

公司研究/公告点评

2020年09月28日

传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 64.70  
目标价格(元): 75.61

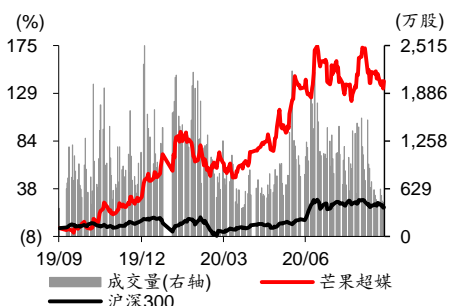
**朱璐** SAC No. S0570520040004  
研究员 SFC No. BPX711  
zhujun016731@htsc.com

**周钊** SAC No. S0570517070006  
研究员 SFC No. BQA910  
010-56793958  
zhouzhao@htsc.com

相关研究

1 《芒果超媒(300413 SZ,买入): 内容驱动, 产业链变现空间广阔》2020.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 拟定增 45 亿, 且协议转让引入战投

## 芒果超媒(300413)

### 拟定增募资 45 亿元, 并拟协议转让股份引入战投, 提升综合竞争力

9月27日公司发布公告称, 拟向不超过35名特定对象发行A股, 发行股票不超过93,704,079股, 募集资金总额不超过45亿元, 发行对象锁定六个月不得转让。并拟通过公开征集受让方协议转让公司总股本5.26%, 目标引入公司未来发展重要战略资源, 以资本合作推动业务协同。通过定增募资及股份转让, 公司有望进一步增强行业综合竞争力, 实现持续稳定发展。考虑相关事宜仍需取得国有资产监管机构批准, 我们维持盈利预测不变, 2020-22年归母净利润为15.85/19.57/22.87亿元, 采用分部估值法, 计算总市值为1,346亿元, 对应目标价为75.61元, 维持“买入”评级。

### 拟定增募集资金不超过 45 亿元, 加码内容资源库及媒体服务平台建设

公司拟募集资金总额不超过45亿元(含本数), 用于“内容资源库扩建项目”和“芒果TV智慧视听媒体服务平台项目”。本次发行的定价基准日为发行期首日, 发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%。“内容资源库扩建项目”总投资金额为40.10亿元, 拟使用募集资金40.00亿元, 采取影视剧、综艺自制及定制, 以及影视剧版权采购的策略, 丰富版权库内容, 巩固在内容领域的优势地位; “芒果TV智慧视听媒体服务平台项目”总投资金额5.81亿元, 拟使用募集资金5.00亿元, 利用自有技术研发搭建芒果TV智慧视听媒体服务平台。

### 拟公开征集受让方协议转让 5.26% 股权, 目标引入战略投资者

芒果传媒拟通过公开征集受让方的方式协议转让其持有的公司93,647,857股的无限售流通股, 占公司总股本的5.26%。以本次发行数量上限计算, 芒果传媒在协议转让及此次发行完成后, 将持有公司55.99%的股份, 仍为公司控股股东; 湖南台将通过芒果传媒控制公司55.99%的股份, 仍为公司实际控制人。本次股权协议转让有望为公司引入能带来优质产业资源的战略投资者, 与公司本身业务形成协同, 助力公司长期稳步发展。

### 未来发展可期, 持续增强内容领域关键竞争力, 维持“买入”评级

公司为国内快速发展的新媒体视频平台龙头, 综合竞争力持续提升。考虑目前相关事宜仍需取得国有资产监督管理机构批准, 维持盈利预测不变, 预计公司2020-22年归母净利润为15.85/19.57/22.87亿元。采用分部估值法, 互联网视频业务采用PS估值法, 考虑可比公司2020年平均PS 10.25X及公司强内容创新制作能力, 给予该业务11.5X PS; 运营商、媒体互娱内容制作、媒体零售业务采用PE估值法, 根据可比公司2020年平均PE分别为36X/39X/36X, 给予公司各业务相同估值, 计算市值共计1,346亿元, 对应目标价75.61元(前值73.77元), 维持“买入”评级。

