延续高增长，新年离岛免税开门红

休闲服务行业周报（2021.01.04-2021.01.08）｜2021.1.12

中信证券研究部

姜娅
首席消费产业分析师
S1010510120056

杨清朴
社会服务分析师
S1010518070001

刘济玮
社会服务分析师
S1010521010002

核心观点

本周免税板块继续领涨，根据海关口径数据，元旦假期海南离岛免税日均销售额为1.8 亿元（vs. 12 月日均 1.37 亿元），同比增长 195%，在持续引导消费回流、加速免税市场扩容逻辑背景下，我们维持对中国中免竞争优势的判断。受疫情加重影响，本周旅游服务、景区等板块走弱，我们仍然认为疫情可控性较强，虽然短期影响不可避免，但后续景气恢复趋势仍然明确。建议继续配置景气较高的免税龙头（中国中免），持续配置餐饮、本地生活领域相关标的（美团、海底捞、九毛九等）。未来看继续布局出行景气修复机会：头部连锁酒店品牌（华住酒店、锦江酒店、首旅酒店）、休闲游代表标的（宋城演艺、中青旅）。

- **市场表现：**本周中信休闲服务行业指数跑输上证综指 1.80pcts（+0.99% VS +2.79%），A 股休闲板块涨幅前三为：中国中免（+3.03%）、大连圣亚（+1.60%）、锦江酒店（+0.58%）；后三为：凯撒旅业（-25.22%）、同庆楼（-10.96%）、腾邦国际（-10.36%）。港股休闲服务板块涨幅前三为：海底捞（+14.24%）、美团（+7.94%）、华住集团（+6.13%）；后三为：海昌海洋公园（-10.53%）、味千(中国)（-9.16%）、万宝盛华（-7.91%）。
- **本周关注：**2020 年 12 月 30 日三亚海旅免税城、中免集团三亚凤凰机场免税店和中服三亚国际免税购物公园这 3 家离岛免税店正式开业，加上之前已开业的 4 家，海南离岛免税店目前已增加至 7 家。根据海口海关口径数据，2021 年元旦假期三天，海南离岛免税销售额合计 5.4 亿元，同比增长 195.2%（vs. 12 月同比增速 149.8%），环比有较大提升，日均销售额约 1.8 亿元。购物人数共 7.6 万人次，同比增长 80.9%，人均消费 7105 元（vs. 12 月 6610 元）。我们认为，元旦假期免税销售的高增长符合预期，在持续引导消费回流、加速免税市场扩容逻辑背景下，中国免税行业整体受益。
- **行业动态：**《中华人民共和国海南自由贸易港法（草案）》目前已在中国人大网公布，面向社会公众征求意见，草案提出，海南自由贸易港市场准入特别清单由国务院有关部门会同海南省制定，实行以过程监管为重点的投资便利措施，逐步实施市场准入承诺即入制。正值社区采购平台募资活动激增之际，腾讯再向兴盛优选投资 1 亿美元，对后者估值达到 50 亿美元；兴盛优选也在与快手等其他投资者商讨进一步融资事宜。据晚点 LatePost 报道，滴滴计划于 2021 年上市，上市选择地或将选择香港，目标估值约为 600-800 亿美元，目前正与包括高盛、摩根大通在内的投行接洽。
- **风险因素：**疫情持续时间、影响地域或程度超预期，疫情对经济的冲击超出预期进而消费恢复慢于预期，政策支持力度低于预期，消费回流低于预期等。
- **投资观点：**本周免税板块继续领涨，根据海关口径数据，元旦假期海南离岛免税日均销售额为 1.8 亿元（vs. 12 月日均 1.37 亿元），同比增长 195%，在持续引导消费回流、加速免税市场扩容逻辑背景下，我们维持对中国中免竞争优势的判断。受疫情加重影响，本周旅游服务、景区等板块走弱，我们仍然认为疫情可控性较强，虽然短期影响不可避免，但后续景气恢复趋势仍然明确。建议继续配置景气较高的免税龙头（中国中免），持续配置餐饮、本地生活领域相关标的（美团、海底捞、九毛九等）。未来看继续布局出行景气修复机会：头部连锁酒店品牌（华住酒店、锦江酒店、首旅酒店）、休闲游代表标的（宋城演艺、中青旅）。

