

传媒互联网行业2021年投资策略

面向Z世代的新文娱消费

中信证券研究部 传媒互联网组

王冠然

2021年6月3日



CONTENTS

目录

Z世代到来，文娱产业迎来新动能
把握Z世代的新机遇
投资建议



Z世代到来，文娱产业迎来新动能

- I. Z世代人口特征：成长条件优渥，受教育程度更高
- II. Z世代成长背景：大国崛起，激发年轻世代民族文化自信
- III. Z世代消费特征：认可品牌价值，重视消费体验
- IV. Z世代消费潜力：超五万亿元市场，崛起的消费中坚力量



1. Z世代到来，互联网文娱产业迎来新动能

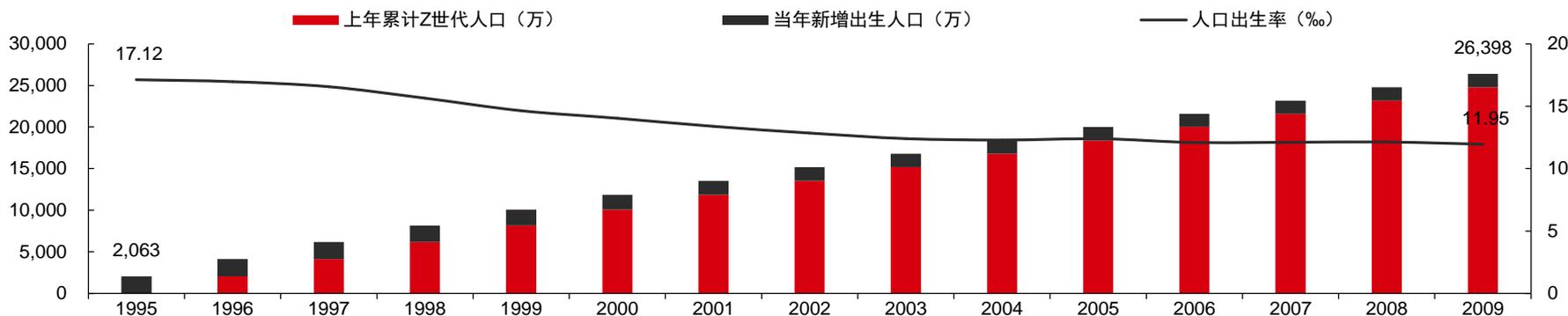
- 年轻世代已成为移动互联网的消费主体。根据QuestMobile数据，2020年9月移动互联网用户中90后占比超过80后。年轻世代逐渐成为互联网文娱消费的主体，其消费特征也孕育了新机遇与新动能。
- 我们参照国际通用的世代划分方法，界定“Z世代”（出生于1995-2009年间）消费者。Z世代出生于世纪之交，其成长过程伴随着中国互联网的普及。2020年前后，首批Z世代（95后）已经陆续步入职场，开始更为独立的消费生活；首批00后也已进入大学校园，获得自主度更高的个人消费空间。



1.1 Z世代人口特征：成长条件优渥，受教育程度更高

- Z世代人口规模约2.64亿，占我国总人口比重约19%。根据国家统计局数据，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世代所受高等教育水平更高，居住在一线城市比例更高。根据教育部数据，2013-19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（1995-2009年出生）累计人口总数约2.64亿



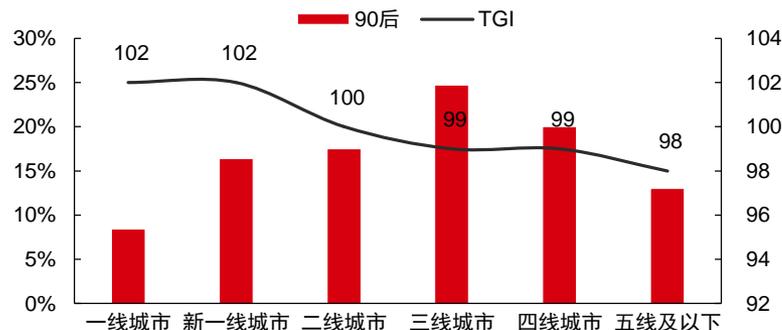
资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：估算Z世代人口总量时未考虑人口减损

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



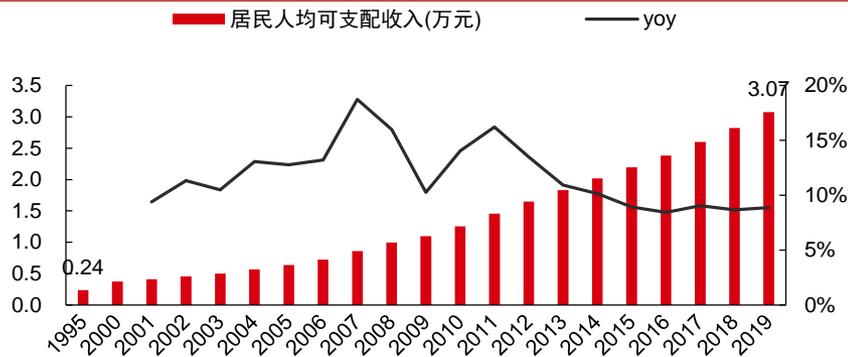
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部 注：TGI=(90后在该区域的活跃人数/全网用户在该区域活跃人数)*100



1.2 Z世代成长背景：大国崛起，激发年轻世代民族文化自信

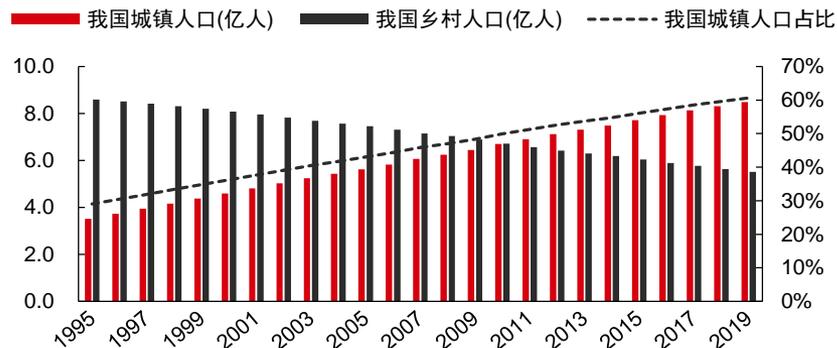
- Z世代的成长过程伴随着我国经济建设与城镇化建设的突飞猛进，其消费能力与消费观得以重塑。根据国家统计局数据，我国居民人均可支配收入由1995年的0.24万元增长至2019年的3.07万元，期间CAGR高达10.81%；1995年至2019年期间，我国城镇人口占总人口比重从29%跃升至61%。
- Z世代的成长轨迹伴随着我国军事实力的不断提升，近年来国际形势的风云变幻更凸显我国的制度优势。此背景下，Z世代的民族自信不断增强，对于汉服、国风音乐等传统文化及国潮文化有着更强的认同感。

