



中信证券研究部

核心观点



陈聪

基础设施和现代服务产业首席分析师  
S1010510120047



张全国

房地产和物业服务行业联席首席分析师  
S1010517050001

**重奢商管行业具备高稀缺性和高壁垒，护城河体现在先发优势、品牌资源和运营能力等多个方面。我们预计重奢商管领域寡头垄断地位将进一步提升，建议投资者关注资源与能力兼备的商管行业龙头。**

■ **疫情加快中国个奢消费境外回流进程。**中国是全球个人奢侈品市场中最重要的消费地和消费者来源之一，近两年疫情导致的出境限制加快了自 2015 年开始的境外回流进程，我们预计中国在全球个奢消费的占比自 2015 年 6% 提升至 2022 年的 16%。展望远期，虽然在出境限制放开后部分消费者会重启境外消费，但奢侈品价差的缩小、放开管控限制对于经济的正面刺激以及 Z 世代等增量消费者的崛起，又能够对中国个人奢侈品消费起到正面的提振作用。我们预计中国在疫情影响消失后将成为全球最大的个人奢侈品消费市场，中国境内消费份额有望在 2025 年提升至 25%，实现稳健的增长。

■ **重奢购物中心总量有望保持稳健增长。**对于消费者来说，线下仍是重奢消费最重要的渠道，由于重奢产品高单价的特性，线上渠道份额天花板可能天然低于轻奢，我们预计线下仍将保持第一大渠道的地位。对于品牌来讲，中国区仍是全球最具潜力的奢侈品消费市场之一，2021 年全球奢侈品有 55% 的开店位于中国，但门店覆盖率仍有提升空间。对于政府而言，一座顶奢购物中心不仅能够吸引高端消费人口、唤醒高端消费欲望，也能有效提升当地居民对于城市发展和商业繁荣的荣誉感。我们相信，中国的重奢线下门店数量还将进一步增加，中国的重奢零售物业也有进一步提升总量的空间。我们估计，当前中国内陆约有 70 家重奢购物中心，并在未来 5 年将保持平均每年 3-5 座的开业增速。

■ **龙头企业享有市场、资源和能力的壁垒。**重奢商管是一门壁垒极高的生意。重奢商管集团的护城河体现在：**1) 市场壁垒**，我们统计发现，目前一线城市、新一线城市和二线城市的单城市重奢购物中心平均数量分别只有 6 座、2 座和 1 座，龙头公司具备先发优势。**2) 资源壁垒**，在我们统计的 200 多家品牌精品店中，有 69% 的门店都开业在前 10 大商管集团，有 50% 的门店开业在前 5 大商管集团，这五大集团分别为：华润置地（万象）、恒隆地产、SKP、九龙仓和太古地产，头部商管集团具备资源优势。**3) 能力壁垒**，由于重奢品牌落位相对较晚，对购物中心要求相对较高，因此在培育期和成熟期均需要较强的运营能力以保持和奢侈品品牌的良好关系。我们预计，未来重奢商管将呈寡头格局，重奢商管行业头部化集中趋势将加速。

■ **稳定现金奶牛，看好长期韧性。**由于稀缺性和高壁垒，重奢购物中心通常有超强的吸金能力。根据联商网等统计的 2021 年购物中心销售排行，在样本企业中 TOP50 销售额的购物中心，有 27 座都是重奢物业，TOP20 里面有 17 座都是重奢物业。体现在效率上，重奢购物中心的坪效和单位租金可能高达优质非重奢物业的 3 倍以上。虽然 2022 年上半年受到短期疫情封控的影响，但长期而言，重奢购物中心能够提供稳定的租金回报，我们看好重奢购物中心的长期韧性。

■ **风险因素：**局部地区疫情反复和封控措施影响购物中心经营的风险。宏观经济增速下行影响奢侈品消费基本面的风险。购物中心减免租金影响全年业绩的风险。

■ **投资建议：**重奢商管行业具备高壁垒和稀缺性，在奢侈品消费基本面有所支撑和重奢购物中心总量稳定增长的背景下，市场壁垒、资源壁垒和能力壁垒共同决定了头部商管集团的寡头垄断地位。我们建议投资者关注资源与能力兼备的企业，在轻资产领域推荐华润万象生活，在重资产领域推荐华润置地，也建议关注老牌港资商业地产品牌恒隆地产。

房地产和物业服务行业

评级

强于大市（维持）

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (交易 币种)	EPS (元)				PE				评级
		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
华润万象生活	32.15	0.76	1.00	1.35	1.72	37	28	20	16	买入
华润置地	30.95	3.73	4.14	4.53	4.93	7	6	6	5	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2022 年 8 月 23 日收盘价

## 目录

<b>中国奢侈品消费：疫情加快境外消费回流进程</b> .....	<b>6</b>
中国是全球最重要的奢侈品市场之一 .....	6
疫情导致的奢侈品消费回流是永久性的吗？ .....	9
<b>总量和空间：稳定增长，不惧线上替代</b> .....	<b>12</b>
定义重奢零售物业 .....	13
消费者：线下仍然是重奢品类最重要的消费渠道 .....	13
品牌：中国奢侈品线下门店仍有开业空间 .....	16
政府：高端商业就是一座城市的奢侈品 .....	17
<b>格局和壁垒：以稀为贵，资源与能力并重</b> .....	<b>19</b>
龙头先发优势，市场、资源和能力的壁垒 .....	20
稳定现金奶牛，看好长期韧性 .....	26
<b>重点公司：华润品牌领衔轻重商管</b> .....	<b>31</b>
华润万象生活——神女应无恙，当惊世界殊 .....	31
华润置地——更好的发展环境，坚定的发展决心 .....	33
恒隆地产——老牌港资，资源和市场壁垒 .....	34
<b>风险提示</b> .....	<b>35</b>

## 插图目录

图 1: 全球奢侈品市场规模 .....	1
图 2: 全球个人奢侈品市场规模 .....	1
图 3: 中国个奢市场规模及增速 .....	1
图 4: 各区域个奢消费所占份额 .....	1
图 5: 近五年个奢市场增速: 中国 vs 全球 .....	1
图 6: 中国个奢市场在全球份额迅速提升 .....	1
图 7: LVMH 营收分区域占比 .....	1
图 8: LVMH 分区域营收增速 .....	1
图 9: 消费者增加在中国内地奢侈品消费的原因 .....	1
图 10: CHANEL 经典手袋在不同地区售价 .....	1
图 11: 奢侈品消费占比: 按国籍 .....	1
图 12: 奢侈品消费占比: 按国家 .....	1
图 13: 中国个奢消费者结构 .....	1
图 14: 奢侈品品牌价值分布 .....	1
图 15: 全球奢侈品渠道变化 .....	1
图 16: 中国奢侈品渠道分布 .....	1
图 17: 2021 年中国境内个人奢侈品销售额的线上渗透率 (不含免税) .....	1
图 18: 2021 年 Gucci 销售额按渠道 .....	1
图 19: GUCCI 门店 .....	1
图 20: 线下门店是重要的信息获取渠道 .....	1
图 21: Dior 快闪店 .....	1
图 22: Gucci 快闪店 .....	1
图 23: 2021 年全球奢侈品新开门店区域分布 .....	1
图 24: 2021 年 Gucci 店铺开业数量 .....	1
图 25: 2021 年 Gucci 销售额按地区 .....	1
图 26: 各品牌精品店统计 .....	1
图 27: 各渠道品牌精品店统计 .....	1
图 28: 63 家重奢购物中心的开业节奏 .....	2
图 29: 4 家品牌在各分线城市平均开业店数 .....	2
图 30: 各分线城市平均重奢购物中心数量 .....	2
图 31: 样本购物中心中包含 4 家顶奢品牌的数量 .....	2
图 32: 各品牌与 LV 出现在同一购物中心的次数 .....	2
图 33: 各商管集团都有悠久的历史 .....	2
图 34: 深圳湾万象城奢侈品品牌入驻时间线 .....	2
图 35: 北京 SKP2021 年部分焕新品牌 .....	2
图 36: 连锁重奢购物中心占据越来越重要的地位 .....	2
图 37: 各商管集团当前开业重奢购物中心数目 .....	2
图 38: 奢侈品首层门店占比 .....	2
图 39: 恒隆品牌落位情况 .....	2
图 40: 2021 年购物中心客流量与销售额的相关性 .....	2
图 41: 上海重奢商场高端配套消费占比 .....	2
图 42: 华润置地重奢和非重奢物业零售额表现 .....	2

图 43: 70 家样本购物中心平均零售额表现 .....	2
图 44: 华润置地重奢和非重奢物业销售额结构 .....	2
图 45: 华润置地重奢和非重奢物业平均单场销售 .....	2
图 46: 华润置地重奢和非重奢物业坪效差距 .....	2
图 47: 华润置地重奢和非重奢物业单位租金差距 .....	2
图 48: 两家商管企业单场销售额 .....	3
图 49: 两家商管企业回报率 .....	3
图 50: 深圳万象城租金表现 .....	3
图 51: 杭州万象城租金表现 .....	3
图 52: 沈阳万象城租金表现 .....	3
图 53: 南宁万象城租金表现 .....	3
图 54: 2022 年上半年北京购物中心客流恢复情况 .....	3
图 55: 2022 年上半年上海购物中心客流恢复情况 .....	3
图 56: 恒隆地产境内发展史 .....	3
图 57: 恒隆在大陆持有的购物中心的销售额增长率 .....	3

## 表格目录

表 1: 2015 年后国家进行的进口消费品税率调整 .....	1
表 2: 2022 年上半年前 20 大重点品牌和购物中心开办快闪店情况 .....	1
表 3: 2022 年上半年前 20 大重点品牌和购物中心开店情况 .....	1
表 4: 中央部门发布的支持高端商业建设的文件 .....	1
表 5: 地方政府积极引入高端商业的案例 .....	1
表 6: 部分城市重奢开业被龙头企业完全占有 .....	2
表 7: 前 10 大商管集团开店详情 .....	2
表 8: SKP 落位情况 .....	2
表 9: 2021 年全国购物中心 TOP20 销售额 .....	2
表 10: 华润万象生活 2022 年上半年签约的部分重点项目 .....	3
表 11: 华润万象生活 (01209.HK) 盈利预测及估值 .....	3
表 12: 华润置地 (01109.HK) 盈利预测及估值 .....	3

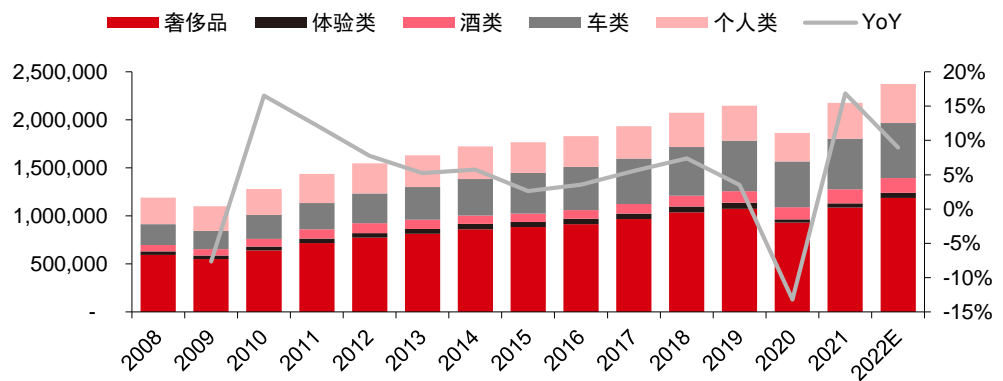
## 中国奢侈品消费：疫情加快境外消费回流进程

中国目前是全球个人奢侈品市场中最重要的消费地和消费者来源之一，近两年疫情导致的出境限制加快了自 2015 年开始的境外回流进程。展望远期，虽然在出境限制放开后部分消费者会重启境外消费，但奢侈品价差的缩小、放开管控限制对于经济的正面刺激以及 Z 世代等增量消费者的崛起，又能够对中国个人奢侈品消费起到正面的推动作用。我们预计中国的个奢消费依然能够保持稳健的增长，我们预计中国大陆有望在疫情影响消失后成为全球最大的个人奢侈品消费市场。

### 中国是全球最重要的奢侈品市场之一

全球奢侈品销售受到疫情冲击，但仍保持着相当的向上弹性。根据欧睿国际，2022 年全球奢侈品市场规模将达到约 1.2 万亿美元，在经历 2021 年高达 17% 的强劲复苏后，增速回落至 9%，但这一增速仍然高于疫情前的水平。

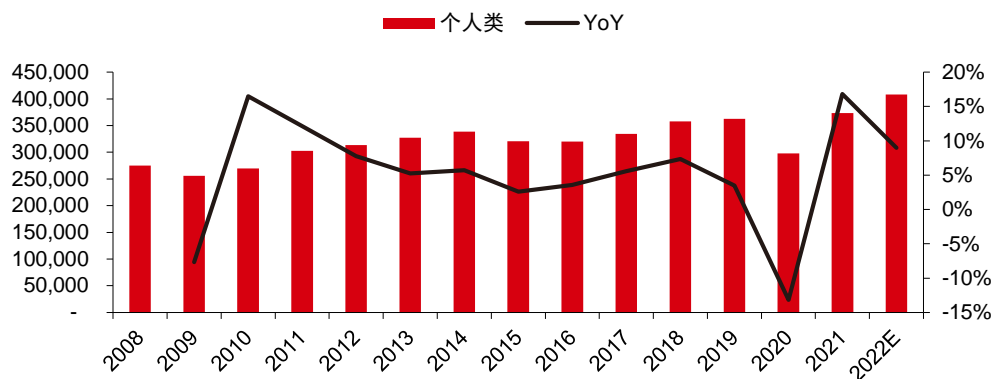
图 1：全球奢侈品市场规模（百万美元）



资料来源：欧睿国际（含预测），中信证券研究部

**个奢是奢侈品的重要品类。**全球奢侈品市场通常包括个人奢侈品、汽车、体验（如酒店）、酒类等，由于本文的研究对象为重奢零售物业，因此主要关注个人奢侈品这一品类，个奢主要包括箱包、服饰、香化、配饰、珠宝手表等。根据欧睿国际的预测，在全球奢侈品市场中，个人奢侈品市场规模在 2022 年将达到 4081 亿美元，增速为 9%，规模占全部奢侈品品类的 34%。

