

消费类需求疲软拖累 Q3 收入增长

华泰研究

2022 年 10 月 27 日 | 中国内地

季报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

57.20

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

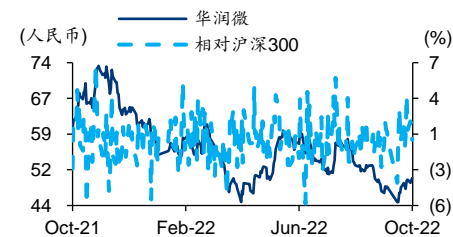
研究员 刘溢
SAC No. S0570522070002 liuyi020747@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 廖健雄
SAC No. S0570122020002 liaojianxiong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	57.20
收盘价(人民币 截至 10 月 26 日)	49.76
市值(人民币百万)	65,688
6 个月平均日成交额(人民币百万)	390.47
52 周价格范围(人民币)	44.69-73.33
BVPS(人民币)	14.68

股价走势图



资料来源: Wind

消费类产品需求疲软, Q3 业绩同比增速减缓

华润微发布 2022 年三季报: 受消费类产品需求明显放缓影响, Q3 实现营收 24.86 亿元, 同比增长 0.5%, 环比减少 5.6%; 归母净利润 7.03 亿元, 扣非归母净利润 5.56 亿元, 同比增长 3.2%, 环比减少 20.6%, 环比下滑主因: Q3 毛利率环比下降至 37.1%, 费用率环比提升。Q3 非经常性损益主要为核销长账龄应付款项 1.35 亿, 确认为营业外收入。由于收入同比增速继续放缓, 下调 22/23/24 年收入预测 11%/14%/11% 至 100.01/116.03/138.18 亿元, 下调归母净利润预测 1%/8%/2% 至 25.66/26.77/32.44 亿元, 对应 EPS 为 1.94/2.03/2.46 元。下调目标价至 57.2 元(前值 68 元), 基于 22 年 3.8 倍 PB (BPS15.04 元), 低于可比公司 Wind 一致预期的 4.1 倍, 主要由于公司消费产品占比较高, 维持买入评级。

毛利率下滑叠加费用率提升, Q3 盈利能力承压

一方面, Q3 毛利率水平环比下降 1.3pct 至 37.1%, 且 Q3 末存货继续攀升至 17.7 亿, 环比增加 11.3%, 库存周转天数由 Q2 末的 87.7 天提升至 93.7 天。主要系消费类 MOSFET 及 MCU 等受需求放缓且价格承压、封测代工稼动率有所降低所致。同时, Q3 管理费用率环比增加 1.6pct 至 6.1%, 主因人员薪酬增加及 2022 年度股权激励摊销所致, 全年摊销成本为 1.2 亿元。Q3 研发费用率同比增加 0.6pct 至 9.5%, 主要系公司在氮化镓、碳化硅、IGBT 等战略领域加大研发投入所致。毛利率下滑及费用率提升, 使得 3Q22 公司扣非归母净利润环比下降 20.6%。

产品结构持续优化, 12 寸产线投产助力长期发展

自有产品结构优化趋势清晰, 向 SGT、超结 MOSFET 和 IGBT 等倾斜; 第一代平面型 SiC MOS 进入风险量产阶段, 待订单充足; 第二代 SiC 二极管实现批量供货; 收购大连润新微进军 GaN 领域。产能侧, 公司预计重庆 12 寸新产线将于 4Q22 通线, 规划产能 3 万片/月, 产品为 MOSFET 和 IGBT, 终端应用主要针对工控和汽车等附加值较高的市场, 看好公司新能源业务收入占比持续提升。此外, 10 月 20 日华润微与吉利科技集团签订合作协议, 构建车规级功率半导体产业合作机制, 深化汽车领域战略布局。我们认为公司产品结构的持续优化有望部分抵消消费类自有产品的价格压力。