风险提示: 非公开发行进展不及预期、股权转让进度不及预期等。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,780
流通A股(百万股)	931.36
52周内股价区间(元)	25.71-73.89
总市值(百万元)	115,190
总资产(百万元)	17,874
每股净资产(元)	5.45

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)	9,661	12,501	16,239	19,433	22,859
+/-%	223.77	29.40	29.90	19.67	17.63
归属母公司净利润(百万元)	865.57	1,156	1,585	1,957	2,287
+/-%	1,093	33.59	37.04	23.51	16.85
EPS(元, 最新摊薄)	0.49	0.65	0.89	1.10	1.28
PE(倍)	136.99	102.55	74.83	60.58	51.85

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司拟定增 45 亿，用于内容资源库及媒体服务平台建设

芒果超媒发布公告称，公司拟向不超过 35 名特定对象发行 A 股，此次发行股票不超过 93,704,079 股（含本数），募集资金总额不超过 45 亿元（含本数），用于“内容资源库扩建项目”和“芒果 TV 智慧视听媒体服务平台项目”，本次发行的定价基准日为发行期首日，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。制定了具体的摊薄即期回报的填补措施。本次发行完成后，发行对象认购的股份自发行结束之日起六个月内不得转让。本次发行尚需取得国有资产监督管理机构批准、公司股东大会审议通过、深交所审核通过及中国证监会同意注册后方可实施。

此次定增，能增强自制内容领域公司的关键竞争力，加速打造一流国有新型主流媒体集团，优化财务结构，促进公司的持续、健康、稳定发展。

图表1：芒果超媒定增投资预算

序号	项目名称	项目总投资金额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
1	内容资源库扩建项目	400,980.00	400,000.00
2	芒果 TV 智慧视听媒体服务平台项目	58,142.00	50,000.00
合计		459,122.00	450,000.00

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

“内容资源库扩建项目”巩固提升公司在内容领域的竞争力。根据公司公告《2020 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，“内容资源库扩建项目”总投资金额为 40.10 亿元，拟使用募集资金 40.00 亿元，采取影视剧、综艺自制及定制，以及影视剧版权采购的策略，丰富版权库内容资源，以巩固公司在内容领域的优势地位，进一步提升公司的综合竞争力。该项目拟采购 6 部 S 级影视剧的网络独家版权，并自制（含定制）11 部 A 级影视剧版权、自制 18 部 S 级综艺节目版权，建设期为 24 个月。

项目实施主体为上市公司全资子公司湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司。项目收益期 4 年，收益期内预期可实现营业收入合计 51.46 亿元，净利润合计 2.86 亿元。

图表2：内容资源库扩建项目投资预算

序号	项目名称	部数	总投资金额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
一	影视剧版权	17	174,180.00	173,200.00
1.1	采购 S 级影视剧版权	6	109,200.00	109,200.00
1.2	自制（含定制）A 级影视剧版权	11	64,980.00	64,000.00
二	自制 S 级综艺版权	18	226,800.00	226,800.00
合计		35	400,980.00	400,000.00

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

“芒果 TV 智慧视听媒体服务平台项目”有望助力芒果 TV 融合战略施行。总投资金额为 5.81 亿元，拟使用募集资金 5.00 亿元，利用自有技术研发搭建芒果 TV 智慧视听媒体服务平台，包括：芒果 TV 基础服务平台、芒果 TV 智能内容制作平台等模块，项目建设期为 24 个月。该项目将为内容生产与传播提供较强的平台技术支撑，提高公司安全应急处理以及业务处理能力，且有利于创新视频制作形式，增强公司研发能力和内容制作智能化。

本项目实施主体为上市公司全资子公司湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司。该项目不直接产生经济效益，项目完成后，公司通过提升未来在超高清视频、交互视频、可重复消费视频等的整体平台级解决方案，加速芒果 TV 在资源、技术、服务、业务、流程方面的融合，为实现芒果 TV 融合战略提供坚实的平台基础。

