

公司研究/中报点评

2020年08月30日

传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (维持评级)

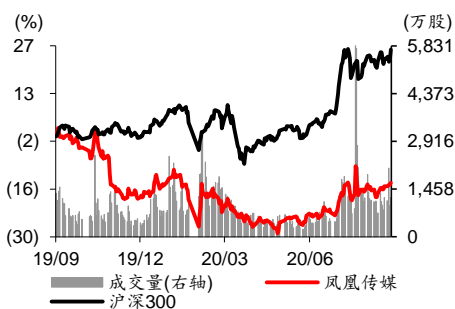
当前价格(元): 7.26
目标价格(元): 8.56

朱璐 SAC No. S0570520040004
研究员 SFC No. BPX711
zhujun016731@htsc.com
周钊 SAC No. S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

1 《凤凰传媒(601928 SH,买入): 主业增长提速, 进入长期增长周期》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

教育产品优势突出, 调优结构

凤凰传媒(601928)

公司教育产品优势突出, Q2 盈利恢复趋势已现, 维持买入评级

公司 20H1 营收及归母净利分别实现 54.27 亿元/8.35 亿元, 分别同降 12.27%/5.89%。考虑疫情冲击影响, 我们下调盈利预测, 预计 20-22 年归母净利为 14.57/15.92/17.43 亿元, EPS 为 0.57/0.63/0.69 元, 参考可比公司 20 年平均 15.02X PE, 给予公司相同 PE, 调整目标价至 8.56 元, 维持买入评级。

主营业务受疫情冲击, Q2 毛利率显著提升

20H1 公司营收及归母净利分别实现 54.27 亿元/8.35 亿元, 同降 12.27%/5.89%, 主因疫情影响及部分账期结算延后至下半年完成。分季度看, 20Q1/Q2 分别实现营收 20.90 亿元/33.38 亿元, 分别同降 11.09%/13.00%; 分别实现归母净利润 2.62 亿元/5.73 亿元, 同比-18.75%/+1.44%。在公司教育类产品毛利率提升带动下, 公司 Q2 整体销售毛利率显著回升, 同比提升 5.27pct 至 42.61%。

主营教育产品优势突出, 拓宽数字渠道, 教材教辅发行稳定增长

截至 20H1, 公司拥有 19 套中小学课标教材, 品种数量和市场占有率居全国第 2 位; 凤凰版教育产品覆盖全国 28 个省(直辖市、自治区), 超过 4000 万学生使用。20H1 公司教材教辅实现发货码洋 27.86 亿元, 同比增长 10.2%。凤凰新华自建平台上线, 电商销售码洋达 5.6 亿元, 同增 28.36%。

专业化水平提升带动结构调优, 一般图书业务实力提升

20H1 公司根据垂直化、专业化、市场化的要求, 调整优化结构, 一般图书的码洋占有率较 2019 年底提升 0.15pct 至 3.16%, 排名第 4; 实体渠道码洋占有率上升 0.1pct 至 4.72%, 位列第 2 名; 网店渠道码洋占有率为 3.00%, 上升 0.08pct, 排名第 4 名。同时, 20Q1 公司有多个出版项目入选中华优秀出版奖等多项业内评比, 入选项目数量均位居行业前列。

加速融合出版精品体系建设, 着力重大发展项目

公司大力推进线上教育、数据中心等融合发展项目, 凤凰书苑平台功能不断扩展, 截至 20H1 “听荐”、“电子书”等栏目已有过千种资源上线, 累计用户超 20 万; 凤凰学易 20H1 收入同比增长 53.05% 至 1.12 亿元, 净利润同比增加 974 万元至 1,122 万元; 学科网流量大幅提升, ALEXA 国内排名较 2019 年提升 121 名至 213 名; 数据公司续约百度, 新项目有序推进。

