

# 期待积极的转变能够继续

华泰研究

2022年12月09日 | 中国内地

更新报告

化妆品

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

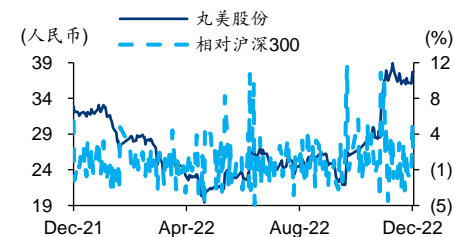
40.40

研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+(86) 21 2897 2038
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088
研究员	梅昕
SAC No. S0570516080001	meixin@htsc.com
SFC No. BQE385	+(86) 21 2897 2080

## 基本数据

目标价(人民币)	40.40
收盘价(人民币 截至12月8日)	37.74
市值(人民币百万)	15,151
6个月平均日成交额(人民币百万)	74.55
52周价格范围(人民币)	19.43-38.93
BVPS(人民币)	7.79

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 公司 22H2 正在发生积极的变化

公司 21 年营收较 19 年下滑, 21 年净利率亦明显下滑, 外部环境冲击线下基本盘, 而公司过往在探索线上渠道时失利是重要因素。20 年以来, 公司股价累计跌幅 37%, 明显跑输 SW 美容护理指数 (65%)。我们观察到公司正在发生积极的边际变化: 1) 主品牌增长出现拐点, 彩妆品牌恋火 21 年以来持续高速增长; 2) 电商改革初现成效, 新负责人履新; 3) 22Q3 多项财务指标改善; 4) 积极布局新领域 (重组胶原蛋白)。23 年若外部环境好转, 公司线下渠道有望恢复, 同时彩妆品牌恋火可能受益于场景恢复。考虑双 11 较好表现, 调高 22-24 年 EPS 至 0.69/1.01/1.15 元 (前值 0.68/0.85/0.96 元), 可比公司 23 年 Wind 一致盈利预测 PE 均值 40 倍, 给予 23 年 40 倍 PE, 目标价 40.40 元 (前值 30.60 元), 维持增持评级。

## 19-21 年线上渠道增长弱于同业, 21 年利润率受损

19-21 年公司线下渠道营收年均增速 -16.1%; 同时公司线上转型面临挑战, 19-21 年线上渠道营收年均增速 12.8%, 增速显著低于同业。21 年主品牌丸美营收 15.94 亿元, 19-21 年均增速 -1.98%, 22H1 主品牌丸美营收 6.92 亿元/yoy-16.83%, 增长仍承压。21 年因公司大力布局线上抖音、快手等新兴直播渠道, 市场投放增加, 利润率亦有显著下滑 (21 年净利率 13.5%/yoy-13.06pct)。

## 22 年双 11 电商渠道取得阶段性成果

2022 年主品牌丸美精简 SKU, 大力发展核心科技产品, 继经典“弹力蛋白”之后, 以“重组胶原蛋白”全新起航, 推出小金针、双胶原眼霜等新品。22 年公司战略性重点发力电商渠道, “双 11”大促取得阶段性的成果: 主品牌丸美天猫旗舰店 GMV 同增 9.5%、天猫渠道自年初以来首次恢复正向增长; 抖音渠道实现靓丽增长、自播 GMV 同增 1620.2%、达人直播同增 30.6%; 快手渠道同增 135.7%。彩妆品牌 PL 恋火“双 11”全网 GMV 超过 21 年全年, 其中天猫实现 3.8 倍超速增长、全网实现 2.8 倍超速增长 (公司公告)。

## Q3 多项财务指标积极改善

22Q3 收入 2.64 亿元/yoy23.19%, 营收 yoy 较 Q2 的 -7.49% 转正; 归母净利润 0.29 亿元, 去年同期 -0.47 亿元, 由亏转盈。22Q3 毛利率 64.90%/yoy7.62pct, 产品结构调整、均价提升带动毛利率修复; Q3 销售费用率 53.37%/yoy-10.35pct, 管理费用率 8.39%/yoy-1.79pct, 均有优化。Q3 财务费用率 -0.75%/yoy3.32pct。Q3 销售净利率 0.43% (去年同期为 -18.54%), 盈利能力同比有较大幅度提升。

