

1H 销售增长稳健库存健康;行业首选

华泰研究

2022年8月15日 | 中国香港

中报点评

服装

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

90.00

研究员

SAC No. S0570520120002
SFC No. AWJ276

罗艺鑫

luoyixin@htsc.com
+(852) 3658 6232

研究员

SAC No. S0570521060003
SFC No. BOF583

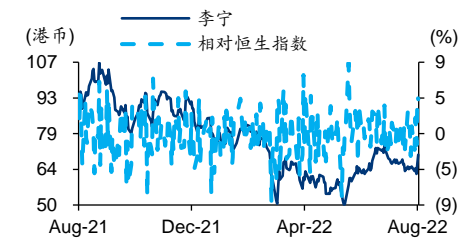
詹妮

zhanni@htsc.com
+(852) 3658 6209

基本数据

目标价(港币)	90
收盘价(港币 截至8月12日)	70.10
市值(港币百万)	175,136
6个月平均日成交额(港币百万)	1,218
52周价格范围(港币)	48.60-108.20
BVPS(人民币)	8.47

股价走势图



资料来源: S&P

1H22 业绩超预期; 疫情期间库存健康

李宁 1H22 销售额同比增长 21.7%，净利润同比增长 11.6%，较彭博一致预期高出 3.6%，我们认为主要由于批发业务表现较好。尽管疫情阴霾仍未散去，李宁仍保持着健康的渠道库存结构，1H22 存货周转期为 3.6 个月，低于安踏（5 个月）和特步（4.5 个月），得益于零售运营和库存管理能力的提升。我们认为这将进一步为 2H22 净利润复苏铺平道路（我们预测同比增速在 37%）。管理层维持 2022 年销售额（10-20% 区间高段至 20-30% 区间低段）和净利率（10-20% 区间高段）指引不变。我们将 2022-2024 年基本 EPS 预测分别上调 6.6%/4.8%/5.5% 至人民币 1.91/2.44/3.04 元，并将基于 DCF 模型的目标价上调 6.5% 至 90.0 港币，假设 WACC 为 12.5%。李宁仍然是我们在运动服饰行业的首选标的。

零售额增速恢复

从品类看，1H22 鞋类销售额同比增长 47.1%，服装类销售额同比下降 3.1%，得益于李宁从去年开始就大力推广篮球等专业运动的鞋类产品。管理层指出，由于基数回落和消费者信心逐步恢复，8 月至今零售额同比增长约 10%，较 7 月的正增长有所改善。

努力维持健康的营运资金水平

李宁 1H22 平均营运资金总额占收入 6%，同比持平。1H22 渠道存货周转期（包含店铺和仓库）为 3.6 个月，较 2021 年的 3.9 个月收窄，但较 1H21 的 3.1 个月有所扩大。6 个月内发布新品渠道库存占 1H22 总库存的 88%，而截至 2021 年 6 月/12 月这一比例分别为 83%/92%。李宁录得经营现金流人民币 16 亿元，现金头寸稳定，达人民币 181 亿元，为提升供应链效率、零售管理、产品创新设计等提供充足的资金储备。

上调基于 DCF 的目标价至 90.0 港币; 维持“买入”

考虑到中期业绩强于预期，我们将 2022-2024 年净利润预测分别上调 6.6%/4.8%/5.5% 至人民币 50 亿/64 亿/80 亿元。我们预计 2022 年销售额增速为 23%，处于管理层 10-20% 区间高段至 20-30% 区间低段指引的中上部。我们的新目标价为 90.0 港币，对应 34 倍 12 个月动态 PE。维持“买入”。

风险提示：1) 零售额增长弱于预期；2) 时尚类产品库存堆积；3) 门店扩张步伐放缓；4) 疫情卷土重来。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	14,457	22,572	27,831	33,921	40,417
+/-%	4.23	56.13	23.30	21.88	19.15
归属母公司净利润(人民币百万)	1,698	4,011	4,995	6,391	7,957
+/-%	13.30	136.14	24.53	27.97	24.50
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.68	1.58	1.88	2.41	3.00
ROE(%)	21.48	26.92	21.72	23.38	24.25
PE(倍)	84.40	36.49	30.60	23.91	19.21
PB(倍)	16.50	6.93	6.14	5.13	4.27
EV EBITDA(倍)	46.38	22.90	18.08	13.80	10.75

