

# 营销业务彰显韧性，品牌力持续提升

华泰研究

2022年8月24日 | 中国内地

中报点评

教育综合

投资评级(维持):

**增持**

目标价(人民币):

**21.04**

研究员	段联
SAC No. S0570521070001	duanlian@htsc.com
SFC No. BRP041	+(86) 10 5761 7007
研究员	周钊
SAC No. S0570517070006	zhouzhao@htsc.com
SFC No. BQA910	+(86) 10 5679 3958
研究员	朱珺
SAC No. S0570520040004	zhujun016731@htsc.com
SFC No. BPX711	+(86) 755 8249 2388

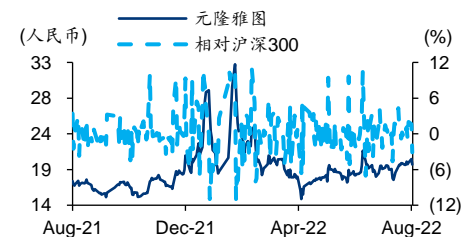
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



## 基本数据

目标价(人民币)	21.04
收盘价(人民币 截至8月23日)	19.42
市值(人民币百万)	4,334
6个月平均日成交额(人民币百万)	163.20
52周价格范围(人民币)	14.82-32.75
BVPS(人民币)	4.56

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 冬奥产品热销趋势延续至 Q2，礼赠品和新媒体双主业协同优势明显

元隆雅图 22H1 实现营收 19.46 亿元, yoy+108.85%; 实现扣非后归母净利润 1.71 亿元, yoy+283.01%。22H1 收入为我们前次全年预测收入的 68.12%, 超出预期, 主因冬奥特许纪念品销售热度延续至 Q2。综合考虑疫情短期影响、公司线上线下营销服务逐步融合、客户结构持续优化、冬奥事件提升企业长期品牌力等因素, 我们调整 22-24 年归母净利润预测至 2.13/1.76/2.09 亿元 (前值: 2.15/1.76/2.06 亿元), 可比公司 22 年平均 PE (wind 一致预期) 为 20.09 倍, 考虑公司前述优势, 给予高于行业平均的 22 倍 PE, 上调目标价至 21.04 元 (前值 19.24 元)。维持“增持”评级。

### 整合营销业务彰显韧性，客户结构持续优化，线上线下融合协同

22H1 公司营销业务在疫情冲击下整体维持平稳增长, 实现收入 8.79 亿元, yoy+2.23%, 其中礼赠品营收 4.69 亿元, yoy+13.46%; 新媒体营销营收 3.71 亿元, yoy+20.30%。公司在多个行业的广泛布局和丰富的客户储备在疫情期间有效地分散了风险, 重点培育的互联网、金融类客户未来有望贡献更多收入。同时, 公司以统一的创意设计大中台为支撑, 面向客户进行礼赠品和新媒体广告联合提案, 持续推进线上线下客户资源共享和应用场景互补, 双主业逐渐实现融合。我们认为公司整合营销业务有望保持良好增长。

### 冬奥产品热销助力品牌力提升；加码元宇宙拓展业务边界

2022 年上半年, 冬奥会特许纪念品和贵金属实现收入 10.65 亿元, yoy+1,406.22%。冬奥产品的优质口碑和流量加持有助于大幅提升公司的品牌认知度, 为未来持续开发新客户并提升市占率创造有利条件; 相关的设计开发、产能组织、营销推广经验亦有望在 23 年开幕的成都大运会和杭州亚运会及未来的特许纪念品业务中实现复用。此外, 公司正积极布局元宇宙业务, 其中虚拟人品牌服务和 IP 运营已基本实现了初步的商业变现, 数字藏品开发和运营亦有多多个成功案例。元宇宙业务未来有望依托公司在创意设计和“虚实结合”方面的优势与主业实现协同扩张。

### 长期业务协同及品牌提升优势明显，维持“增持”评级

考虑疫情的短期影响和公司线上线下业务协同及品牌提升优势, 我们调整 22-24 年归母净利润预测至 2.13/1.76/2.09 亿元 (前值: 2.15/1.76/2.06 亿元), 在可比公司 22 年平均 PE (20.09 倍, wind 一致预期) 基础上给予一定溢价, 按 22 倍 PE 上调目标价至 21.04 元 (前值 19.24 元)。维持“增持”。

