

2QFY23: 非 PC 端业务实现高增长

华泰研究

2022 年 11 月 11 日 | 中国香港

更新报告

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

11.80

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 黄礼悦
 SAC No. S0570121070191 andrewhuang@htsc.com
 SFC No. BRH099 +(852) 3658 6000

2QFY23 业绩: 归母净利润较彭博一致预期高 14%

联想公布 2QFY23 业绩, 录得收入 171 亿美元, 同比-4.4%, 较彭博一致预期高出 1%, 归母净利润为 5.41 亿美元, 同比+6%, 较彭博一致预期高出 14%。分板块看, 由于 PC 和智能手机需求疲软, IDG 业务收入 2QFY23 同比下滑 11%, 但 SSG/ISG 业务同比增长 26%/33%。我们认为 PC 需求疲软态势或在 2023 年持续, 将 FY2023/2024/2025 年归母净利润预测分别下调 8%/6%/3%至 20 亿/21 亿/22 亿美元, 并将目标价下调至 11.8 港币(前值: 13.89 港币), 对应 10 倍 FY23 年 PE, 由于 PC 需求仍然不强, 给予相对可比公司 2022 年 PE 平均水平折价 47%, 维持“买入”。

IDG 业务: PC 需求疲软, 非 PC 业务提速

IDG 板块 2QFY23 收入同比下降 11%至 137 亿美元, 经营利润同比下降 12%至 10.2 亿美元。IDC 数据显示, 联想单季度 PC 出货量为 1,690 万台(同比-16.1%), 市场份额为 22.8%。非 PC 产品方面, 公司 3Q22 智能手机出货量为 1,100 万部(同比-14.7%), 但智能协作业务持续以双位数增速同比增长。此后, 联想将继续在高端市场发力, 通过创新扩大非 PC 产品组合, 并通过基于场景的解决方案把握在企业协作和智能家居领域的增长机遇。

ISG 业务: CSP 业务仍然稳健, 存储/边缘计算创新记录

ISG 板块 2QFY23 收入为 26.1 亿美元(同比+33%), 经营利润为 3,600 万美元(同比+1.4%)。边缘计算和存储业务的营业额均创历史新高, 分别较去年同期增长 297% 和 115%。联想将全面增强基础设施产品组合, 全方位应用 ODM+模式以满足 CSP 领域需求。同时, 其将继续投资于创新技术(尤其是在边缘计算和服务领域), 战略目标是成为覆盖从边缘到云, 从硬件、软件到服务的全栈型基础设施厂商。

SSG 业务: 持续快速增长, 盈利能力改善

SSG 板块 2QFY23 收入为 17.2 亿美元(同比+26%), 经营利润为 3.68 亿美元(同比+29%)。其中, 非硬件驱动的解决方案和服务业务的营业额在 SSG 整体业务中的占比首次过半, 新成立的联想电讯盈科企业方案公司协同效应也初步显现。联想将专注于关键的垂直领域, 利用联想 IP 打造可重复的全方位解决方案。

下调目标价至 11.8 港币

将 FY2023/2024/2025 年归母净利润预测分别下调 8%/6%/3%至 20 亿/21 亿/22 亿美元, 并将目标价下调至 11.8 港币(前值: 13.89 港币), 对应 10 倍 FY23 年 PE, 由于 PC 需求仍然不强, 给予相对可比公司 2022 年 PE 平均水平折价 47%, 维持“买入”。

风险提示: PC 库存的不确定性, 全球经济波动。

经营预测指标与估值

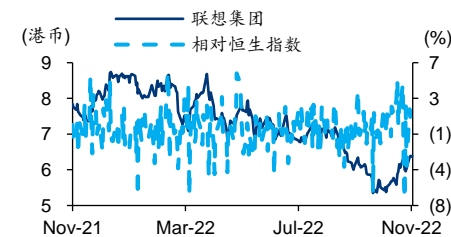
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(美元百万)	60,742	71,618	68,563	71,891	75,033
+/-%	19.77	17.90	(4.27)	4.85	4.37
归属母公司净利润(美元百万)	1,178	2,030	1,986	2,092	2,192
+/-%	77.16	72.27	(2.16)	5.34	4.78
EPS(美元, 最新摊薄)	0.09	0.16	0.15	0.16	0.17
ROE(%)	30.21	45.08	33.57	29.01	24.93
PE(倍)	8.89	4.99	4.86	4.62	4.41
PB(倍)	2.90	1.94	1.55	1.25	1.04
EV EBITDA(倍)	9.27	8.55	5.38	4.70	4.69

