

# 上半年净利高增，新能源需求延续

华泰研究

2022年8月26日 | 中国内地

中报点评

电子元件

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

30.40

研究员 **陈旭东**  
SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com  
SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

研究员 **黄乐平, PhD**  
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com  
SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

联系人 **王心怡**  
SAC No. S0570121070166 xinyi.wang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

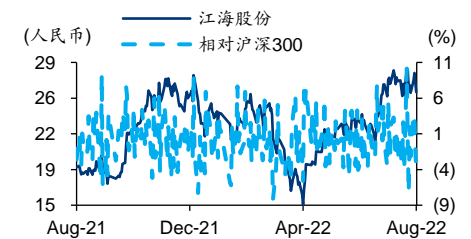
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



## 基本数据

目标价(人民币)	30.40
收盘价(人民币 截至8月25日)	26.07
市值(人民币百万)	21,791
6个月平均日成交额(人民币百万)	215.89
52周价格范围(人民币)	15.04-28.37
BVPS(人民币)	5.37

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 1H22 归母净利润同比增加 46.39%，看好 2H22 增势延续

江海股份 1H22 实现营收 21.70 亿元 (YoY:+30.33%); 归母净利润 2.99 亿元 (YoY:+46.39%), 扣非归母净利润 2.85 亿元 (YoY:+45.88%)。2Q22 营收 11.89 亿元 (YoY:+29.62%, QoQ:+21.12%), 归母净利润 1.81 亿元 (YoY:+49.22%, QoQ:+54.21%)。我们认为上半年利润高增主要得益于光伏逆变器、电动车、风电等下游对电容需求快速增长, 带动铝电解、薄膜电容业务产销两旺。展望 2H22, 随着低成本的原材料生产基地如期达产、电价问题继续修复、新产能爬坡释放, 我们看好公司延续上半年盈利增势。预测 22/23/24 年 EPS 为 0.76/0.98/1.23 元 (前值 0.75/0.97/1.19 元), 考虑到其薄膜电容开拓取得突破, 工控优势显著, 给予公司 22 年 40xPE (可比 Wind 一致预期均值 27x), 给予目标价 30.4 元 (前值: 27.0) 和买入评级。

## 1H22 新能源需求带动铝电解/薄膜高增, Q2 毛利率环比继续改善

公司把握新能源、电动车高景气机遇, 铝电解、薄膜电容营收取得显著增长。1H22 分业务来看: 1) 受益于光伏、车载旺盛需求, 铝电解电容实现营收 17.9 亿元, 同增 32.0%, 占总营收 82.36%; 2) 薄膜电容营收 1.4 亿元, 同比增长 43.4%, 营收占比同比提升 0.6pct, 我们认为主因光伏、风电需求快速增长叠加产能释放; 3) 超级电容营收 1.1 亿元, 同比微增 5.0%。此外, 公司电极箔上半年收入 1.1 亿元, 同增 18.9%。Q2 单季度综合毛利率为 25.4%, 环比提升 0.36pct, 同比仍有改善空间 (较 2Q21 低 2.53pct), 未来随着电价及开工率好转, 我们认为毛利率有望持续修复。

## 铝电解电容高端化/小型化战略顺利推进, 薄膜电容加速成长拐点已至

公司 H1 顺利完成扩产及市场拓展, 巩固工控领域龙头地位。铝电解方面, 江海在大型铝电解电容(螺旋式+牛角式)实质性跃入全球产出第一, 增强在变频器、逆变器、OBC 应用领域竞争力; 内蒙古高性能电容器基地、车载铝电解电容基础设施建设等项目顺利推进, 战略市场和客户市占率较快提升; MLPC、固液混合电容器进展达到预期, 为规模化夯实基础。薄膜电容方面, 公司产品已完成新能源、电动车领域重点用户的实验认定流程, 开始批量销售, 我们认为公司薄膜电容业务已进入加速成长期。超级电容方面, 公司产品在智能表、电网等应用领域得以巩固, 新领域持续开拓奠定长期成长空间。

