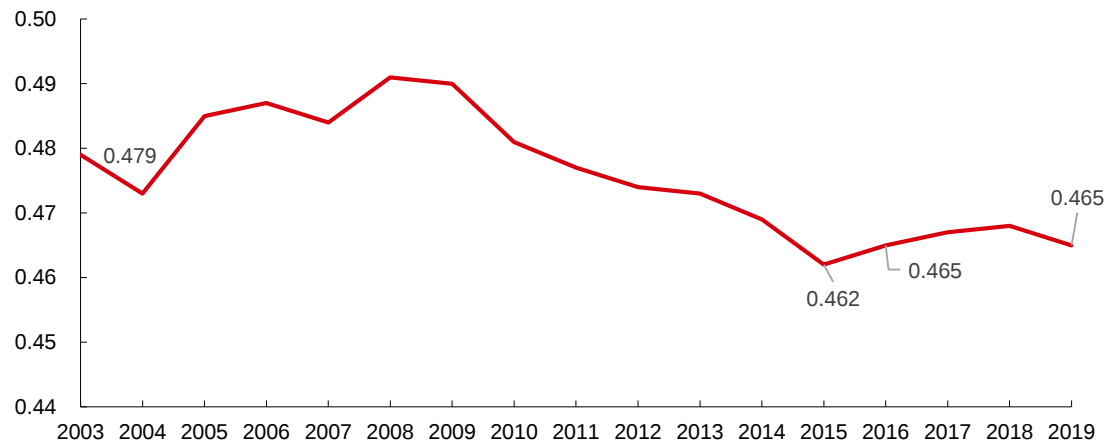
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

城镇和农村居民人均消费支出同步提升（元）



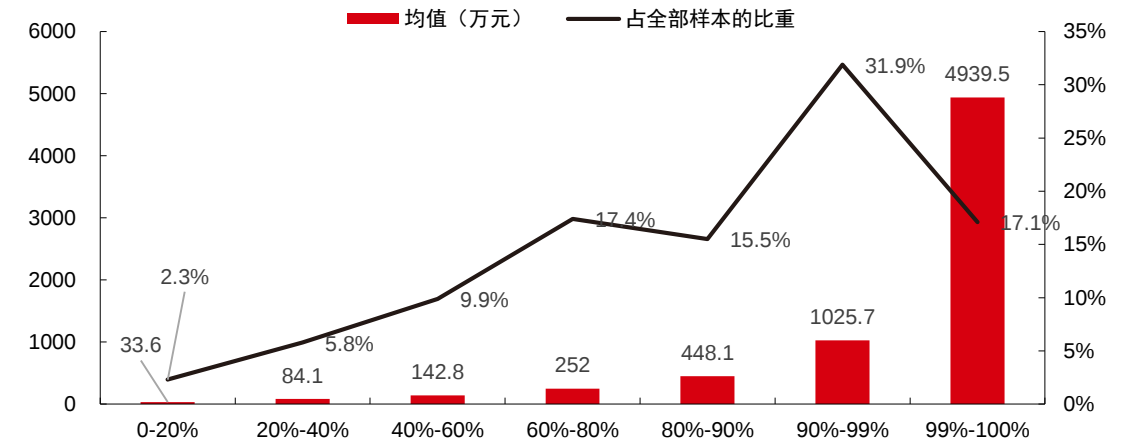
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

2003-2019年我国基尼系数



资料来源：CEIC，中信证券研究部

2019年中国城镇居民家庭净资产分布（按净资产由低到高分组）

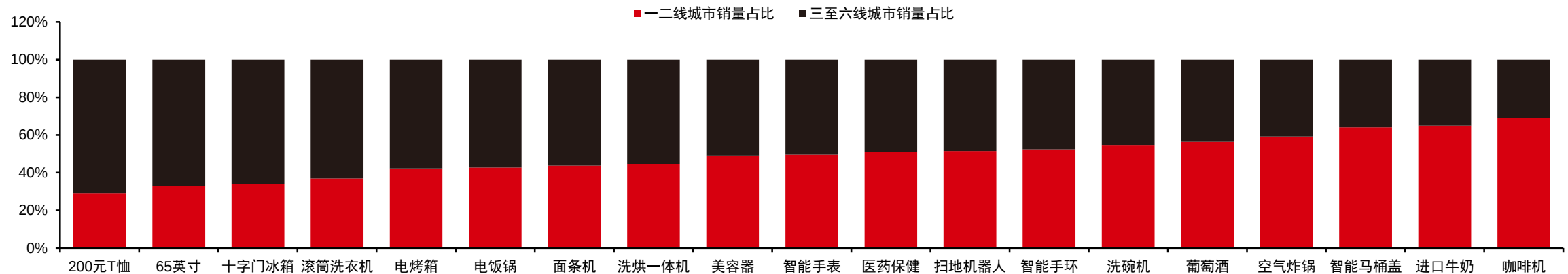


资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

需求端结构变化带动供给端多元升级

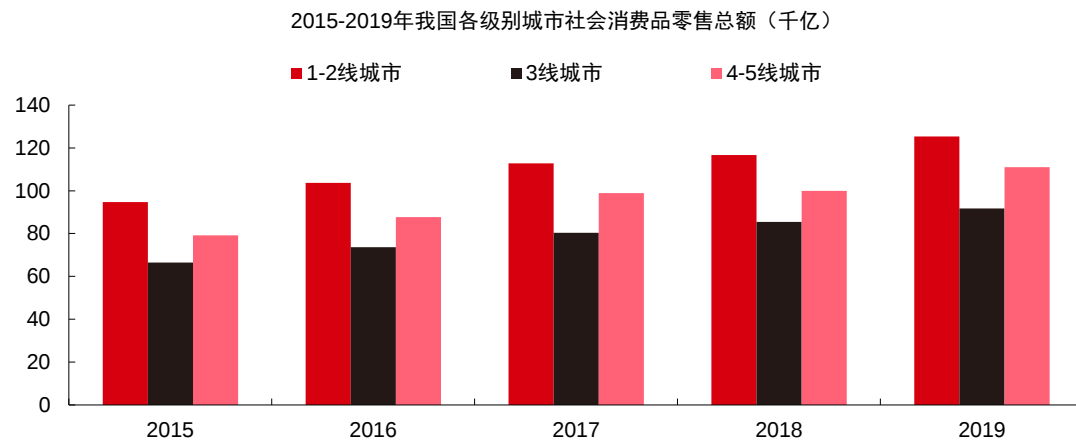
结构因素：区域分层下的升级差异

不同等级城市消费升级存在结构差异



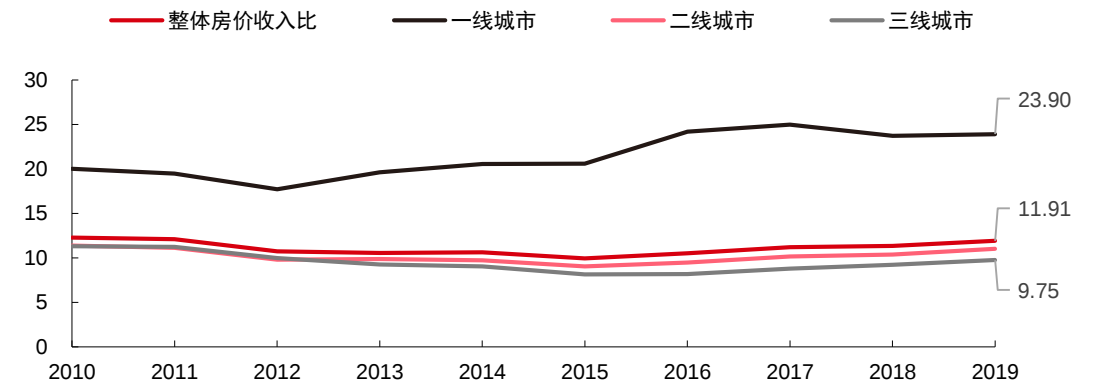
资料来源：京东《三至六线市场线上拓展机遇报告》，中信证券研究部

低线消费市场持续扩大



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

低线城市房价收入比较低

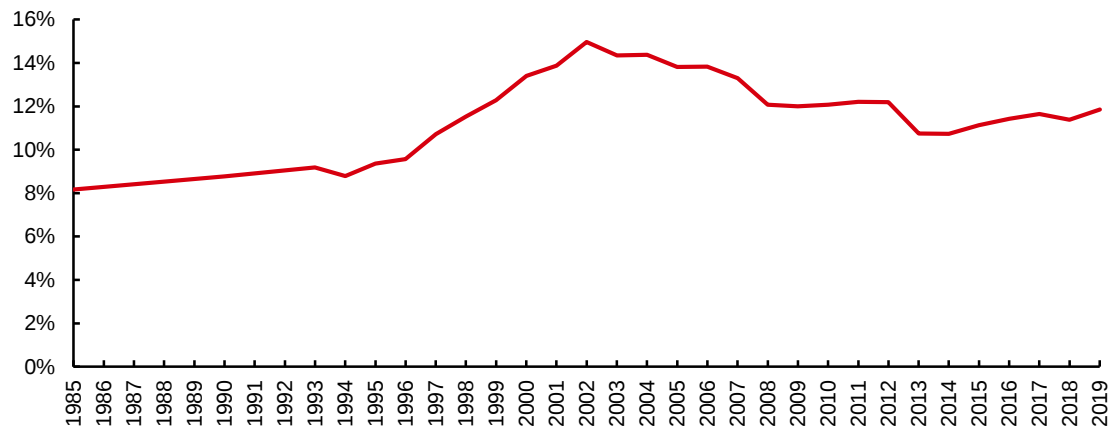


资料来源：Wind，中信证券研究部

需求端结构变化带动供给端多元升级

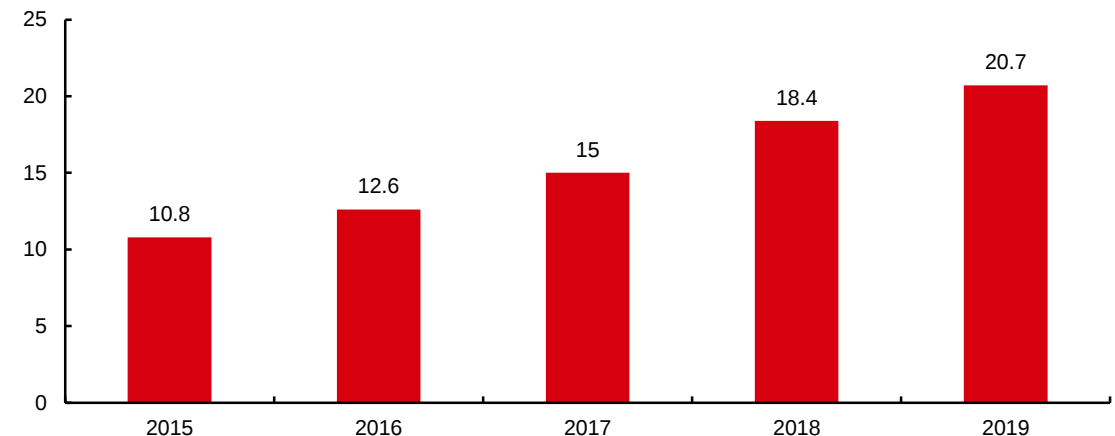
结构因素：区域分层下的升级差异——高线品质化，低线品牌化

城镇居民家庭人均年教育文化娱乐服务支出占比



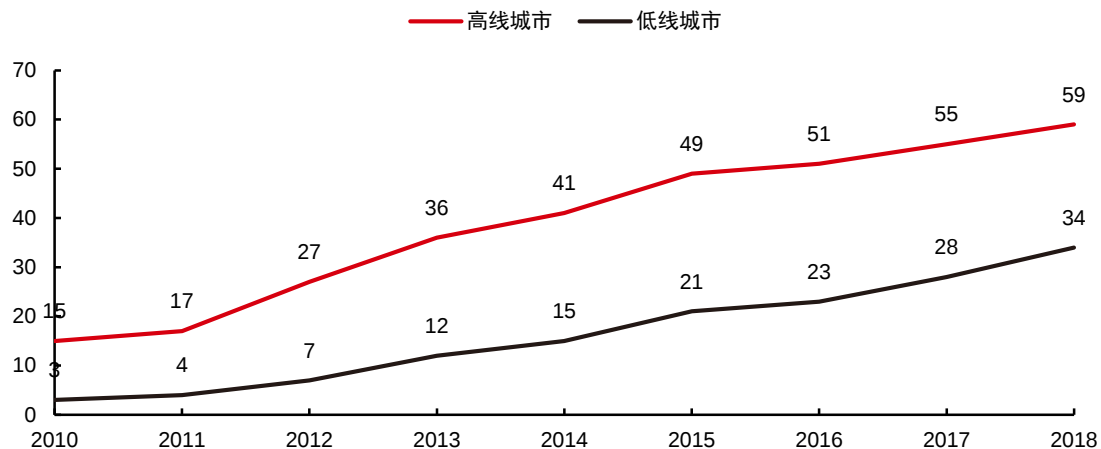
资料来源：Wind，中信证券研究部

实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重 (%)