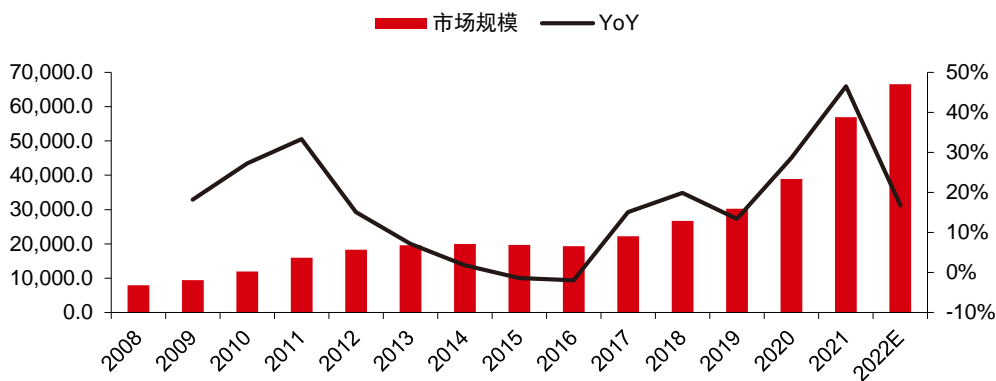
图 2: 全球个人奢侈品市场规模 (百万美元)



资料来源: 欧睿国际 (含预测), 中信证券研究部

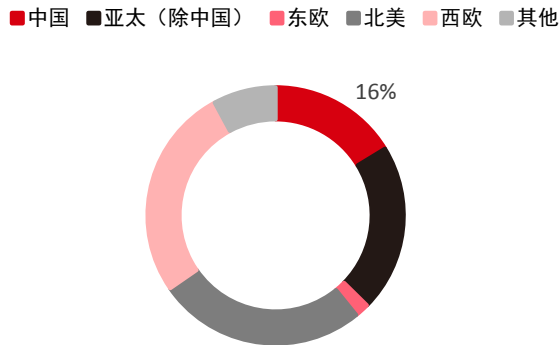
**中国仍是全球奢侈品市场中重要的消费地和消费者来源。**根据欧睿国际, 预计 2022 年中国个人奢侈品市场规模将达到 665 亿美元, 约合 4456 亿人民币, 占全球个奢消费的 16%。中国个奢消费增速远超全球, 2021 年达到 46% (vs. 全球 25%); 2022 年虽然受到局部地区疫情封控影响增速下滑, 但预计也将达到 17% 的双位数水平 (vs. 全球 9%)。体现在占比上, 根据欧睿国际的预测, 国内个奢消费在全球占比已经从 2008 年的 3%, 提升至 2019 年的 8%, 并将在出境受限影响之下进一步提升至今年的 16.3%。

图 3: 中国个奢市场规模及增速 (百万美元)



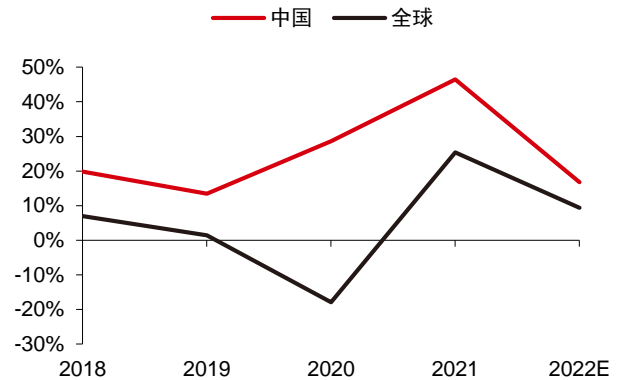
资料来源: 欧睿国际 (含预测), 中信证券研究部

图 4：各区域个奢消费所占份额



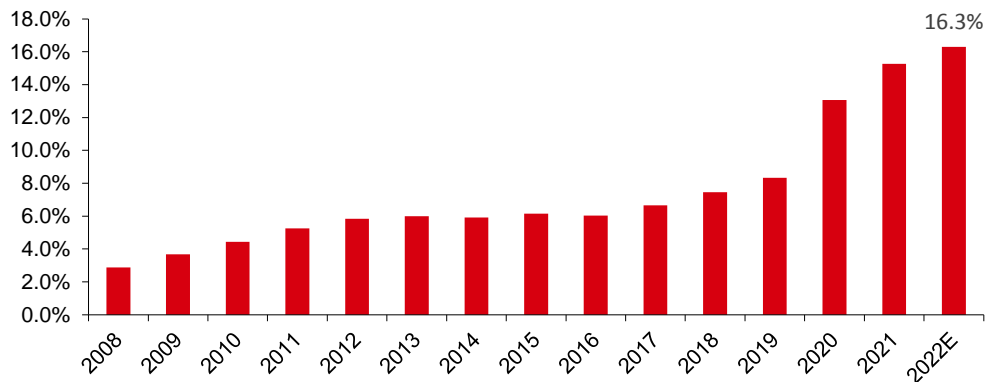
资料来源：欧睿国际预测，中信证券研究部，注：2022 年

图 5：近五年个奢市场增速：中国 vs 全球



资料来源：欧睿国际（含预测），中信证券研究部

图 6：中国个奢市场在全球份额迅速提升



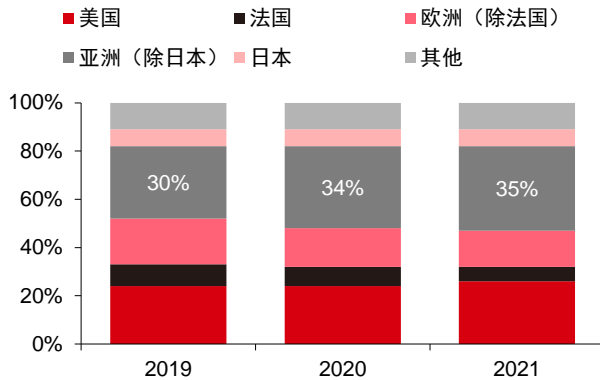
资料来源：欧睿国际（含预测），中信证券研究部

2022 年上半年，由于局部地区疫情封控因素影响，中国区个奢消费受到短暂打击，但疫后恢复良好。深圳、上海、北京等个奢消费重镇在 2022 年上半年散点疫情反复和静态管控影响下受到冲击，许多奢侈品所处购物中心关停或者限流。一季报业绩交流会上，开云集团财务通讯和市场情报总监 Claire Roblet 提到，约有 40% 的古驰中国门店受到疫情影响，其中 10% 在三月最后两周暂停运营。LVMH 首席财务官 Jean-Jacques Guiony 也在一季度业绩交流会中表示，受到疫情的影响，包括上海的封控管理，集团自 3 月 15 日以来被迫关闭其在中国大陆 15% 至 25% 的门店。

6 月，在封控程度下降的情况之下，奢侈品品牌恢复较好，如历峰集团 2023 财年第一季度中，中国内地销售额下降 37%，但 6 月防疫政策放宽后降幅收窄至 12%。Burberry 也在 2022/23 财年第一季度财务数据公布时表示，6 月以来，中国大陆关闭的门店重新开张后的表现一直令人鼓舞。

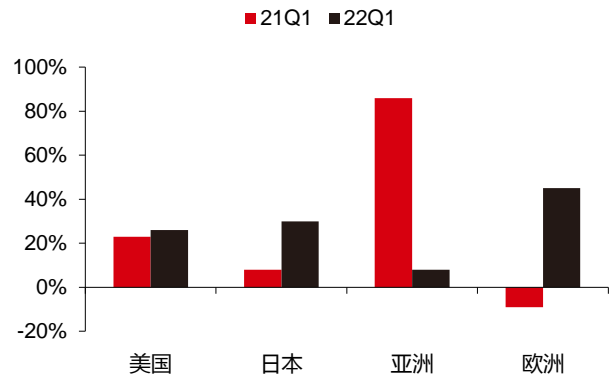


图 7: LVMH 营收分区域占比



资料来源: LVMH 公告, 中信证券研究部

图 8: LVMH 分区域营收增速



资料来源: LVMH 公告, 中信证券研究部

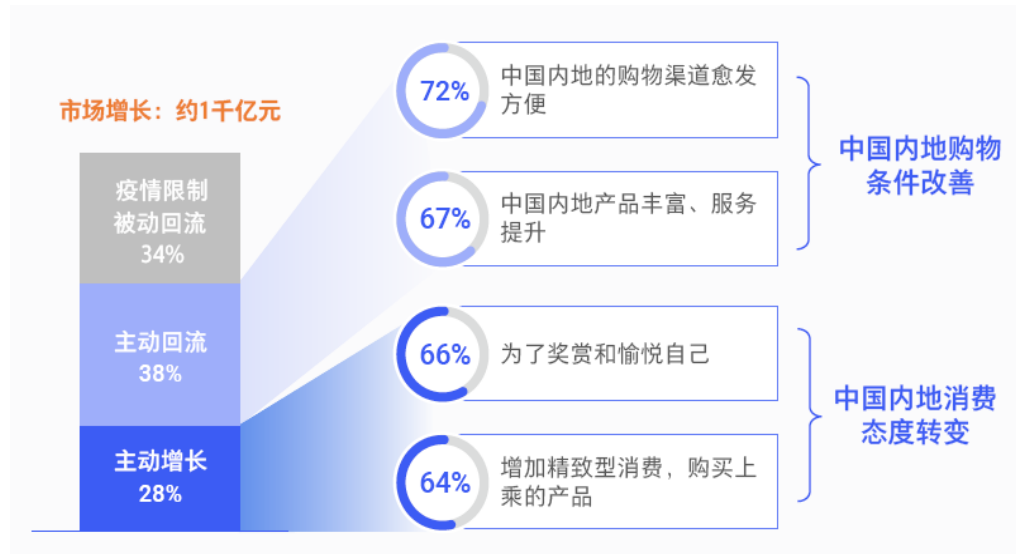
## 疫情导致的奢侈品消费回流是永久性的吗?

中国奢侈品消费自全球疫情蔓延以来迅速境外回流,但这也引起市场广泛担忧疫情缓解后境内奢侈品消费向境外重新流动。我们认为,疫情后时代,境内奢侈品消费虽然会出现一定的外流,但推动消费增长的因素可以在长期抵消境外流出的影响,我们依然看好中国在没有疫情影响之后成为全球最大的奢侈品消费市场。

**原因之一: 最近几年的境内奢侈品消费大幅增加并不完全是出境受限的原因。**

事实上,中国奢侈品的境外回流并不是从 2020 年开始的,而是自 2015 年开始了,疫情只是加快了回流的进程。2014-2019 年,中国境内奢侈品消费占比从 6% 提升到了 8%。此外,根据 BCG《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》,消费者增加在中国内地奢侈消费的原因,只有约 34% 是由于疫情限制被动回流。除此以外,还有 38% 的因素来自于主动的回流,另有 28% 的因素在于原先在国内消费的主动增长。

图 9：消费者增加在中国内地奢侈品消费的原因



资料来源：TMI x BCG 2021 年奢侈品消费者调研 (N=4700)

奢侈品的境内外价差已经逐步缩小。一方面，政府自 2015 年开始就持续性的降低进口消费品税，目前除硬奢以外，其他品类税率已经基本较低。第二方面，以 CHANEL 为首的部分奢侈品品牌开始调整定价策略，以保证众多市场产品定价的一致性，来打击个别市场的批量购买和转售行为。我们相信，逐步缩小的奢侈品境内外价差，也将长期驱动更多的消费者消费回流。

我们注意到，CHANEL 的一些手袋在中国内地和法国的售价，在汇率转换后仅有 12% 的价差，而目相关的进口消费品税率为 6%。也就是除去汇率波动和进口消费品税的影响，中国大陆和欧洲的价差已经很小，对于中国香港、韩国和美国，价差已经缩小到个位数。

图 10：CHANEL 经典手袋在不同地区售价

### 大号经典手袋

19.5 × 30 × 10 cm (in)  
参考：A58600 Y04059 NI691

国家/地区	售价	约合人民币	与境内价差
中国内地	¥ 67,500	67,500	-
日本	¥ 1,210,000	59,169	14%
法国	€ 8,900	60,290	12%
美国	\$ 9,500	63,828	6%
中国香港	HKD 74,900	64,107	5%
韩国	12,710,000 원	66,092	2%



资料来源：CHANEL 官网，中信证券研究部

表 1：2015 年后国家进行的进口消费品税率调整

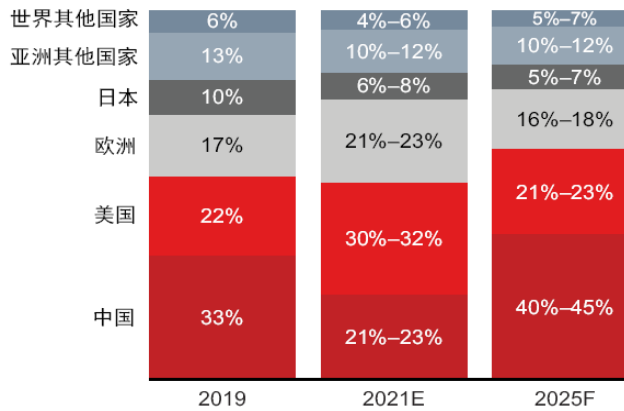
日期	品类	调整之前	调整之后
2015 年 6 月	护肤品	7%	2%
	羊绒、针织品或用钩针编织的套衫等	14%	7%
	其他		
2016 年 1 月	以皮革、再生皮革作面的衣箱	15%	10%
	毛制男式西服套	18%	10%
	丝制披巾、头巾、围巾及类似品	14%	8%
	太阳镜	20%	6%
	其他		
2016 年 10 月	普通美容、修饰类化妆品进口关税	60%	30%
	高档化妆品进口关税	60%	60%
	普通美容、修饰类化妆品进口消费税	30%	0%
	高档化妆品进口消费税	30%	15%
2017 年 12 月	唇膏、眼影、香水等	10%	5%
	针织或钩编男便服套装/西服套装	25%	10%
	男式大衣/女式大衣	16%	5%
	丝制披巾、头巾、围巾及类似品	14%	5%
	羊毛制披巾、领巾、围巾、披纱、面纱及类似品	14%	5%
	其他		
2018 年 7 月	以皮革、再生皮革作面的其他箱包、手提包、钱包、衣服、腰带等	10%	6%
	香水	10%	3%
	护肤品和其他美容品	7%	3%
	其他		
2019 年 4 月	对烟、酒；贵重首饰及珠宝玉石；高尔夫球及球具、高档手表；高档化妆品	60%	50%

