

# 全人源胶原蛋白技术开启新征程

华泰研究

2021年3月22日 | 中国内地

动态点评

可选消费/社会服务

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

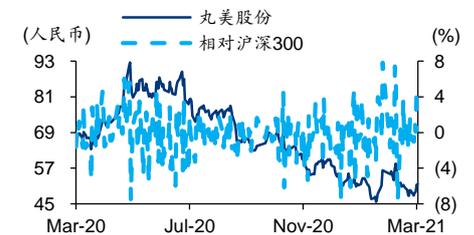
74.50

|                        |                       |
|------------------------|-----------------------|
| 研究员                    | 梅昕                    |
| SAC No. S0570516080001 | meixin@htsc.com       |
| SFC No. BQE385         | +86-21-28972080       |
| 研究员                    | 孙丹阳                   |
| SAC No. S0570519010001 | sundanyang@htsc.com   |
| SFC No. BQQ696         | +86-21-28972038       |
| 研究员                    | 沈晓峰                   |
| SAC No. S0570516110001 | shenxiaofeng@htsc.com |
| SFC No. BCG366         | +86-21-28972088       |
| 研究员                    | 王莎莎                   |
| SAC No. S0570517090002 | wangshasha@htsc.com   |
| SFC No. BOR137         | +86-10-56793922       |

## 基本数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 目标价(人民币)         | 74.50       |
| 收盘价(人民币 截至3月19日) | 51.73       |
| 市值(人民币百万)        | 20,786      |
| 6个月平均成交额(人民币百万)  | 87.85       |
| 52周价格范围(人民币)     | 45.71-92.60 |
| BVPS(人民币)        | 7.10        |

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 生物科技赋能, 分享心态打造科学家品牌, 期待更多可能性

3月20日公司举办丸美生物科技抗衰老创新论坛暨“美丽法则”全人源™胶原蛋白发布会, 推出全球独家首创的全人源™胶原蛋白技术及抗衰老护肤品牌“美丽法则”, 后者由公司控股, 浙江娜拉、杭州乔一等专业电商团队持股。伴随消费者理念升级, 日益讲求功效而淡化“大牌迷恋”, 国产品以生物科技赋能/以科研力量加持/以电商渠道放大规模, 有望弯道超车。公司以核心技术为依托, 以分享心态、纵横产业资源合力打造科学家品牌, 期待更多可能性。预计20-22年EPS 1.39/1.66/1.93元, 目标价74.50元。

## 胶原蛋白: 应用前景广阔, 基因工程制备法逐渐崛起

胶原蛋白生物相容性良好, 可促进细胞生长及粘附, 已广泛应用于在皮肤/再生医学/医疗美容等领域, 19年全球胶原蛋白市场规模153.56亿美元, 医疗健康/食品饮料/护肤品市场占比50%/31%/13%, 19年中国市场规模占全球的6.4% (Grand View)。胶原蛋白主要通过动物提取制备(如创尔生物等), 存在病原体残留/强酸强碱残留/排异性等痛点。巨子生物/锦波生物/创健医疗/聚源生物等已有重组胶原蛋白技术及产品(化妆品/医用敷料/修复凝胶等)落地, 氨基酸序列多与人体胶原蛋白基因序列相似或类似。

## 丸美: 强大科学家团队为后盾, 全人源™胶原蛋白重磅面世

全人源™胶原蛋白为丸美与基因工程药物国家工程研究中心共研, 并联合香港中文大学/日本长崎大学等多名科学家, 利用专利技术将I型胶原蛋白(促进细胞黏附)和III型(促进细胞活力)按1:1构建重组, 以G-Pro环扣稳定三股螺旋结构, 氨基酸序列与人体胶原蛋白序列100%一致, 为全球独家首创。据人体皮肤斑贴试验, 该胶原蛋白对皮肤无刺激性, 受试者连续使用后鱼尾纹数量减少、真皮层胶原蛋白密度有显著提升。丸美同步推出以该技术为核心的抗衰老护肤品牌“美丽法则”, 首批上线面膜/精华/眼霜等5个SKU, 将以涂抹面膜为突破口, 首发线上、全域推广, 最终全渠道赋能。