简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
中国中免	291.00	2.37	2.91	5.13	123	100	57	买入
美团-W	318.00	0.38	4.71	1.13	836	67	282	买入
首旅酒店	21.15	0.90	-0.40	0.92	24	NA	23	买入
锦江酒店	51.83	1.14	0.40	1.32	45	130	39	买入
华住	47.96	5.52	-6.68	6.31	55	NA	54	增持
宋城演艺	17.00	0.92	0.06	0.48	18	309	36	买入
海底捞	68.20	0.44	0.16	0.91	154	419	75	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　注：股价为 2021 年 1 月 8 日收盘价，华住股价单位为美元，美团、海底捞股价单位为港元

目录

本周观点 **1**
重点关注：元旦假期离岛免税销售火热 1
投资建议 1
行情回顾 **1**
A 股休闲服务板块 1
港股休闲服务板块 4
美股休闲服务板块 4
公司公告 **5**
行业要闻 **6**
政策 6
免税 6
生活服务 6
社区团购 6
航空&机场 6
酒店 7
出境游 7
景区 7
餐饮 7
博彩 8
风险因素 **8**

插图目录

图 1：海南离岛免税日均销售额及同比增速 1
图 2：海南离岛免税人均消费额 1
图 3：A 股休闲服务板块本周每日涨跌幅 2
图 4：休闲服务子板块周涨跌幅 2
图 5：休闲服务子板块最近一个月涨跌幅 2
图 6：休闲服务子板块年初至今涨跌幅 2
图 7：A 股休闲服务板块本周涨跌幅 3
图 8：A 股重点覆盖公司历史估值区间与其 21 年 PE 估值水平比较 4
图 9：港股休闲服务板块本周涨跌幅 4
图 10：美股休闲服务板块本周涨跌幅 5

表格目录

表 1：本周涨跌幅前五与后五 3
表 2：本周重点公告汇总 5

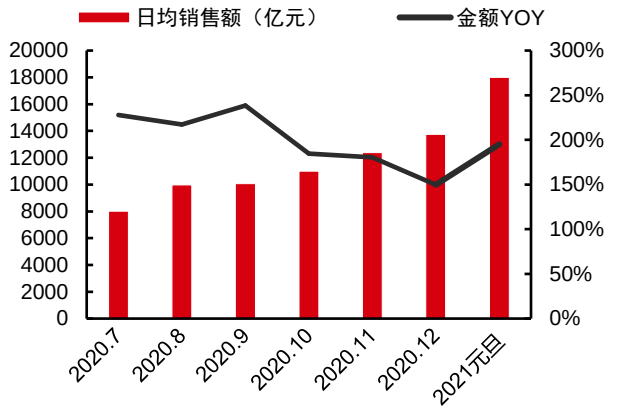
本周观点

重点关注：元旦假期离岛免税销售火热

在今年元旦前夕（2020 年 12 月 30 日），三亚海旅免税城、中免集团三亚凤凰机场免税店和中服三亚国际免税购物公园这 3 家离岛免税店正式开业，加上之前已开业的 4 家，海南离岛免税店目前已增加至 7 家。