近年来我国居民生活水平不断提升



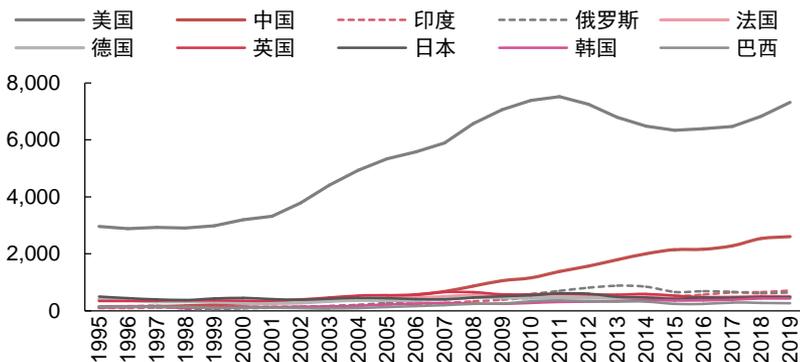
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

近年来我国城镇化率不断提升



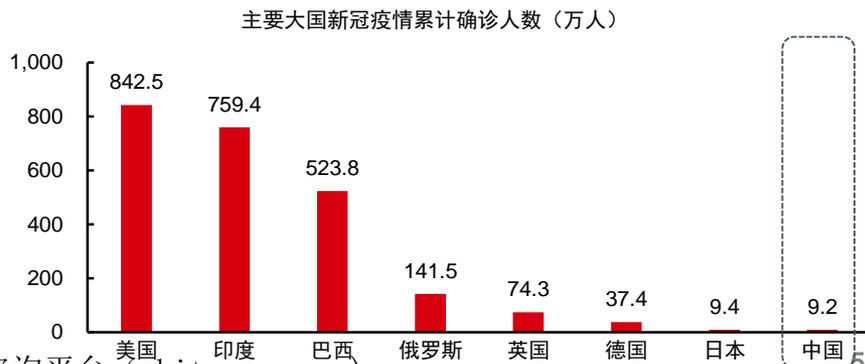
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

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



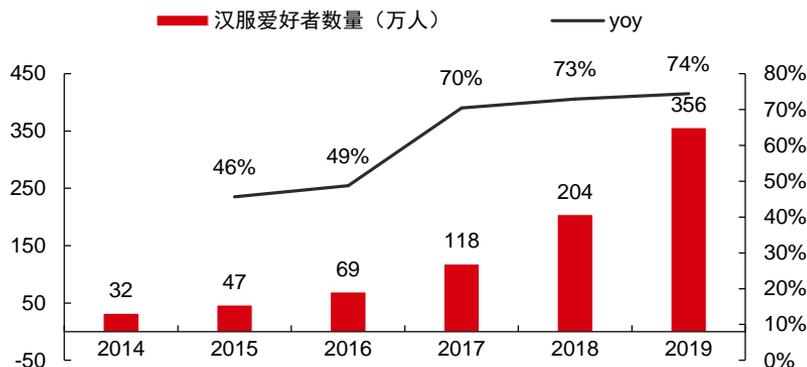
资料来源：Wind疫情数据统计，中信证券研究部 注：数据截至2020/10/19



1.2 Z世代成长背景：大国崛起，激发年轻世代民族文化自信

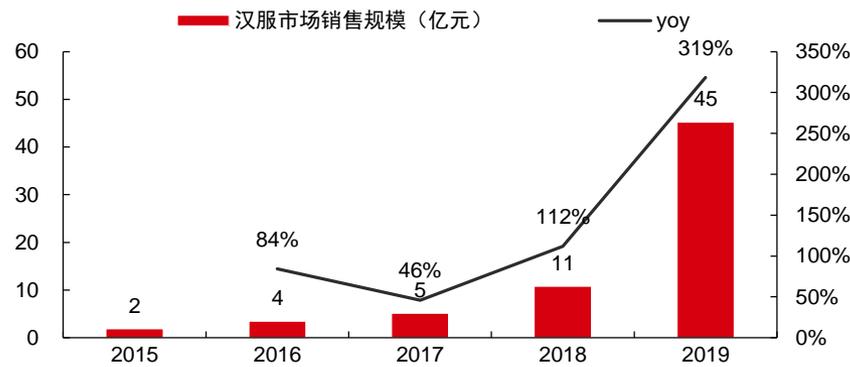
- 汉服、国风音乐等传统文化相关领域的消费近年来迅速崛起，彰显了Z世代对于中华文化的强烈认同感。
 - 从汉服市场来看，根据艾媒咨询，2014年至2019年我国汉服爱好者人数从32万人增长至356万人，CAGR高达61.91%；根据第一财经商业数据中心数据，2019年90后占汉服销售超过50%的份额，增速在各年龄段中最高。
 - 从国风音乐市场来看，根据腾讯音乐娱乐数据，Z世代最喜欢的非流行音乐类型中，“国风”歌曲占比最高；非流行类曲风中“中国风”歌曲占比近一年以来大幅提升，连续两个季度占据超过一半份额。

近年来我国汉服爱好者规模增速加快



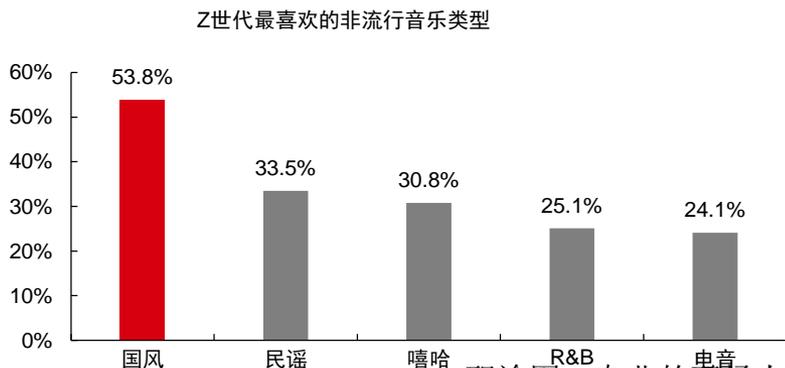
资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

