

3Q 指引不及预期；关注 L8 发布

华泰研究

2022 年 8 月 17 日 | 中国香港

中报点评

其他电子

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

200.00

研究员

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001

leping.huang@htsc.com

SFC No. AUZ066

+(852) 3658 6000

研究员

陈旭东

SAC No. S0570521070004

chenxudong@htsc.com

SFC No. BPH392

+(86) 21 2897 2228

联系人

张宇

SAC No. S0570121090024

zhangyu@htsc.com

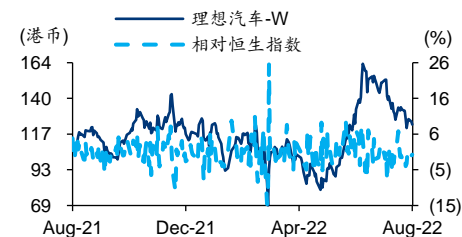
SFC No. BSF274

+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	200
收盘价(港币 截至 8 月 16 日)	122.90
市值(港币百万)	256,195
6 个月平均日成交额(港币百万)	696.32
52 周价格范围(港币)	67.30-165.30
BVPS(人民币)	20.50

股价走势图



资料来源: S&P

3Q 指引不及预期；L8 发布或将早于市场预期

理想汽车 2Q22 营业收入同比增长 73.0%，环比下降 8.9%，符合彭博一致预期。整车毛利率环比下降 12pp 至 21.2%，但仍比彭博一致预期高出 0.9pp。理想汽车预计 3Q22 出货量为 2.7-2.9 万辆，比彭博一致预期的 3.9 万辆低 26-31%。我们认为 3Q 指引不及预期主因市场竞争加剧，理想 ONE 需求疲软。因此，我们下调 2022 年销量 9.4% 至 14.5 万辆，下调 2022 年收入预期 7.5% 至 487 亿元，维持 2023/2024 年收入 1060/1616 亿元的预期。长期来看，我们认为理想汽车有独特的产品定义能力和强劲的盈利能力。因此，我们维持 200 港元目标价，基于 7.1x 2022E PS (前值: 6.5x)，较可比公司平均 6.1x 高 17%。维持 "买入"。

主要不利因素：三季度指引低于我们预期

理想汽车预计 3Q22 年汽车交付量为 2.7-2.9 万辆 (1 万辆 L9, 1.7-1.9 万辆 ONE)，比彭博一致预期的 3.9 万辆低 26-31%。我们认为这主要是由于 ONE 的需求疲软：1) 30-40 万元细分市场，汽车竞争加剧；2) ONE 潜在客户转向 L9；以及 3) 宏观经济不振，大消费需求持续低迷。我们认为 3Q22 需求疲软，这也从以下方面得到证实。1) 订单和交货的等待时间从 8 月 1 日的 4.5 周缩短到 8 月 15 日的 3 周；以及 2) 出于促销考虑，理想 One 保险降价 7000 元。

主要有利因素：L8 发布早于市场预期；稳健的汽车毛利率

在业绩电话会上，理想表示 L8 (ONE 改装，增程) 的推出和产能爬坡节奏快于市场预期。L9 预订单量 (5000 元定金) 发布 3 天后超过了 3 万。因此，我们认为 L8 将进一步提升当前产品的产品力，并部分抵消 ONE 需求下滑的损失。理想财务表现强劲。2Q22 理想汽车毛利率环比下降 1.2pp 至 21.2%，但仍比彭博一致预期高出 0.9%。

维持“买入”评级和 200 港币目标价

依据理想 3Q 指引，我们下调 2022 年销量 9.4% 至 14.5 万辆，下调收入预期 7.5% 至 487 亿元，维持 2023/2024 年收入 1060/1616 亿元的预期。但长期来看，我们认为理想汽车具有独特的产品定义能力和稳健的盈利能力。因此，我们维持 200 港元目标价，基于 7.1x 2022E PS (前值: 6.5x)，较可比公司平均 6.1x 高 17%。维持 "买入"。

风险提示：由于芯片短缺和电池价格上涨带来的销量放缓，需求下降，高级驾驶辅助落地不及预期。

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)	9,457	27,010	48,743	105,974	161,634
+/-%	-	185.62	80.46	117.42	52.52
归属母公司净利润 (人民币百万)	(151.66)	(321.46)	(462.35)	84.90	1,367
+/-%	-	-	-	-	1,510
EPS (人民币, 最新摊薄)	(0.91)	(0.16)	(0.22)	0.04	0.66
ROE (%)	(0.88)	(0.91)	(1.13)	0.21	3.30
PE (倍)	(110.45)	(646.11)	(449.21)	2,446	151.98
PB (倍)	2.94	5.06	5.10	5.09	4.93
EV EBITDA (倍)	(261.24)	(93.72)	(217.10)	(838.05)	158.91

