各行业延续高增，酒类增长亮眼

食品饮料行业 2020 年 6 月阿里系线上数据点评 | 2020.7.9

中信证券研究部

薛缘
首席食品饮料分析师
S1010514080007

顾训丁
食品饮料分析师
S1010519110002

核心观点

2020 年 6 月，各行业延续线上靓丽表现，膳食营养补充剂、休闲食品、乳制品、酒类及饮用水销售均实现双位数以上强势增长，各行业龙头表现分化。2020H1 疫情驱使居民部分消费转为线上，带动线上各行业整体高速增长。

- **膳食营养补充剂：线上增长强劲，618 活动刺激消费。**2020 年 6 月，膳食营养补充剂行业销售额达 33.0 亿元、同增 60.8%。汤臣倍健、Swisse 实现销售额 2.3/1.9 亿元、分别同比+63.1%/+52.4%，Swisse 增速落后于行业。2020H1，行业累计销售达 124.6 亿元、同增 35.2%。其中，汤臣倍健、Swisse 累计销售为 9.4/7.3 亿元，分别同比+44.4%/+41.6%，龙头表现优于行业。2020 年 6 月阿里平台益生菌销售额为 2.3 亿元、同增 71.9%，Life-space 销售额为 2434 万元、同比+40.9%。
- **休闲食品：行业持续增长，多因素致龙头份额下降。**2020 年 6 月，阿里平台休闲食品行业零售额达 58.0 亿元、同增 25.1%。疫情下消费者线上购买休闲食品的习惯逐步养成&618 活动刺激消费，整体销售稳健增长。龙头三只松鼠/百草味/良品铺子实现销售额 5.8/3.3/2.7 亿元、分别同比-18.4%/-5.8%/-18.1%，市占率为 10.1%/5.7%/4.7%，多因素导致龙头份额下降：①短期加大站外流量投入；②部分精力投放于新品牌开发；③线下品牌加速线上化发展，加剧线上竞争。2020H1，休闲食品行业销售为 367.8 亿元、同增 25.0%。其中三只松鼠/百草味/良品铺子累计销售额分别为 43.7/27.4/17.0 亿元、分别同比+16.2%/+16.4%/+14.8%，龙头表现稍落后于行业。
- **乳制品：液奶销售持续强劲，奶粉线上渠道增速保持。1）液奶：**2020 年 6 月液奶行业销售额为 14.3 亿元 、同增 83.4%，龙头伊利/蒙牛销售额为 4.2/2.1 亿元、同比+139.4%/-5.4%，龙头表现分化。2020H1，液奶销售达 55.2 亿元、同增 77.9%。伊利/蒙牛累计销售额为 14.8/10.9 亿元、同比+93.4%/+60.8%，液奶销售线上高增。**2）奶粉：**2020 年 6 月牛奶粉行业实现销售额 15.9 亿元、同增 50.8%，爱他美/飞鹤/美素佳儿销售额分别为 2.8/1.5/1.3 亿元、同增 59.1%/119.9%/71.3%。 **3）奶酪：**2020 年 6 月奶酪行业实现销售额 7413 万元、同增 79.6%，行业持续高增。2020 年 6 月，百吉福/妙可蓝多/伊利销售额分别为 3160/1343/763 万元，市占率为 42.6%/18.1%/10.3%。
- **酒类：啤酒线上动销强劲，白酒维持快节奏增长。啤酒：**2020 年 6 月啤酒行业销售额为 3.7 亿元、同增 65.5%、环增 57.0%，行业逐步步入销售旺季。行业前三的品牌青岛啤酒/百威/哈尔滨啤酒销售额分别为 6266/5173/3571 万元、同比+64.9%/+56.4%/+125.2%。2020H1，行业累计实现销售 11.5 亿元、同增 63.2%。青啤/百威/哈啤/雪花累计销售额为 1.7 亿元/1.4 亿元/1.1 亿元/4472 万元、同比+77.3%/+77.8%/+148.8%/+71.6%。**白酒：**2020 年 6 月白酒行业销售额为 10.1 亿元、同增 130.5%。其中，茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒阿里平台销售额为 3.6/1.0/0.6/0.4 亿元、同比+259.2%/+141.3%/+120.9%/-19.2%。2020H1，白酒销售额为 45.5 亿元、同增 94.9%。茅台/五粮液/泸州老窖/洋河累计销售额分别为 13.0/4.2/3.3/3.0 亿元、同比+321.7%/+65.5%/+94.6%/+16.4%。
- **饮用水：**2020 年 6 月，饮用水行业销售额为 3.2 亿元、同增 51.5%。阿里平台行业前三的品牌农夫山泉/元气森林/巴黎水分别实现销售额 7230/2290/2268 万元、分别同比+39.5%/+133.3%/+38.6%，市占率为 22.5%/7.1%/7.1%。
- **风险因素：**消费需求转弱，食品安全风险，行业政策风险。

