

消 费 品 牌 的 文 化 动 因 专 场

后浪弄潮，面向年轻世代的潮流消费

王冠然

中信证券研究部首席传媒分析师

2021年9月14日

CONTENTS

目录

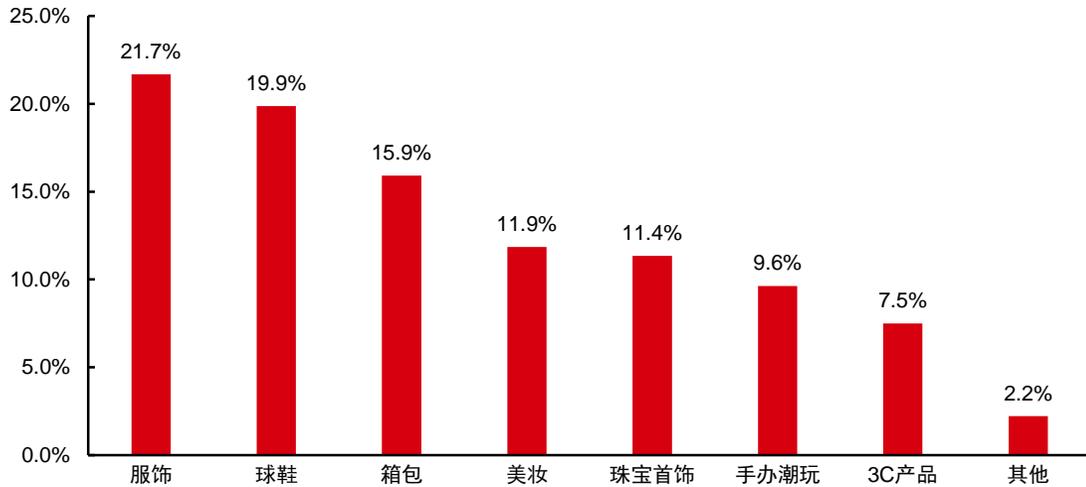
1. 潮流消费的迅速崛起
2. 潮流消费的时代背景
3. 潮流消费与潮流文化
4. 潮流消费的前景展望
5. 年轻世代消费的投资机会

1. 潮流消费的迅速崛起

潮流消费：新潮流，新消费，新趋势

- 狭义的潮流消费主要指以日式街头文化、美式嘻哈文化等为内核的服饰、鞋包消费，典型代表如Yeezy, Supreme等潮流品牌；广义的潮流消费泛指受年轻消费群体追捧的、强调品牌文化与审美价值的消费，如手办、汉服、潮流美妆等均属于广义的潮流消费。
- 随着社交媒体的迅速发展以及年轻世代的消费能力提升，潮流消费呈现快速的发展趋势。我们认为年轻世代，尤其是Z世代消费力的迅速崛起，叠加其在消费观念及审美趣味的新特征，有望催生下一波本土的潮流品牌与高端时尚品牌。

当代消费者关注的潮流消费品类



资料来源：新浪《当代年轻人潮流消费调查问卷》，中信证券研究部 注：调研时间：2020年2月~2020年4月

典型的潮流消费市场规模（人民币）



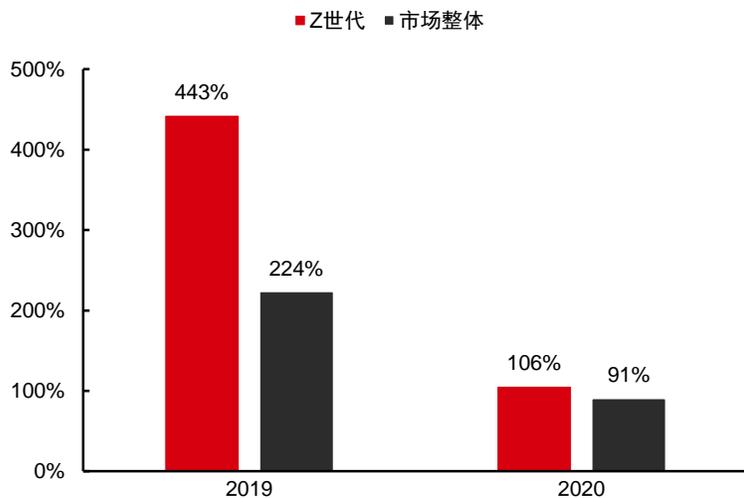
资料来源：CBNData，弗若斯特沙利文（转引自泡泡玛特招股书），艾媒咨询，灼识咨询（转引自奈雪的茶招股书），中信证券研究部测算 注：测算时间为2020年

1. 潮流消费的迅速崛起

潮流消费：新潮流，新消费，新趋势

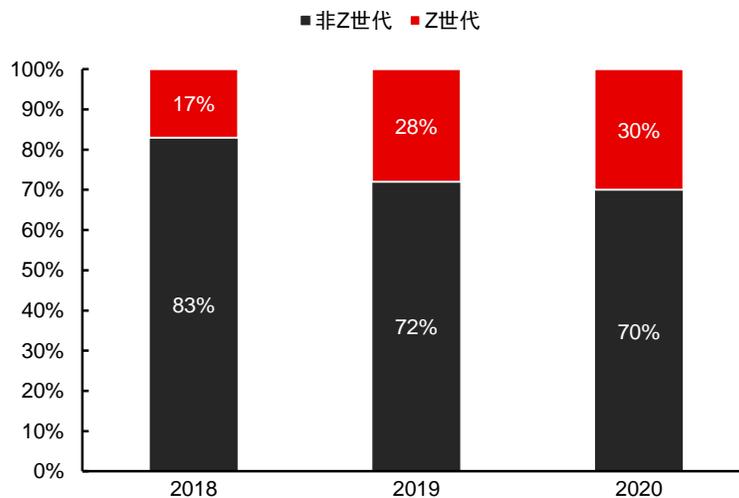
- 从市场规模来看，潮流消费市场快速崛起，Z世代是潮流消费重要驱动力。
 - 根据阿里妈妈的报告数据，2019/2020年Z世代潮流消费GMV增速分别为+443%/+106%，显著高于市场整体增速+224%/+91%。在GMV增速的领先优势下，Z世代占潮流消费市场的比重也由2018年的17%增至2020年的30%，潮流消费正逐渐完成代际之间的交棒。
 - 根据潮流消费垂类社区得物App的报告数据，得物平台潮流消费的用户中，95后/00后占比分别为58%/27%，Z世代占得物的潮流消费比重超过80%，已成为潮流消费的中坚力量。

