20年经营承压，蓄力调整再出发

香飘飘(603711)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	18.67
目标价格(元):	23.28

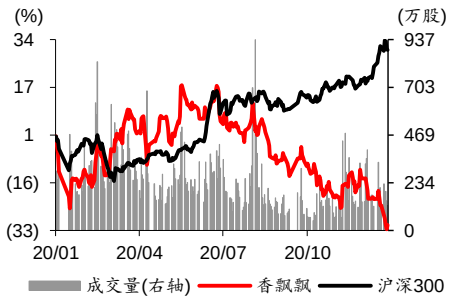
龚源月 研究员 SAC No. S0570520100001 SFC No. BQL737 gongyuanyue@htsc.com

张墨 联系人 SAC No. S0570119030032 SFC No. BQM965 zhangmo@htsc.com

相关研究

1《香飘飘(603711 SH,买入): 业绩低于预期，盼果汁茶旺季发力》2020.04
2《香飘飘(603711 SH,买入): 调整再出发，果汁茶旺季尤可期》2020.04
3《香飘飘(603711 SH,买入): 积极应对疫情，果汁茶推动增长》2020.03

一年内股价走势图



资料来源：Wind

20年疫情影响业绩承压，深度调整产品渠道双管齐下

20年疫情影响下公司冲调类产品基本盘稳固，新品表现较好；即饮业务受主要消费场景恢复缓慢影响在21年经营承压，核心单品果汁茶20Q1-3营收同比-39%。面对压力，公司对产品、渠道、营销、经营目标等进行深度调整。我们看好果汁茶在经历调整之后有望在21年迎来恢复，且冲调类有望维持稳定增长，预计公司20-22年EPS0.72/0.97/1.21元，维持“买入”。

冲调板块：基本盘稳固

冲调是公司业务的基本盘，20Q1疫情影响出货，20Q2伴随复工复产及“F计划”的实施，冲调类营收同比+170%，我们预计2020年冲调类产品有望实现营收30亿左右（19年为29.4亿），除了传统经典系列产品保持了收入的相对稳定，珍珠系列在20年表现较好（20年前三季度0.68亿vs19年全年0.4亿）。展望未来，产品品类拓展、升级和渠道下沉是主要增长驱动力。产品端，20年推出“泡冲泡”战略，推出代餐奶昔等新品，还通过跨界联名推陈出新，抗衡产品老化和消费习惯转变问题。渠道端，公司在全国复制“安徽模式”和“成都模式”，差异化覆盖各区域。

即饮板块：20年经营承压，调整再出发

果汁茶20年旺季经营承压，20Q2/Q3营收2.7/1.1亿，同比-35%/-39%，主要系疫情影响下聚集性活动受限制，20年上半年学校推迟开学，开学后学校管控较为严格，仍处于非常态化阶段，主要消费场景受限制。尽管20年公司经营重点向冲调类进行了回拨，但是果汁茶仍将是未来的战略重心。20年公司在新品拓展上推出了益生菌类新口味果汁茶，得以扩充产品矩阵，同时加强了对渠道管控与经销商管理，20年终端冰冻化陈列有所改善，渠道库存处于良性水平，调整之后有望为21年做好准备。

调整考核目标重建信心，多举措积极应对，期待长期改善

公司主营业务受疫情影响大，20年主动采取多项举措积极应对，体现公司治理规范性和管理层的信心。在年度目标方面，公司调整股权激励考核目标，20年只考核收入指标，目标20年营收较17年增长不低于40%，21年恢复考核利润（目标21年营收较17年增长不低于65%，净利润较17年增长不低于40%）。产品方面，公司持续推新品，提高产能利用率，扩充产品矩阵；渠道方面，公司线上线下齐发力，对经销商采取减量增质的运营策略，资源聚焦打造高势能门店，看好长期改善。