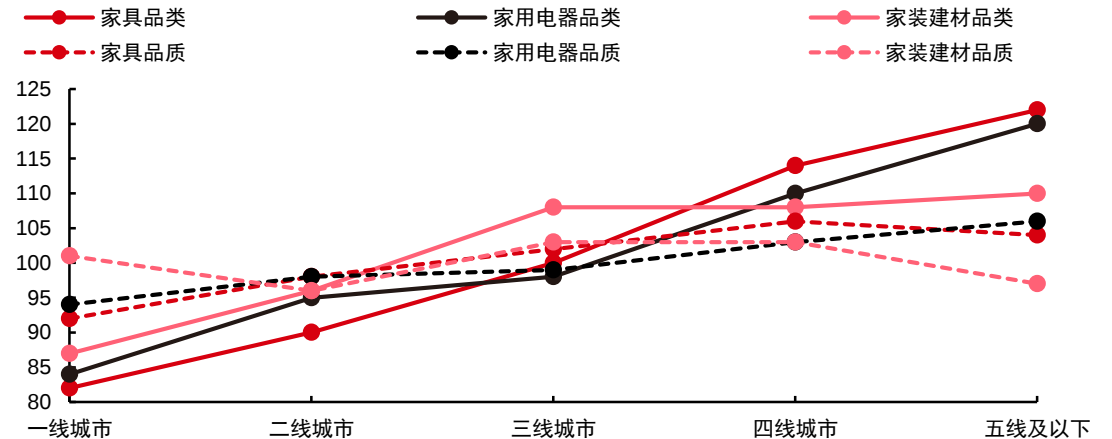
资料来源：Wind，中信证券研究部

宽裕小康和大众富裕家庭百分比 (%)



资料来源：麦肯锡《2020年中国消费者调查报告》，中信证券研究部（为啥没有2019年的数据）

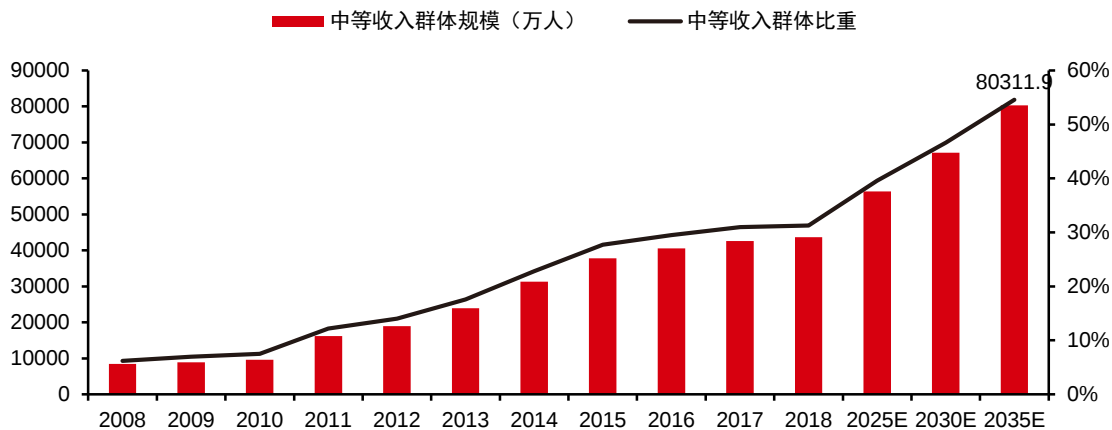
低线市场家居消费品类及品质偏好较高



资料来源：京东数科研究院，中信证券研究部

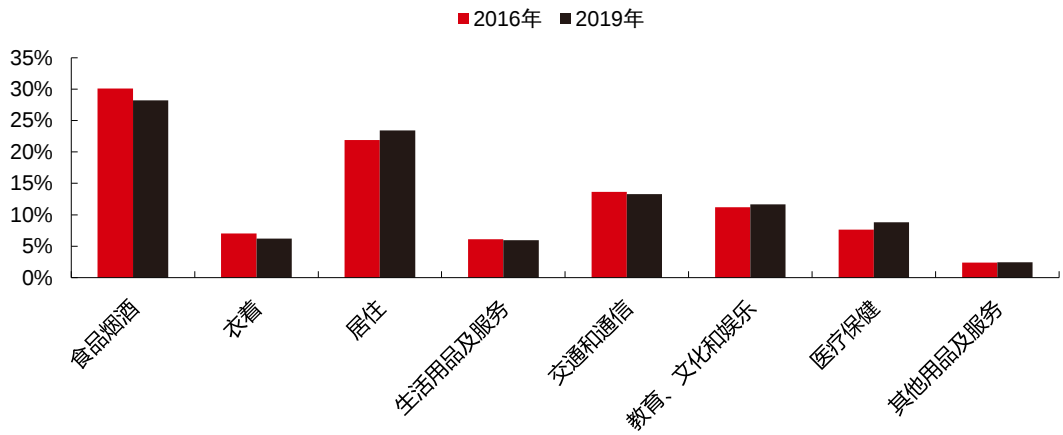
需求视角展望“十四五”中国消费趋势

我国中等收入群体规模及预测



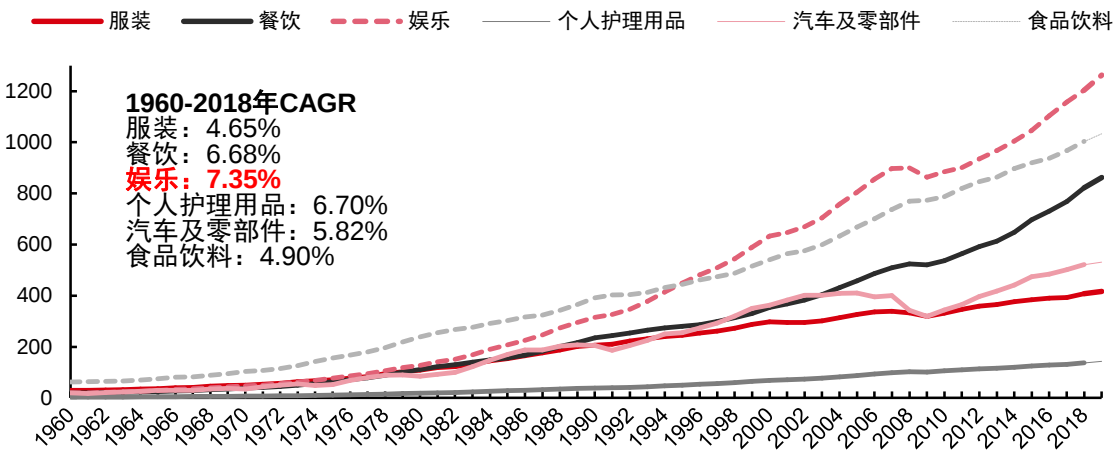
资料来源：国务院发展研究中心（含预测），中信证券研究部

我国居民消费支出构成变化



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

美国不同类型消费支出比较（十亿美元）



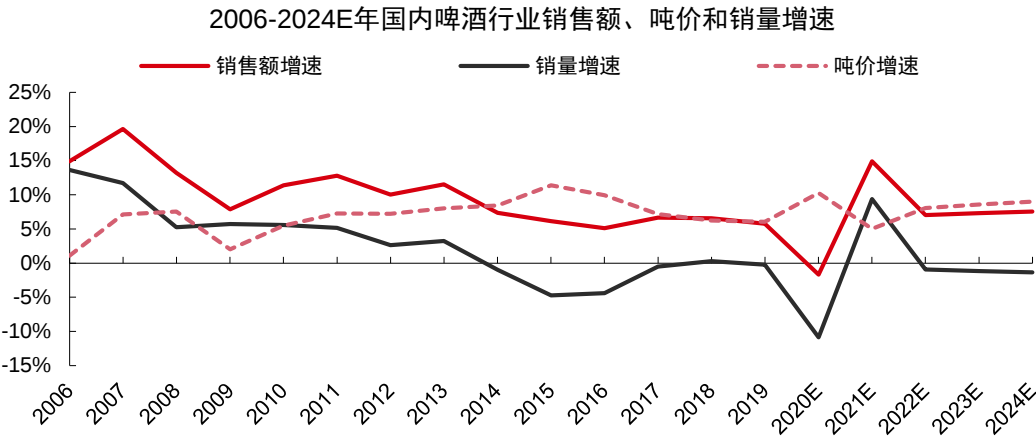
资料来源：FRED，中信证券研究部

- “十三五”期间，居民在教育文化娱乐消费和医疗保健消费等方面已呈现明显加速增长趋势，占消费支出的比重分别从11%/8%提升至12%/9%，展望未来服务性消费占比有望进一步提升。
- 在此大趋势下，我们认为基础消费主要将以高端化作为最重要的边际推动力量实现结构性增长，而服务性消费则整体快速增长，其中契合核心消费群体生活方式升级所需的细分赛道和场景将迎接高成长。

需求视角展望“十四五”中国消费趋势

基础消费以高端化为边际推动

啤酒行业高端化蓄势待发



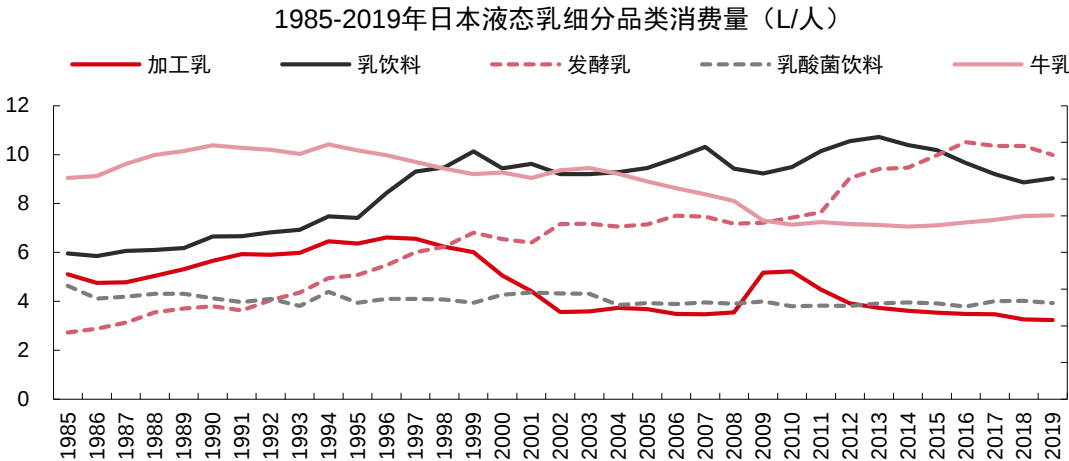
资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