风险提示: 公司费用率维持较高水平、线上转型进展缓慢、关键人员流失。

## 经营预测指标与估值

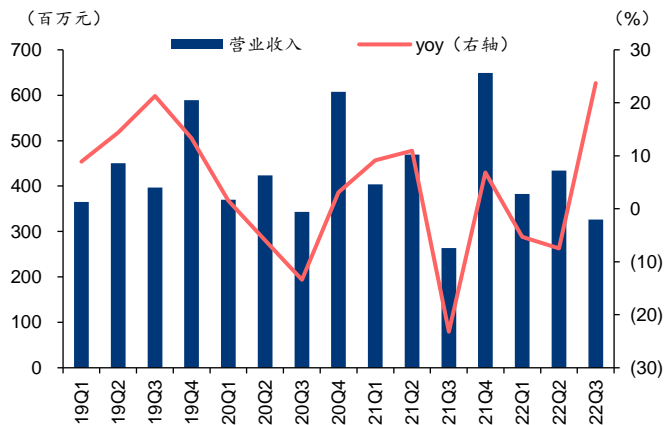
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	1,745	1,787	1,863	2,234	2,450
+/-%	(3.10)	2.41	4.26	19.91	9.67
归属母公司净利润 (人民币百万)	464.40	247.92	276.96	403.82	461.00
+/-%	(9.81)	(46.61)	11.71	45.81	14.16
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.16	0.62	0.69	1.01	1.15
ROE (%)	15.44	7.64	8.03	10.62	10.98
PE (倍)	32.60	61.06	54.66	37.49	32.84
PB (倍)	5.08	4.91	4.50	4.07	3.68
EV EBITDA (倍)	23.65	44.61	40.50	27.69	23.87

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 21 年营收较 19 年下降，21 年利润率显著下滑

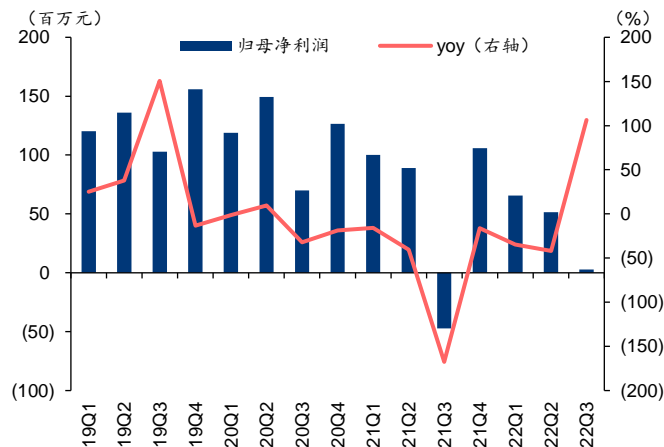
21 年公司营收 17.87 亿元，较 19 年营收下降；利润端，21 年归母净利润 2.48 亿元，净利率从 19 年的 28.48% 下降至 13.50%。22H1 公司营收依然承压，归母净利 yoy-38.1%，净利率 13.91%/yoy-7.34pct。

图表1：22Q3 营收 yoy 出现拐点



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：22Q1-Q2 公司归母净利润 yoy 持续为负



资料来源：Wind，华泰研究

### 渠道端：线上渠道增长低于同业，线下渠道受损

自 19 年起，公司坚持推行线上线下一体化发展的全渠道策略，持续探索线上渠道。据公司公告，21 年线上营收占比 59.5%，19-21 年线上营收占比提升 14.6pct。近年来公司线下渠道显著受损，21 年线下渠道营收较 19 年下降 29.54%；同时公司线上转型面临挑战，19-21 年线上渠道营收年均增速 12.8%，增速显著低于同业（珀莱雅 54.0%，贝泰妮 49.1%）。

图表3：2019-2021 年公司分渠道营收、增速及电商渠道布局

	2019	2020	2021
<b>营收及 yoy</b>			
线上营收 (亿元)	8.08	9.50	10.28
yoy(%)	22.89%	17.59%	8.17%
线下营收 (亿元)	9.92	7.94	6.99
yoy(%)	8.20%	-19.98%	-11.99%
<b>电商渠道布局</b>			
2019	线上线下一体化发展的全渠道策略；继续深耕现有渠道，加大渠道创新和支持力度	2020	对线上渠道进行了结构优化和重组调整，细分为：平台电商、内容电商、社群电商及直播电商
2021		2021	大力布局线上抖音、快手等新兴直播渠道；线上占比稳定提升