果汁茶蓄势待发，维持“买入”评级

考虑到20年疫情影响果汁茶销售不及预期，我们调整盈利预测，预计20-22年EPS 0.72/0.97/1.21元（前次0.95/1.18/1.45元），果汁茶在经历调整之后有望在21年迎来恢复，冲调类望维持稳定增长。参考可比公司21年平均PE 24x，给予其21年24xPE，目标价23.28元（前次33.25~34.20元），维持“买入”评级。

风险提示：果汁茶恢复增长不达预期，经销商网络发展不达预期，食品安全。

公司基本资料

总股本（百万股）	418.17
流通A股（百万股）	402.57
52周内股价区间（元）	18.26-32.22
总市值（百万元）	7,807
总资产（百万元）	4,394
每股净资产（元）	6.04

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

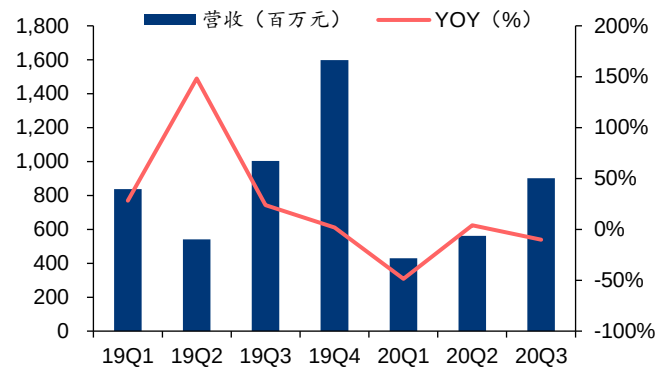
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,251	3,978	3,693	4,372	5,044
+/-%	23.13	22.36	(7.15)	18.36	15.39
归属母公司净利润（百万元）	312.74	348.14	302.54	405.33	507.82
+/-%	17.53	10.39	(12.92)	33.98	25.29
EPS（元，最新摊薄）	0.75	0.83	0.72	0.97	1.21
PE（倍）	24.81	22.47	25.81	19.26	15.37

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

疫情影响下 2020 经营承压，调整再出发

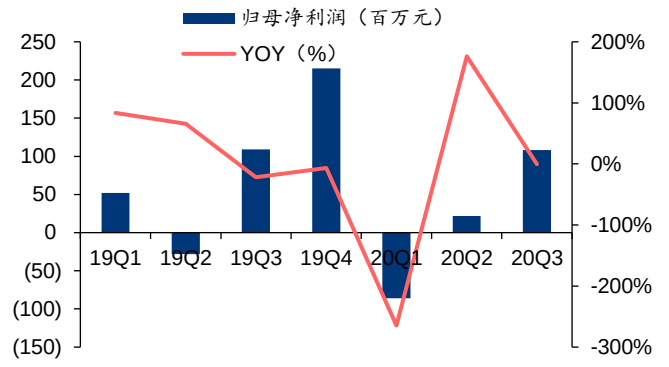
疫情之下 2020 年经营承压，公司积极主动调整应对。2020 年前 3 季度，公司实现营收 18.93 亿元，较上年同期减少 20.47%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比减少 66.35%。分季度来看，20Q1 受疫情和外部环境因素影响最大，同比上年下降较高，20Q1 实现营收 4.3 亿元，同比-48.61%，归母净利润亏损 0.86 亿元。20Q2 伴随公司复工复产，公司主动调整以重振信心，单季度营收 5.61 亿，同比+3.93%，归母净利润 0.22 亿，同比+176.27%；20Q3 公司业绩仍处于逐步恢复和改善过程中，单季度营收 9.01 亿，同比-10.1%，归母净利润 1.08 亿，同比-0.3%，主要系即饮类产品主要消费场景学校受疫情管控仍然较为严格，需求端受到影响。

图表1： 香飘飘 19-20 年分季度收入与同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2： 香飘飘 2019-20 年分季度归母净利润与同比增速



