

期间费用结构优化，新品扩张兑现

华泰研究

2021年2月28日 | 中国内地

年报点评

科技/电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

43.90

研究员
SAC No. S0570518080001
SFC No. BPX762

胡剑
hujian@htsc.com
+86-21-28972072

研究员
SAC No. S0570519060003
SFC No. BKS183

刘叶
liuye@htsc.com
+86-21-38476703

联系人
SAC No. S0570120090023

李梓澎
lizipeng@htsc.com

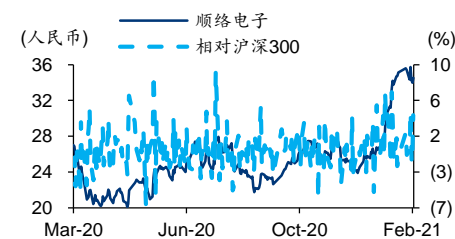
华泰证券 2021 春季线上策略会



基本数据

目标价(人民币)	43.90
收盘价(人民币 截至2月26日)	34.54
市值(人民币百万)	27,850
6个月平均日成交额(人民币百万)	480.04
52周价格范围(人民币)	20.08-35.75
BVPS(人民币)	6.01

股价走势图



资料来源: Wind

4Q20 营收及归母净利润再创季度新高，被动元件景气向上，公司订单饱满
2月26日顺络发布年报，2020年公司实现营收34.77亿元(YoY 29.09%)，归母净利润5.88亿元(YoY 46.50%)，略高于业绩预告5.62~6.03亿元中值。4Q20公司实现营收10.22亿元(QoQ 0.92%，YoY 34.11%)，归母净利润1.82亿元(QoQ 10.48%，YoY 73.31%)，4Q20营收及归母净利润再创季度历史新高。我们认为，公司业绩高速增长得益于：1)被动元件行业景气上行，公司订单饱满；2)中美贸易摩擦及新冠疫情加速电子元件国产替代进程；3)公司毛利率在订单饱满、新品推出、效率提升的催化下持续提升。我们预计公司21-23年EPS为0.98/1.25/1.55元，目标价43.90元，维持买入评级。

被动元件转向“卖方市场”，公司毛利率持续提升，期间费用结构优化

2020年公司毛利率36.26%(YoY +2.11pct)，其中4Q20毛利率36.26%(QoQ +1.17pct，YoY +3.30pct)，得益于：1)订单饱满、产能利用率高；2)新品百花齐放、销售比例持续提升；3)经营、生产效率提升。2020年公司期间费用率15.75%(YoY -0.62pct)，从结构上来看，销售费用率延续下行态势，2020年同比下降0.14pct至2.67%，表明在下游客户主动寻求国产替代的背景下，公司此前基于对陶瓷材料、滤波材料的深刻理解，凭借叠层平台、绕线平台的领先技术所实现的品类扩张开始收获；同时2020年研发费用率7.02%，维持高位，公司继续筹谋高端消费电子、5G通信、汽车电子等潜力市场。

电感国产替代正当时，LTCC、汽车电子新品齐发力，公司迈入扩张新阶段

电感是公司传统的优势产品，根据富昌电子统计，1Q21村田、TDK等全球领先厂商电感产品仍处于交期延长、价格上涨状态，我们认为：1)村田等日系厂商逐步退出低附加值电感产品有望为顺络全球市场份额的提升打开空间；2)“疫情剪刀差”将驱动被动元件行业景气上行，贸易摩擦、新冠疫情将加速被动元件国产替代进程；3)5G手机对于电感的需求“量价齐升”，顺络作为全球片式电感龙头有望受益。此外，公司新品“百花齐放”，其中LTCC新品在5G的拉动下需求有望大幅提升，汽车电子产品已被众多全球知名汽车电子企业和新能源汽车企业批量采购，公司汽车业务有望取得长远发展。