Z世代潮流消费GMV增速高于市场整体



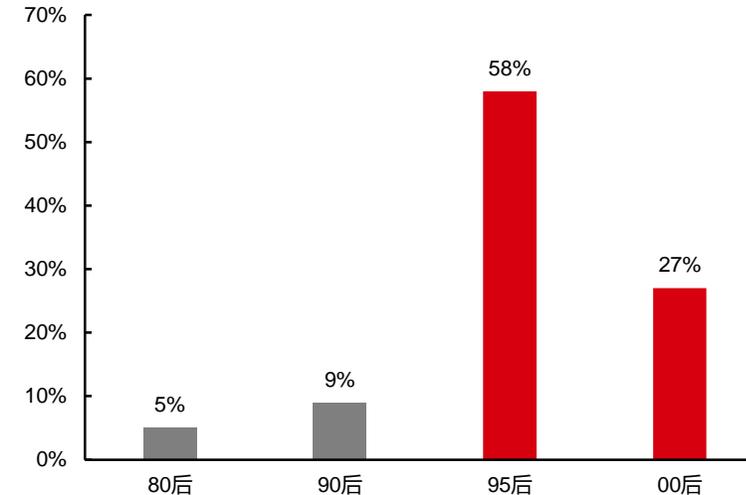
资料来源：阿里妈妈《潮流涌起下的追潮众生与消费洞察》、《了不起的新世代：2021春夏新风尚报告》，中信证券研究部

Z世代在潮流消费市场中的GMV占比演变趋势



资料来源：阿里妈妈《潮流涌起下的追潮众生与消费洞察》、《了不起的新世代：2021春夏新风尚报告》，中信证券研究部

得物App潮流消费世代分布



资料来源：新浪&得物App《2020当代年轻人消费数据报告——潮流消费篇》，中信证券研究部

2. 潮流消费的时代背景

Z世代崛起，新世代成为消费市场重要动能

- Z世代出生于世纪之交，其成长过程伴随着中国经济高速发展和互联网的普及。2020年前后，首批Z世代（95后）已经陆续步入职场，开始拥有独立的经济来源与消费决策；00后也逐渐步入大学校园，获得自主度更高的个人消费空间。



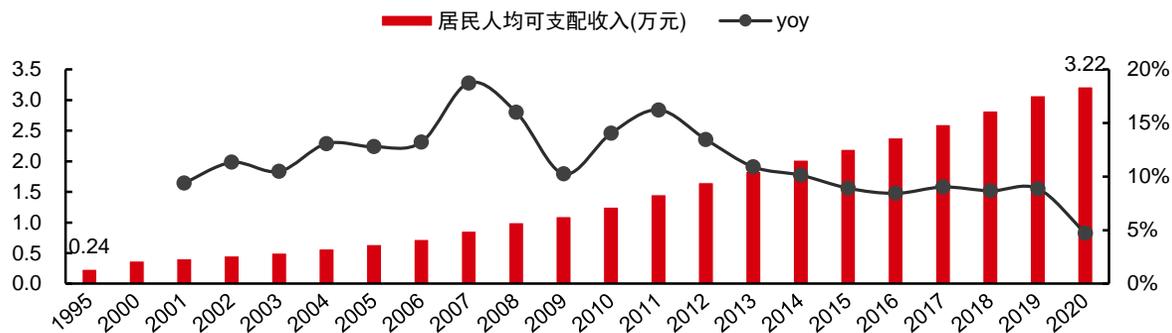
资料来源：国家统计局，教育部，中信证券研究部绘制（Logo来自各公司官网）

2. 潮流消费的时代背景

Z世代成长背景：成长条件优渥，受教育程度更高

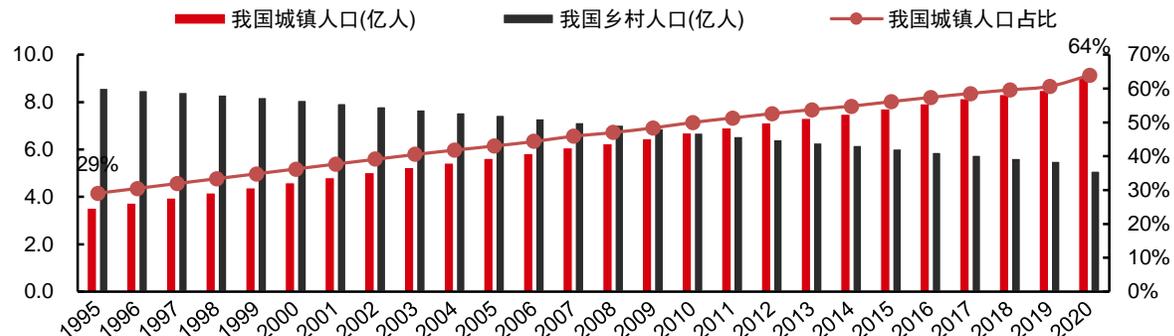
- Z世代的成长过程伴随着我国经济建设与城镇化建设的突飞猛进，其消费能力与消费观得以重塑。Z世代所受高等教育水平更高，居住在一线城市比例更高。根据QuestMobile统计数据，90后在一线城市、新一线城市分布的TGI均为102，分布比例高于自然人口占比，更多的年轻世代生活在大城市之中。
- Z世代的成长轨迹伴随着我国军事实力的不断提升，近年来国际形势的风云变幻凸显我国的制度优势。此背景下，Z世代的民族自信不断增强，对于国潮文化、汉服等有着更强的认同感。

