

【消费瞭望录】

需求低迷与 OTA 主导格局的背离，何去何从？

事件描述

中国酒店行业面临需求持续承压，且受地产政策调控影响，整体市场表现疲软。根据 ABN Data 数据，截至 2024 年 9 月，中国内地酒店年累计 RevPAR/ADR/OCC 分别同比-6%/-4%/-2%。其中，ADR 连续三个季度出现同比下滑，且各级别酒店业绩普遍未能恢复至 2023 年同期水平。

事件点评

OTA 行业概览：旅游产业链中的核心引擎与战略枢纽。OTA 平台作为产业链资源整合的关键环节，承载着推动行业增长的核心功能。对于上游酒店行业而言，OTA 平台通过掌握下游消费者端的流量，具备较强的议价权。酒店在拓展市场覆盖的同时，还需应对 OTA 在价格、分销渠道等方面的强势控制，这对酒店行业的利润空间及市场竞争格局产生深远影响。

携程核心收入分析：全球化战略与本土化运营的双重优势。作为中国 OTA 行业的龙头，携程占据国内市场 50% 以上的份额。其核心业务包括住宿预订和交通票务，分别占总收入的 38.7% 和 41.4%。尽管市场增速放缓，携程依然实现住宿预订/交通票务收入较 2019 年+27.7%/32.2%。随着国际业务复苏强劲，2024 年 Trip.com 平台出境酒店和机票预订已恢复至疫情前 120% 水平，进一步巩固了其全球市场领导地位。

酒店行业承压与转型：结构性调整与 OTA 依赖化解路径分析。2024 年，中国酒店行业在需求持续低迷和地产政策调控下，行业动能从 ADR 驱动转向 OCC 驱动转型。“以价换市”的行业现象依然延续，缺乏稳定客源的酒店集团缺乏品牌竞争力，导致 OTA 平台在下游用户端的掌控力日益增强。

酒店行业对抗 OTA 平台依赖：挤压模式的不可持续性与转型路径。OTA 平台的主导地位虽然在短期内提供流量支持，但其通过挤压酒店利润和加剧价格竞争的模式正显现不可持续性。随着酒店连锁化加速、CRS 系统优化，OTA 平台的主导地位逐步削弱。酒店商家正通过数字化工具和自有平台加强直销能力，减少对 OTA 依赖，推动行业向更自主和可持续的方向转型。

风险提示： 1. 旅游行业政策调整；2. 国际局势不稳定性。

休闲服务

评级：看好

日期：2025.01.15

分析师 何晓敏

登记编码：S0950523110001

☎：(021) 61392631

✉：hexiaomin@wkzq.com.cn

行业表现

2025/1/14



资料来源：Wind，聚源

相关研究

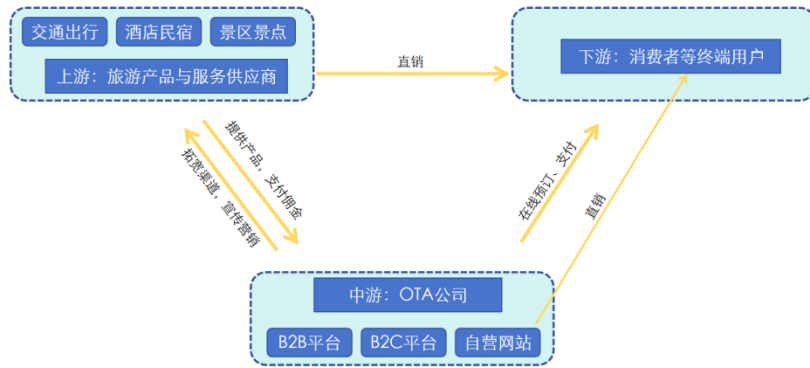
- 《补贴政策发挥长效作用，消费粘性显现》(2024/12/25)
- 《【消费瞭望录】连锁酒店投资框架：如何观测行业周期？》(2024/12/5)
- 《政策红利深度释放，消费市场迎来回暖黄金期》(2024/11/26)
- 《国庆出游点评：新“慢充式旅游”消费习惯正在形成》(2024/10/11)
- 《《黑神话 悟空》：耐心资本崛起的里程碑》(2024/8/22)
- 《线下零售边际修复 长线游成暑期热点》(2024/8/5)
- 《【消费瞭望录】梳理消费税改革三十年》(2024/8/1)
- 《【消费瞭望录】新消费格局：从商品迈向服务消费》(2024/7/12)
- 《消费行业月报：服务消费“正升级”》(2024/7/3)
- 《端午出游点评：“微”度假受追捧 出入境游火爆》(2024/6/14)