资料来源：国家关税税则委员会，中信证券研究部

**原因之二：疫情结束虽然会导致结构性的国内消费外流，但由于放开后有利于经济和消费预期的恢复，实际上也在总量层面刺激了新的需求。**

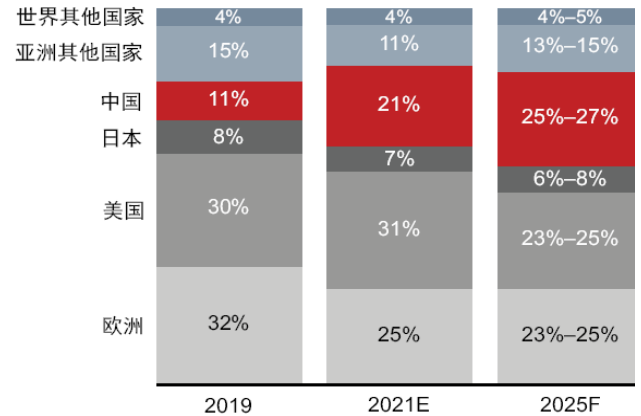
正如前文提到，2020 年全球个奢消费下降了 18%，尽管 2021 年录得了强劲的恢复，但市场规模相比于 2019 年也仅增加了 3%。我们相信疫情对于总量的影响是存在的。另外，根据贝恩的估计，按国籍计算（而非国家的地理范围）的中国奢侈品消费占比，从 2019 年的 33% 下降至 23%，这意味着，出境限制对于国人奢侈品消费，除了造成回流以外，也造成了整体的压制，反言之，放开出境限制导致的境外奢侈品消费回暖，有相当一部分并非来自于挤出境内消费的部分。按照贝恩的预测，到 2025 年，中国籍消费者占全球的奢侈品份额将提升至 40-45%，同时在中国境内的消费也将提升至 25%-27% 的份额，并没有下降到疫情前的水平，反而还进一步提升了。

图 11: 奢侈品消费占比: 按国籍



资料来源: 贝恩 (含预测), 中信证券研究部

图 12: 奢侈品消费占比: 按国家

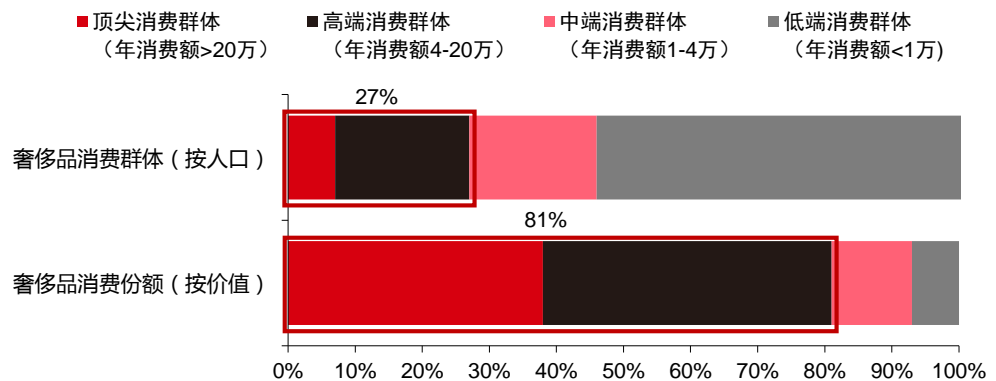


资料来源: 贝恩 (含预测), 中信证券研究部

### 原因之三: Z 时代和中产阶级群体崛起, 消费者增量成为新的奢侈品消费引擎。

根据奥纬咨询的测算, 目前中国奢侈品的高端及顶尖消费群体(年消费在 4 万元以上) 占全部消费群体人口的 27%, 但这部分消费者贡献了中国奢侈品消费份额的 81%。此外, 根据 OliverWyman 调研, 在 2021 年的奢侈品消费者中, 有 50% 在过去的 12 个月中首次购买奢侈品, 而这些新入场的消费者预计将贡献超过 80% 的市场增幅。新增消费群体中, 有 40% 的消费者为“Z 世代”(年龄 25 岁以下)。我们预计, 伴随 Z 世代消费者个人购买力的提升, 这一部分消费者将成为疫情后时代中国奢侈品消费的重要新生力量。

图 13: 中国个奢消费者结构



资料来源: OliverWyman, 中信证券研究部

## ■ 总量和空间: 稳定增长, 不惧线上替代

在中国奢侈品消费具备韧性的基础之上, 重奢零售物业作为奢侈品的重要渠道, 具备总量空间稳定增长的基础。对于消费者来说, 线下仍是重奢消费最重要的渠道, 由于重奢产品高单价的特性, 其线上渠道份额天花板可能天然低于轻奢。对于品牌来讲, 中国区仍是全球最具潜力的奢侈品消费市场之一, 现在门店覆盖率仍有提升空间, 新一线城市消费

水平的崛起也在吸引重奢品牌的新增落位。对于政府而言，一座顶奢购物中心就是一座城市的奢侈品，不仅能够吸引高端消费人口、唤醒高端消费欲望，也能有效提升当地居民对于城市发展和商业繁荣的荣誉感。我们相信，中国的重奢线下门店数量还将进一步增加，中国的重奢零售物业也有进一步提升总量的空间。我们预计，未来 5 年中国内陆重奢购物中心将保持平均每年 3-5 座的开业增速。

### 定义重奢零售物业

本文讨论的重奢零售物业（或重奢购物中心），指的是在购物中心里能落位高价值奢侈品的精品店，不包括轻奢品牌门店，也不包括重奢品牌的香化店。另外，本文所指的购物中心也包括独立百货这一业态，但不包括免税店、机场店和奥特莱斯。

图 14：奢侈品品牌价值分布



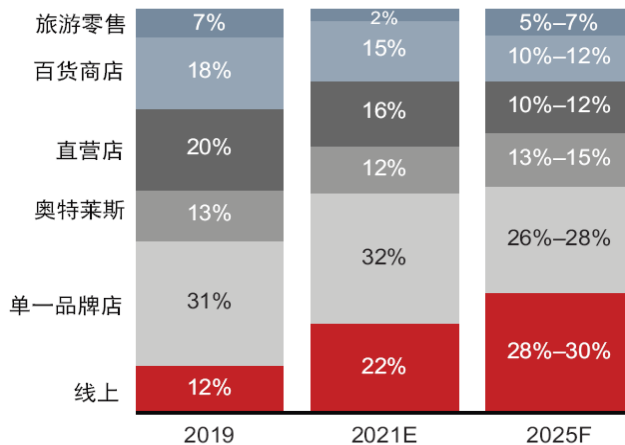
资料来源：安永《The luxury and cosmetics financial factbook 2017 edition》

### 消费者：线下仍然是重奢品类最重要的消费渠道

过去几年，国际线上奢侈品消费占比已经大为提升。根据贝恩的估计，全球奢侈品线上占比已经提升至 2021 年的 22%，并可能进一步提升至 2025 年的 28-30%。线下渠道中，主要在购物中心布局的直营店和单一品牌店，目前销售占比约 48%，并在 2025 年占比可能进一步下降至 36-40%，但仍是第一大渠道来源。

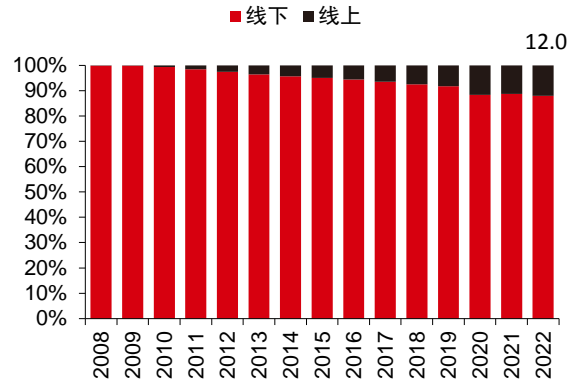
中国奢侈品线上渠道发展也十分迅速。根据欧睿国际的估计，中国线上奢侈品零售占比自 2015 年的 5% 将提升至 2022 年的 12%。我们预计，中国奢侈品线上消费占比将进一步提升，但在我们关注的重奢品类中，线上渠道依然难以取代线下渠道的地位。

图 15: 全球奢侈品渠道变化



资料来源: 贝恩 (含预测), 中信证券研究部

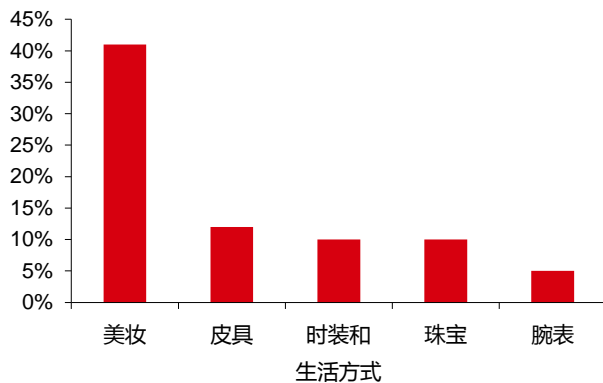
图 16: 中国奢侈品渠道分布 (%)



资料来源: 欧睿国际 (含预测), 中信证券研究部 注: 2022 年为预测数据

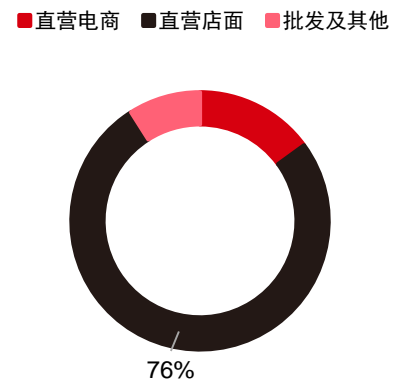
**原因之一, 单价越高的商品线上渗透率的天花板越低。**根据贝恩的估计, 2021 年, 我国各大品类线上化趋势基本延续了 2020 年的增势, 但不同品类间的线上销售渗透率依然存在巨大差异, 如目前线上渗透率最高的是美妆类, 占比达到 41%, 但皮具、时装、珠宝类的线上渗透率仅达到 12%, 腕表的线上渗透率更低, 仅达到 5%。我们认为, 由于重奢零售物业是主要的高单价产品购买渠道, 因此受到线上替代的压力并不显著。

图 17: 2021 年中国境内个人奢侈品销售额的线上渗透率 (不含免税)



资料来源: 贝恩, 中信证券研究部

图 18: 2021 年 Gucci 销售额按渠道



资料来源: 开云公告, 中信证券研究部

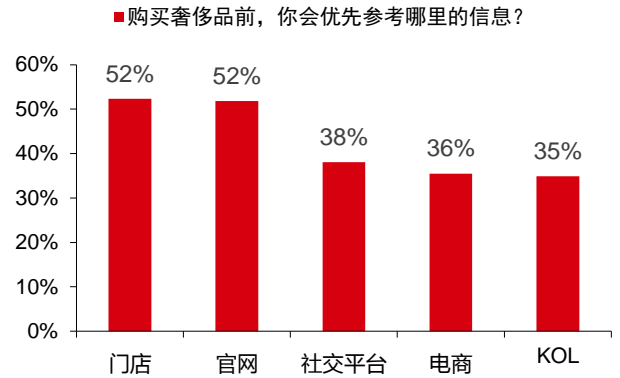
**原因之二, 实体店是消费者感知品牌特性、体会品牌故事、强化品牌形象的重要渠道。**打造品牌形象, 使消费者能够感知到这一品牌形象并产生认同, 是奢侈品品牌保持溢价的重要手段。而线下实体店的装修、陈列、服务等, 则是最好的使消费者“体验”到品牌故事的手段。

图 19: GUCCI 门店



资料来源: luxferit

图 20: 线下门店是重要的信息获取渠道



资料来源: 华丽智库 2020 年年度中国奢侈品消费调研, 中信证券研究部

近几年流行的快闪店，也是奢侈品强化线下营销的重要表现。如 LVMH 首席财务官 Jean Jacques Guiony 曾提出：“快闪店非常重要。从纯零售角度来说，这是推动创新、为消费者制造新鲜感最主要和最优先的方式。”相比于固定门店，快闪店投入成本低、减小款，是品牌宣传品牌故事的最好渠道。事实上，快闪店也是奢侈品品牌试水新市场（或入驻新购物中心）的重要方式。

图 21: Dior 快闪店



资料来源: luxferit

图 22: Gucci 快闪店



资料来源: luxferit

表 2: 2022 年上半年前 20 大重点品牌和购物中心开办快闪店情况

购物中心	快闪店数	品牌	快闪店数
北京 SKP	15	Dior (迪奥)	15
南京德基广场	11	Louis Vuitton (路易威登)	9
成都远洋太古里	10	Celine (赛琳)	8
深圳湾万象城	7	Max Mara (麦丝玛拉)	8
三亚国际免税城	7	Gucci (古驰)	7
深圳万象天地	5	Fendi (芬迪)	7
杭州万象城	5	Loewe (罗意威)	6

购物中心	快闪店数	品牌	快闪店数
上海恒隆广场	5	Prada (普拉达)	6
上海前滩太古里	5	Balenciaga (巴黎世家)	6
长沙 IFS	4	Van Cleef & Arpels (梵克雅宝)	5
武汉国际广场	4	BVLGARI (宝格丽)	5
深圳万象城	4	Chanel (香奈儿)	4
上海国金中心	4	Burberry (博柏利)	4
厦门万象城	4	Valentino (华伦天奴)	4
沈阳万象城	3	Maison Margiela (马吉拉时装屋)	4
成都 IFS	3	Marni (玛尼)	4
广州太古汇	3	LANVIN (浪凡)	4
青岛海信广场	3	Tod's (托德斯)	3
昆明恒隆广场	2	Dolce & Gabbana (杜嘉班纳)	3
杭州天目里	2	Balmain (巴尔曼)	2