近年来我国汉服市场销售规模提速明显



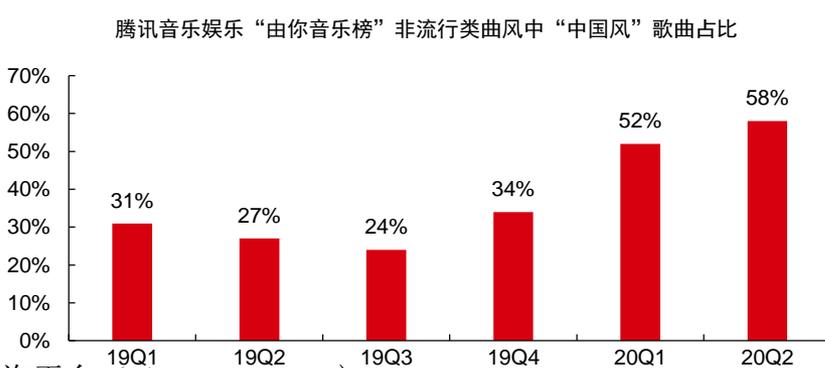
资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

Z世代最喜欢的非流行音乐类型中“国风”歌曲占比最高



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

2019年以来音乐榜单中“中国风”歌曲热度显著提升



资料来源：腾讯音乐娱乐“由你音乐榜”，中信证券研究部



1.3 Z世代消费特征：认可品牌价值，重视消费体验

- 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



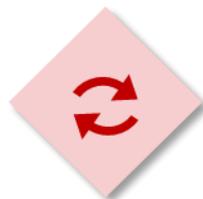
悦己式消费



高品牌认可



高付费意愿



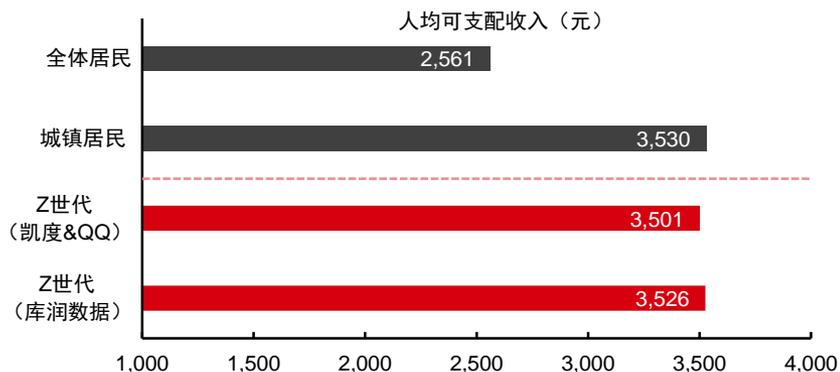
交互表达欲



1.4 Z世代消费潜力：超五万亿元市场，崛起的消费中坚力量

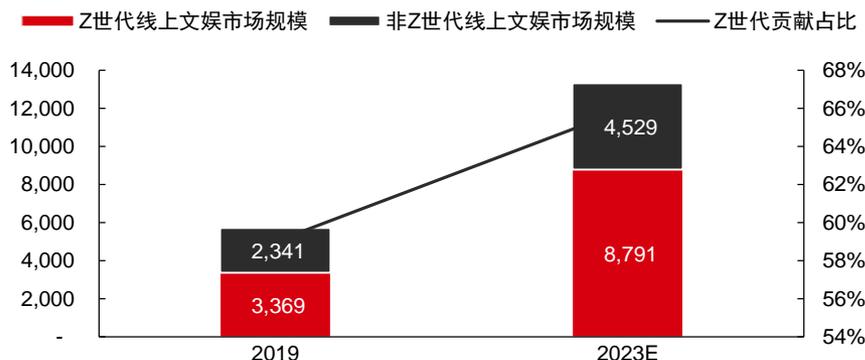
- Z世代群体相对更加富裕，预计2023年将贡献线上文娱市场近9,000亿元。根据哔哩哔哩援引艾瑞数据的预测，2023年Z世代将贡献66%的线上娱乐市场规模，对应的市场空间将达到8,791亿元。
- 预计Z世代将撬动超过5万亿元市场空间。根据OC&C欧晰析咨询2018年8月估算，中国Z世代所撬动的消费支出达4万亿人民币，我们按照15%的复合增速进行保守推演，2020年Z世代所撬动的市场规模将超过5万亿。
- 目前Z世代仍以在校学生为主，随着在校Z世代逐步进入职场，将释放巨大的消费增量空间。