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

业绩回顾

理想公布 2Q22 收入同比增长 73.0%，环比下降 8.9%，符合彭博一致预期，汽车毛利率环比下降 1.2pp 至 21.2%，但仍比彭博一致预期高 0.9pp。

图表1：季度营收回顾与预测

(百万元)	1Q22	2Q22			3Q22E		
		A	Bloomberg	A	Diff	Bloomberg	Guidance
收入							
汽车销量 (辆)	31,716	28,500	28,687	0.7%	39,000	27,000-29,000	-31~-26%
YoY (%)	152	62	63		55		
总收入	9,562	7,991	8,733	9.3%	13,985	8,960-9,560	-9~-3%
YoY (%)	167	59	73		80		
成本	7,398	6,860	6,854	-0.1%	10,640		
YoY (%)	150	68	68		78		
毛利	2,164	1,714	1,878	9.6%	3,014		
YoY (%)	251	80	97		66		
毛利率 (%)	22.6	20.9	21.5	0.6pp	21.6		
OPEX	2,577	2,881	2,857	-0.9%	3,696		
YoY (%)	152	94	92		94		
SG&A 费用	1,203	1,399	1,325	-5.3%	1,922		
YoY (%)	136		59		88		
单车费用 (千元)	37.9		46.2		49.3		
收入占比 (%)	12.6	16.9	15.2	-1.8pp	13.7		
R&D 费用	1,374	1,406	1,532	9.0%	1,751		
YoY (%)	167		134		97		
单车费用 (千元)	43.3		53.4		44.9		
收入占比 (%)	14.4	17.3	17.5	0.3pp	12.5		
经营性收入	-413	-825	-978				
税前收入	19	-714	-645		-351		
归属普通股股东净利润	-11	-788	-618		-518		
净利润	-11	-492	-641		-273		
收入拆分							
汽车销售							
汽车销售收入	9,309	8,378	8,484	1.3%	12,673		
YoY (%)	169	71	73		72		
汽车销量成本	7,220	6,682	6,687	0.1%	10,360		
YoY (%)	151	68	68		78		
单车成本 (千元)	227.6		233.1		265.6		
汽车销售毛利率 (%)	22.4	20.3	21.2	0.9pp	20.8		
ASP (RMB)	293,499	293,947	295,730	0.6%	324,944		
其它							
其他收入	253	245	249	1.8%	498		
YoY (%)	127	80	84		28		
其他成本	178	178	167	-6.1%	278		
YoY (%)	124	82	71		109		

资料来源：公司公告，Bloomberg 预测，华泰研究

主要不利因素

1) 3Q22 指引未达到市场预期。理想汽车预计 3Q22 汽车交付量为 2.7-2.9 万辆 (L9 车型为 1 万辆，ONE 车型为 1.7-1.9 万辆)，比彭博一致预期的 3.9 万辆低 26-31%。我们认为主因是理想 ONE 需求疲软：1) 30-40 万元细分市场，智能电动车竞争加剧；2) ONE 潜在客户转向 L9；以及 3) 宏观经济不振，大消费持续低迷。

我们认为 3Q22 需求疲软，这也从以下方面得到证实。1) 订单和交货的等待时间从 8 月 1 日的 4.5 周缩短到 8 月 15 日的 3 周；以及 2) 出于促销考虑，理想 One 以保险形式降价 7000 元。

2) **零售渠道扩张低于预期。**根据 4Q21 电话会，理想汽车计划在 2022 年底开设 400 家零售店。截至 2022 年 7 月 31 日，公司共有 259 家零售店，其中仅 88 家在今年建成，门店扩张节奏不及预期。

3) 2Q22 自由现金流为 4.5 亿元，环比下降 10%。

主要有利因素

1) **L8 发布早于市场预期。**在本次会议上，理想表示 L8 (ONE 改款，增程) 的推出和生产规模的扩大，早于市场预期。L9 预订单 (5000 定金) 发布后三天超过了 3 万。因此，我们认为 L8 将进一步提升当前产品的产品力。

2) **理想汽车毛利率维持韧性。**由于芯片短缺、电池和原材料上涨以及由新冠疫情引发运费价格上涨，2Q22 理想汽车毛利率环比下降 1.2pp 至 21.2%，但仍比彭博一致预期高出 0.9%。

3) 2023 年，理想汽车计划发布两款新车 (一台纯电动车和一台增程式电动车)，覆盖 20-30 万元价格区间。我们认为公司将维持在增程式电动车和高压纯电动车领域的领先地位。