风险提示: 疫情影响客户投放计划; 主要客户营销方式和需求发生变化的风险; 新业务发展不及预期; 竞争加剧导致毛利率下滑; 应收账款回收风险。

## 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)	1,990	2,286	3,041	2,588	2,908
+/-%	26.65	14.84	33.02	(14.88)	12.37
归属母公司净利润 (人民币百万)	163.14	115.59	213.39	175.61	208.72
+/-%	42.03	(29.15)	84.62	(17.70)	18.85
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.73	0.52	0.96	0.79	0.94
ROE (%)	21.36	13.54	21.70	14.91	15.24
PE (倍)	26.57	37.50	20.31	24.68	20.76
PB (倍)	5.22	4.94	3.98	3.42	2.94
EV EBITDA (倍)	19.06	22.48	16.60	17.23	16.33

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 关键盈利预测假设变动表

考虑到 22 上半年冬奥产品销售超预期和短期疫情的影响，我们调整盈利预测，其中关键假设变动如下：

1. 特许纪念品经营和贵金属工艺品：据光明网 7 月 1 日报道，北京冬奥组委与特许生产商的特许生产协议已于 2022 年 6 月 30 日到期，剩余商品可继续销售至 9 月。因此我们依据公司上半年相关产品已实现的收入水平调整特许纪念品经营/贵金属工艺品 22 年收入预测至 11.00 亿元/1,383.06 万元（前值：5.17 亿元/1,953.61 万元）；考虑冬奥产品带来的长期品牌效应，我们预测 23-24 年特许纪念品经营收入为 6,199.13/6,819.05 万元（前值：6,199.13/6,199.13 万元）；由于贵金属工艺品业务受益于公司品牌的整体提升，且发展相对稳健，我们暂不调整 23-24 年收入预测，维持 2,148.97/2,363.87 万元。
2. 考虑疫情导致部分大客户营销预算收缩，我们下调促销服务/新媒体营销服务 22 年收入预测至 7,773.01 万元/8.50 亿元（前值：3.63 亿元/9.58 亿元）。由于促销服务与礼赠品均面向大客户，需求波动相似，我们按照礼赠品 23-24 年收入增速假设调整促销服务 23-24 年收入至 9,094.42/9,549.14 万元（前值 5.08 亿元/5.59 亿元）。我们认为新媒体营销服务有望受益于 22 年广告需求积压后释放，因此不调整 23-24 年收入预测值，维持 12.45/14.94 亿元。
3. 公司各项业务毛利率波动较大，主要因为：1) 礼赠品、促销服务、新媒体营销服务的毛利率与客户的需求类型和结构有关；2) 贵金属工艺品毛利率受贵金属价格变动影响大；3) 特许纪念品的销售受具体事件影响明显。因此我们参照公司 22 上半年各项业务毛利率水平对 22 年预测毛利率进行调整。对于 23-24 年毛利率，我们认为在疫情好转后，广告和营销市场景气度有望恢复，且在经济周期回暖阶段以黄金为主的贵金属价格预计出现回调，礼赠品、促销服务、新媒体营销服务、贵金属工艺品等业务毛利率有望逐步修复，因此维持前次假设；考虑到冬奥对特许纪念品销售的一次性影响集中在 21 下半年至 22 上半年，我们下调 23-24 年特许纪念品毛利率假设。
4. 22H1 礼赠品收入占我们 22 年收入预测（9.96 亿元）的 47.04%，基本符合我们的预期，故不调整 22-24 收入假设；出租收入和毛利率相对稳定，故亦不做调整。
5. 考虑到 22H1 冬奥产品的热销推动了总收入和相关销售费用上涨，而管理费用/研发费用相对刚性且季节波动较小，我们参考 22H1 的费用率水平分别将 22 年销售费用率/管理费用率/研发费用率调至 8.95%/2.02%/3.14%（前值：5.32%/ 3.04%/ 4.37%）。我们认为 23-24 年上述事件的影响将减退，故维持 23-24 年相应假设。此外，由于 22H1 末少数股东权益相较 21 年末减少，我们参考 22H1 的少数股东损益水平，相应将 22-24 年少数股东持股比例假设从 17.25%下调至 0.63%。