一、OTA 行业概览：旅游产业链中的核心引擎与战略枢纽

平台化发展与资源整合，受益旅游行业全面增长。在线旅游平台(OTA, Online Travel Agency)是指通过互联网技术，提供旅游产品和服务的预订、销售及推广的第三方平台。从产业链角度来看，OTA 行业的上游主要由各类旅游供应商构成，包括航空公司、酒店、景区和租车公司等，它们为平台提供基础的旅游产品与服务；而下游则主要是消费者和旅行社等终端用户，他们通过 OTA 平台完成产品的预订与购买。

OTA 平台促进行业扩展，数字化转型加快市场升级。随着互联网的普及和消费者需求的不断升级，OTA 平台不仅在资源整合上发挥了重要作用，还促使了旅游行业的跨行业合作与创新。根据中国互联网络信息中心(CNNIC)数据，2024H1 中国在线旅游预订用户数量突破 5 亿人，同比+20%。此外，2024 年 1-4 月，中国在线旅游消费额同比+77.6%，这一数据表明，平台化的发展和旅游消费的数字化转型正在加速推动整个行业的增长与市场渗透。

图表 1：中国在线旅游行业产业链图谱



资料来源：五矿证券研究所绘制

OTA 商业模式：批发赚差价，代理收佣金，平台凭规模效益获利。OTA 企业的商业模式通常可划分为三种类型：批发模式、代理模式和平台模式。批发模式通过赚取买卖差价获利，OTA 以批量采购获得低价，直接与航空公司、酒店及旅游供应商合作，并通过自有渠道销售，承担库存风险和定价权，盈利弹性较高；代理模式的本质是赚取代理销售的佣金，OTA 充当中介的角色，向消费者提供产品或服务的预定和销售，不涉及产品的所有权；平台模式的本质是收取双向服务费，OTA 作为多方交易平台，向商户和消费者双向收费，盈利能力高度依赖于平台的规模效应。

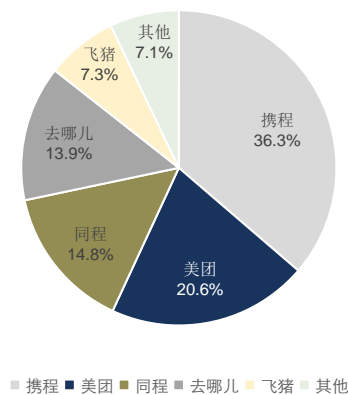
图表 2：OTA 企业主要经营模式对比

	批发模式	代理模式	平台模式
业务角色	供应商的批发商，直接采购并销售	中介，代理销售，连接消费者与供应商	提供交易平台，连接消费者与多个供应商
收入来源	低买高卖，赚取差价	代理销售的佣金，佣金率约为 4-15%	双向平台服务费
风险情况	风险较高，需采购并承担库存管理	风险较低，只负责产品预订，不直接持有库存	风险较低，平台本身不持有任何产品，只提供交易渠道
定价权	具备定价权，决定销售价格	受限于供应商定价，主要根据代理合同规定价格	定价权较弱，平台通常不干预具体产品的定价
代表企业	Expedia、携程、国内一般仅用于节假日	携程、同程艺龙、Booking	Airbnb、飞猪、美团