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

1H22 经营亮点

收入

尽管因新疆棉事件导致 1H21 基数较高,且客流量自 3 月下旬以来因疫情反弹而大幅下降,李宁 1H22 收入同比增长 21.7%至人民币 124 亿元,零售/批发/电商收入占比相对稳定(23%/47%/30%)。

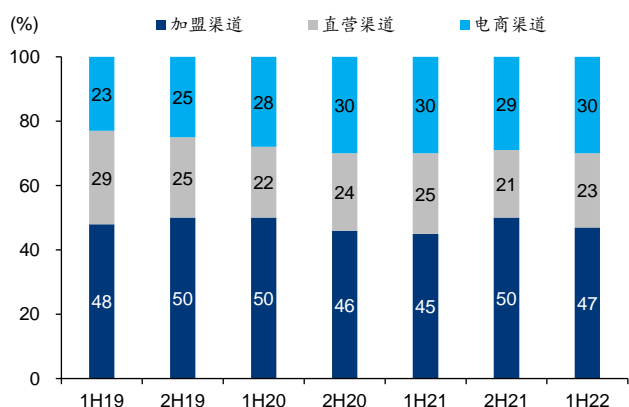
1H22 批发渠道收入同比增长 28.5%,若不包括专卖店,增速则为 10-20%区间中段。渠道零售流水(不包括专卖店)同比增长中个位数。李宁品牌加盟店总数同比增长 56 家(+1.2%)至 4,672 家,而该渠道同店销售额同比下降中个位数。

1H22 零售渠道收入同比增长 10.9%,主要受门店数量增加推动(同比增长 16.3%至 1,265 家)。零售同店销售额在 1H22 录得低个位数同比增长。

1H22 电商渠道收入同比增长 19.2%,同店销售额增速为 10-20%区间中段(1Q/2Q22 增速:30-40%区间中段/低个位数)。

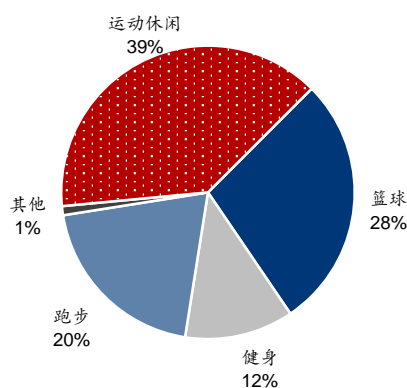
1H22 线下渠道零售流水同比增长中个位数,主要受单位销量中个位数增长推动。叠加增速更快的线上渠道,整体零售流水同比增长高个位数。此外,因库存和零售管理大幅改善,新品贡献了 91%的零售流水,高于 2H21/1H21 的 88/85%。

图表1: 李宁: 收入渠道结构



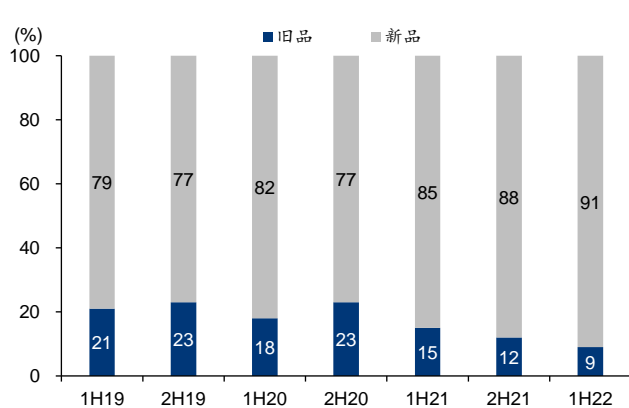
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 李宁: 零售流水产品结构



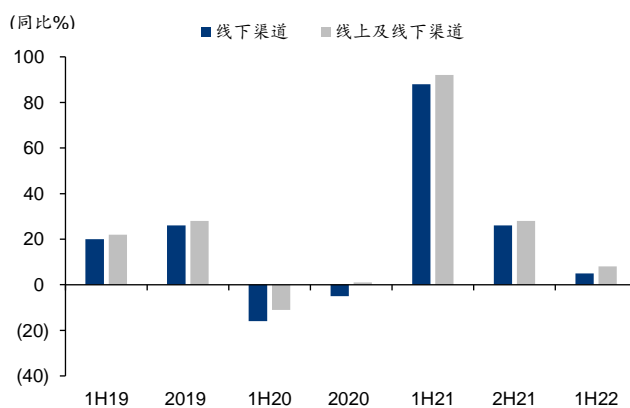
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 李宁: 零售流水新旧品结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 李宁: 零售流水各渠道增速

