

公司研究/中报点评

2020年08月27日

医药生物/生物制品 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 127.45
目标价格(元): 148.18

代雯 SAC No. S0570516120002
研究员 SFC No. BFI915
021-28972078
daiwen@htsc.com

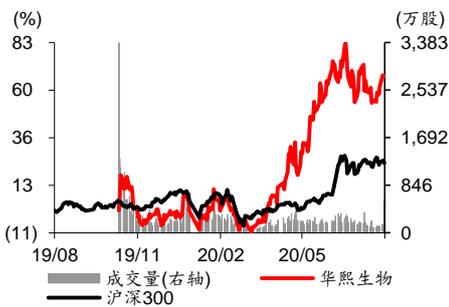
梅昕 SAC No. S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

岳梅梅 SAC No. S0570118080098
联系人 SFC No. BPF023
021-38476098
yuemeimei@htsc.com

相关研究

- 1 《华熙生物(688363 SH,买入): 见龙在田, 蓄势而上》2020.04
- 2 《华熙生物(688363 SH,买入): 因“华”而美, 有“熙”则明》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

营销发力, To C 业务高增长

华熙生物(688363)

线上业务持续高增长, 营销与研发加磅拖累利润, 维持买入评级

受益于护肤品的强势增长, 1H20 公司实现营收 9.47 亿元 (yoy+17.05%), 归母净利润 2.67 亿元 (yoy+0.75%)。1H20 公司发力品牌建设 (销售费用率 yoy+15.1pp) 与新品研发 (研发费用率 yoy+1.68pp), 拖累利润, 但依旧保持高水准的经营质量 (经营性净现金流+64.97%yoy)。伴随线上护肤品放量、线下客流恢复, 我们预计 20 年有望冲击 30%收入增速。考虑到公司加大销售投入, 我们下调 20-22 年 EPS 至 1.40/1.87/2.40 元 (20-22 年 CAGR=25.2%, 前值 1.54/1.94/2.41 元), 给予 20 年 4.2x PEG (可比公司 20 年平均 3.5xPEG), 目标价 148.18 元 (前值 99.74-114.22 元)。

原料业务: 疫情不改长期增长逻辑, 多管齐下巩固龙头地位

疫情影响国际物流与下游需求, 公司原料业务 1H20 收入同比去年基本持平, 下半年若疫情未出现反扑, 则板块全年仍有望冲击 10%以上收入增长。我们认为公司原料业务 21-22 年将恢复近 20%的增长, 基于: 1) 全球 HA 原料市场蓬勃发展: F&S 预计 20-24E CAGR=26.4%; 2) 加大市场开拓: 聘请原资生堂 HA 事业部负责人, 加大日本及国际市场拓展; 2) 强化市场地位: 提升收率至 12-14g/L (单批产量提高 6-7%)、降低单耗, 保持成本领先优势。收购佛思特 (100tHA 产能), 产能增加至 320 吨/年; 3) 推出麦角硫因、聚谷氨酸钠等新品原料, 助力新品种业务线快速增长。

终端制剂: 医美线条有望逐季恢复

疫情之下 1Q20 医院门诊量大幅下降, 线下医美机构几乎处于关停状态, 2Q20 随着国内疫情的控制, 下游需求逐步恢复, 我们预计 1H20 终端制剂板块收入同比下滑 25%-30% (其中骨科及眼科产品实现正增长)。公司背靠原料优势, 有望通过: 1) 频繁上新 (19 年获批单相含麻填充剂, 1H20 上新 3 款具有不同粘弹性、内聚性及支撑性的填充产品), 产品组合拳灵活出击; 2) 依托新媒体等媒介, 打通线上线下全域流量, 建立品牌阵地、提升全网声量; 3) 针对医生、咨询师进行市场教育与品牌造势; 逐鹿广阔的 HA 医美终端产品市场 (F&S 预计 2024 年中国市场规模达 74 亿元)。

功能性护肤品: 营销助力, 打造“HA+”国货品牌

1H20 公司全线发力品牌营销 (销售费用率 2018/2019/1H20: 22.5%/27.6%/39.6%), 我们预计功能性护肤品板块实现接近翻倍增长 (1H20 润百颜天猫旗舰店+160%yoy vs 护肤品行业+37%yoy)。借助医研背景+原料的强力背书, 公司功能性护肤品业务有望以明星单品撬动市场口碑, 叠加内容营销与直播电商红利实现放量, 并持续向母婴、头发护理、宠物等新领域拓展, 成为国内知名“HA+”国货品牌。