## 新技术、新品牌发布, 彰显生物科技赋能理念、分享心态, 维持买入评级

新品培育尚需时间, 暂维持原盈利预测, 预计20-22年EPS 1.39/1.66/1.93元, 可比公司Wind一致盈利预测21年平均PE66倍。20H2公司为控制价格体系, 线上渠道管控收紧, 拖累业绩, 21年PE31倍(华泰预测)。全人源™胶原蛋白技术彰显公司以生物科技赋能的品牌发展理念, 新品牌彰显公司分享心态和顶级科研力量、优质产业资源调配能力, PE估值有望修复, 我们预计公司20-22年净利润GAGR15%, 低于可比公司, 给予21年45XPE, 目标价74.50元(前次为101.26元), 维持买入评级。

风险提示: 新品牌发展较慢; 线上投放费用提升; 市场竞争加剧。

## 经营预测指标与估值

| 会计年度            | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(人民币百万)     | 1,576  | 1,801  | 1,983  | 2,427  | 2,863  |
| +/-%            | 16.52  | 14.28  | 10.13  | 22.40  | 17.94  |
| 归属母公司净利润(人民币百万) | 415.28 | 514.89 | 557.29 | 664.58 | 772.99 |
| +/-%            | 33.14  | 23.99  | 8.23   | 19.25  | 16.31  |
| EPS(人民币, 最新摊薄)  | 1.04   | 1.28   | 1.39   | 1.66   | 1.93   |
| ROE(%)          | 29.82  | 19.21  | 17.08  | 16.92  | 16.43  |
| PE(倍)           | 49.95  | 40.29  | 37.22  | 31.21  | 26.84  |
| PB(倍)           | 15.08  | 7.77   | 6.38   | 5.29   | 4.42   |
| EV EBITDA(倍)    | 41.67  | 31.10  | 28.96  | 23.48  | 19.42  |

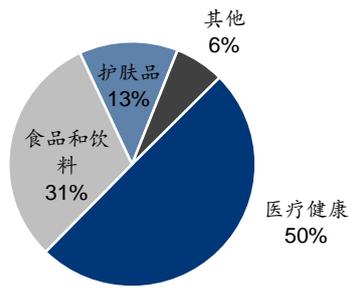
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：全球胶原蛋白市场规模不断攀升



资料来源：Grand View Research 预测，华泰研究

图表2：全球胶原蛋白应用领域分布 (2019年)



资料来源：Grand View Research，华泰研究

图表3：胶原蛋白不同制备方法对比

| 制备方法 | 制备方式   | 优点  | 缺点  | 代表企业         |
|------|--|---|---|--------------|
| 酸法提取 | 样品在经过前期除脂、除杂蛋白后，置于低离子强度的酸性介质中，胶原蛋白分子之间的盐键、Schiff 碱受到破坏，从而将胶原蛋白溶解出来，通过盐析、透析等步骤最终得到酸溶性胶原蛋白 | 处理温度低、三螺旋结构完整、成纤维性能佳、能保持较好的生物学特性；成本较低，经济价值高                           | 提取时间长、产率较低，胶原的端肽等区域得以保留，所得的胶原存在较高的免疫原性风险                      | -            |
| 酶法提取 | 酶提取法主要是利用蛋白酶限制性的切割胶原蛋白的末端肽，剩余的主体部分则可溶于中性或酸性溶液中，最终提取出酶溶性胶原蛋白                              | 不仅保留了酸溶性胶原蛋白完整的三螺旋结构及特有的生物活性，而且缩短了反应时间，获得的胶原纯度高、理化性质较好                | 各种酶解条件的控制，对所制备胶原的结构完整性、稳定性、提取的得率等方面都有很大的影响                    | 创尔生物         |
| 基因工程 | 基因工程生产的重组人源胶原蛋白，是将人体胶原蛋白基因进行特定序列设计、酶切和拼接、连接载体后转入工程细胞，通过发酵表达生产的胶原蛋白及其类似物的技术               | 采用微生物发酵的重组胶原蛋白具有较好的可加工性（如水溶性和乳化特性），能更好的控制致病病毒传播的风险，且可通过序列设计尽可能的降低免疫原性 | 目前无证据表明微生物发酵的重组胶原蛋白具有类似天然胶原的、可耐受蛋白酶的、稳定的三螺旋结构，重组胶原蛋白的生物活性存在疑问 | 锦波生物<br>巨子生物 |