全球电感龙头迈入产品品类扩张的发力期，维持买入评级

考虑到5G手机持续渗透、“电子+”方兴未艾，我们调整21-22年公司EPS预期至0.98/1.25元(前值:0.95/1.23元)，预计23年EPS为1.55元。参考可比公司2021年Wind一致预期均值34.70倍PE估值，考虑到公司电感行业的全球领先地位及多品类产品百花齐放的优势，给予公司2021年45倍PE估值，对应目标价43.90元(前值:42.66元)，维持买入评级。

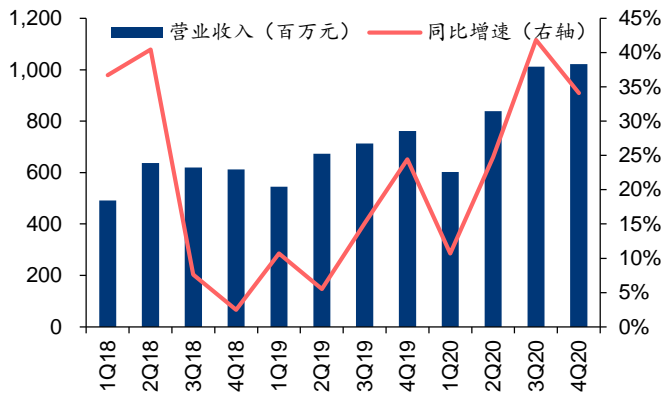
风险提示：电感产品国产替代进度低于预期，国内5G商用进度低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	2,693	3,477	4,589	5,702	6,893
+/-%	14.02	29.09	32.00	24.26	20.88
归属母公司净利润(人民币百万)	401.69	588.49	786.58	1,007	1,249
+/-%	(16.07)	46.50	33.66	28.00	24.01
EPS(人民币，最新摊薄)	0.50	0.73	0.98	1.25	1.55
ROE(%)	9.00	12.07	13.85	15.43	16.41
PE(倍)	69.33	47.33	35.41	27.66	22.31
PB(倍)	6.30	5.75	4.95	4.30	3.68
EV EBITDA(倍)	36.31	26.13	22.76	18.46	15.09