基础调味品行业持续迭代升级



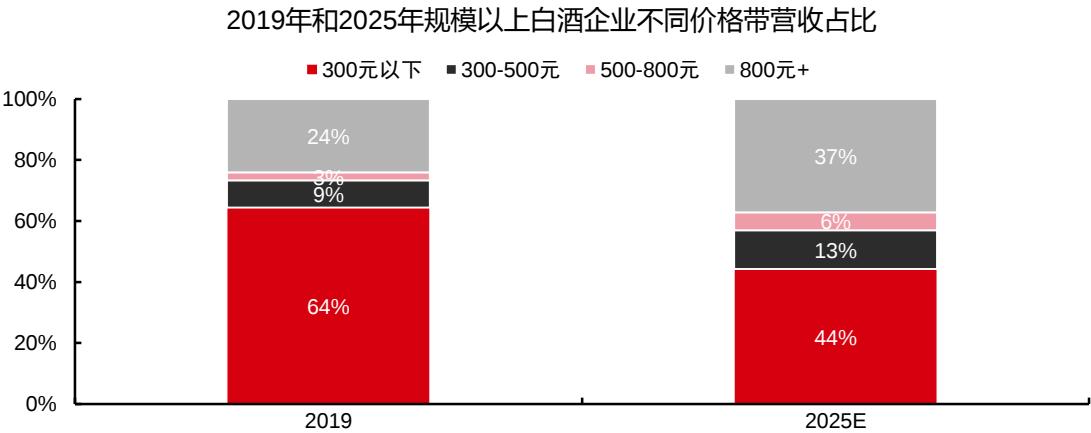
资料来源：SOYIC，中信证券研究部

乳制品具备长期成长性，结构升级推动行业发展



资料来源：J-milk，中信证券研究部

白酒高端化特征显著，价增成为行业主要推动力



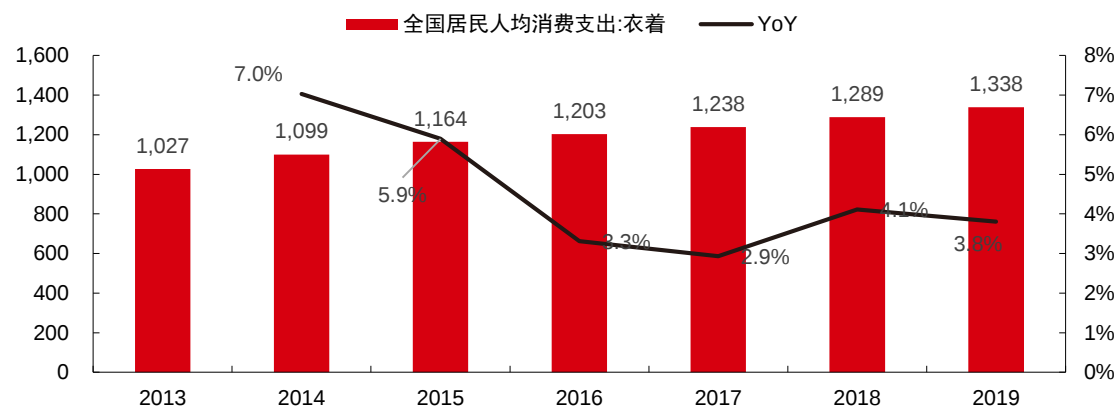
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

需求视角展望“十四五”中国消费趋势

基础消费以高端化为边际推动

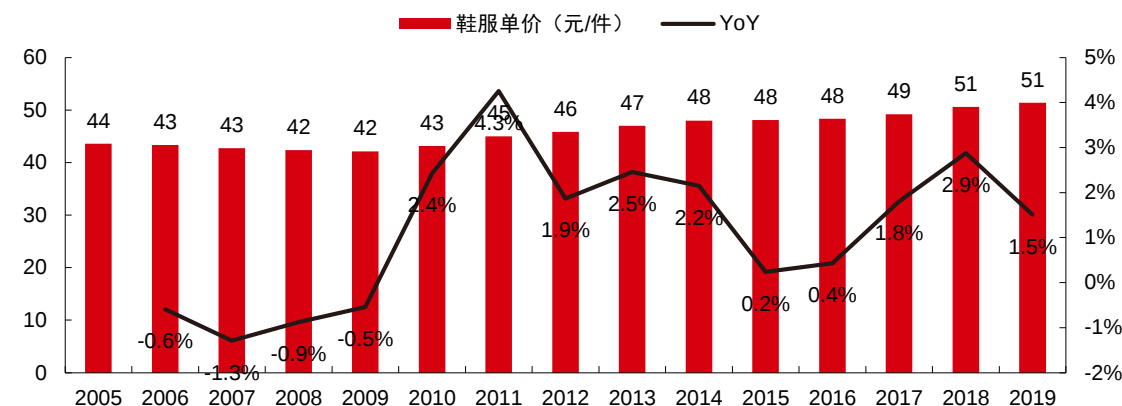
品牌服饰消费高端化驱动行业变革

全国居民人均消费支出：衣着（元/人）及增速



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

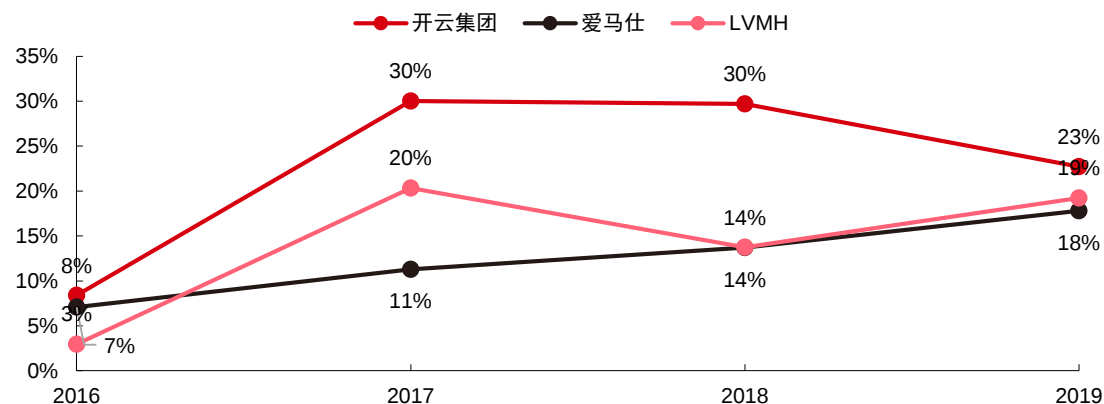
中国鞋服单价（元/件）及增速



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

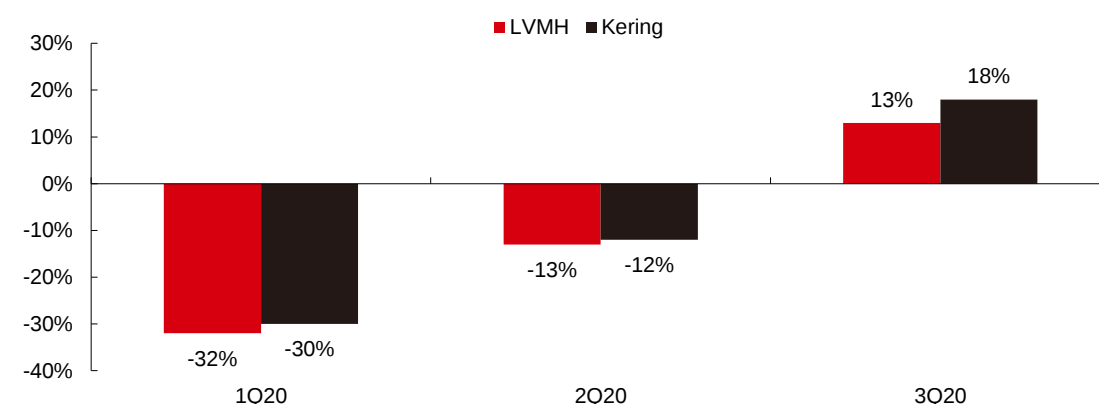
奢侈品市场兼具韧性和成长性

奢侈品企业在亚洲（日本除外）收入增速快



资料来源：公司公告，中信证券研究部

奢侈品企业在亚洲（日本除外）收入恢复较快

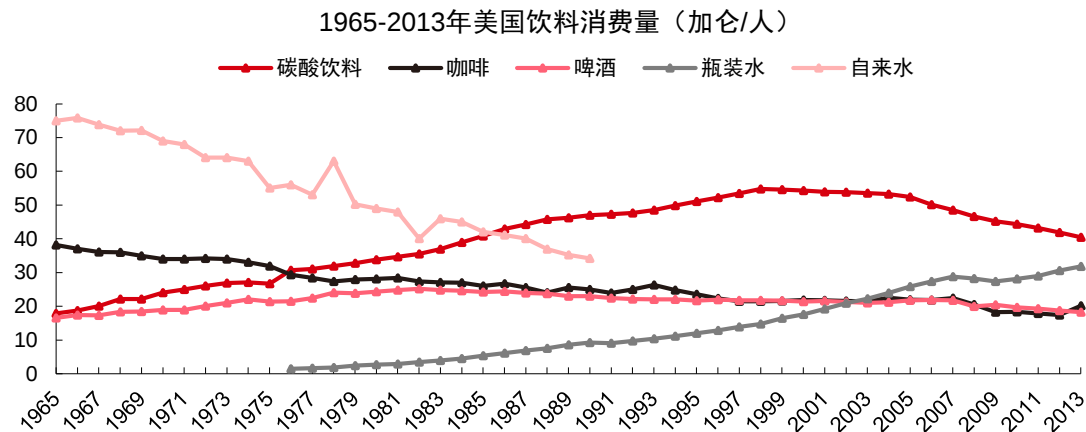


资料来源：公司公告，中信证券研究部

需求视角展望“十四五”中国消费趋势

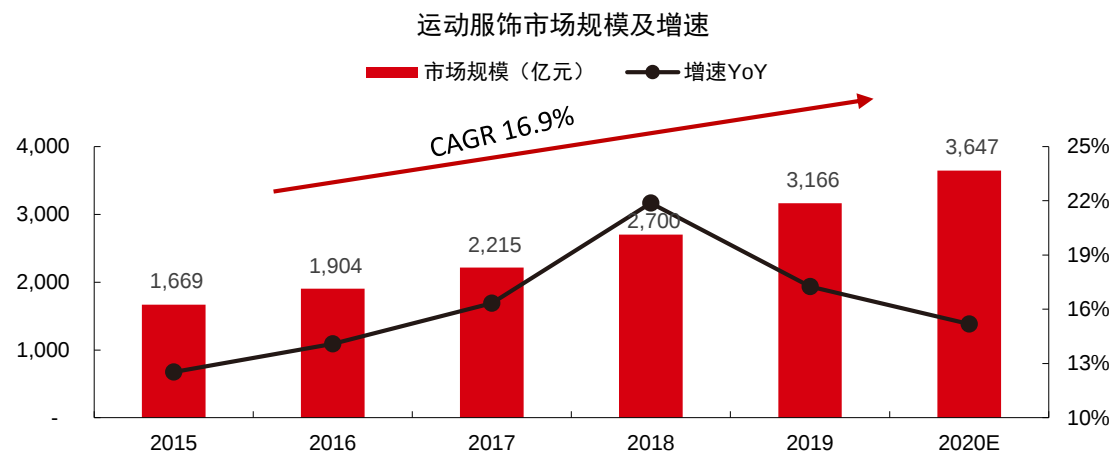
生活方式升级推动的品类升级

健康化趋势——包装水



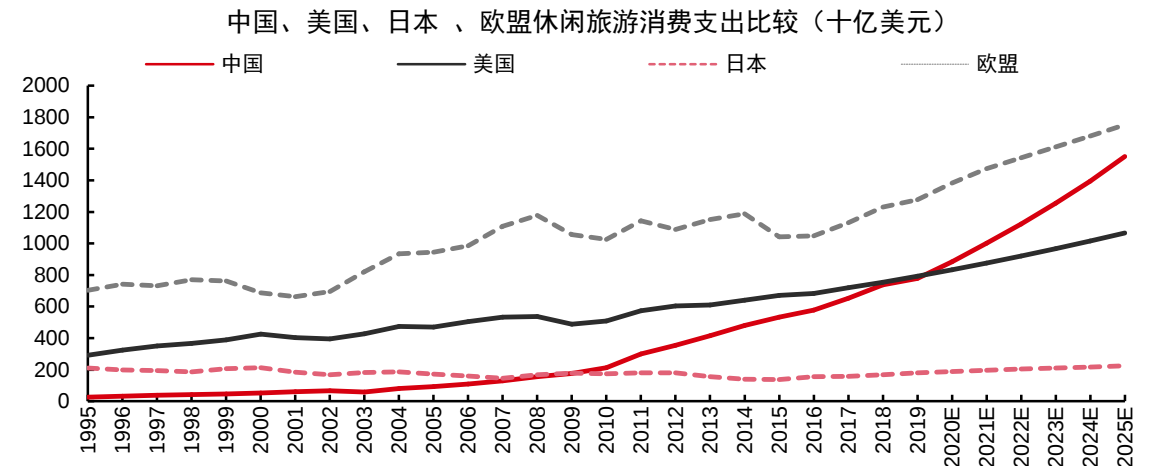
资料来源：雀巢官网，中信证券研究部

健康化趋势——运动服饰



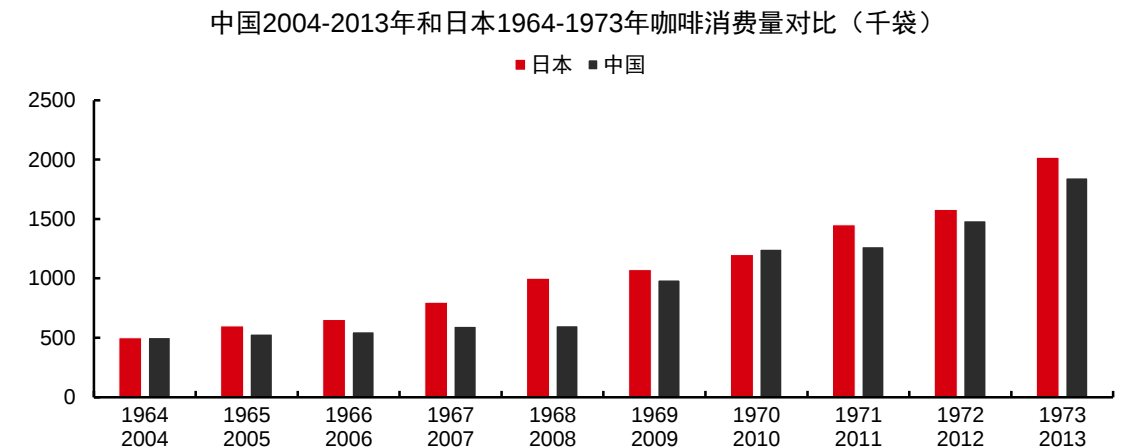
资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