维持“买入”评级, 调整目标价至 57.2 元

考虑到公司收入增速放缓, 且我们认为 Q4 消费类自有产品存在跌价压力, 下调 22/23/24 年收入预测 11%/14%/11% 至 100.01/116.03/138.18 亿元, 下调归母净利润预测 1%/8%/2% 至 25.66/26.77/32.44 亿元。下调目标价至 57.2 元, 维持买入评级, 基于 2022 年 3.8 倍 PB。

风险提示: 半导体行业进入下行周期风险, 新技术及产品研发不达预期的风险。

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)	6,977	9,249	10,010	11,603	13,818
+/-%	21.50	32.56	8.22	15.92	19.09
归属母公司净利润(人民币百万)	963.66	2,268	2,566	2,677	3,244
+/-%	140.46	135.34	13.13	4.34	21.16
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.73	1.72	1.94	2.03	2.46
ROE(%)	8.98	12.90	14.03	12.30	12.86
PE(倍)	68.16	28.96	25.60	24.54	20.25
PB(倍)	6.21	3.80	3.31	2.92	2.55
EV EBITDA(倍)	13.85	9.47	15.25	13.40	10.67

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 盈利预测调整详情

人民币 (百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	A	A	E	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)	(OLD)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.	Diff.
营业总收入	2,514	2,632	2,486	2,378	6,977	9,249	10,010	11,603	13,818	11,256	13,554	15,597	-11.1%	-14.4%	-11.4%
同比	22.9%	9.2%	0.5%	2.4%			33%	8%	16%						
营业成本	1,596	1,621	1,563		5,061	5,982	6,288	7,599	9,080						
毛利	918	1,010	923	870	1,917	3,267	3,722	4,004	4,738						
同比	42.7%	15.6%	-1.4%				70%	14%	8%						
OPEX	266	269	323		922	1,145	1,031	1,119	1,262						
销售费用	30	42	40		106	131	140	139	152						
管理费用	116	119	151		370	441	500	511	580						
研发费用	167	218	235		566	713	801	812	898						
财务费用	(47)	(110)	(104)		(120)	(141)	(411)	(343)	(369)						
资产减值损失	0	6	1		(11)	18	20	7	3						
营业利润	656	739	576		1,072	2,351	2,819	2,974	3,568						
同比	27.4%	-4.3%	-10.3%				119%	20%	6%						
其他收入/支出	0	1	143		14	3	158	3	3						
税前利润	656	740	719		1,086	2,354	2,977	2,978	3,572						
同比	56.9%	4.6%	12.5%				117%	26%	0%						
所得税	(46)	(11)	(21)		26	96	122	122	146						
少数股东损益	9	5	5		96	(10)	289	178	182						
归属母公司净利润	619	735	703	509	964	2,268	2,566	2,677	3,244	2,599	2,915	3,292	-1.3%	-8.1%	-1.5%
同比	54.9%	10.0%	14.1%	-12.9%			135%	13%	4%						
稀释每股收益 (元)	0.75	0.89	0.85		0.73	1.72	1.94	2.03	2.46						
同比	54.9%	10.0%	14.1%				135%	13%	4%						
比例分析															
毛利率	36.5%	38.4%	37.1%	36.6%	27.5%	35.3%	37.2%	34.5%	34.3%	36.8%	34.9%	34.0%	+0.4pct	-0.4pct	+0.3pct
营业利润率	26.1%	28.1%	23.2%		15.4%	25.4%	28.2%	25.6%	25.8%						
营业费用率	10.6%	10.2%	13.0%		13.2%	12.4%	10.3%	9.6%	9.1%	11.1%	11.5%	11.3%	-0.8pct	-0.9pct	-2.2pct
净利率	24.6%	27.9%	28.3%		13.8%	24.5%	25.6%	23.1%	23.5%						