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(港币)	11.8
收盘价(港币 截至 11 月 10 日)	6.39
市值(港币百万)	77,499
6 个月平均日成交额(港币百万)	307.95
52 周价格范围(港币)	5.26-9.44
BVPS(美元)	0.43

股价走势图



资料来源: S&P

业绩回顾及盈利预测调整

财务亮点: 联想公布 2QFY23 业绩, 收入为 170.9 亿美元 (同比-4.4%), 剔除汇率影响后同比增长 3%, 较彭博一致预期高出 1%。

归母净利润为 5.41 亿美元 (同比+5.7%), 较彭博一致预期高出 14%, 对应净利率为 3.2%。公司预计中期内其净利率将提升至 5%。

利好因素:

- 1) 公司库存逐渐回落至正常水平。2QFY23 库存周转天数为 53.2 天 (1QFY23: 60.87 天)。管理层表示, 公司的服务器和存储产品的渠道库存目前已恢复到正常水平, 渠道库存和在途库存略高于疫情前水平。
- 2) 公司 ISG 业务仍具增长潜力。联想表示, 其公共云产品结构优异、企业 SMB 需求依然强劲, 因此服务器和存储产品市场的增长动力仍然充足。公司存储产品 2QFY23 销售额同比增长 100% 以上 (存储市场整体增速为高个位数), 边缘计算业务销售额同比增长约 300%。

利空因素:

- 1) 消费类 PC 需求持续疲软。我们预计 2022 和 2023 年 PC 需求将维持疲软态势。
- 2) 地缘政治动荡带来不确定性。全球地缘政治紧张局势仍在持续, 局势恶化可能会导致供应链中断及需求疲软等一系列问题。

盈利预测调整

考虑到需求疲软, 我们将联想 FY2023/2024/2025 收入预测分别下调 7%/7%/9% 至 686 亿/719 亿/750 亿美元。具体看,

- 我们将 FY2023/2024/2025 年 IDG 收入预测分别下调 8%/8%/8% 至人民币 565 亿/571 亿/580 亿元, 以体现宏观经济下行影响下疲软的 PC 需求。
- 我们将 FY2023/2024/2025 年 ISG 收入预测分别上调 9%/9%/6%, 因我们认为其存储和边缘计算业务仍具有增长潜力。
- 我们将 FY2023/2024/2025 年 SSG 收入预测分别下调 5%/15%/28%, 对应 24%/20%/15% 的同比增速, 以反映 PC 出货量增速放缓。

我们将 FY2023/2024 税前利润率预测下调 0.13/0.03 个百分点, 并将 FY2025 税前利润率上调 0.17 个百分点, 以反映收入结构的变化。

因此, 我们将 FY2023/2024/2025 归母净利润预测分别下调 8%/6%/3% 至 20 亿/21 亿/22 亿美元, 对应 -2.2%/+5.3%/+4.8% 的同比增速。