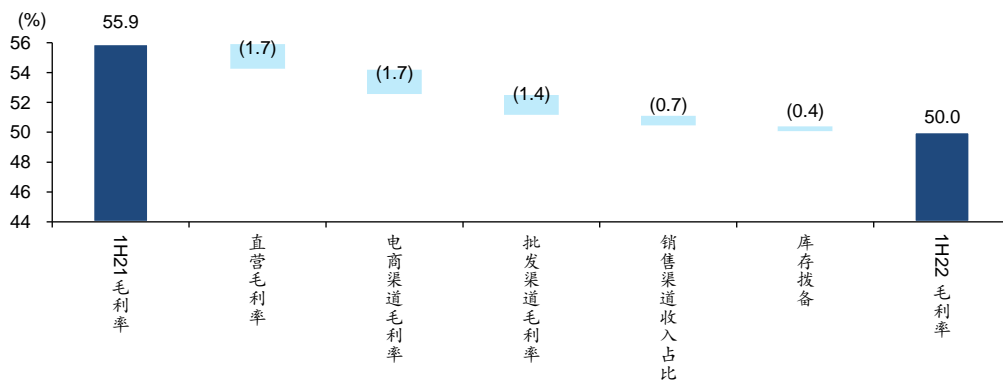


资料来源: 公司公告, 华泰研究

毛利润和毛利率

李宁 1H22 毛利润同比增长 8.8% 至人民币 62 亿元, 毛利率同比收缩 5.9 个百分点至 50.0%, 主要由于: 1) 因零售折扣加大, 零售/电商毛利率同比分别收缩 1.7 个百分点, 批发渠道毛利率同比收缩 1.4 个百分点。我们估计零售/电商/批发渠道毛利率分别维持在 60-70% 区间低段/50-60% 区间高段/40-50% 区间中段水平; 2) 因毛利率较低的批发渠道收入贡献增加, 导致毛利率同比收缩 0.7 个百分点; 3) 库存水平较高和消费者信心减弱, 导致库存减值拨备增加, 因而毛利率同比收缩 0.4 个百分点。

图表5: 李宁: 1H22 毛利率变动因素



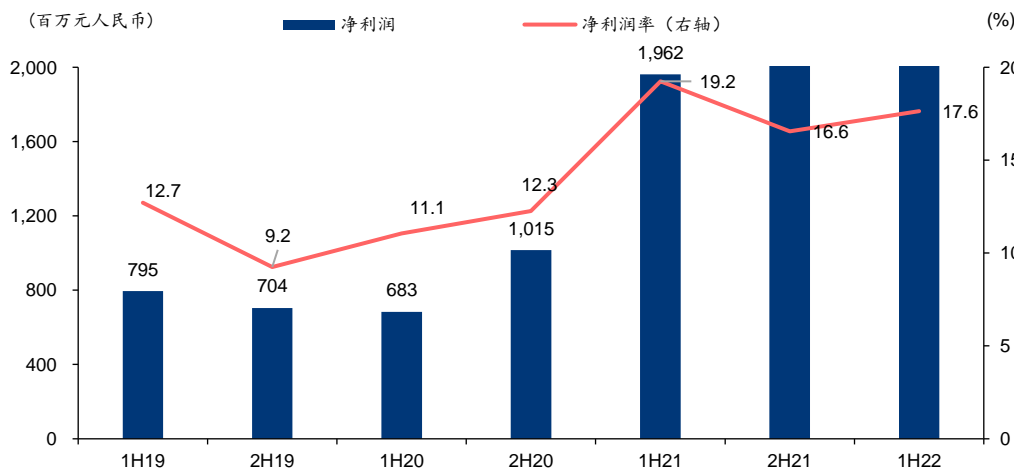
资料来源: 公司公告, 华泰研究

经营利润和净利润

李宁 1H22 经营利润率同比收窄 3.6 个百分点至 21.3%, 主因毛利率同比收缩 5.9 个百分点, (经营杠杆因收入增长维持韧性、严格成本控制、以及其他收益增加而有所强化, 部分抵消毛利率下跌)。分渠道看, 由于去库存促销力度加大, 零售渠道经营利润率从 1H21 的 20-30% 区间高段降到 1H22 的 10-20% 区间高段; 批发渠道经营利润率从 30-40% 区间高段下滑到 30-40% 区间中段, 电商渠道从 30-40% 区间中段下滑至 20-30% 区间中段。