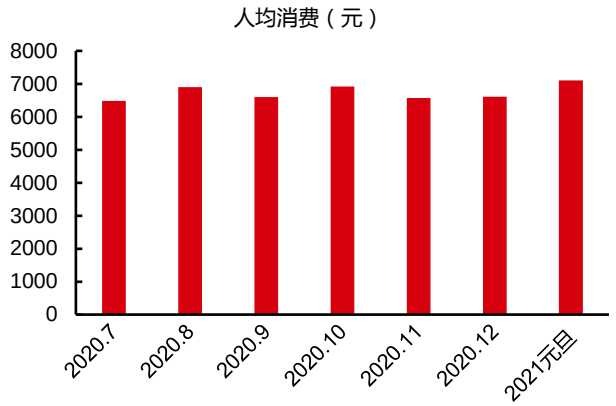
根据海口海关口径数据，2021 年元旦假期三天，海南离岛免税销售额合计 5.4 亿元，同比增长 195.2%（vs. 12 月同比增速 149.8%），环比有较大提升，日均销售额约 1.8 亿元。购物人数共 7.6 万人次，同比增长 80.9%，人均消费 7105 元（vs. 12 月 6610 元）。

图 1：海南离岛免税日均销售额及同比增速



资料来源：海关总署，中信证券研究部

图 2：海南离岛免税人均消费额



资料来源：海关总署，中信证券研究部

我们认为，元旦假期免税销售的高增长符合预期，在持续引导消费回流、加速免税市场扩容逻辑背景下，中国免税行业整体受益，其中中免凭借全门店布局和强大的基础运营能力、良性的品牌合作关系、显著的规模议价优势等，受益最为明确，竞争优势显著。

投资建议

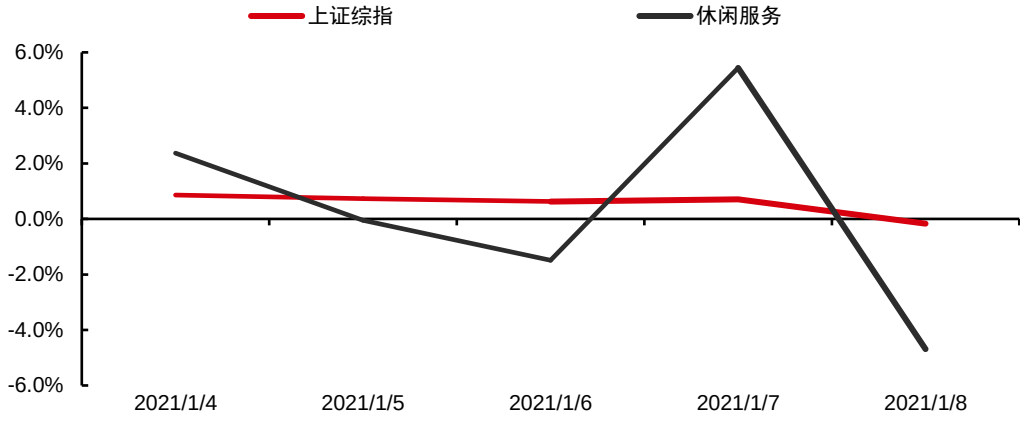
本周免税板块继续领涨，根据海关口径数据，元旦假期海南离岛免税日均销售额为 1.8 亿元（vs. 12 月日均 1.37 亿元），同比增长 195%，在持续引导消费回流、加速免税市场扩容逻辑背景下，我们维持对中国中免竞争优势的判断。受疫情加重影响，本周旅游服务、景区等板块走弱，我们仍然认为疫情可控性较强，虽然短期影响不可避免，但后续景气恢复趋势仍然明确。建议继续配置景气较高的免税龙头（中国中免），持续配置餐饮、本地生活领域相关标的（美团、海底捞、九毛九等）。未来看继续布局出行景气修复机会：头部连锁酒店品牌（华住酒店、锦江酒店、首旅酒店）、休闲游代表标的（宋城演艺、中青旅）。