风险提示: 海外疫情持续影响原料出口及运输; 疫情出现反扑, 医美终端门店客流量恢复速度不及预期; 护肤品爆款产品销售放缓; 线上营销推行不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	480.00
流通 A 股 (百万股)	48.08
52 周内股价区间 (元)	76.30-155.40
总市值 (百万元)	61,176
总资产 (百万元)	5,340
每股净资产 (元)	9.67

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

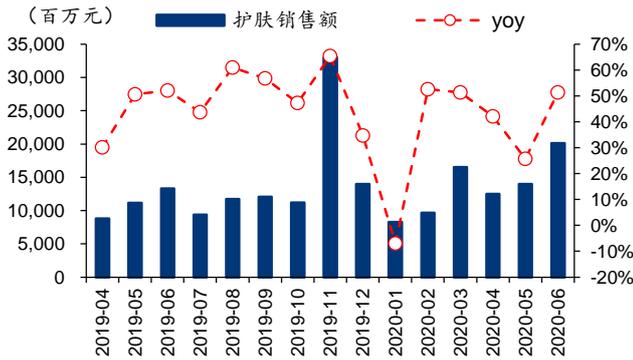
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,263	1,886	2,446	3,370	4,411
+/-%	54.41	49.28	29.70	37.79	30.91
归属母公司净利润 (百万元)	423.86	585.61	670.86	898.40	1,150
+/-%	90.70	38.16	14.56	33.92	28.02
EPS (元, 最新摊薄)	0.88	1.22	1.40	1.87	2.40
PE (倍)	144.33	104.47	91.19	68.09	53.19

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

功效性护肤品：疫情之下，1H20 销售继续高增长

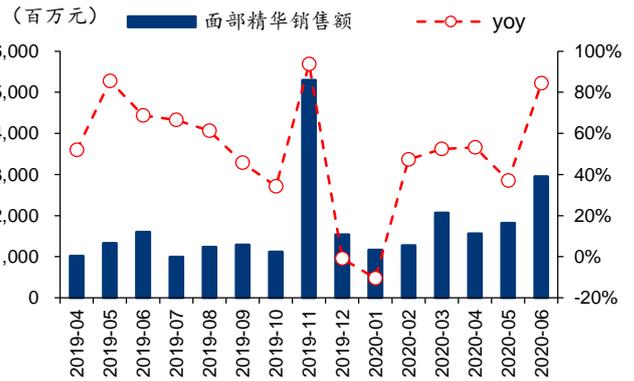
1H20 线上护肤品销售整体高增长。1月受疫情影响，天猫护肤品销售额同比下滑7%，随物流恢复，线上平台发力营销，2月和3月护肤品销售额分别同比增长53%和51%。4月/5月报复性消费减弱，护肤品消费增速放缓，6月因“618”大促等活动增速再次提升达51%。1H20 天猫护肤品累计销售额为 811.09 亿元，同比增长 37%。面部精华子品类天猫平台 1 月销售额同比下降 11%，2 月/3 月销售额同比增速恢复至约 50%，在 4 月/5 月略微放缓后，6 月增速再次提升至 84%。1H20 天猫面部精华累计销售额为 108.4 亿元，同比增长 45%。