整体上, 1H22 净利润同比增长 11.6% 至人民币 22 亿元, 净利率同比收缩 1.6 个百分点至 17.6%, 净利润增速有望达到管理层全年指引目标 (10-20% 区间高段)。

图表6: 李宁: 净利润及净利率

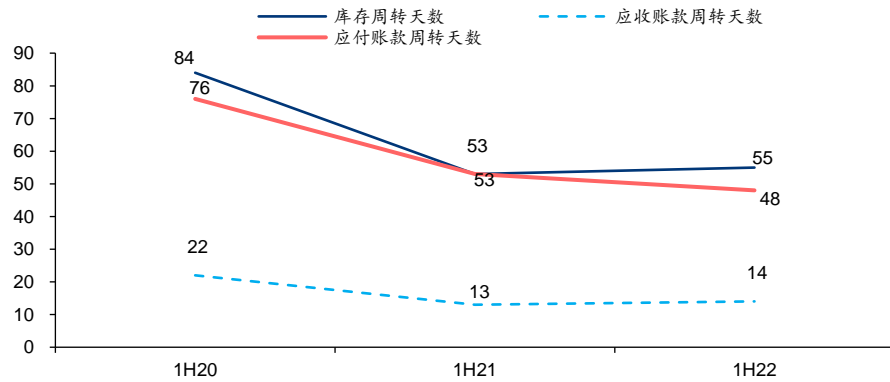


资料来源: 公司公告, 华泰研究

营运资金管理和现金头寸

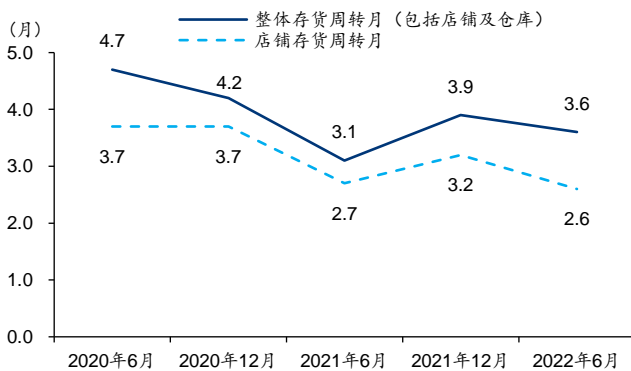
李宁 1H22 平均营运资金总额同比增长 27.9%，而收入同比增长 21.7%。营运资金占收入比例稳定在 6%。公司现金周转天数从 2021/1H21 的 20/13 天延长至 21 天，存货周转天数同比增加 2 天至 55 天，应收账款周转天数同比增加 1 天至 14 天，应付账款周转天数同比缩短 5 天至 48 天。考虑到零售环境充满挑战，我们认为李宁的营运资金管理卓有成效，使其在 1H22 末维持着健康的净现金头寸人民币 181 亿元。

图表7： 李宁：现金周转天数拆分



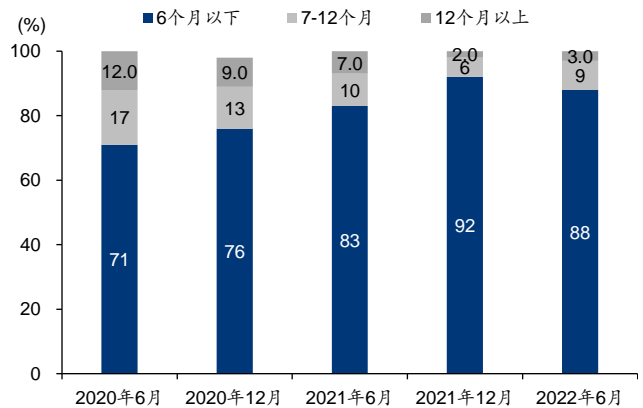
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8： 李宁：渠道库存周转