行情回顾

A 股休闲服务板块

本周 A 股休闲服务板块上涨 0.99%，跑输大盘 1.80pcts。最近一个月 A 股休闲服务板块上涨 21.87%，年初至今上涨 0.93%。

图 3：A 股休闲服务板块本周每日涨跌幅



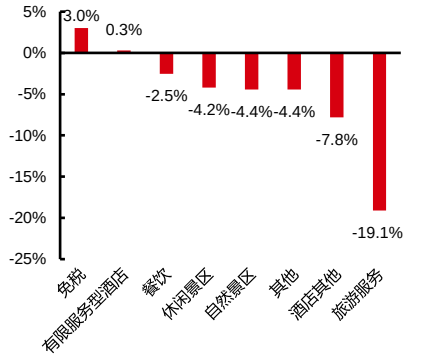
资料来源：Wind，中信证券研究部

分板块来看，本周休闲服务各子板块涨跌幅排名：免税>有限服务型酒店>餐饮>休闲景区>自然景区>其他>酒店其他>旅游服务。

最近一个月，休闲服务各子板块涨跌幅排名：免税>有限服务型酒店>餐饮>自然景区>其他>休闲景区>酒店其他>旅游服务。

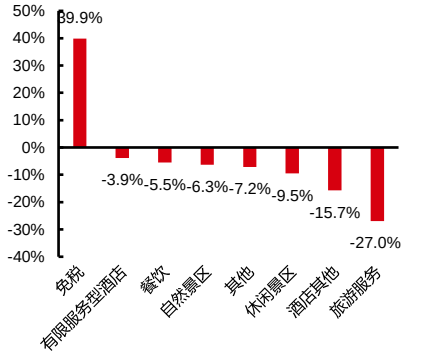
年初至今，休闲服务各子板块涨跌幅排名：免税>有限服务型酒店>餐饮>休闲景区>自然景区>其他>酒店其他>旅游服务。

图 4：休闲服务子板块周涨跌幅（%）



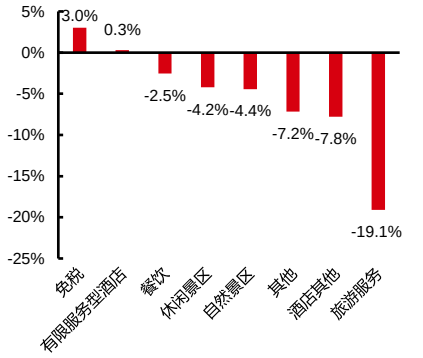
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：休闲服务子板块最近一个月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：休闲服务子板块年初至今涨跌幅（%）

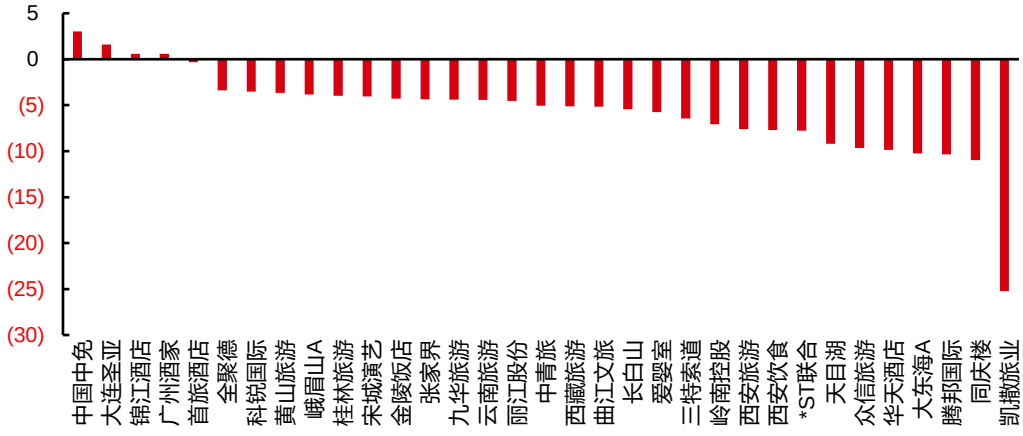


资料来源：Wind，中信证券研究部

本周 A 股休闲服务板块 33 家公司中 4 家上涨，涨跌幅前五为中国中免（+3.03%）、大连圣亚（+1.60%）、锦江酒店（+0.58%）、广州酒家（+0.57%）、首旅酒店（-0.33%）。