资料来源：广州地区酒店行业协会，南方都市报，观研网，五矿证券研究所

国内 OTA 市场竞争格局高度集中，错位竞争与寡占态势交织显著。携程旅行稳居市场领头羊，凭借收购去哪儿后，其市场份额超过 50%，占据近半壁江山。根据 Fastdata 数据，2021 年 OTA 总销售额中，携程 / 美团 / 同程 / 去哪儿 / 飞猪 分别占据 36.3%/20.6%/14.8%/13.9%/7.3%。行业 CR5 指数高达 93%，反映出市场竞争已由少数头部企业主导，形成较为坚固的市场壁垒。各大 OTA 平台凭借强大的流量和资源整合能力，已在市场中建立起寡占型竞争格局。

图表 3：2021 年 OTA 市场规模“一超多强”

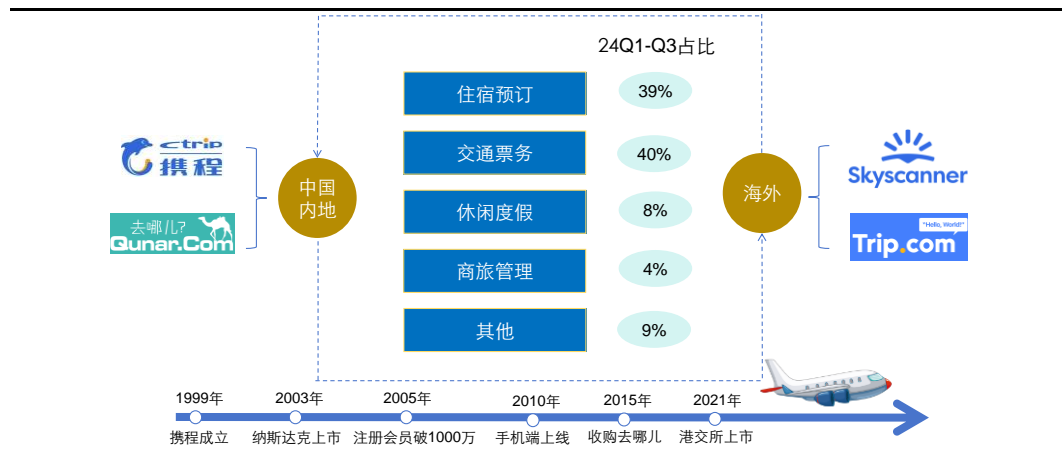


资料来源：Fastdata，五矿证券研究所

二、携程核心收入分析：全球化战略与本土化运营的双重优势

携程稳居国内龙头，布局全球引领行业。携程，成立于 1999 年，作为中国 OTA 行业龙头，2003 年 12 月在纳斯达克成功上市，2021 年 4 月在港交所挂牌上市。品牌携程与去哪儿网在国内市场占据主导地位，2023 年市占率超 50%。国际化方面，携程通过收购 Trip.com、Skyscanner 及控股 MakeMyTrip，形成全球业务网络。携程提供超过 170 万种住宿服务，涵盖酒店、度假村等，机票业务覆盖 600 多家航空公司，服务全球 220 多个国家和地区的 3,400 多个机场，支持超过 35 种语言，广泛满足全球用户需求。