资料来源：公司公告，华泰研究

**品牌端：主品牌遭遇增长瓶颈，新品投入较大**

**主品牌丸美增长承压。**公司主品牌“丸美”聚焦眼部，深耕抗衰，被誉为“眼部护理大师”。21年丸美营收15.94亿元，19-21年均增速-1.98%，略有下降。22H1丸美营收6.92亿元/-16.83%，主品牌营收依然承压。

**彩妆品牌恋火快速成长。**公司于21年推出PL看不见粉底液，半年内GMV销量60万支(公司公告)，实现快速增长。

**图表4：2019-2022H1分品牌营收及增速**

	2019	2020	2021	2022H1
<b>丸美</b>				
营业收入(亿元)	16.59	16.59	15.94	6.92
yoy(%)	18.08	-0.01	-3.82	-16.83
<b>恋火</b>				
营业收入(亿元)			0.66	0.99

资料来源：公司公告，华泰研究

**图表5：19Q4-22Q3分品类营收、销量及均价变化**

	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
<b>眼部类</b>												
营业收入(亿元)	1.90	1.01	1.57	1.47	2.26	1.06	1.48	0.72	1.98	0.80	1.15	1.00
yoy(%)					18.61	4.58	-5.86	-50.57	-12.22	-24.54	-22.51	38.22
销量(万支)	279.80	166.76	168.52	191.38	266.74	152.29	160.10	131.00	248.91	88.12	145.25	118.91
yoy(%)					-4.67	-8.67	-5.00	-31.55	-6.68	-42.14	-9.27	-9.23
均价(元/支)	67.96	60.70	93.22	76.60	84.56	69.51	92.37	55.31	79.54	90.65	78.89	84.23
yoy(%)					24.43	14.51	-0.91	-27.79	-5.94	30.41	-14.59	52.29
<b>护肤类</b>												
营业收入(亿元)	3.24	2.18	2.18	1.58	3.08	2.57	2.72	1.47	2.89	2.03	2.08	1.13
yoy(%)					-5.01	17.66	25.00	-6.73	-6.03	-20.90	-23.60	-23.29
销量(万支)	730.67	617.77	519.31	375.70	671.19	536.88	556.56	375.65	656.84	465.93	373.19	219.26
yoy(%)					-8.14	-13.09	7.17	-0.01	-2.14	-13.22	-32.95	-41.63
均价(元/支)	44.35	35.36	41.91	42.00	45.86	47.88	48.88	39.18	44.04	43.64	55.70	51.49
yoy(%)					3.40	35.41	16.63	-6.71	-3.97	-8.86	13.95	31.42
<b>洁肤类</b>												
营业收入(亿元)	0.68	0.48	0.43	0.32	0.66	0.34	0.43	0.31	0.50	0.45	0.62	0.42
yoy(%)					-2.88	-28.38	-1.53	-2.55	-23.38	32.44	44.10	33.23
销量(万支)	186.51	147.86	121.72	101.24	199.96	117.99	132.96	101.08	139.41	101.42	140.02	99.03
yoy(%)					7.21	-20.20	9.24	-0.16	-30.28	-14.04	5.31	-2.03
均价(元/支)	36.33	32.43	35.69	31.78	32.91	29.11	32.17	31.02	36.17	44.85	44.02	42.19
yoy(%)					-9.41	-10.24	-9.86	-2.39	9.91	54.07	36.84	36.01
<b>美容类</b>												
营业收入(亿元)										0.51	0.47	0.66
销量(万支)										95.42	85.87	112.30
均价(元/支)										53.63	54.8	59.04
yoy(%)										42.18	70.40	4.35