图表1: 联想盈利预测

(百万美元)	1QFY22				2QFY22				3QFY22				4QFY22				1QFY23				2QFY23				FY22	FY23	FY24	FY25	FY23	FY24	FY25
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	CON	差异	A	华泰	华泰	华泰	旧值	旧值							
营业收入	16,929	17,869	20,127	16,694	16,956	17,090	16,849	1%	71,618	68,563	71,891	75,033	73,900	77,683	82,832	-7%	-7%	-9%	17.9%	-4.3%	4.9%	4.4%	3.2%	5.1%	6.6%						
YoY	26.8%	23.1%	16.7%	6.8%	0.2%	-4.4%			23.4%	-3.3%	6.7%	5.6%	4.3%	8.2%	9.7%																
毛利	2,824	3,006	3,355	2,864	2,869	2,877	2,842	1%	12,049	11,656	12,437	13,131	12,563	13,595	14,910	-7%	-9%	-12%	17.9%	-4.3%	4.9%	4.4%	3.2%	5.1%	6.6%						
YoY	38.3%	33.4%	20.4%	6.6%	1.6%	-4.3%			23.4%	-3.3%	6.7%	5.6%	4.3%	8.2%	9.7%																
管理费用	-812	-700	-729	-702	-687	-545			-2,944	-2,819	-2,955	-3,085	-3,038	-3,194	-3,405	-7%	-7%	-9%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%						
占总营收比例	4.8%	3.9%	3.6%	4.2%	4.1%	3.2%			4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%																
YoY	-32.0%	-61.2%	-71.1%	6.2%	-15.4%	-22.1%			-16.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%																
销售费用	-847	-924	-1,012	-963	-879	-886			-3,746	-3,497	-3,666	-3,752	-3,695	-3,884	-4,142	-5%	-6%	-9%	5.2%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%						
占总营收比例	-5.0%	-5.2%	-5.0%	-5.8%	-5.2%	-5.2%			4.3%	-2.5%	0.0%	-2.0%	-4.4%	0.0%	0.0%																
YoY	-45.0%	-60.8%	-66.0%	52.4%	3.8%	-4.1%			4.3%	-2.5%	0.0%	-2.0%	-4.4%	0.0%	0.0%																
研发费用	-466	-482	-549	-576	-511	-556			-2,073	-2,400	-2,732	-3,076	-2,586	-3,185	-3,976	-7%	-14%	-23%	2.9%	3.5%	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.8%						
占总营收比例	2.8%	2.7%	2.7%	3.4%	3.0%	3.3%			2.9%	3.5%	3.8%	4.1%	3.5%	4.1%	4.8%																
YoY	-27.9%	-51.2%	-58.9%	73.1%	9.6%	15.3%			21.0%	20.9%	8.6%	7.9%	20.9%	17.1%	17.1%																
其他费用	45	-83	-132	-34	-14	-38			-204	-69	-72	-75	-74	-78	-83																
占总营收比例	-0.3%	0.5%	0.7%	0.2%	0.1%	0.2%			0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%																
YoY	-171.3%	13.9%	54.3%	266.3%	-131.1%	-53.7%			66.3%	-65.0%	0.0%	0.0%	-65.0%	0.0%	0.0%																
营业利润	743	817	932	589	777	851	687	3%	3,081	2,872	3,012	3,143	3,170	3,254	3,304	-9%	-7%	-5%	4.3%	4.2%	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%	4.0%						
营业利润率	4.4%	4.6%	4.6%	3.5%	4.6%	5.0%			4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.2%	4.0%																
YoY	-5.3%	-35.8%	-35.2%	23.0%	4.6%	4.2%			19.8%	-2.6%	0.0%	0.0%	-0.3%	-2.3%	-4.8%																
财务费用	-92	-72	-77	-66	-82	-137			-306	-306	-309	-311	-311	-313	-317																
占总营收比例	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.8%			-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%																
YoY	-7.4%	-12.1%	-25.5%	-27.2%	-10.8%	89.8%			-30.6%	4.5%	-3.8%	-3.4%	-1.6%	-4.0%	-5.0%																
税前利润	650	742	855	520	691	710	687	3%	2,768	2,559	2,696	2,825	2,852	2,934	2,980	-10%	-8%	-5%	56.0%	-7.5%	5.3%	4.8%	3.0%	2.9%	1.6%						
YoY	95.8%	57.8%	44.6%	36.8%	6.2%	-4.3%			56.0%	-7.5%	5.3%	4.8%	3.0%	2.9%	1.6%																
税收	-165	-185	-173	-99	-151	-156			-622	-512	-539	-565	-570	-587	-596																
净利润	485	557	682	421	539	554	473	14%	2,145	2,047	2,157	2,260	2,282	2,347	2,384	-10%	-8%	-5%	38.6%	-0.3%	0.5%	0.4%	3.1%	3.0%	2.9%						
净利润率	2.9%	3.1%	3.4%	2.5%	3.2%	3.2%			3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.0%	2.9%																
YoY	11.4%	-24.8%	-15.3%	48.0%	11.2%	-0.6%			38.6%	-0.3%	0.5%	0.4%	3.1%	-2.1%	-4.7%																
归属股东净利润	466	512	640	412	516	541	473	14%	2,030	1,986	2,092	2,192	2,159	2,221	2,256	-8%	-6%	-3%	72.3%	-2.2%	5.3%	4.8%	6.4%	2.9%	1.6%						
YoY	119.0%	65.1%	61.9%	58.4%	10.7%	5.7%			72.3%	-2.2%	5.3%	4.8%	6.4%	2.9%	1.6%																
每股收益(美元)基本	0.04	0.04	0.06	0.04	0.04	0.05			0.17	0.17	0.18	0.19	0.19	0.19	0.19																
YoY	31.5%	-15.4%	-1.4%	97.3%	9.2%	2.4%			78.4%	-2.2%	5.3%	4.8%	6.4%	2.9%	1.6%																
每股收益摊薄(美元)	0.03	0.04	0.05	0.03	0.04	0.04			0.16	0.15	0.16	0.17	0.17	0.17	0.17																
YoY	22.2%	-22.2%	-10.5%	86.0%	15.8%	8.1%			72.3%	-2.2%	5.3%	4.8%	6.4%	2.9%	1.6%																
比率分析																															
毛利率	16.7%	16.8%	16.7%	17.2%	16.9%	16.8%			16.8%	17.0%	17.3%	17.5%																			
期间费用率	9.8%	9.1%	8.7%	10.0%	9.2%	8.4%			9.3%	9.2%	9.2%	9.1%																			
税前利润率	3.8%	4.2%	4.2%	3.1%	4.1%	4.2%			3.9%	3.7%	3.8%	3.8%																			
实际税率	25.4%	24.9%	20.3%	19.0%	21.9%	22.0%			22.5%	20.0%	20.0%	20.0%																			
归属股东净利率	2.8%	2.9%	3.2%	2.5%	3.0%	3.2%			2.8%	2.9%	2.9%	2.9%																			