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



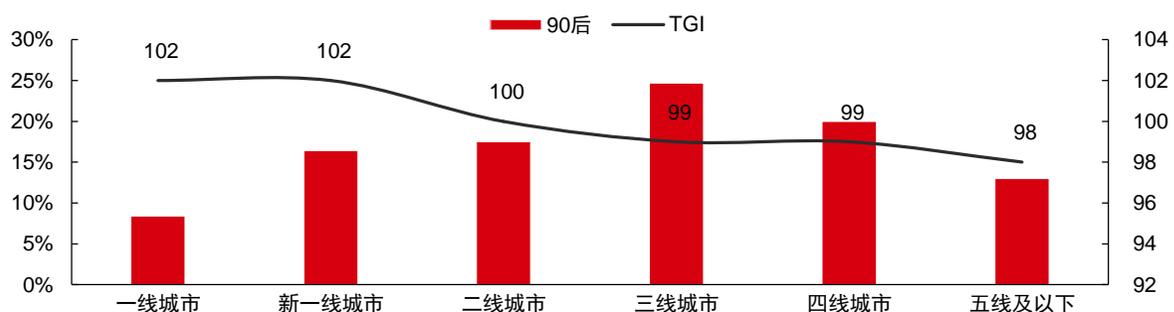
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

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

Z世代消费特征：认可品牌价值，重视消费体验

- **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。
- **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。
- **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。
- **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。
- **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



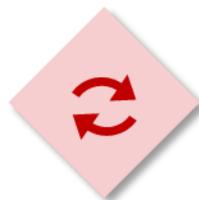
悦己式消费



高品牌认可



高付费意愿

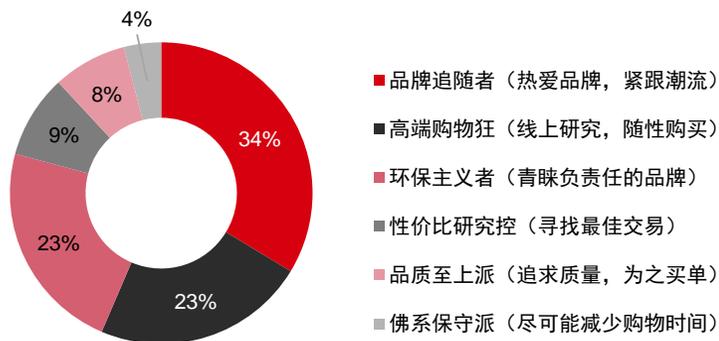


交互表达欲

3. 潮流消费与潮流文化 品牌的重要性

- 相比于传统的消费品牌所通常注重的性价比、功能属性等特征，潮流产品通常能够带来高溢价，强调品牌、审美等强文化属性的特征。因而，理解潮流消费不仅需要从产品的功能、供应链等角度着手，更需要能够深刻洞悉产品所属的潮流文化，从其品牌性、审美性、营销渠道等特征入手，把握消费者心理坐标与动向。
- 从品牌角度来看，潮流产品需要为消费者打造具有独特吸引力的品牌形象与消费认同感。根据麦肯锡发布的《亚太地区Z世代调查》，我国的年轻世代消费者自我定位中占比最高的为品牌追随者，即热爱品牌并紧跟潮流。品牌力的建设，需要潮流公司切中消费者情感需求中的机会点，如国潮美妆、环保服饰、无性别服饰等。