## 上调目标价至 30.40 元, 维持买入评级

鉴于新能源需求有望带动公司主业增长提速, 上调铝电解、薄膜电容营收预测, 但考虑成本修复进度, 小幅下调铝电解电容毛利率假设。预计 22/23/24 年归母净利润为 6.37/8.18/10.24 亿元 (前值 6.23/8.10/9.93 亿元)。我们给予 40 倍 22 年预期 PE, 上调目标价至 30.4 元 (前值: 27.0), 维持买入。

风险提示: 宏观下行风险; 新品开发及推广进度风险; 竞争格局加剧。

## 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)	2,635	3,550	4,520	5,673	7,025
+/-%	24.12	34.71	27.33	25.51	23.84
归属母公司净利润 (人民币百万)	372.81	434.92	636.58	817.70	1,024
+/-%	54.95	16.66	46.37	28.45	25.27
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.45	0.52	0.76	0.98	1.23
ROE (%)	9.71	10.11	13.16	14.72	15.80
PE (倍)	58.45	50.10	34.23	26.65	21.27
PB (倍)	5.59	5.07	4.50	3.92	3.36
EV EBITDA (倍)	39.17	32.74	23.96	19.11	15.10

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：公司财务数据及盈利预测

(百万人民币)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	1H22	2H22	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	A	A	A	A	A	A	E	A	华泰预测	华泰预测	华泰预测	预测调整幅度		
营业收入	748.1	917.1	917.6	966.9	981.5	1,188.8	2,170.3	2,349.5	3,549.7	4,519.7	5,672.7	7,025.0	0.4%	0.5%	1.6%
同比	66%	50%	34%	9%	31%	30%	30%	25%	35%	27%	26%	24%			
毛利	206.4	256.5	240.7	216.8	246.3	302.5	548.7	717.8	920.4	1,266.6	1,617.3	2,012.7	-2.0%	-1.7%	-0.6%
OPEX	107.4	101.4	100.4	121.4	106.9	80.2	187.0	355.7	430.5	542.7	677.1	829.5			
销售费用	24.9	11.5	16.5	20.5	19.4	19.4	38.8	53.8	73.4	92.7	113.5	140.5			
管理费用	37.3	38.2	39.6	37.8	37.3	34.0	71.4	136.5	152.8	207.9	252.6	312.8			
研发费用	44.9	50.4	45.8	56.0	47.4	53.0	100.4	150.5	197.0	250.8	314.8	389.9			
财务费用	0.3	1.3	-1.5	7.2	2.8	-26.3	-23.6	14.9	7.3	-8.7	-3.7	-13.6			
营业利润	98.3	156.9	145.2	100.2	136.6	215.6	352.3	374.4	500.5	726.7	933.7	1,167.8			
同比	72%	43%	50%	-12%	39%	37%	38%	53%	33%	45%	28%	25%			
营业外收入(支出)	-0.4	-0.7	0.6	0.8	-0.6	-0.3	-0.9	7.3	0.4	6.5	8.1	12.0			
税前收益	97.9	156.2	145.9	101.0	136.0	215.3	351.4	381.8	500.9	733.2	941.8	1,179.8	2.2%	1.0%	3.2%
同比	73%	43%	52%	-38%	39%	38%	38%	55%	17%	46%	28%	25%			
所得税	13.5	32.7	22.1	-5.8	18.8	33.6	52.3	39.2	62.5	91.5	117.6	147.3			
少数股东权益	1.8	2.0	1.5	-1.8	-0.3	0.5	0.3	4.8	3.5	5.1	6.5	8.1			
归母净利润	82.6	121.5	122.3	108.6	117.5	181.3	298.8	337.8	434.9	636.6	817.7	1,024.4	2.2%	1.0%	3.2%
同比	101%	24%	50%	-29%	42%	49%	46%	46%	17%	46%	28%	25%			
稀释EPS (元)	0.10	0.15	0.15	0.13	0.14	0.22	0.36	0.40	0.52	0.76	0.98	1.23	1.6%	0.3%	2.5%
比率分析															
毛利率	27.6%	28.0%	26.2%	22.4%	25.1%	25.4%	25.3%	30.6%	25.9%	28.0%	28.5%	28.7%			
营业费用率	14.4%	11.1%	10.9%	12.6%	10.9%	6.7%	8.6%	15.1%	12.1%	12.0%	11.9%	11.8%			
销售费用率	3.3%	1.3%	1.8%	2.1%	2.0%	1.6%	1.8%	2.3%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%			
管理费用率	5.0%	4.2%	4.3%	3.9%	3.8%	2.9%	3.3%	5.8%	4.3%	4.6%	4.5%	4.5%			
研发费用率	6.0%	5.5%	5.0%	5.8%	4.8%	4.5%	4.6%	6.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%			
财务费用率	0.0%	0.1%	-0.2%	0.7%	0.3%	-2.2%	-1.1%	0.6%	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%			
归母净利率	11.0%	13.2%	13.3%	11.2%	12.0%	15.2%	13.8%	14.4%	12.3%	14.1%	14.4%	14.6%			