膳食营养：线上增长强劲，618 活动刺激消费

2020 年 6 月，膳食营养补充剂行业销售额达 33.0 亿元、同增 60.8%。膳食营养补充剂行业维持高增，主要系 618 电商节刺激消费影响。其中，海外保健品销售额为 15.1 亿元、同增 44.2%，天猫 B2C 端实现销售额 11.4 亿元、同增 44.0%；淘宝 C2C 端实现销售额 3.8 亿元、同增 44.8%。

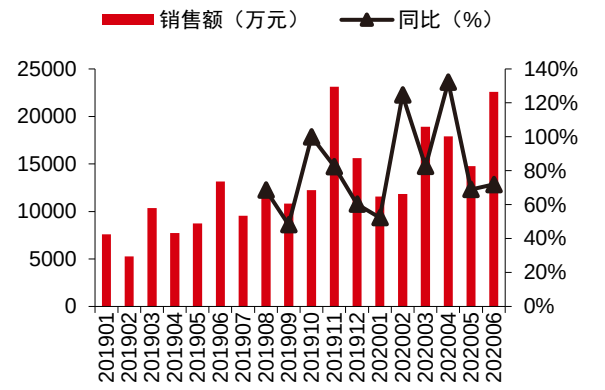
汤臣倍健/Swisse 增长强劲，新品牌 Bio-e 跃居第三。汤臣倍健、Swisse 实现销售额 2.3 亿/1.9 亿元、分别同比+63.1%/+52.4%，市占率分别为 7.1%/5.8%，分别同比+0.1/-0.3Pct。Bio-e 于 2020 年 5 月实现销售额 1.6 亿元、快速跃升至保健品第三，主要销售益生菌、代餐等产品。

2020 年 1~6 月膳食营养补充剂行业累计销售达 124.6 亿元、同增 35.2%。其中，汤臣倍健、Swisse 累计销售为 9.4/7.3 亿元，分别同比+44.4%/+41.6%，占行业总销售额的比例为 7.5%/5.8%、同比+0.5/+0.3 Pct，双龙头整体表现优于行业。

益生菌品类：2020 年 6 月阿里平台益生菌销售额为 2.3 亿元、同增 71.9%，维持迅猛增长势头。成人海外益生菌营养品/成人普通益生菌营养品/婴幼儿益生菌营养品/孕妇益生菌销售额分别为 8185/7916/6096/393 万元、分别同比+93.8%/+113.1%/+25.1%/+19.8%，疫情下成人免疫保健需求旺盛，成人类益生菌产品崛起，驱动行业高增。2020 年 6 月 Life-space 销售额为 2434 万元、同比+40.9%。

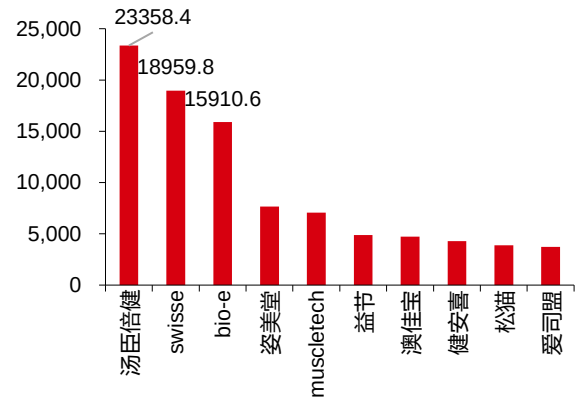
成人海外益生菌营养品中，2020 年 6 月前三大企业分别 Life-space/Jarrow formulas / Nutrition care，市占率分别为 20.2%/16.7%/11.4%。婴幼儿益生菌中，2020 年 6 月前四大企业为合生元/拜奥/康萃乐/Life-Space，市占率分别为 35.1%/16.5%/16.2%/7.3%。

图 1：201901-202006 阿里平台膳食营养补充剂行业销售情况



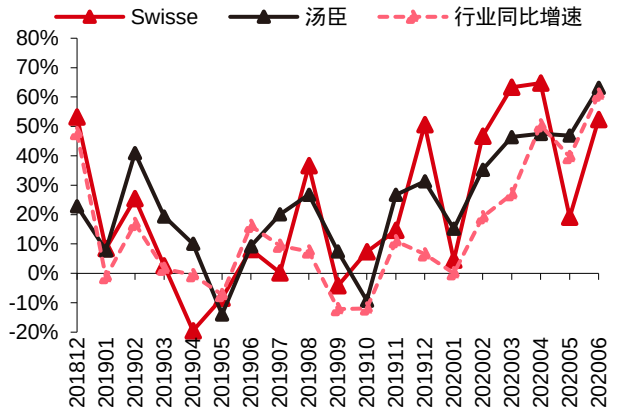
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 2：2020 年 6 月阿里平台各膳食营养补充剂各品牌销售规模（万元）