教育领域优势稳固, 结构调优, 维持买入评级

公司教育产品优势突出, 结构调优, 20H1 毛利率同升 2.18pct 至 40.95%, 期间费率小幅提升 1.54pct 至 22.71%。考虑疫情冲击影响下, 发行出版量下滑, 我们下调盈利预测, 预计 20-22 年归母净利为 14.57/15.92/17.43 亿元(前值 20-21 年归母净利润 15.42/17.15 亿元), EPS 为 0.57/0.63/0.69 元, 参考可比公司 20 年平均 15.02X PE, 给予公司相同 PE 水平, 调整目标价至 8.56 元(前值为 9.15-10.37 元), 维持买入评级。

风险提示: 地方教育政策变化、新业务拓展不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,545
流通 A 股 (百万股)	2,545
52 周内股价区间 (元)	6.24-9.01
总市值 (百万元)	18,476
总资产 (百万元)	24,033
每股净资产 (元)	5.81

资料来源: 公司公告

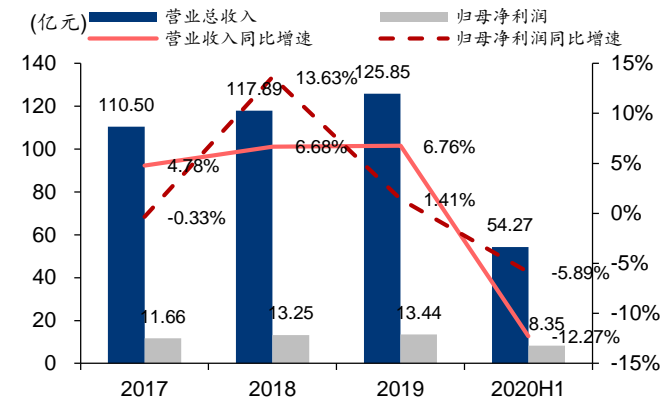
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	11,789	12,585	12,944	13,835	14,675
+/-%	6.68	6.76	2.85	6.88	6.07
归属母公司净利润 (百万元)	1,325	1,344	1,457	1,592	1,743
+/-%	13.63	1.41	8.41	9.30	9.50
EPS (元, 最新摊薄)	0.52	0.53	0.57	0.63	0.69
PE (倍)	13.70	13.50	12.46	11.40	10.41

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

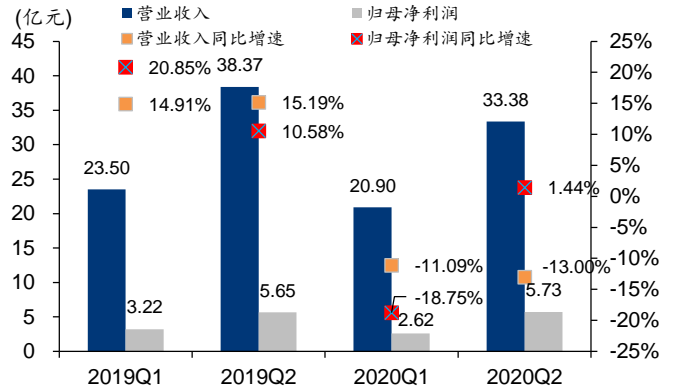
公司经营情况汇总

图表1：2017-2020H1 公司营收、归母净利润情况及增速



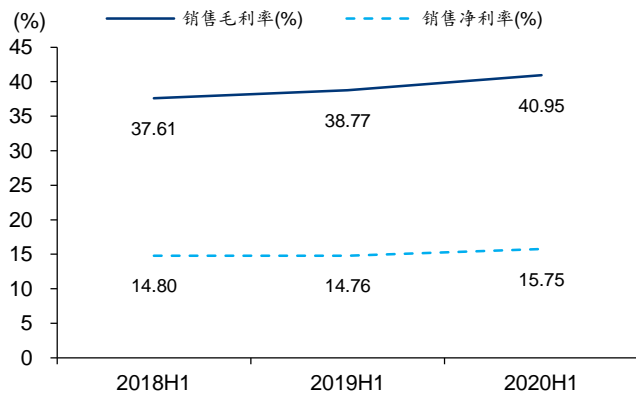
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：19Q1-20Q2 公司分季度营收、归母净利润情况及增速