休闲生活方式——休闲旅游



资料来源：WTTC（含预测），中信证券研究部

西式生活方式——烘焙&咖啡



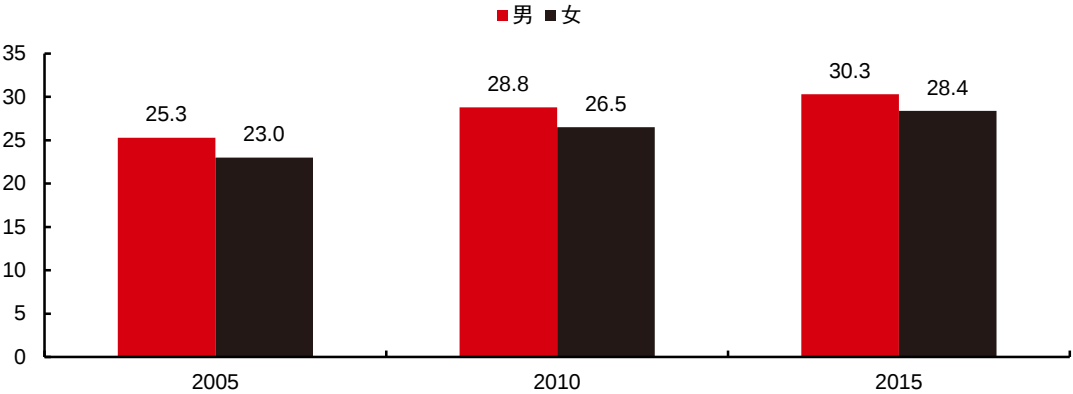
资料来源：国际咖啡组织，中信证券研究部

需求视角展望“十四五”中国消费趋势

消费者群体视角下的结构性机会

单身经济

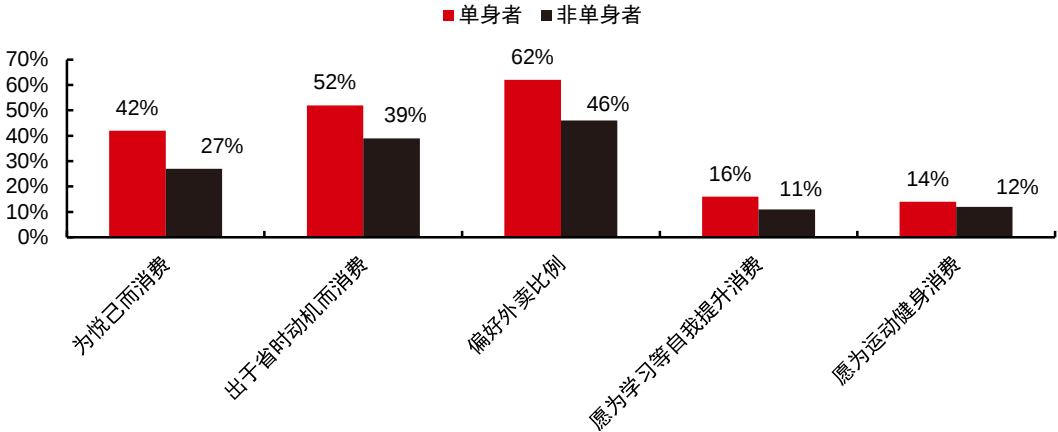
上海市男女平均初婚年龄显著提高



资料来源：上海市妇联，中信证券研究部

单身人群：生活压力相对更低，消费意愿更强

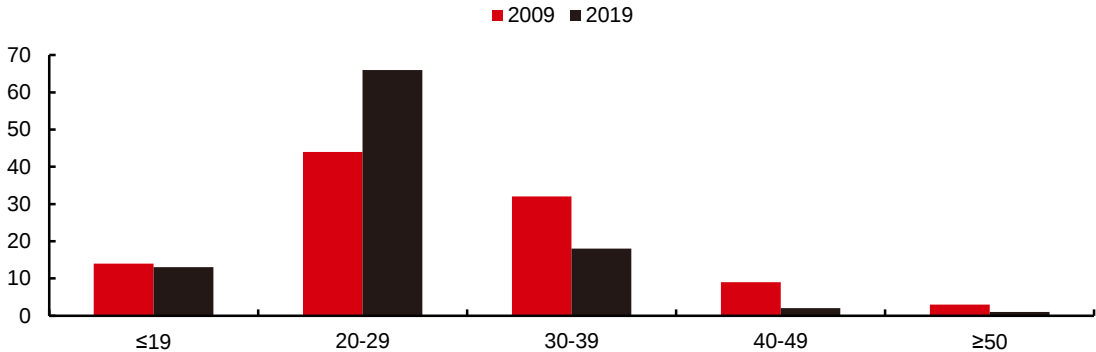
中国单身与非单身人群消费倾向



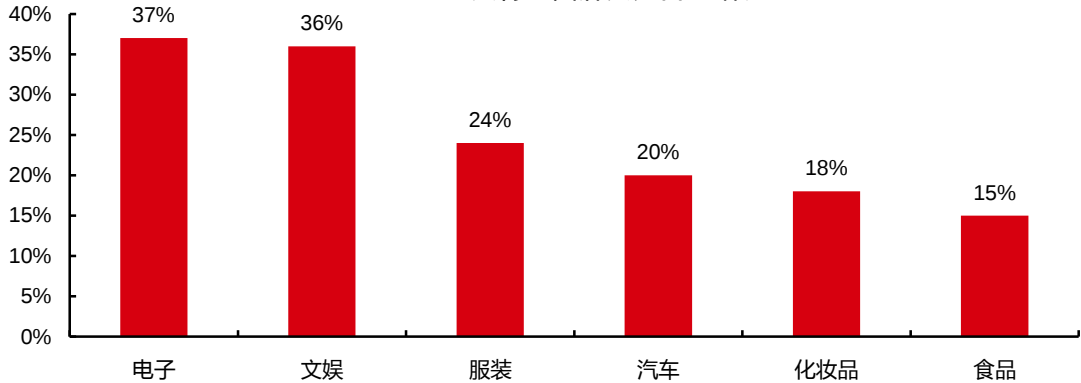
资料来源：尼尔森（转引自新浪财经），中信证券研究部

国潮

年轻消费者对中国品牌关注度增长最高



2009-2019六大行业国牌关注占比增长



资料来源：《百度国潮骄傲大数据》（百度与人民网研究院），中信证券研究部

宅消费

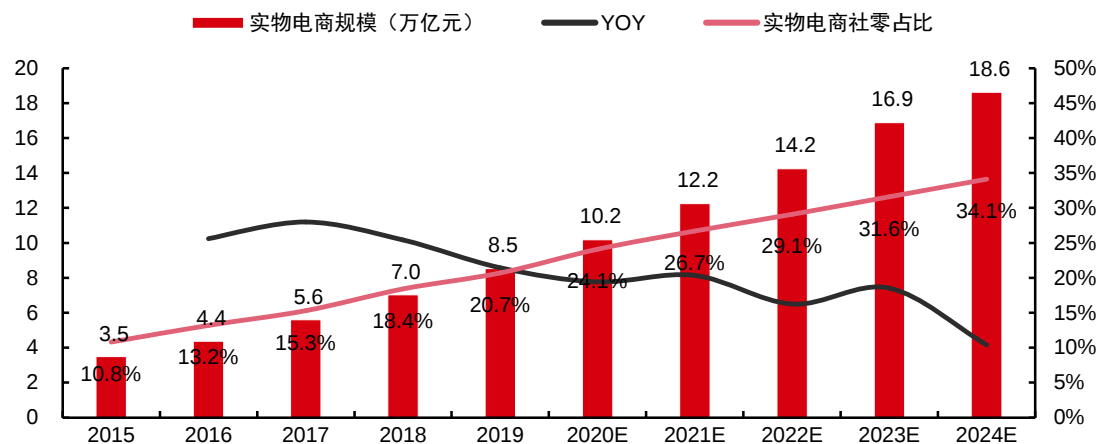
在线教育
到家服务

在线医疗
云游戏

在线办公
新零售

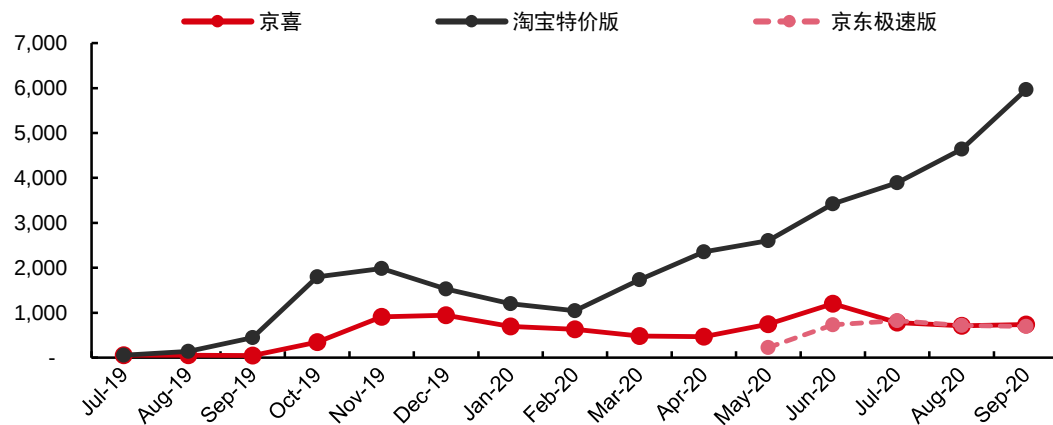
供给端升级对推动消费需求释放日益关键

2015-2024E，实物电商社零规模、增速及社零占比



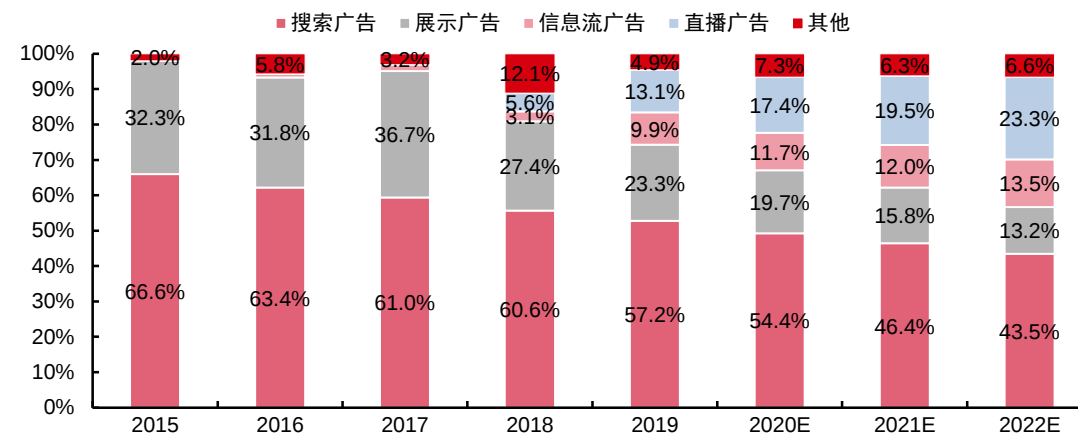
资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