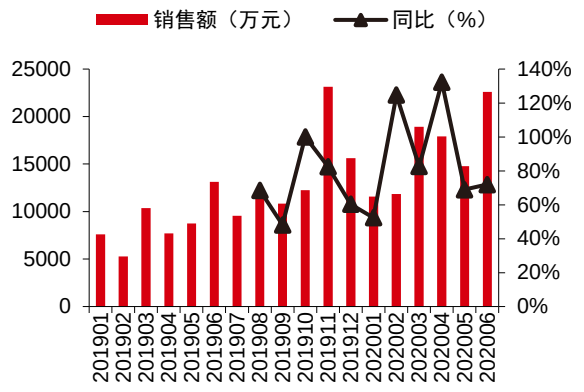
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 3：阿里平台汤臣倍健、Swisse 销售额增速 VS 行业增速



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 4：201901-202006 阿里平台益生菌销售情况



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

汤臣倍健销售额第一产品为增肌粉乳清蛋白质，Swisse 最热销产品为钙+维生素 D 片。2020 年 6 月汤臣倍健官方旗舰店的 TOP3 产品主要是汤臣倍健增肌粉乳清蛋白质、汤臣倍健胶原蛋白口服液、乳清蛋白粉。Swisse 海外旗舰店中 TOP3 产品主要是钙+维生素 D、奶蓟草片、蜂蜜清洁面膜。

表 1：汤臣倍健官方旗舰店 2020 年 6 月热销产品

	宝贝名称	价格（元）	销售额（万元）
TOP3 产品	汤臣倍健增肌粉乳清蛋白质（1360g/桶）	246	716
	汤臣倍健胶原蛋白口服液（30ml*10 瓶）	288	516
	汤臣倍健乳清蛋白粉（450g+150g 礼盒装）	358	420

资料来源：淘宝网，中信证券研究部

表 2：Swisse 官方海外旗舰店 2020 年 6 月热销产品

	宝贝名称	价格（元）	销售额（万元）
TOP3 产品	澳洲进口 Swisse 钙+维生素 D 片（150 片）	169	824
	澳洲进口 Swisse 奶蓟草片（120 粒）	210	732
	澳洲进口 Swisse 葡萄籽提取物（180 片）	217	545

资料来源：淘宝网，中信证券研究部

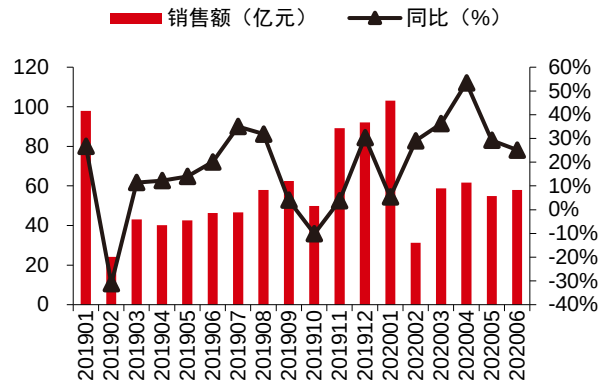
休闲食品：行业持续增长，多因素致龙头份额下降

2020 年 6 月，阿里平台休闲食品行业零售额达 58.0 亿元、同增 25.1%。各子行业中，糕点/饼干/卤味零食/坚果的销售规模分别为 11.7/11.1/10.5/7.9 亿元、同比+41.1%/+4.8%/+58.2%/+14.3%。

三只松鼠、百草味和良品铺子分别同比-18.4%/-5.8%/-18.1%。2020 年 6 月，龙头三只松鼠/百草味/良品铺子实现销售额 5.8/3.3/2.7 亿元、分别同比-18.4%/-5.8%/-18.1%；市占率为 10.1%/5.7%/4.7%、分别同比-5.4/-1.9/-2.5Pcts。我们认为短期多因素叠加导致龙头增速慢于行业：①短期加大站外流量投入、缩减站内投放；②部分精力投放于新品牌开发，三只松鼠/良品铺子已相继推出小鹿蓝蓝、良品小食仙品牌；③疫情背景下，线下品牌线上化发展加速，加上淘宝特价版扶持等因素，加剧线上渠道竞争。

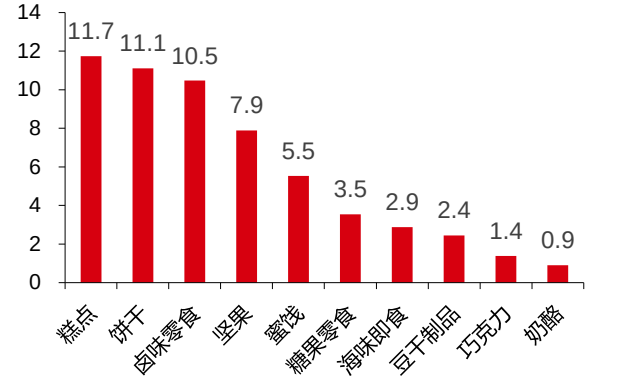
2020 年 1~6 月，休闲食品行业销售为 367.8 亿元、同增 25.0%。其中三只松鼠/百草味/良品铺子累计销售额分别 43.7/27.4/17.0 亿元、分别同增 16.2%/16.4%/14.8%，龙头表现落后于行业，市占率为 11.9%/7.5%/4.6%、分别同比-0.9/-0.5/-0.4Pct。