Z世代人均收入高于全国居民人均可支配收入（2019年）



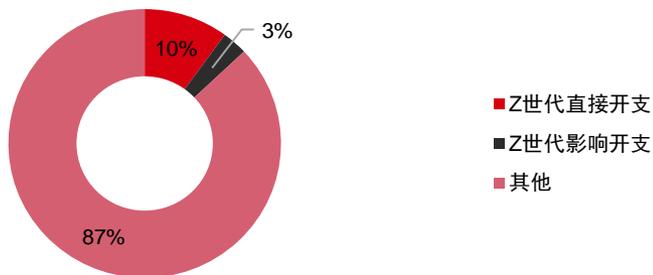
资料来源：库润数据，凯度&QQ广告，国家统计局，中信证券研究部

预计2023年Z世代线上文娱市场规模将达到8,791亿元

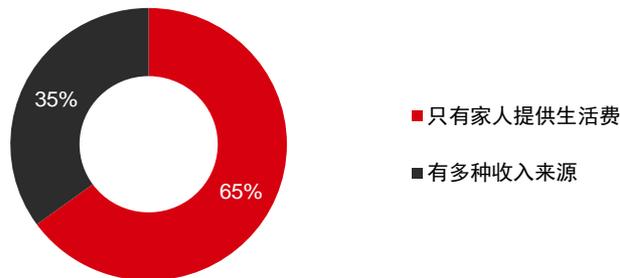


资料来源：艾瑞数据（含预测；转引自Bilibili投资者交流材料），中信证券研究部

我国Z世代开支占家庭总收入比重达13%（直接+间接）



18-23岁在校Z世代的收入来源



2. 把握Z世代的新机遇

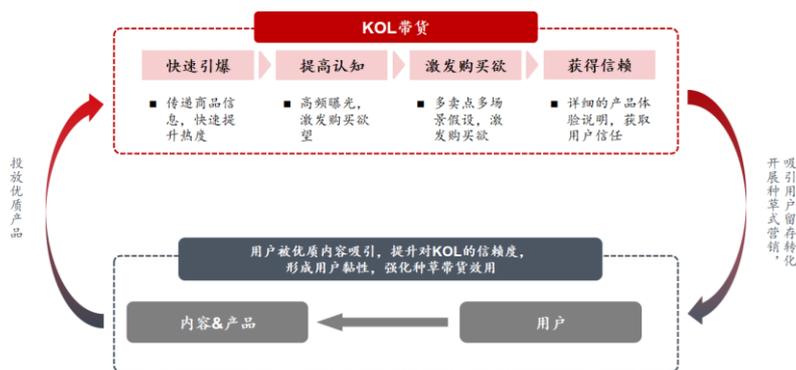
- I. 内容营销模式变革：从流量运营转向用户运营
- II. 游戏消费变革：年轻向游戏异军突起，社区平台发展迅猛
- III. 互动社交变革：Z世代的社交诉求催生新的社交市场机遇
- IV. 实体互动娱乐场景变革：创作迈向联名精品化，线下门店引流成新趋势



2.1 内容营销模式变革：从流量运营转向用户运营

- 传统流量营销模式难以激发Z世代的购买欲望，营销基点逐渐向去中心化平台转移。KOL带货的“种草”模式真实感更强，更能够吸引Z世代留存、转化和付费。伴随着去中心化网络平台的崛起，来自优质内容主的推荐成为了消费者获取商品信息的主要渠道之一。
- KOL营销高速增长，克劳锐预计2020年市场规模将突破750亿元。根据克劳锐预测，2020年我国广告主投放KOL的市场规模将突破750亿元，同比增速达到53.1%，将大幅高于互联网广告行业整体增速。

种草式营销与其正反馈闭环的模式



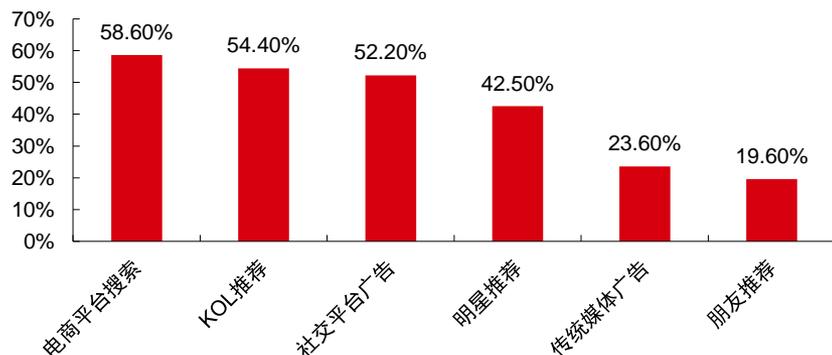
资料来源：公开资料，中信证券研究部绘制

哔哩哔哩的种草式营销示例



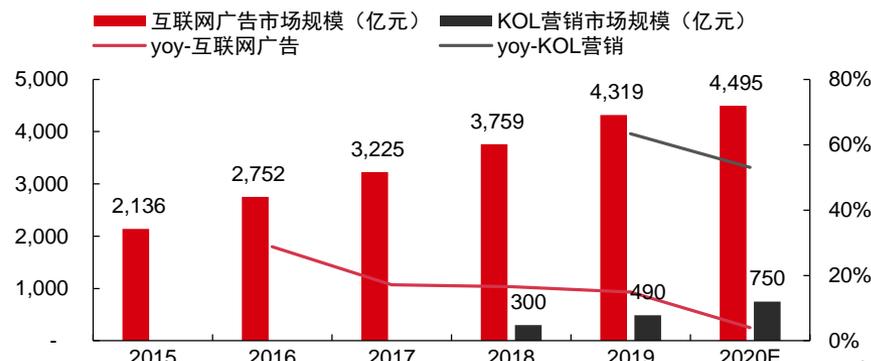
资料来源：哔哩哔哩，中信证券研究部

消费者获取商品信息的来源分布



资料来源：克劳锐数据，中信证券研究部

KOL营销市场规模增速高于互联网广告行业整体增速



资料来源：易观千帆（含预测），克劳锐（含预测），中信证券研究部

2.1 新营销模式价值：更好的用户认可与更高的营销效率

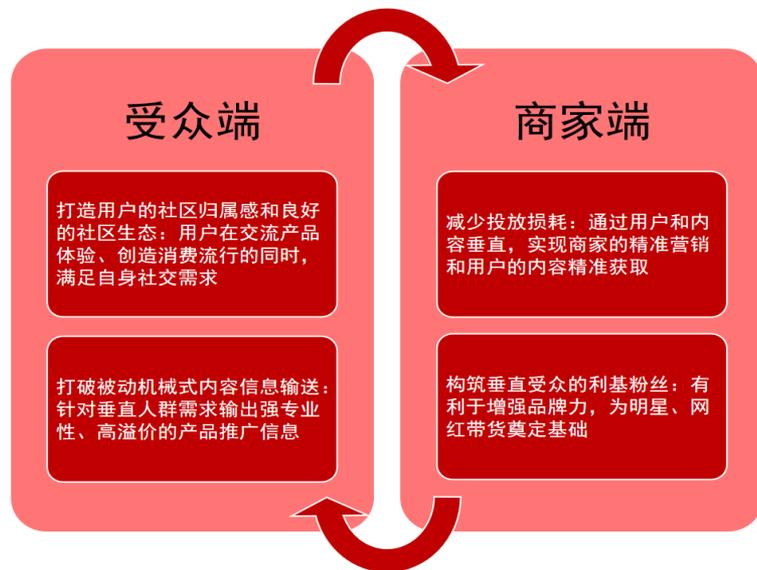
- 新模式在营销效率上具备优势，且能够有效提升用户认可度及粘性。以典型的去中心化视频平台哔哩哔哩为例，平台上某位关注数在五百万量级的头部带货KOL，普通带货视频的三日播放量能够达到粉丝总数的约15%，用户忠诚度相对较高。
- 从受众端来看，新营销模式能够：1) 打造用户的社区归属感和良好的社区生态。用户能在社区频繁交流选择商品的心理历程及使用体验，创造消费流行，获得产品类信息和社交精神满足。2) 围绕垂直人群的共同需求输出强专业性、高溢价的产品信息，在较短时间内就打动特定品类的人群，而非传统的被动机械式内容信息输送。
- 从商家端来看，新营销模式有利于：1) 通过用户和内容垂直，实现商家的精准营销和用户的内容精准获取，减少投放损耗。2) 有利于增强品牌力、构筑垂直受众的利基粉丝，为明星、网红带货奠定基础。