图表1：关键盈利预测假设变动表

调整后	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>3,040.62</b>	<b>2,588.05</b>	<b>2,908.30</b>
yoy	33.02%	-14.88%	12.37%
礼品 (百万元)	996.50	1,165.91	1,224.20
yoy	0.00%	17.00%	5.00%
促销服务 (百万元)	77.73	90.94	95.49
yoy	-76.00%	17.00%	5.00%
新媒体营销服务 (百万元)	850.18	1,245.34	1,494.41
yoy	15.37%	46.48%	20.00%
贵金属工艺品 (百万元)	13.83	21.49	23.64
yoy	-29.20%	55.38%	10.00%
特许纪念品经营 (百万元)	1,100.00	61.99	68.19
yoy	432.33%	-94.36%	10.00%
<b>毛利率</b>			
礼品	13.82%	17.59%	17.59%
促销服务	40.35%	20.63%	20.63%
新媒体营销服务	19.56%	23.00%	23.00%
贵金属工艺品	12.76%	30.00%	40.00%
特许纪念品经营	31.77%	25.39%	25.39%
<b>经营费用率</b>			
销售费用率	8.95%	5.32%	5.32%
管理费用率	2.02%	3.04%	3.04%
研发费用率	3.14%	4.37%	4.37%
<b>少数股东持股比例</b>	<b>0.63%</b>	<b>0.63%</b>	<b>0.63%</b>

调整前	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>2,856.02</b>	<b>3,005.38</b>	<b>3,365.72</b>
yoy	24.94%	5.23%	11.99%
礼品 (百万元)	996.50	1,165.91	1,224.20
yoy	0.00%	17.00%	5.00%
促销服务 (百万元)	363.05	508.27	559.09
yoy	12.09%	40.00%	10.00%
新媒体营销服务 (百万元)	957.96	1,245.34	1,494.41
yoy	30.00%	30.00%	20.00%
贵金属工艺品 (百万元)	19.54	21.49	23.64
yoy	0.00%	10.00%	10.00%
特许纪念品经营 (百万元)	516.60	61.99	61.99
yoy	150.00%	-88.00%	0.00%
<b>毛利率</b>			
礼品	17.59%	17.59%	17.59%
促销服务	20.63%	20.63%	20.63%
新媒体营销服务	23.00%	23.00%	23.00%
贵金属工艺品	25%	30%	40%
特许纪念品经营	36.87%	36.87%	36.87%
<b>经营费用率</b>			
销售费用率	5.32%	5.32%	5.32%
管理费用率	3.04%	3.04%	3.04%
研发费用率	4.37%	4.37%	4.37%
<b>少数股东持股比例</b>	<b>17.25%</b>	<b>17.25%</b>	<b>17.25%</b>

资料来源：华泰研究预测

尽管冬奥产品的销售对 22 年的收入增长为一次性影响，但我们认为本次冬奥产品的热销非常有利于提升公司在营销品行业的知名度，同时供应链体系也借此契机予以完善，除特许经营纪念品业务本身未来可能承接更多的大型赛事周边产品业务外，公司的礼赠品、促销服务、新媒体营销业务也很可能受到积极影响。营销品市场本身较为分散，随着企业知名度的提升，有较大的市场份额提升空间。

综合前述因素，并客观考虑 22 年疫情的潜在影响，我们相应调整了公司 22-24 年盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润先降后升，分别为 2.13/1.76/2.09 亿元（前值：2.15/1.76/2.06 亿元），对应 EPS 为 0.96/0.79/0.94 元（前值：0.96/0.79/0.92 元），可比公司 22 年平均 PE（wind 一致预期）为 20.09 倍，考虑公司前述优势，给予高于行业平均的 22 倍 PE，上调目标价至 21.04 元（前值 19.24 元）。维持“增持”评级。

图表2：PE 相对估值法关键参数假设

元隆雅图归母净利润（百万元）	2022E	213.39
可比公司平均 PE		20.09
预测 PE		22.00
市值（百万元）		4,694.61
总股本（百万股）		223.17
目标价（元）		21.04