注: 考虑到公司收入增速放缓, 且我们认为 Q4 消费类自有产品存在跌价压力, 下调 22/23/24 年收入预测 11%/14%/11%至 100.01/116.03/138.18 亿元; 毛利率预测调整主要由于我们对于收入结构的调整; 由于公司前三季度利息收入提升, 使得财务费用率降低明显, 我们下调 2022 年费用率预测, 由于 Q3 确认的 1.35 亿应付账款核销, 我们最终下调 22/23/24 年归母净利润预测 1%/8%/2%至 25.66/26.77/32.44 亿元

资料来源: 公司财报, 华泰研究预测

图表2: 华泰预测 vs. Wind 一致预期 (截至 2022 年 10 月 26 日)

(百万元)	2022E			2023E		
	华泰预测	Wind 一致预期	差异	华泰预测	Wind 一致预期	差异
营业收入	10,010	11,013	-9%	11,603	13,064	-11%
营业利润	2,819	2,759	2%	2,974	3,157	-6%
归母净利润	2,566	2,592	-1%	2,677	2,954	-9%
每股盈利 (元)	1.94	1.96	-1%	2.03	2.24	-9%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表3: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	交易货币	财报货币	收盘价 (元)	总市值 (亿人民币)	PE		PB		PS	
						2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
688981 CH	中芯国际-A	CNY	CNY	39.06	1,639	24.6	22.8	2.3	2.1	6.3	5.5
600460 CH	士兰微	CNY	CNY	32.27	457	31.9	24.6	5.9	4.8	4.6	3.5
300373 CH	扬杰科技	CNY	CNY	52.28	268	23.5	18.5	4.4	3.6	4.4	3.4
300623 CH	捷捷微电	CNY	CNY	18.67	138	26.6	18.7	4.0	3.4	6.2	4.5
平均	-					26.7	21.2	4.1	3.5	5.4	4.2
300623 CH	华润微			49.76	657	25.6	24.5	3.3	2.9	5.8	4.8

注: 股价为 2022 年 10 月 26 日收盘价; 可比公司预测数据来自 Wind 一致预期

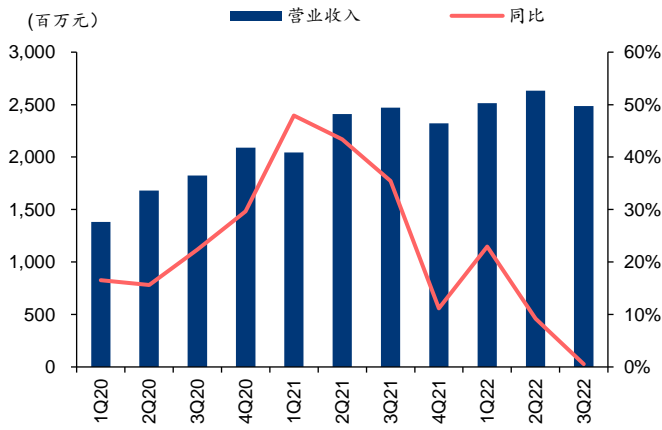
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表4：华润微营收拆分

百万人民币		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入		5,743	6,977	9,249	10,010	11,603	13,818
	同比	-8.4%	21.5%	32.6%	8.2%	15.9%	19.1%
产品及方案		2,516	3,104	4,357	4,795	6,022	8,029
	同比	-6.3%	23.4%	40.4%	10.0%	25.6%	33.3%
	占总收入比	43.8%	44.5%	47.1%	47.9%	51.9%	58.1%
功率半导体		2,269	2,639	3,562	4,025	4,830	5,700
	同比	-6.2%	16.3%	35.0%	13.0%	20.0%	18.0%
	占总收入比	39.5%	37.8%	38.5%	40.2%	41.6%	41.2%
集成电路		247	466	795	770	1,192	2,330
	同比	-6.8%	88.9%	70.8%	-3.2%	54.8%	95.5%
	占总收入比	4.3%	6.7%	8.6%	7.7%	10.3%	16.9%
制造及服务		3,184	3,827	4,801	5,123	5,490	5,698
	同比	-10.9%	20.2%	25.4%	6.7%	7.2%	3.8%
	占总收入比	55.4%	54.9%	51.9%	51.2%	47.3%	41.2%
晶圆代工		2,252	2,434	2,783	3,189	3,507	3,683
	同比	-15.8%	8.1%	14.3%	14.6%	10.0%	5.0%
	占总收入比	39.2%	34.9%	30.1%	31.9%	30.2%	26.7%
封装测试		809	1,047	1,666	1,583	1,631	1,663
	同比	3.0%	29.4%	59.2%	-5.0%	3.0%	2.0%
	占总收入比	14.1%	15.0%	18.0%	15.8%	14.1%	12.0%
掩模制造及其他		123	346	352	352	352	352
	同比	9.5%	182.5%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	占总收入比	2.1%	5.0%	3.8%	3.5%	3.0%	2.5%
其他业务收入		44	46	91	91	91	91
	同比	183.1%	4.7%	99.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	占总收入比	0.8%	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
毛利率		22.8%	27.5%	35.3%	37.2%	34.5%	34.3%
	产品及方案	29.5%	30.9%	37.4%	38.3%	37.0%	36.0%
	制造及服务	17.8%	24.6%	33.6%	36.3%	31.9%	32.0%