私域流量运营交互性强、利于建立良好的信任关系



资料来源：完美日记社群运营

新营销模式价值



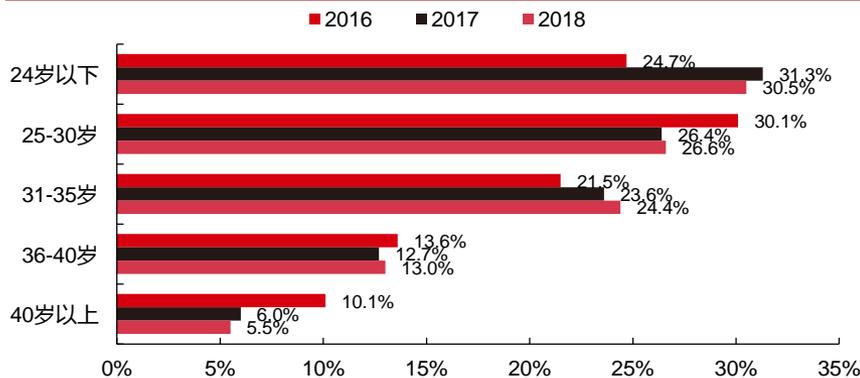
资料来源：中信证券研究部绘制



2.2 游戏消费变革：年轻向游戏异军突起

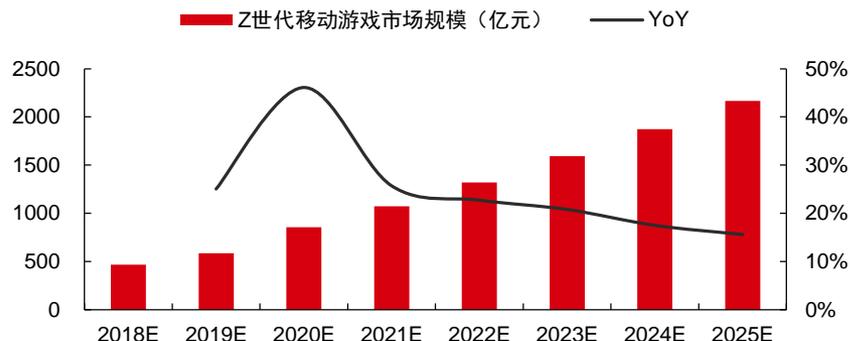
- 游戏用户逐步年轻化，Z世代消费潜力渐次释放。根据艾瑞咨询数据，Z世代已成为占比最高的游戏用户群体。我们预测国内移动游戏整体ARPU将以CAGR12.9%的增速持续增长，同时随着Z世代收入水平及财务自主权的提升，其消费潜力持续释放，我们预计2025年Z世代移动游戏市场空间将突破2000亿元。
- 玩法和内容出众的游戏更能赢得Z世代群体的青睐，竞技类、动漫类游戏有望成为游戏市场主流。
- 年轻向发行运营方式更加多元化，对传统渠道依存度低。

2016-2018年中国移动游戏用户年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

Z世代移动游戏市场规模及变化情况（测算值）



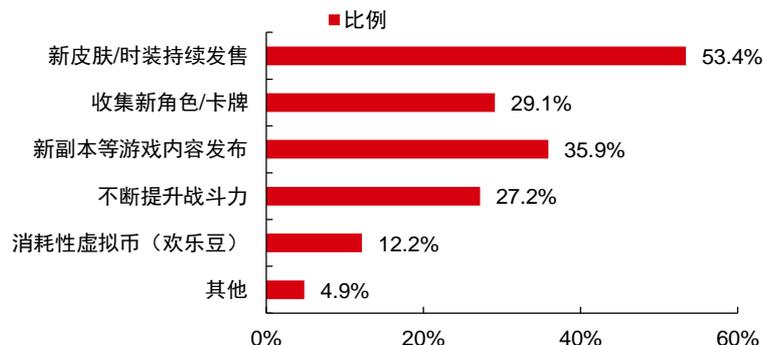
资料来源：Wind，国家统计局，游戏工委，伽马数据，中信证券研究部（含预测）

促进Z世代消费的核心动因



资料来源：中信证券研究部问卷调查结果

促使Z世代玩家在同款游戏多次氪金的驱动力



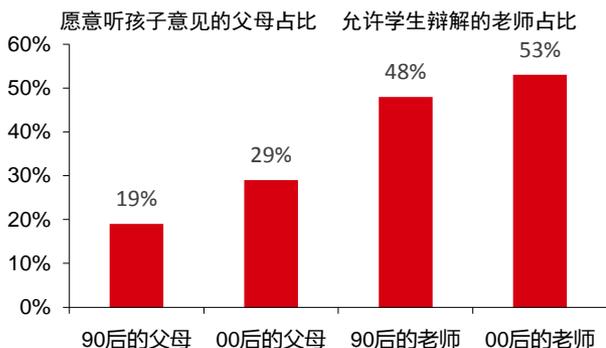
资料来源：中信证券研究部问卷调查结果



2.2 游戏消费变革：Z世代的表达欲驱动游戏社区持续发展

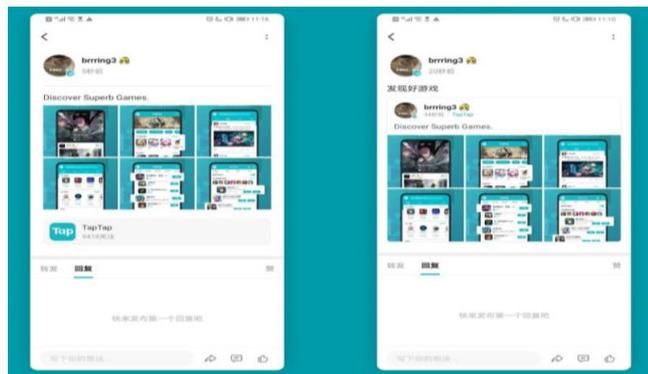
- 得益于Z世代在社交与表达上的强烈需求，社区类平台未来有望获得广阔发展空间。传统的游戏渠道以游戏厂商为核心，忽视用户反馈。游戏用户需要尊重玩家评论、对游戏品质有话语权的平台。以年轻向游戏平台TapTap为例，平台积累了超1000万条游戏评价，同时在TapTap社区实现玩家与团队良好沟通交流的游戏产品普遍可以获得更高评分。此外，在B站平台中也有丰富的游戏测评、同人、二次创作等自发性的优质UGC内容输出。