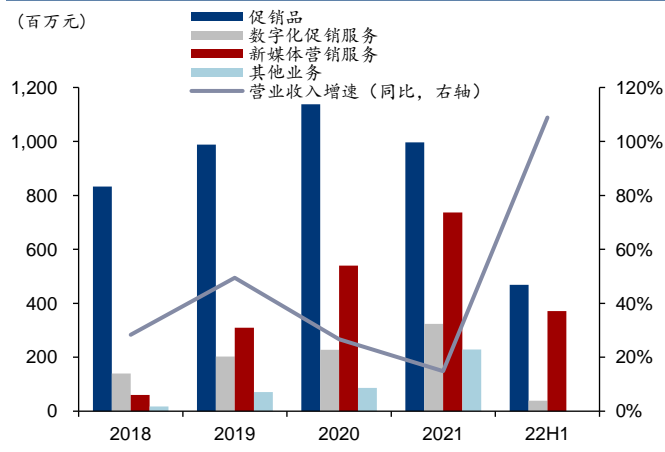
注：数据截至 2022 年 8 月 23 日  
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表3：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (百万元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
603825 CH	华扬联众	17.98	4,554.99	0.93	0.98	1.21	1.65	16.51	18.35	14.87	10.91
300058 CH	蓝色光标	6.06	15,095.69	0.29	0.21	0.30	0.36	21.31	28.86	20.28	16.96
605168 CH	三人行	102.21	10,364.84	5.86	7.25	7.26	10.12	20.12	14.10	14.07	10.10
600556 CH	天下秀	7.73	13,973.89	0.17	0.20	0.28	0.38	45.76	38.65	27.45	20.15
002400 CH	省广集团	4.67	8,141.38	-0.53	0.11	-	-	-	42.45	-	-
002712 CH	思美传媒	4.96	2,882.76	-2.04	0.10	-	-	-	48.58	-	-
002571 CH	易尚展示	7.88	3,088.57	0.01	0.02	-	-	417.56	354.95	-	-
300612 CH	宣亚国际	19.42	3,088.56	-0.18	0.06	-	-	-	315.26	-	-
002291 CH	星期六	18.30	16,674.94	0.03	-0.90	0.77	1.13	433.67	-	23.76	16.17
<b>平均值</b>								<b>219.11</b>	<b>107.65</b>	<b>20.09</b>	<b>14.86</b>

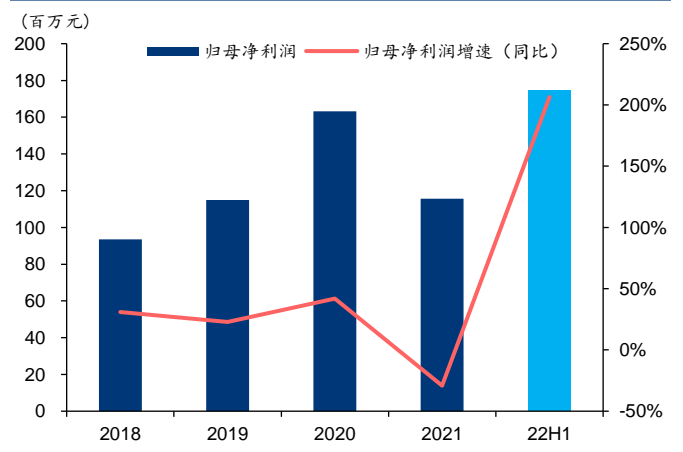
注：数据截至 2022 年 8 月 23 日。  
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：受益于冬奥产品热销，22H1 营业收入同比大幅增长



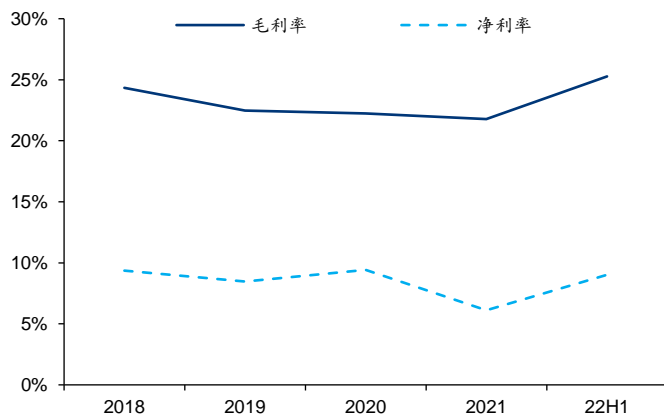
资料来源：Wind、华泰研究

图表5：受益于冬奥产品热销，22H1 归母净利润同比大幅上涨



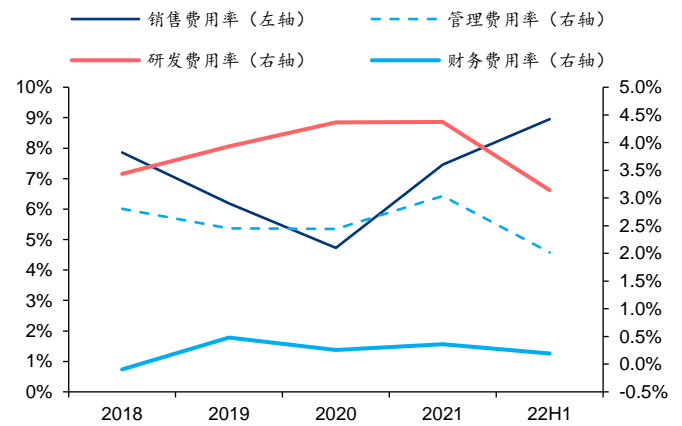
资料来源：Wind、华泰研究

图表6: 22H1 收入高增带来规模效应, 利润率有所改善



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 短期销售费用率因特许业务上升, 其他费率因规模效应摊薄