资料来源：公司公告，华泰研究

图表9： 李宁：渠道库存产品库龄结构



资料来源：公司公告，华泰研究

图表10： 李宁：1H22 业绩一览

(人民币百万元)	1H21	1H22	1H22 同比%
收入	10,197	12,409	21.7
销售成本	(4,498)	(6,208)	38.0
毛利	5,699	6,201	8.8
其他经营收入/费用	134	344	157.0
销售费用、综合开销及行政管理费用	(3,294)	(3,901)	18.4
经营利润	2,538	2,644	4.1
应占联营公司利润及亏损	80	102	27.7
财务成本净额	7	174	2,227.9
非经常性项目	0	0	na
税前利润	2,625	2,919	11.2
税费开支	(663)	(730)	10.0
税后利润	1,962	2,189	11.6
少数股东权益	0	0	na
净利润	1,962	2,189	11.6
每股盈利 (人民币)	0.79	0.84	5.99
利润率 (%)			pp
毛利润率	55.9	50.0	(5.9)
营业利润率	24.9	21.3	(3.6)
净利润率	19.2	17.6	(1.6)

资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测调整

考虑到中期业绩强于预期，我们将 2022-2024 年净利润预测上调 6.6%/4.8%/5.5%至人民币 50 亿/64 亿/80 亿元。我们预测 2022 年销售额增长 23%，处于管理层 10-20%区间高段至 20-30%区间低段指引的中上部。

图表11： 李宁：盈利预测调整

(人民币百万元)	2022E(原)	2022E(新)	同比% 变动 (%)		2023E(原)	2023E(新)	同比% 变动 (%)		2024E(原)	2024E(新)	同比% 变动 (%)	
收入	26,508	27,831	23.3	5.0	32,347	33,921	21.9	4.9	38,203	40,417	19.2	5.8
销售成本	(12,697)	(13,581)	28.1	7.0	(15,333)	(16,214)	19.4	5.7	(17,955)	(19,117)	17.9	6.5
毛利润	13,810	14,249	19.1	3.2	17,015	17,707	24.3	4.1	20,247	21,300	20.3	5.2
其他经营收入/费用	424	668	66.8	57.5	518	746	11.7	44.2	611	808	8.3	32.2
销售、综合及行政管理费用	(8,226)	(8,660)	19.7	5.3	(9,683)	(10,352)	19.5	6.9	(11,149)	(12,031)	16.2	7.9
经营利润	6,008	6,257	21.8	4.1	7,850	8,101	29.5	3.2	9,710	10,077	24.4	3.8
应占联营公司利润及亏损	172	205	29.0	19.6	180	245	19.5	36.1	189	282	14.7	48.7
财务成本净额	69	197	503.2	184.9	102	175	(11.0)	71.9	153	251	43.3	63.9
非经常性项目	0	0	na	na	0	0	0.0	na	0	0	na	na
税前利润	6,249	6,659	25.0	6.6	8,132	8,522	28.0	4.8	10,052	10,610	24.5	5.5
税费开支	(1,562)	(1,665)	26.4	6.6	(2,033)	(2,130)	28.0	4.8	(2,513)	(2,652)	24.5	5.5
税后利润	4,687	4,995	24.5	6.6	6,099	6,391	28.0	4.8	7,539	7,957	24.5	5.5
少数股东权益	(0)	(0)	24.5	6.6	(0)	(0)	0.0	4.8	(0)	(0)	24.5	5.5
净利润	4,687	4,995	24.5	6.6	6,099	6,391	28.0	4.8	7,539	7,957	24.5	5.5
基本 EPS (人民币)	1.79	1.91	19.2	6.6	2.33	2.44	28.0	4.8	2.88	3.04	24.5	5.5
利润率 (%)			pp	pp			pp	pp			pp	pp
毛利润率	52.1	51.2	(1.8)	(0.9)	52.6	52.2	1.0	(0.4)	53.0	52.7	0.5	(0.3)
营业利润率	22.7	22.5	(0.3)	(0.2)	24.3	23.9	1.4	(0.4)	25.4	24.9	1.1	(0.5)
净利润率	17.7	17.9	0.2	0.3	18.9	18.8	0.9	(0.0)	19.7	19.7	0.8	(0.0)

数据来源：华泰研究预测

估值方法

我们将基于 DCF 的目标价上调 6.5%至 90.0 港币，假设 WACC 为 12.5%，永续增长率为 3.0%。我们前目标价 84.5 港币同样假设 WACC 为 12.5%，永续增长率为 3%。