资料来源：华丽志，中信证券研究部，注：不完全统计

### 品牌：中国奢侈品线下门店仍有开业空间

快速消费回流带来长期门店结构性变化。2021 年，由于疫情导致中国消费者受到出境限制，奢侈品品牌将新开店集中在中国区域，事实上，2021 年有 55% 的开店位于中国，相较于 2019 年有明显的提升，中国是全球第一大新开门店的市场。相比于消费者的境内外消费流动，奢侈品门店的开业是相对稳定的，除非出现重大行业下行，新开店不太可能在短期闭店，这主要是由于重奢店面装修花费较重、租金较高，回本周期可能长达至少 18 个月。

图 23：2021 年全球奢侈品新开门店区域分布



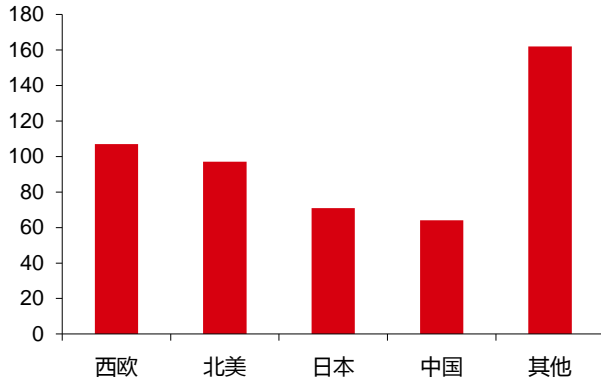
资料来源：Savills

预计重奢品牌将加大中国区开店数量。中国区作为未来最重要的奢侈品市场之一，当前线下门店开业数量明显低于其他区域。2022 年，Gucci 在中国区开业门店是 4 家，低于日本和北美，仅占其所有店铺的 13%。而同期亚太（除日本）消费占 Gucci 全部零售额的 38%，虽然这里包括韩国等其他国家，但我们相信中国区奢侈品线下店面是有进一步提升的空间的，现在的开业覆盖率明显与中国潜在的全球第一奢侈品消费市场地位不符。我们预计重奢品牌将有足够动力在中国区继续增加开业落位。我们统计，仅在 2022 年上半年，中国就有至少 59 家奢侈品门店开业，其中顶奢 Hermès 仅在 22 年 1-7 月，就开业了 3 家



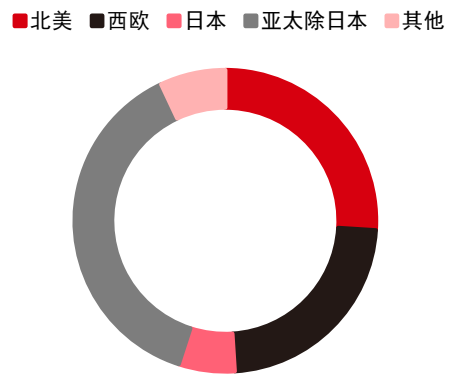
线下门店，而其在中国一共仅有 25 家门店（根据官网），顶奢品牌落位中国确实是在加速的。

图 24：2021 年 Gucci 店铺开业数量



资料来源：开云公司公告，Gucci 官网，中信证券研究部

图 25：2021 年 Gucci 销售额按地区



资料来源：开云公司公告，中信证券研究部

表 3：2022 年上半年前 20 大重点品牌和购物中心开店情况

购物中心	新开店数	品牌	新开店数
南京德基广场	5	Qeelin（麒麟珠宝）	5
上海前滩太古里	4	Hermès（爱马仕）	2
三亚国际免税城	4	Vacheron Constantin（江诗丹顿）	2
成都远洋太古里	4	De Beers Jewellers（戴比尔斯珠宝）	2
深圳湾万象城	4	Brioni（布里奥尼）	2
北京王府中環	2	Gucci（古驰）	2
上海恒隆广场	2	Buccellati（布契拉提）	2
成都 IFS	2	Bonpoint	2
合肥银泰中心	2	LANVIN（浪凡）	2
深圳万象城	2	CHAUMET（尚美巴黎）	2
无锡恒隆广场	2	Tiffany & Co.（蒂芙尼）	2
青岛海信广场	2	Jimmy Choo	1
重庆星光 68 广场	2	Mulberry（玛珀利）	1
香港国际金融中心 IFC	1	Longchamp（珑骧）	1
成都天府国际机场	1	Breguet（宝玑）	1
郑州丹尼斯大卫城	1	Rolex（劳力士）	1
河北石家庄先天下购物广场	1	Christian Louboutin（路铂廷）	1
武汉万象城	1	Loewe（罗意威）	1
江苏镇江八佰伴	1	Christofle（昆庭）	1
长沙 IFS 国金中心	1	Lotus Cars（路特斯）	1

资料来源：华丽志，中信证券研究部，注：不完全统计

## 政府：高端商业就是一座城市的奢侈品

对于政府来讲，重奢项目的落位是非常具备吸引力的。一座城市吸引顶奢商业入驻的本质原因与消费者购买奢侈品的原因其实并无二致：都是为了确认定位，唤醒荣誉感。引入高端商业，不仅是为了唤醒当地城市的高端消费欲望或者吸引城市周边区域游客的到访。事实上，当一座顶奢商业落位在一个城市，同时吸引稀缺的国际顶奢品牌落位之后，会加大当地居民，特别是当地消费者，对所居住城市的现代发展以及商业繁荣所产生的荣誉感——这也是地方政府愿意引入高端商业的重要原因。

**表 4：商务部发布的支持高端商业建设的文件**

日期	文件/事件	详情
2022 年 7 月	商务部例行新闻发布会	商务部新闻发言人束珏婷 7 日在例行新闻发布会上表示，要优化消费平台载体，加快推进国际消费中心城市培育建设，在印发首批培育建设典型经验做法的基础上，进一步加强宣传推广
2021 年 8 月	商务部流通发展司关于公开征求《城市商圈建设指南（征求意见稿）》意见的通知	引导超大城市对标国际一流商圈和商业街，吸引国内外高端商业品牌和资源极具。
2021 年 7 月	商务部召开培育国际消费中心城市工作推进会	商务部部长王文涛宣布，经国务院批准，在上海市、北京市、广州市、天津市、重庆市，率先开展国际消费中心城市培育建设。
2019 年 10 月	商务部等 14 部门《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》	利用 5 年左右时间，指导基础条件好、消费潜力大、国际化水平较高、地方意愿强的城市开展培育建设，基本形成若干立足国内、辐射周边、面向世界的具有全球影响力、吸引力的综合性国际消费中心城市，带动形成一批专业化、特色化、区域性国际消费中心城市，使其成为扩大引领消费、促进产业结构升级、拉动经济增长的新载体和新引擎。

资料来源：商务部网站，中信证券研究部

**北京支持高端消费的案例：**2022 年 7 月 24 日，部市合作推进北京国际消费中心城市建设现场会召开。市委书记蔡奇强调：“*国际消费中心城市是党的十九届五中全会提出的重要任务，……。要按照中央总体部署，聚焦“国际”这个方向，紧扣“消费”这个核心，突出“中心”这个关键，立足自身优势，把握消费趋势，满足市民群众对美好生活的需要，打造一流的国际消费中心城市。*”当日，包括市委书记蔡奇在内的部市领导和十六区及相关部门负责同志展开拉练式调研检查，调研首站是北京 SKP 南区，第二站是三里屯太古里北区，都是北京重要的顶奢购物中心。

**表 5：地方政府积极引入高端商业的案例**

时间	地方	事件/文件	详情
2022 年 7 月	德州齐河县	《齐河县人民政府关于印发齐河县鼓励扶持引进高端商业品牌若干措施的通知》	为推动我县消费市场向国际化、品牌化、特色化发展，加快引进高端商业品牌首店； 本政策扶持对象为在国际、国内市场上有较高知名度，获得社会广泛认可，具备较大影响力、较强竞争优势的高端商业品牌在山东省、德州市、齐河县开设的首家门店。
2022 年 6 月	成都	《增强发展韧性稳住经济增长若干政策措施》	
2022 年 6 月	南通	《关于建设“四大商圈、两大集群”的实施方案》	动南大街商业建筑外立面出新，鼓励市场主体引进高端品牌，丰富业态结构，打造高品质市级核心商圈； 继续招引国际高端品牌零售门店，建设高品质消费集聚区。重点为招引高端商业载体、实施市外会员倍增计划等。
2022 年 1 月	上海	《全力打响“上海购物”品牌加快建设国际消费中心城市三年行动计划（2021-2023 年）》	支持打造具有国际影响力的地标性高端商业综合体，吸引高能级品牌首店、旗舰店、概念店入驻。到 2023 年，全市高端品牌门店数量达到 630 个左右，新引进品牌首店 2400 家以上。
2021 年 9 月	广州海珠区	广州市商务局、海珠区政府联合举办广州市城市更新高端商贸业及产业招商政企对接会（海珠专场）	海珠区政府党组成员黄符伟表示，未来，海珠区将推动 16 条城中村进行改造，预计将释放出 1000 万平方米的产业招商面积，为海珠区持续产业引入及商业发展提供广阔的空间。海珠区将继续做好政策和服务配套，支持企业在海珠扎根发展。
2020 年 5 月	贵阳云岩区	云岩区政府一行赴杭州开展招商引资工作	前往杭州湖滨银泰 in77 实地考察，同银泰进行座谈。在座谈会上，云岩区政府一行表示，云岩区正着力培育中高端消费市场，以人民大道为核心，致力于打造国际化高端消费品工贸并进示范区。引进银泰此类顶级 IP 入驻云岩，对消费提质转型升级，形成经济增长新动能，推动区域经济高质量发展具有重要意义。
2019 年 10 月	江西省	《引进和培育全省商贸品牌	推动高端商业品牌发展。高端商业品牌是指在国际市场上具有杰出表现，

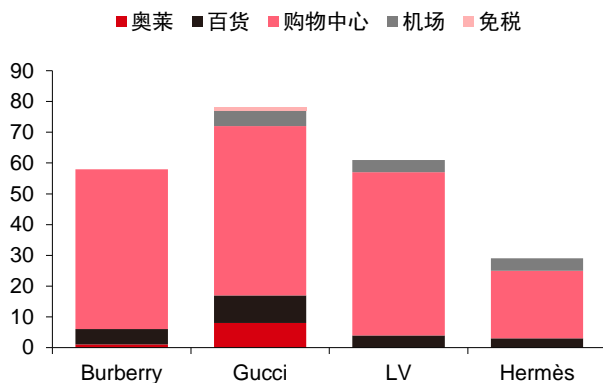
时间	地方	事件/文件	详情
月		三年行动计划》	得到广泛认可和偏爱、产生巨大效应、具有强大竞争优势的产品品牌，具有历史悠久，高美誉度、高价格、高品质及高品位等“一久四高”特点。本计划纳入支持的高端商业品牌需以专卖店或主力店的形式入驻(化妆品品类可以专柜形式入驻)，单店面积不小于 30 平方米，并引入该品牌的主线产品。

资料来源：各地方政府网站，中信证券研究部

## ■ 格局和壁垒：以稀为贵，资源与能力并重

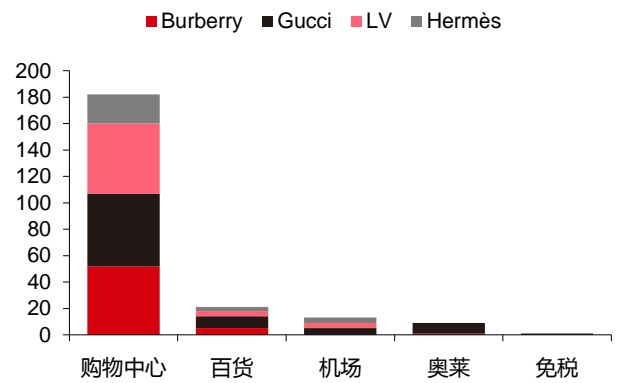
**重奢购物中心具备稀缺性。**我们统计了 Burberry、LV、Hermès、Gucci 4 家顶奢品牌的全国共计约 230 家精品店（不包括香化店），来观察当前的顶奢购物中心和商管集团的市场格局。根据我们的统计，四家顶奢品牌精品店共有 205 家品牌店面分布在 63 座购物中心（含百货），剩余品牌店面分布在 15 座机场、免税店和奥特莱斯等。**虽然我们选取的品牌样本较少，但考虑到重奢品牌落位的抱团属性以及样本品牌的高代表性，我们估计，当前中国内陆约有 70 家重奢购物中心。**根据赢商大数据统计，我国目前存量购物中心达到 5387 个，因此重奢购物中心仅占总量的 1.3%。

图 26：各品牌精品店统计



资料来源：各品牌官网，中信证券研究部，注：可能存在品牌官网披露不全的情况

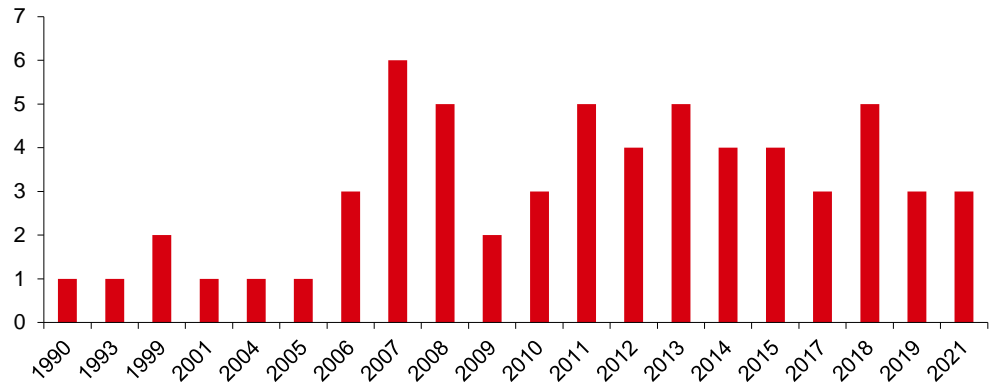
图 27：各渠道品牌精品店统计



资料来源：各品牌官网，中信证券研究部，注：可能存在品牌官网披露不全的情况

**重奢购物中心发展处于成熟阶段。**中国重奢购物中心起步于 1990 年代，由国贸商城、恒隆广场等物业开启了奢侈品布局中国的步伐。在 2005 年之前，重奢购物中心开业数量较小，保持在每年 1-2 座的规模，且主要聚焦在北京、上海等城市。这一阶段，是奢侈品品牌开始在中国探索布局的阶段。2006 年开始，重奢购物中心开始广泛扩张，开业节奏从每年的 1-2 家提升至 3-5 家，且这一速度保持到了现在，恒隆、华润、九龙仓等优秀企业开始利用标杆项目和资源优势广泛扩展和布局，逐渐形成全国连锁的重奢购物中心和商管集团。