图表1： 天猫护肤品类销售额及增速



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

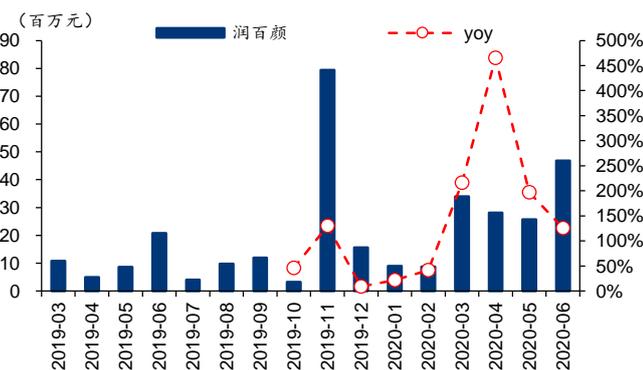
图表2： 天猫护肤品-面部精华销售额及增速



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

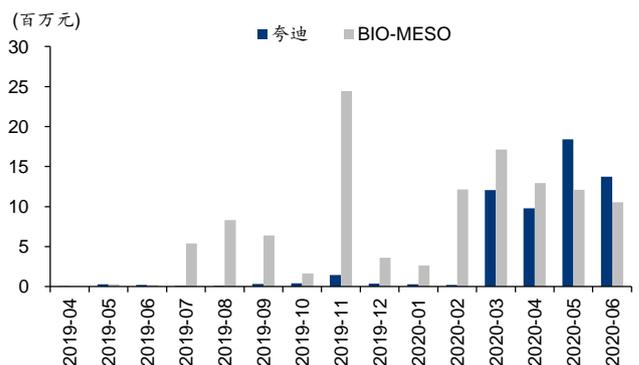
华熙线上销售增长领先于行业。公司主力品牌“润百颜”天猫旗舰店 1 月销售额同比增长 21.4%，随着快递复工，公司线上营销策略调整（增加与薇娅等网红直播促销），2 月增长达 41.2%，4/5/6 月均保持 100% 以上增长。1H20 “润百颜”天猫旗舰店累计销售额 1.5 亿元，同比增长 160%。“夸迪”和“BIO-MESO”线上放量，1H20 天猫销售额分别为 5453/6752 万元，“夸迪”2Q20 销售额 4194 万元/yoy+6698%，“BIO-MESO” 2Q20 销售额 3561 万元/yoy+5672%。

图表3： 润百颜天猫旗舰店销售额及增速



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

图表4： 夸迪和 BIO-MESO 肌活天猫旗舰店销售额



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

研发实力背书，明星产品功效性受认可，受消费者欢迎。20 年以来公司集中资源打造“润百颜”明星单品，创立爆品，新老单品拉动润百颜销售直线增长。前十大 SKU 中，公司经典明星单品水杨酸安瓶和基础玻尿酸安瓶，近 30 天（截至 8 月 22 日）天猫旗舰店销售额占比合计为 20.7%。7 月润百颜通过直播造势上新奶皮面膜成为近期爆款，近 30 天销量超 5 万件，销售额占店铺销售额的 18.15%。

图表5: 近30天(截至8月22日)润百颜旗舰店SKU销量前十

排名	单品品类	销量(件)	销售额(元)	店铺销量占比	店铺销售额占比
	店铺	141,210	42,242,900	100.00%	100.00%
1	润养奶皮面膜 28g*5片	55,163	7,667,657	39.06%	18.15%
2	小灯管次抛玻尿酸 VC 精华液原液	40,598	18,682,982	28.75%	44.23%
3	玻尿酸原液水润次抛安瓶	11,646	4,705,624	8.25%	11.14%
4	肉肉面膜 28g*5片	2,549	292,121	1.81%	0.69%
5	面部精华香槟水二裂酵母	2,322	531,738	1.64%	1.26%
6	润百颜紧致次抛 30支玻尿酸原液	2,244	960,396	1.59%	2.27%
7	润百颜水杨酸 30支玻尿酸原液	2,097	871,563	1.49%	2.06%
8	润百颜水杨酸 5支玻尿酸原液	1,529	112,031	1.08%	0.27%
9	早晚套组玻尿酸原液【预售】	1,491	2,094,340	1.06%	4.96%
10	润百颜舒润水感保湿面膜 7片	1,384	201,416	0.98%	0.48%
	前十合计	121,023	36,119,868	85.70%	85.51%

注: 灰色标注为水杨酸安瓶和基础玻尿酸安瓶产品

资料来源: 淘数据, 华泰证券研究所

盈利预测调整

公司是全球领先的透明质酸全产业链龙头, 历经 20 年技术积累, 构建出微生物发酵、交联两大技术平台, 实现四项重大突破, 发酵产率及质量领先于国际水平, 并持续演化终端产品。考虑到 1) 公司大力推动“润百颜”品牌建设, 线上护肤品业务销售实现高增长; 2) 1H20 疫情影响原料与终端医美业务, 但公司借助资生堂退出医药级透明质酸业务的契机提升国际市场占有率、医美频繁出新(20年3月获批额纹注射用修饰 HA 凝胶), 为长期增长提供动力, 我们略微调整公司 20-22 年收入预测至 24.46/33.70/44.11 亿元。