图表3: 芒果TV智慧视听媒体服务平台项目投资预算

序号	项目名称	总投资金额(万元)	募集资金拟投入金额(万元)
一	建设投资	50,000.00	50,000.00
1.1	硬件设备	9,872.00	9,872.00
1.2	软件开发投入	31,108.00	31,108.00
1.3	软件采购	9,020.00	9,020.00
二	技术服务费	200.00	0.00
三	机房租赁	900.00	0.00
四	带宽费用	4,273.00	0.00
五	预备费用	2,769.00	0.00
合计		58,142.00	50,000.00

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

### 拟转让公司总股本 5.26%，目标引进战略投资人

控股股东芒果传媒拟通过公开征集受让方的方式协议转让其持有的公司 93,647,857 股的无限售流通股，占公司总股本的 5.26%，目标为引入公司未来发展重要战略资源，以资本合作推动业务协同，促进公司持续稳定发展。

截至 9 月 27 日，芒果传媒持有公司 1,142,948,158 股股份，占公司总股本的 64.20%，其中持有无限售流通股 293,928,426 股，占公司总股本的 16.51%。以此次发行数量上限 93,704,079 股(含本数)计算，芒果传媒在协议转让及此次发行完成后，将持有公司 55.99% 的股份，仍为公司控股股东；湖南台将通过芒果传媒控制公司 55.99% 的股份，仍为公司实际控制人。

### 可比公司估值

我们采用分部估值法对芒果超媒进行估值：

#### 1) 互联网视频业务

互联网视频业务由会员业务和广告业务构成。对该部分采取 PS 市销率法进行估值，预计 2020 年实现营业收入 73.78 亿元。因为 A 股没有相关在线视频平台的可比标的，根据 Bloomberg 一致预期，取近 6 个月平均值，我们对标相对可比的在线视平台 Netflix 和哔哩哔哩 2020 年 PS 估值分别为 9.22x 和 11.28x，Netflix 营业收入、哔哩哔哩营业收入和芒果 TV 互联网视频业务收入 2018-2019 平均增速分别 35.66%/65.72%/70.60%，考虑到芒果 TV 的强内容创新能力，我们给予该业务 11.5X PS 的估值，对应市值为 848.42 亿元。

图表4: 互联网视频业务可比公司估值表(截至 2020 年 9 月 25 日)

证券代码	证券简称	预期来源	评级	目标价	总市值(亿美元)	6个月平均 PS 2020.03.09-2020.09.08
NFLX US	奈飞公司	Bloomberg 一致预期	无评级	-	2130	9.22X
BILI US	哔哩哔哩	Bloomberg 一致预期	无评级	-	138	11.28X
			平均			10.25X

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

#### 2) 运营商业业务

该部分对标新媒股份，采取 PE 市盈率法进行估值。当前，新媒股份 2020 年 Wind 一致预期对应 PE 市盈率估值为 36.29 倍，该部分我们预计 2020 年营业收入 16.32 亿元，根据公司收购公告书披露，公司运营商业业务整体业务模式及利润率基本保持稳定；根据企业年报数据，2019 年公司运营商业业务毛利率为 67%，公司 2019 年整体期间费用率为 24%，因此我们预计公司运营商业业务毛利率及整体期间费用率维持稳定，估计该部分业务净利率水平 43%，则该部分归母净利润约 7.02 亿元，给予相同估值 36.29X PE，市值为 254.66 亿元。

图5: 运营业务可比公司估值表 (截至2020年9月25日)

证券代码	证券简称	预期来源	评级	目标价	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
						19A	20E	21E	19A	20E	21E
300770 CH	新媒股份	Wind 一致预期	买入	137.51	213	53.78	36.29	28.24	3.96	5.86	7.53