图表12: 李宁: DCF 估值

(人民币百万元)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NOPLAT	4,693	6,076	7,558	9,267	11,113	13,197	15,496	18,019	20,747	23,653
资本支出	(1,532)	(1,611)	(1,664)	(1,738)	(1,794)	(1,832)	(1,845)	(1,829)	(1,780)	(1,694)
减值与摊销	1,379	1,510	1,633	1,743	1,843	1,938	2,029	2,116	2,200	2,281
营运资金变动	981	991	1,170	1,074	1,196	1,328	1,439	1,552	1,649	1,725
自由现金流	5,522	6,965	8,697	10,346	12,357	14,630	17,120	19,858	22,816	25,964
自由现金流 PV	5,522	6,664	7,396	7,821	8,303	8,738	9,088	9,370	9,569	9,679
自由现金流总额	76,628									
无风险利率 (%)	3.2									
风险溢价 (%)	8.3									
Beta (x)	1.1									
股权成本 (%)	12.5									
债务成本 (%)	0.0									
税率 (%)	25.0									
税后债务成本 (%)	0.0									
债务融资%	0.0									
WACC (%)	12.5									
永续增长率 (%)	3.0									
2030 年预测永续价值 FV	281,382									
永续价值 PV	104,895									
企业价值	181,523									
减: 净债务/(现金)	(19,650)									
减: 少数股东权益	3									
股权价值	201,171									
总股数 (百万)	2,617									
公允价值 (DCF, 港币)	90.0									

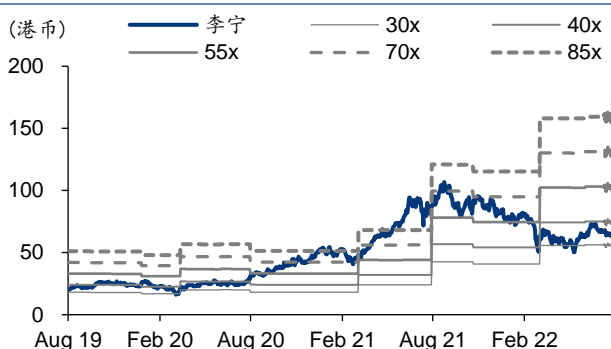
永续增长率	WACC				
	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%
4.0%	109.2	102.1	96.0	90.5	85.6
3.5%	104.8	98.4	92.8	87.8	83.2
3.0%	101.0	95.2	90.0	85.3	81.1
2.5%	97.6	92.2	87.4	83.0	79.1
2.0%	94.6	89.6	85.1	81.0	77.3

数据来源: 华泰研究预测

风险提示

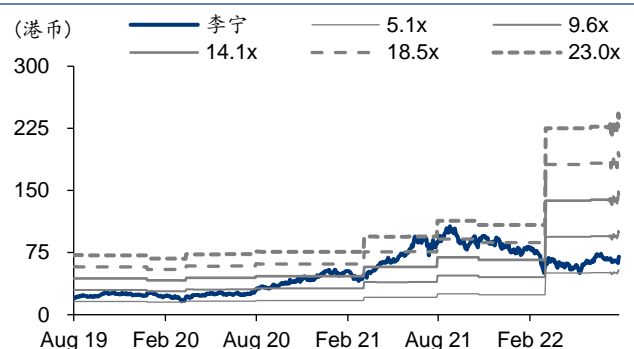
下行风险: 1) 零售额增长弱于预期; 2) 时尚类产品库存堆积; 3) 门店扩张步伐放缓; 4) 疫情卷土重来。

图表13: 李宁 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表14: 李宁 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,831	33,921	40,417
销售成本	(7,363)	(10,603)	(13,581)	(16,214)	(19,117)
毛利润	7,094	11,969	14,249	17,707	21,300
销售及分销成本	(4,425)	(6,138)	(7,347)	(8,819)	(10,266)
管理费用	(835.52)	(1,095)	(1,313)	(1,532)	(1,765)
其他收入/支出	361.87	400.35	667.94	746.26	808.34
财务成本净额	(31.59)	32.64	196.88	175.28	251.09
应占联营公司利润及亏损	83.49	159.22	205.36	245.41	281.51
税前利润	2,248	5,328	6,659	8,522	10,610
税费开支	(549.38)	(1,317)	(1,665)	(2,130)	(2,652)
少数股东损益	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
净利润	1,698	4,011	4,995	6,391	7,957
折旧和摊销	1,009	1,091	1,379	1,510	1,633
EBITDA	3,288	6,387	7,842	9,856	11,991
EPS (人民币, 基本)	0.69	1.60	1.91	2.44	3.04