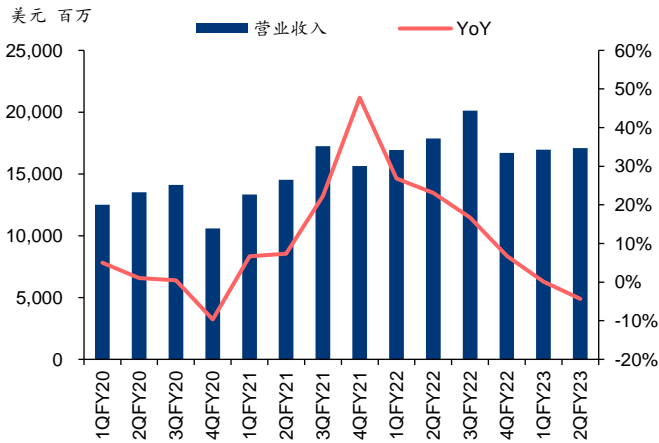
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表2: 华泰预测 vs 彭博一致预期

USD mn	FY2023E			FY2024E			FY2025E		
	华泰	彭博一致预期	差异	华泰	彭博一致预期	差异	华泰	彭博一致预期	差异
营业收入	68,563	68,064	0.7%	71,891	70,450	2.0%	75,033	73,876	1.6%
毛利率	17.0%	16.9%	0.11 pp	17.3%	17.0%	0.3 pp	17.5%	17.2%	0.27 pp
营业利润	2,872	2,972	-3.4%	3,012	3,045	-1.1%	3,143	3,244	-3.1%
归母净利润	1,986	1,940	2.4%	2,092	1,974	6.0%	2,192	2,146	2.2%
基本EPS (USD)	0.17	0.17	2.4%	0.18	0.17	6.0%	0.19	0.18	2.2%

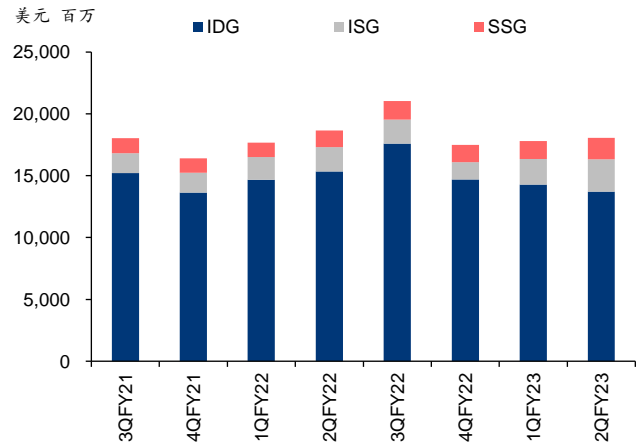
资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表3: 营业收入及增速