注: 新媒股份 (300770 CH) 评级及目标价来自华泰证券研究所

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

### 3) 媒体互动娱乐内容制作业务

该部分对标 A 股娱乐龙头公司, 采取 PE 市盈率法进行估值。估计该部分 2020 年营业收入 44.87 亿元, 根据公司 2018 年收购报告书, 该部分业务主由芒果互娱、芒果娱乐、上海天娱、芒果影视四家子公司经营, 根据报告书披露数据计算, 四家子公司 2017-2019 年整体净利率分别为 11.7%、13.1%、7.6%, 2019 年行业处于调整出清阶段, 考虑到 20H1 四家子公司整体净利率已恢复至 11.3%, 我们预计公司媒体互动娱乐内容制作业务 2020 年净利率为 12%, 则归母净利润约 5.38 亿元。2020 年, 华策影视、慈文传媒、光线传媒、完美世界、三七互娱 Wind 一致预期对应 PE 市盈率估值倍数取平均数为 38.50x, 给予芒果超媒本业务相同 PE 估值, 则市值为 207.29 亿元。

图6: 媒体互动娱乐内容制作业务可比公司估值表 (截至2020年9月25日)

证券代码	证券简称	预期来源	评级	目标价	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
						19A	20E	21E	19A	20E	21E
300133 CH	华策影视	Wind 一致预期	无评级	-	136	-9.27	26.88	21.22	-14.67	5.06	6.41
002343 CH	慈文传媒	Wind 一致预期	无评级	-	41	24.80	25.10	16.70	1.65	1.63	2.45
300251 CH	光线传媒	Wind 一致预期	买入	16.38	452	47.68	84.38	40.86	9.48	5.35	11.06
002624 CH	完美世界	Wind 一致预期	买入	48.56	652	43.42	27.17	22.74	15.03	24.02	28.69
002555 CH	三七互娱	Wind 一致预期	买入	57.38	857	40.54	28.95	24.22	21.15	29.63	35.41
					平均		38.50X				

注: 光线传媒 (300251 CH)、完美世界 (002624 CH)、三七互娱 (002555 CH) 评级及目标价来自华泰证券研究所

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

### 4) 媒体零售业务

该部分对标 A 股电商/直播/媒介代理龙头公司, 采取 PE 市盈率法进行估值。估计该部分 2020 年营业收入 24.69 亿元, 子公司快乐购主营媒体零售业务, 根据公司年报数据, 公司 2013-2017 年净利率水平处于 2%~6%, 虽然 20H1 子公司快乐购略有亏损, 但 2020 年公司围绕《乘风破浪的姐姐》等热门综艺打造明星直播带货新业态, 提升媒体电商变现能力, 因此我们估计公司此部分业务净利率为 4%, 则该部分归母净利润为 0.99 亿元。2020 年, 星期六、元隆雅图、华扬联众、中广天择 Wind 一致预期对应 PE 市盈率估值倍数取平均数为 36.23x, 给予芒果超媒本业务相同 PE 估值, 则市值为 35.77 亿元。

图7: 媒体零售业务可比公司估值表 (截至2020年9月25日)

证券代码	证券简称	预期来源	评级	目标价	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
						19A	20E	21E	19A	20E	21E
002291 CH	星期六	Wind 一致预期	无评级	-	151	100.65	56.73	28.49	1.50	2.67	5.31
002878 CH	元隆雅图	Wind 一致预期	增持	27.00	49	42.99	30.24	21.60	1.15	1.63	2.29
603825 CH	华扬联众	Wind 一致预期	无评级	-	66	34.20	22.13	16.25	1.92	2.97	4.04
603721 CH	中广天择	Wind 一致预期	无评级	-	23	120.33	35.82	25.73	0.19	0.65	0.91
					平均		36.23X				