图 5：201901-202006 阿里平台休闲零食行业销售情况



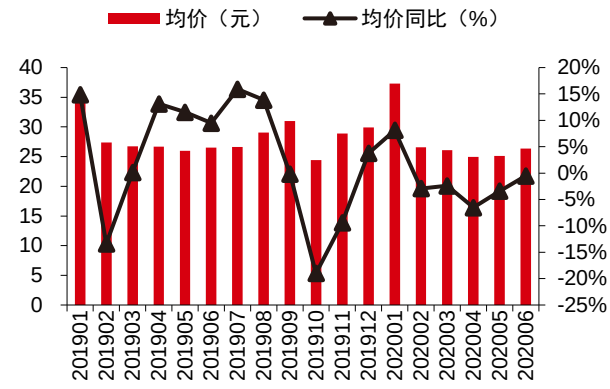
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 6： 2020 年 6 月阿里平台休闲食品子行业销售额（亿元）



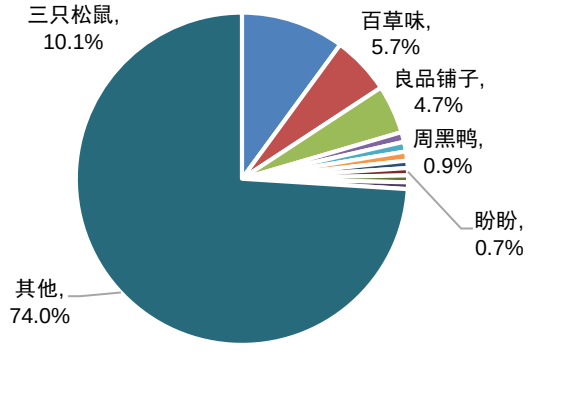
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 7：201901-202006 阿里平台休闲零售行业均价情况



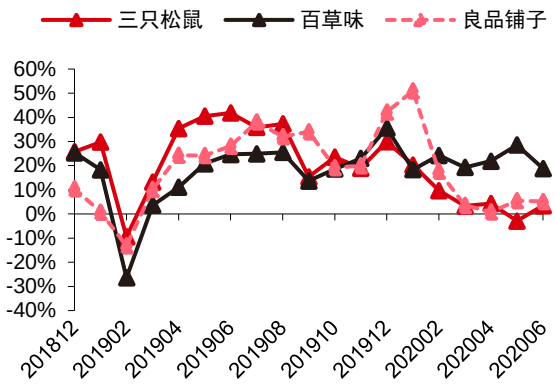
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 8：2020 年 6 月阿里平台各品牌竞争格局



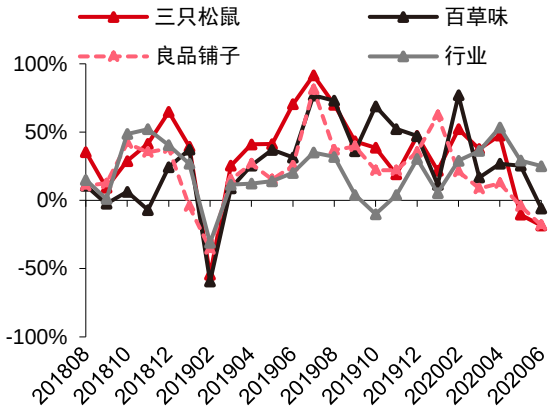
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 9：阿里平台三只松鼠、百草味、良品铺子阿里平台均价增速



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 10：阿里平台三只松鼠、百草味、良品铺子销售额同比增速



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

三只松鼠/百草味零食大礼包和每日坚果作为爆款继续热销。三只松鼠 TOP3 产品分别是零食大礼包、每日坚果、休闲食品零食小吃礼包。百草味销售 TOP3 产品为每日坚果、零食大礼包（夜宵小吃）、麻辣零食大礼包系列。

表 3：三只松鼠旗舰店 2020 年 6 月 TOP3 热销产品

	宝贝名称	价格（元）	销售额（万元）
TOP3 产品	三只松鼠_零食大礼包(多规格)	35	6276
	三只松鼠_每日坚果（750g/30 包）	106	4079
	三只松鼠_休闲食品零食小吃礼包	45	3862

资料来源：淘宝网，中信证券研究部

表 4：百草味旗舰店 2020 年 6 月 TOP3 热销产品

	宝贝名称	价格（元）	销售额（万元）
TOP3 产品	百草味-每日坚果（750g/30 袋）	128	2987
	百草味-零食大礼包（夜宵小吃饼干组合）	50	1282
	百草味-麻辣零食大礼包系列（多规格）	43	1205