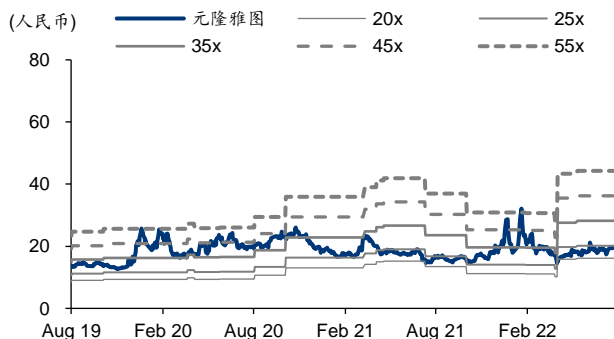


资料来源: Wind、华泰研究

## 风险提示

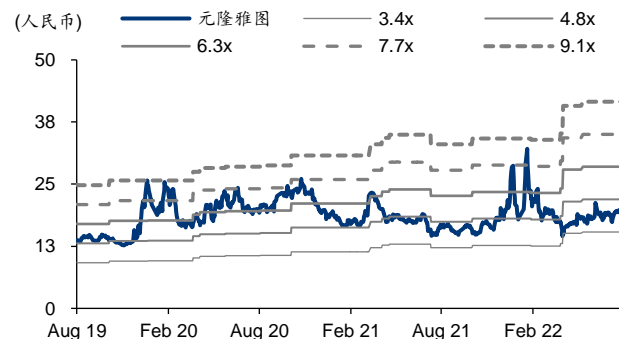
- 疫情影响客户投放计划:** 礼赠品和促销服务业务面向大企业客户, 疫情冲击或导致部分大客户减少或推迟营销投入, 对公司收入产生不利影响。
- 主要客户营销方式和需求发生变化的风险:** 主要客户所在行业的景气度、市场需求、竞争环境和客户自身经营情况等都会影响到其营销的方式和需求, 从而影响某一客户短期的收入贡献。
- 新业务发展不及预期:** 公司元宇宙等创新业务目前还处于起步阶段, 距离成规模收入还需要较长时间的培育, 是否能够达到预期存在一定的不确定性, 如果新业务开拓未达预期, 而相应的团队已经组建并发生费用, 对公司业绩可能产生不利影响。
- 竞争加剧导致毛利率下滑:** 国内礼赠品行业体量巨大, 参与者众多、单个参与者规模偏小、产业集中度较低。新媒体行业发展迅速, 从业者众多。如果公司在未来发展中未能持续提高创意设计能力、IP 转化能力和 IT 技术能力, 获取更多的客户, 公司有可能在未来市场竞争中处于不利地位。
- 应收账款回收风险:** 公司应收账款余额较大, 若无法及时收款, 则可能对公司流动性和财务业绩造成不利影响。

图表8: 元隆雅图 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 元隆雅图 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>	1,220	1,496	1,977	1,526	2,204
现金	376.04	433.92	577.20	811.19	552.09
应收账款	540.82	696.82	949.50	451.77	1,123
其他应收账款	13.76	13.71	22.83	8.27	26.68
预付账款	89.34	137.60	164.27	92.67	196.07
存货	128.88	176.93	225.39	125.89	267.67
其他流动资产	71.37	37.05	37.50	36.17	38.12
<b>非流动资产</b>	234.81	267.38	269.24	263.68	262.24
长期投资	1.19	1.22	1.52	1.91	2.12
固定投资	13.10	14.94	17.14	12.24	12.14
无形资产	15.19	13.05	15.04	13.81	12.39
其他非流动资产	205.33	238.17	235.54	235.73	235.59
<b>资产总计</b>	1,455	1,763	2,246	1,790	2,466
<b>流动负债</b>	590.97	813.85	1,082	448.61	914.66
短期借款	201.77	251.05	372.84	0.00	111.32
应付账款	204.33	319.10	369.52	231.74	441.88
其他流动负债	184.88	243.70	339.26	216.87	361.46
<b>非流动负债</b>	1.63	16.79	16.79	16.79	16.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.63	16.79	16.79	16.79	16.79
<b>负债合计</b>	592.60	830.64	1,098	465.39	931.45
少数股东权益	32.21	56.17	57.53	58.65	59.98
股本	221.53	221.41	223.17	223.17	223.17
资本公积	189.93	198.82	197.06	197.06	197.06
留存公积	420.47	456.34	671.10	847.83	1,058
归属母公司股东权益	830.20	876.60	1,090	1,266	1,474
<b>负债和股东权益</b>	1,455	1,763	2,246	1,790	2,466