2019.07-2020.09主要性价比电商平台MAU情况（万人）



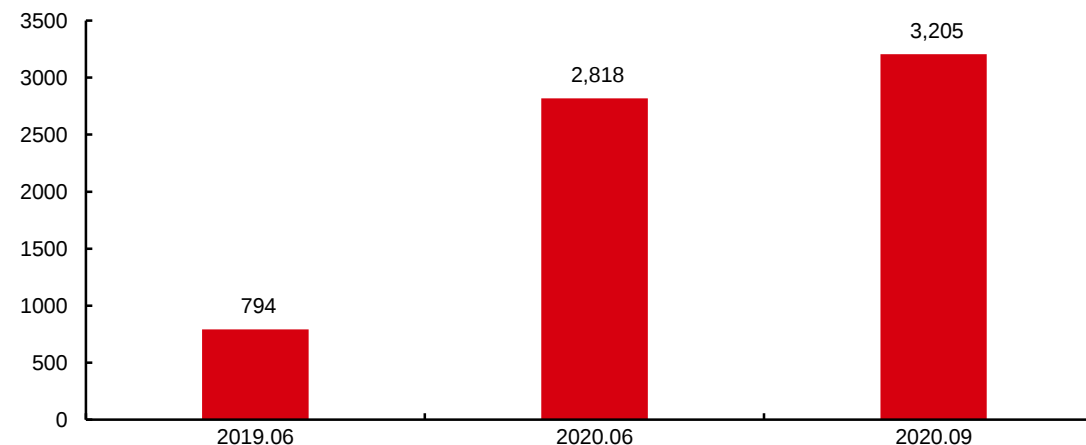
资料来源：Questmobile，中信证券研究部 注：统计口径为独立APP

2015-2022E电商营销各细分收入占比变化



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

兴盛优选微信小程序MAU（万人）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

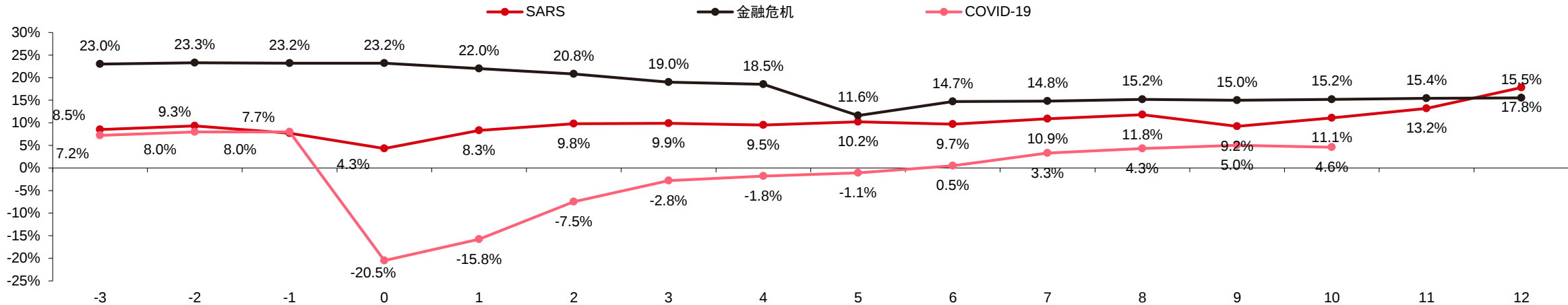
1.放长：供需双升级，迎接多元消费时代

2.看短：2021将迎低基数背景下强修复

3.细探代表性成长赛道的逻辑和空间

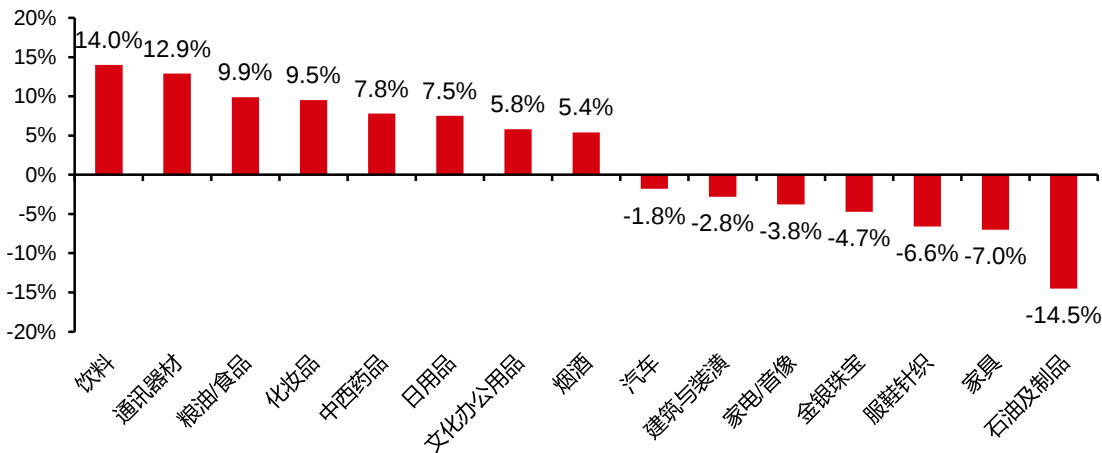
4.投资建议：短期把握低基数下修复，长期优选好赛道好公司

历次事件影响下社零总额增速变化情况



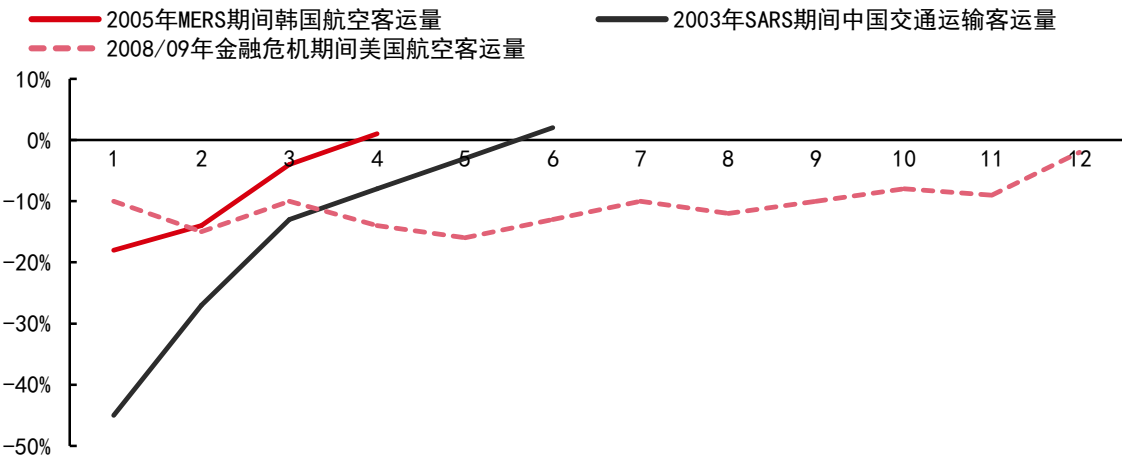
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

2020年各品类消费增速：必选坚挺，可选修复



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

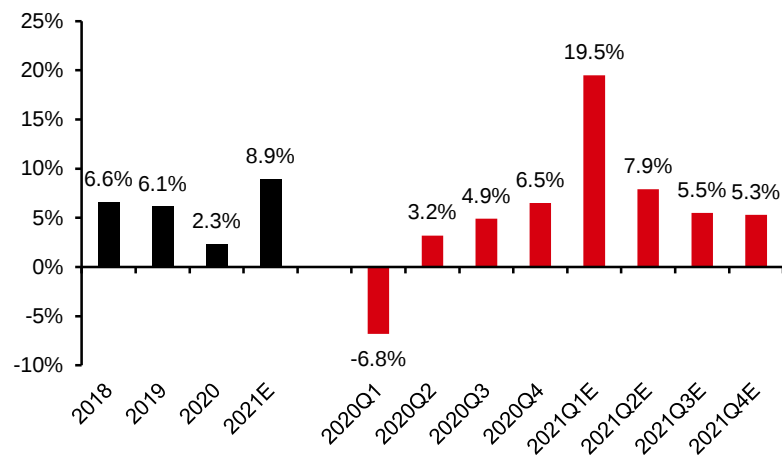
非典、2008金融危机、2015韩国MERS后客流恢复影响



资料来源：麦肯锡，Korean National Statistical Office，中国民用航空总局，交通运输部，NTTO，BTS，中信证券研究部

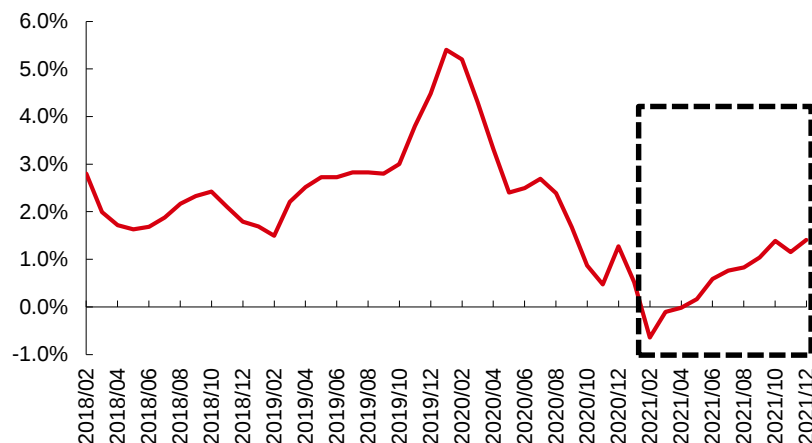
总体预计经济稳健向上，消费低基数反弹

2021年GDP增速预期



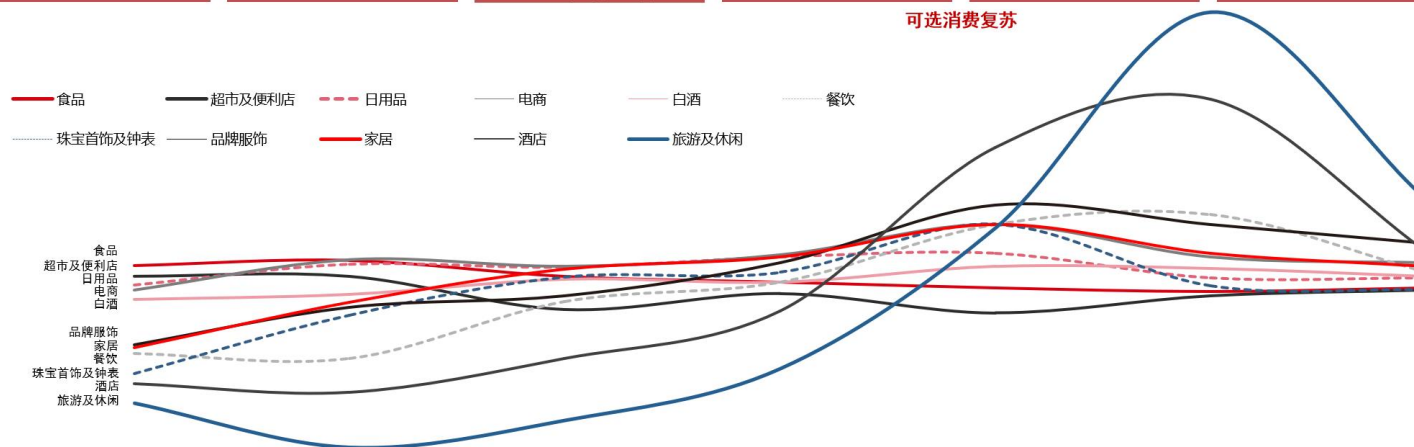
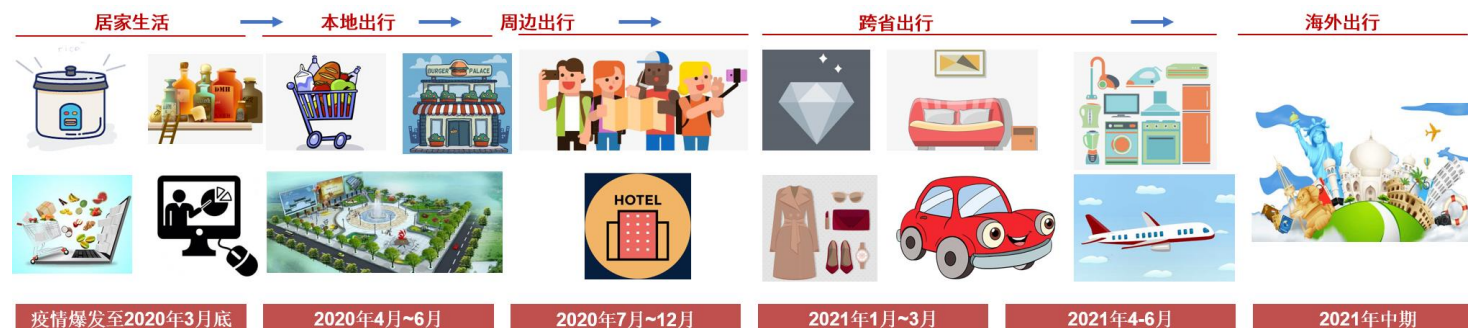
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