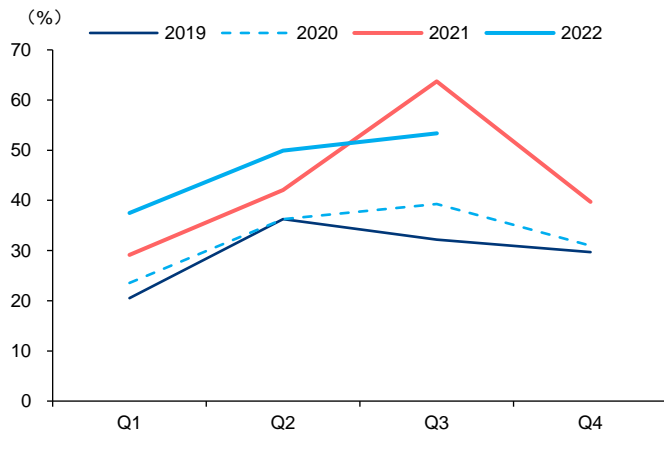
资料来源：公司公告，华泰研究

**20-21年持续投入新品，产品结构分散，22H1聚焦头部，精简SKU。**据公司公告，20年公司加快新品上市进度，共推出近百款新品；21年保持新品节奏，以单品、系列、节日套盒方式推进线上线下渠道上新，21H1推出超80个新品SKU。22H1公司转而聚焦头部，优化长尾，精减SKU120个，大力发展具有核心科技的大单品，较好地进行了产品结构的梳理和销售机制的优化。

**利润端：毛利率下滑，费用率高企**

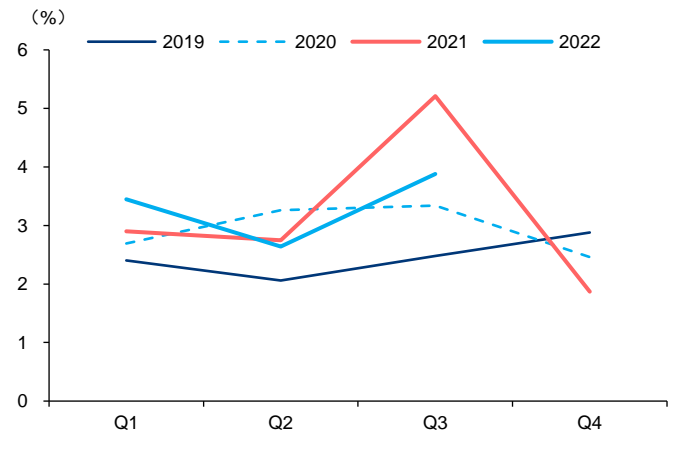
21年公司毛利率下滑，同时因公司大力布局线上抖音、快手等新兴直播渠道，市场投放增加，销售费用率提升，利润率亦有显著下滑（21年净利率 13.5%/yoy-13.06pct）。