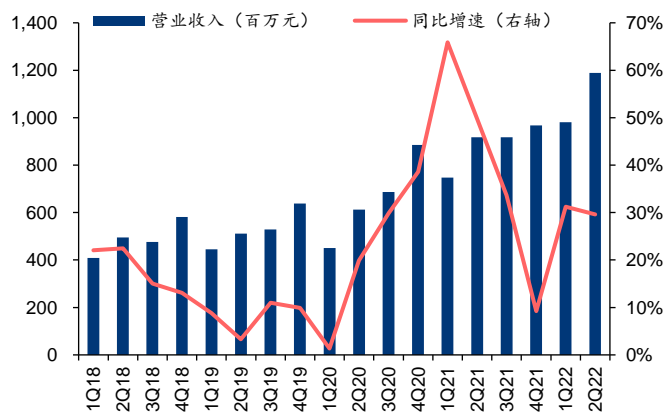
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2：分业务盈利情况

(百万人民币)	2019	2020	2021	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22
总收入	2,123.0	2,635.1	3,549.7	1,063.3	1,571.8	1,665.2	1,884.5	2,170.3
同比	8.3%	24.1%	34.7%	11.3%	34.6%	56.6%	19.9%	30.3%
毛利率	29.4%	27.9%	25.9%	30.5%	26.1%	27.8%	24.3%	25.3%
电容器合计	1,875.8	2,409.4	3,311.1	958.4	1,451.0	1,553.2	1,757.9	2,034.6
同比	8.3%	28.4%	37.4%	13.7%	40.5%	62.1%	21.1%	31.0%
营收占比	88.4%	91.4%	93.3%	90.1%	92.3%	93.3%	93.3%	93.8%
铝电解电容	1,657.2	2,052.4	2,847.2	836.4	1,216.0	1,354.0	1,493.2	1,787.5
同比	23.8%	38.7%	61.9%	22.8%	32.0%	22.8%	32.0%	32.0%
营收占比	78.1%	77.9%	80.2%	78.7%	77.4%	81.3%	79.2%	82.4%
超级电容	68.0	162.8	239.8	51.7	111.0	100.6	139.2	105.6
同比	139.3%	47.3%	94.5%	25.4%	5.0%	6.0%	7.4%	4.9%
营收占比	3.2%	6.2%	6.8%	4.9%	7.1%	6.0%	7.4%	4.9%
薄膜电容	150.6	194.3	224.1	70.3	124.0	98.7	125.4	141.6
同比	29.0%	15.3%	40.4%	1.1%	43.4%	4.4%	1.1%	43.4%
营收占比	7.1%	7.4%	6.3%	6.6%	7.9%	5.9%	6.7%	6.5%
化成箔	227.5	202.4	189.1	99.9	102.5	95.5	93.7	113.5
同比	14.5%	-11.0%	-6.6%	-7.0%	-14.7%	-4.5%	-8.6%	18.9%
营收占比	10.7%	7.7%	5.3%	9.4%	6.5%	5.7%	5.0%	5.2%
其他业务	19.7	23.2	49.5	5.0	18.2	16.5	32.9	22.1
同比	-33.2%	17.6%	113.2%	-9.3%	27.9%	232.7%	80.6%	34.0%