资料来源：创尔生物招股说明书，华泰研究

图表4：国内代表性胶原蛋白技术相关企业

| 公司名称 | 制备方式    | 技术背景   | 主要产品   | 主要渠道               |
|------|---------|--|--|--------------------|
| 巨子生物 | 人源型胶原蛋白 | 在陕西省科技厅、西安高新区和西北大学等的支持下，由范代娣博士带领多名硕士、博士组成类人胶原蛋白科研团队；2003 年公司成功研制出人源型胶原蛋白 | 可丽金（保湿/修护等护肤品）、可复平（口腔粘膜修复液等口腔健康产品）、可痕（修复术后疤痕）                | 公立医院、民营医院及药房、线上渠道等 |
| 锦波生物 | 人源型胶原蛋白 | 联合复旦大学、中科院、四川大学等完成 5 项人源胶原蛋白（I、II、III 型）功能区原子结构解析                        | 医美产品、护肤产品、消毒产品等  | 公立医院、民营医院及药房、线上渠道等 |
| 聚源生物 | 人源型胶原蛋白 | 公司 15 年由江苏艾兰得营养品有限公司、南京理工大学所属南理工高新技术发展有限公司和重组人源胶原蛋白技术发明人杨树林教授团队三方共同投资设立。 | 美容化妆品（面膜、精华、膏霜等）、营养保健品（胶原蛋白粉、口服液）、医疗器械（止血海绵、组织工程材料、3D 打印材料等） |                    |
| 创健医疗 | 人源型胶原蛋白 | 中国工程院院士张兴栋为福隆专家委员会主席，香港中文大学副教授夏江博士为首席科学家，英国诺丁汉生物化学博士张磊为首席技术官             | 生物材料、美容护肤、医疗应用等  |                    |
| 创尔生物 | 牛跟腱提取   | 生物医用级活大规模无菌提取制备技术国内领先，活性胶原主要技术参数达到国际先进水平                                 | 创福康（械字号产品，如胶原贴辅料、胶原蛋白海绵等）、创尔美（妆字号产品，如面膜、原液等）                 | 公立医院、民营医院及药房、线上渠道等 |

注：据创健医疗公司官网，2021 年 3 月 8 日江苏悦智生物科技变更为江苏创建医疗科技。

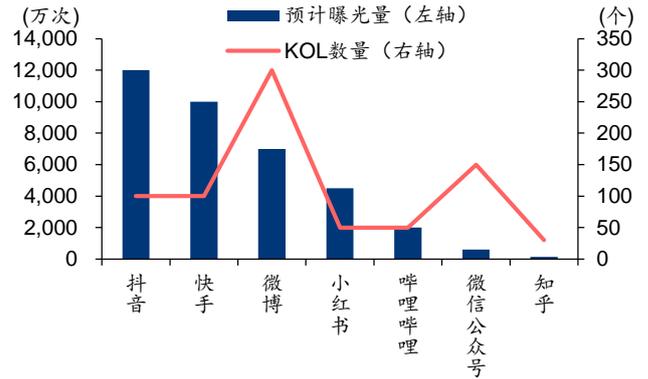
资料来源：各公司官网，华泰研究

图表5: 美丽法则首批产品包含涂抹式面膜、眼霜、精华等



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表6: 全球胶原蛋白应用领域分布(2019年)