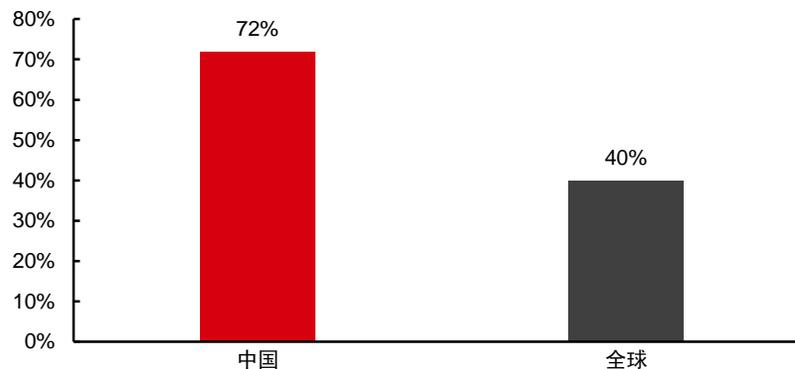
我国Z世代消费者的类型划分



资料来源：麦肯锡《亚太地区Z世代调查》，中信证券研究部 注：统计时间为2019年11月

中国Z世代消费者更愿意反馈与分享观点

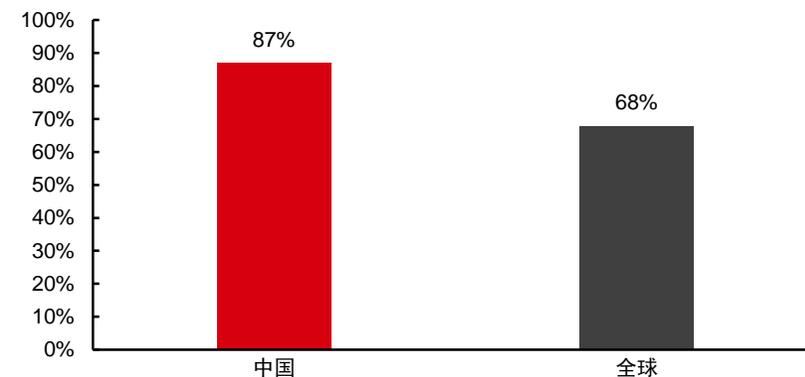
热衷于反馈和分享的95后占比



资料来源：麦肯锡世界集团《关于中国Z世代的真相》，中信证券研究部

中国Z世代消费者更支持符合价值观的品牌

愿意消费更多支持自己在意议题的品牌

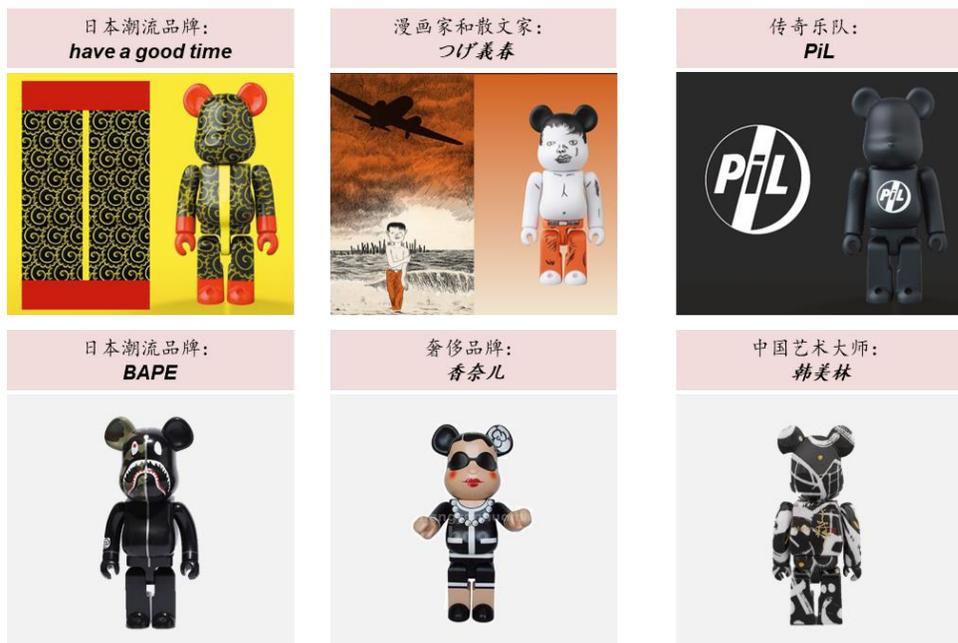


资料来源：麦肯锡世界集团《关于中国Z世代的真相》，中信证券研究部

3. 潮流消费与潮流文化 审美的重要性

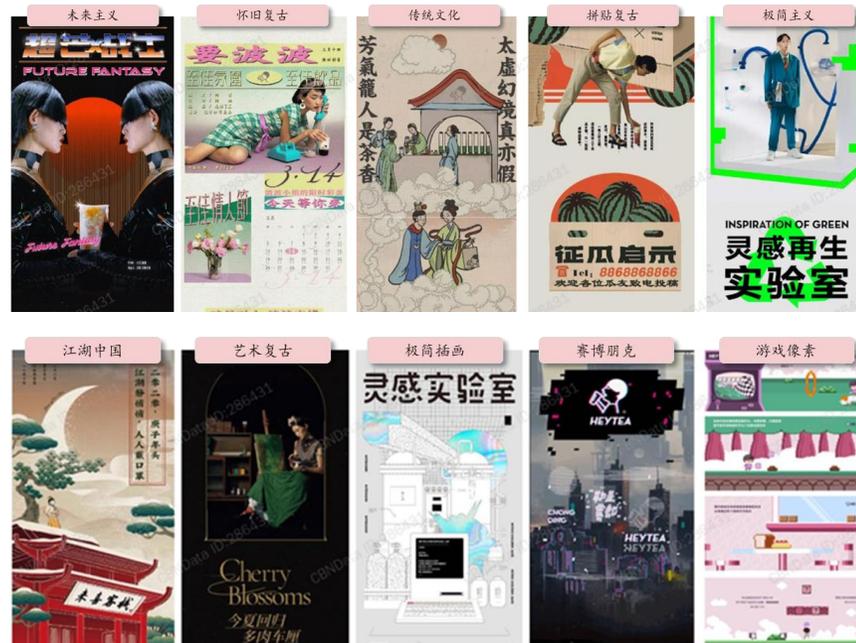
- 潮流消费需要能够持续为消费者提供具有审美领先性的产品与设计，以维持其潮流的形象与定位。
- 潮流品牌之所以能够引领消费热潮，重要的一点在于其审美的领先话语权。消费品牌可以通过自身的设计能力或者跨界联名的方式来维系产品的审美设计。比如，潮流玩具品牌Be@rbrick的每个系列产品均与艺术家或潮流品牌进行联名合作，新潮茶饮品牌在包装及海报设计等方面也持续推出具有审美特色的设计方案。