4) 公司 2Q22 研发费用为 15 亿元，同比增长 134%，环比增长 11.5%，为新车型的推出做准备。

盈利预测调整与估值

我们下调理想汽车 2022 年销量预期 9.4%至 14.5 万辆，主因 3Q22 理想 One 需求疲软。具体而言，我们维持 L9 的 2022 年交付量预测在 3 万辆，将 ONE 或 L8 (ONE 改装) 的交付量预测下调 11.5%至 11.5 万辆 (3Q22 为 2 万辆，4Q22 为 3.5 万辆)。

由于销量组合的调整，我们将 2022 年的 ASP 预测提高 1.8%至 32.2 万元人民币。

我们将 2022 年的汽车销售收入预期下调 7.8%至 468 亿元人民币，并将其总收入下调 7.5%至 487 亿元人民币。我们保持其它预期不变。

图表2： 收入预期调整

	2021 A	2022E NEW	2023E NEW	2024E NEW	2022E OLD	2023E OLD	2024E OLD	2022E Diff	2023E Diff	2024E Diff
中国新能源汽车销量 (千辆)	3,520	5,900	7,200	8,600	5,900	7,200	8,600	0%	0%	0%
同比增速	159%	68%	22%	19%	65%	24%	19%			
理想新能源汽车销量 (辆)	90	145	305	485	160	305	485	-9.4%	0.0%	0.0%
同比增速	177%	60%	110%	59%	77%	91%	59%			
市占率	2.6%	2.5%	4.2%	5.6%	2.8%	4.2%	5.6%			
ONE	30									
ONE 2021	60	115	156	166	130	156	166	-11.5%	0.0%	0.0%
L9		30	96	96	30	96	96	0.0%	0.0%	0.0%
BEV-Whale1			27	82		27	82		0.0%	0.0%
EREV-New			26	79		26	79		0.0%	0.0%
BEV-Shark1				33			33			0.0%
BEV-Whale2				28			28			0.0%
ASP (千元)	289	322	334	320	317	334	320	1.8%	0.0%	0.0%
ONE	285									
ONE 2021	294	302	304	304	298	304	304	1.6%	0.0%	0.0%
L9		400	400	400	400	400	400	0.0%	0.0%	0.0%
BEV-Whale1			294	294		294	294			
EREV-New			311	311		311	311			
BEV-Shark1				268			268			
BEV-Whale2				294			294			
汽车业务收入 (百万元)	26,128	46,750	101,928	154,896	50,679	101,928	154,896	-7.8%	0.0%	0.0%
汽车业务收入占比	97%	96%	96%	96%	96%	96%	96%			
ONE	8,605									
ONE 2021	17,743	34,750	47,407	50,478	38,678	47,407	50,478			
L9		12,001	38,402	38,402	12,001	38,402	38,402			
BEV-Whale1			8,003	24,253		8,003	24,253			
EREV-New			8,115	24,591		8,115	24,591			
BEV-Shark1				8,800			8,800			
BEV-Whale2				8,372			8,372			
其它业务收入 (百万元)	881	1,992	4,046	6,738	1,992	4,046	6,738	0.0%	0.0%	0.0%
汽车业务收入占比	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%			
总收入 (百万元)	27,010	48,743	105,974	161,634	52,671	105,974	161,634	-7.5%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，中汽协，华泰研究预测