资料来源: 丸美生物科技抗衰创新论坛暨“美丽法则”全人源™胶原蛋白发布会, 华泰研究

图表7: 可比公司估值表

| 证券代码      | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 市盈率 PE(TTM) | 预测 PE 2021 | 预测 PE 2022 | 20-22 年净利润 GAGR |
|-----------|------|----------|-------------|------------|------------|-----------------|
| 603605 CH | 珀莱雅  | 309.72   | 70.77       | 50.7       | 40.83      | 25%             |
| 600315 CH | 上海家化 | 324.07   | 75.33       | 64.51      | 42.47      | 26%             |
| 688363 CH | 华熙生物 | 719.04   | 111.11      | 84.04      | 63.06      | 25%             |
|           | 平均值  | 450.94   | 85.74       | 66.41      | 48.78      | 25%             |

注: 交易日期截至3月19日, 皆为Wind一致盈利预测; 预测PE、预测净利润复合增速皆为Wind一致盈利预测, 珀莱雅、华熙生物历史扣非利润与归母净利基本一致, 上海家化19年因补贴等扣非利润(3.80亿元)和归母净利(5.57亿元)差异较大, 为更准确的表现其未来增长, 表格中净利润GAGR为扣非净利口径;

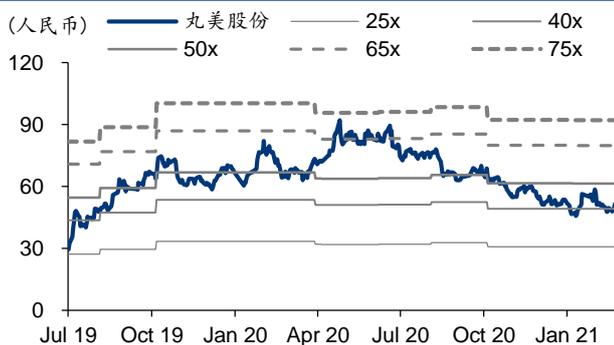
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 报告涉及公司一览表

| 公司名称   | 股票代码    |
|--------|---------|
| 陕西巨子生物 | 未上市     |
| 创尔生物   | 未上市     |
| 山西锦波生物 | 未上市     |
| 江苏创健医疗 | 未上市     |
| 江苏聚源生物 | 未上市     |
| 浙江娜拉   | 未上市     |
| 杭州乔一   | 未上市     |
| 双美     | 4728 TW |