图 28：63 家重奢购物中心的开业节奏



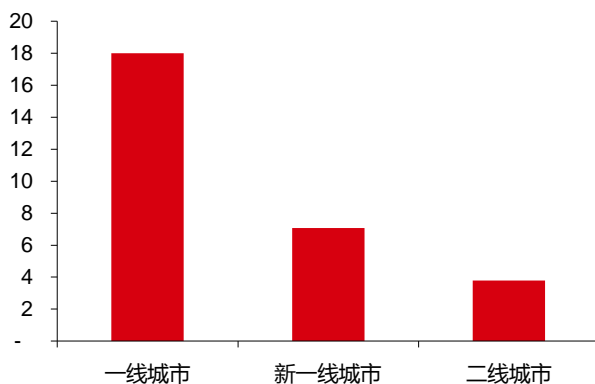
资料来源：各品牌官网，大众点评，赢商网，中信证券研究部

### 龙头先发优势，市场、资源和能力的壁垒

重奢商管是一门壁垒极高的生意。重奢商管集团的护城河体现在市场壁垒、资源壁垒和能力壁垒之上。我们预计，未来重奢商管将呈寡头格局，重奢商管行业头部化集中趋势将加速。

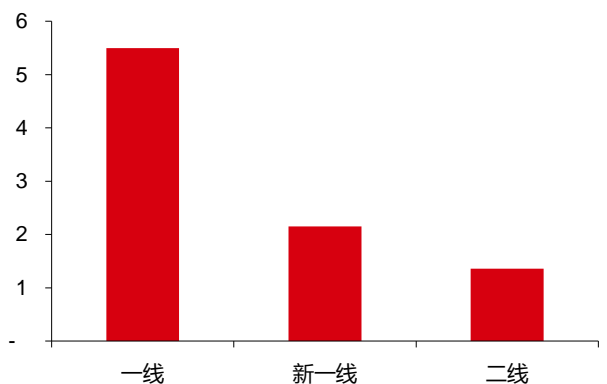
**重奢购物中心具备较高的市场壁垒，龙头企业具备先发优势。**由于奢侈品的稀缺特性，单一城市的重奢购物容量不大，这意味着一旦有先发者占据市场，那么后来者很难在短期赢得足够的市场空间。我们统计的 4 大顶奢品牌，在一线城市、新一线城市和二线城市的平均开业店数（总开业店数除以有开业的城市数量）分别为 18、7、4 家，而重奢购物中心数量则更少，一线城市、新一线城市和二线城市的单城市重奢购物中心数量分别只有 6 座、2 座和 1 座。而在一些市场较小的城市，几乎唯一或者唯二的重奢购物中心，都被龙头商管品牌所占据，在这些城市很难有后来者与之相抗衡。

图 29：4 家品牌在各分线城市平均开业店数



资料来源：各品牌官网，中信证券研究部

图 30：各分线城市平均重奢购物中心数量



资料来源：各品牌官网，中信证券研究部

表 6：部分城市重奢开业被龙头企业完全占有

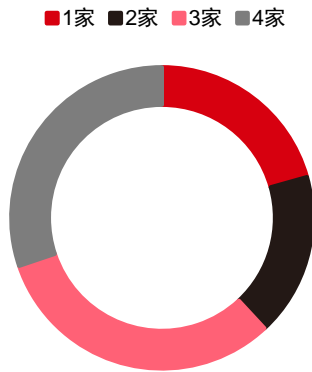
各品牌在购物中心开店数量	LV	Burberry	Gucci	Hermès	总计
广州	1	1	2	1	5
其中：太古地产	1	1	2	1	5
深圳	3	3	3	2	11
其中：华润置地	3	3	1	2	9
成都	3	4	3	2	12
其中：九龙仓集团	1	2	1		4
其中：太古地产	1	1	1	1	4
沈阳	2	2	2	1	7
其中：恒隆地产		1			1
其中：华润置地	1	1	1	1	4
天津	1	2	2		5
其中：华润置地	1	1	1		3
武汉	2	4	2	1	9
其中：恒隆地产	1	2	1	1	5
西安	4		4	1	9
其中：SKP	4		4	1	9
长沙	1	1	1	1	4
其中：九龙仓集团	1	1	1	1	4
重庆	3	2	4	1	10
其中：华润置地		1		1	2
其中：九龙仓集团	2	1	2		5

资料来源：各品牌官网，中信证券研究部

**资源壁垒，体现在顶奢品牌的抱团倾向。**奢侈品品牌在选址时是互补关系而非竞争关系。一方面，顶奢品牌之间抱团落位，体现了奢侈品品牌的排他性，是奢侈品体现品牌定位的表现。另一方面，由于奢侈品品牌只针对最顶尖的消费人群，共同在顶奢购物中心落位也有利于高效筛选目标消费人群，提升提袋率。第三，奢侈品本身在消费者消费时就具备高关联度，这也自然会反映到门店落位中。

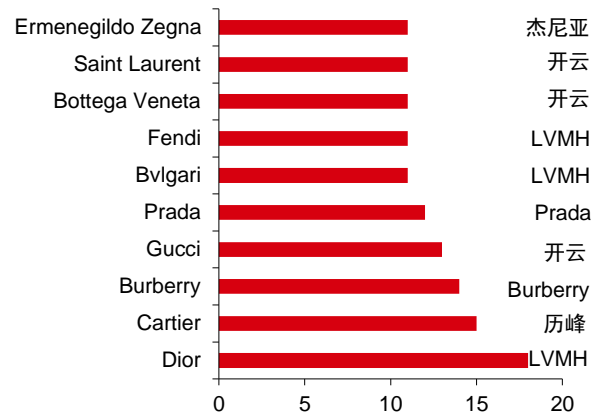
在我们统计的 63 座购物中心中，有 39 座（占比 71%）购物中心至少包括了 4 家样本品牌中的 3 家（均指精品店），其中有 19 座购物中心包括了全部 4 家样本顶奢品牌，有 20 座包括了其中 3 家顶奢品牌。此外，这种抱团并不限于集团内部，如隶属于 LVMH 的 LV 和开云、历峰的其他奢侈品品牌出现在同一购物中心的次数都很多，这说明，品牌抱团落位确实是重奢的一个特性。

图 31：样本购物中心中包含 4 家顶奢品牌的数量



资料来源：各品牌官网，中信证券研究部

图 32：各品牌与 LV 出现在同一购物中心的次数



资料来源：赢商网，中信证券研究部

**重奢资源集中在头部商管企业。**在我们统计的 200 多家品牌精品店中，有 69% 的门店都开业在前 10 大商管集团，有 50% 的门店开业在前 5 大商管集团，这五大集团分别为：华润置地（万象）、恒隆地产、SKP、九龙仓和太古地产。这些龙头商管企业能够聚集重奢资源的核心，一方面是这些商管企业进入市场较早，占据先发优势，另一方面也由于这些商管企业具备较强的复制能力，奢侈品品牌愿意信任其良好的经营业绩，并选择这些老朋友作为品牌全国化扩张的落脚点。在全国化布局的过程中，重奢品牌的落位也有助于进一步巩固新物业的经营成果，实现重奢品牌和商管品牌的良性成长，并使品牌资源进一步向头部集中。

表 7：前 10 大商管集团开店详情

商管品牌	Burberry	LV	Gucci	Hermès	总计
华润置地	10	8	6	5	29
深圳万象城	2	2	1	1	6
沈阳万象城	1	1	1	1	4
杭州万象城	2	1	1		4
厦门万象城	1	1	1	1	4
南宁万象城	1	1	1		3
天津万象城	1	1	1		3
深圳湾万象城	1	1		1	3
重庆万象城	1			1	2
恒隆地产	8	7	6	2	23
武汉恒隆广场	2	1	1	1	5
上海恒隆广场	1	1	2	1	5
上海港汇恒隆	1	2	1		4
无锡恒隆广场	1	1	1		3
昆明恒隆广场	1	1	1		3
大连恒隆广场	1	1			2
沈阳市府恒隆广场	1				1
SKP	4	8	7	2	21
北京 SKP	4	4	3	1	12
西安 SKP		4	4	1	9
九龙仓集团	5	5	5	2	17
大连时代广场	1	1	1	1	4
重庆 IFS		2	2		4

商管品牌	Burberry	LV	Gucci	Hermès	总计
长沙 IFS	1	1	1	1	4
成都 IFS	2	1	1	1	4
太古地产	2	3	5	2	12
广州太古汇	1	1	2	1	5
成都远洋太古里	1	1	1	1	4
上海前滩太古里		1	1		2
北京三里屯太古里			1		1
新鸿基地产	4	2	3	1	10
卓展集团	2	3	3	1	9
杭州商贸旅游集团（杭州大厦）	3	2	2	1	8
银泰置地	2	2	2	1	7
德基集团	2	1	2	1	6

资料来源：各品牌官网，中信证券研究部，注：品牌官网可能披露不全；包含同一购物中心多个门店的情况。

图 33：各商管集团都有悠久的历史

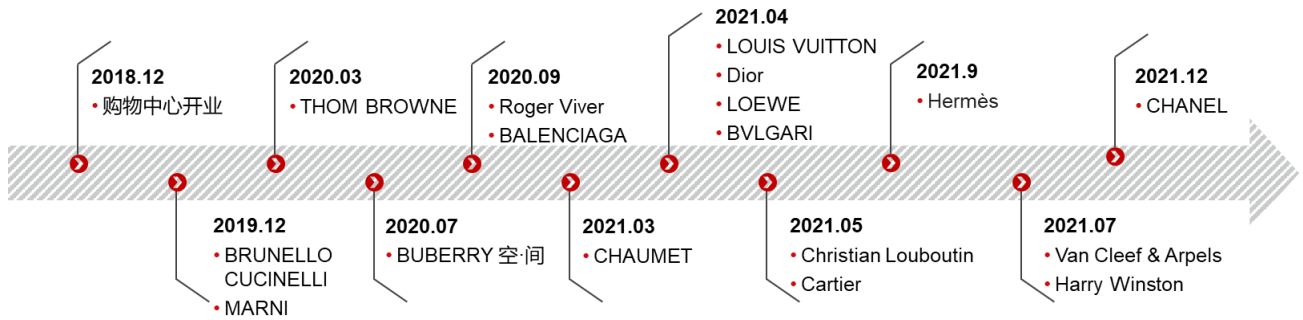


资料来源：各品牌官网，大众点评，中信证券研究部

**商管运营能力亦是重要的护城河。**对于重奢商管来讲，地理选址（市场壁垒）、品牌关系（资源壁垒）固然重要，但优秀的主动运营管理能力也不可或缺。这里的主动管理能力，我们按照重奢品牌落位之前和之后，划分为培育期和成熟期两个阶段。

培育期运营的核心是“养”。重奢购物中心的培育期相比于普通购物中心更长，这体现在顶奢品牌的落位时间上。重奢品牌精品店通常不会在重奢购物中心开业时就落位，我们以 2018 年 12 月开业的深圳湾万象城为例，LV 精品店是在 2021 年 4 月也就是购物中心开始运营 2 年多以后才开业的，CHANEL 精品店开业时间则更晚，是在 2021 年的 12 月，开业 3 年以后完成的落位。

图 34：深圳湾万象城奢侈品品牌入驻时间线



资料来源：新一线，大众点评，中信证券研究部

**成熟期运营的核心是“调”。**虽然重奢品牌落位以后大概率可以稳定住这座购物中心未来的客流和销售，但要想保证购物中心的竞争力，也确实需要后期不断对于商铺的调改。由于后期重奢购物中心数量的增加和竞争环境的恶化，我们预计这种能力的重要性将大幅提升。能够及时的对购物中心落位品牌进行调改，一方面需要管理运营人员对于当地消费风向、消费者人群变化、城市商圈发展的及时洞悉，另一方面也需要集团强大的招商资源来支持。当然，对于重奢购物中心来讲，及时引入限时店、快闪店，以及举办品牌活动（如展览）等，也是保证购物中心长期吸引力的重要方式。

图 35：北京 SKP2021 年部分焕新品牌

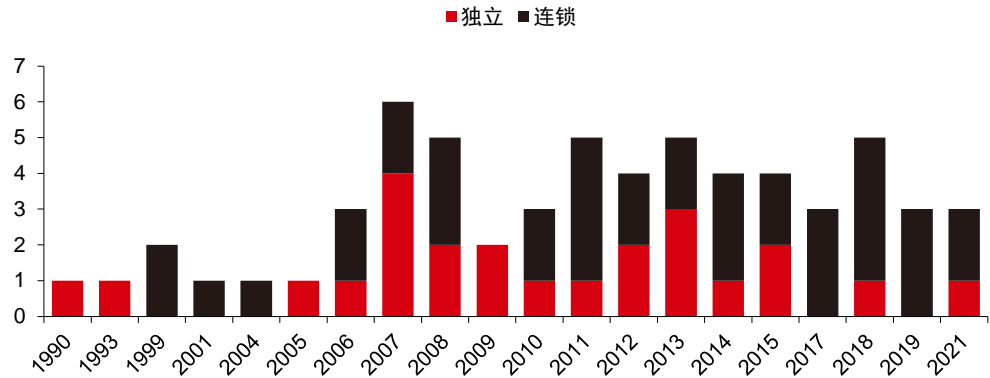
类型	品牌														
5F 户外运动区 新进品牌	挪威百年户外品牌 Helly Hansen、高尔夫品牌集合店 S+G GOLF 等														
5F 儿童区 新进品牌	意大利时装品牌 MOSCHINO、丹麦童装品牌 MARMAR 等														
首店品牌	华伦天奴美妆北京首店、FILA 华北首家先锋店、P448 中国首店、Gianvito Rossi 品牌内地首家精品店、始祖鸟 Arc' Teryx 首家 Showroom 概念店等														
限时精品店 / 快闪店	<table border="0"> <tr> <td>Prada Triangolo 限时店</td> <td>国内首家 Gabriela Hearst 官方精品店</td> </tr> <tr> <td>“冰上普拉达”限时店</td> <td>BOGNER 北京首家限时精品店</td> </tr> <tr> <td>迪奥新品系列限时精品店</td> <td>Piaget 伯爵限时精品店</td> </tr> <tr> <td>路易威登新品系列限时店</td> <td>Moose Knuckles 男装限时精品店</td> </tr> <tr> <td>Chloé 2021 秋冬系列限时店</td> <td>LOEWE 罗意威临时精品店</td> </tr> <tr> <td>FENDI2021 秋冬女装成衣系列限时店</td> <td>LANVIN 限时快闪店</td> </tr> <tr> <td>圣罗兰全新限时店</td> <td>...</td> </tr> </table>	Prada Triangolo 限时店	国内首家 Gabriela Hearst 官方精品店	“冰上普拉达”限时店	BOGNER 北京首家限时精品店	迪奥新品系列限时精品店	Piaget 伯爵限时精品店	路易威登新品系列限时店	Moose Knuckles 男装限时精品店	Chloé 2021 秋冬系列限时店	LOEWE 罗意威临时精品店	FENDI2021 秋冬女装成衣系列限时店	LANVIN 限时快闪店	圣罗兰全新限时店	...
Prada Triangolo 限时店	国内首家 Gabriela Hearst 官方精品店														
“冰上普拉达”限时店	BOGNER 北京首家限时精品店														
迪奥新品系列限时精品店	Piaget 伯爵限时精品店														
路易威登新品系列限时店	Moose Knuckles 男装限时精品店														
Chloé 2021 秋冬系列限时店	LOEWE 罗意威临时精品店														
FENDI2021 秋冬女装成衣系列限时店	LANVIN 限时快闪店														
圣罗兰全新限时店	...														