由于 ASP 增长，我们将 2022 年的毛利率预测提高了 0.1pp 至 21.2%。我们维持期间费用率保持不变。

因此，我们将 2022 年的净收入预期从人民币 6 亿元下调至人民币 4.62 亿元

图表3: 盈利预测调整

(人民币百万元)	2Q22	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	A	OLD	OLD	OLD	NEW	NEW	NEW	Diff	Diff	Diff
收入	8,733	27,010	52,671	105,974	161,634	48,743	105,974	161,634	-7.5%	0.0%	0.0%
同比 (%)	73	186	95	101	53	80	117	53			
毛利率	21.5	21.3	21.1	22.1	23.2	21.2	22.1	23.2	0.1pp	0.0pp	0.0pp
成本	6,936	21,248	41,569	82,567	124,154	38,426	82,567	124,154			
同比 (%)	70	169	96	99	50	81	115	50			
毛利	1,878	5,761	11,102	23,408	37,480	10,316	23,408	37,480			
同比 (%)	97	272	93	111	60	79	127	60			
营业费用	2,857	6,779	12,378	23,844	36,368	11,455	23,844	36,368			
同比 (%)	92	206	83	93	53	69	108	53			
销售及管理费用	1,325	3,492	6,320	12,187	18,588	5,849	12,187	18,588			
同比 (%)	59	212	81	93	53	68	108	53			
	15.2	12.9	12	11.5	11.5	12	11.5	11.5	0.0pp	0.0pp	0.0pp
研发费用	1,532	3,286	6,057	11,657	17,780	5,605	11,657	17,780			
同比 (%)	135	199	84	92	53	71	108	53			
占收入比例	17.5	12.2	11.5	11	11	11.5	11	11	0.0pp	0.0pp	0.0pp
营业利润	(978)	(1,017)	(1,276)	(436)	1,112	(1,138)	(436)	1,112	-10.8%	0.0%	0.0%
同比 (%)											
税前利润	(645)	(153)	(600)	102	1,600	(462)	100	1,608			
同比 (%)		19	292	(117)	1,468	202	(122)	1,510			
归属普通股股东	(618)	(321)	(600)	87	1,360	(462)	85	1,367			
净利润	(641)	(321)	(600)	87	1,360	(462)	85	1,367	-22.9%	-2.1%	0.5%
财务比例											
毛利率	21.5	21.3	21.1	22.1	23.2	21.2	22.1	23.2			
汽车销售毛利率	21.2	20.0	20.0	21.0	22.0	20.0	21.0	22.0	0.0pp	0.0pp	0.0pp
营业费用率	32.7	25.1	23.5	22.5	22.5	23.5	22.5	22.5			
销售及管理费用	15.2	12.9	12.0	11.5	11.5	12.0	11.5	11.5			
研发费用率	17.5	12.2	11.5	11.0	11.0	11.5	11.0	11.0			
净利率	(7.3)	(1.2)	(1.1)	0.1	0.8	(0.9)	0.1	0.8			

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

估值: 维持 200 港币目标价和买入评级

我们选取电动汽车新势力特斯拉、蔚来和小鹏作为理想的可比公司。

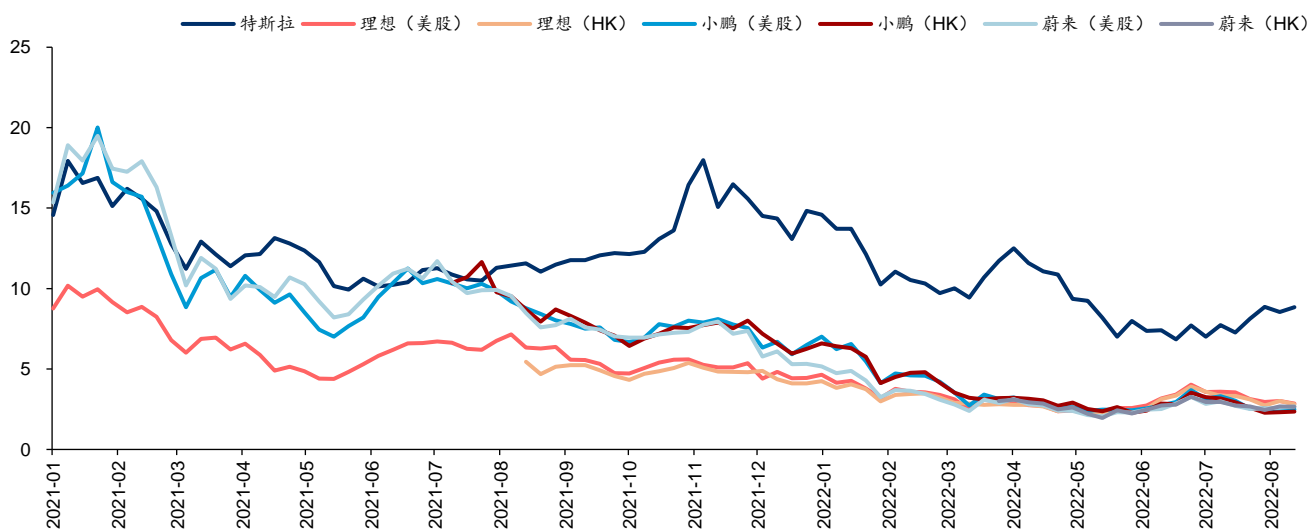
尽管 3Q 指引不及预期, 但我们认为理想汽车具有独特的产品定义能力和稳健的盈利能力。因此, 我们维持 200 港币目标价, 基于 7.1x 2022E PS (前值: 6.5x), 较可比公司平均 6.1x 高 17%。维持 "买入"。