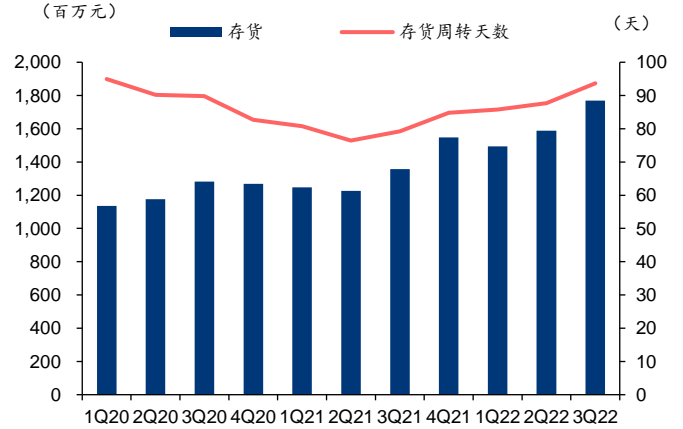
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：华润微单季度营收及增速



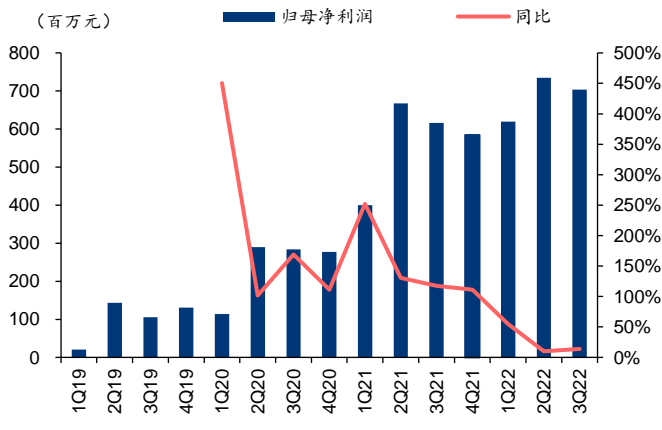
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：华润微存货及周转天数



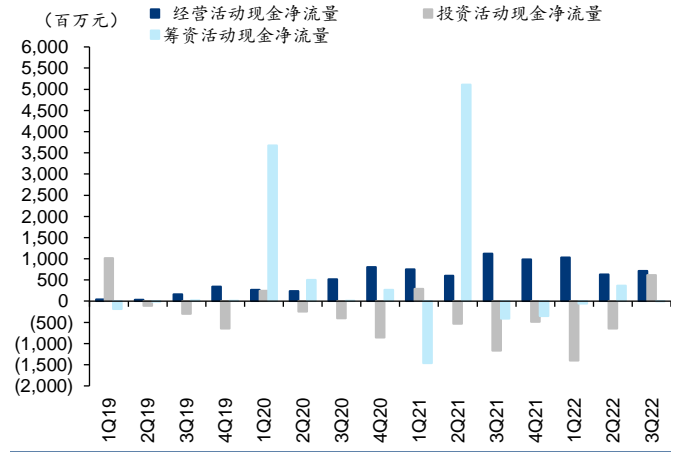
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：华润微季度归母净利润及增速