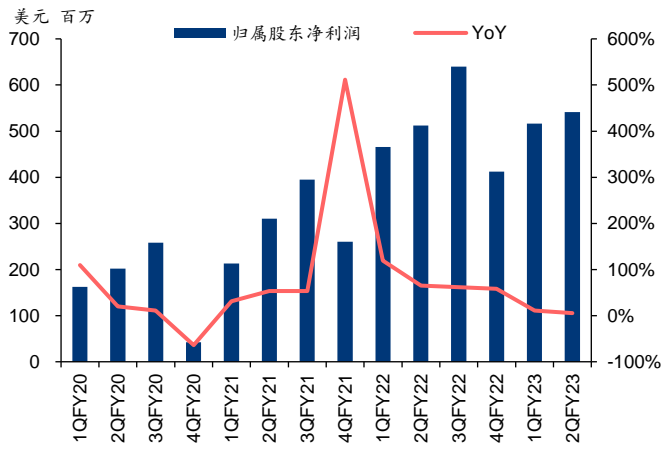
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 分业务营收情况



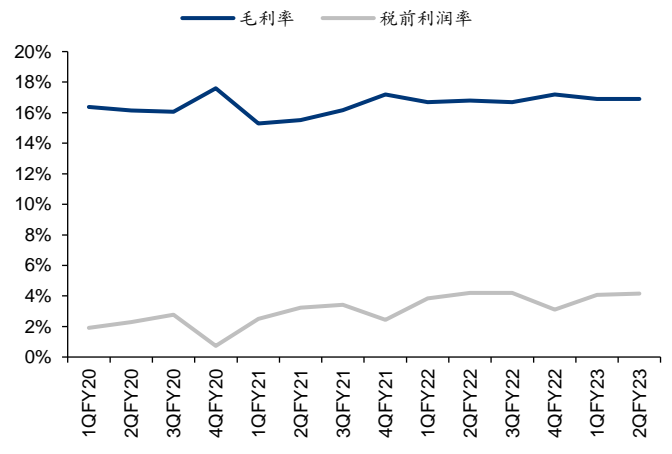
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 归母净利润及增速



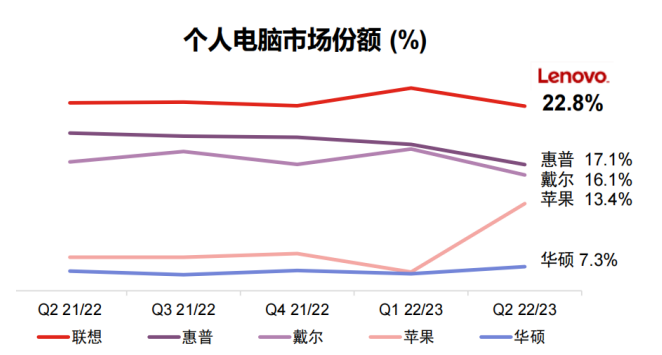
资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 毛利率与税前利润率



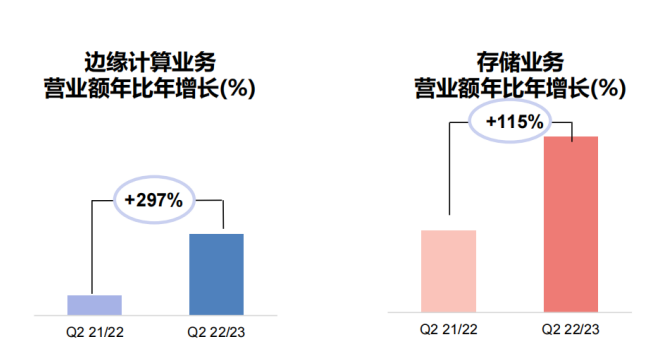
资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 联想个人电脑市场份额