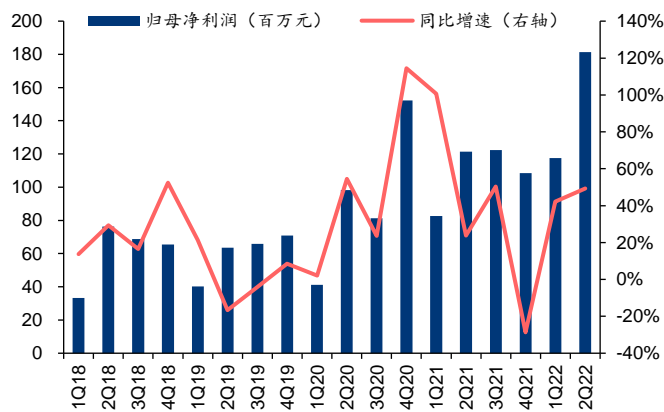
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3：单季度营收及同比增速



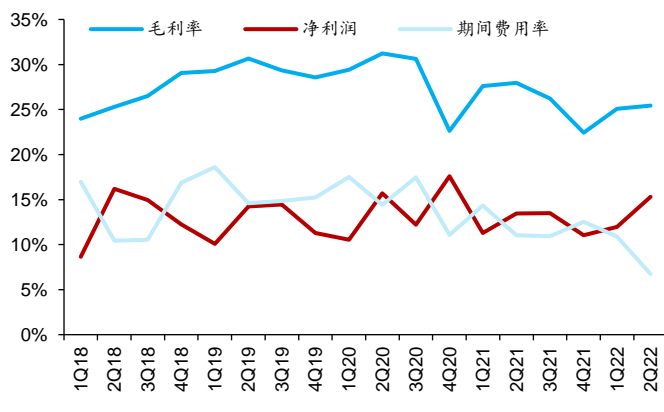
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：单季度归母净利润及同比增速



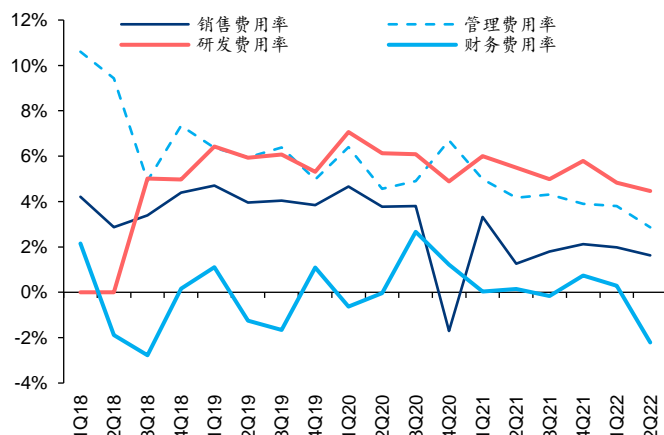
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：单季度销售毛利率&净利率&期间费用率



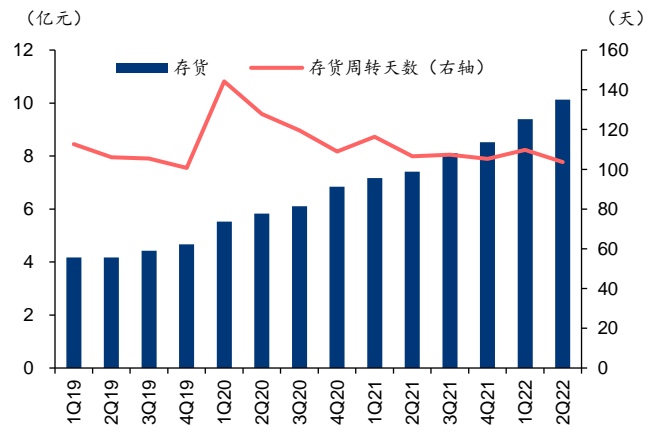
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：单季度费用率