资料来源：赢商网

**我们预计，未来的增量购物中心将主要由头部商管集团所占据。**自我国诞生重奢购物中心起，连锁品牌就占据了非常重要的位置。伴随市场密度的增加、竞争力度的加剧，我们认为未来的增量购物中心将主要由头部商管集团所占据。一方面，头部商管集团拥有全国化布局和先发优势所带来的全面而深度的品牌资源，另一方面，在主动运营管理能力上，头部商管集团也在过去 20 年的市场磨砺中积累了相当的优势。



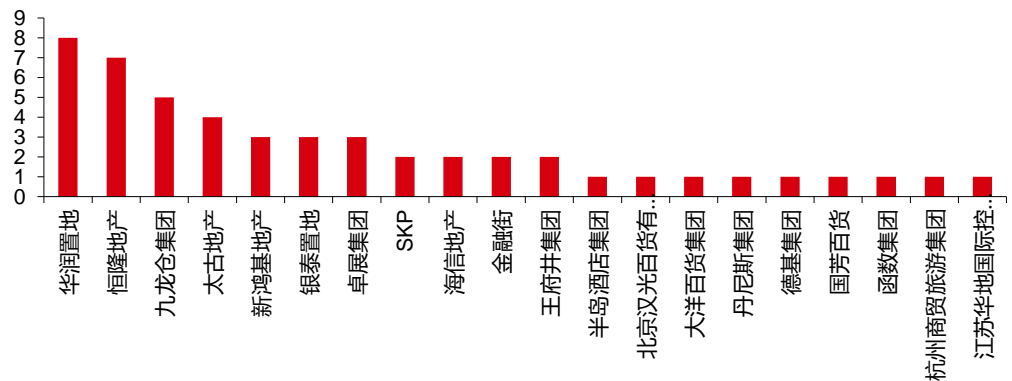
图 36：连锁重奢购物中心占据越来越重要的地位



资料来源：各品牌官网，大众点评，赢商网，中信证券研究部

预计到“十四五”期末，重奢购物中心将呈一家独大、两足鼎立的寡头格局。我们预计，到 2025 年，境内重奢商管品牌将由华润领衔，华联（SKP）和恒隆位居其次。截至 2022 年年中，华润共开业 9 家重奢购物中心有顶奢品牌入驻，我们预计华润在 2025 年能够达到约 13-15 家左右的重奢购物中心规模。SKP 虽然目前只开业 2 家购物中心，但其在昆明、成都、贵阳、呼和浩特、杭州、武汉等城市也开始落位，我们预测 2025 年能够完成约 7-10 家店的布局。恒隆目前开业 7 家重奢购物中心，预计也将保持龙头地位。

图 37：各商管集团当前开业重奢购物中心数目



资料来源：各品牌官网，中信证券研究部 注：截至 2022 年 7 月 31 日

表 8：SKP 落位情况

城市	状态
北京	已开业
西安	已开业
成都	成都交投集团与北京华联合作共同投资 50 亿元。预计 2022 年 10 月建成投用。
武汉	21 年 5 月，北京华联 SKP 与武汉市武昌区签约，落户楚河汉街，由万达集团与北京华联共同持股。预计将于 2023 年开业。
杭州	项目为萧政储出(2021) 33 号地块，计划投资约 160 亿元，业态包括大体量的高端时尚百货商

城市	状态
	场一处和高端写字楼，并引入超五星酒店两家。
呼和浩特	2021年2月22日，呼和浩特在两会上官宣，呼和浩特新增一个高端商场——内蒙古 SKP 旗舰店，该项目位于呼和浩特市锡林南路与鄂尔多斯大街交汇处（原凯德 MALL），建设占地 131 亩，总建面 50 万平方米，投资总额约 50 亿，预计在 2022 年 10 月底之前开工建设。
昆明	项目为昆明 KCPL2019-7 号地块，根据协议，乙方自愿承诺在该宗地配置符合甲方产业要求的高端百货。

资料来源：红星新闻，观点网，各城市政府官网，中信证券研究部

## 稳定现金奶牛，看好长期韧性

由于稀缺性和高壁垒，重奢购物中心通常有超强的吸金能力。根据联商网等统计的 2021 年购物中心销售排行，在样本企业中 TOP50 销售额的购物中心，有 27 座是重奢物业，TOP20 里面有 17 座是重奢物业。

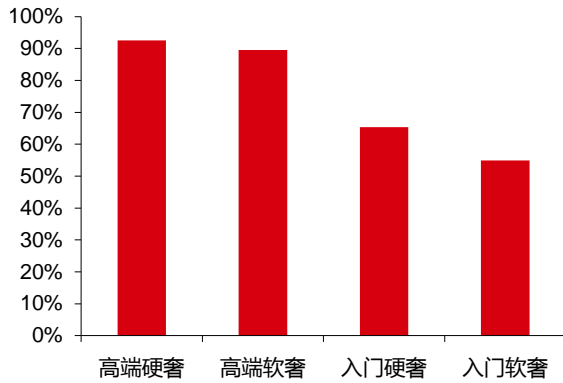
表 9：2021 年全国购物中心 TOP20 销售额

排名	城市	项目	是否重奢	2021 销售额（亿元）
1	北京	北京 SKP	是	240
2	北京	北京国贸商城	是	200
3	南京	南京德基广场	是	200
4	上海	上海国金中心 IFC	是	185
5	上海	上海恒隆广场	是	155
6	武汉	武汉武商摩尔城	是	150
7	深圳	深圳万象城	是	130
8	成都	成都 IFS	是	100
9	杭州	杭州大厦	是	100
10	广州	广州太古汇	是	100
11	成都	成都远洋太古里	是	95
12	长沙	长沙 IFS	是	90
13	沈阳	沈阳万象城	是	85
14	杭州	杭州湖滨银泰 in77	是	82
15	西安	西安 SKP	是	80
16	杭州	杭州万象城	是	80
17	郑州	郑州丹尼斯大卫城	是	80
18	广州	广州正佳广场	否	80
19	宁波	宁波天一广场	否	70
20	深圳	深圳前海壹方城	否	69

资料来源：联商网，中信证券研究部，注：联商网不完全统计

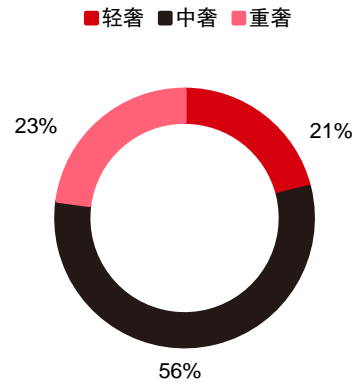
一方面，重奢购物中心销售额较高是由于重奢品牌的高客单价。虽然一座重奢购物中心的重奢品牌可能只占该购物中心的不足 20%（除个别一场多店的情况，重奢精品店几乎只在首层），但落位的重奢品牌销售额通常能够占据整个购物中心销售额的 40% 以上。此外，由于高客单价，重奢购物中心的客流量和销售额相比于其他普通购物中心相关性更低。

图 38: 奢侈品首层门店占比



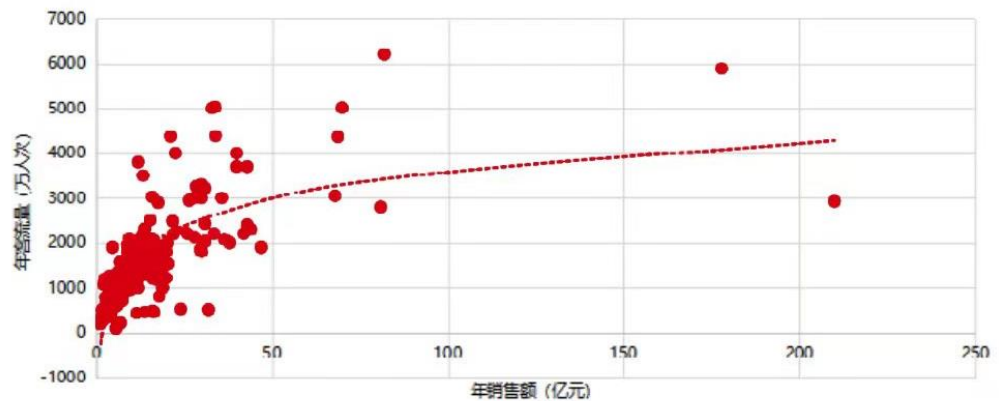
资料来源: 赢商网, 中信证券研究部

图 39: 恒隆品牌落位情况



资料来源: 赢商网, 中信证券研究部, 注: 某类型奢侈品品牌数量/总奢侈品品牌数量

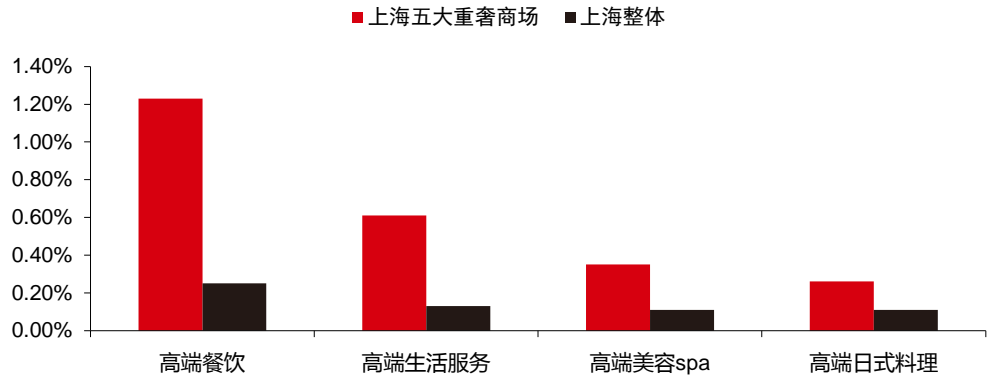
图 40: 2021 年购物中心客流量与销售额的相关性



资料来源: 赢商网

而另一方面, 重奢品牌落位会吸引高价值客户, 从而吸引这些客户在购物中心其他的高端配套进行消费, 重奢购物中心的餐饮、生活服务客单价, 通常也高于普通购物中心。以上海五大重奢购物中心为例, 这些商场中的高端餐饮、高端生活服务的业态占比是上海整体水平的 6~10 倍。其中, 高端美容 SPA 与日式料理在五大重奢购物中心整体业态中的占比分别为 0.35%和 0.26%, 是上海整体水平的三倍。

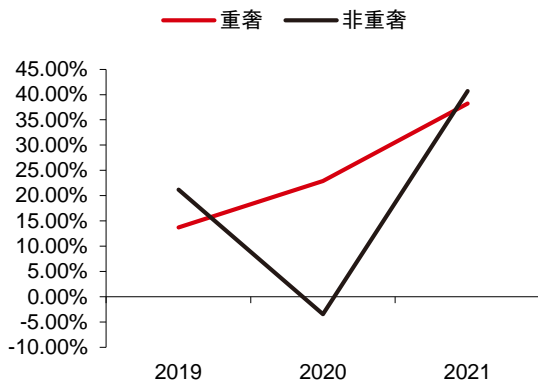
图 41：上海重奢商场高端配套消费占比



资料来源：赢商网，中信证券研究部。上海五大重奢商场：上海恒隆广场、上海 IFC、上海港汇恒隆广场、上海环贸iapm、上海前滩太古里，上海整体：上海 5 万方以上购物中心。

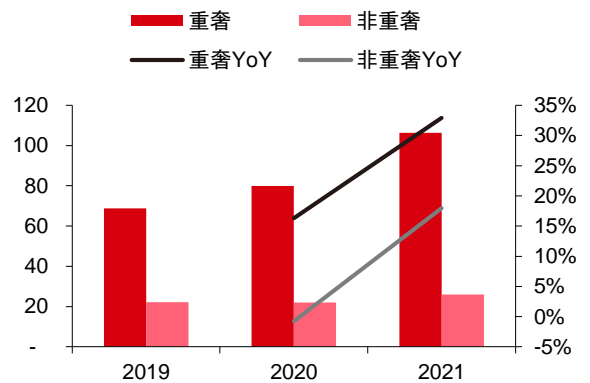
从销售额增速来看，也体现了重奢更强韧性。我们统计了 70 家购物中心过去三年的零售额表现，其中 18 家重奢购物中心 2021 年平均零售额为 106 亿元，增速为 33%，52 家非重奢购物中心 2021 年平均零售额为 26 亿元，增速为 18%。重奢购物中心的单店零售额和增速表现明显高于非重奢物业。从华润置地的重奢和非重奢物业表现情况来看，重奢物业在疫情之下 2019-2021 年实现了 14%/23%/38%的加速增长，整体明显好于非重奢零售额的表现。