资料来源：淘宝网，中信证券研究部

乳制品：液奶销售持续强劲，奶粉线上渠道增速保持

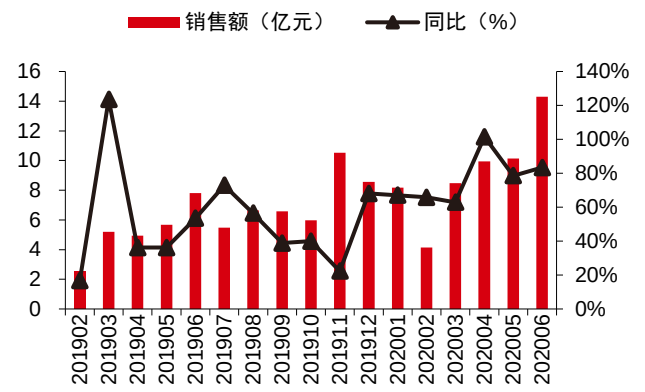
2020 年 6 月，液态奶行业强劲表现持续、同增 83.4%，伊利/蒙牛分别同增 139.4%/26.1%。2020 年 6 月液奶行业销售额为 14.3 亿元[1]、同增 83.4%。其中白奶/酸奶销售额分别为 9.4 亿元/4.0 亿元、同增 91.5%/65.5%。伊利/蒙牛销售额为 4.2 亿元/2.1 亿元、同比+139.4%/-5.4%，双龙头阿里系线上合计市占率为 43.9%、同比-6.7Pcts，其中伊利/蒙牛市占率分别为 29.4%/14.5%、同增 6.9Pcts/同降 13.6Pcts。

2020 年 1~6 月，液奶销售达 55.2 亿元、同增 77.9%。伊利/蒙牛累计销售额为 14.8/10.9

[1]注：由于淘数据调整了乳制品定义，2019 年 8 月加入含乳饮料及调制乳。考虑到数据口径的一致性，我们对乳制品行业收入及销量进行修正，即从该阶段的收入及销量中去除含乳饮料及调味乳产品数据。

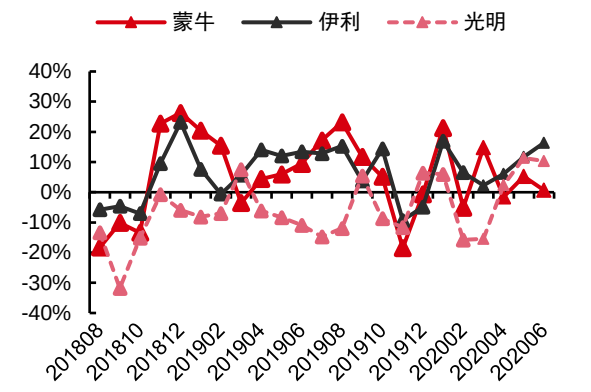
亿元、同比+93.4%/+60.8%，液奶销售线上高增，蒙牛线上增速落后于行业。

图 11：201902-202006 阿里平台乳品行业销售情况



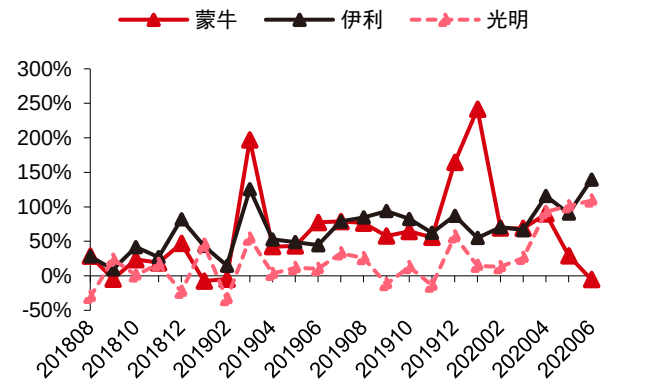
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 12：201808-202006 阿里平台乳制品 TOP3 均价同增情况



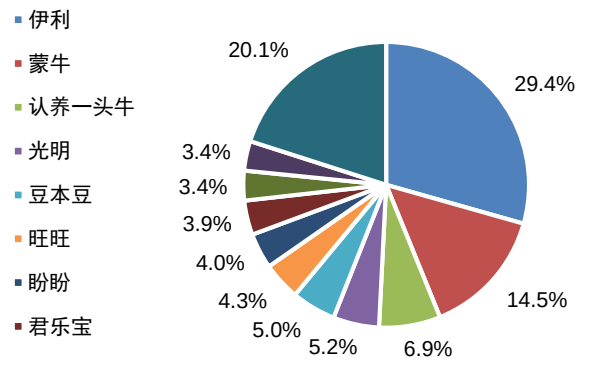
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 13：201808-202006 阿里平台乳制品 TOP3 销售同比增长情况



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 14：2020 年 6 月阿里平台乳制品行业销售竞争格局