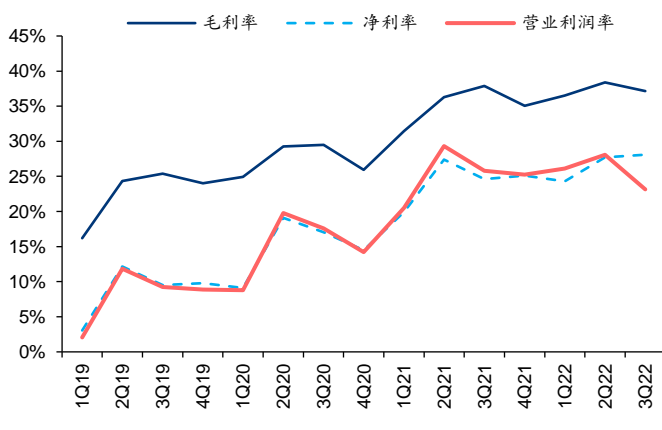
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：华润微季度现金流



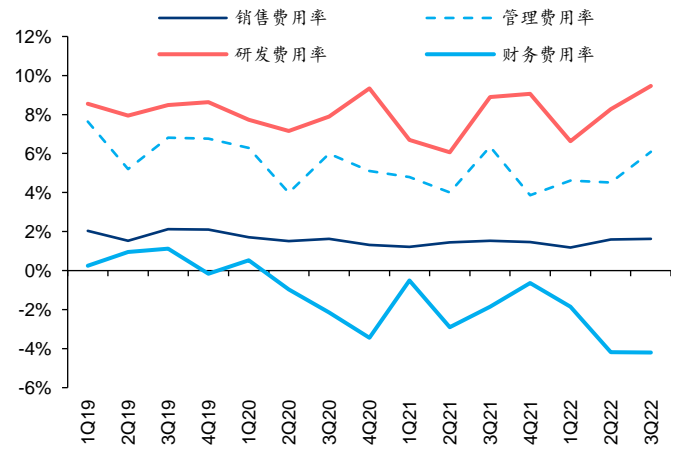
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：华润微单季度毛利率、净利率以及营业利润率



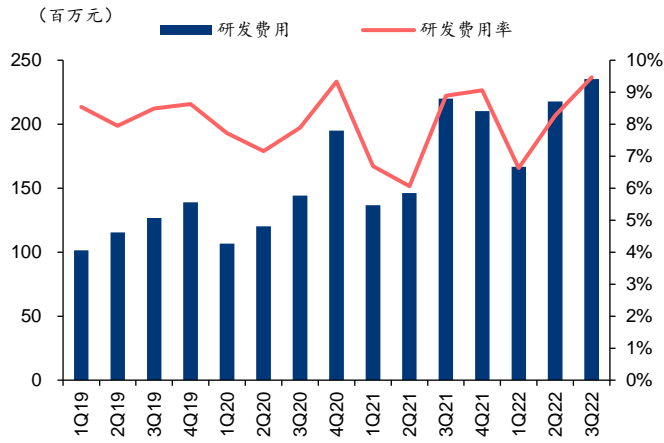
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：华润微单季度各项费用率