Z世代家校环境鼓励自我表达



资料来源：腾讯，中信证券研究部

TapTap新增内容转发功能



资料来源：Tap Tap官方网站

TapTap平台《公主连结Re: Dive》玩家与运营互动



资料来源：TapTap官方网站

TapTap消息中心UI升级，简化添加好友流程



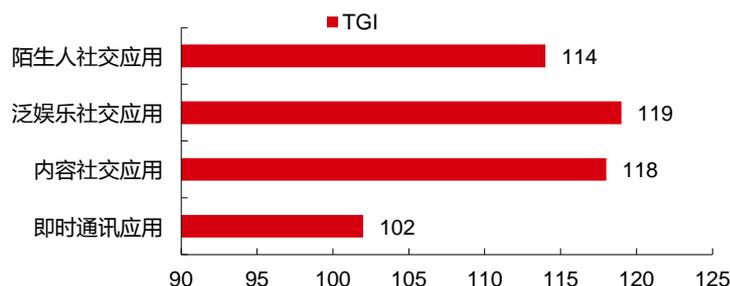
资料来源：Tap Tap官方网站



2.3 互动社交变革：Z世代催生新的社交市场机遇

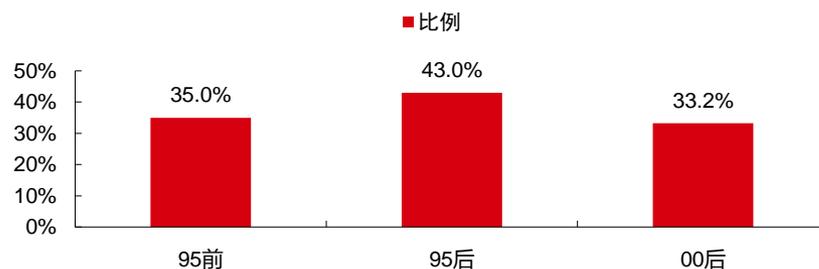
- Z世代对陌生人社交拥有更强的倾向，独特的社交诉求催生互联网社交领域的新机会。根据酷鹅用户研究院数据，95后在内容社交（118）、泛娱乐社交（119）和陌生人社交App（114）的使用情况TGI均明显高于即时通讯App（102）。43.0%的95后使用陌生人社交应用，而随着00后步入更加成熟的阶段，未来陌生人社交应用在00后的渗透比例有望持续提升。
- Z世代使用陌生人社交应用比例更高，相比颜值匹配，Z世代更希望拓展拥有共同兴趣话题的交际圈。Z世代用户使用陌生人社交产品的诉求是拓展朋友圈，排解“熟人社交”难以解决的孤独感。相比单纯看颜值的匹配模式，Z世代希望拓展志同道合，有共同话题和兴趣的陌生人，在娱乐的同时满足自身的归属感需求。