公司加大产品营销力度, 我们上调公司 20-22 年销售费用 14.22%/13.27%/9.21%, 公司与 Revitacare 业绩对赌完成, 不再额外发放业绩奖励, 我们下调公司 20-22 年管理费用 29.23%/20.97%/15.44%, 最终调整公司 20-22 年 EPS 至 1.40/1.87/2.40 元(前次 1.54/1.94/2.41 元)。给予公司 20 年 4.2x PEG(Wind 一致预期行业 20 年平均 PEG 3.5x, 公司为全球龙头且伴随竞争对手的退出, 有望进一步增强国际市场份额, 同时公司创新能力突出, 持续打造新品丰富产品梯队, 我们给予 20% 估值溢价), 基于公司 20-22 年归母净利润 CAGR=25.2%, 给予目标价 148.18 元(前值 99.74-114.22 元), 维持买入评级。

图表6: 盈利预测调整

(百万元)		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	调整前	1,886	2,496	3,322	4,326
	调整后	1,886	2,446	3,370	4,411
	(+/-) %	0.00%	-2.00%	1.44%	1.97%
毛利	调整前	1,502	1,971	2,604	3,363
	调整后	1,502	1,926	2,653	3,446
	(+/-) %	0.00%	-2.27%	1.90%	2.45%
销售费用	调整前	521	724	997	1,341
	调整后	521	827	1,129	1,465
	(+/-) %	0.00%	14.22%	13.27%	9.21%
管理费用	调整前	182	225	286	355
	调整后	182	159	226	300
	(+/-) %	0.00%	-29.23%	-20.97%	-15.44%
归母净利润	调整前	586	740	933	1,156
	调整后	586	671	898	1,150
	(+/-) %	0.00%	-9.31%	-3.74%	-0.49%
EPS	调整前	1.22	1.54	1.94	2.41
	调整后	1.22	1.40	1.87	2.40
	(+/-) %	0.00%	-9.31%	-3.74%	-0.49%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司经营指标概览

图表7: 公司营业收入



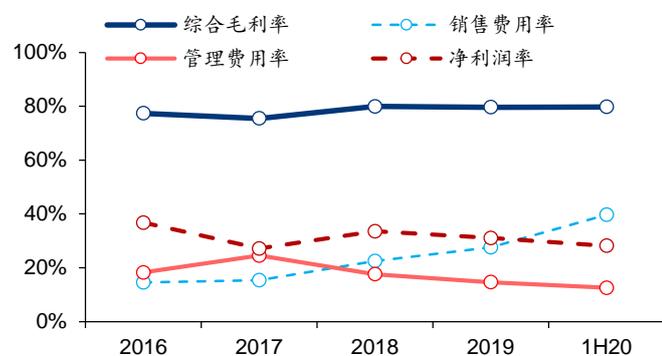
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

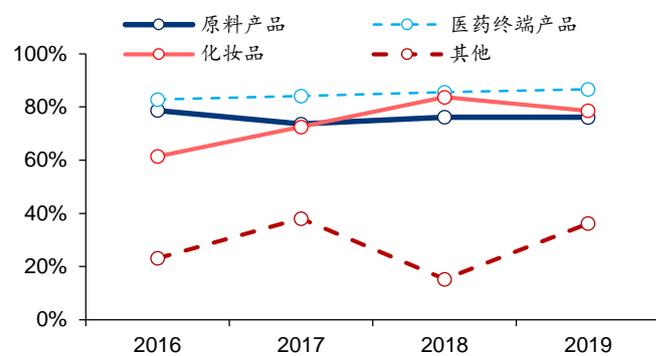
图表9: 公司销售毛利率、净利率和费用率



注: 管理费用不包含研发费用

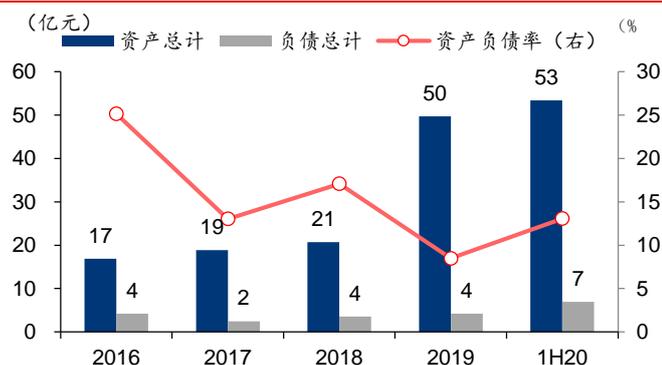
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 公司各项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 公司现金流量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 可比公司估值表 (2020.08.26)