图表4: 可比公司估值表

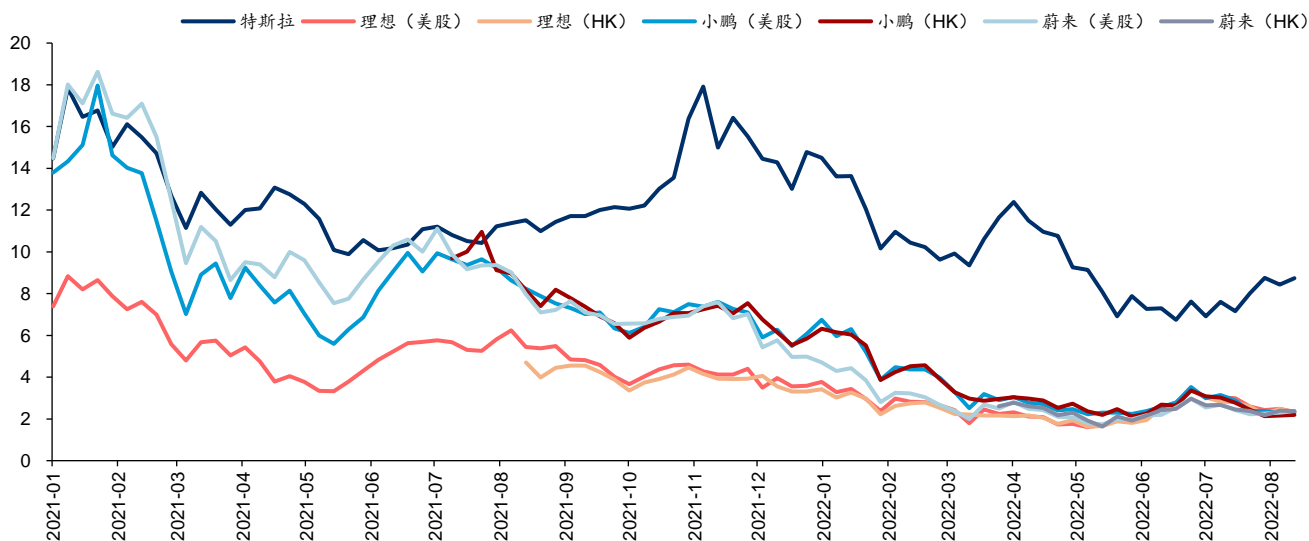
公司	股票代码	市值 (十亿美元)	股价变化 年初至今	企业价值 (十亿美元)	营收 (十亿美元)		EV/Sales		PS	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
特斯拉	TSLA US	969.2	-12.2%	955.4	83.8	109	11.4	8.8	11.6	8.9
小鹏	9868 HK	20.2	-52.2%	19.2	5.8	11.3	3.3	1.7	3.5	1.8
蔚来	9866 HK	35.6	3.7%	36	10.6	18	3.4	2	3.4	2
平均							6	4.2	6.1	4.2
理想 (HK)	2015 HK	32.7	0.2%	28.9	8	13.6	3.6	2.1	4.1	2.4
BYD	1211 HK	125.3	6.9%	123.1	33.1	48.4	3.7	2.5	3.8	2.6
吉利	0175 HK	22.3	-17.0%	18.5	20.1	25.7	0.9	0.7	1.1	0.9
长城	601633 CH	32.9	-35.1%	32.7	29.9	37.5	1.1	0.9	1.1	0.9

注: 1 美元=6.5RMB; 市值、股价、企业价值截至 8 月 16 日; 蔚来、理想、小鹏营收来自华泰预测; 特斯拉营收预测来自 Factset 一致预期; 其余预测来自 Wind 一致预期