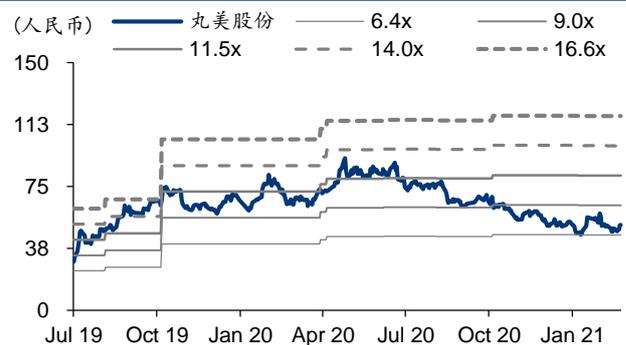
资料来源: Wind, 彭博, 华泰研究

图表9: 丸美股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 丸美股份 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)   | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 1,791  | 3,128  | 3,468  | 4,187  | 4,968  |
| 现金             | 1,563  | 2,102  | 2,469  | 3,070  | 3,877  |
| 应收账款           | 2.90   | 1.81   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他应收账款         | 1.72   | 3.74   | 2.28   | 5.09   | 3.60   |
| 预付账款           | 17.16  | 21.18  | 21.04  | 30.64  | 30.31  |
| 存货             | 129.08 | 187.03 | 163.24 | 268.16 | 243.79 |
| 其他流动资产         | 76.35  | 813.12 | 813.12 | 813.12 | 813.12 |
| <b>非流动资产</b>   | 326.22 | 307.91 | 327.08 | 390.31 | 443.57 |
| 长期投资           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定投资           | 260.10 | 249.27 | 271.00 | 336.33 | 392.00 |
| 无形资产           | 27.64  | 17.74  | 17.62  | 17.34  | 16.51  |
| 其他非流动资产        | 38.48  | 40.90  | 38.46  | 36.64  | 35.05  |
| <b>资产总计</b>    | 2,117  | 3,436  | 3,795  | 4,577  | 5,412  |
| <b>流动负债</b>    | 709.39 | 740.04 | 516.86 | 636.38 | 701.67 |
| 短期借款           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应付账款           | 273.36 | 289.80 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他流动负债         | 436.02 | 450.24 | 516.86 | 636.38 | 701.67 |
| <b>非流动负债</b>   | 25.64  | 26.37  | 26.37  | 26.37  | 26.37  |
| 长期借款           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动负债        | 25.64  | 26.37  | 26.37  | 26.37  | 26.37  |
| <b>负债合计</b>    | 735.02 | 766.40 | 543.23 | 662.75 | 728.03 |
| 少数股东权益         | 6.64   | 0.00   | (1.65) | (4.11) | (7.68) |
| 股本             | 360.00 | 401.00 | 401.82 | 401.82 | 401.82 |
| 资本公积           | 15.67  | 754.25 | 780.08 | 780.08 | 780.08 |
| 留存公积           | 999.63 | 1,515  | 2,070  | 2,732  | 3,502  |
| 归属母公司股东权益      | 1,375  | 2,670  | 3,254  | 3,918  | 4,691  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,117  | 3,436  | 3,795  | 4,577  | 5,412  |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E   | 2022E   |
|---------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| <b>经营活动现金</b> | 516.69   | 465.53   | 327.24   | 630.26  | 817.38  |
| 净利润           | 412.04   | 512.82   | 555.64   | 662.12  | 769.42  |
| 折旧摊销          | 22.66    | 24.95    | 17.35    | 20.66   | 22.26   |
| 财务费用          | (7.43)   | (22.37)  | (23.76)  | (28.24) | (39.54) |
| 投资损失          | (25.12)  | (26.91)  | (26.01)  | (26.46) | (26.24) |
| 营运资金变动        | 130.05   | (45.15)  | (195.98) | 2.19    | 91.47   |
| 其他经营现金        | (15.51)  | 22.19    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| <b>投资活动现金</b> | (56.24)  | (699.45) | (10.50)  | (57.43) | (49.28) |
| 资本支出          | 11.34    | 6.42     | 36.51    | 83.89   | 75.52   |
| 长期投资          | (70.00)  | (720.00) | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 其他投资现金        | (114.90) | (1,413)  | 26.01    | 26.46   | 26.24   |
| <b>筹资活动现金</b> | 0.00     | 771.98   | 50.41    | 28.24   | 39.54   |
| 短期借款          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 长期借款          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 普通股增加         | 0.00     | 41.00    | 0.82     | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加        | 0.00     | 738.57   | 25.83    | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金        | 0.00     | (7.59)   | 23.76    | 28.24   | 39.54   |
| 现金净增加额        | 460.45   | 538.08   | 367.14   | 601.07  | 807.63  |