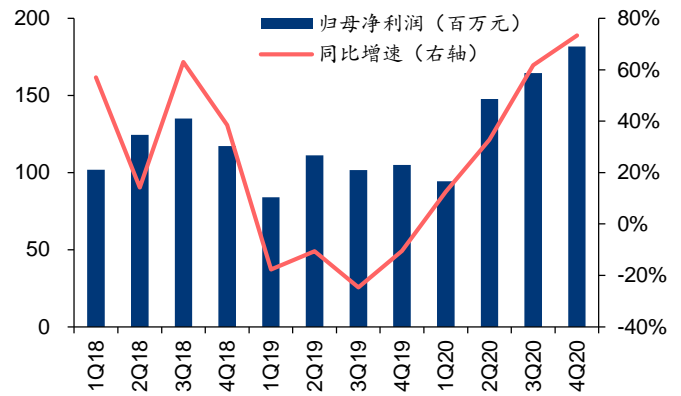
资料来源:公司公告、华泰研究预测

图1: 顺络电子单季度营收及同比增速



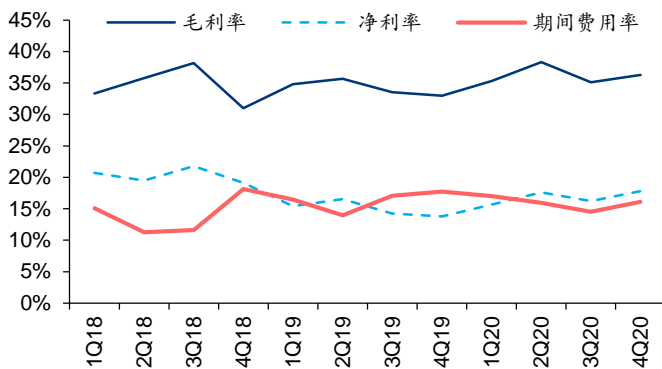
资料来源: Wind, 华泰研究

图2: 顺络电子单季度归母净利润及同比增速



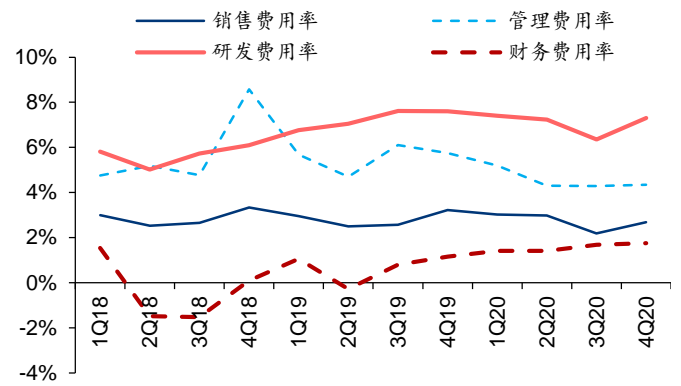
资料来源: Wind, 华泰研究

图3: 顺络电子单季度毛利率、净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

图4: 顺络电子单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

根据公司年报, 公司 2020 年营收 (34.77 亿元) 低于我们此前 38.51 亿元的预期, 毛利率 (36.26%) 高于我们此前 35.50% 的预期, 期间费用率 (15.75%) 低于我们此前 16.78% 的预期, 归母净利润 (5.88 亿元) 高于我们此前 5.81 亿元的预期。

结合公司 2020 年报, 考虑到目前新冠肺炎疫情仍在海外蔓延, 全球基站建设、汽车销量或仍将受到负面影响, 我们调整 21/22 年公司工业类业务营收至 6.39/7.59 亿元 (前值: 7.08/8.38 亿元), 预期 23 年工业类业务营收 8.82 亿元; 调整 21/22 年公司汽车电子业务营收至 4.96/7.85 亿元 (前值: 6.08/9.61 亿元), 预期 23 年汽车电子业务营收 11.25 亿元; 调整 21/22 年公司 PCB 业务营收至 2.73/3.01 亿元 (前值: 3.47/3.47 亿元), 预期 23 年 PCB 业务营收 3.25 亿元。

考虑到全球 5G 手机持续渗透、“电子+”方兴未艾, 我们维持 21/22 年公司手机业务营收 19.21/24.29 亿元的预期, 预计 23 年手机业务营收 29.59 亿元; 维持 21/22 年公司消费电子类业务营收 7.31/8.12 亿元的预期, 预计 23 年消费电子类业务营收 8.96 亿元; 维持 21/22 年公司精细陶瓷业务营收 3.93/4.66 亿元的预期, 预期 23 年精细陶瓷业务营收 5.42 亿元。

结合 2020 年公司超预期的毛利率表现, 考虑到当前海外新冠疫情控制仍较不明朗, 村田、太阳诱电、TDK 等日系电感厂商“收缩战线”的发展战略仍持续, 我们看好 21/22 年全球电感“缺货涨价”的趋势或将延续, 看好 21/22 年公司毛利率延续同比增长的趋势, 调整公司 21/22 年毛利率预期至 36.5%/36.7% (前值: 35.8%/35.8%); 我们预期 2023 年公司毛利率保持平稳, 为 36.7%。