资料来源: Bloomberg, Factset, Wind, 华泰研究预测

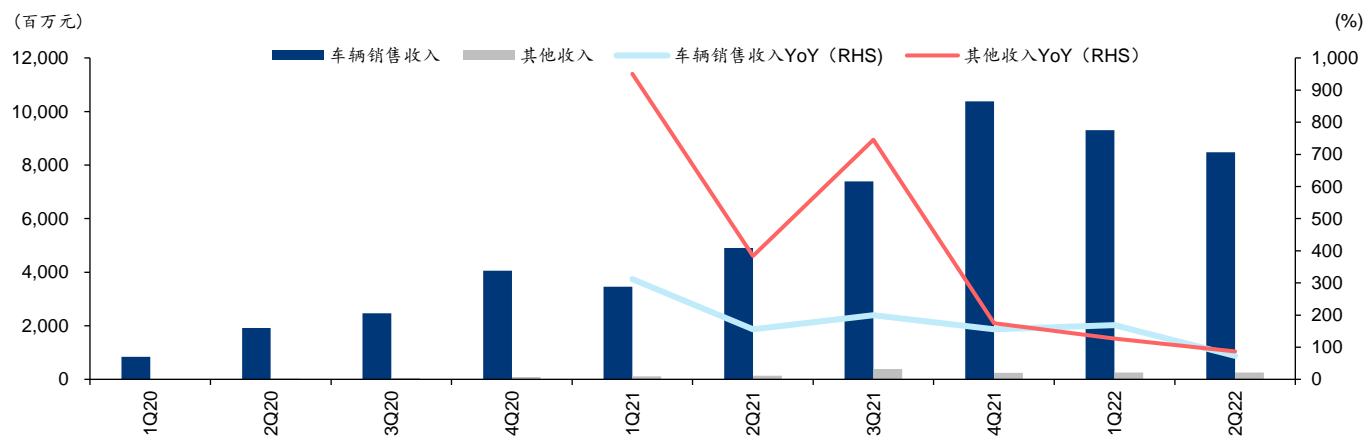
图表5：一年前向 EV/Sales: 理想，小鹏，蔚来，特斯拉


资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表6：一年前向 PS: 理想，小鹏，蔚来，特斯拉


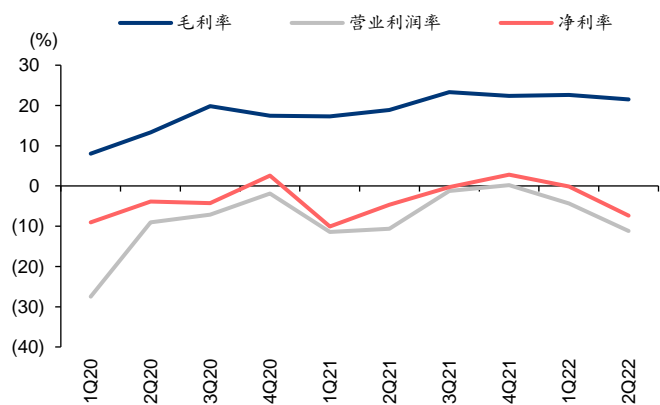
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表7：收入及汽车销售收入



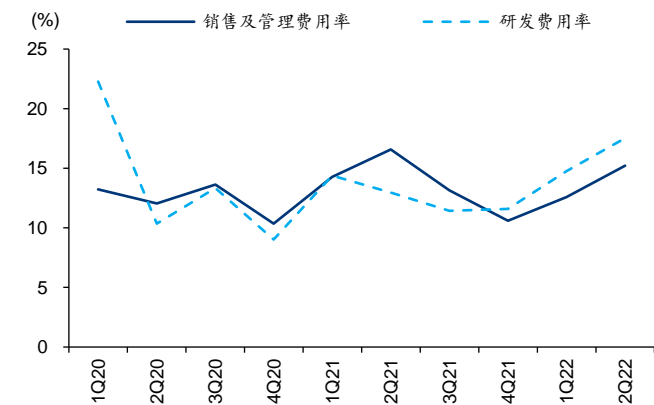
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：毛利率、净利率、营业利润率



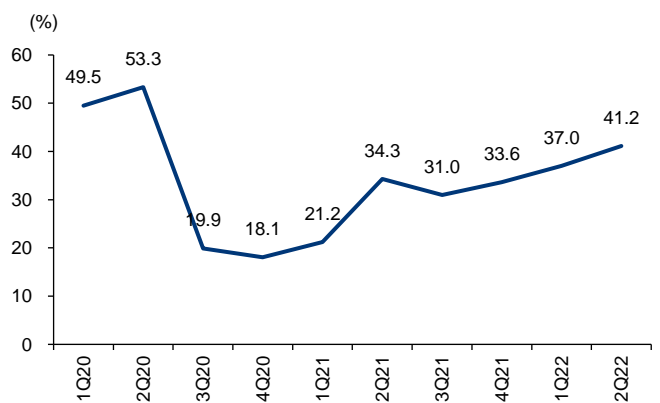
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：SG&A 费用率， R&D 费用率



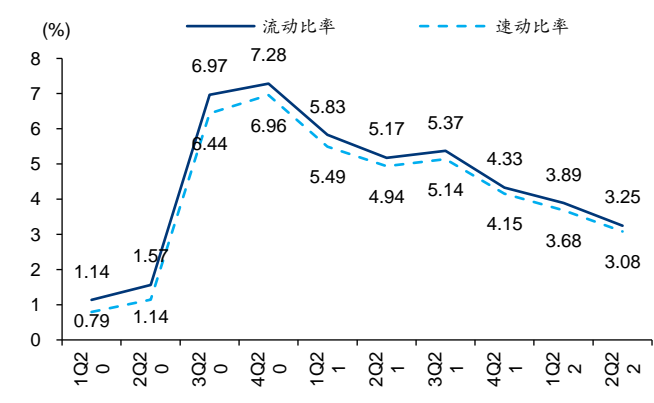
资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：资产负债率