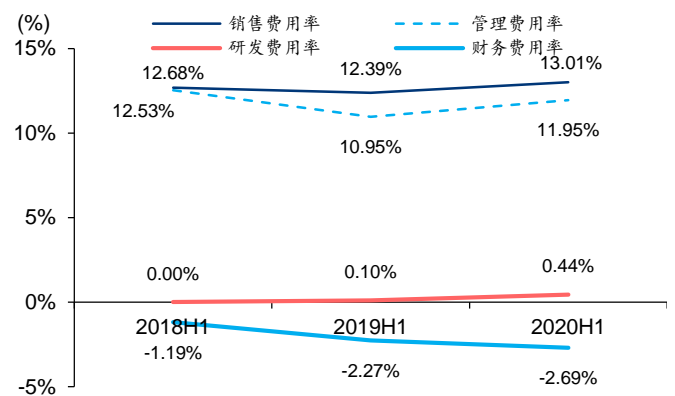
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：2018H1-2020H1 公司利润率情况



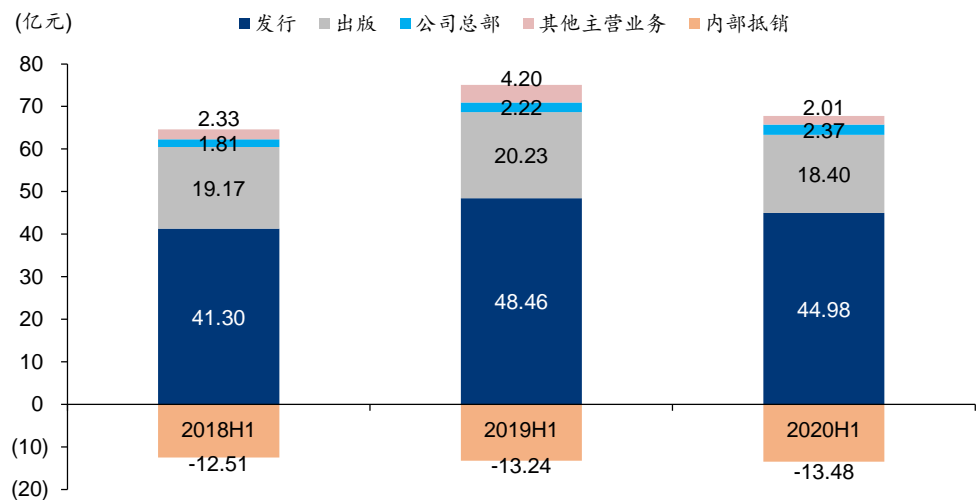
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：2018H1-2020H1 公司各项期间费用率情况



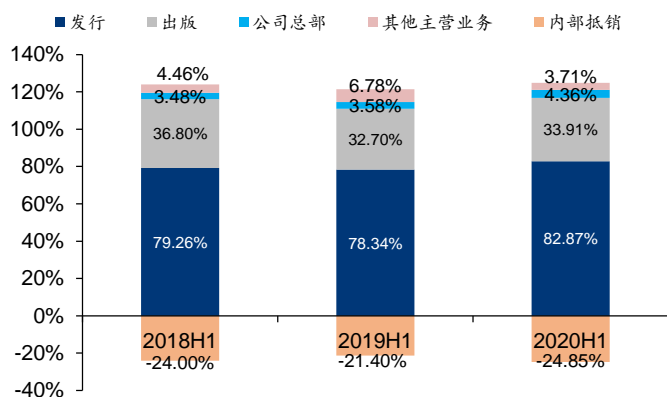
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：2018H1-2020H1 公司各业务营收情况



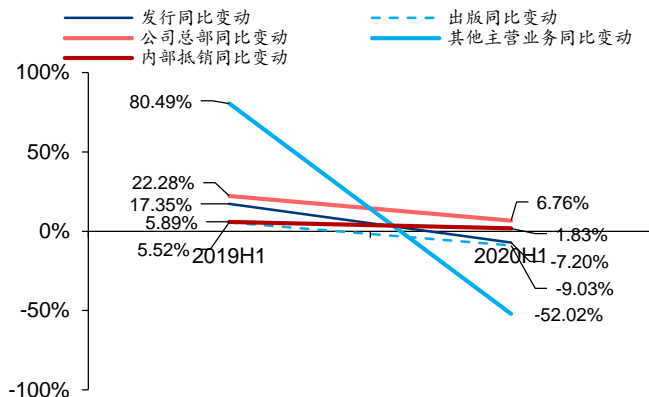
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：2018H1-2020H1 公司各项业务营收占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：2019H1-2020H1 公司各业务增速情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测与估值