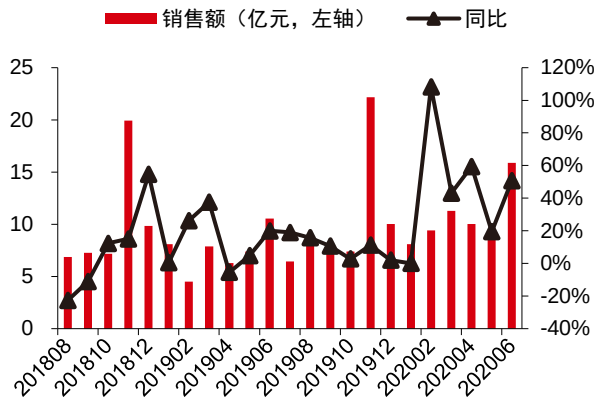
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

2020 年 6 月，牛奶粉行业销售额稳健增长，同增 50.8%。2020 年 6 月牛奶粉行业实现销售额 15.9 亿元、同增 50.8%。爱他美/飞鹤/美素佳儿销售额分别为 2.8 亿元/1.5 亿元/1.3 亿元、同增 59.1%/119.9%/71.3%，市占率为 17.9%/9.6%/8.1%。2020 年 1~6 月牛奶粉行业总销售额为 63.5 亿元、同增 42.1%。爱他美/飞鹤/a2 销售额分别为 11.6 亿元/6.1 亿元/4.6 亿元、同增 55.7%/114.5%/34.1%。

2020 年 6 月，羊奶粉行业销售额同增 56.8%。2020 年 6 月羊奶粉行业销售额为 7905 万元、同增 56.8%。行业前三产品为佳贝艾特/可瑞康/卡洛塔尼，销售额分别为 3704/1051/422 万元，市占率为 46.9%/13.3%/5.3%。

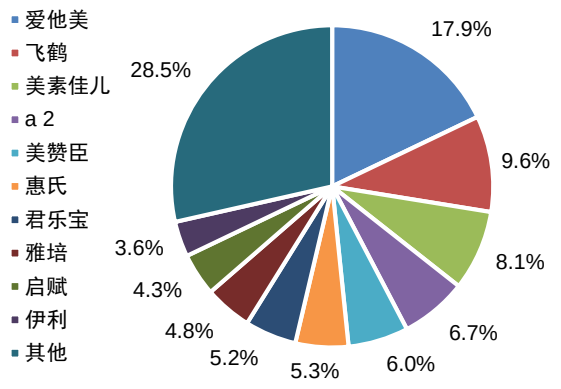
2020 年 6 月，奶酪行业销售额同增 79.6%，行业持续高增。2020 年 6 月奶酪行业实现销售额 7413 万元、同增 79.6%，行业持续高增。2020 年 6 月，百吉福/妙可蓝多/伊利销售额分别为 3160/1343/763 万元，市占率为 42.6%/18.1%/10.3%。丹麦品牌爱氏晨曦保持行业第四（市占率 4.0%），2020 年 6 月销售额为 295 万元。

图 15：201808-202006 阿里平台牛奶粉行业销售额



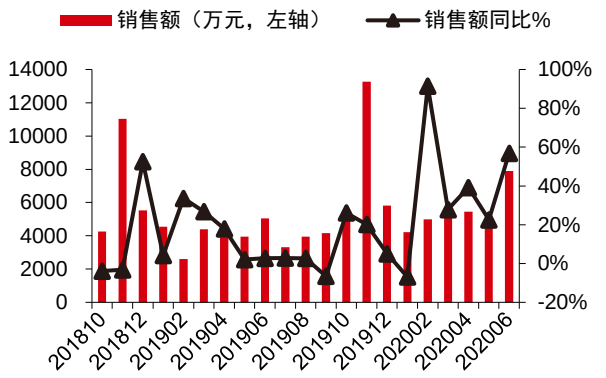
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 16：2020 年 6 月阿里平台各品牌牛奶粉销售额占比



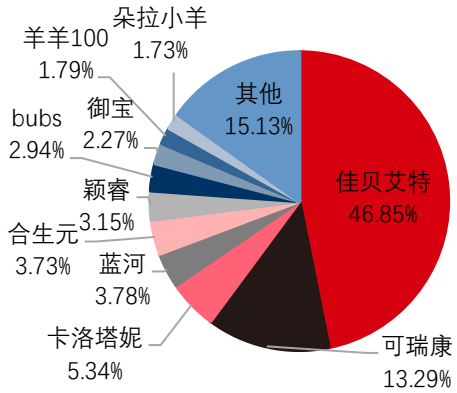
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 17：201810-202006 阿里平台羊奶粉销售情况



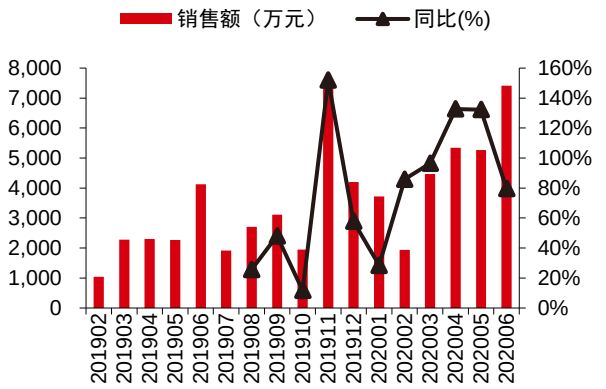
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 18： 2020 年 6 月阿里平台各品牌羊奶粉销售额占比