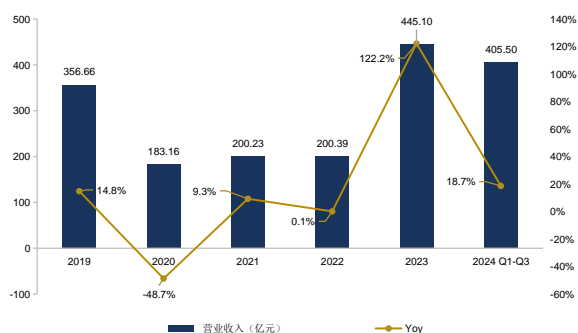
图表 4：携程的核心业务及发展历程



资料来源：公司公告，五矿证券研究所绘制

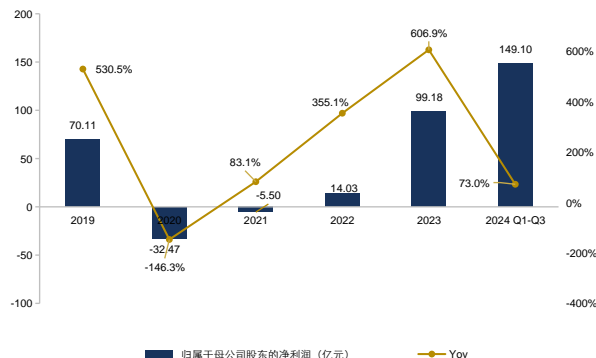
营收复苏势头强劲，重新焕发市场活力。2023年，公司业绩呈现出强劲的复苏态势，营业收入/归母净利润分别为445.1/99.18亿元，同比+122.2%/606.9%，2024Q1-Q3公司延续较快增长势头，营业收入/归母净利润分别为405.5/149.1亿元，同比+18.7%/73.0%。2024年，携程国际业务表现出色，尤其是Trip.com的业绩持续向好，2024Q3出境酒店和机票预订已全面恢复至2019年疫情前同期的120%水平。同时，携程国际OTA平台酒店和机票预订同比增长超过60%。

图表 5：携程营业收入表现



资料来源：同花顺 iFinD，五矿证券研究所

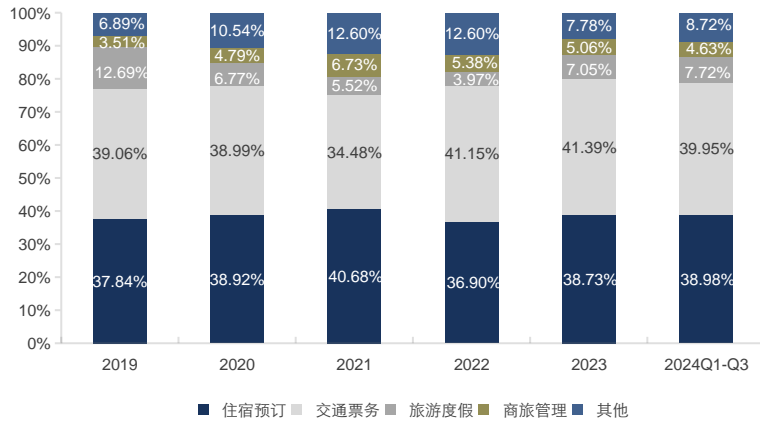
图表 6：携程归母净利润表现



资料来源：同花顺 iFinD，五矿证券研究所

住宿与交通双轮驱动，多元化布局潜力广阔。携程的经营模式主要依托代理模式，并辅以批发和其他多元化服务，构建起一个较为完善的在线旅游生态系统。根据业务结构，携程的主要收入来源分为四个板块：住宿预订、交通票务、旅游度假和商旅管理。公司以佣金确定收入，其中，住宿预订和交通票务是核心业务，贡献大部分的收入。2023年，住宿预订/交通票务营业收入分别为172.6/184.4亿元，占总收入的38.7%/41.4%，两个板块收入占比保持长期稳定比例，体现出公司在住宿和票务领域的持续竞争优势和市场领导地位。