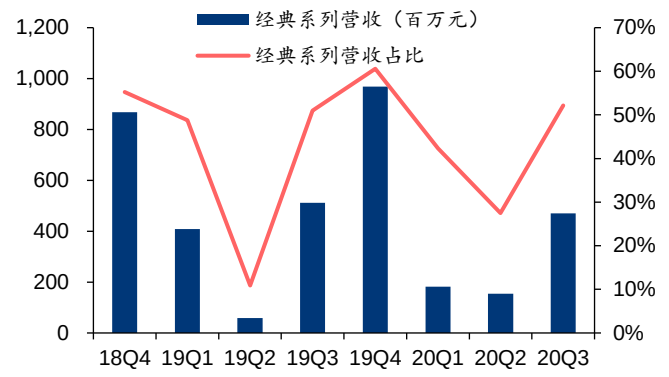
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

冲调类基本盘相对稳固

冲调类产品是香飘飘的基本盘，疫情对渠道库存和动销产生一定影响，但总的来看基本盘相对稳定。受疫情影响，冲泡类产品 20 年前 3 季度营收同比减少 12.89%。值得注意的是，冲泡类产品的营收跌幅远远小于即饮类产品和其他类产品同期跌幅，冲泡类基本盘仍旧相对稳定。新品珍珠系列 20 年前 3 季度贡献了近 0.7 亿营收，上市后表现较为喜人，具备成长空间。

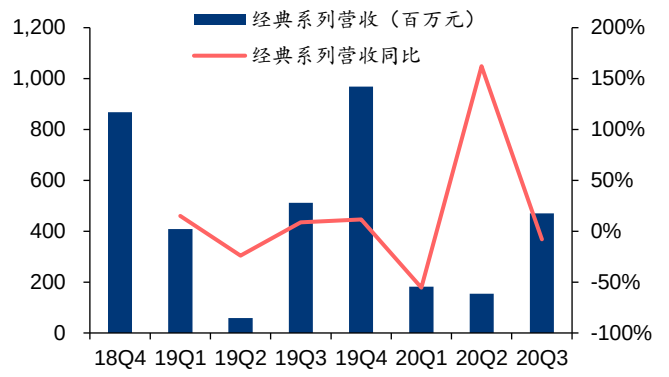
为稳定基本盘，公司 20 年实施“F 计划”并推出“泛冲泡”战略，从产品和渠道两端发力，为冲调类产品打开空间，公司基于 20 年特殊外部环境，将策略重点向冲泡奶茶进行了回拨 20 年冲调类板块营收有望实现基本持平。20 年二季度伴随公司复工复产，公司实施了以固体冲泡奶茶淡季销售翻一番为挑战目标的“F 计划”，二季度实现冲泡产品销售收入 2.40 亿元，同比增长 169.90%。产品端，公司 19 年推出珍珠双拼奶茶表现良好，20 年不仅推出“泛冲泡”战略，涉足轻食代餐，推出代餐奶昔等新品，还通过跨界联名推陈出新，如与泸州老窖合作推出联名款桃醉双拼等，抗衡产品老化和消费习惯转变问题。渠道端，公司一方面在全国复制“安徽模式”，进行渠道下沉和渠道深耕，另一方面运用“成都模式”打造香飘飘在一二线城市的势能，差异化覆盖全国各区域。

图表3： 经典系列分季度收入与占比



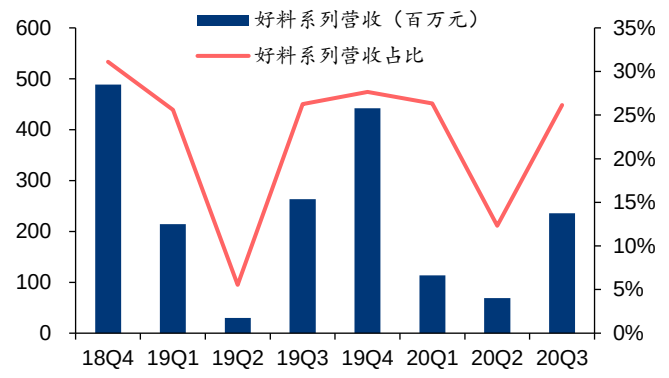
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 经典系列分季度收入与同比