图表5：顺络电子营收拆分（营收单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
手机	8.87	10.35	13.67	19.21	24.29	29.59
YoY	17.2%	16.7%	32.1%	40.5%	26.4%	21.8%
消费电子	4.95	5.35	6.44	7.31	8.12	8.96
YoY	12.9%	8.1%	20.5%	13.5%	11.1%	10.3%
工业	4.28	4.51	5.24	6.39	7.59	8.82
YoY	7.5%	5.4%	16.3%	21.9%	18.8%	16.1%
汽车电子	0.65	2.01	2.67	4.96	7.85	11.25
YoY	130.5%	208.9%	33.1%	85.7%	58.2%	43.3%
精细陶瓷	2.08	2.20	3.14	3.93	4.66	5.42
YoY	38.7%	5.8%	42.7%	25.2%	18.5%	16.3%
PCB	1.20	1.18	2.36	2.73	3.01	3.25
YoY	-20.0%	-1.7%	100.0%	15.5%	10.6%	7.9%
其他	1.60	1.34	1.24	1.36	1.50	1.64
YoY	140.4%	-16.4%	-7.7%	10.0%	10.0%	10.0%
营收合计	23.62	26.93	34.77	45.89	57.02	68.93
YoY	18.84%	14.02%	29.09%	32.00%	24.26%	20.88%
综合毛利率	34.6%	34.1%	36.3%	36.5%	36.7%	36.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

结合 2020 年公司超预期的费用管控表现，我们认为在贸易摩擦、新冠疫情的催化下被动元件市场将逐步由“买方市场”向“卖方市场”变迁，预计 21-23 年公司期间费用率将延续下降趋势，因此调整公司 21/22 年期间费用率至 15.28%/14.82%（前值：16.39%/15.44%），预计 23 年公司期间费用率为 13.98%。

综上，我们预计 2021-2023 年公司营收同比增长 32.0%/24.3%/20.9%至 45.89/57.02/68.93 亿元（21/22 年前值：48.98/60.62 亿元），归母净利润同比增长 33.7%/28.0%/24.0%至 7.87/10.07/12.49 亿元（21/22 年前值：7.64/9.95 亿元）。

图表6：顺络电子盈利预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	23.62	26.93	34.77	45.89	57.02	68.93
同比增速	18.8%	14.0%	29.1%	32.0%	24.3%	20.9%
销售费用（亿元）	0.68	0.76	0.93	1.18	1.40	1.61
销售费用率	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%
管理费用（亿元）	1.38	1.50	1.55	2.09	2.53	3.06
管理费用率	5.9%	5.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%
研发费用（亿元）	1.33	1.97	2.44	3.21	3.99	4.83
研发费用率	5.6%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
财务费用（亿元）	-0.16	0.19	0.55	0.53	0.53	0.14
财务费用率	-0.7%	0.7%	1.6%	1.2%	0.9%	0.2%
归母净利润（亿元）	4.79	4.02	5.88	7.87	10.07	12.49
同比增速	40.2%	-16.1%	46.5%	33.7%	28.0%	24.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 7.87/10.07/12.49 亿元（21/22 年前值：7.64/9.95 亿元），参考可比公司 2021 年 Wind 一致预期均值 34.70 倍 PE 估值，考虑到顺络片感技术的全球领先地位有望支撑其在村田等日系电感厂商逐步退出低附加值电感产品、被动元件国产替代进程加速的背景下快速提升市场份额，以及考虑到与可比公司相比顺络产品结构更丰富、具备多品类产品百花齐放的优势，我们给予公司 2021 年 45 倍 PE 估值，对应目标价 43.90 元（前值：42.66 元），维持买入评级。

图表7: 可比公司 Wind 一致预期估值表 (截至 2021 年 2 月 26 日)

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
				2021E	2022E	2021E	2022E
000733 CH	振华科技	56.25	289.58	1.65	2.20	34.09	25.58
002389 CH	航天彩虹	26.26	248.44	0.55	0.73	47.53	36.01
300408 CH	三环集团	37.40	679.52	1.07	1.38	34.98	27.01
603678 CH	火炬电子	62.83	288.92	1.76	2.34	35.69	26.86
603989 CH	艾华集团	25.77	102.12	1.21	1.43	21.23	18.04
平均				1.25	1.62	34.70	26.70