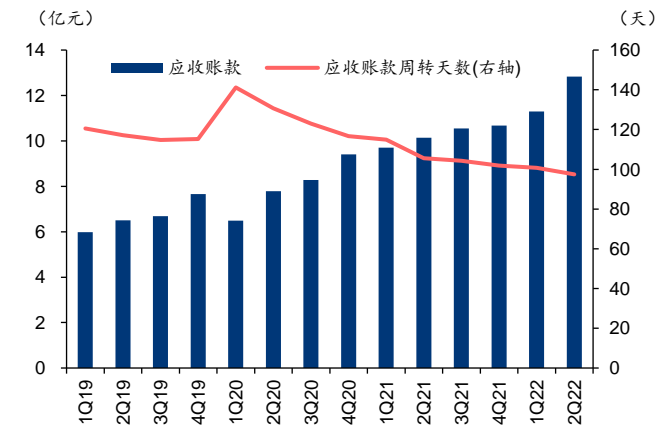
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：江海股份存货及存货周转天数



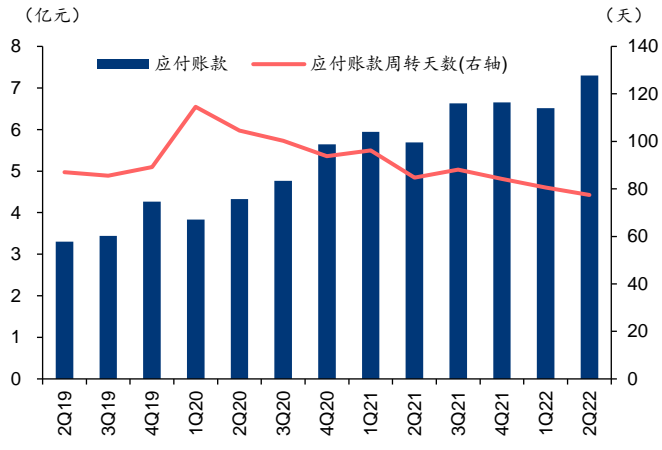
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：江海股份应收账款及周转天数



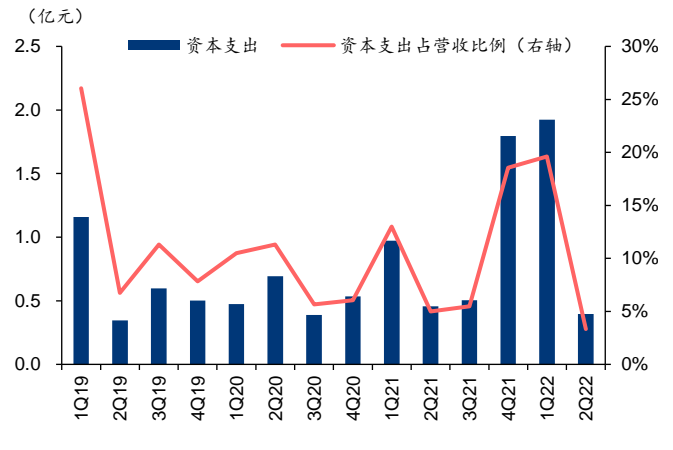
资料来源：Wind，华泰研究

图表9: 江海股份应付账款及周转天数



资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 江海股份资本支出及其占营收比例



资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 可比公司 Wind 一致预期估值表 (截至 2022 年 8 月 25 日)

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (倍)		PB (倍)		EPS增速 (%)		ROE (%)		YTD 股价跌幅 (%)
				2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	
<b>A股可比公司</b>												
002138 CH	顺络电子	26.39	213	25.07	19.36	3.41	2.97	8.5%	29.5%	15.5%	16.5%	-30.0%
603989 CH	艾华集团	29.09	117	20.62	16.47	3.40	2.89	15.6%	25.2%	17.2%	17.1%	-29.0%
300408 CH	三环集团	28.66	549	22.57	17.74	3.03	2.63	10.4%	27.3%	13.4%	15.0%	-35.0%
600563 CH	法拉电子	188.88	425	40.85	30.95	10.19	8.07	25.3%	32.0%	26.6%	26.0%	-18.0%
<b>A股平均值</b>	-	-	-	<b>27.28</b>	<b>21.13</b>	<b>5.01</b>	<b>4.14</b>	<b>15.0%</b>	<b>28.5%</b>	<b>18.2%</b>	<b>18.7%</b>	<b>-28.0%</b>
<b>A股中位数</b>	-	-	-	<b>23.82</b>	<b>18.55</b>	<b>3.40</b>	<b>2.93</b>	<b>13.0%</b>	<b>28.4%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.8%</b>	<b>-29.5%</b>