分业务板块来看，公司收入主要由出版业务和发行业务贡献。从产品来看，分教材教辅、一般图书、其他（音像制品、文化用品）分别预测。

教材教辅业务：在校学生规模稳步增长，以过去 6-7 年前出生人数预测小学在校生规模，以小学生入学人数预测未来初中、高中生在校生规模，预计 2020-2022 年 K12 在校生规模复合增速 2.5%，其中小学在校生规模复合增速-0.1%、初中在校生规模复合增速 7.6%、高中在校生规模复合增速 4.9%。教材教辅出版业务 2020-2022 年增速分别为 9%、8%、7%，由于江苏省内教材提价，预计毛利率在 2019 年 32.4%基础上略微上升，预计 2020-2022 年毛利率为 34%。预计教材教辅发行业务 2020-2022 年增速分别为 9%、7%、5%，毛利率较 2019 年 37.5%基础上略微上升至 38%

一般图书业务：公司一般图书出版业务 2016-2017 年的增速分别为-3.5%、1.2%，低于 1 行业平均水平，预计 2020-2022 年增速为 3%。公司 20H1 一般图书发行业务专业化能力加强，大众图书市场竞争力提升，考虑 2020 年疫情冲击，预计公司一般图书发行业务 2020-2022 年增速分别为 2%、8%、8%。一般图书出版毛利率与 2019 年持平维持在 43%。一般图书发行毛利率随着规模效应逐步提升，预计 2020-2022 年分别为 30%、31%、32%。

出版发行其他业务：主要包括报纸及期刊、音像制品等，业务成长性均较弱，考虑 2020 年疫情冲击，预计报纸及期刊、音像制品出版业务及发行业务 2020-2022 年增速为-10%，0%，0%。毛利率与 2019 年相比基本稳定。

数据服务、软件、影视、游戏业务：为公司新布局业务，2017-2019 年业绩增速波动较大。保守预计 2020-2022 年收入稳健增长，同时考虑 2020 年疫情冲击，预计数据服务、软件、影视、游戏业务的 2020-2022 年增速均分别为-10%、10%、5%。毛利率基本稳定，预计数据服务、软件、影视、游戏业务毛利率分别为 45%、30%、60%、60%。