资料来源: 公司业绩公告, 华泰研究

图表8: 联想边缘和存储业务收入增长情况



资料来源: 公司业绩公告, 华泰研究

图表9: 同业估值表

股票代码	公司	交易币种	股价 (昨收)	市值 (人民币 十亿元)	PE		PB		PS	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
000977 CH	浪潮信息	CNY	22.64	33.42	13.43	10.89	1.97	1.65	0.43	0.38
603019 CH	中科曙光	CNY	24.52	36.22	23.26	17.86	2.59	2.30	2.79	2.43
002415 CH	海康威视	CNY	28.68	270.54	16.74	13.81	3.66	3.09	2.99	2.56
002236 CH	大华股份	CNY	11.66	35.37	9.39	7.70	1.31	1.14	0.97	0.84
1810 HK	小米集团	HKD	9.86	226.37	24.61	15.84	1.67	1.51	0.11	0.10
0285 HK	比亚迪电子	HKD	22.70	47.19	26.03	17.29	2.00	1.80	0.35	0.29
均值					18.91	13.90	2.20	1.92	1.27	1.10
中位数					20.00	14.83	1.98	1.73	0.70	0.61

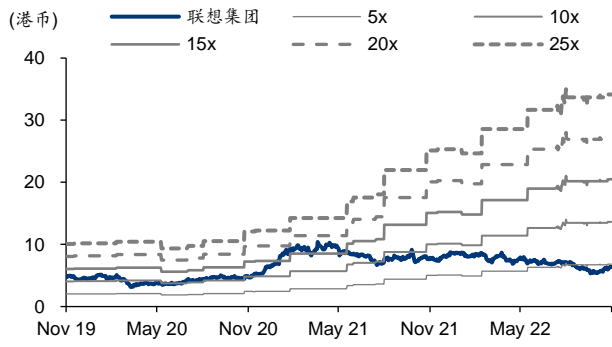
注: 股价、市值日期为 2022 年 11 月 10 日; PE/PB/PS 为 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

PC 业务存货带来的不确定性。 PC 业务存在一定的周期性和季节性, 叠加囤货的不确定, 难以准确把握 PC 业务的库存水平。另外, SSG 业务的进度估算也比较难度。

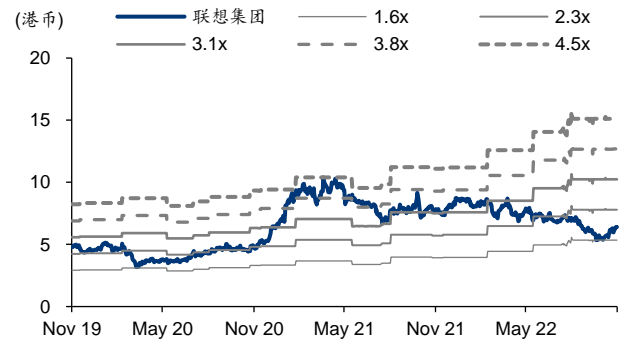
全球经济波动。 公司属于全球化经营, 业务可能会受到全球宏观经济形势影响, 若全球消费低迷, 可能会影响公司业绩。

图表10: 联想集团 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表11: 联想集团 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	60,742	71,618	68,563	71,891	75,033
销售成本	(50,974)	(59,569)	(56,907)	(59,454)	(61,902)
毛利润	9,768	12,049	11,656	12,437	13,131
销售及分销成本	(3,045)	(3,746)	(3,497)	(3,666)	(3,752)
管理费用	(2,984)	(2,944)	(2,811)	(2,948)	(3,076)
其他收入/支出	(1,558)	(2,278)	(2,468)	(2,804)	(3,151)
财务成本净额	(373.89)	(306.00)	(306.00)	(309.00)	(311.00)
应占联营公司利润及亏损	(32.32)	(6.90)	(6.90)	(6.90)	(6.90)
税前利润	1,774	2,768	2,559	2,696	2,825
税费开支	(461.20)	(622.40)	(511.80)	(539.20)	(565.00)
少数股东损益	102.16	115.50	61.42	64.70	67.80
净利润	1,178	2,030	1,986	2,092	2,192
折旧和摊销	(401.28)	(198.97)	(244.89)	(304.76)	(338.33)
EBITDA	3,208	3,273	3,584	3,763	3,909
EPS (美元, 基本)	0.10	0.17	0.17	0.18	0.19