Be@rbrick与全球潮流品牌、艺术家进行跨界合作



资料来源：Be@rbrick官方网站，中信证券研究部

喜茶的潮流新品宣传方式



资料来源：中国连锁经营协会《2020新茶饮研究报告》，中信证券研究部

3. 潮流消费与潮流文化 媒介的重要性

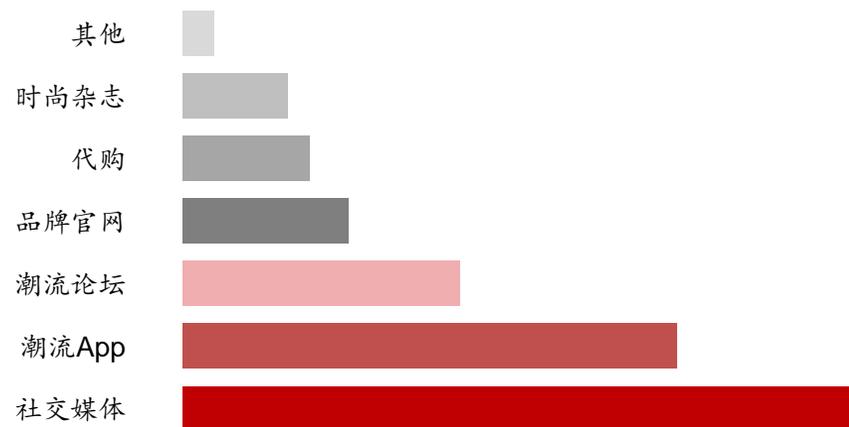
- 潮流品牌作为消费市场中的新兴力量，需要能够利用媒介力量撬动营销杠杆，提升品牌的影响力。
- 潮流品牌通常善于利用KOL影响力打造品牌的知名度与影响力，根据《2020全球时尚IP白皮书》，全球前10大时尚IP中有7个均与艺术家个人强相关，排名首位的为说唱歌手Kanye West所创立的潮流品牌Yeezy。我们认为，随着社交媒体在年轻消费者获取潮流信息方面影响力持续，KOL的影响力对于潮流品牌的发展将持续扮演重要的作用。

2020年全球时尚IP排行榜

排名	时尚IP	国家 / 国籍	创立时间 / 出生年份
1	YEEZY	美国	2009
2	SUPREME	美国	1994
3	余文乐	中国	1981
5	CHAMPION	美国	1919
6	KAWS	美国	1974
7	THOM BROWNE	美国	2001
8	刘雯	中国	1988
9	KENZO	法国	1970
10	CLOT	中国	2003

资料来源：尚交所&CBNDATA《2020全球时尚IP白皮书》

年轻消费者获取潮流信息的主要渠道



资料来源：新浪《当代年轻人潮流消费调查问卷》，中信证券研究部

4. 潮流消费的前景展望

潮流品牌的前提

- 潮流品牌主要满足的是消费者对于审美及精神文化的需求、美好生活的想象，而非传统的消费品牌主要满足的功能性需求。
- 理解潮流消费，我们在供给端需要把握潮流品牌在设计、审美领域的核心壁垒及连续性；在需求端需要把握消费者在当下时点的群体性心理及核心精神需求。

传统品牌与潮流品牌在消费者核心需求的满足方面的差异

传统品牌		潮流品牌	
服饰	<ul style="list-style-type: none">• 功能性服饰需求• 一般性的美观需求	潮流服饰	<ul style="list-style-type: none">• 潮流装饰需求，社交需求
玩具	<ul style="list-style-type: none">• 功能性需求	汉服 华服	<ul style="list-style-type: none">• 情感需求，审美需求，社交需求
美妆	<ul style="list-style-type: none">• 功能性需求	潮流玩具	<ul style="list-style-type: none">• 情感需求，审美需求，收藏需求
		潮流美妆	<ul style="list-style-type: none">• 审美需求

资料来源：中信证券研究部整理

4. 潮流消费的前景展望

潮流品牌的打造

- 从潮流品牌的打造来看，我们认为相比于传统的消费品品牌，二者从设计、生产及分销等环节均有显著的差异，尤其在市场策略方面，二者的定位迥异：
 - 传统品牌主要遵循量*价的思路，通过提供高性价比产品的方式参与市场竞争；
 - 潮流消费则通过品牌力和审美号召力维持品牌溢价和忠诚度，通常主打高毛利的垂类产品，以品牌力来吸引消费者。

传统品牌与潮流消费品牌在设计、生产、销售等多环节对比



4. 潮流消费的前景展望

潮流品牌的延续

- 从潮流品牌热度的延续角度，我们认为品牌需要从以下这三个维度发力，为消费者提供持续的吸引力：
 - 第一，强化潮流符号的延展性，利用跨界联名等方式运营品牌热度；
 - 第二，围绕核心产品打造产品矩阵，满足消费者多场景需求；
 - 第三，打造审美的领先性，持续引入先锋文化以提供吸引消费者。

以KAWS与Be@rbrick为例，看潮流品牌历久弥新的核心经验

平台性

- KAWS 与 Be@rbrick 都是典型的“平台玩具”，素体简洁、形象突出，可以与其他文化符号进行深度的融合。
- 平台性一方面可以缓解设计师的原创压力，同时也可以借助外部成熟IP的热度，为自身带来持续的关注度。

矩阵性

- 不同消费者对于不同尺寸的潮玩的需求有所不同，Be@rbrick所打造的50% / 70% / 100% / 400% / 1000%尺寸矩阵满足了消费者的多样化需求。
- 较大型的摆件更具有收藏价值，更便于承载限量款的艺术师联名系列。

艺术性

- 消费者对于以潮玩为代表的文化产品的消费，实质上是对于文化符号的消费。
- 潮玩IP若想要经久不衰，需要能够持续的在艺术与审美上维持领先性。
- KAWS 与 Be@rbrick 通过提升自身的艺术性，或通过艺术家、潮流品牌进行跨界联名，可以为IP提供持续的新鲜感与吸引力。