本周涨跌幅后五为凯撒旅业（-25.22%）、同庆楼（-10.96%）、腾邦国际（-10.36%）、大东海 A（-10.25%）、华天酒店（-9.85%）。

图 7：A 股休闲服务板块本周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

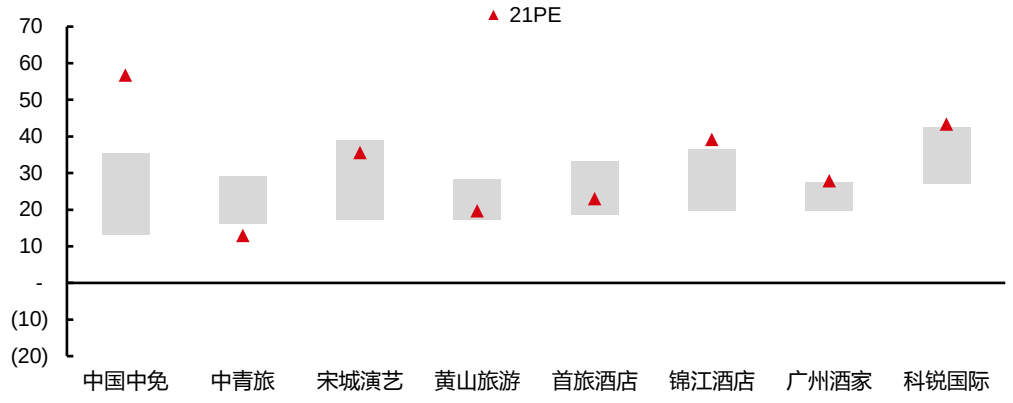
表 1：本周涨跌幅前五与后五

代码	个股	最近一周	最近一月	年初至今
本周涨跌幅前五				
601888.SH	中国中免	3.03	39.88	3.03
600593.SH	大连圣亚	1.60	-30.20	1.60
600754.SH	锦江酒店	0.58	1.07	0.58
603043.SH	广州酒家	0.57	-0.10	0.57
600258.SH	首旅酒店	-0.33	-14.20	-0.33
本周涨跌幅后五				
000796.SZ	凯撒旅业	-25.22	-26.81	-25.22
605108.SH	同庆楼	-10.96	-19.85	-10.96
300178.SZ	腾邦国际	-10.36	-10.58	-10.36
000613.SZ	大东海 A	-10.25	-33.89	-10.25
000428.SZ	华天酒店	-9.85	-13.77	-9.85

资料来源：Wind，中信证券研究部

从个股估值水平来看，中青旅位于历史估值底部区域。

图 8：A 股重点覆盖公司历史估值区间与其 21 年 PE 估值水平比较



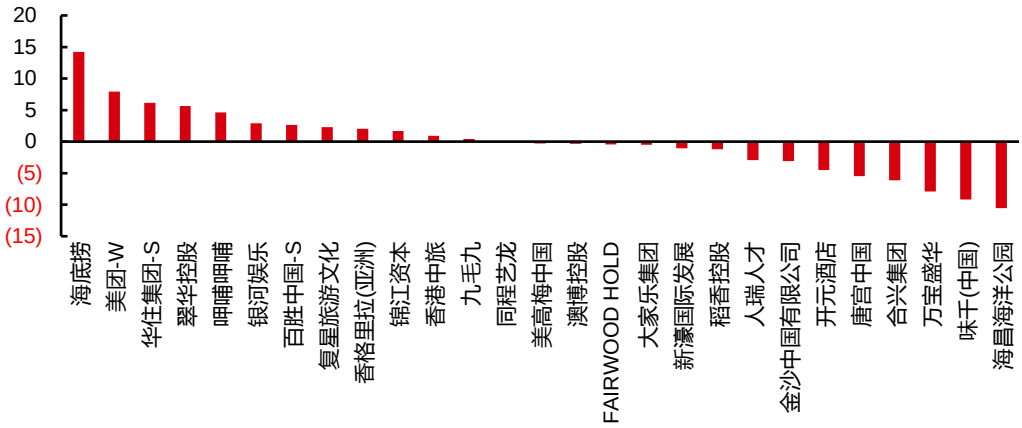
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：历史估值区间是计算出个股 2013 年以来估值的中位数，并加减一个标准差得到