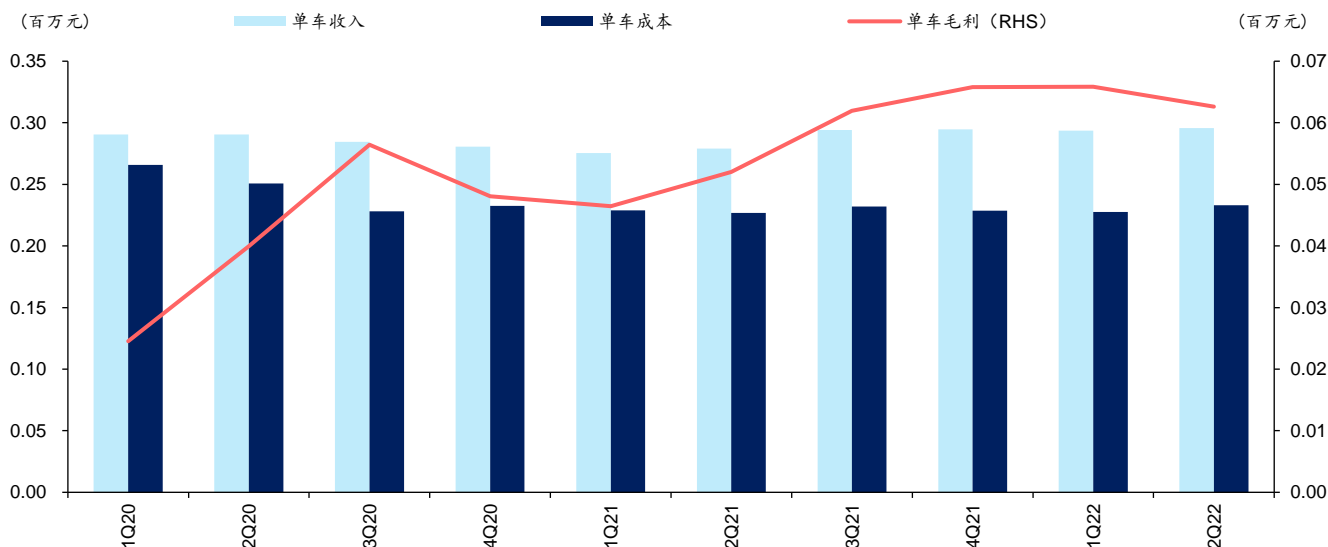
资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：流动比率，速动比率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表12: 理想单车收入/单车成本/单车毛利



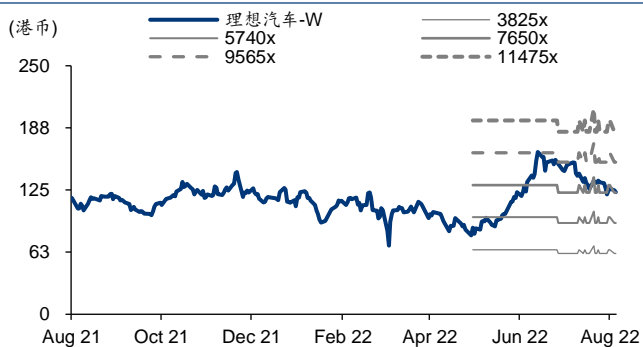
资料来源: 公司公告, 华泰研究

风险提示

由于芯片短缺和电池价格上涨带来的销量放缓, 需求下降。

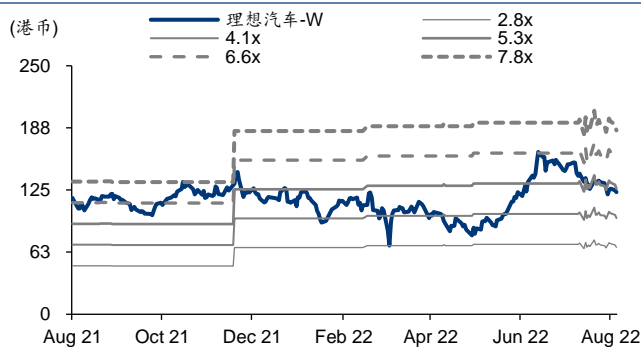
高级驾驶辅助落地不及预期, 智能化差异竞争优势不显著。

图表13: 理想汽车-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表14: 理想汽车-WPB-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	9,457	27,010	48,743	105,974	161,634
销售成本	(7,907)	(21,248)	(38,426)	(82,567)	(124,154)
毛利润	1,549	5,761	10,316	23,408	37,480
销售及分销成本	(1,119)	(3,492)	(5,849)	(12,187)	(18,588)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(1,100)	(3,286)	(5,605)	(11,657)	(17,780)
财务成本净额	188.00	677.19	488.53	349.05	308.22
应占联营公司利润及亏损	(2.52)	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(188.88)	(152.81)	(462.35)	99.89	1,608
税费开支	22.85	(168.64)	0.00	(14.98)	(241.17)
少数股东损益	640.33	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(151.66)	(321.46)	(462.35)	84.90	1,367
折旧和摊销	(321.00)	(590.40)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
EBITDA	(819.05)	(2,139)	(945.88)	(244.16)	1,305
EPS (人民币, 基本)	(0.91)	(0.16)	(0.22)	0.04	0.66