图 42：华润置地重奢和非重奢物业零售额表现



资料来源：华润置地公告，中信证券研究部

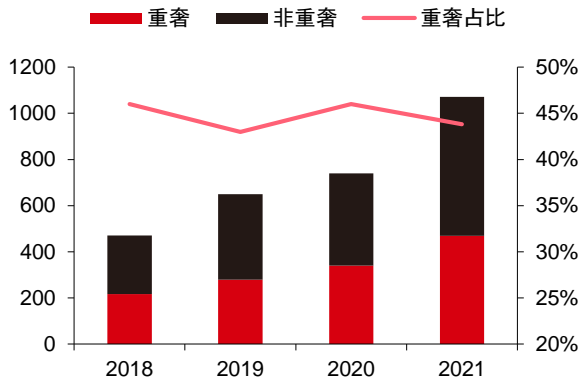
图 43：70 家样本购物中心平均零售额表现（亿元）



资料来源：联商网，中信证券研究部

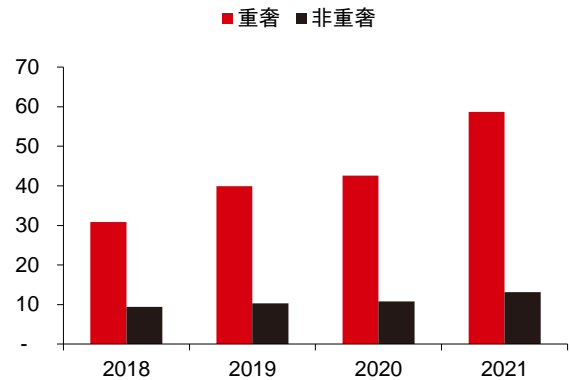
重奢业绩贡献通常在商管企业占比较高。我们以华润置地为例，其开业 54 座购物中心，其中 8 座重奢（7 座并表），我们估计，在公司 2021 年销售额中，有约 44%的销售来自于重奢购物中心。从单场销售来看，华润重奢购物中心 2021 年为 54 亿元，非重奢购物中心为 8 亿元，重奢单场销售明显高于非重奢购物中心。

图 44：华润置地重奢和非重奢物业销售额结构（亿元）



资料来源：华润置地公告，中信证券研究部

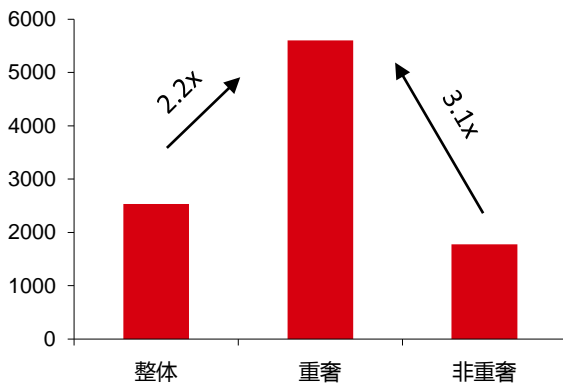
图 45：华润置地重奢和非重奢物业平均单场销售（亿元）



资料来源：华润置地公告，中信证券研究部

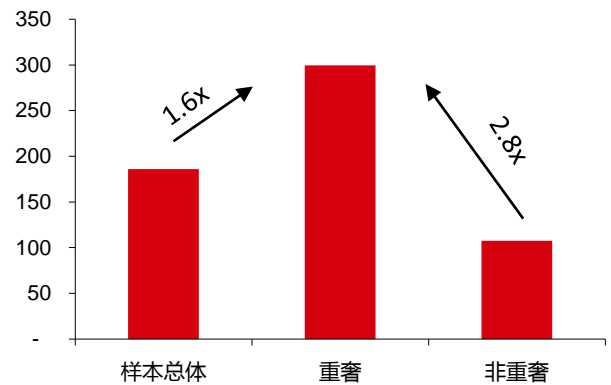
从效率的角度看，重奢商场也具备相当的优势。我们测算华润置地开业购物中心中，重奢购物中心的坪效可能高达整体的两倍，以及非重奢购物中心的 3 倍。从单位租金的角度，重奢购物中心的坪效也远高于整体和非重奢物业。租售比方面，重奢品牌可能会略低于其他品牌，这主要是由于重奢品牌具备更强的议价权，但通常也能够保持相对较高的水平，如我们测算华润置地的几座重奢购物中心租售比可能在 11-12%左右，仅略微低于其整体在管组合 13%的租售比。

图 46：华润置地重奢和非重奢物业坪效差距（元/平米/月）



资料来源：华润置地公告，中信证券研究部

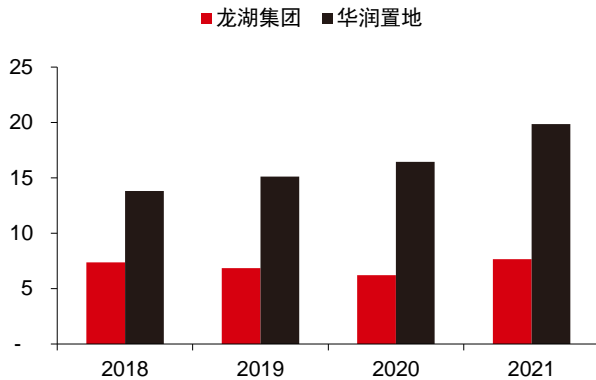
图 47：华润置地重奢和非重奢物业单位租金差距（元/平米/月）



资料来源：华润置地公告，中信证券研究部，注：由于数据可得性的原因，采用 2018 年的部分成熟期购物中心作为样本计算

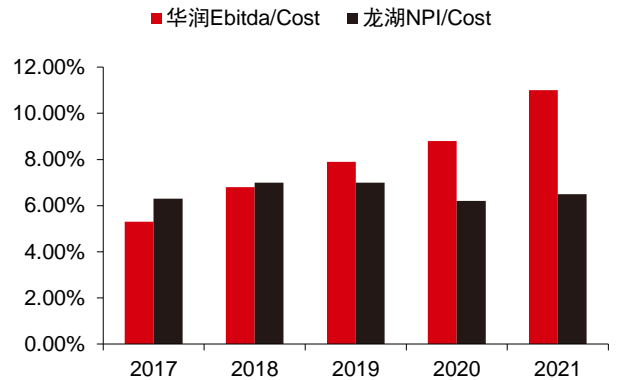
重奢购物中心能够带来更高的投资回报水平。虽然重奢购物中心的投资和日常运营成本更高，但商管行业毕竟成本相对刚性，较高的单位租金，也为企业带来更高的回报率。我们比较龙湖集团和华润置地的单场销售额，龙湖集团定位高能级城市体验业态购物中心，重奢落位较少，单场销售也比华润置地在管项目低。虽然龙湖集团购物中心的效率在业内已经为领先水平，但华润重奢定位所带来的更高的销售额，确实能够带来更高的投资回报水平。

图 48: 两家商管企业单场销售额 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

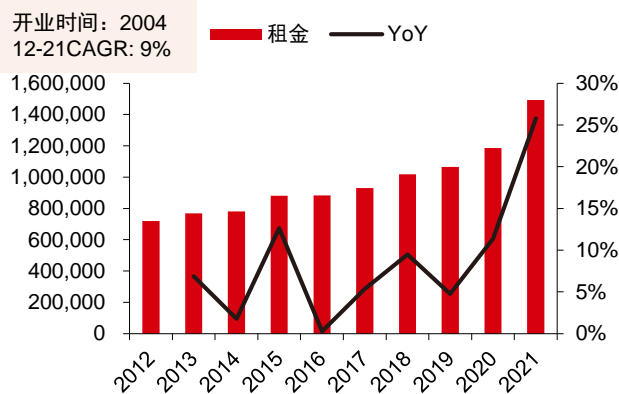
图 49: 两家商管企业回报率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

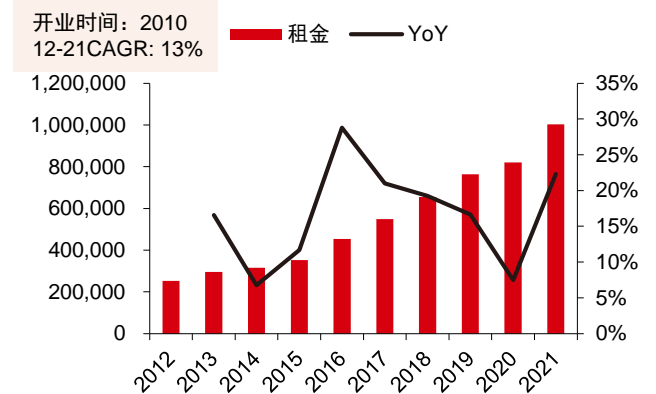
**长期现金奶牛, 稳定租金回报。**由于重奢购物中心的稀缺特性, 优秀商管品牌的重奢项目通常能够在长期录得较好的成长。如深圳万象城, 虽然已经开业 18 年, 但 2012-21 年依然能够录得 CAGR 9%的租金增长, 其 2021 年租金增长达到 25%。不考虑近几年的疫情因素, 其租金增速中枢通常也能够达到 5%。开业时间更晚的重奢物业表现更佳, 如杭州、沈阳、南宁万象城分别于 2010、11、12 年开业, 三者的 2012-21 年租金 CAGR 分别达到 13%、17%和 26%。

图 50: 深圳万象城租金表现 (千元)



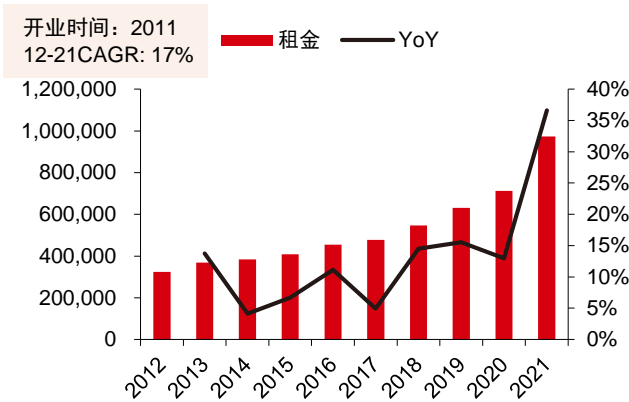
资料来源: 华润置地公告, 中信证券研究部

图 51: 杭州万象城租金表现 (千元)



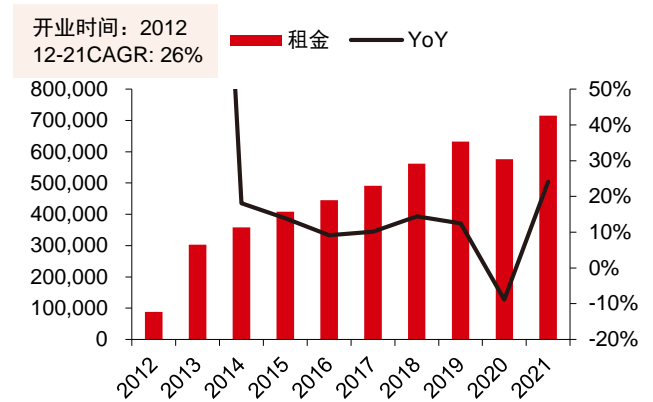
资料来源: 华润置地公告, 中信证券研究部

图 52: 沈阳万象城租金表现 (千元)



资料来源: 华润置地公告, 中信证券研究部

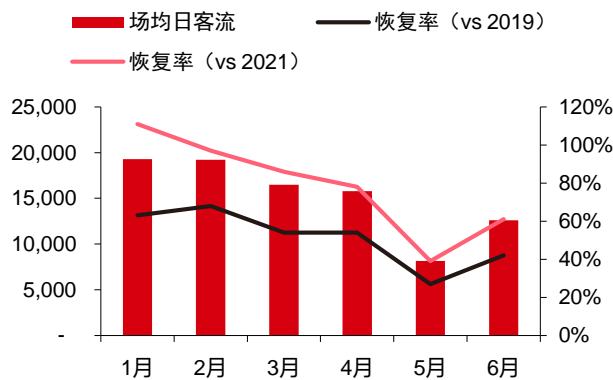
图 53: 南宁万象城租金表现 (千元)



资料来源: 华润置地公告, 中信证券研究部

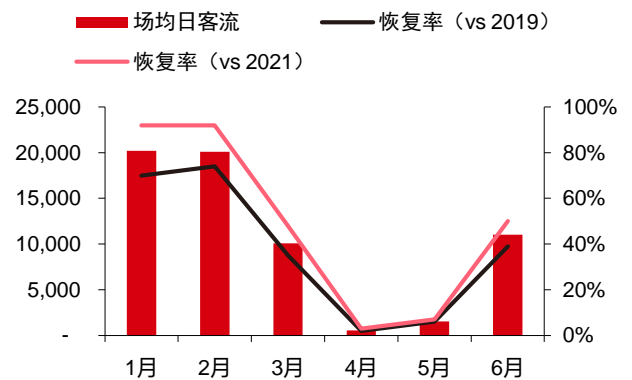
**短期疫情封控有影响，但看好长期韧性。**2022 年上半年，中国奢侈品的两个中心上海和北京都受到了非常严重的疫情封控影响。根据汇纳数据统计，上海购物中心 4 月和 5 月客流几乎清零，北京 5 月客流量也下降至 2021 年的 39% 水平，购物中心销售受到重大影响，可能也面临免租的风险。但我们认为整体疫情冲击可控，购物中心在城市解封后逐渐恢复，且重奢项目恢复更快。6 月 1 日北京市第 352 场新冠肺炎疫情防控工作新闻发布会提到：从一些重点商场的监测数据看，5 月 29 日、30 日、31 日三天恢复营业的商场客流平稳，是去年同期日常客流的三分之一左右，销售额也恢复到日常销售额的 40% 左右。近三日，SKP 客流量、销售额恢复近五成，销售额 1 亿元左右。我们看好重奢购物中心的长期韧性。