2020年CPI增速预期



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

2020年疫情影响下细分消费领域收入走势及2021年展望



资料来源：Wind，中信证券研究部预测及绘制

- 在经济运行逐步回归常态之后，随着居民收入和预期的恢复，2021年消费对总需求的贡献将明显提升，我国消费驱动型经济特点更为明显。同时，在企业盈利已经出现好转的前提下，2021年企业也会适度加快资本开支。
- 在经济整体稳健向好基础上，我们判断消费板块整体将在低基数效应下迎来显著反弹，越是2020年负面影响大的行业反弹会越显著。

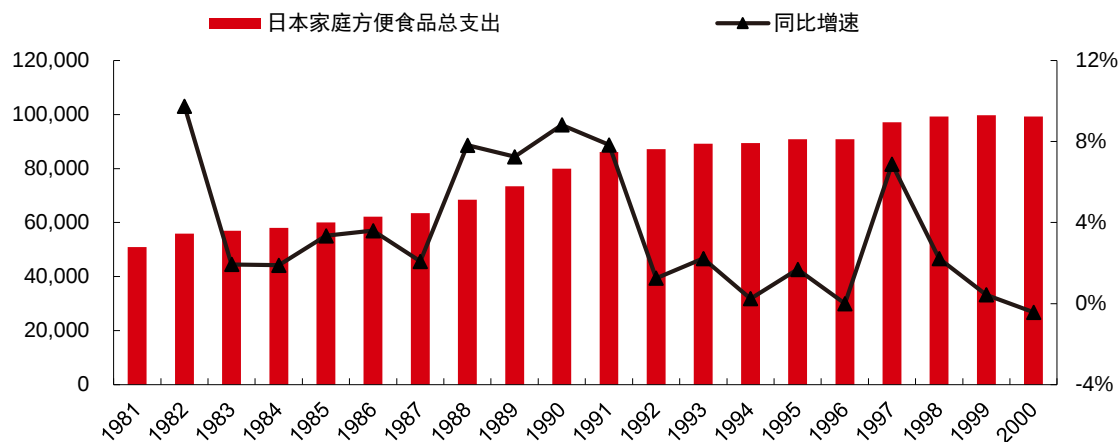
1.放长：供需双升级，迎接多元消费时代

2.看短：2021将迎低基数背景下强修复

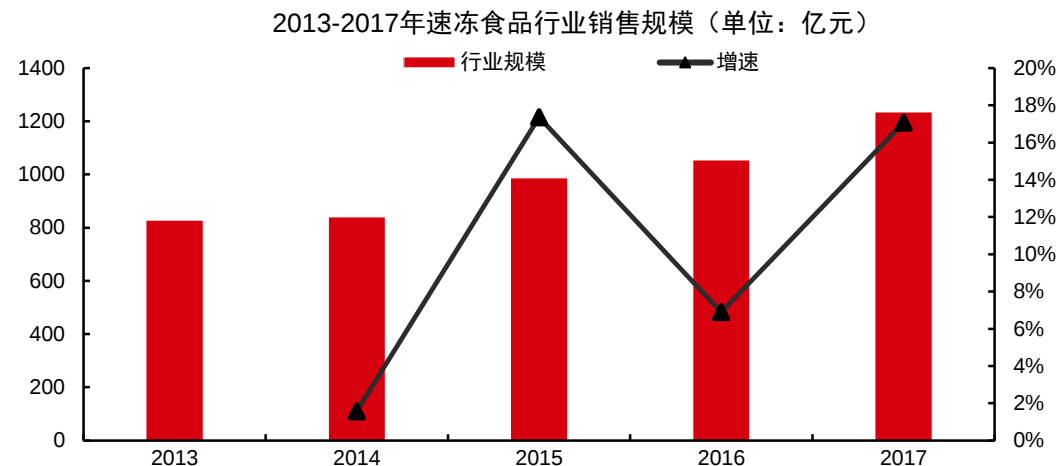
3.细探代表性成长赛道的逻辑和空间

4.投资建议：短期把握低基数下修复，长期优选好赛道好公司

餐饮标准化趋势下速冻食品行业有望持续扩容

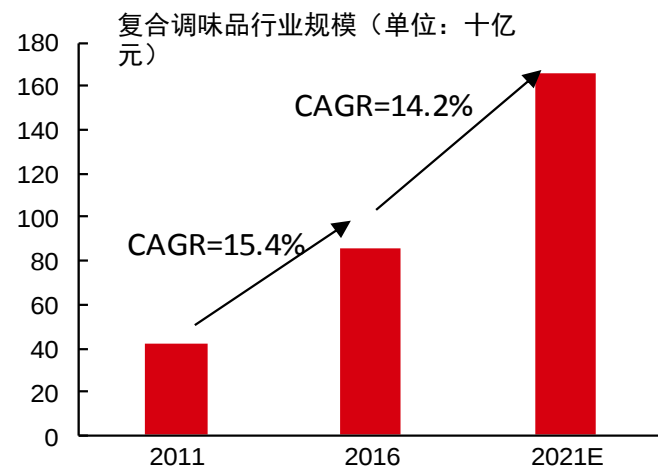


资料来源：日本统计局，中信证券研究部 注：单位为日元

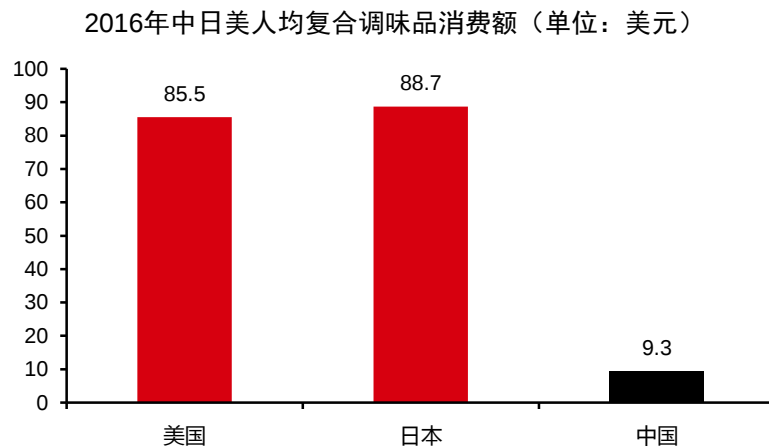


资料来源：Frost & Sullivan（引自每日食品网），中信证券研究部

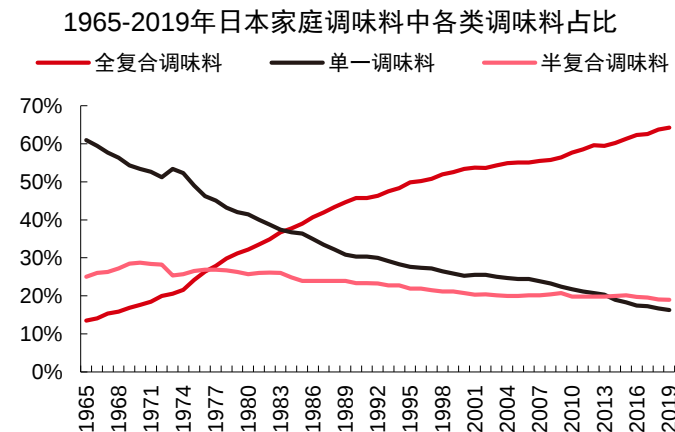
复合调味品千亿市场持续景气增长



资料来源：Frost & Sullivan（引自颐海国际招股说明书，含预测），中信证券研究部



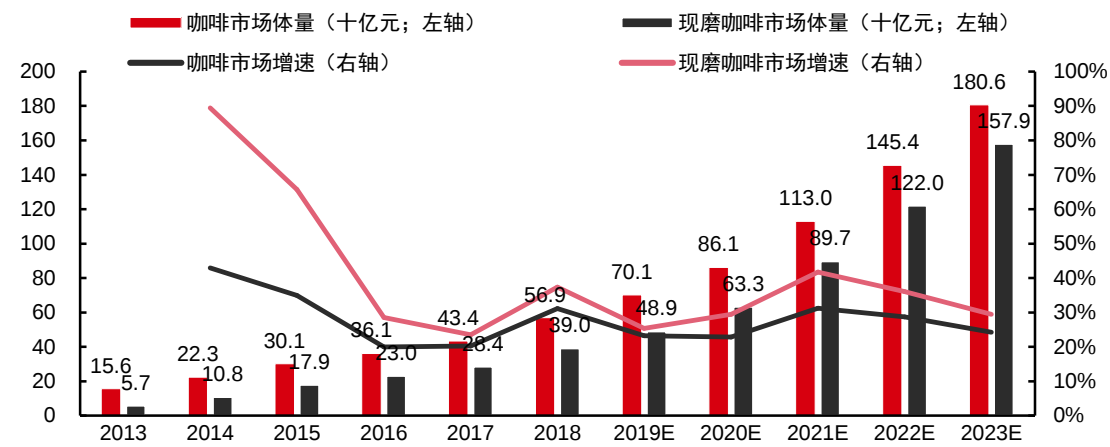
资料来源：Frost & Sullivan（引自颐海国际招股说明书），中信证券研究部



资料来源：日本统计局，中信证券研究部

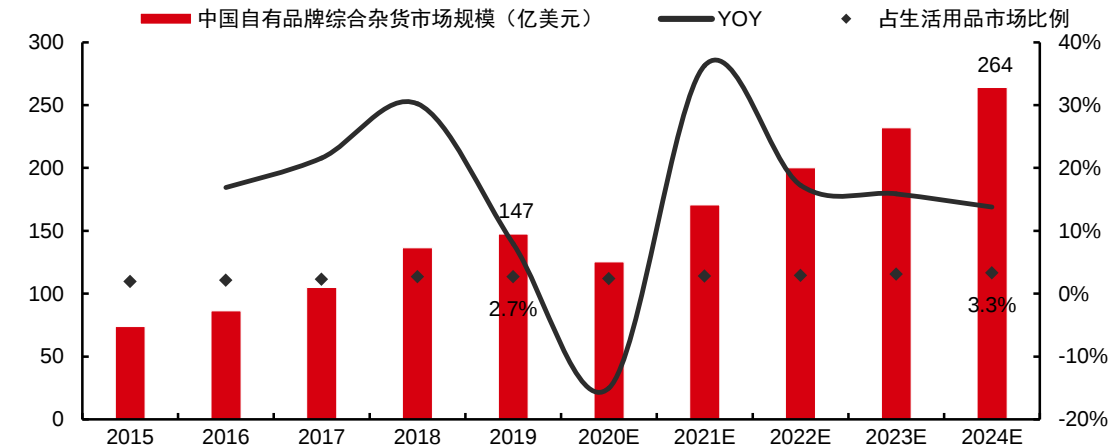
品质、休闲生活方式下的消费升级

现制饮品：需求驱动现饮升级，疫情加速行业洗牌



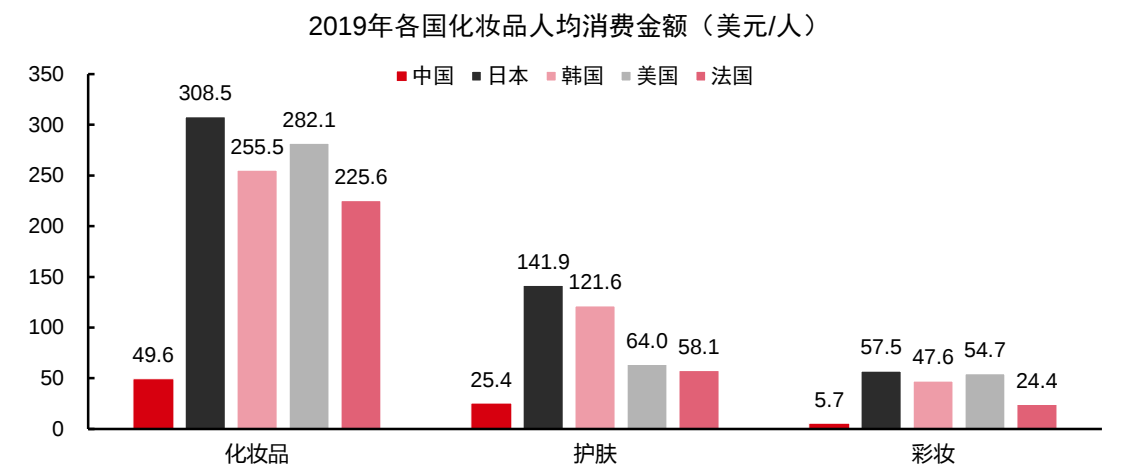
资料来源：Frost & Sullivan（转引自瑞幸咖啡招股书，含预测），中信证券研究部