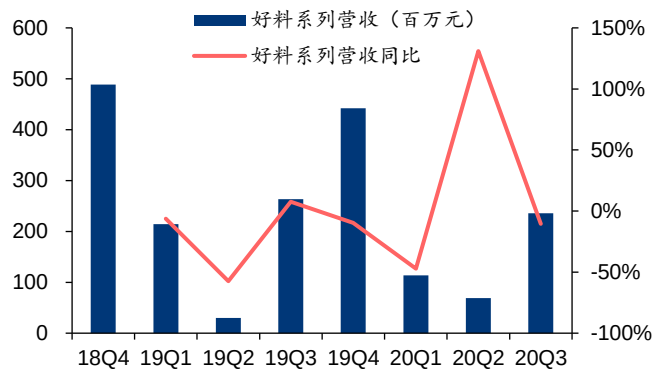
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5： 好料系列分季度收入与占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 好料系列分季度收入与同比



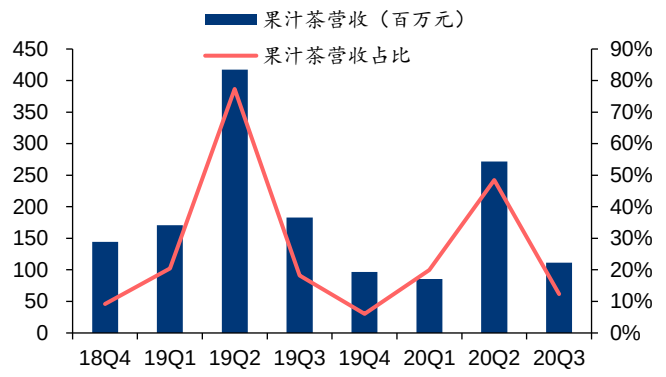
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

果汁茶调整再出发

复盘 MECO 果汁茶 19 年下半年以来的销售表现，19Q3 因终端冷冻化陈列出现问题销售表现欠佳，20 年以来受疫情影响销售亦呈下滑态势。19Q3 果汁茶表现低于预期，主要是由于 19 年暑期天气较热但公司的冰柜陈列不足，动销跟预期出现差异，19Q3 果汁茶实现营收 1.8 亿，环比-56%。在果汁茶的销售渠道中，学校占比达 30%，20 年受疫情影响，学校推迟开学，主要消费场景恢复缓慢，果汁茶销售表现疲软，20 年 Q1-Q3 单季度营收分别为 0.86 亿/2.72 亿/1.11 亿，同比分别-50%/-35%/-39%，前 3 季度果汁茶共实现营收 4.7 亿，同比减少 39.22%。

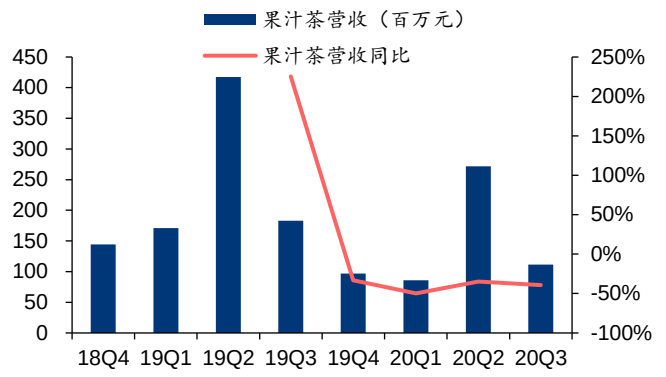
现阶段即饮板块特别是果汁茶仍是公司的策略重点，虽然短期对经营节奏进行微调（20 年增长更多来自冲调板块），中长期公司双轮驱动的基本策略不变，未来仍将重点打造即饮板块。为支撑果汁茶持续放量，形成新的增长点，公司在扩充 MECO 产品矩阵上颇为用心。为迎合消费者日趋强烈的健康需求，公司不仅新推出益生菌类新口味果汁茶，还将几款奶茶产品升级为无蔗糖产品。在终端的冰冻化陈列方面，2020 年比 2019 年有所改善，根据调研，20 年陈列的数量在旺季有 18 万家终端左右，基本上按照公司所确定的目标在实现，且冰冻化质量通过督导和手机拜访系统、照片识别也有了比较明显的改善。通过加强渠道管控与经销商管理，果汁茶库存趋于良性，我们看好未来在消费场景恢复状态下，果汁茶有望迎来恢复性增长。