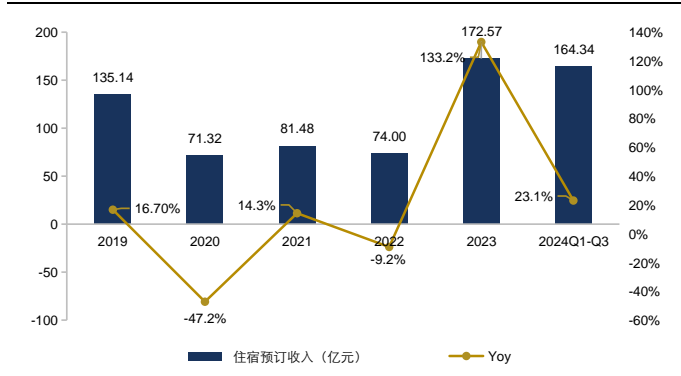
图表 7：携程收入构成：住宿交通并举



资料来源：同花顺 iFinD，五矿证券研究所

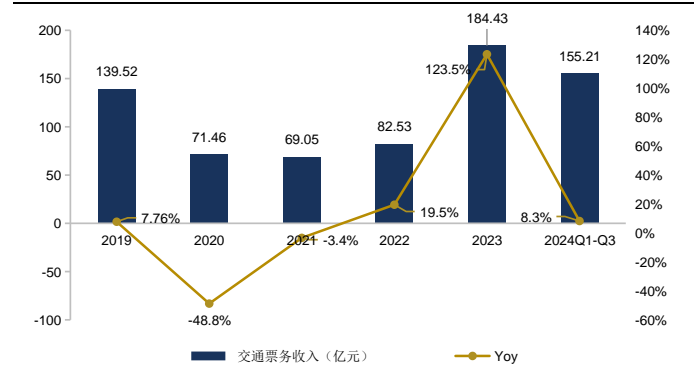
酒店交通行业承压严重，携程住宿交通逆势增长。住宿预订方面，2023年携程营业收入172.6亿元，较2019年+27.7%。尽管整体酒店市场增速放缓，2024Q1-Q3公司营业收入164.3亿元，同比+23.1%，展现其作为行业龙头的增长势头，持续领先于整体市场。交通票务方面，2023年公司营业收入184.4亿元，较2019年+32.2%；然而，2024Q1-Q3营业收入155.2亿元，同比+8.3%，显著低于住宿预订领域的增速，这一差异主要受到交通行业整体萎缩的影响。具体来看，2024Q1-Q3交通行业的CPI持续处于-4%以下的负增长区间，反映出行业整体需求的疲软。