4. 潮流消费的前景展望

潮流品牌的进化

- 从潮流品牌的演化角度来看，我们认为头部的潮流品牌有进一步演化为高端时尚品牌的潜力。
- 参考开云集团的品牌发展与运营经验，我们认为可以主要从品牌战略与品类战略2个维度来看对于潮流行业发展的前瞻借鉴意义：品牌方面，通过多品牌战略满足消费者的多元审美需求；品类方面，通过外延并购提供多元化产品，满足消费者的多场景消费需求。
- 以潮流玩具公司为例，我们认为头部公司可以在品牌方面通过外延并购高端品牌或将数个成熟IP分别独立为不同的潮流品牌，打造多元化的品牌矩阵；在品类方面以潮玩为起点向饰品、服饰鞋帽、箱包等产品拓展。

以开云集团为例，看其旗下各品牌主要品类及价格定位

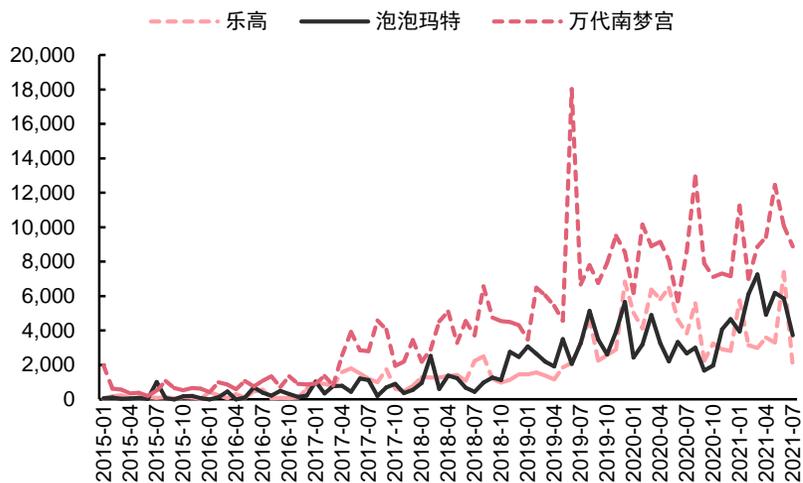
珠宝	腕表	皮具&成衣&鞋履	眼镜	香水&美妆
				
数万元~百万元	数万元~百万元	数万元~十万元	~数千元	数百元~千元

资料来源：开云集团官网，古驰官网，雅典表官网，宝诗龙官网，圣罗兰官网，中信证券研究部

5. 年轻世代消费的投资机会

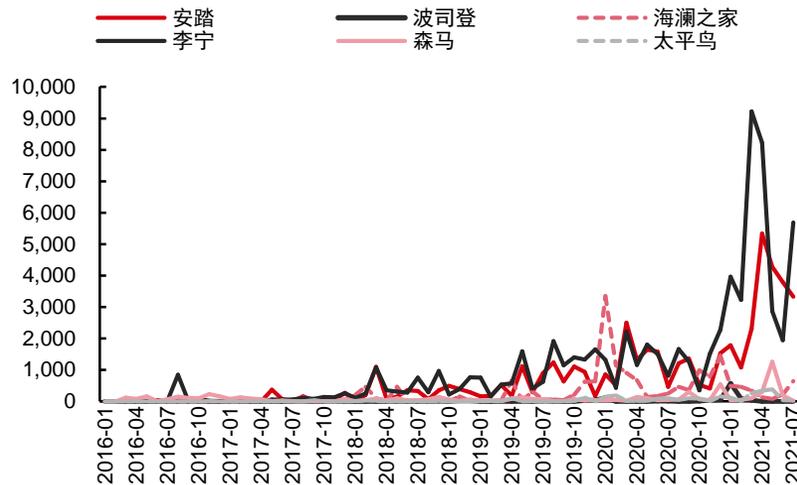
从B站热度一窥年轻消费者品牌偏好

典型的潮流玩具品牌在B站的热度演变



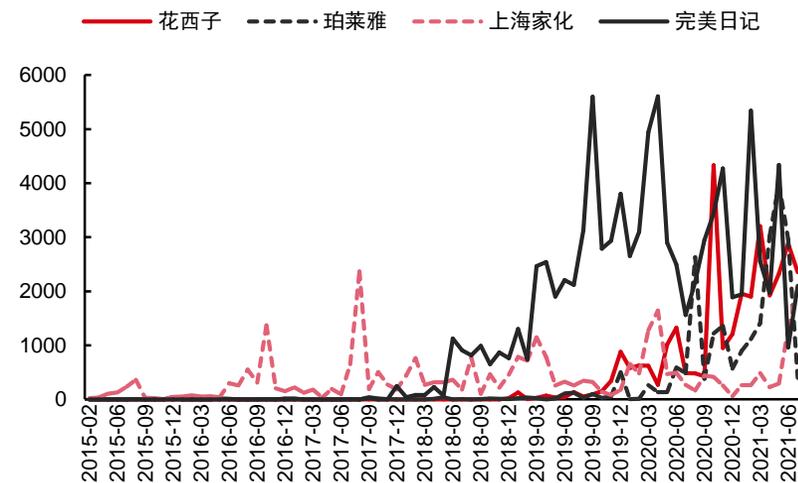
资料来源：B站，中信证券研究部 注：B站热度的单位为万次

典型的国货服饰品牌在B站的热度演变



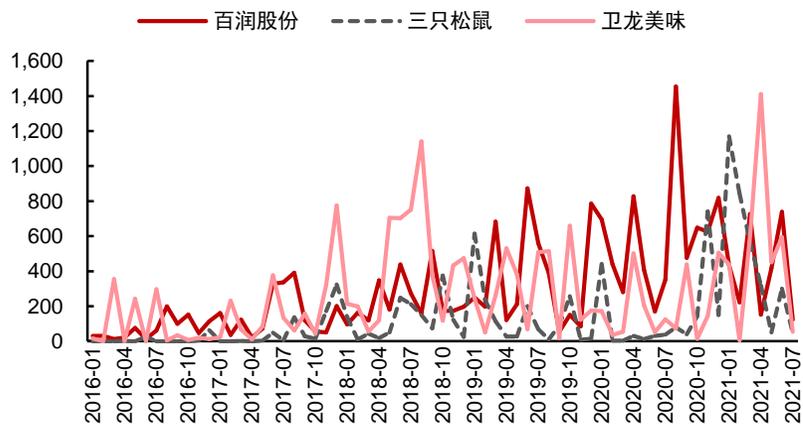
资料来源：B站，中信证券研究部 注：B站热度的单位为万次

典型的国产美妆护肤品牌在B站的热度演变



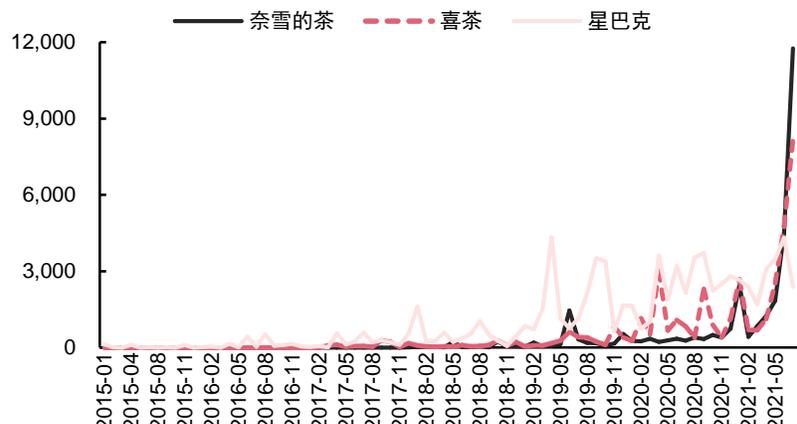
资料来源：B站，中信证券研究部 注：B站热度的单位为万次

典型的国产食品饮料品牌在B站的热度演变



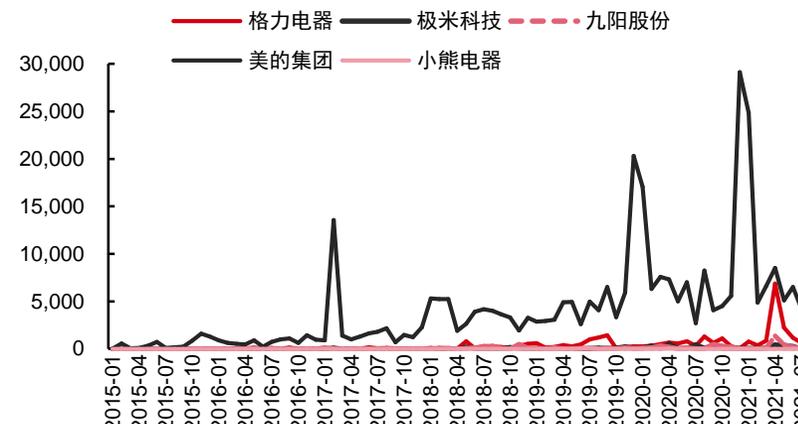
资料来源：B站，中信证券研究部 注：B站热度的单位为万次

典型的高端茶饮&咖啡品牌在B站的热度演变