图表7：果汁茶分季度收入与占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：果汁茶分季度收入与环比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

调整考核目标，产品渠道优化改进

公司主营业务受疫情影响大，20 年主动采取多项举措积极应对，体现公司治理规范性和管理层的信心。在年度目标方面，公司调整股权激励考核目标，20 年只考核收入指标，增速不低于 17 年营收增速的 40%，即实现营收 36.96 亿元（调整前考核收入目标为 47.53 亿，较 17 年增长 75%，利润目标 4.7 亿，较 17 年增长 75%），即可解锁股权激励，21 年恢复考核利润指标，营收增速不低于 17 年营收增速的 65%，利润增速不低于 17 年利润增速的 40%（调整前考核收入目标为 56.77 亿，较 17 年增长 115%，利润目标 5.76 亿，较 17 年增长 115%）。

图表9：考核目标调整情况

	收入目标	净利润目标
调整前	以 2017 年度营业收入为基准，2020 年度营业收入增长率不低于 80%	以 2017 年度净利润为基准，2020 年度净利润增长率不低于 75%
	以 2017 年度营业收入为基准，2021 年度营业收入增长率不低于 115%	以 2017 年度净利润为基准，2021 年度净利润增长率不低于 115%
调整后	以 2017 年度营业收入为基准，2020 年度营业收入增长率不低于 40%；	无利润考核目标
	以 2017 年度营业收入为基准，2021 年度营业收入增长率不低于 65%	以 2017 年度净利润为基准，2021 年度净利润增长率不低于 40%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

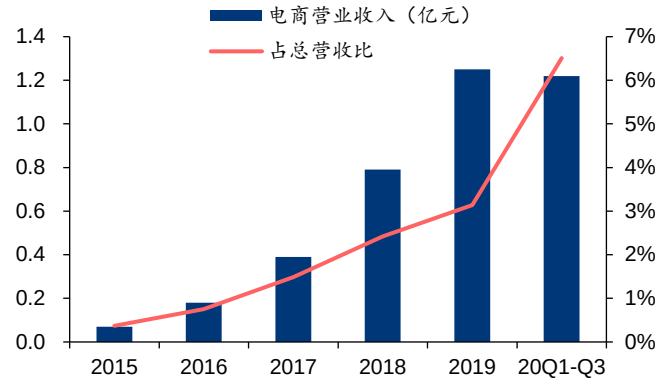
产品方面，公司在固体冲泡奶茶和果汁茶的双轮驱动下，再发展几个子品类来作为“小轮子”保驾护航，持续扩充产品矩阵，打破品类限制，进而弥补公司在消费人群、消费场景覆盖面的缺陷，支撑销售持续放量。渠道方面，公司线上线下齐发力。线上方面，公司近年来电商渠道营业收入增速较快，占公司全渠道总营收的比重持续上升。疫情期间，公司提出了“电商+内容+直播”组合营销模式，并在 2020 年上半年的多款新品推广上创新尝试，有效带动产品线上热销。线下方面，一方面，公司对经销商采取减量增质的运营策略，2020 年前 3 季度公司经销商数量增加 181 家，减少 316 家，净减少 135 家，除去经销商自身调整，公司也主动强化管理，将部分小商转化为分销商，以提升经营效率。另一方面，公司从 20 年 3 季度开始资源聚焦打造高势能门店，冲泡与即饮门店数量都超额完成目标。