港股休闲服务板块

本周港股休闲服务板块 27 家公司中 12 家上涨，涨跌幅前五为海底捞（+14.24%）、美团（+7.94%）、华住集团（+6.13%）、翠华控股（+5.66%）、呷哺呷哺（+4.64%）。

本周涨跌幅后五为海昌海洋公园（-10.53%）、味千(中国)（-9.16%）、万宝盛华（-7.91%）、合兴集团（-6.12%）、唐宫中国（-5.49%）。

图 9：港股休闲服务板块本周涨跌幅（%）



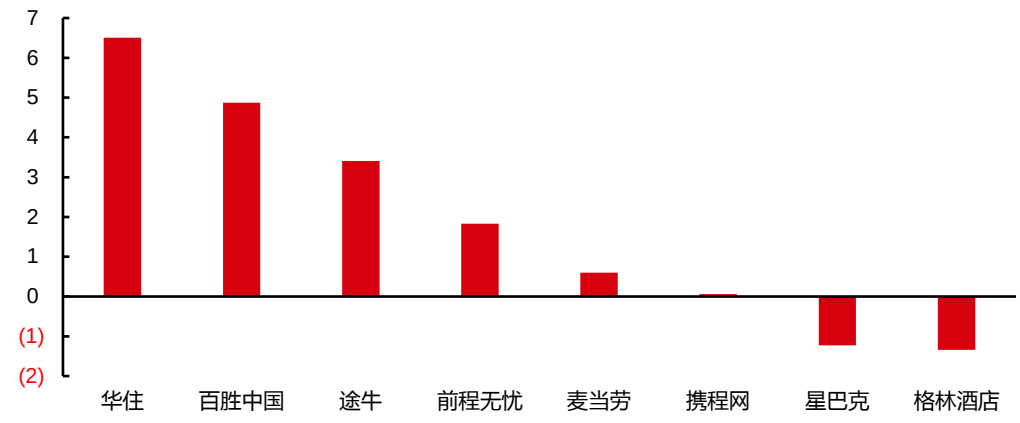
资料来源：Wind，中信证券研究部

美股休闲服务板块

本周美股休闲服务板块 8 家公司中 6 家上涨，涨跌幅前三为华住（+6.51%）、百胜中国（+4.87%）、途牛（+3.41%）。

本周涨跌幅后三为格林酒店（-1.34%）、星巴克（-1.22%）、携程网（+0.06%）。

图 10：美股休闲服务板块本周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司公告

表 2：本周重点公告汇总

公司简称	公告主题	公告内容
首旅酒店	股权划转	根据北京市人民政府划转部分国有资本充实社保基金实施方案的要求，北京市国资委将其持有的首旅集团 10%股权无偿划转至承接主体北京市财政局。本次国有股权划转后，北京市国资委和北京市财政局分别持有首旅集团 90%股权和 10%股权。
海底捞	发行票据	公司与摩根士丹利、中金公司、招银国际及瑞士信贷就票据发行订立认购协议，拟发行 600 百万美元于 2026 年到期的 2.150%票据。公司已接获联交所确认票据符合资格上市，拟将票据所得款项净额用于一般企业用途。
广州酒家	工商变更	近日，广州市海越陶陶居餐饮管理有限公司已完成本次股权转让的相关工商登记手续，并取得《营业执照》，海越公司成为陶陶居公司全资子公司。
天目湖	股份减持	股东孟广才计划于 2020 年 10 月 12 日-2021 年 3 月 31 日期间减持不超过 6,960,000 股。计划减持时间已过半，孟广才尚未减持其持有的公司股份。
天目湖	现金管理	公司拟使用本金总金额不超过人民币 2.95 亿元的闲置募集资金进行现金管理，使用期限不超过 12 个月。
凯撒旅业	提供担保	公司下属全资公司凯撒商旅为使用国际航协的 BSP〇1 出票系统，委托国际航协在中国实施代理人计划所认可的担保单位中航鑫港担保有限公司为其与国际航协签署《客运销售代理协议》提供保证担保；作为条件，由公司全资孙公司北京凯撒向中航鑫港提供相应的反担保，金额为 1000 万元。