股票代码	公司名称	评级	目标价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (x)			20年 PEG (x)
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	
可比公司												
603087 CH	甘李药业	无评级	/	785	1,167	1,347	1,642	1,945	67	58	48	3.1
688366 CH	昊海生科	无评级	/	210	371	332	457	536	57	63	46	4.8
603605 CH	珀莱雅	买入	195.17	344	393	487	633	792	88	71	54	2.8
603983 CH	丸美股份	买入	101.26	297	515	580	698	823	58	51	43	3.0
均值									67	61	48	3.5
688363 CH	华熙生物	买入	148.18	612	586	671	898	1,150	104	91	68	3.6

注: 1) 华熙生物归母净利润为我们的预测数值, 其余公司为 Wind 一致性预测;

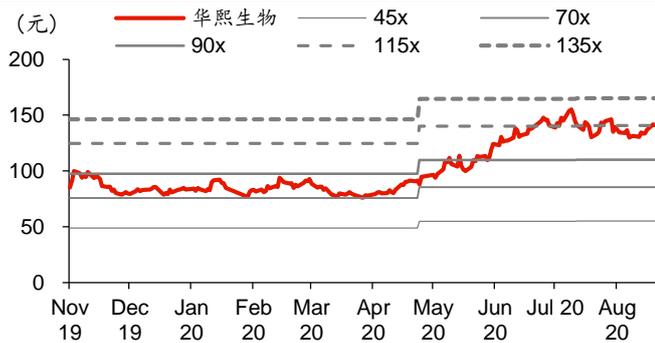
资料来源: Bloomberg, Wind 一致预期, 华泰证券研究所

风险提示

- 1) 海外疫情影响原料出口及运输;
- 2) 疫情出现反扑, 医美终端门店客流量恢复速度不及预期;
- 3) 护肤品爆款产品销售放缓;
- 4) 线上营销推行不及预期

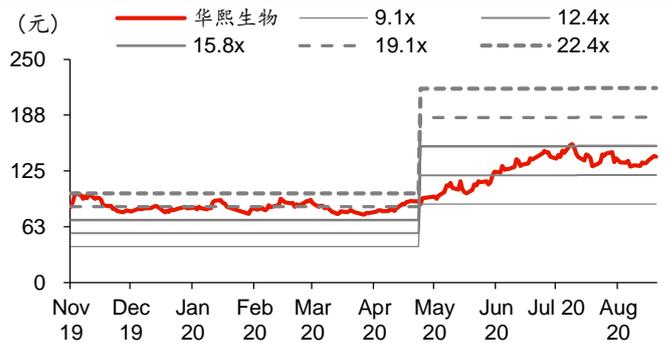
PE/PB - Bands

图表14: 华熙生物历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 华熙生物历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,297	3,771	4,021	4,473	5,089
现金	853.92	2,201	2,220	2,295	2,475
应收账款	202.28	371.62	482.00	664.13	869.43
其他应收账款	9.62	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	16.51	37.10	49.86	70.40	94.66
存货	176.67	314.51	422.77	596.89	802.55
其他流动资产	37.98	846.00	846.40	847.06	847.81
非流动资产	774.02	1,201	1,528	1,919	2,350
长期投资	14.52	14.61	14.61	14.61	14.61
固定投资	376.21	459.65	487.26	541.06	628.67
无形资产	162.89	385.48	599.40	804.99	1,003
其他非流动资产	220.40	341.23	426.66	558.67	703.87
资产总计	2,071	4,972	5,549	6,392	7,439
流动负债	291.38	365.70	451.26	600.98	771.58
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	61.37	95.01	127.71	180.30	242.43
其他流动负债	190.01	270.69	323.55	420.67	529.15
非流动负债	62.18	56.41	56.41	56.41	56.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	62.18	56.41	56.41	56.41	56.41
负债合计	353.56	422.11	507.67	657.39	827.99
少数股东权益	0.21	(0.79)	(1.93)	(3.45)	(5.40)
股本	430.44	480.00	480.00	480.00	480.00
资本公积	807.19	3,452	3,450	3,450	3,450
留存公积	479.20	620.00	1,113	1,808	2,686
归属母公司股东权益	1,717	4,550	5,044	5,739	6,616
负债和股东权益	2,071	4,972	5,549	6,392	7,439