图表 8：携程住宿预定收入表现



资料来源：同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 9：携程交通票务收入表现



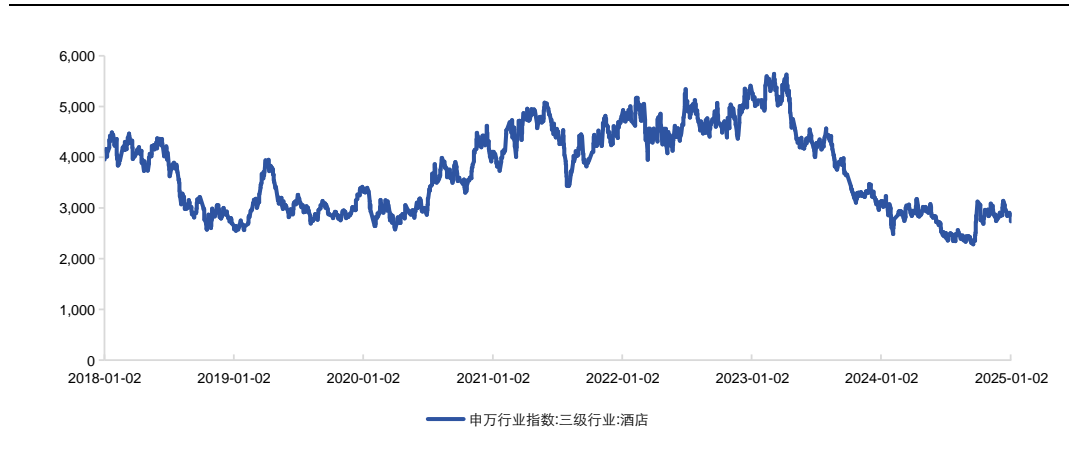
资料来源：同花顺 iFinD，五矿证券研究所

“三高”用户驱动发展，精细化策略加深优势。从用户端来看，携程凭借品牌效应和优质服务，积累大量“高收入、高消费、粘性强”的核心用户群体。截至2023年，携程的活跃用户规模为8394.1万人，在全球已拥有超过4亿会员。具体来看，携程的普通会员年均消费超过1000元，钻石级用户年均消费超10万元，黑钻级用户年均消费超过40万元，显示出该群体的高消费能力。根据SensorTower数据，2024年7月，携程国际版Trip.com月活跃用户数量约1000万，验证其全球市场的强大用户基础。

三、酒店行业承压与转型：结构性调整与 OTA 依赖化解路径分析

酒店经营普遍承压，价格驱动向入住率驱动结构性转变。2024年，中国酒店行业面临需求持续承压，且受地产政策调控影响，整体市场表现疲软。2024Q1-Q3 申万行业指数始终维持在 3500 点以下，尽管有所企稳，但缺乏明显上涨趋势。从 ABN Data 数据来看，截至 2024 年 9 月，中国内地酒店年累计 RevPAR/ADR/OCC 分别同比-6%/-4%/-2%。其中，ADR 已连续三个季度出现同比下滑，且各级别酒店业绩普遍未能恢复至 2023 年同期水平。由此可见，酒店行业的增长动力正从以往的 ADR 提升转向更加依赖提高 OCC 以推动收入增长，行业正在经历由价格驱动向需求驱动的结构调整。

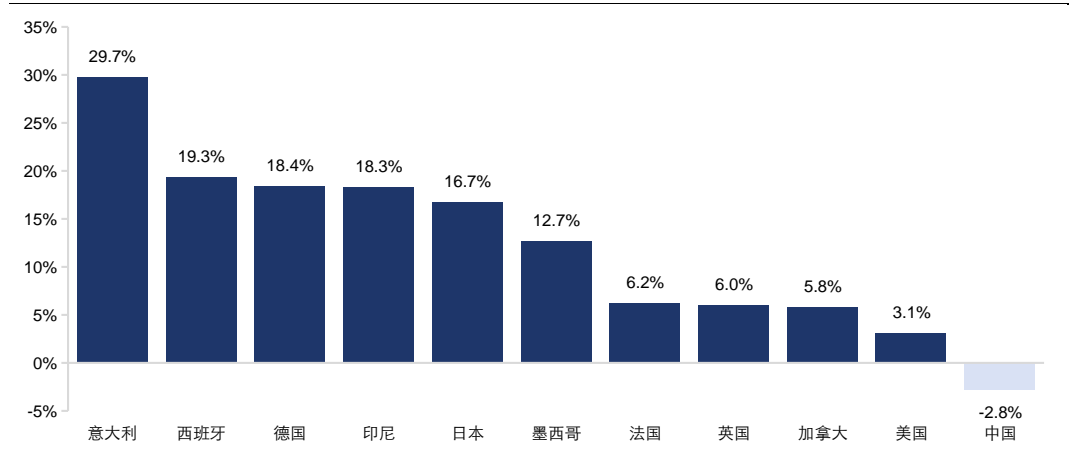
图表 10：2018-2024 申万行业指数：酒店



资料来源：同花顺 iFinD，五矿证券研究所

全球酒店业复苏分化，欧洲强劲增长与中国市场增长乏力。从全球范围来看，2024 年 10 月酒店业整体增长势头良好，尤其是欧洲市场表现亮眼。西班牙、德国和意大利等主要市场的 RevPAR 同比增长超过 18%。与此同时，美国市场也延续回升趋势，RevPAR 连续第四周实现增长，同比+3.1%，OCC 和 ADR 均有所上升。然而，中国市场依然受到下行压力的影响，RevPAR 同比-2.8%，未能延续全球复苏的强劲势头。