性价比小商品：稳健增长，壁垒渐深，格局优化



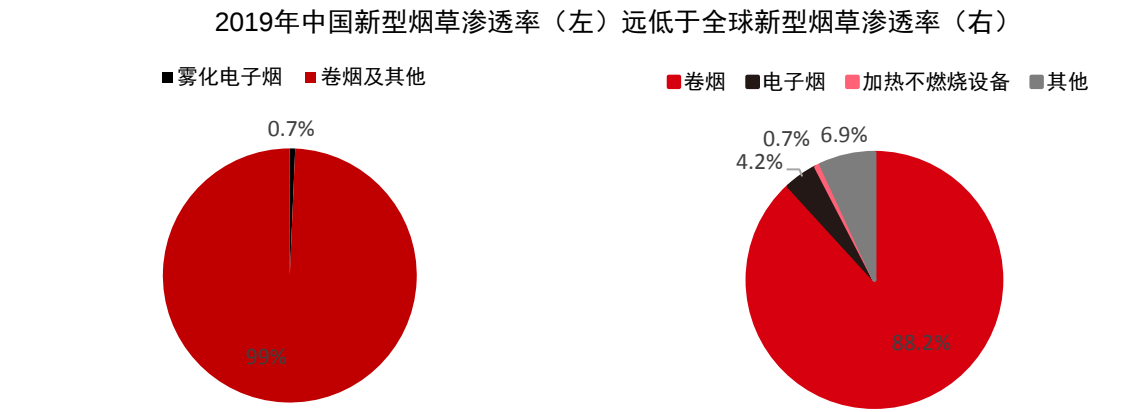
资料来源：Frost & Sullivan（转引自名创优品公司招股书，含预测），中信证券研究部

化妆品：赛道“宽”且“长”，预计未来3年CAGR+10%~13%



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

新型烟草：市场尚处萌芽期，有望驶入成长快车道



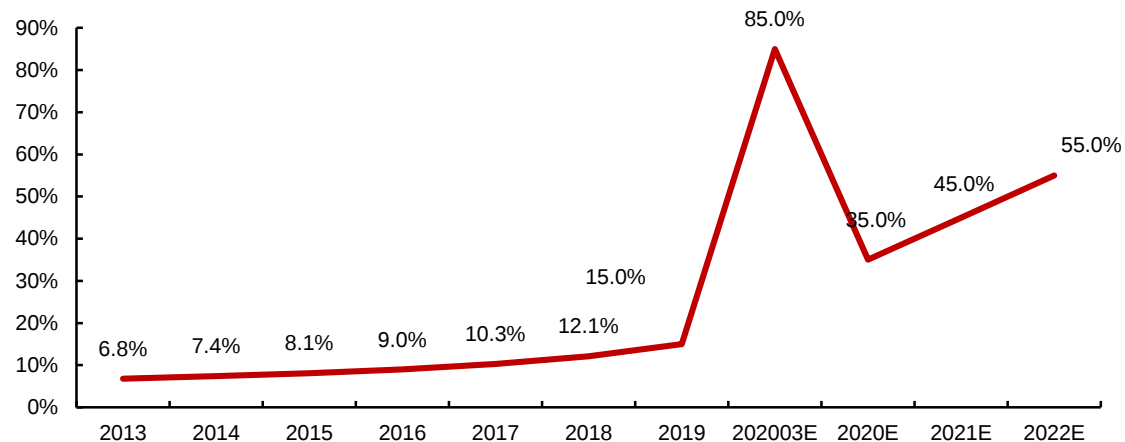
资料来源：国家统计局、蓝洞新消费，中信证券研究部

资料来源：Frost & Sullivan（转引自思摩尔招股书），中信证券研究部

线上趋势强化加速渗透率提升

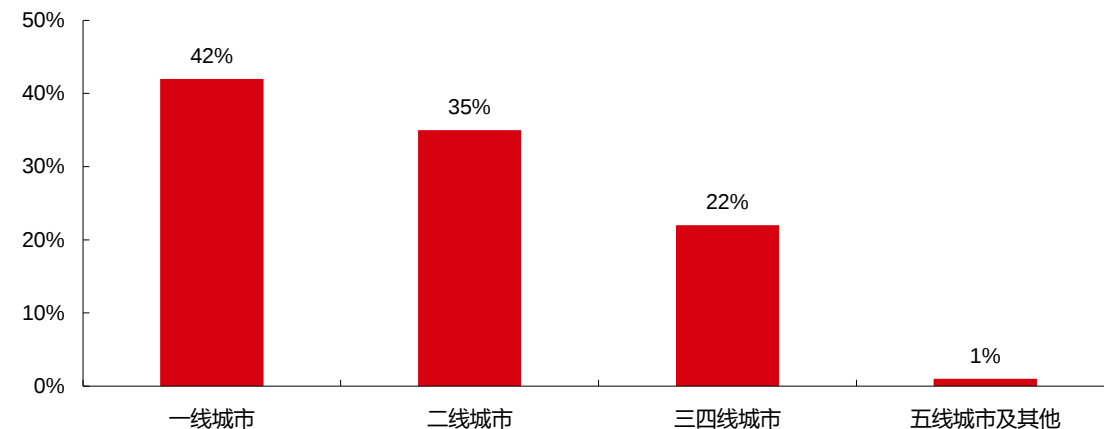
在线教育：跑马圈地，从粗放发展逐步到精细化运营

中国K12在线教育行业渗透率（2013-2022）



资料来源：中科院（含预测），中信证券研究部

K12在线教育消费人群城市占比

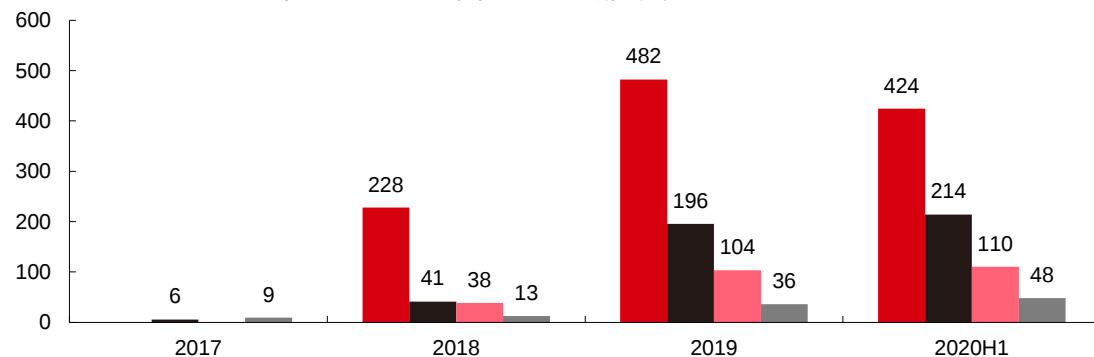


资料来源：中科院，中信证券研究部

竞争梯队逐渐明晰，头部公司强势领跑

已上市4家公司各季度付费学生数（万人）

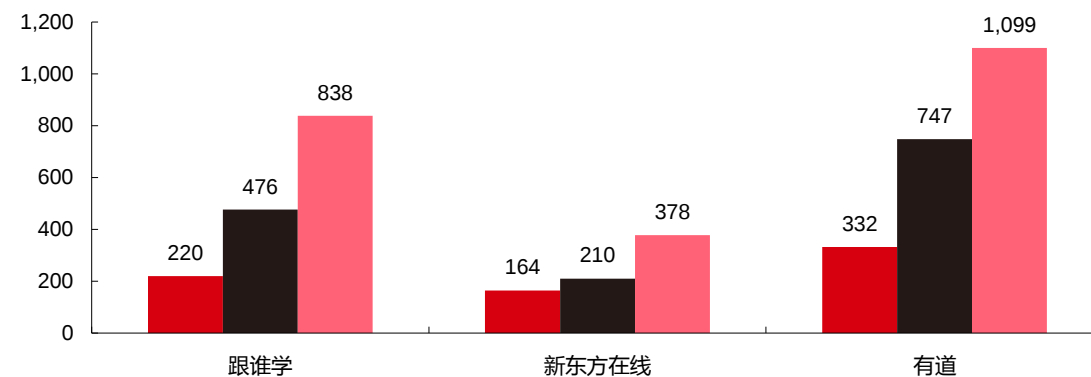
■ 学而思网校 ■ 跟谁学-K12 ■ 新东方在线-K12 ■ 有道-K12



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：第N年学而思网校的人次为截止到第N+1年2月的TTM数据，第N年新东方在线的人次为截止到第N年11月的TTM数据。好未来为学而思网校正价班在读人数，跟谁学为单价超过99元的K12付费人次，有道为单价超过50元的K12付费人次，新东方在线为K12学生付费人次

获客成本攀升，向产品+口碑导向发展

■ 2018 ■ 2019 ■ 2020H1

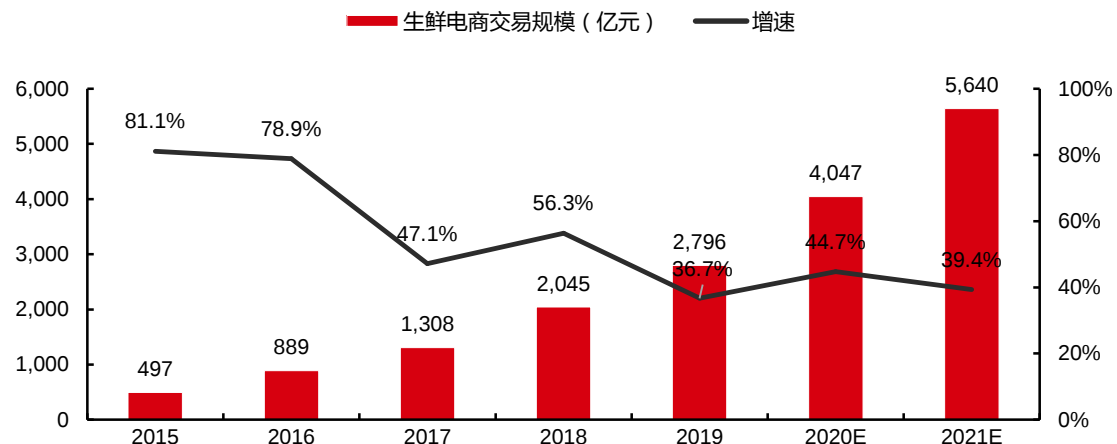


资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：第N年新东方在线的获客成本为截止到第N年11月的TTM数据，获客成本=销售费用/付费人次；单位为元/人