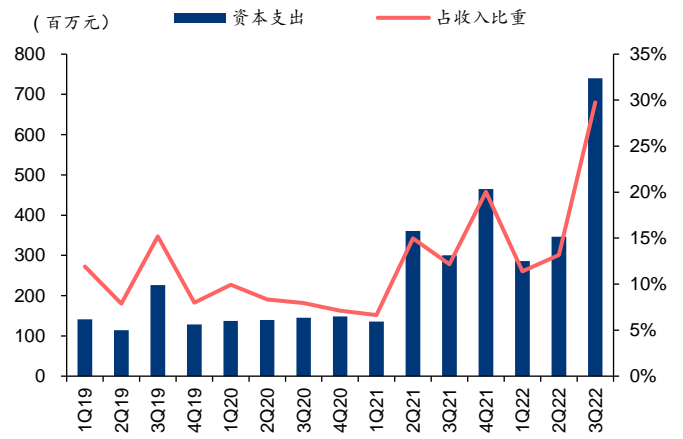
资料来源：Wind，华泰研究

图表11: 华润微单季度研发投入



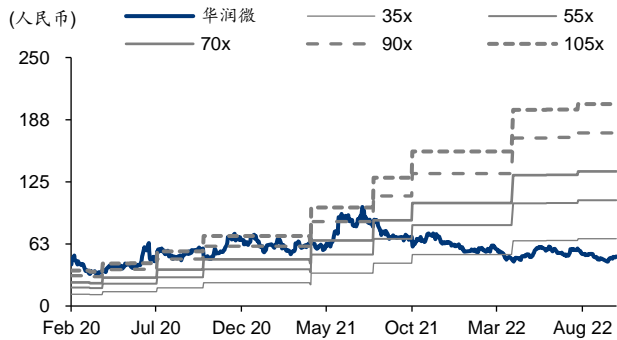
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 华润微单季度资本开支投入



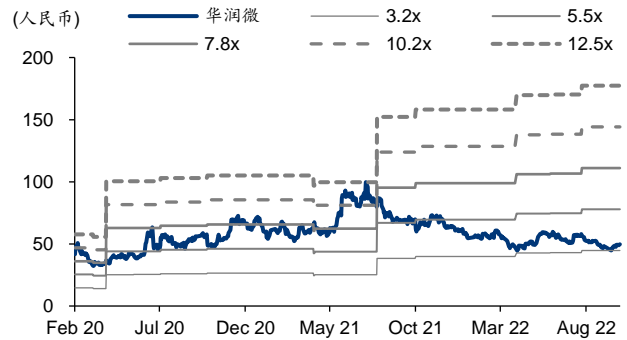
资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 华润微 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 华润微 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
流动资产	10,914	14,692	16,353	20,043	22,950
现金	6,866	11,246	12,239	15,612	17,579
应收账款	966.05	956.43	1,393	1,287	1,806
其他应收账款	12.39	15.04	14.65	19.76	21.22
预付账款	51.56	37.44	58.88	52.78	80.20
存货	1,269	1,548	1,413	2,166	2,111
其他流动资产	1,749	888.54	1,234	906.09	1,353
非流动资产	5,618	7,500	7,690	8,014	8,544
长期投资	190.51	1,365	1,847	2,286	2,811
固定投资	4,367	4,481	4,231	4,142	4,147
无形资产	274.08	348.84	351.93	340.55	321.06
其他非流动资产	786.85	1,305	1,260	1,246	1,265
资产总计	16,532	22,191	24,043	28,057	31,494
流动负债	3,034	4,311	3,350	4,528	4,541
短期借款	6.01	81.27	81.27	81.27	81.27
应付账款	1,053	1,075	1,106	1,575	1,619
其他流动负债	1,975	3,155	2,162	2,872	2,840
非流动负债	1,698	379.39	337.34	317.70	315.67
长期借款	1,442	66.41	24.37	4.72	2.69
其他非流动负债	255.93	312.98	312.98	312.98	312.98
负债合计	4,732	4,691	3,688	4,846	4,857
少数股东权益	1,218	210.67	500.07	678.57	860.56
股本	1,130	1,218	1,320	1,320	1,320
资本公积	9,418	13,731	13,731	13,731	13,731
留存公积	(301.95)	1,966	4,821	7,677	11,103
归属母公司股东权益	10,583	17,290	19,856	22,533	25,776
负债和股东权益	16,532	22,191	24,043	28,057	31,494