图表10：香飘飘经销商数量变化（家）

地区	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
华东	373	368	336	373	403	466	444
华北	158	196	152	166	152	176	144
西南	138	140	126	134	147	170	174
西北	94	105	106	164	183	178	159
华中	144	193	183	216	243	223	207
华南	56	57	59	87	116	176	140
东北	56	57	42	31	43	92	78
总计	**1019**	**1116**	**1004**	**1171**	**1287**	**1481**	**1346**

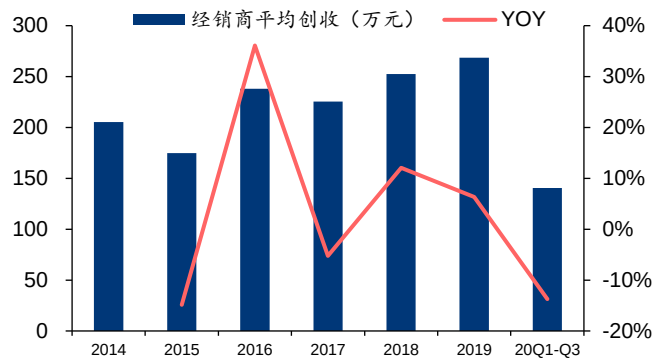
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11： 香飘飘 2014-2019 年电商渠道营收及其占总营收比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12： 香飘飘 18Q1-19Q3 经销商单季度创收情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

收入预测：由于疫情反复和复杂外部环境因素，公司的即饮板块受到较大影响，经营节奏和市场布局都与原计划存在一定差距，但中长期来看，我们仍看好冲泡板块稳定的基本盘与即饮板块的成长性以及公司在后疫情时期的弹性。我们将香飘飘 2020~2022 年收入增速预期分别调整至-7.2%，18.4%和 15.4%，较前值分别-17.8pct，-0.6pct 和-1.7pct。

毛利率预测：目前果汁茶受制于规模因素在公司子板块里毛利率偏低，低于公司整体毛利率。短期看，公司将策略重心往冲调类回拨，毛利率或将得到一定改善。中长期来看，随着未来果汁茶出货量增加，规模效率会更加明显。我们将香飘飘 2020~2022 年毛利率预期分别调整至 40.6%，41.3%和 41.7%，较前值分别-0.2pct，+0.1pct 和+0.1pct。

费用率预测：公司费用率近年来较为稳定，受疫情影响存在一定波动。20 年公司在线下渠道方面的投入有一定增加，长期来看费用率仍将维持在相对稳定的状态。我们将香飘飘 2020~2022 年费用率预期分别调整至 31.2%，30.7%和 30.1%，较前值分别+1.5pct，+1.3pct 和+0.9pct。

图表13： 盈利预测调整表

	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度		
项目	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营收（百万元）	4,403	5,236	6,129	3,693	4,372	5,044	-16.1%	-16.5%	-17.7%
收入增速（%）	10.7%	18.9%	17.1%	-7.2%	18.4%	15.4%	-17.8pct	-0.6pct	-1.7pct
毛利率（%）	40.8%	41.2%	41.6%	40.6%	41.3%	41.7%	-0.2pct	0.1pct	0.1pct
期间费用率（%）	29.7%	29.4%	29.2%	31.2%	30.7%	30.1%	1.5pct	1.3pct	0.9pct
净利率（%）	9.0%	9.4%	9.9%	8.2%	9.3%	10.1%	-0.8pct	-0.1pct	0.2pct
归母净利润（百万元）	395	493	606	303	405	508	-23.5%	-17.7%	-16.3%
EPS（元）	0.95	1.18	1.45	0.72	0.97	1.21	-23.5%	-17.7%	-16.3%

资料来源：华泰证券研究所

我们认为香飘飘冲泡类产品未来有望保持稳健增长，果汁茶仍具备较大的增长潜力。参考可比公司 21 年平均 PE 24x，给予 21 年 24xPE，目标价 23.28 元，维持“买入”。