95后四类社交应用使用情况TGI



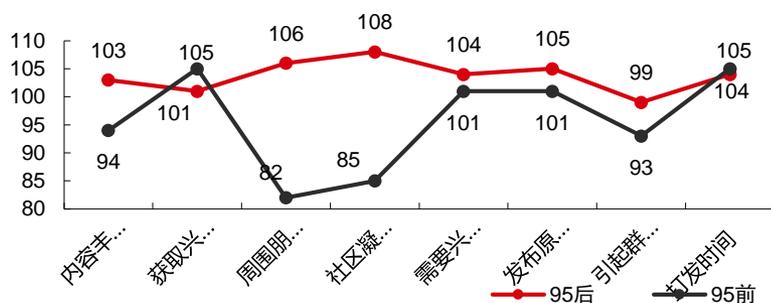
资料来源：酷鹅用户研究院，中信证券研究部，注：调查时间为2018年

不同年龄层使用陌生人社交应用的比例对比



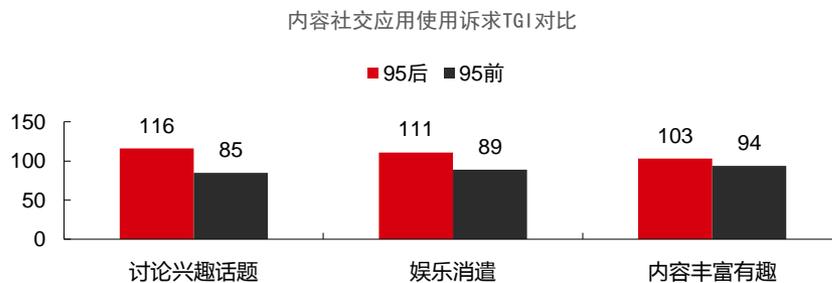
资料来源：酷鹅用户研究院，中信证券研究部，注：调查时间为2018年

95后对于社区凝聚力高的应用拥有更高的TGI



资料来源：酷鹅用户研究院，中信证券研究部，注：调查时间为2018年

讨论兴趣话题是95后主要诉求



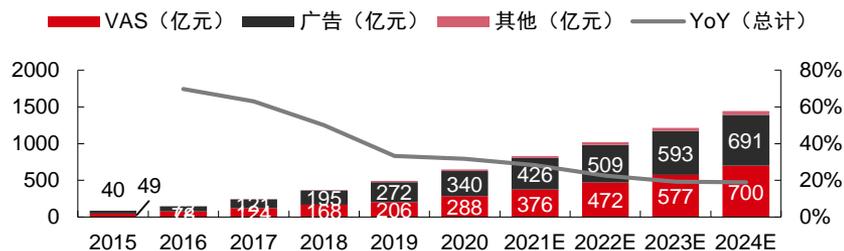
资料来源：酷鹅用户研究院，中信证券研究部，注：调查时间为2018年



2.3 互动社交变革：社交市场格局集中化

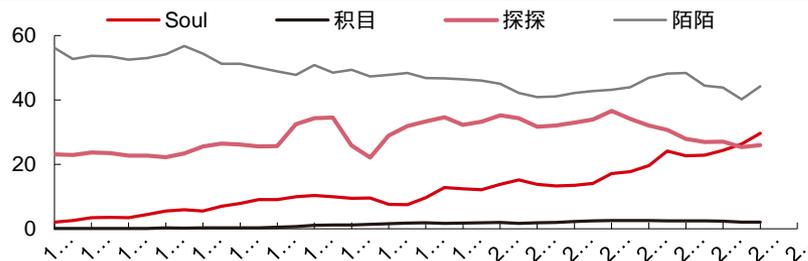
- **Z世代社交市场空间广阔。**艾瑞咨询预测（转引自Soul招股说明书）2020年Z世代移动社交市场规模可达648亿元，同比增长31.7%；同时Z世代所代表的社交市场占比预计将从2019年的55.8%提升至2024年的62.2%，未来4年的增速CAGR可达22.2%，预计2022年市场空间有望突破千亿。
- **Z世代社交市场格局将趋于集中化，陌生人社交、泛娱乐社交、内容社交的边际将逐渐弱化，边界更大，网络效应更强的年轻世代社交平台有望脱颖而出。**1) 强大的社区属性才能够维持用户规模和用户粘性的提升；2) 丰富的社交功能有望成为陌生人社交应用拓展泛娱乐社交的方式，融合并形成社交元宇宙。3) 随着用户规模不断扩大，陌生人社交应用在年轻人中的覆盖率有望持续提升。随着技术迭代升级，未来一些优秀的陌生人社交应用将持续打破传统的颜值社交、定位社交模式，有潜力成长为面向Z世代的大众化社交平台。

按收入计的中国Z世代移动社交网络市场规模



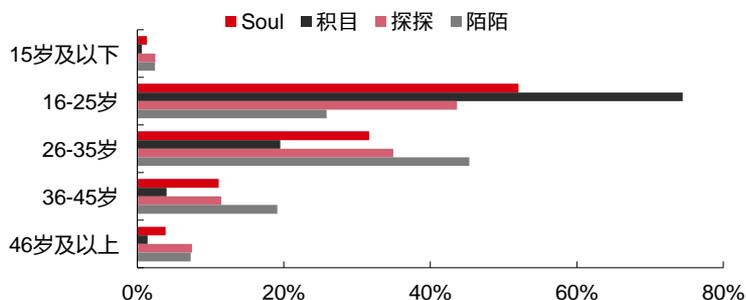
资料来源：艾瑞咨询（转引自Soul招股说明书，含预测）中信证券研究部

四款陌生人社交App MAU水平对比（单位：百万）



资料来源：极光，中信证券研究部

Z世代社交App以年轻人为主



资料来源：极光，中信证券研究部，截至2021年3月

Soul平台丰富的社交功能：热聊派对、树洞、狼人杀



资料来源：Soul APP

2.4 实体互动娱乐场景变革：行业规模有望超过千亿

- **实景互动娱乐近年来在年轻人中间快速兴起，精准满足年轻群体的社交娱乐需求。**实景互动娱乐主要包括剧本杀、密室逃脱、沉浸式戏剧和文旅沉浸演出等。实景互动的特点为：1) 门槛低：只要能够读懂剧本即可参；2) 趣味性：玩家代入角色进行肢体表演，兼具故事情感及推理思考的趣味性；3) 社交性：玩家能够全程参与并不断交流；4) 沉浸体验感：玩家能体验精美服装道具带来的沉浸感，体验“不同人生”。
- **根据艾媒咨询、头豹研究院数据和中信证券研究部预测：2021年实景互动娱乐市场规模超过326亿，2025年中期实景互动娱乐市场有望接近千亿元。**艾媒数据预计：1) 2021年国内剧本杀规模将达到**170亿元**，相当于2012-2013年电影市场规模水平。由于剧本杀的需求性质与电影具有重合，其未来市场规模有望比肩电影市场，预计2025年中期剧本杀市场规模可达**569亿元**。2) 2021年密室逃脱市场规模预计超**156亿元**，假设密室与剧本杀消费频次同比例增长，预计2025年密室逃脱市场规模达到**523亿元**。