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	1,832	3,454	2,381	4,495	3,482
净利润	1,060	2,258	2,855	2,856	3,426
折旧摊销	3,357	3,686	875.69	1,206	1,494
财务费用	(119.93)	(140.65)	(415.15)	(395.77)	(476.27)
投资损失	(27.77)	(111.72)	(161.95)	(33.22)	(33.22)
营运资金变动	93.70	444.17	(752.67)	871.93	(914.36)
其他经营现金	(2,530)	(2,681)	(19.96)	(9.52)	(13.47)
投资活动现金	(1,267)	(1,902)	(902.94)	(1,496)	(1,989)
资本支出	(572.64)	(1,266)	(582.51)	(1,090)	(1,497)
长期投资	(146.60)	(1,282)	(482.10)	(438.70)	(524.93)
其他投资现金	(547.48)	645.57	161.68	33.05	32.81
筹资活动现金	4,453	2,889	(485.07)	372.74	474.41
短期借款	6.01	75.26	0.00	0.00	0.00
长期借款	(63.87)	(1,376)	(42.05)	(19.64)	(2.03)
普通股增加	300.43	(102.38)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,969	4,313	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	241.51	(21.34)	(443.03)	392.38	476.44
现金净增加额	4,952	4,400	993.13	3,372	1,967

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
营业收入	6,977	9,249	10,010	11,603	13,818
营业成本	5,061	5,982	6,288	7,599	9,080
营业税金及附加	68.74	85.30	92.31	107.01	127.44
营业费用	105.96	131.32	140.13	139.23	152.00
管理费用	369.92	441.03	500.48	510.52	580.37
财务费用	(119.93)	(140.65)	(415.15)	(395.77)	(476.27)
资产减值损失	(11.26)	17.80	(33.06)	(26.46)	(34.58)
公允价值变动收益	1.19	0.09	0.44	0.58	0.37
投资净收益	27.77	111.72	161.95	33.22	33.22
营业利润	1,072	2,351	2,829	2,974	3,568
营业外收入	16.05	5.03	150.00	5.03	5.03
营业外支出	2.08	1.57	1.57	1.57	1.57
利润总额	1,086	2,354	2,977	2,978	3,572
所得税	25.94	96.35	121.84	121.86	146.18
净利润	1,060	2,258	2,855	2,856	3,426
少数股东损益	96.05	(10.12)	289.40	178.49	182.00
归属母公司净利润	963.66	2,268	2,566	2,677	3,244
EBITDA	4,395	5,868	3,538	3,788	4,590
EPS (人民币, 基本)	0.84	1.76	1.94	2.03	2.46

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	21.50	32.56	8.22	15.92	19.09
营业利润	124.31	119.34	20.33	5.15	19.98
归属母公司净利润	140.46	135.34	13.13	4.34	21.16
获利能力 (%)					
毛利率	27.47	35.33	37.18	34.51	34.29
净利率	15.19	24.41	28.52	24.61	24.79
ROE	8.98	12.90	14.03	12.30	12.86
ROIC	24.87	40.41	47.55	58.78	59.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.62	21.14	15.34	17.27	15.42
净负债比率 (%)	(43.66)	(57.31)	(58.57)	(65.99)	(64.90)
流动比率	3.60	3.41	4.88	4.43	5.05
速动比率	3.16	3.03	4.43	3.93	4.56
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.48	0.43	0.45	0.46
应收账款周转率	7.83	9.62	8.52	8.66	8.93
应付账款周转率	5.62	5.62	5.76	5.67	5.68
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.72	1.94	2.03	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	2.62	1.80	3.41	2.64
每股净资产(最新摊薄)	8.02	13.10	15.04	17.07	19.53
估值比率					
PE (倍)	68.16	28.96	25.60	24.54	20.25
PB (倍)	6.21	3.80	3.31	2.92	2.55
EV EBITDA (倍)	13.85	9.47	15.25	13.40	10.67

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、刘溢，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、刘溢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。
- 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，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

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