资料来源：B站，中信证券研究部 注：B站热度的单位为万次

典型的国产家电品牌在B站的热度演变



资料来源：B站，中信证券研究部 注：B站热度的单位为万次

5. 年轻世代消费的投资机会

基于B站热度的年轻世代投资组合构建

Z世代文娱与消费股票组合选择及权重赋值

No.	行业	公司	代码	股价 (元)	股价货币	调整后流通市值 (亿元)	权重
1		腾讯控股	0700.HK	490	HKD	39,048	10.0%
2	游戏 &互 联网	网易-S	9999.HK	138.1	HKD	3,961	6.7%
3		哔哩哔哩-SW	9626.HK	658.5	HKD	1,681	6.3%
4		心动公司	2400.HK	50.75	HKD	202	1.3%
5		友谊时光	6820.HK	1.39	HKD	25	0.2%
6		阅文集团	0772.HK	69.8	HKD	592	3.9%
7	影视	芒果超媒	300413.SZ	43.48	CNY	407	2.7%
8		光线传媒	300251.SZ	9.91	CNY	291	1.9%
9	潮玩	泡泡玛特	9992.HK	59.95	HKD	698	4.6%
10	电竞	斗鱼	DOYU.O	3.68	USD	77	0.5%
11		虎牙	HUYA.N	10.07	USD	62	0.4%
12		安踏体育	2020.HK	166.8	HKD	3,743	6.3%
13	服饰	李宁	2331.HK	104.8	HKD	2,171	6.3%
14		波司登	3998.HK	6.85	HKD	617	4.0%
15		太平鸟	603877.SH	46	CNY	219	1.4%
16		珀莱雅	603605.SH	175.59	CNY	353	2.3%
17		爱美客	300896.SZ	543	CNY	352	2.3%
18	美容 &美 妆	华熙生物	688363.SH	175.18	CNY	168	1.1%
19		逸仙电商	YSG.N	4.95	USD	141	0.9%
20		贝泰妮	300957.SZ	196.01	CNY	108	0.7%
21		新氧	SY.O	5.33	USD	28	0.2%