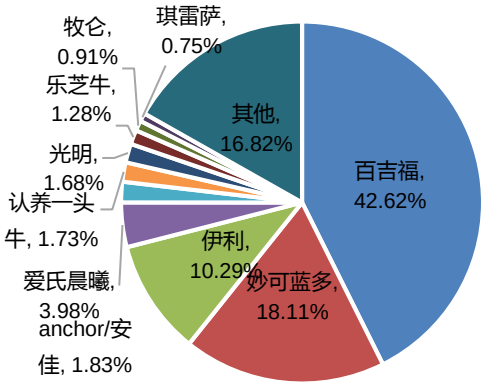
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 19：201902-202006 阿里平台奶酪零食市场情况



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 20：2020 年 6 月阿里平台奶酪零食市场竞争格局



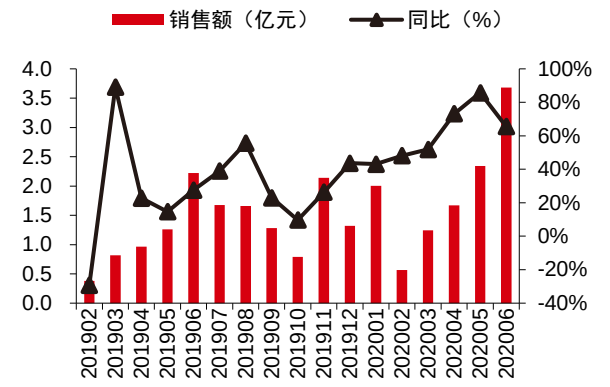
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

酒类：啤酒线上动销强劲，白酒维持快节奏增长

2020 年 6 月，啤酒行业销售额同增 65.5%、环增 57.0%，逐步进入销售旺季。2020 年 6 月啤酒行业销售额为 3.7 亿元、同增 65.5%、环增 57.0%。行业前三的品牌青岛啤酒/百威/哈尔滨啤酒销售额分别为 6266/5173/3571 万元、同比+64.9%/+56.4%/+125.2%。雪花啤酒延续 5 月快速增长势头，5 月实现销售额 1466 万元、同增 81.0%。

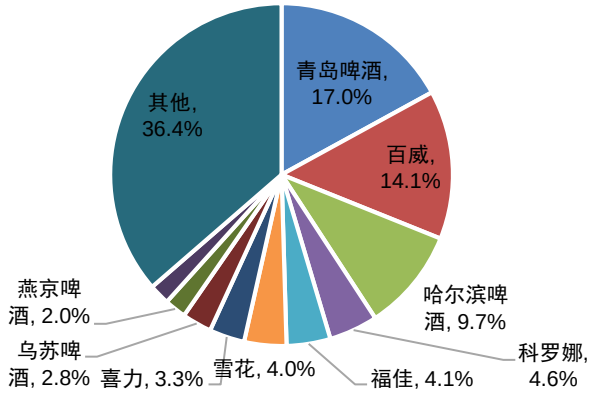
2020H1，啤酒行业累计实现销售 11.5 亿元、同增 63.2%。青啤/百威/哈啤/雪花累计销售额为 1.7 亿元/1.4 亿元/1.1 亿元/4472 万元、同比+77.3%/+77.8%/+148.8%/+71.6%。总体来看，上半年啤酒行业线上销售实现较快增长，疫情线下销售受阻后，各家啤酒企业注重线上渠道拓展，连续多月销售取得快速增长。

图 21：201902-202006 阿里平台啤酒销售情况



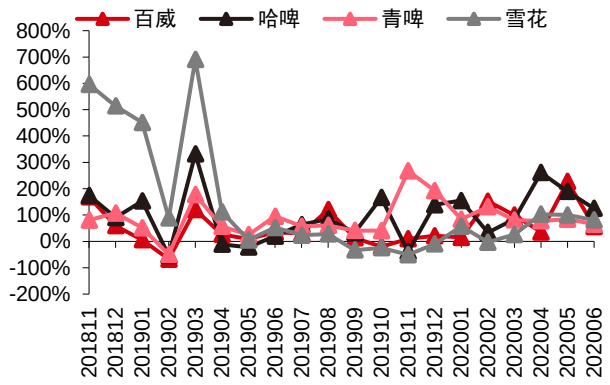
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 22：2020 年 6 月阿里平台主要品牌啤酒销售情况



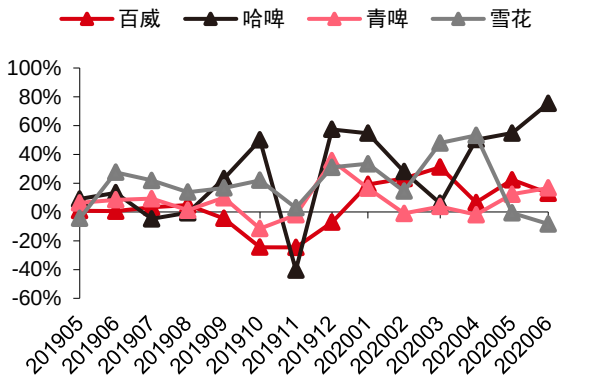
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 23：201811-202006 阿里平台啤酒行业销售额同比增长情况（%）