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	1,048	1,618	2,632	4,524	6,803
应收账款和票据	469.20	601.22	690.79	937.49	1,177
现金及现金等价物	10,173	30,493	25,611	26,380	23,726
其他流动资产	19,701	19,668	19,668	19,668	19,668
总流动资产	31,391	52,380	48,601	51,509	51,375
固定资产	2,479	4,498	9,721	18,334	26,100
无形资产	683.28	751.46	786.95	850.13	913.31
其他长期资产	1,820	4,219	4,219	4,219	4,219
总长期资产	4,982	9,468	14,727	23,402	31,233
总资产	36,373	61,849	63,328	74,912	82,607
应付账款	3,827	11,293	13,076	24,538	30,829
短期借款	210.53	510.29	547.33	584.37	621.41
其他负债	271.51	342.13	342.13	342.13	342.13
总流动负债	4,309	12,108	13,966	25,464	31,793
长期债务	1,904	7,331	7,331	7,331	7,331
其他长期债务	356.68	1,346	1,346	1,346	1,346
总长期负债	2,260	8,676	8,676	8,676	8,676
股本	37,291	37,291	37,291	37,291	37,291
储备/其他项目	(7,487)	3,774	3,311	3,396	4,763
股东权益	29,804	41,064	40,686	40,771	42,138
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	29,804	41,064	40,686	40,771	42,138

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	(110.45)	(646.11)	(449.21)	2,446	151.98
PB	2.94	5.06	5.10	5.09	4.93
EV EBITDA	(261.24)	(93.72)	(217.10)	(838.05)	158.91
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	(1.37)	0.98	(2.38)	0.20	(1.33)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	(819.05)	(2,139)	(945.88)	(244.16)	1,305
融资成本	(188.00)	(677.19)	(488.53)	(349.05)	(308.22)
营运资本变动	3,068	6,764	679.75	9,323	3,773
税费	22.85	(168.64)	0.00	(14.98)	(241.17)
其他	1,056	4,561	977.05	698.10	616.45
经营活动现金流	3,140	8,340	222.39	9,413	5,145
CAPEX	(675.19)	(3,445)	(5,142)	(8,681)	(7,835)
其他投资活动	(18,063)	(812.67)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(18,738)	(4,257)	(5,142)	(8,681)	(7,835)
债务增加量	(144.70)	(429.69)	37.04	37.04	37.04
权益增加量	24,855	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	188.00	17,139	488.53	349.05	308.22
融资活动现金流	24,711	16,710	37.04	37.04	37.04
现金变动	9,113	20,793	(4,883)	769.02	(2,654)
年初现金	1,436	10,173	30,493	25,611	26,380
汇率波动影响	(376.65)	(472.13)	0.00	0.00	0.00
年末现金	10,173	30,493	25,611	26,380	23,726

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	-	185.62	80.46	117.42	52.52
毛利润	-	-	79.06	126.90	60.12
营业利润	-	-	-	-	(354.83)
净利润	-	-	-	-	1,510
EPS	-	-	-	-	1,510
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	16.38	21.33	21.16	22.09	23.19
EBITDA	(8.66)	(7.92)	(1.94)	(0.23)	0.81
净利润率	(1.60)	(1.19)	(0.95)	0.08	0.85
ROE	(0.88)	(0.91)	(1.13)	0.21	3.30
ROA	(0.66)	(0.65)	(0.74)	0.12	1.74
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(27.04)	(55.16)	(43.58)	(45.29)	(37.43)
流动比率	7.28	4.33	3.48	2.02	1.62
速动比率	7.04	4.19	3.29	1.85	1.40
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.41	0.55	0.78	1.53	2.05
应收账款周转天数	24.56	7.13	4.77	2.77	2.36
应付账款周转天数	121.31	128.09	114.15	82.00	80.27
存货周转天数	35.65	22.58	19.91	15.60	16.42
现金转换周期	(61.09)	(98.37)	(89.47)	(63.63)	(61.49)
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.91)	(0.16)	(0.22)	0.04	0.66
每股净资产	34.26	19.88	19.70	19.74	20.40

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，黄乐平、陈旭东，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

- 分析师黄乐平、陈旭东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