全聚德	股份回购	公司以集中竞价交易方式已回购股份数量为 515,000 股，占公司总股本的比例为 0.1670%，最高成交价为 10.97 元/股，最低成交价为 9.59 元/股，已使用资金总额为 5,223,118 元（不含交易费用）。
腾邦国际	行政处罚	公司全资子公司腾付通收到行政处罚决定书，被发现存在未按规定履行客户身份识别义务等违法违规事实，合计罚没金额 6,143,754.88 元。
金沙中国	人事变动	Adelson 先生将因病休假，暂不履行本公司主席、行政总裁及提名委员会主席的职务，并获调任为本公司非执行董事。Goldstein 先生获委任为本公司代理主席、代理行政总裁及代理提名委员会主席，并获调任为本公司执行董事；郑君诺先生获委任为本公司执行董事。
岭南控股	人事变动	因工作变动原因，康宽永先生向公司董事会申请辞去董事及董事会薪酬与考核委员会委员的职务。辞去上述职务后，康宽永先生将不在公司及控股子公司担任任何职务，且未持有公司股票。
美高梅中国	股东致函	公司董事会得悉机构投资者兼本公司股东 Snow Lake Capital 已于 2021 年 1 月 6 日向公司控股股东美高梅国际酒店集团发出公开函件，就公司股权架构及未来发

公司简称	公告主题	公告内容
		展提出建议。截至本公告日，公司并无计划进行重组。

资料来源：Wind，中信证券研究部

行业要闻

政策

《中华人民共和国海南自由贸易港法（草案）》目前已在中国人大网公布，面向社会公众征求意见。草案提出，海南自由贸易港市场准入特别清单由国务院有关部门会同海南省制定，实行以过程监管为重点的投资便利措施，逐步实施市场准入承诺即入制。

（消息来源：南海网）

免税

近日，Dufry 已经与海南省发展控股有限公司签署战略合作协议，共同在快速发展的海南市场等地区开发免税业务。除提供全球品牌外，Dufry 还将与海南控股分享其在旅游零售领域的全球经验。除了与海南控股的合作，Dufry 此前也计划与阿里巴巴建立合资企业。

（消息来源：证券时报）

生活服务

滴滴计划于 2021 年上市，上市选择地或将选择香港，目标估值约为 600-800 亿美元，目前正与包括高盛、摩根大通在内的投行接洽。

（消息来源：晚点 LatePost）

企查查 App 显示，1 月 1 日，美团关联企业北京三快在线科技有限公司获得外观专利“智能取餐柜”的授权，该专利申请日为 2020 年 5 月。

（消息来源：Wind）

社区团购

正值社区采购平台募资活动激增之际，腾讯再向兴盛优选投资 1 亿美元，对后者估值达到 50 亿美元；兴盛优选也在与快手等其他投资者商讨进一步融资事宜。京东在不到一个月之前也向兴盛优选注入了 7 亿美元的资本。