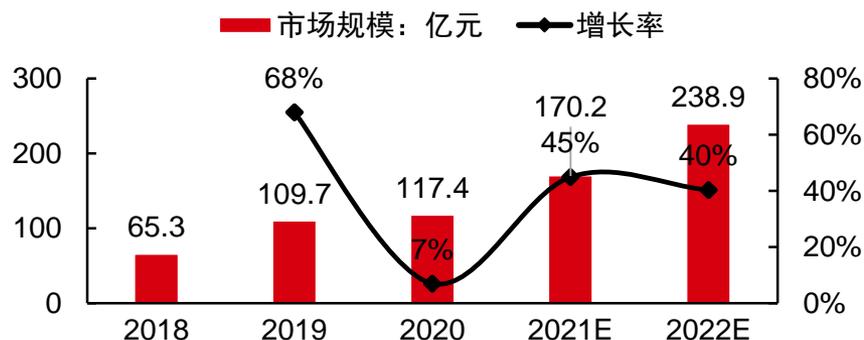
剧本杀、密室逃脱、沉浸式戏剧图例



资料来源：UMEPLAY

2018-2022E中国剧本杀市场规模（亿元）

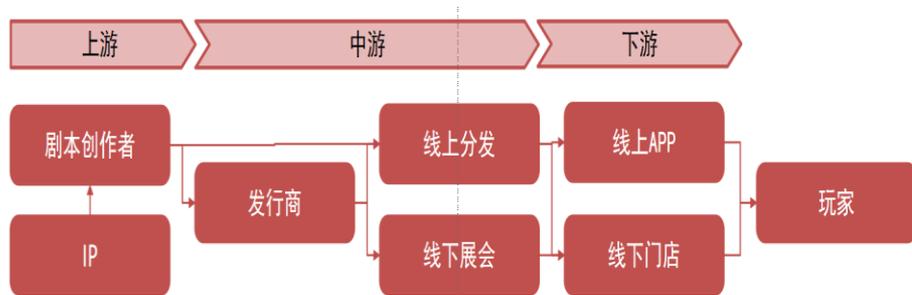
2012-2020年中国电影市场规模（亿元）



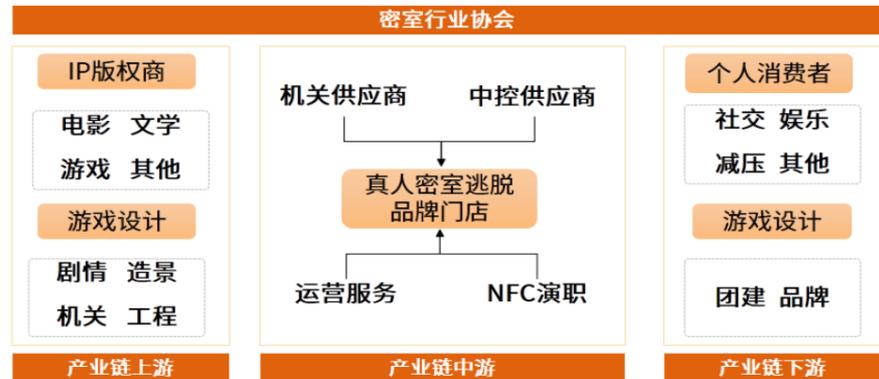
2.4 实景互动之“上游”变革：迈向精品化、体系化和联名化

- 剧本杀和密室逃脱从产业链上下游可以分为创作者-上游、发行方-中游和线上线下消费端-下游。从上游和中游来看，创作者与发行方合作已成为典型的商业模式。由于创作者难以拥有强大的销售网络，且行业上游作者和下游门店都呈现高度分散的特征，渠道/平台能起整合沟通、承上启下的作用。
- 上游剧本创作的发展趋势：
 - **精品化**：随市场要求逐渐升高，只有高质量的剧本才能够满足玩家游戏体验。如据壹娱观察报道，剧本杀发行工作室“空然新语”的作家矩阵中已然不乏马伯庸、李淼等著名作家，剧本文学性、艺术性、高端性大幅提升。
 - **体系化**：1) 剧本个人创作难度大，周期长。随着实景互动娱乐场景线下门店逐渐增多，市场需求扩大，团队规模化创作逐渐成为趋势。2) 密室逃脱的专业建设团队、置景机关团队逐渐走向成熟化、体系化。
 - **联名与IP化**：创作上，行业玩家仍以作坊式生产为主，面对玩家多元化的剧本需求时，创作者之间的合作有益于取长补短；销售营销上，联合创作能调动更多宣传资源，增加曝光度。IP授权更有利于吸引眼球，快速拉近与玩家距离，并形成跨界联动的内容体系，有利于打造爆款内容。

剧本杀产业链结构图



密室逃脱产业链结构图



2.4 实景互动之“下游”变革：线下引流成为新趋势

- 从下游来看，剧本杀主要依靠线下门店玩家演绎，下游在产业链中下游分配了大部分价值。线下剧本杀具备资产较重的特点，其中门店场景布置带来的环境体验和DM带来的游戏沉浸感附带了较大价值，下游门店占据产业链分配约90%。密室逃脱主要以线下经营为主。根据美团2021年迄今数据，密室逃脱签约门店增长8500家，同比2020年增长50%。
- 线上剧本杀APP向线下发展，向线下引流成为趋势。1) 线上剧本杀APP依靠内容竞争：相对于线下店铺，线上剧本杀APP更难建立竞争壁垒。线上用户主要看中剧本的丰富度和精品性，对平台本身缺少粘性，存在玩家跟着本子换平台的现象。2) 线上剧本杀用户体验难以保证，付费意愿低：玩家掉线、参与度低、缺少DM等问题导致线上剧本杀无法提供丰富细节和感官冲击。线上剧本质量参差不齐，且用户多为学生群体，整体付费能力较低。3) 行业整体存在由线上向线下转移趋势：线上剧本杀APP“我是谜”2020年2月宣布通过加盟直观的方式进军线下，在全国铺开至少50家店铺。据蓝洞商业报道，截至2021年4月11日，线上剧本杀APP“我是谜”已经开设了43家加盟店。

剧本杀产业链价值分布测算

	售价	销量	复玩频率	作者收入：元	发行方收入：元	门店收入：元
头部剧本	565	907	每周一次	256,228	256,228	4,353,600
中腰部剧本	454	50	两周一次	9,080	13,620	240,000
尾部剧本	400	10	每月一次	1,200	2,800	48,000
所占价值比例				作者	发行方	门店
头部剧本				5.3%	5.3%	89.5%
中腰部剧本				3.5%	5.2%	91.4%
尾部剧本				2.3%	5.4%	92.3%

线上APP“剧本君”、“我是谜”线下引流页面



资料来源：黑探有品，36氪，中信证券研究部测算

资料来源：“剧本君”、“我是谜”APP



3. 投资建议

- I. 内容营销平台
- II. 游戏赛道
- III. 互动社交赛道
- IV. 实体互动娱乐场景



3. 投资建议

- **内容营销平台：**1) 拥有更多年轻用户、产品内容丰富度更高的互联网平台将有望受益于营销模式的转变，其商业化价值有望进一步体现。2) 此外，相比于营销目标大而全的抖音快手微博等，垂类平台具有年轻人社交与内容消费独一无二的调性与转化效率。
- **游戏赛道：**建议紧握稀缺年轻向游戏公司。在Z世代人口结构性变化的主线下，我们认为三类游戏公司有望受益Z世代人口红利。
 - 我们首推Z世代用户聚集的平台型游戏公司；
 - 同时建议关注游戏内容精品化的游戏公司；
 - 建议积极关注研运实力强劲、同时积极开展年轻向转型的传统游戏头部厂商。
- **互动社交赛道：**Z世代的社交需求催生了规模接近千亿且有望保持高速增长Z世代社交行业，其中陌生人社交、兴趣社交和内容社交等领域有望享受Z世代带来新的社交市场机遇。
 - 陌生人社交应用领域，我们认为具有更强的内容与兴趣社交属性，边界更大，网络效应更强的平台有望脱颖而出，长期内剑指Z世代的社交元宇宙。
 - 泛娱乐社交领域，我们建议关注具有年轻向泛游戏内容的社区平台、竞技类游戏龙头和年轻化泛娱乐内容社区。
- **实体互动娱乐场景：**我们推荐关注以下几种平台：
 - 坐拥产业链上游海量版权与作家资源的平台；
 - 具备强大IP支撑强势入局剧本杀赛道，具备先发优势的 platform；
 - 网络文学龙头地位稳固，IP转化能力成熟的平台。
- **风险因素：**政策监管风险；Z世代消费水平不及预期；游戏产品上线时间不及预期；产品表现不及预期。





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



证券研究报告：2021年6月3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

	评级	说明
投资建议的评级标准 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。	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Dalalme 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》（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) 086/12/2019。

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”分发及分发。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。

职途圈—专业的职场人报告咨询平台 (zhituquan.com)