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表8: 报告中提及公司信息概览

上市公司		非上市公司	
公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
振华科技	000733 CH	TDK	6762 JP
航天彩虹	002389 CH	村田	6981 JP
三环集团	300408 CH	太阳诱电	6976 JP
火炬电子	603678 CH		
艾华集团	603989 CH		

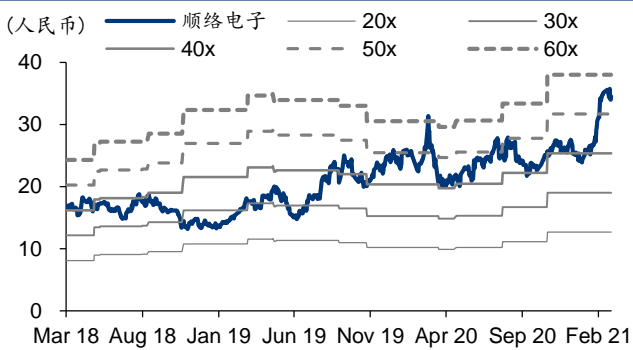
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

风险提示

电感产品国产替代进度低于预期。公司电感类产品在本土品牌手机厂商中实现国产替代是业绩增长的重要逻辑,但是在客户供应链中的份额提升进度仍存在不确定性。

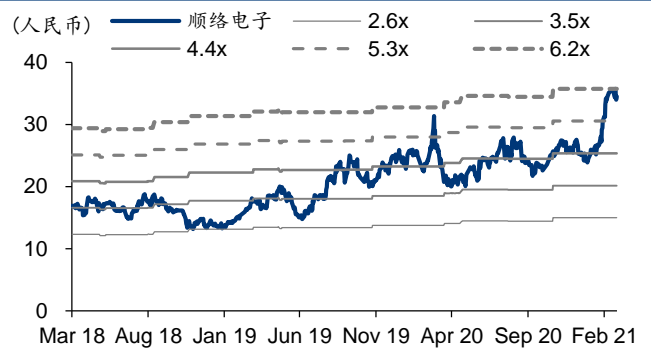
国内 5G 商用进度低于预期。5G 是世界通信产业强国重要的角力场,尽管我国目前在技术储备上仍处于领先地位,具备弯道超车的潜力,但是在贸易战的大环境中,商用进程仍存在低于预期的风险。

图表9: 顺络电子 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 顺络电子 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,311	2,654	3,221	3,849	4,498
现金	462.24	325.73	429.95	534.26	658.14
应收账款	985.59	1,265	1,516	1,838	2,101
其他应收账款	17.14	19.16	29.08	30.19	44.17
预付账款	9.41	10.45	29.72	21.14	36.14
存货	547.15	621.15	857.24	1,040	1,287
其他流动资产	289.74	412.26	359.19	385.73	372.46
非流动资产	3,993	4,868	5,094	5,439	5,822
长期投资	43.57	100.30	154.54	208.43	262.38
固定投资	2,831	3,084	3,261	3,408	3,558
无形资产	403.75	421.71	468.54	524.76	589.97
其他非流动资产	715.18	1,262	1,210	1,298	1,412
资产总计	6,304	7,522	8,316	9,289	10,321
流动负债	1,476	1,997	2,105	2,262	2,243
短期借款	666.03	927.01	788.13	775.97	505.36
应付账款	270.82	453.67	517.67	559.83	635.62
其他流动负债	539.54	616.31	799.06	926.12	1,102
非流动负债	318.87	576.10	466.77	425.11	373.32
长期借款	130.40	315.17	256.15	197.95	140.42
其他非流动负债	188.47	260.93	210.62	227.15	232.90
负债合计	1,795	2,573	2,572	2,687	2,616
少数股东权益	91.42	103.61	112.50	124.61	140.43
股本	806.32	806.32	806.32	806.32	806.32
资本公积	1,980	1,977	1,977	1,977	1,977
留存公积	1,771	2,201	2,679	3,290	4,049
归属母公司股东权益	4,418	4,845	5,632	6,477	7,564
负债和股东权益	6,304	7,522	8,316	9,289	10,321