资料来源: Wind, 华泰研究

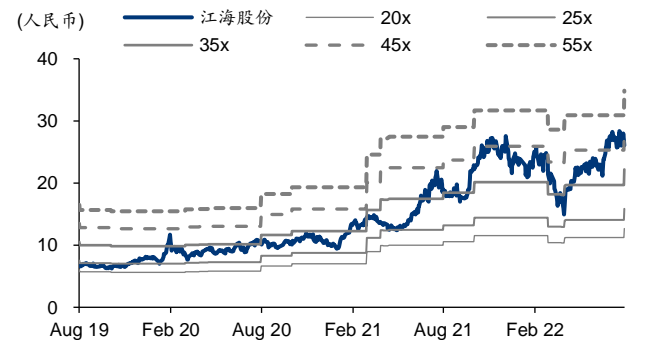
### 风险提示

**宏观经济下行造成业绩不及预期风险。**由于公司产品属于基础的电子元器件，广泛应用于家电、工业控制、新能源、航空航天、轨道交通、电动汽车、军工等领域，故存在宏观经济下行压力造成公司业绩增速低于预期风险。

**新产品开发及推广进度不及预期风险。**公司电感业务未来的重要增长点在于小型化电感、薄膜电容、超级电容等新产品的开拓，在客户验证进度和量产进度上仍存在不确定性。

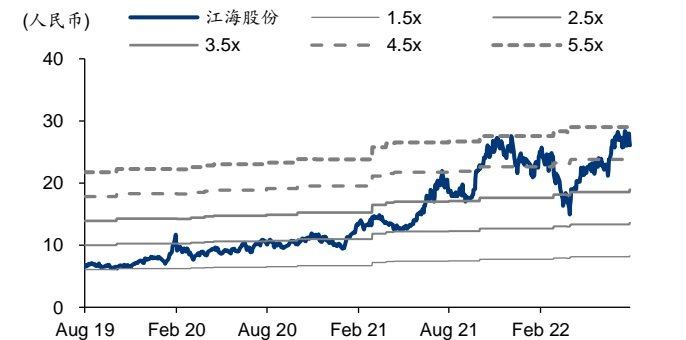
**行业竞争格局加剧。**公司在小型化电感市场面临和艾华集团的竞争，在薄膜电容市场面临和法拉电子的竞争，公司新增产能的释放一定程度上会加剧行业竞争，造成利润率低于预期的风险。

图表12: 江海股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 江海股份 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,097	3,266	4,373	4,737	6,367
现金	758.42	701.34	1,039	956.32	1,485
应收账款	941.02	1,067	1,444	1,542	2,155
其他应收账款	23.38	51.40	33.00	68.80	56.15
预付账款	23.93	36.15	76.84	85.23	115.48
存货	683.73	852.57	1,119	1,377	1,708
其他流动资产	666.33	557.14	661.23	707.63	847.30
<b>非流动资产</b>	2,068	2,307	2,460	2,603	2,723
长期投资	121.83	127.91	150.42	171.02	191.41
固定投资	1,312	1,383	1,494	1,609	1,702
无形资产	100.74	97.64	102.45	98.18	94.37
其他非流动资产	533.32	698.01	713.27	725.07	735.20
<b>资产总计</b>	5,164	5,573	6,833	7,340	9,090
<b>流动负债</b>	1,083	1,094	1,837	1,612	2,435
短期借款	189.48	201.50	181.35	163.21	146.89
应付账款	564.24	665.65	960.94	1,067	1,439
其他流动负债	329.68	226.65	694.92	382.27	848.51
<b>非流动负债</b>	135.64	143.88	119.03	126.84	121.71
长期借款	18.97	22.17	18.18	14.14	9.96
其他非流动负债	116.67	121.71	100.84	112.70	111.75
<b>负债合计</b>	1,219	1,238	1,956	1,739	2,556
少数股东权益	45.94	34.43	39.48	45.97	54.10
股本	821.41	830.42	835.87	835.87	835.87
资本公积	1,504	1,561	1,561	1,561	1,561
留存公积	1,569	1,905	2,370	2,979	3,742
归属母公司股东权益	3,899	4,301	4,838	5,555	6,479
<b>负债和股东权益</b>	5,164	5,573	6,833	7,340	9,090