图表8: 核心假设表 (单位: 亿元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	110.50	117.89	125.85	129.44	138.35	146.75
YOY	4.80%	6.68%	6.76%	2.85%	6.88%	6.07%
发行	79.02	83.67	90.48	91.40	97.96	104.11
YOY	8.62%	5.88%	8.14%	9.23%	7.18%	6.59%
发行-教材教辅	46.17	51.71	54.22	58.77	62.88	66.02
YOY	10.82%	12.01%	5.81%	9.00%	7.00%	5.00%
发行-一般图书	18.29	19.23	19.50	21.06	22.54	23.89
YOY	1.39%	7.64%	14.56%	2.00%	8.00%	8.00%
发行-报纸及期刊	0.47	0.48	0.36	0.36	0.36	0.36
YOY	-25.58%	99.10%	-3.13%	-10.00%	0.00%	0.00%
发行-音像制品	0.27	0.21	0.34	0.27	0.24	0.24
YOY	60.99%	-19.35%	30.54%	-10.00%	0.00%	0.00%
发行-文化用品及其他	10.86	11.17	12.66	13.93	15.04	15.80
YOY	13.34%	-21.12%	6.90%	-10.00%	0.00%	0.00%
出版	36.17	37.92	37.36	39.45	41.41	42.98
YOY	2.00%	4.81%	-1.50%	5.59%	4.96%	3.79%
出版-教材教辅	17.84	17.85	18.25	19.68	21.34	22.34
YOY	-3.30%	0.00%	2.20%	9.00%	8.00%	7.00%
出版-一般图书	13.78	14.26	14.06	14.49	14.92	15.37
YOY	-1.35%	-3.15%	1.15%	3.00%	3.00%	3.00%
出版-报纸及期刊	1.69	2.07	2.24	2.24	2.24	2.24
YOY	27.40%	22.50%	8.50%	-10.00%	0.00%	0.00%
出版-音像制品	0.88	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98
YOY	-0.41%	3.04%	5.19%	-10.00%	0.00%	0.00%
出版-文化用品及其他	0.13	0.32	0.63	0.95	1.23	1.48
YOY	99.39%	77.33%	-13.09%	-10.00%	0.00%	0.00%
印刷	3.36	1.41	0.00	0.00	0.00	0.00
YOY	-3.10%	0.40%	1.40%	0.00%	-100.00%	0.00%
数据服务	2.08	2.24	1.98	1.78	1.96	2.06
YOY	2.15%	7.82%	-11.42%	-10.00%	10.00%	5.00%
软件行业	2.02	1.40	1.45	1.30	1.43	1.51
YOY	93.17%	-30.43%	3.21%	-10.00%	10.00%	5.00%
影视	0.93	0.88	0.78	0.70	0.77	0.81
YOY	208.00%	19.80%	-63.10%	-10.00%	10.00%	5.00%
游戏行业	0.78	0.73	0.15	0.14	0.15	0.16
YOY	-15.96%	-6.18%	-79.05%	-10.00%	10.00%	5.00%
毛利率(%)	37.8%	36.3%	37.3%	37.6%	38.1%	38.4%
发行	29.6%	28.7%	30.4%	32.3%	32.7%	33.1%
发行-教材教辅	34.6%	35.9%	37.5%	38.0%	38.0%	38.0%
发行-一般图书	19.7%	30.1%	27.1%	30.0%	31.0%	32.0%
发行-报纸及期刊	29.2%	38.9%	35.2%	40.0%	40.0%	40.0%
发行-音像制品	41.7%	25.0%	21.4%	25.0%	25.0%	25.0%
发行-文化用品及其他	15.8%	15.1%	14.4%	16.0%	16.0%	16.0%
出版	34.0%	30.3%	34.6%	34.0%	34.4%	34.6%
出版-教材教辅	28.4%	30.5%	32.4%	34.0%	34.0%	34.0%
出版-一般图书	36.4%	35.1%	42.3%	43.0%	43.0%	43.0%
出版-报纸及期刊	38.7%	39.2%	45.2%	40.0%	40.0%	40.0%
出版-音像制品	35.4%	34.7%	22.6%	30.0%	30.0%	30.0%
出版-文化用品及其他	8.5%	-8.6%	50.5%	20.0%	20.0%	20.0%
印刷	13.0%	7.4%	-	-	-	-
数据服务	67.4%	60.5%	45.2%	45.0%	45.0%	45.0%
软件行业	33.6%	36.7%	33.0%	30.0%	30.0%	30.0%
影视	77.9%	71.9%	75.8%	60.0%	60.0%	60.0%
游戏行业	48.2%	40.8%	76.7%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

费用方面,公司2018-2019年销售费用率分别为13.0%、13.6%,管理费用率分别为12.2%、12.0%。销售费用率和管理费用率基本保持平稳,预计2020-2022年销售费用率分别为13.6%、13.6%、13.6%,预计2020-2022年管理费用率分别为12.0%、12.0%、12.0%。

可比公司估值

图表9: 可比公司估值表 (2020.08.30)

股票代码	股票简称	评级	目标价 (元/股)	总市值 (亿元)	流通市 值(亿元)	PE			净利润		
						2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601098 CH	中南传媒	买入	11.50	204	204	15.99	15.64	13.84	12.76	13.04	14.74
601811 CH	新华文轩	无评级	-	145	93	12.73	12.37	10.08	11.39	11.72	14.39
601949 CH	中国出版	无评级	-	111	111	15.85	14.79	11.69	7.03	7.53	9.53
601858 CH	中国科传	无评级	-	78	78	16.69	17.29	14.55	4.65	4.49	5.34
平均						15.02X					