### 利润表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2018   | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>   | 1,576  | 1,801   | 1,983   | 2,427   | 2,863   |
| 营业成本          | 498.96 | 573.46  | 635.43  | 782.61  | 928.73  |
| 营业税金及附加       | 20.90  | 20.42   | 22.49   | 27.53   | 32.47   |
| 营业费用          | 534.59 | 540.45  | 595.18  | 728.50  | 859.18  |
| 管理费用          | 72.54  | 90.63   | 99.81   | 122.17  | 144.08  |
| 财务费用          | (7.43) | (22.37) | (23.76) | (28.24) | (39.54) |
| 资产减值损失        | (3.12) | (13.97) | (15.39) | (18.84) | (22.22) |
| 公允价值变动收益      | 0.00   | 6.14    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益         | 25.12  | 26.91   | 26.01   | 26.46   | 26.24   |
| <b>营业利润</b>   | 484.17 | 612.65  | 655.39  | 782.30  | 910.86  |
| 营业外收入         | 2.38   | 2.18    | 2.28    | 2.23    | 2.26    |
| 营业外支出         | 0.26   | 0.81    | 0.53    | 0.67    | 0.60    |
| <b>利润总额</b>   | 486.30 | 614.02  | 657.14  | 783.86  | 912.52  |
| 所得税           | 74.26  | 101.20  | 101.50  | 121.74  | 143.10  |
| <b>净利润</b>    | 412.04 | 512.82  | 555.64  | 662.12  | 769.42  |
| 少数股东损益        | (3.24) | (2.07)  | (1.65)  | (2.46)  | (3.57)  |
| 归属母公司净利润      | 415.28 | 514.89  | 557.29  | 664.58  | 772.99  |
| EBITDA        | 462.06 | 575.92  | 605.93  | 721.44  | 830.58  |
| EPS (人民币, 基本) | 1.04   | 1.28    | 1.39    | 1.66    | 1.93    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2018     | 2019     | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-------------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>       |          |          |         |         |         |
| 营业收入              | 16.52    | 14.28    | 10.13   | 22.40   | 17.94   |
| 营业利润              | 32.27    | 26.54    | 6.98    | 19.36   | 16.43   |
| 归属母公司净利润          | 33.14    | 23.99    | 8.23    | 19.25   | 16.31   |
| <b>获利能力 (%)</b>   |          |          |         |         |         |
| 毛利率               | 68.34    | 68.16    | 67.96   | 67.76   | 67.56   |
| 净利率               | 26.15    | 28.48    | 28.02   | 27.28   | 26.88   |
| ROE               | 29.82    | 19.21    | 17.08   | 16.92   | 16.43   |
| ROIC              | (220.78) | (217.86) | 8,925   | 856.88  | 1,979   |
| <b>偿债能力</b>       |          |          |         |         |         |
| 资产负债率 (%)         | 34.72    | 22.30    | 14.31   | 14.48   | 13.45   |
| 净负债比率 (%)         | (111.29) | (77.76)  | (75.13) | (77.77) | (82.24) |
| 流动比率              | 2.52     | 4.23     | 6.71    | 6.58    | 7.08    |
| 速动比率              | 2.21     | 3.92     | 6.32    | 6.08    | 6.67    |
| <b>营运能力</b>       |          |          |         |         |         |
| 总资产周转率            | 0.85     | 0.65     | 0.55    | 0.58    | 0.57    |
| 应收账款周转率           | 261.16   | 765.66   | 277.02  | 337.41  | 410.31  |
| 应付账款周转率           | 2.04     | 2.04     | 2.11    | 2.07    | 2.06    |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |          |          |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 1.04     | 1.28     | 1.39    | 1.66    | 1.93    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 1.14     | 1.25     | 0.82    | 1.57    | 2.04    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 3.43     | 6.66     | 8.11    | 9.77    | 11.70   |
| <b>估值比率</b>       |          |          |         |         |         |
| PE (倍)            | 49.95    | 40.29    | 37.22   | 31.21   | 26.84   |
| PB (倍)            | 15.08    | 7.77     | 6.38    | 5.29    | 4.42    |
| EV EBITDA (倍)     | 41.67    | 31.10    | 28.96   | 23.48   | 19.42   |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎，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

- 分析师梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎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