**图表6：22Q3 销售费用率较 21 年同期优化**



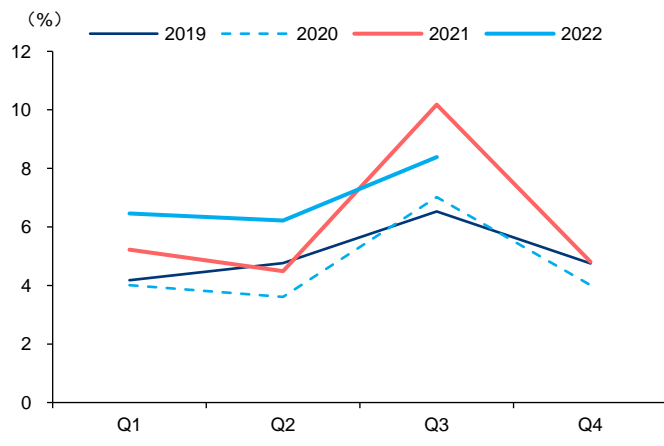
资料来源：Wind，华泰研究

**图表7：22Q3 研发费用率较 21 年同期有所下降**



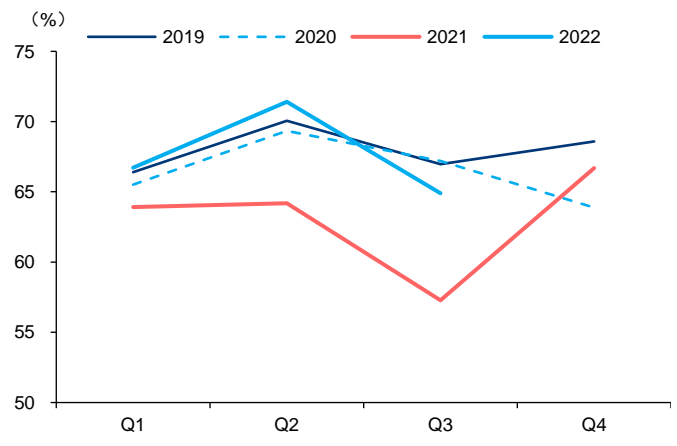
资料来源：Wind，华泰研究

**图表8：22Q3 管理费用率较 21 年同期有所下降**



资料来源：Wind，华泰研究

**图表9：22Q3 毛利率较 21 年同期提升，但仍低于 19 及 20 年同期**



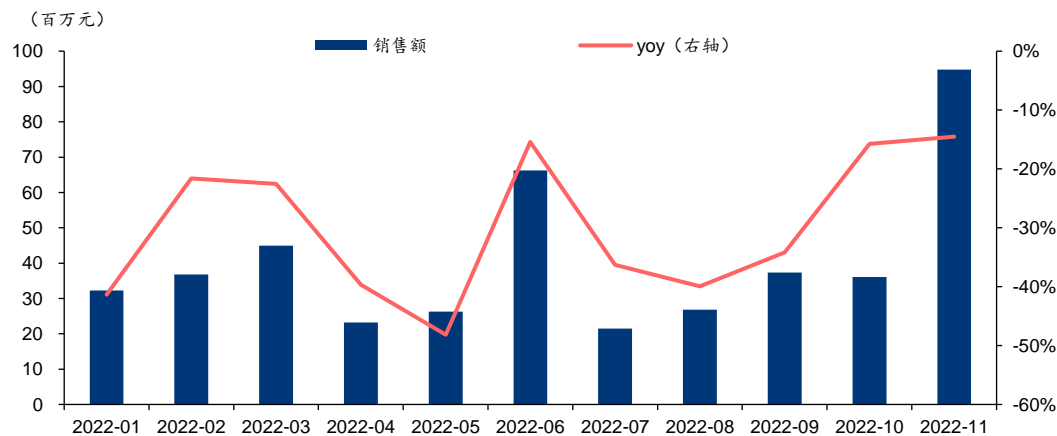
资料来源：Wind，华泰研究

## 曙光开始出现

### 主品牌丸美增速修复，彩妆恋火维持高速增长

**丸美：产品端发力，发展向好。**2022 年丸美精简 SKU，持续优化产品结构；对品牌和新品分阶段进行种草和心智强化，为此后销售打下基础；大力发展核心科技产品，继经典“弹力蛋白”之后，以“重组胶原蛋白”全新起航，推出小金针、双胶原眼霜等新品。

图表10：22 年以来丸美月度销售额及增速



资料来源：魔镜，华泰研究

**恋火：品牌焕新，逐渐成为第二增长曲线。**公司新锐彩妆品牌“恋火”，擅长底妆，崇尚高质和极简。2021 年推出 PL 看不见粉底液，半年内 GMV 销量 60 万支，迈入快速发展期。在看不见粉底液的基础上，通过新增看不见粉饼、蹭不掉粉底液等丰富底妆 SKU，加大对干油敏不同肤质底妆需求的覆盖，在彩妆市场实现突围。22H1 彩妆品牌恋火实现营业收入 98.55 百万元，占比 12.08%。恋火 22H1 收入达 21 年全年收入 (66.17 百万元) 的 150%。2022 年“双 11”大促期间，恋火线上全渠道 GMV 规模超过 2021 全年、同比增长 280%，其中天猫增长 380%。PL 看不见粉底液荣登天猫回购榜、热销榜、加购榜、好评榜第一 (公司公告)。

### 积极布局胶原蛋白赛道

**公司自 21 年起开始布局胶原蛋白赛道。**21 年 3 月，公司召开丸美生物科技抗衰老创新论坛，与暨南大学校企共创的重组人源化胶原蛋白成功应用于新品牌“美丽法则”并推向市场。研发层面，21 年获得重大研发突破，发布了与人体自身胶原蛋白的功能结构域氨基酸序列 100% 一致“重组人源化胶原蛋白”，利用“翻译暂停”专利技术对基因序列和蛋白活性进行优化，实现了更高效的活性胶原蛋白表达。