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	662.72	812.70	850.46	1,082	1,405
净利润	405.76	597.11	795.48	1,019	1,264
折旧摊销	289.25	356.05	305.58	348.35	394.06
财务费用	18.56	55.36	53.28	52.84	14.13
投资损失	2.54	3.26	2.50	2.85	2.79
营运资金变动	(121.68)	(284.34)	(252.91)	(328.07)	(243.48)
其他经营现金	68.29	85.26	(53.47)	(13.30)	(26.55)
投资活动现金	(1,088)	(1,205)	(552.07)	(694.30)	(779.92)
资本支出	1,072	1,160	539.92	623.01	713.44
长期投资	(25.00)	(54.58)	(54.24)	(53.88)	(53.95)
其他投资现金	9.19	9.32	42.09	(17.40)	(12.53)
筹资活动现金	424.93	259.80	(530.56)	(300.76)	(147.39)
短期借款	605.84	260.97	(138.88)	(12.16)	(270.62)
长期借款	130.40	184.77	(59.02)	(58.20)	(57.53)
普通股增加	(5.72)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(45.75)	(3.42)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(259.84)	(182.52)	(332.67)	(230.40)	180.76
现金净增加额	1.25	(137.41)	(232.18)	86.56	478.03

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,693	3,477	4,589	5,702	6,893
营业成本	1,774	2,216	2,914	3,610	4,363
营业税金及附加	21.67	32.59	47.84	52.92	66.81
营业费用	75.88	92.92	118.08	139.77	161.30
管理费用	149.95	155.29	208.65	253.24	305.78
财务费用	18.56	55.36	53.28	52.84	14.13
资产减值损失	(20.05)	(45.40)	(34.62)	(47.79)	(65.45)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.54)	(3.26)	(2.50)	(2.85)	(2.79)
营业利润	461.05	692.47	910.99	1,164	1,450
营业外收入	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
营业外支出	3.81	5.96	2.79	3.16	3.65
利润总额	457.25	686.54	908.23	1,161	1,446
所得税	51.50	89.43	112.75	142.03	181.58
净利润	405.76	597.11	795.48	1,019	1,264
少数股东损益	4.07	8.63	8.90	12.11	15.81
归属母公司净利润	401.69	588.49	786.58	1,007	1,249
EBITDA	781.61	1,110	1,264	1,550	1,867
EPS (人民币, 基本)	0.50	0.73	0.98	1.25	1.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.02	29.09	32.00	24.26	20.88
营业利润	(7.41)	50.19	31.56	27.78	24.53
归属母公司净利润	(16.07)	46.50	33.66	28.00	24.01
获利能力 (%)					
毛利率	34.15	36.26	36.50	36.70	36.70
净利率	15.07	17.18	17.33	17.87	18.34
ROE	9.00	12.07	13.85	15.43	16.41
ROIC	9.19	11.44	13.51	15.42	17.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.48	34.21	30.92	28.93	25.35
净负债比率 (%)	9.68	21.16	13.97	9.53	2.32
流动比率	1.57	1.33	1.53	1.70	2.01
流动比率	1.13	0.96	1.06	1.19	1.37
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.50	0.58	0.65	0.70
应收账款周转率	3.04	3.09	3.30	3.40	3.50
应付账款周转率	7.54	6.12	6.00	6.70	7.30
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.73	0.98	1.25	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.01	1.05	1.34	1.74
每股净资产(最新摊薄)	5.48	6.01	6.98	8.03	9.38
估值比率					
PE (倍)	69.33	47.33	35.41	27.66	22.31
PB (倍)	6.30	5.75	4.95	4.30	3.68
EV EBITDA (倍)	36.31	26.13	22.76	18.46	15.09

免责声明

分析师声明

本人, 胡剑、刘叶, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司