图 54: 2022 年上半年北京购物中心客流恢复情况



资料来源: 汇纳科技, 中信证券研究部, 注: 3 万平以上购物中心

图 55: 2022 年上半年上海购物中心客流恢复情况



资料来源: 汇纳科技, 中信证券研究部, 注: 3 万平以上购物中心

## 重点公司：华润品牌领衔轻重商管

华润万象生活——神女应无恙，当惊世界殊

购物中心在管规模扩大，免租影响程度可控。2022 年上半年，公司新开 6 座购物中心，其中包括 3 座重奢定位项目，公司商业在管组合进一步扩大，高端壁垒进一步巩固。由于上半年疫情影响，公司购物中心零售额和客流受到短暂打击，但 6 月有所恢复，我们判断上半年公司在管购物中心整体零售额同比小幅增长，个别因为疫情延期开业的项目也将望在下半年顺利开业。免租方面，最大业主方华润置地表示将为租户提供 22-25 亿元的租金减免（包括购物中心、写字楼及体育中心等），其中购物中心的租金减免对华润万象生活的全年业绩整体影响程度可控。

合同外拓进展顺利，市场化程度更进一步。住宅与非商业物管方面，我们预计公司上半年实现市拓在管面积新增超过 2000 万平米，在局部疫情背景下成绩优秀。除市场拓展以外，公司年初收购的两家物业管理公司都在上半年完成并表，两单新增第三方在管面积 7200 万方，目前整合情况良好。在外拓和收并购的共同支撑之下，公司今年住宅和非商业物管业务的第三方面积占比已经超过一半。商管方面，公司上半年新拓展 7 个第三方合同，7 月份另拓展 3 个第三方合同，合同项目质量良好，包括多个 8 万平以上项目、TOD 项目等。公司自 2021 年至今一共拓展了 22 个商业运营合同，商管业务第三方规模占比进一步提升。

表 10：华润万象生活 2022 年前 7 月签约的部分重点项目

日期	合作方	详情
7 月 14 日	阿里巴巴	南京、武汉的阿里巴巴总部项目的商业部分将由华润万象生活进行运营管理。
7 月 15 日	华侨城	将负责项目华侨城深圳湾新玺名苑项目商业部分的管理，该部分体量超 5 万平米。
5 月 13 日	成都轨道城市投资集团	将在四川成都高新区陆肖 TOD 打造西南首个“万象天地”产品。
4 月 19 日	昭阳地产	时代·朝阳综合体项目位于南宁，商业部分建筑面积约 6 万 <sup>m</sup>

资料来源：各企业微信公众号，MALL 先生，中信证券研究部

市场竞争格局不断变化，公司品牌红利有望持续释放。2022 年，一些雄心勃勃的民企商管品牌遭遇关联方资金压力，关联方交付和品牌外拓声誉都受到冲击。公司本就是商管业务第三方外拓的先行者，未来发展之路可能更为平顺。住宅物管市场的起落，客观上也为公司未来的项目外拓和并购提供了更好的环境。当然，商管和物管业务都是存量业务，市场份额调整速度会显著慢于开发业务——但依托会员体系的轻资产服务更具规模效应，故而我们相信最终公司在商管领域的市占率，应该会超过华润置地本身在综合体开发的市场份额。

风险因素：消费下行的风险；局部疫情反复带来部分业主进一步免租的风险；合约面积交付延迟的风险。

盈利预测、估值与评级：我们认为，物管的市场份额变化速度虽然不及开发，但变化程度甚至超过开发行业。公司凭借品牌优势和市场化运营能力，不仅有望巩固商管业务优势，更有可能在大空间服务方面持续领先。鉴于疫情期间租金减免和局部疫情对交付的影响，我们维持公司 2022/2023/2024 年 EPS 预测 1.00/1.35/1.72 元。我们参照公司过去一年平均 50x PE（TTM）的估值水平，考虑最新的市场环境变化和公司商管品牌在行业独一无二的优势，给予 2022 年 40 倍的 PE 目标价，对应 49 港元/股，维持“买入”的投资评级。



表 11: 华润万象生活 (01209.HK) 盈利预测及估值

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,779	8,875	12,773	16,548	20,686
营业收入增长率 YoY	15.5%	30.9%	43.9%	29.6%	25.0%
净利润(百万港元)	818	1,725	2,293	3,091	3,924
净利润增长率 YoY	124.1%	110.9%	32.9%	34.8%	26.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.36	0.76	1.00	1.35	1.72
毛利率	27.0%	31.1%	28.7%	30.3%	31.0%
净利率	12.1%	19.4%	18.0%	18.7%	19.0%
PE	80.4	35.7	26.1	19.5	15.3
PS	9.7	7.0	4.7	3.6	2.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2022 年 8 月 23 日收盘价

## 华润置地——更好的发展环境，坚定的发展决心

销售实现单月回暖。2021 年 1-7 月，公司实现销售额 1491 亿元，销售面积 688 万平方米，分别同比下降 20%和 37%。7 月单月来看，实现销售额 281 亿元，同比提升 22%，销售情况显著好于同业。

租金减免影响可控。2021 年 1-7 月，公司实现租金收入 96 亿元，同比去年下降 5.2%。公司公告投资物业累计确认减免租金金额约为人民币 20.4 亿元，剔除减免租影响，较去年同期实际增长 15%。我们认为，公司全年减租压力可控，6 月份之后各购物中心客流和销售额恢复良好，我们相信，凭借公司掌握的重奢资源和优秀的运营能力，能够实现商场租金的全年同店同比正增长。

存量土储优异，拿地内卷竞争告一段落。公司 2021 年新增土储面积 1,439 万平方米（权益比 77%），截至 2021 年末，公司总土储 6,873 万平方米，其中开发销售型业务土储 5,778 万平方米，一二线城市占比维持 70%，土储优质；投资物业土储面积 1,095 万平方米，一二线城市占比提升至 85%。尤其值得注意的是，2021 年四季度后，有能力进入市场拿地的全国性企业大幅减少，土地市场明显降温。目标一二线城市，纷纷推出一些素质优良、盈利前景好的土地。而一些地方企业虽然尚活跃，又普遍不具备与公司品质相当的产品线。我们相信，自 2021 年四季度到 2022 年上半年公司新增土地储备，有望较之存量再上台阶。

公司风险因素: 疫情持续时间超预期、范围超预期，对购物中心经营可能带来的冲击。部分城市旧改规则可能生变，可能对公司部分旧改项目进度带来不确定性。

投资建议: 我们认为，公司在 2022 年迎来更好的发展环境，即拓展优质土储更为可能。公司稳健进取的经营模型，确实也意味着公司可能享受高于同业的盈利水平和超过同业的去化速度。我们维持公司 2022/2023/2024 年核心 EPS 预测为 4.14/4.53/4.93 元/股，参考行业可比公司平均估值，维持公司 2022 年 10 倍 PE 的目标估值，对应 51.2 港元/股的目标价，维持“买入”的投资评级。

表 12: 华润置地 (01109.HK) 盈利预测及估值

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	179,587	212,108	241,538	272,987	307,111
营业收入增长率 YoY	21.6%	18.1%	13.9%	13.0%	12.5%
净利润(百万元)	29,810	32,401	35,972	39,309	42,749

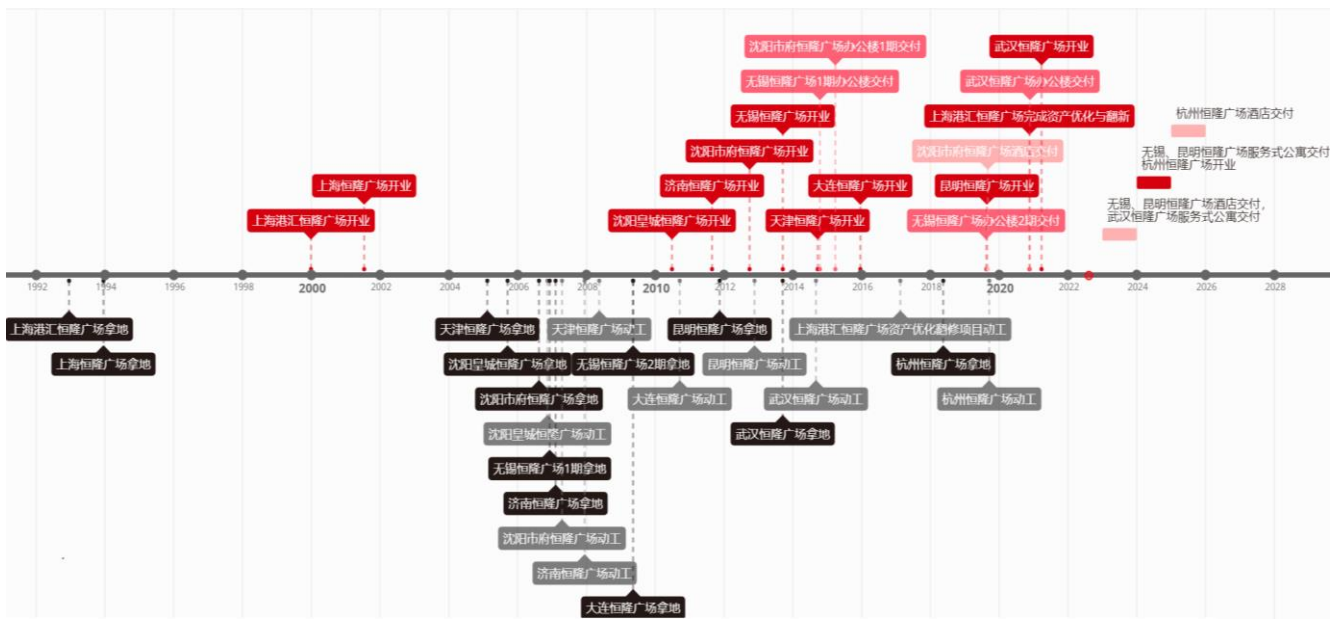
项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润增长率 YoY	4.0%	8.7%	11.0%	9.3%	8.8%
核心净利润(百万元)	24,140	26,600	29,554	32,295	35,122
核心净利润每股收益 EPS(基本)(元)	3.39	3.73	4.14	4.53	4.93
毛利率	30.9%	27.0%	25.0%	26.0%	26.5%
核心净利润率	13.4%	12.5%	12.2%	11.8%	11.4%
PE*	8.2	7.0	6.0	5.5	5.1
PB	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2022 年 8 月 23 日收盘价，PE\*由核心净利润计算得到

### 恒隆地产——老牌港资，资源和市场壁垒

公司是老牌港资商业地产品牌。公司 1999 年进入上海，并在上海开业港汇恒隆广场，成为中国内陆最早运营重奢购物中心的品牌之一。目前已成功进入上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉及杭州的市场，旗下内地项目多以“恒隆广场”命名。截至 2022 年中期，公司在内陆的租赁物业租金收入为人民币 27.84 亿元，同比增长 1%（2021 年增长 25%），占公司总收入的 63.5%。其中内陆购物中心租金收入为人民币 22.1 亿元，占内陆租赁物业收入的 79.4%，受到上海等地疫情影响，增速为-1%。

图 56：恒隆地产境内发展史

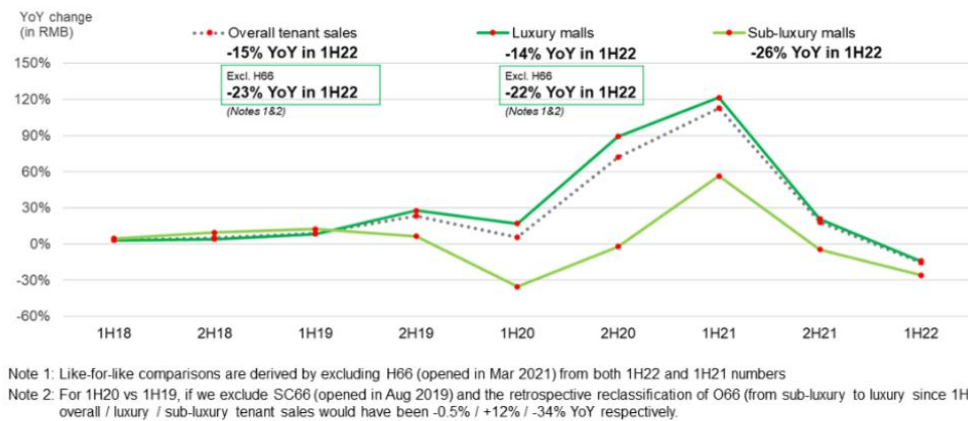


资料来源：恒隆地产公告，中信证券研究部

稳定的家族传承。恒隆集团的主要创始人陈曾熙于 1960 年同其弟陈曾焘共同创办恒隆集团前身—恒隆有限公司。陈曾熙于 1986 年逝世，约 40 亿美元遗产交予家族基金会打理，公司由其弟陈曾焘接手。同年，陈曾熙两子，大儿子陈启宗、二儿子陈乐宗创立晨兴基金会，即晨兴集团。其后，哥哥陈启宗于 1991 年从叔叔陈曾焘手中接任恒隆集团董事长一职，并任职至今，弟弟陈乐宗则专注于晨兴集团，从事私募基金和创业基金业。2016 年，陈启宗之子陈文博成为恒隆集团与恒隆地产执行董事，正式参与到家族事业当中，2021 年陈文博先生持股比例为 59.35%。

资源和市场的优势。不考虑 2022 年上半年上海疫情的影响，公司管理购物中心销售额在过去一段时间都呈现了不错的增长，其中重奢项目自 2020 年开始就实现了非常快速的同店提升。2021 年，上海港汇和上海恒隆广场两个标杆项目在 2020 年高基数的情况下分别实现销售额同店增长 56%和 37%，充分受益于上海的优秀消费环境。2021 年，上海的两座购物中心租金收入占内陆购物中心租金收入的 63%，占公司总营收的 34%。此外，公司也是国际顶奢品牌合作较多的商管企业之一，我们相信，凭借公司在管物业的先发禀赋以及公司和顶奢品牌维持的良好品牌关系，公司有望继续在重奢商管领域保持头部地位。

图 57：恒隆在大陆持有的购物中心的销售额增长率(%)



资料来源：恒隆地产公告

## 风险提示

疫情反复和封控措施影响购物中心经营的风险。宏观经济下行影响奢侈品消费基本面的风险。购物中心减免租影响全年业绩的风险。

## 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。

## 一般性声明

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”。

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并自行承担投资风险。

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或其所包含的内容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、价值及收益可跌可升。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。

## 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

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 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（于中国香港注册成立的有限公司）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.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；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

**中国大陆：**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。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 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述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 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, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**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。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，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。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且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。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。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**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。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

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 2022 版权所有。保留一切权利。