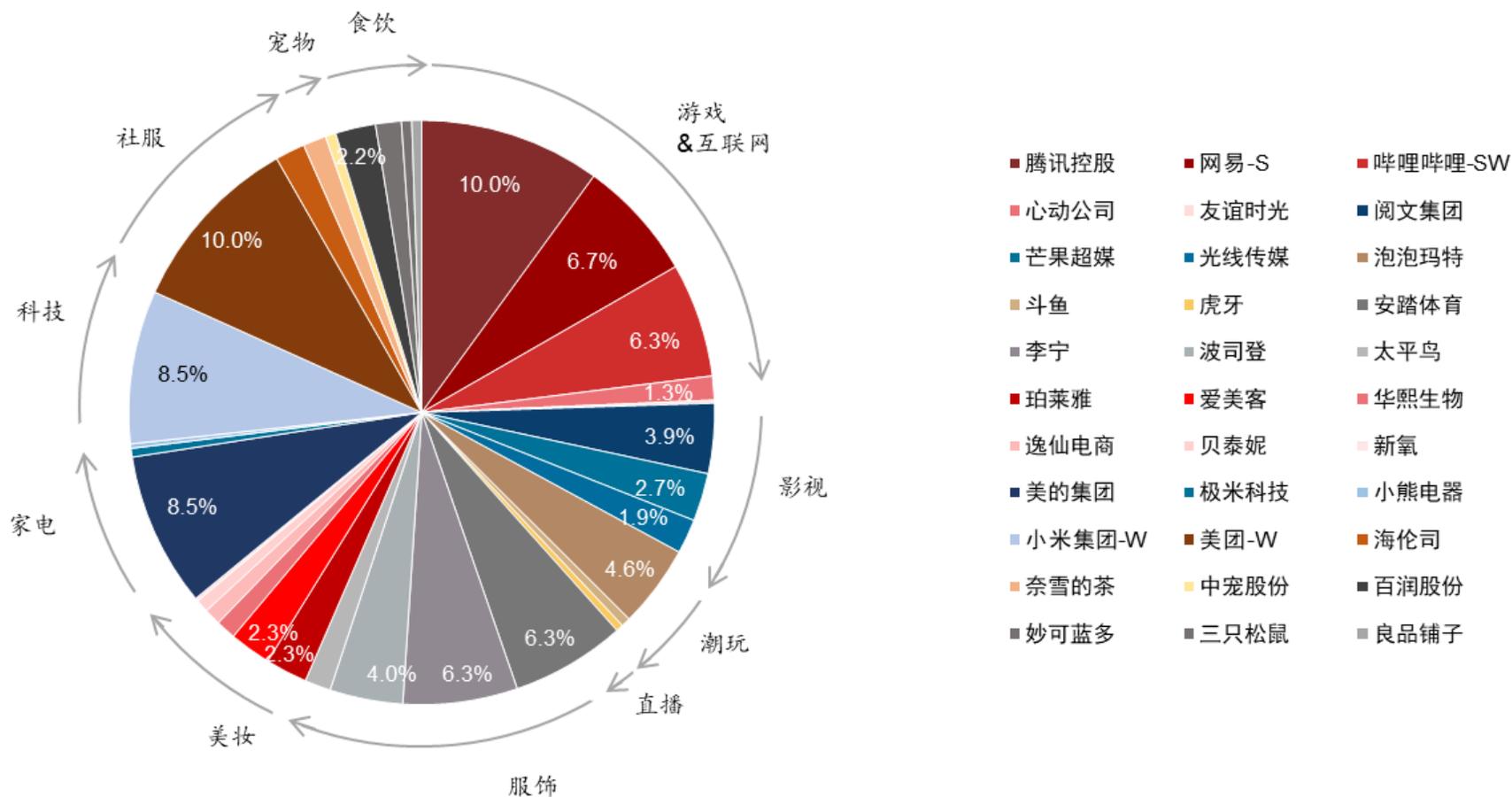
No.	行业	公司	代码	股价 (元)	股价货币	调整后流通市值 (亿元)	权重
22		美的集团	000333.SZ	72.4	CNY	5,054	8.5%
23	家电	极米科技	688696.SH	488.71	CNY	73	0.5%
24		小熊电器	002959.SZ	49.0	CNY	38	0.3%
25	科技	小米集团-W	1810.HK	24.1	HKD	5,016	8.5%
26	社服	美团-W	3690.HK	259.4	HKD	13,199	10.0%
27		海伦司	9869.HK	24.3	HKD	251	1.6%
28		奈雪的茶	2150.HK	13.68	HKD	195	1.3%
29	宠物	中宠股份	002891.SZ	30.23	CNY	89	0.6%
30		百润股份	002568.SZ	64.54	CNY	339	2.2%
31	餐饮	妙可蓝多	600882.SH	52.51	CNY	217	1.4%
32		三只松鼠	300783.SZ	36.28	CNY	87	0.6%
33		良品铺子	603719.SH	34.2	CNY	82	0.5%
汇总						79,586	100.0%

资料来源: Wind, 中证指数公司《股票指数计算与维护细则》, 中信证券研究部 注: 各公司股价截至 2021/09/10

5. 年轻世代消费的投资机会

基于B站热度的年轻世代投资组合构建

Z世代文娱与消费股票组合选择及权重赋值



资料来源: Wind, 中证指数公司《股票指数计算与维护细则》, 中信证券研究部 注: 各公司股价截至2021/09/10

6. 风险提示

- 潮流消费行业增速不及预期；
- 盗版产品对潮流消费公司产品口碑及销量造成冲击；
- Z世代消费者偏好改变，购买意愿降低，行业增长不及预期；
- 设计师个人形象负面舆论对品牌产生不良影响。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

王冠然（首席传媒分析师）

执业证书编号：S1010519040005

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INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，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。