**重组胶原蛋白助力主品牌丸美全新起航。**目前公司重组胶原蛋白主要应用于主品牌丸美，22Q2 丸美以“重组胶原蛋白”双专利、超温和及强功效，入选抖音 X 巨量引擎 X 时尚芭莎之“了不起的中国成分”TOP1 (公司公告)。22 年 10 月公司召开第二届重组胶原蛋白抗衰老论坛，发布三款重组胶原蛋白新品。研发层面，22 年公司持续保持研发投入，深入研究胶原蛋白在油溶产品中的可行性，成立重组胶原蛋白“产学研研检”一体协同化平台。目前公司具备“翻译暂停”独家专利技术，使重组胶原蛋白具备高活性、高纯度、高效率等多重优势。

### 10月及双11 电商增长较为靓丽

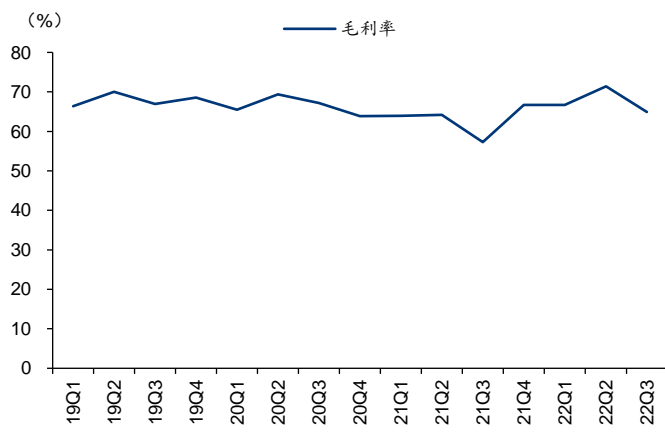
公司10月及“双11”电商增长靓丽，业绩拐点初步兑现。据魔镜，22年11月淘系销售额0.95亿/yoy-14.52%，10月yoy-15.75%，较7-9月降幅环比收窄；“双11”大促期间，丸美天猫旗舰店GMV同增9.5%。抖音表现靓丽，自播GMV同增1620%、达人直播GMV同增30.6%；快手GMV同增135.7%。

电商总经理履新，期待新变化。20年公司对线上渠道进行了结构优化和组织调整，细分为四个子渠道：包括平台电商（天猫、唯品会、京东等）；内容电商（抖音、快手、小红书等）；社群电商（微信小程序等）；直播电商。22年11月任命王熙雯女士为公司总裁助理兼电商部总经理，负责包括以天猫为代表的平台电商，和以抖音为代表的的内容电商两部分线上销售渠道相关工作，有助于公司持续发力线上市场。

### 毛利率回升，费用率优化

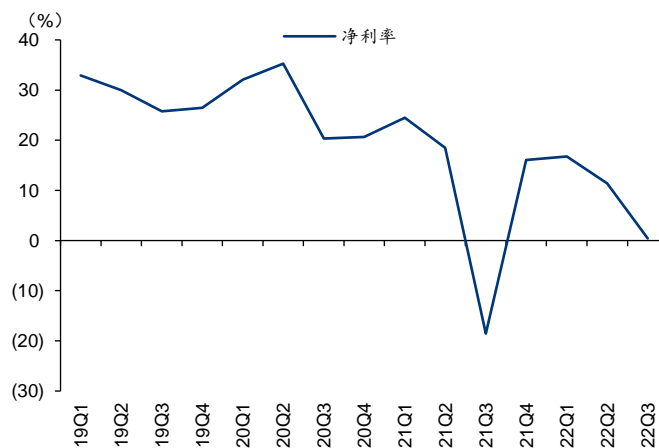
22Q3 毛利率 64.90%/yoy7.62pct，产品结构调整、均价提升带动毛利率修复；Q3 销售费用 53.37%/yoy-10.35pct，管理费用率 8.39%/yoy-1.79pct，均有优化。22Q3 销售净利率 0.43%(去年同期为-18.54%)，盈利能力同比有较大幅度提升。