注: 市盈率 PE 及净利润来自 Wind 一致预期 (2020年8月30日), 中南传媒 (601098 CH) 评级及目标价来自华泰证券研究所

资料来源: Bloomberg、Wind 一致预期、华泰证券研究所

公司上半年营收和业绩一定程度受疫情冲击, Q2 已表现出恢复态势, 教育产品优势明显, 产品结构调优。考虑疫情冲击, 我们预计 20-22 年归母净利润为 14.57/15.92/17.43 亿元, EPS 为 0.57/0.63/0.69 元, 参考可比公司 20 年 15.02X PE, 给予公司相同 PE, 调整目标价至 8.56 元, 维持买入评级。

风险提示

1、地方教育政策变化。

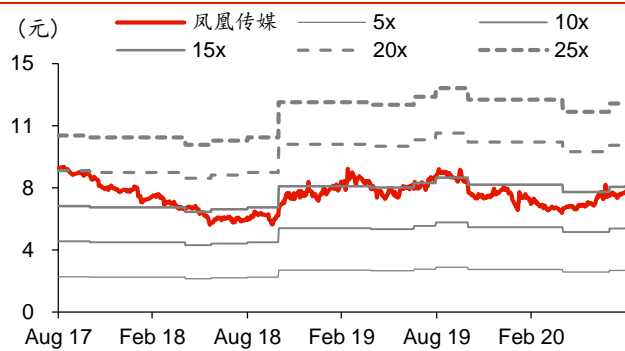
各地教育政策不同, 可能出现地区教育政策改变, 使用教材变动的情况, 或对公司教育产品出版发行收入产生影响。

2、新业务拓展不达预期。

公司新拓展的在线教育等平台业务可能受新媒体推广效率变化的影响, 有新业务拓展不达预期的风险。

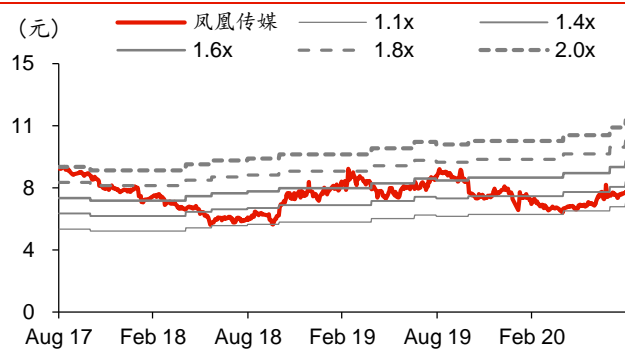
PE/PB - Bands

图表10: 凤凰传媒历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 凤凰传媒历史 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	13,563	15,359	14,950	17,975	17,673
现金	9,142	10,254	10,605	12,169	12,876
应收账款	851.35	1,128	838.25	1,300	948.55
其他应收账款	379.94	246.40	389.16	294.73	428.24
预付账款	388.62	348.99	459.15	416.05	509.17
存货	2,236	2,930	2,160	3,342	2,409
其他流动资产	564.65	450.69	498.27	452.28	502.27
非流动资产	8,200	8,463	8,338	8,405	8,419
长期投资	1,011	1,046	1,121	1,193	1,265
固定投资	3,666	3,875	4,037	4,301	4,491
无形资产	1,036	1,001	924.12	847.49	770.85
其他非流动资产	2,488	2,542	2,256	2,064	1,892
资产总计	21,763	23,822	23,287	26,380	26,093
流动负债	6,738	8,178	6,876	9,058	7,701
短期借款	199.03	13.99	13.99	13.99	13.99
应付账款	3,719	4,659	3,899	5,188	4,395
其他流动负债	2,820	3,505	2,963	3,856	3,293
非流动负债	1,083	1,089	1,089	1,089	1,089
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,083	1,089	1,089	1,089	1,089
负债合计	7,821	9,267	7,965	10,147	8,790
少数股东权益	608.91	644.35	718.74	800.68	890.16
股本	2,545	2,545	2,545	2,545	2,545
资本公积	2,852	2,852	2,852	2,852	2,852
留存公积	7,851	8,412	9,069	9,789	10,577
归属母公司股东权益	13,333	13,911	14,604	15,433	16,412
负债和股东权益	21,763	23,822	23,287	26,380	26,093