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	6,381	8,301	6,260	6,540	6,809
应收账款和票据	13,454	16,304	13,587	13,717	15,985
现金及现金等价物	3,068	4,023	12,165	14,448	14,463
其他流动资产	432.13	5,270	705.47	697.17	867.80
总流动资产	23,335	28,997	32,718	35,402	38,124
固定资产	1,574	1,637	2,315	2,603	2,857
无形资产	8,405	8,067	7,722	7,398	7,092
其他长期资产	4,676	5,016	5,009	5,002	4,995
总长期资产	14,655	15,514	15,046	15,002	14,944
总资产	37,991	44,510	47,764	50,404	53,068
应付账款	11,502	13,678	11,853	12,383	12,893
短期借款	698.70	787.92	780.02	814.93	848.49
其他负债	15,171	14,611	13,999	14,585	15,148
总流动负债	27,372	32,759	26,632	27,783	28,889
长期债务	3,300	2,633	2,633	2,633	2,633
其他长期债务	3,709	3,709	3,709	3,709	3,709
总长期负债	7,008	6,357	6,342	6,342	6,342
股本	3,204	3,204	3,204	3,204	3,204
储备/其他项目	355.12	1,787	3,189	4,685	6,249
股东权益	3,611	5,395	6,438	7,985	9,601
少数股东权益	51.50	404.06	465.48	530.18	597.98
总权益	3,662	5,799	6,903	8,515	10,199

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	8.89	4.99	4.86	4.62	4.41
PB	2.90	1.94	1.55	1.25	1.04
EV EBITDA	9.27	8.55	5.38	4.70	4.69
股息率 (%)	7.77	5.96	6.08	6.40	6.71
自有现金流收益率 (%)	26.09	45.11	48.09	21.35	1.00

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	3,208	3,273	3,584	3,763	3,909
融资成本	373.89	306.00	306.00	309.00	311.00
营运资本变动	1,434	2,593	2,932	120.73	(2,027)
税费	(461.20)	(622.40)	(511.80)	(539.20)	(565.00)
其他	(901.65)	(1,473)	3,279	(88.79)	(297.51)
经营活动现金流	3,653	4,077	9,589	3,565	1,330
CAPEX	(848.80)	(721.48)	(721.48)	(721.48)	(721.48)
其他投资活动	(127.10)	(776.91)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(975.90)	(1,498)	(721.48)	(721.48)	(721.48)
债务增加量	(2,071)	(577.01)	(7.90)	34.91	33.56
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(485.80)	(761.61)	(584.00)	(595.80)	(627.60)
其他融资活动现金流	(671.85)	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(3,228)	(1,757)	(591.90)	(560.89)	(594.04)
现金变动	(551.28)	821.22	8,276	2,283	14.69
年初现金	3,551	3,068	3,890	12,165	14,448
汇率波动影响	68.68	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,068	3,890	12,165	14,448	14,463

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	19.77	17.90	(4.27)	4.85	4.37
毛利润	16.88	23.35	(3.26)	6.70	5.58
营业利润	51.56	41.31	(6.78)	4.87	4.35
净利润	77.16	72.27	(2.16)	5.34	4.78
EPS	75.41	78.38	(2.16)	5.34	4.78
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	16.08	16.82	17.00	17.30	17.50
EBITDA	5.28	4.57	5.23	5.23	5.21
净利润率	1.94	2.83	2.90	2.91	2.92
ROE	30.21	45.08	33.57	29.01	24.93
ROA	3.36	4.92	4.30	4.26	4.24
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	25.76	(11.15)	(135.95)	(137.76)	(114.37)
流动比率	0.85	0.89	1.23	1.27	1.32
速动比率	0.62	0.63	0.99	1.04	1.08
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.73	1.74	1.49	1.46	1.45
应收账款周转天数	69.01	74.79	78.47	68.36	71.25
应付账款周转天数	73.55	76.09	80.76	73.38	73.50
存货周转天数	40.00	44.36	46.06	38.75	38.82
现金转换周期	35.46	43.07	43.77	33.74	36.57
每股指标 (美元)					
EPS	0.10	0.17	0.17	0.18	0.19
每股净资产	0.30	0.45	0.53	0.66	0.80

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, 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 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。
- 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

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

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