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	1,346	1,773	2,234	2,532	2,821
应收账款和票据	1,243	1,752	2,059	2,323	2,540
现金及现金等价物	7,187	14,745	19,248	24,925	32,013
其他流动资产	1.08	401.92	401.92	401.92	401.92
总流动资产	9,777	18,672	23,943	30,183	37,775
固定资产	1,065	1,626	1,737	1,828	1,869
无形资产	190.75	187.68	181.09	175.77	171.78
其他长期资产	3,562	9,789	9,869	9,917	9,945
总长期资产	4,817	11,603	11,787	11,921	11,986
总资产	14,594	30,275	35,729	42,103	49,761
应付账款	4,014	5,970	7,647	9,173	10,838
短期借款	360.90	366.97	366.97	366.97	366.97
其他负债	639.91	1,367	1,439	1,466	1,476
总流动负债	5,015	7,704	9,452	11,006	12,681
长期债务	688.64	956.48	956.48	956.48	956.48
其他长期债务	200.75	510.39	424.91	352.09	294.83
总长期负债	889.39	1,467	1,381	1,309	1,251
股本	228.29	238.76	238.76	238.76	238.76
储备/其他项目	8,459	20,863	24,654	29,547	35,587
股东权益	8,689	21,104	24,895	29,789	35,828
少数股东权益	2.55	2.56	2.57	2.58	2.59
总权益	8,692	21,107	24,898	29,791	35,831

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	84.40	36.49	30.60	23.91	19.21
PB	16.50	6.93	6.14	5.13	4.27
EV EBITDA	46.38	22.90	18.08	13.80	10.75
股息率 (%)	0.34	0.80	0.95	1.22	1.51
自有现金流收益率 (%)	1.35	2.51	3.58	4.51	5.62

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	3,288	6,387	7,842	9,856	11,991
融资成本	31.59	(32.64)	(196.88)	(175.28)	(251.09)
营运资本变动	141.60	826.14	981.19	990.78	1,170
税费	(549.38)	(1,317)	(1,665)	(2,130)	(2,652)
其他	(148.67)	662.18	111.40	102.46	193.83
经营活动现金流	2,763	6,525	7,073	8,644	10,452
CAPEX	(745.63)	(1,941)	(1,563)	(1,644)	(1,698)
其他投资活动	(245.92)	(4,598)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(991.56)	(6,539)	(1,563)	(1,644)	(1,698)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	189.45	8,612	0.00	0.00	0.00
派发股息	(377.82)	(515.20)	(1,203)	(1,498)	(1,917)
其他融资活动现金流	(325.12)	(501.00)	196.88	175.28	251.09
融资活动现金流	(513.49)	7,596	(1,006)	(1,323)	(1,666)
现金变动	1,258	7,583	4,503	5,677	7,087
年初现金	5,961	7,187	14,745	19,248	24,925
汇率波动影响	(32.70)	(24.93)	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,187	14,745	19,248	24,925	32,013

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	4.23	56.13	23.30	21.88	19.15
毛利润	4.24	68.71	19.05	24.26	20.29
营业利润	42.30	133.90	21.82	29.47	24.39
净利润	13.30	136.14	24.53	27.97	24.50
EPS	11.73	131.33	19.23	27.97	24.50
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	49.07	53.03	51.20	52.20	52.70
EBITDA	22.74	28.30	28.18	29.06	29.67
净利润率	11.75	17.77	17.95	18.84	19.69
ROE	21.48	26.92	21.72	23.38	24.25
ROA	12.52	17.88	15.13	16.42	17.32
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(82.72)	(71.77)	(78.93)	(85.02)	(90.47)
流动比率	1.95	2.42	2.53	2.74	2.98
速动比率	1.68	2.19	2.30	2.51	2.76
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.07	1.01	0.84	0.87	0.88
应收账款周转天数	30.04	23.88	24.65	23.25	21.66
应付账款周转天数	191.43	169.49	180.46	186.72	188.42
存货周转天数	67.30	52.94	53.10	52.91	50.40
现金转换周期	(94.09)	(92.67)	(102.72)	(110.57)	(116.36)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.69	1.60	1.91	2.44	3.04
每股净资产	3.54	8.42	9.51	11.38	13.69

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，罗艺鑫、詹妮，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。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“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

- 分析师罗艺鑫、詹妮妮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2022年华泰证券股份有限公司