图表11：22Q3 毛利率同比增长



资料来源：Wind，华泰研究

图表12：22Q3 净利率同比增长



资料来源：Wind，华泰研究

图表13：可比公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022EA	2023E	2024E	2021A	2022EA	2023E	2024E
603605 CH	珀莱雅	163.64	463.95	2.03	2.62	3.31	4.14	80.61	62.46	49.44	39.53
688363 CH	华熙生物	127.11	611.51	1.63	2.14	2.83	3.66	77.98	59.40	44.92	34.73
600315 CH	上海家化	29.36	199.32	0.96	0.85	1.17	1.40	30.58	34.54	25.09	20.97
	平均值		424.93	1.54	1.87	2.44	3.07	63.06	52.13	39.82	31.74

注：数据截至22年12月8日，皆为Wind一致盈利预测；

资料来源：Wind，华泰研究

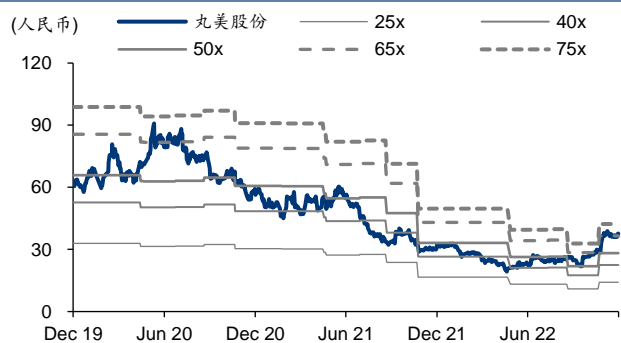
### 风险提示

公司费用率维持较高水平。公司后续若为了推广新品/持续发力电商渠道，销售费用率高企不下，可能不利于利润率提升。

线上转型进展缓慢。若公司后续电商渠道增长持续性较差，可能逐渐丧失份额。

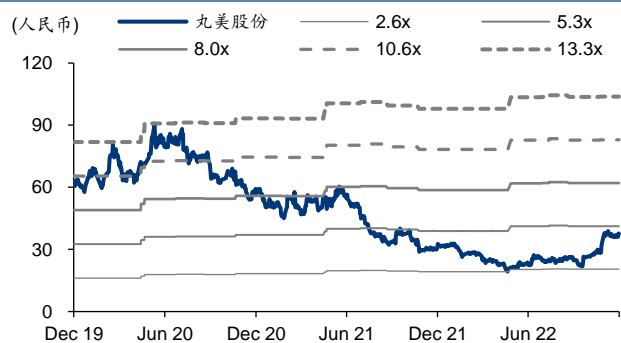
关键人员流失。电商关键岗位人员若因激励等原因流失可能不利于公司业务开展。

图表14: 丸美股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表15: 丸美股份 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>	2,682	1,976	2,158	2,357	2,540
现金	1,670	806.10	1,051	1,119	1,390
应收账款	5.22	57.40	7.89	70.40	15.46
其他应收账款	3.56	7.42	4.02	9.69	5.35
预付账款	32.46	35.84	35.37	50.02	43.62
存货	138.30	138.43	133.61	176.22	159.00
其他流动资产	832.28	930.61	925.40	931.75	926.06
<b>非流动资产</b>	1,113	1,786	1,931	2,157	2,396
长期投资	49.89	75.12	93.79	117.16	146.39
固定投资	243.99	246.85	263.85	317.19	340.57
无形资产	18.63	764.56	907.58	1,080	1,287
其他非流动资产	800.87	699.31	665.35	641.88	622.31
<b>资产总计</b>	3,795	3,762	4,088	4,514	4,936
<b>流动负债</b>	786.64	576.55	646.31	718.03	741.81
短期借款	106.70	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	252.89	198.40	245.24	260.02	286.65
其他流动负债	427.05	378.15	401.07	458.01	455.16
<b>非流动负债</b>	7.80	26.64	7.80	7.80	7.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	7.80	26.64	7.80	7.80	7.80
<b>负债合计</b>	794.44	603.19	654.11	725.83	749.61
少数股东权益	22.90	74.36	73.15	71.73	70.17
股本	401.00	401.82	401.44	401.44	401.44
资本公积	754.29	780.12	780.12	780.12	780.12
留存公积	1,823	1,930	2,180	2,534	2,961
归属母公司股东权益	2,978	3,084	3,361	3,716	4,116
<b>负债和股东权益</b>	3,795	3,762	4,088	4,514	4,936