图表14： 可比公司估值表

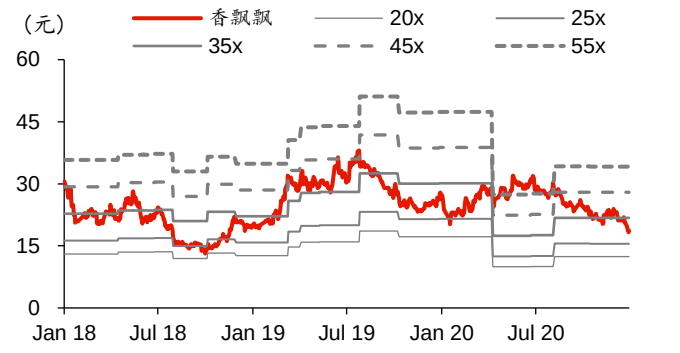
		市值(mn)	PE（倍）				EPS（元）				20-22 净利润
公司简称	**股票代码**	2020/1/18	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	**CAGR**
养元饮品	603156 CH	31,131	10	16	14	13	2.56	1.52	1.74	1.92	-9%
伊利股份	600887 CH	283,754	41	39	33	29	1.15	1.19	1.40	1.60	12%
燕塘乳业	002732 CH	3,588	29	32	24	21	0.79	0.72	0.94	1.11	12%
平均值		**106,158**	**26**	**29**	**24**	**21**	**1.50**	**1.14**	**1.36**	**1.54**	**5%**
中间值		31,131	29	32	24	21	1.15	1.19	1.40	1.60	12%
香飘飘	**603711 CH**	**7,807**	**22**	**26**	**19**	**15**	**0.83**	**0.72**	**0.97**	**1.21**	**13%**

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期，香飘飘盈利预测为华泰预测

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

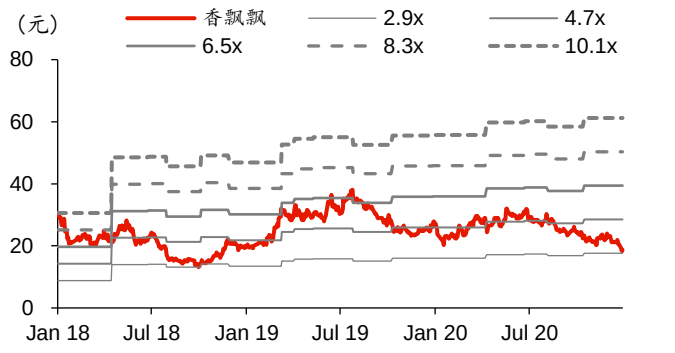
PE/PB - Bands

图表15： 香飘飘历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表16： 香飘飘历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

果汁茶增长不达预期。如果重要单品果汁茶的实际销售情况不如我们的预期，将会使得公司的收入和利润增长达不到我们的预期。

经销商网络发展不达预期。如果公司推进的经销商网络发展和渠道下沉不达预期，将会对公司冲调类产品的增长和果汁茶的放量产生负面影响。

食品安全。如果公司的主要产品出现食品安全问题，将会对公司的销售产生负面影响。

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	1,949	2,098	1,900	2,152	2,516
现金	1,183	1,243	1,082	1,284	1,597
应收账款	47.47	45.09	41.86	49.55	57.17
其他应收账款	8.14	30.35	28.18	33.35	38.48
预付账款	95.37	115.40	108.28	126.69	145.10
存货	152.79	166.10	141.27	160.80	180.33
其他流动资产	462.36	498.20	498.20	498.20	498.20
非流动资产	1,391	1,818	2,123	2,412	2,660
长期投资	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50
固定投资	828.50	1,198	1,427	1,678	1,905
无形资产	194.35	206.03	217.48	228.71	239.71
其他非流动资产	367.94	413.83	478.20	504.31	514.15
资产总计	3,340	3,916	4,023	4,564	5,176
流动负债	1,081	1,306	1,215	1,442	1,668
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	384.28	409.23	383.96	449.25	514.53
其他流动负债	696.47	896.74	831.14	992.50	1,153
非流动负债	43.76	75.53	75.53	75.53	75.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	43.76	75.53	75.53	75.53	75.53
负债合计	1,125	1,381	1,291	1,517	1,743
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	419.35	419.35	418.17	418.17	418.17
资本公积	613.37	684.97	684.97	684.97	684.97
留存公积	1,334	1,577	1,629	1,943	2,329
归属母公司股东权益	2,215	2,534	2,732	3,046	3,432
负债和股东权益	3,340	3,916	4,023	4,564	5,176