### 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>	148.36	122.20	49.46	610.65	(365.71)
净利润	187.40	139.68	214.75	176.73	210.05
折旧摊销	7.05	25.10	3.28	10.61	13.48
财务费用	6.30	8.28	7.87	(1.23)	(7.32)
投资损失	(1.41)	0.87	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(61.97)	(68.11)	(171.54)	428.72	(577.23)
其他经营现金	10.99	16.37	(4.91)	(4.18)	(4.69)
<b>投资活动现金</b>	(32.94)	20.73	(5.15)	(5.05)	(12.04)
资本支出	(9.06)	(8.92)	(6.69)	2.02	(2.96)
长期投资	(24.98)	27.70	(0.30)	(0.38)	(0.21)
其他投资现金	1.10	1.95	1.85	(6.69)	(8.86)
<b>筹资活动现金</b>	(20.65)	(84.68)	(273.88)	1.23	7.32
短期借款	46.55	49.28	121.79	(372.84)	111.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	91.12	(0.11)	1.76	0.00	0.00
资本公积增加	(86.63)	8.89	(1.76)	0.00	0.00
其他筹资现金	(71.70)	(142.74)	(395.67)	374.08	(104.00)
现金净增加额	94.61	58.29	(229.56)	606.83	(370.42)

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>	1,990	2,286	3,041	2,588	2,908
营业成本	1,548	1,788	2,352	2,054	2,301
营业税金及附加	5.88	6.72	8.94	7.61	8.56
营业费用	94.09	170.41	272.22	137.64	154.68
管理费用	48.63	69.41	61.34	78.59	88.31
财务费用	6.30	8.28	7.87	(1.23)	(7.32)
资产减值损失	(2.73)	(1.94)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.17)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.41	(0.87)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	208.92	157.97	241.14	198.45	235.86
营业外收入	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.96	1.13	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	206.97	156.84	241.14	198.45	235.86
所得税	19.57	17.16	26.39	21.71	25.81
<b>净利润</b>	187.40	139.68	214.75	176.73	210.05
少数股东损益	24.27	24.09	1.36	1.12	1.33
归属母公司净利润	163.14	115.59	213.39	175.61	208.72
EBITDA	218.86	187.79	252.29	207.82	242.02
EPS (人民币, 基本)	0.75	0.53	0.96	0.79	0.94

### 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	26.65	14.84	33.02	(14.88)	12.37
营业利润	41.55	(24.39)	52.65	(17.70)	18.85
归属母公司净利润	42.03	(29.15)	84.62	(17.70)	18.85
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	22.25	21.78	22.64	20.64	20.88
净利率	9.42	6.11	7.06	6.83	7.22
ROE	21.36	13.54	21.70	14.91	15.24
ROIC	30.97	20.92	25.51	40.13	20.02
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	40.73	47.10	48.91	26.00	37.78
净负债比率 (%)	(20.21)	(18.00)	(17.81)	(61.26)	(28.73)
流动比率	2.06	1.84	1.83	3.40	2.41
速动比率	1.61	1.41	1.44	2.84	1.86
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.43	1.42	1.52	1.28	1.37
应收账款周转率	3.56	3.69	3.69	3.69	3.69
应付账款周转率	7.28	6.83	6.83	6.83	6.83
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.52	0.96	0.79	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.55	0.22	2.74	(1.64)
每股净资产(最新摊薄)	3.72	3.93	4.88	5.67	6.61
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	26.57	37.50	20.31	24.68	20.76
PB (倍)	5.22	4.94	3.98	3.42	2.94
EV EBITDA (倍)	19.06	22.48	16.60	17.23	16.33

## 免责声明

### 分析师声明

本人，段联、周钊、朱琨，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

- 分析师段联、周钊、朱璿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