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	286.13	310.83	793.99	315.71	949.30
净利润	383.06	438.38	641.63	824.19	1,033
折旧摊销	125.81	159.13	154.83	178.62	204.37
财务费用	26.03	7.30	(8.66)	(3.74)	(13.63)
投资损失	(6.47)	(14.95)	(8.70)	(11.14)	(11.05)
营运资金变动	(226.84)	(271.04)	28.37	(667.46)	(248.41)
其他经营现金	(15.47)	(7.99)	(13.49)	(4.76)	(14.49)
<b>投资活动现金</b>	(1.90)	(216.01)	(327.09)	(287.98)	(314.72)
资本支出	(210.32)	(373.91)	(286.47)	(295.16)	(302.48)
长期投资	175.06	146.23	(22.51)	(20.60)	(20.38)
其他投资现金	33.36	11.66	(18.11)	27.78	8.14
<b>筹资活动现金</b>	(44.90)	(117.93)	(128.74)	(110.90)	(106.14)
短期借款	29.38	12.02	(20.15)	(18.13)	(16.32)
长期借款	18.97	3.20	(3.98)	(4.04)	(4.18)
普通股增加	4.29	9.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	149.04	57.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(246.59)	(199.58)	(104.61)	(88.73)	(85.63)
现金净增加额	210.90	(39.99)	338.16	(83.17)	528.45

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2,635	3,550	4,520	5,673	7,025
营业成本	1,901	2,629	3,253	4,055	5,012
营业税金及附加	16.50	19.69	34.25	41.20	48.66
营业费用	55.15	73.35	92.65	113.45	140.50
管理费用	149.70	152.84	207.91	252.60	312.81
财务费用	26.03	7.30	(8.66)	(3.74)	(13.63)
资产减值损失	(0.95)	(5.78)	(2.26)	(2.84)	(3.51)
公允价值变动收益	13.71	1.05	7.38	4.21	5.80
投资净收益	6.47	14.95	8.70	11.14	11.05
<b>营业利润</b>	377.42	500.54	726.70	933.71	1,168
营业外收入	55.88	6.00	12.49	14.95	17.90
营业外支出	6.96	5.63	6.03	6.89	5.90
<b>利润总额</b>	426.35	500.91	733.16	941.77	1,180
所得税	43.28	62.54	91.53	117.58	147.29
<b>净利润</b>	383.06	438.38	641.63	824.19	1,033
少数股东损益	10.25	3.45	5.05	6.49	8.13
归属母公司净利润	372.81	434.92	636.58	817.70	1,024
EBITDA	542.14	652.68	874.81	1,102	1,358
EPS (人民币, 基本)	0.46	0.53	0.76	0.98	1.23

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.12	34.71	27.33	25.51	23.84
营业利润	23.19	32.62	45.18	28.49	25.07
归属母公司净利润	54.95	16.66	46.37	28.45	25.27
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	27.87	25.93	28.02	28.51	28.65
净利率	14.54	12.35	14.20	14.53	14.70
ROE	9.71	10.11	13.16	14.72	15.80
ROIC	12.63	12.60	17.85	18.74	21.66
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	23.60	22.21	28.63	23.69	28.13
净负债比率 (%)	(11.80)	(9.06)	(15.76)	(12.49)	(19.10)
流动比率	2.86	2.99	2.38	2.94	2.62
速动比率	1.91	1.94	1.59	1.87	1.76
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.66	0.73	0.80	0.86
应收账款周转率	3.09	3.53	3.60	3.80	3.80
应付账款周转率	3.84	4.28	4.00	4.00	4.00
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.52	0.76	0.98	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.37	0.95	0.38	1.14
每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.15	5.79	6.65	7.75
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	58.45	50.10	34.23	26.65	21.27
PB (倍)	5.59	5.07	4.50	3.92	3.36
EV EBITDA (倍)	39.17	32.74	23.96	19.11	15.10

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 陈旭东、黄乐平, 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](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

- 分析师陈旭东、黄乐平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