注: 元隆雅图 (002878 CH) 评级及目标价来自华泰证券研究所

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

综合以上，芒果超媒分部估值合计 1,346.15 亿元，每股目标价 75.61 元，维持“买入”评级。

图表8：芒果超媒分部估值（单位：亿元）（截止 2020 年 9 月 25 日）

公司业务	预计收入	预计净利润	PS	PE	市值
互联网视频业务	73.78		11.50X		848.42
运营业务	16.32	7.02		36.29	254.66
媒体互动娱乐内容制作业务	44.87	5.38		38.50	207.29
媒体零售业务	24.69	0.99		36.23	35.77
合计					1,346.15

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

### 1、非公开发行进展不及预期。

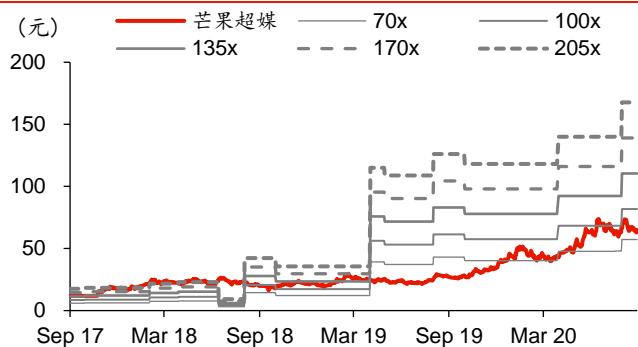
虽然本次发行方案已经董事会审议通过，并已完成全部呈报批准程序，但最终能否获得上述批准、审核和注册以及获得上述批准、审核和注册的时间均存在不确定性，因此存在发行进展不及预期的分析。

### 2、股权转让进度不及预期。

本次公开征集转让尚需取得国有资产监督管理部门的批准，后续能否进入本次公开征集转让程序及何时进入公开征集转让程序存在不确定性，存在转让进度不及预期的风险。

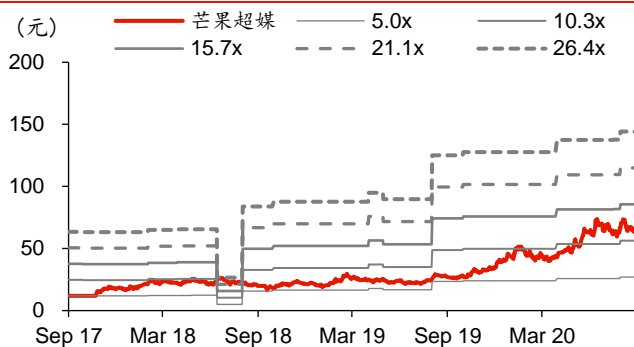
## PE/PB - Bands

图表9：芒果超媒历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：芒果超媒历史 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	8,665	11,728	12,689	14,690	17,233
现金	2,526	5,064	5,042	5,471	6,327
应收账款	1,341	2,997	3,249	4,085	5,059
其他应收账款	76.06	35.95	72.31	83.16	107.34
预付账款	2,010	1,128	1,260	1,577	1,810
存货	2,215	1,916	2,399	2,834	3,207
其他流动资产	497.11	586.74	666.46	639.98	723.56
非流动资产	3,446	5,350	5,981	6,255	6,371
长期投资	215.54	210.44	210.44	210.44	210.44
固定投资	207.01	180.61	202.55	196.83	179.69
无形资产	2,856	4,889	5,512	5,814	5,948
其他非流动资产	167.14	69.72	56.98	33.91	33.55
资产总计	12,111	17,078	18,670	20,945	23,605
流动负债	6,179	7,936	8,066	8,348	8,686
短期借款	196.10	349.82	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,363	5,048	5,471	5,693	5,915
其他流动负债	2,620	2,537	2,594	2,655	2,771
非流动负债	257.67	322.66	322.66	322.66	322.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	257.67	322.66	322.66	322.66	322.66
负债合计	6,437	8,258	8,388	8,671	9,009
少数股东权益	34.88	36.10	91.78	126.65	161.47
股本	990.02	1,780	1,780	1,780	1,780
资本公积	3,641	4,839	4,839	4,839	4,839
留存公积	1,008	2,165	3,679	5,441	7,539
归属母公司股东权益	5,639	8,784	10,190	12,148	14,434
负债和股东权益	12,111	17,078	18,670	20,945	23,605