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	442.30	364.89	584.76	746.34	978.19
净利润	423.86	585.61	670.86	898.40	1,150
折旧摊销	48.11	62.93	79.62	95.62	114.24
财务费用	(23.24)	(12.45)	(17.88)	(17.99)	(18.41)
投资损失	(10.37)	(0.45)	(0.45)	(0.45)	(0.45)
营运资金变动	(26.54)	(292.34)	(146.25)	(227.72)	(265.36)
其他经营现金	30.49	21.59	(1.14)	(1.52)	(1.95)
投资活动现金	(34.52)	(1,247)	(406.12)	(486.58)	(544.19)
资本支出	168.42	450.23	391.30	471.76	529.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(133.90)	797.22	14.82	14.82	14.82
筹资活动现金	85.22	2,224	(159.72)	(185.46)	(254.05)
短期借款	40.00	(40.00)	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	341.64	49.56	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	319.94	2,644	(1.19)	0.00	0.00
其他筹资现金	(616.36)	(430.01)	(158.53)	(185.46)	(254.05)
现金净增加额	493.00	1,341	18.92	74.29	179.96

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,263	1,886	2,446	3,370	4,411
营业成本	253.58	383.57	515.61	727.95	978.78
营业税金及附加	27.34	25.94	33.65	46.36	60.69
营业费用	283.75	521.37	826.62	1,129	1,465
管理费用	169.53	182.07	158.97	225.77	299.97
财务费用	(23.24)	(12.45)	(17.88)	(17.99)	(18.41)
资产减值损失	(0.71)	(3.87)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.37	0.45	0.45	0.45	0.45
营业利润	524.45	699.58	797.68	1,066	1,362
营业外收入	1.23	6.24	6.24	6.24	6.24
营业外支出	10.70	4.73	4.73	4.73	4.73
利润总额	514.98	701.09	799.19	1,068	1,364
所得税	91.12	116.48	129.47	170.83	215.45
净利润	423.86	584.61	669.72	896.88	1,148
少数股东损益	0.00	(0.99)	(1.14)	(1.52)	(1.95)
归属母公司净利润	423.86	585.61	670.86	898.40	1,150
EBITDA	522.96	739.14	833.80	1,118	1,432
EPS (元, 基本)	0.88	1.22	1.40	1.87	2.40

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	54.41	49.28	29.70	37.79	30.91
营业利润	84.47	33.39	14.02	33.66	27.75
归属母公司净利润	90.70	38.16	14.56	33.92	28.02
获利能力 (%)					
毛利率	79.92	79.66	78.92	78.40	77.81
净利率	33.56	31.06	27.43	26.66	26.07
ROE	25.27	18.69	13.99	16.66	18.62
ROIC	34.85	34.58	24.27	27.29	29.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.07	8.49	9.15	10.28	11.13
净负债比率 (%)	11.31	0	0	0	0
流动比率	4.45	10.31	8.91	7.44	6.60
速动比率	3.84	9.45	7.97	6.45	5.56
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.54	0.46	0.56	0.64
应收账款周转率	5.68	6.32	5.71	5.86	5.73
应付账款周转率	4.06	4.91	4.63	4.73	4.63
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.22	1.40	1.87	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.76	1.22	1.55	2.04
每股净资产(最新摊薄)	3.58	9.48	10.51	11.96	13.78
估值比率					
PE (倍)	144.33	104.47	91.19	68.09	53.19
PB (倍)	35.62	13.44	12.13	10.66	9.25
EV_EBITDA (倍)	116.98	82.77	73.37	54.71	42.71

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，代雯、梅昕、岳梅梅，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。本报告仅供本公司客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，本公司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。本公司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。

本公司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，本公司及其所属关联机构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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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》第571章所定义之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。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（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）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。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

- 分析师代雯、梅昕、岳梅梅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。声明中所提及的“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

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2020年华泰证券股份有限公司

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