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,188	2,389	909.95	2,334	1,418
净利润	1,389	1,414	1,531	1,674	1,833
折旧摊销	347.04	328.44	325.34	355.22	386.95
财务费用	(196.42)	(280.56)	(269.98)	(301.19)	(330.96)
投资损失	(238.01)	(56.93)	(117.29)	(97.17)	(103.88)
营运资金变动	296.45	264.11	(474.14)	804.35	(251.88)
其他经营现金	589.50	719.75	(85.04)	(100.97)	(115.48)
投资活动现金	1,728	(413.82)	(66.14)	(307.25)	(277.93)
资本支出	559.80	726.10	124.98	350.92	328.04
长期投资	1,701	283.30	(75.19)	(71.74)	(72.89)
其他投资现金	586.36	28.99	134.03	115.41	123.00
筹资活动现金	(494.10)	(879.43)	(493.49)	(462.28)	(432.51)
短期借款	(40.17)	(185.04)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(10.70)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(443.22)	(694.39)	(493.49)	(462.28)	(432.51)
现金净增加额	3,421	1,096	350.33	1,565	707.11

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,789	12,585	12,944	13,835	14,675
营业成本	7,510	7,892	8,062	8,560	9,027
营业税金及附加	87.16	82.94	88.77	93.65	99.77
营业费用	1,533	1,704	1,760	1,882	1,996
管理费用	1,436	1,508	1,553	1,660	1,761
财务费用	(196.42)	(280.56)	(269.98)	(301.19)	(330.96)
资产减值损失	(433.87)	(232.64)	(356.40)	(360.58)	(371.13)
公允价值变动收益	0.00	1.11	0.00	0.00	0.00
投资净收益	238.01	56.93	117.29	97.17	103.88
营业利润	1,425	1,421	1,550	1,692	1,855
营业外收入	22.89	44.90	37.56	40.01	39.19
营业外支出	37.06	22.35	27.26	25.62	26.17
利润总额	1,411	1,443	1,560	1,707	1,868
所得税	21.07	29.31	28.89	32.62	35.34
净利润	1,389	1,414	1,531	1,674	1,833
少数股东损益	64.59	70.19	74.40	81.93	89.49
归属母公司净利润	1,325	1,344	1,457	1,592	1,743
EBITDA	1,495	1,465	1,573	1,721	1,880
EPS (元, 基本)	0.52	0.53	0.57	0.63	0.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	6.68	6.76	2.85	6.88	6.07
营业利润	11.84	(0.29)	9.09	9.20	9.62
归属母公司净利润	13.63	1.41	8.41	9.30	9.50
获利能力 (%)					
毛利率	36.30	37.29	37.72	38.13	38.49
净利率	11.79	11.23	11.83	12.10	12.49
ROE	9.97	9.71	9.99	10.31	10.59
ROIC	31.95	41.54	41.55	62.61	62.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.94	38.90	34.20	38.46	33.69
净负债比率 (%)	(56.38)	(62.88)	(62.01)	(68.17)	(68.05)
流动比率	2.01	1.88	2.17	1.98	2.29
速动比率	1.55	1.45	1.76	1.55	1.89
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.55	0.55	0.56	0.56
应收账款周转率	13.25	12.43	12.84	12.64	12.74
应付账款周转率	2.09	1.88	1.99	1.93	1.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.53	0.57	0.63	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.94	0.36	0.92	0.56
每股净资产(最新摊薄)	5.24	5.47	5.74	6.06	6.45
估值比率					
PE (倍)	13.70	13.50	12.46	11.40	10.41
PB (倍)	1.36	1.30	1.24	1.18	1.11
EV_EBITDA (倍)	7.29	6.42	5.80	4.44	3.73

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