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(376.92)	292.87	494.72	474.85	1,107
净利润	927.57	1,158	1,640	1,992	2,322
折旧摊销	2,260	3,771	1,457	1,895	2,376
财务费用	(24.20)	(36.58)	(57.74)	(96.22)	(105.58)
投资损失	(31.40)	(6.47)	(18.94)	(26.18)	(35.82)
营运资金变动	(509.13)	940.15	(448.06)	(1,228)	(1,292)
其他经营现金	(3,000)	(5,532)	(2,077)	(2,062)	(2,157)
投资活动现金	1,074	109.34	(35.95)	(142.16)	(356.53)
资本支出	31.97	155.97	54.89	168.34	392.35
长期投资	(200.00)	63.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1,306	201.50	18.94	26.18	35.82
筹资活动现金	(120.56)	2,125	(480.51)	96.22	105.58
短期借款	160.14	153.72	(349.82)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	589.02	790.35	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,963	1,198	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,833)	(17.24)	(130.70)	96.22	105.58
现金净增加额	576.79	2,526	(21.75)	428.91	855.94

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,661	12,501	16,239	19,433	22,859
营业成本	6,083	8,285	10,572	12,559	14,800
营业税金及附加	97.90	96.43	125.26	149.91	176.34
营业费用	1,801	2,141	2,768	3,401	4,000
管理费用	461.55	610.14	811.93	981.38	1,154
财务费用	(24.20)	(36.58)	(57.74)	(96.22)	(105.58)
资产减值损失	(104.44)	(0.62)	(59.06)	(29.15)	(27.43)
公允价值变动收益	0.00	(1.37)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.40	6.47	18.94	26.18	35.82
营业利润	977.18	1,178	1,687	2,036	2,375
营业外收入	14.85	25.84	20.35	23.09	21.72
营业外支出	45.03	26.04	35.53	30.79	33.16
利润总额	947.00	1,178	1,672	2,028	2,364
所得税	19.43	20.03	31.36	36.28	42.32
净利润	927.57	1,158	1,640	1,992	2,322
少数股东损益	62.01	1.22	55.69	34.86	34.83
归属母公司净利润	865.57	1,156	1,585	1,957	2,287
EBITDA	3,143	4,817	2,987	3,766	4,563
EPS (元, 基本)	0.49	0.65	0.89	1.10	1.28

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	223.77	29.40	29.90	19.67	17.63
营业利润	1,473	20.52	43.23	20.70	16.67
归属母公司净利润	1,093	33.59	37.04	23.51	16.85
获利能力 (%)					
毛利率	37.04	33.73	34.89	35.37	35.26
净利率	9.60	9.26	10.10	10.25	10.16
ROE	16.35	13.12	15.95	16.23	15.91
ROIC	26.66	24.68	28.67	27.15	26.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.15	48.36	44.93	41.40	38.17
净负债比率 (%)	(36.69)	(49.84)	(46.04)	(42.06)	(41.24)
流动比率	1.40	1.48	1.57	1.76	1.98
速动比率	0.65	1.03	1.06	1.17	1.35
营运能力					
总资产周转率	1.34	0.86	0.91	0.98	1.03
应收账款周转率	11.71	5.52	5.30	5.50	5.80
应付账款周转率	3.10	1.84	1.90	2.10	2.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	0.89	1.10	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.21)	0.16	1.42	1.39	1.80
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	5.72	6.82	8.11
估值比率					
PE (倍)	136.99	102.55	74.83	60.58	51.85
PB (倍)	21.03	13.50	11.64	9.76	8.21
EV_EBITDA (倍)	37.07	23.71	38.14	30.15	24.70

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，朱璐、周钊，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

- 分析师朱珺、周钊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