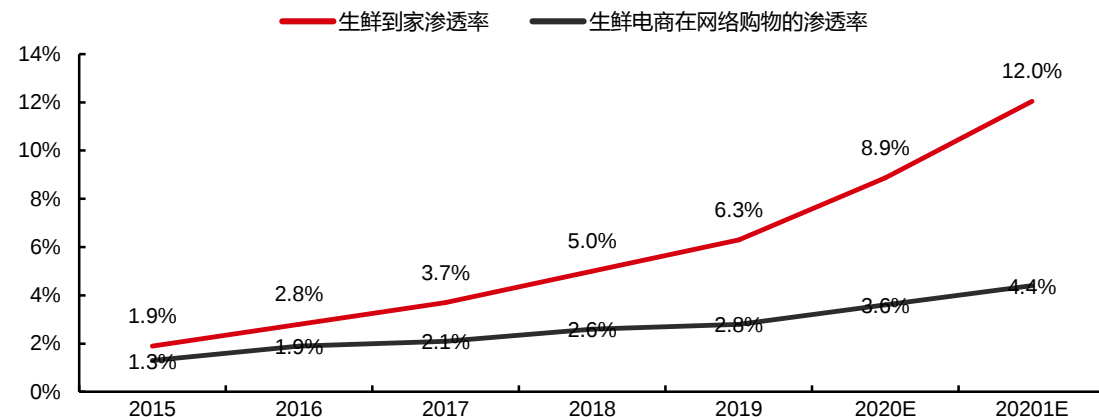
线上趋势强化加速渗透率提升

生鲜电商：高增长持续，远景龙头割据竞争

维持高速增长，未来5年有望达1.5万亿元

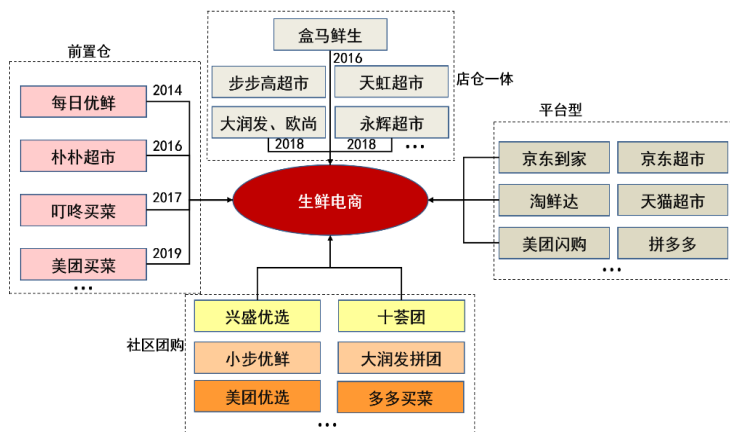


资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部



资料来源：Euromonitor，艾瑞咨询，中信证券研究部预测

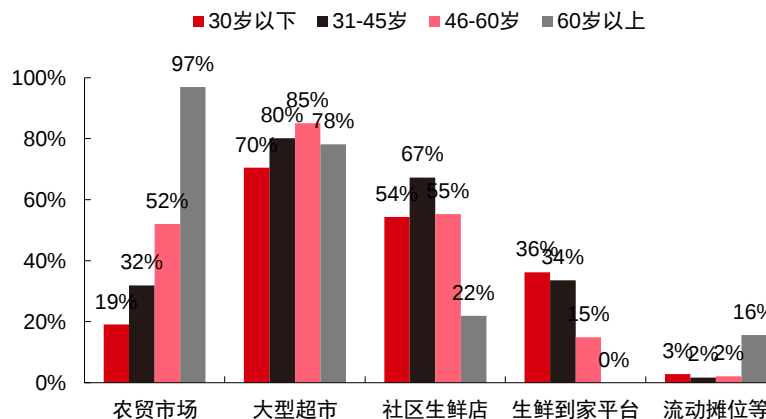
生鲜电商主要参与者



资料来源：中信证券研究部绘制

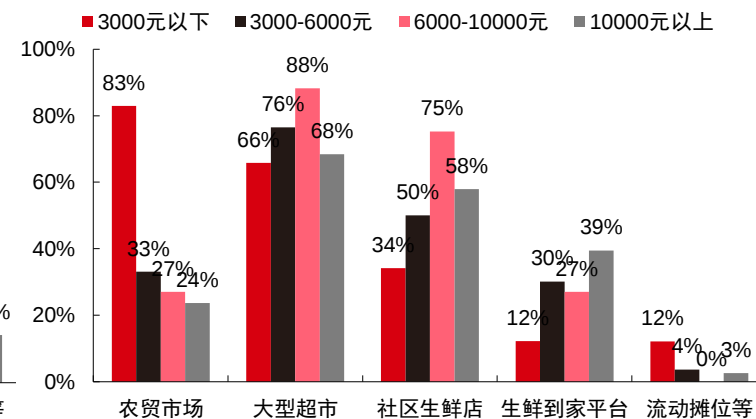
终局初探：生鲜属性+消费分层=龙头割据

不同年龄段消费者购买生鲜的渠道比较



资料来源：第三只眼看零售，中信证券研究部

不同月收入水平消费者购买生鲜的渠道比较



1.放长：供需双升级，迎接多元消费时代

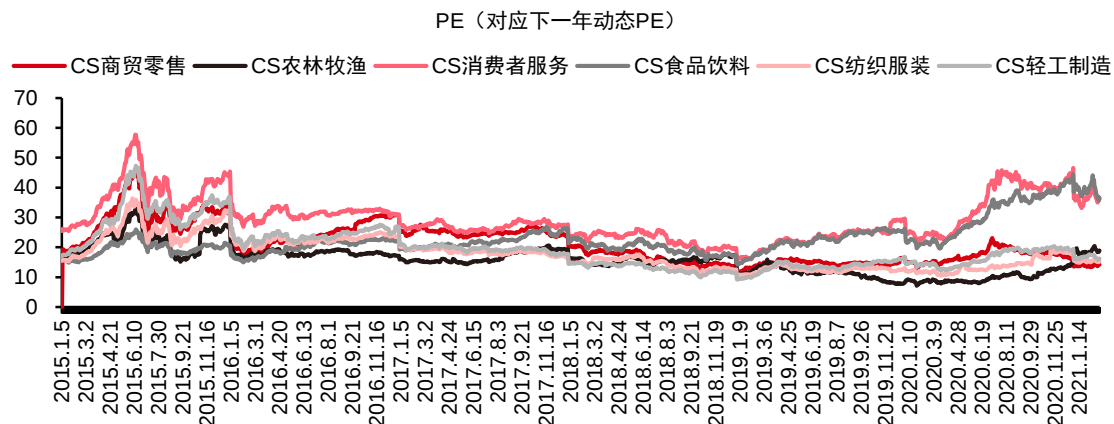
2.看短：2021将迎低基数背景下强修复

3.细探代表性成长赛道的逻辑和空间

4.投资建议：短期把握低基数下修复，长期优选好赛道好公司

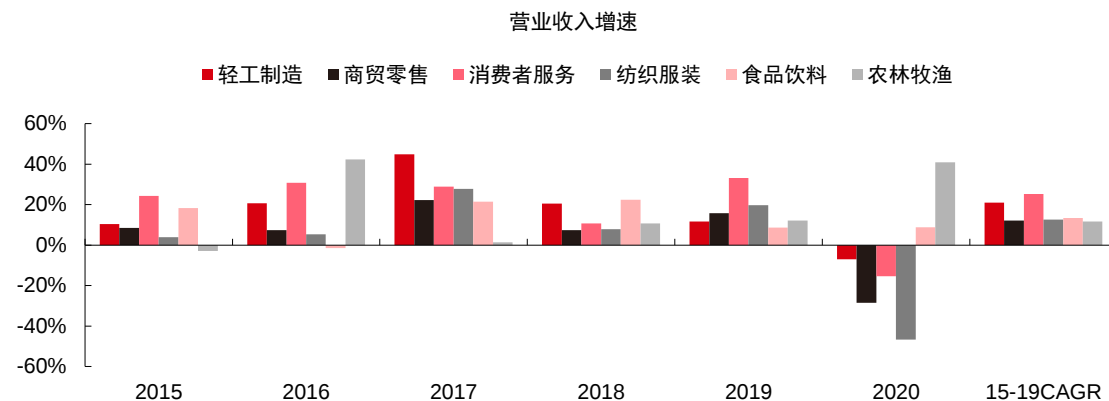
2021年机会：把握低基数修复，精选稳健增长

消费相关行业2015年以来估值变化



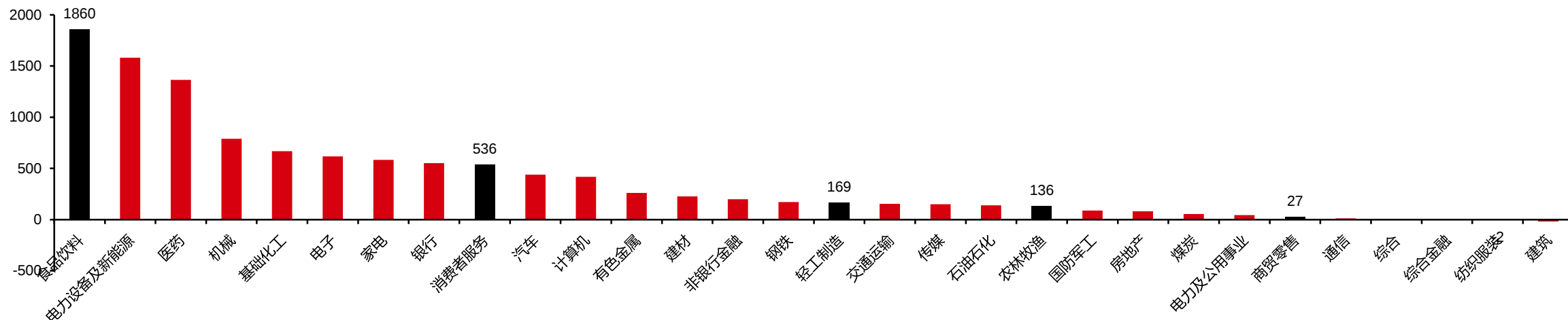
资料来源：Wind，中信证券研究部

消费相关行业2015年以来业绩增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

中信一级行业春节后（2020/2/3-2021/3/2）恢复交易以来北向资金流入情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2021年机会：把握低基数修复，精选稳健增长

中长期



高成长

中长期线上趋势强化、全面消费升级、国产品牌崛起背景下，在线教育、生鲜到家、运动服饰、化妆品、医美等子行业存在明确机会，与此同时，餐饮产业链相关的速冻食品、复合调味品、供应链等赛道成长性明确，建议作为优选赛道配置享受行业红利



稳增长

在一些格局相对稳定、增长相对稳健的领域，龙头价值更加明显、头部护城河更宽，建议优选好公司持续配置，包括基础调味品、电商、酒店等行业建议配置龙头

短期



把握消费复苏节奏

考虑到基数效应下，预计2021年上半年受疫情冲击较大的旅游、酒店、珠宝、家居、纺织、博彩等可选行业将显现强劲反弹，但当前对应估值在消费内部比较中还相对较低，建议阶段性首要配置。同时白酒、化妆品、医美、运动等成长赛道预计将保持稳健性，建议保持配置。另外建议短期回避超市、部分食品等受益疫情的子行业在未来半年的回落趋势。

推荐“消费20”

商贸零售	农业	食品饮料	轻工	社会服务	纺织服装
华熙生物 (688363. SH) 珀莱雅 (603605. SH) 拼多多 (PDD. O) 京东 (JD. O)	牧原股份 (002714. SZ) 苏垦农发 (601952. SH)	五粮液 (000858. SZ) 洋河股份 (002304. SZ) 华润啤酒 (00291. HK) 中炬高新 (600872. SH) 蒙牛乳业 (02319. HK) 安井食品 (603345. SH)	欧派家居 (603833. SH) 思摩尔国际 (06969. HK)	华住 (HTHT. O) 宋城演艺 (300144. SZ) 美团-W (03690. HK) 中国中免 (601888. SH)	申洲国际 (02313. HK) 安踏体育 (02020. HK) 李宁 (02331. HK)

稀缺行业+优质个股



餐饮/茶饮/饮料



教育



消费互联网



运动



电子烟

潮玩

博彩

个护家清



SHENZHOU INTERNATIONAL GROUP
申洲國際集團



- 疫情再次反复，对经济的冲击超出预期进而影响消费；
- 部分子行业预期过高；
- 政策支持力度低于预期；
- 市场流动性、公司治理风险等。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

姜娅（首席消费产业分析师）

执业证书编号：S1010510120056

免责声明



证券研究报告 2021年3月4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Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别码：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INM000010619，作为研究分析商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.（菲律宾证券交易所证券投资者保护基金会员）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范围包括证券投资咨询业务。

本：本研究证券由中信证券制作。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: 本规定报告在新加坡由 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., 如对本报告有任何疑问, 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）金融行业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》。

澳大利亚: CLSA Australia Pty Ltd. (“CAPL”) (商业编号: 53 139 992) 31金融服务协议牌照编号: 250159) 为澳大利亚证券与投资委员会监管, 并为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与者。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发性客户”发布及分发。本研究报告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本文件发给任何“第三方”。本段所称的“批发性客户”适用于《公司法》(2001年) 第761B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、离岸上市公司上证券、上市公司发行人及投资公司。CAPL考虑覆盖各个行业中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、发布给未经本行事先许可的任何机构或个人，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、目标或需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议或策略。对于本报告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。过往的表现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。