（消息来源：彭博新闻社）

航空&机场

航班管家数据显示，去年 12 月中国民航整体执飞率 84.70%，环比 11 月份降低 3 个百分点，月度航班量恢复到历史同期 85.62%，其中国内航线航班量恢复至历史同期

103.47%。12 月，中国（仅中国大陆地区）的航班恢复率全球最高，恢复率达到 93.61%；其次是俄罗斯、墨西哥。

（消息来源：环球旅讯）

深圳机场 12 月旅客吞吐量 383.13 万人次，同比下降 15.76%；2020 年旅客吞吐量 3791.61 万人，同比下降 28.37%。

（消息来源：环球旅讯）

酒店

携程数据显示，今年元旦假期期间，全国多地一房难求。3 星级酒店价格同比增长达 23%；4 星级酒店价格同比增长达 21%；5 星级酒店价格同比增长 17%。按酒店间夜量排序，上海、北京、杭州、长沙、南京、三亚、广州、厦门、重庆、哈尔滨位列前十。

（消息来源：环球旅讯）

近日多家媒体报道称，美团将投资东呈国际集团，入股 20%，以进一步加码住宿市场。截止目前，双方对此消息暂无回应。

（消息来源：Wind）

出境游

澳门旅游局公布的数据显示，2020 年 12 月 31 日至 2021 年 1 月 3 日，访澳门旅客日均逾 2.1 万人次，其中 2020 年 12 月 31 日有 30747 人次旅客入境，为新冠疫情以来新高。期间，澳门酒店的平均入住率超过 67%。

（消息来源：环球旅讯）

景区

上海国际旅游度假区南一片区规划进一步聚焦文旅产业，全面对接迪士尼产业链，紧密联动度假区核心区发展，打造以高品质度假休闲、潮流型活动体验、国际化文化创意为主导功能的城市休闲度假胜地。规划形成“三区三核，两横三纵”的空间结构，以小七灶港水轴为纽带，串联康体活力区、演艺体验区、文创生活区三大功能片区。

（消息来源：环球旅讯）

餐饮

广州发布春节餐饮防疫指引，聚餐需控制 10 人以下，鼓励提供订制化年夜饭外卖服务和团餐预订配送服务。

（消息来源：中国网）

博彩

雪湖资本致信美高梅中国，建议引入 20%战投，战投候选包括美团、携程、华住、融创中国。美高梅国际酒店表示，仍将致力于在澳门的发展，并将继续采取符合其股东和利益相关方最大利益的行动。

（消息来源：环球旅讯）

风险因素

疫情持续时间、影响地域或程度超预期，疫情对经济的冲击超出预期进而消费恢复慢于预期，政策支持力度低于预期，消费回流低于预期等。

相关研究

海南离岛免税市场调研快报—供给优化带动需求释放，市场扩容可期 (2020-12-22)
新冠疫苗最新研究数据发布事项点评—疫苗加快面世催化出行产业链修复 (2020-11-10)
在线 K12 课外辅导行业专题—疫情助推下的加速跑 (2020-10-29)
社会服务行业 2020 年国庆长假旅游数据点评—双节景气良好，修复趋势还将延续 (2020-10-09)
博彩行业 2020 年中报总结—Q2 业绩筑底，Q3 复苏起点 (2020-09-16)
消费产业最新投资观点—消费长青，关注配置机会 (2020-09-09)
免税行业重大事项点评—海南省内企业离岛免税经营资质落定，适度竞争格局逐渐清晰 (2020-08-19)
社会服务行业跟踪点评—休闲服务景气修复，关注估值切换行情 (2020-08-12)
免税行业媒体报道点评—适度竞争导向明确，中免龙头地位确定 (2020-08-01)
酒店行业跟踪报告—景气恢复有望推动估值修复 (2020-07-19)
消费产业 2020 年 6 月社零数据点评—6 月社零降幅继续收窄，必选坚挺、可选修复 (2020-07-19)

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) 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 2021 版权所有。保留一切权利。