### 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>	362.35	(7.48)	365.74	290.25	513.84
净利润	463.40	241.19	275.75	402.40	459.44
折旧摊销	23.19	31.55	28.16	29.94	31.42
财务费用	(57.34)	(35.82)	(41.78)	(49.34)	(56.12)
投资损失	(36.22)	(24.67)	(33.87)	(32.69)	(33.28)
营运资金变动	(105.93)	(278.28)	137.96	(60.07)	112.37
其他经营现金	75.25	58.55	(0.48)	0.00	0.00
<b>投资活动现金</b>	(782.10)	(681.14)	(139.03)	(223.19)	(237.68)
资本支出	(748.91)	(117.14)	(166.18)	(228.67)	(237.12)
长期投资	(75.68)	57.21	(18.67)	(23.36)	(29.23)
其他投资现金	42.49	(621.20)	45.82	28.85	28.67
<b>筹资活动现金</b>	(24.85)	(169.84)	18.63	0.41	(5.04)
短期借款	106.70	(106.70)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.82	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.04	25.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(131.59)	(89.79)	18.63	0.41	(5.04)
现金净增加额	(444.54)	(858.48)	245.35	67.47	271.12

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>	1,745	1,787	1,863	2,234	2,450
营业成本	589.75	643.04	632.14	719.95	778.96
营业税金及附加	18.45	23.51	19.70	23.63	25.91
营业费用	564.10	741.29	816.09	927.22	1,005
管理费用	78.61	100.36	117.38	129.59	137.21
财务费用	(57.34)	(35.82)	(41.78)	(49.34)	(56.12)
资产减值损失	(5.94)	(11.46)	(6.34)	(7.61)	(8.34)
公允价值变动收益	(2.57)	0.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.22	24.67	33.87	32.69	33.28
<b>营业利润</b>	572.52	298.99	334.08	487.01	556.77
营业外收入	0.23	12.21	0.71	0.96	0.84
营业外支出	5.39	1.57	4.24	3.67	3.95
<b>利润总额</b>	567.37	309.63	330.56	484.29	553.65
所得税	103.97	68.43	54.81	81.89	94.21
<b>净利润</b>	463.40	241.19	275.75	402.40	459.44
少数股东损益	(1.00)	(6.73)	(1.21)	(1.42)	(1.56)
归属母公司净利润	464.40	247.92	276.96	403.82	461.00
EBITDA	540.48	306.73	331.58	482.46	548.21
EPS (人民币, 基本)	1.16	0.62	0.69	1.01	1.15

### 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	(3.10)	2.41	4.26	19.91	9.67
营业利润	(6.55)	(47.78)	11.74	45.77	14.33
归属母公司净利润	(9.81)	(46.61)	11.71	45.81	14.16
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	66.20	64.02	66.07	67.78	68.21
净利率	26.56	13.50	14.80	18.01	18.75
ROE	15.44	7.64	8.03	10.62	10.98
ROIC	(214.38)	22.59	26.55	30.89	32.57
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.93	16.04	16.00	16.08	15.19
净负债比率 (%)	(51.90)	(25.07)	(30.45)	(29.39)	(33.07)
流动比率	3.41	3.43	3.34	3.28	3.42
速动比率	3.18	2.80	2.79	2.71	2.90
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.48	0.47	0.47	0.52	0.52
应收账款周转率	496.45	57.07	57.07	57.07	57.07
应付账款周转率	2.17	2.85	2.85	2.85	2.85
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.62	0.69	1.01	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	(0.02)	0.91	0.72	1.28
每股净资产(最新摊薄)	7.42	7.68	8.37	9.26	10.25
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	32.60	61.06	54.66	37.49	32.84
PB (倍)	5.08	4.91	4.50	4.07	3.68
EV EBITDA (倍)	23.65	44.61	40.50	27.69	23.87

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 孙丹阳、沈晓峰、梅昕, 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

- 分析师孙丹阳、沈晓峰、梅昕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