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 24：201905-202006 阿里平台啤酒行业均价同比增长情况（%）



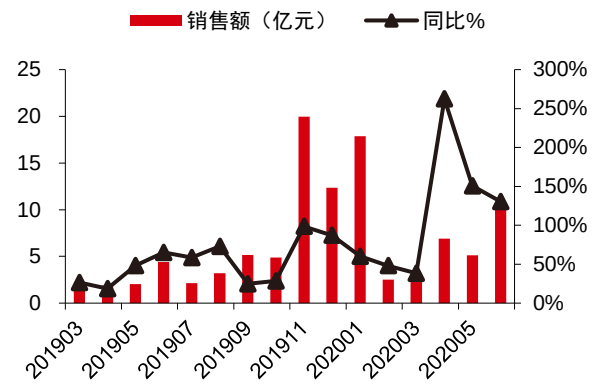
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

2020 年 6 月，白酒销售额同增 130.5%，茅台电商持续快速放量。2020 年 6 月白酒行业销售额为 10.1 亿元、同增 130.5%。其中，茅台销售排名第一，销售额为 3.6 亿元、同增近 259.2%，持续快速放量，占行业总销售额的 35.6%。五粮液/泸州老窖/汾酒/洋河/牛栏山阿里平台销售额为 1.0 亿元/6293 万元/4174 万元/3501 万元/1437 万元、同比

+141.3%/+120.9%/-19.2%/+14.1%/32.8%。

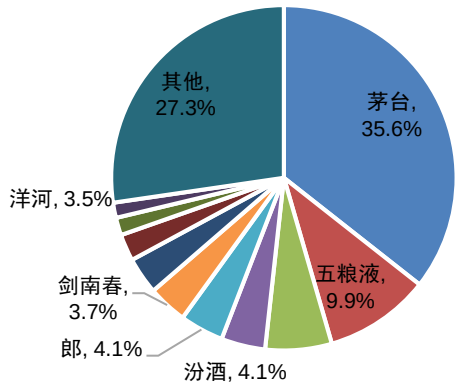
2020H1，白酒销售额为 45.5 亿元、同增 94.9%，接近翻倍增长。其中，茅台/五粮液/泸州老窖/洋河/山西汾酒/牛栏山累计销售额分别为 13.0/4.2/3.3/3.0/1.8/0.9 亿元、同比+321.7%/+65.5%/+94.6%/+16.4%/62.3%/31.2%。

图 25：201903-202006 阿里平台白酒销售情况



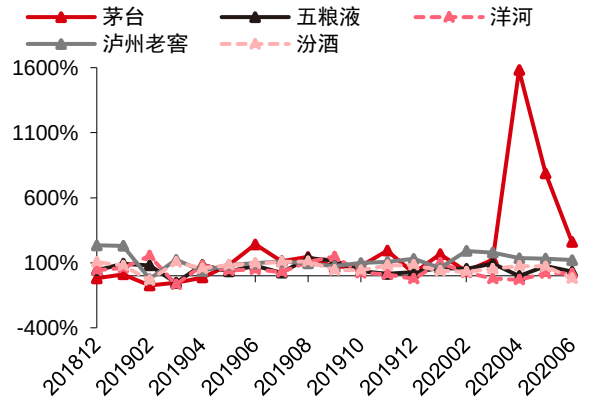
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 26：2020 年 6 月阿里平台主要品牌白酒销售情况



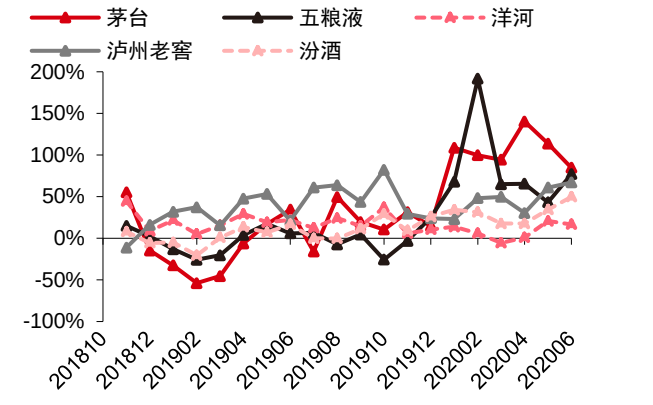
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 27：201812-202006 阿里平台白酒主要品牌销售同比增速（%）



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

图 28：201810-202006 阿里平台白酒主要品牌均价同比变化情况（%）



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

风险因素

消费需求转弱，食品安全风险，行业政策风险。

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 Dalamal 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。

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) 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”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 2020 版权所有。保留一切权利。