图表 11：2024 年 10 月重点酒店市场 RevPAR 同比表现



资料来源：STR，五矿证券研究所

酒店市场流量需求迫切,OTA平台收益分成加剧。2024Q3国内酒店集团ADR/OCC/RevPAR均出现同比负增长,“以价换市”的行业现象依然延续,缺乏稳定客源的酒店集团缺乏品牌竞争力,导致OTA平台在下游用户端的掌控力日益增强。一方面,OTA与酒店合作已显著改变传统酒店市场运营模式,提供更多流量渠道;另一方面,OTA平台通过深度渗透酒店产业,扩大市场影响力,成为流量“磁铁”,形成不对称关系。在代理模式下,OTA收取佣金并加价出售房间,完全掌控增量部分,同时无需承担库存风险,不仅加剧对酒店ADR的压力,还愈加激化行业价格竞争。

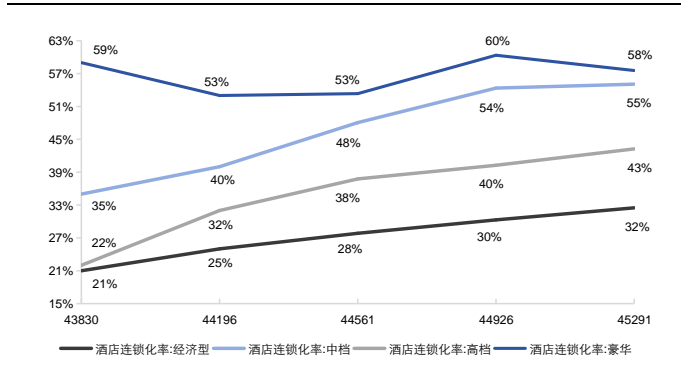
图表 12: 2024Q3 酒店集团业绩下滑

ADR (元/间)	同比增幅	OCC (%)	同比增幅	RevPAR (元/间)	同比增幅
238	-10.5%	73.4	2.4pct	174	-8.4%
301	-7.1%	84.9	-1.2pct	256	-7.9%
244	-5.5%	69.7	-1.8pct	170	-7.8%
456	-8.0%	80.3	-2.5pct	380	-10.5%

资料来源:公司公告,五矿证券研究所

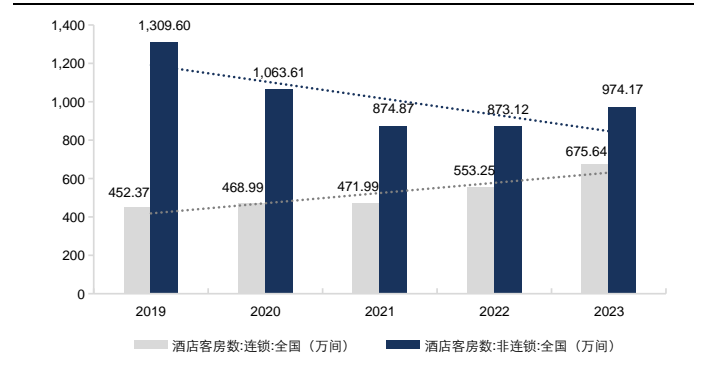
连锁化率持续提升,OTA议价力有效缓解。为应对OTA平台对市场流量和议价权的控制,连锁化率提升成为酒店集团应对收益挤压和价格竞争的关键策略。相比单体酒店,连锁酒店凭借稳定的自有客源和标准化服务,能实现更高溢价,并在市场谈判中占据优势。2019至2023年,国内酒店连锁化率持续增长,经济型/中档/高档酒店分别较2019年+11/21/20pct。连锁酒店客房数增速显著高于非连锁酒店,2023年连锁酒店客房数同比+22%,非连锁酒店仅同比+12%。头部酒店集团逆势扩张,市占率提升推动整体行业连锁化率的增长。