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	613.22	719.95	363.39	729.40	862.96
净利润	314.70	347.41	302.54	405.33	507.82
折旧摊销	67.68	114.02	147.66	179.33	213.51
财务费用	(10.11)	(2.53)	(16.95)	(14.76)	(17.51)
投资损失	(13.26)	(16.33)	(16.33)	(16.33)	(16.33)
营运资金变动	227.21	163.95	(60.48)	168.88	168.50
其他经营现金	27.00	113.43	6.96	6.96	6.96
投资活动现金	(763.93)	(638.46)	(436.55)	(451.42)	(445.45)
资本支出	485.71	531.55	438.12	452.99	447.03
长期投资	281.74	6.05	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(3.51)	100.86	(1.57)	(1.57)	(1.57)
筹资活动现金	(13.63)	(136.59)	(87.59)	(76.28)	(104.46)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(109.77)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	19.34	0.00	(1.18)	0.00	0.00
资本公积增加	145.25	71.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(68.46)	(208.19)	(86.41)	(76.28)	(104.46)
现金净增加额	(164.35)	(55.10)	(160.75)	201.70	313.04

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,251	3,978	3,693	4,372	5,044
营业成本	1,938	2,339	2,195	2,568	2,941
营业税金及附加	27.23	35.60	33.05	39.12	45.14
营业费用	800.22	966.87	942.01	1,093	1,236
管理费用	130.10	213.90	198.60	230.69	261.14
财务费用	(10.11)	(2.53)	(16.95)	(14.76)	(17.51)
资产减值损失	(0.98)	(7.43)	(6.90)	(8.16)	(9.42)
公允价值变动收益	0.00	0.22	0.22	0.22	0.22
投资净收益	13.26	16.33	16.33	16.33	16.33
营业利润	400.05	440.85	392.51	513.73	644.00
营业外收入	0.84	2.02	2.02	2.02	2.02
营业外支出	0.39	0.57	10.00	0.57	0.57
利润总额	400.50	442.30	384.53	515.19	645.46
所得税	87.76	94.16	82.00	109.86	137.64
净利润	312.74	348.14	302.54	405.33	507.82
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	312.74	348.14	302.54	405.33	507.82
EBITDA	421.68	533.34	469.47	616.86	771.08
EPS (元，基本)	0.75	0.83	0.72	0.97	1.21

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	23.13	22.36	(7.15)	18.36	15.39
营业利润	26.85	9.48	(10.82)	30.88	25.36
归属母公司净利润	17.53	10.39	(12.92)	33.98	25.29
获利能力 (%)					
毛利率	40.39	41.20	40.58	41.26	41.70
净利率	9.68	8.73	8.19	9.27	10.07
ROE	15.19	14.63	11.49	14.03	15.68
ROIC	30.73	28.27	16.53	19.40	23.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.67	35.28	32.08	33.25	33.69
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.80	1.61	1.56	1.49	1.51
速动比率	1.66	1.48	1.45	1.38	1.40
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.10	0.93	1.02	1.04
应收账款周转率	51.97	85.96	84.95	95.64	94.53
应付账款周转率	5.26	5.90	5.53	6.16	6.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.83	0.72	0.97	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	1.72	0.87	1.74	2.06
每股净资产(最新摊薄)	5.30	6.06	6.53	7.29	8.21
估值比率					
PE (倍)	24.81	22.47	25.81	19.26	15.37
PB (倍)	3.52	3.08	2.86	2.56	2.27
EV_EBITDA (倍)	15.84	12.52	14.23	10.83	8.66

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，龚源月，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迟延。

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

- 分析师龚源月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2021年华泰证券股份有限公司