图表 13: 2019-2023 中国酒店连锁化率保持增长趋势



资料来源:同花顺 iFinD, 中国饭店协会, 腾讯网, 五矿证券研究所

图表 14: 连锁酒店规模持续扩张

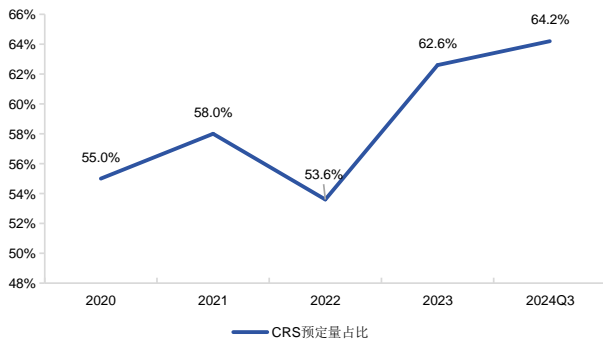


资料来源:同花顺 iFinD, 五矿证券研究所

直销体系建设加速,公域流量外优化自有渠道收益。国内酒店集团正加速会员体系全面升级,优化直销渠道收益,以减少对OTA平台的依赖,并推动预定渠道收入增长。以锦江酒店和华住集团为例,锦江通过提升CRS系统的收费标准,显著推动了收入与利润的增长,其CRS系统主要引流平台Wehotel,2024H1预订渠道收入4.5亿元,同比+31.7%。华住CRS系统在行业中处于领先地位,会员数量接近2.6亿,贡献超过60%的预定量。2024Q3华住中国CRS占比达64.2%,同比+2.2%。此外,华住CRS预订费率为8%,相比OTA平台10%-

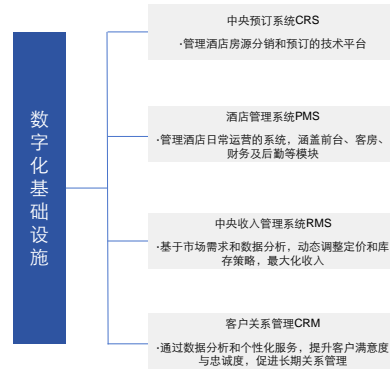
12%佣金比例，具备明显的价格优势。

图表 15：华住 CRS 预定量占比



资料来源：公司公告，中国经济新闻网，酒店交易网，五矿证券研究所

图表 16：酒店一体化数字化基础设施



资料来源：环球旅讯，五矿证券研究所

四、酒店行业对抗 OTA 平台依赖：挤压模式的不可持续性与转型路径

OTA 平台主导地位与酒店自主性困境，流量聚合与高佣金模式对行业的制约。 OTA 平台作为产业链中游环节，凭借其流量聚合能力和市场集中度，具备较强议价权，通过高额佣金和不对等条款压缩酒店利润空间。短期内，尽管此模式通过提升 OCC 带来一定收益，但从长期来看，限制酒店在定价、品牌溢价以及创新方面的自主性，削弱其差异化竞争力。同时，OTA 主导地位加剧酒店渠道依赖，减少其他销售渠道选择，抑制市场竞争的公平性和可持续发展。

连锁化加速与 CRS 系统赋能，OTA 主导地位削弱与酒店自主竞争力提升的双重驱动。 随着酒店连锁化加速、CRS 系统日益完善，OTA 平台主导作用正逐步减弱。连锁酒店凭借稳定的自有客源和标准化服务，提升定价溢价能力，并在市场谈判中处于有利地位。通过 CRS 等数字化工具，酒店通过自有平台、社交媒体等直接与消费者互动，减少对 OTA 平台依赖，从而降低佣金支出、提升利润率，并增强客户忠诚度和数据掌控力，推动行业向更加自主和可持续发展的方向发展。

风险提示

1. 旅游行业政策调整；
2. 国际局势不稳定性。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

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;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 邮编:100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010