

# 行业竞争加剧

华泰研究

2021年5月06日 | 美国

更新报告

科技/互联网

投资评级(维持):

持有

目标价(美元):

143.00

研究员	陶冶
SAC No. S0570520080003	taoye@htsc.com
SFC No. BMW836	+86-10-56793923
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+86-21-28972088
联系人	陆文韬
SAC No. S0570120050009	luwentao@htsc.com
SFC No. BQL549	

## 低线城市和社区团购竞争加剧：“持有”

拼多多在同业竞争加剧的背景下迅速扩张用户群并实现商品交易总额(GMV)的快速增长。但随着行业内其他龙头企业向低线地区下沉,改善服务和对商户降低收费,中国电商行业竞争日趋激烈。我们将拼多多2021/2022年收入预测上调38/41%,以反映社区电商和商品销售业务的发展,将非GAAP口径下净利润下调至人民币-32亿元/+64亿元(前值:37亿/125亿元),以反映对社区团购用户获取、留存和增强物流等基础设施服务能力的投资(如仓库租赁等)。我们基于DCF的目标价基本不变,鉴于长期盈利增速提升,目标价小幅上调0.3%至143.0美元。

## 需要通过渗透更多产品类别支撑ARPU增长

我们认为拼多多需要通过持续进军平均售价较高的产品类别(如品牌商品、家电和服装)提高变现能力,主因这些类别在线上GMV和商户营销支出中的占比较大。但由于行业龙头拥有较完善的基础设施且占领用户心智,公司在这些类别中面临的竞争日益加剧。我们认为,竞争对手用户渗透的策略可能会影响拼多多在提升用户购买频次和ARPU上的促销效果。我们预计2021-2023年期间总收入的年复合增长率为46.4%,这主要是受线上平台服务收入/交易服务费年复合增长率为34.8/112.2%的支撑。

## 探索多元变现方式的成果尚需时间证明

拼多多正在努力提高商户的广告投资回报率,并探索来自额外流量渠道的更多变现机会以推动变现提升,我们认为这需要时间,且公司需要在改善变现和契合商户价值定位之间取得平衡,以实现可持续增长。

## 利润率上行趋势或遇波动

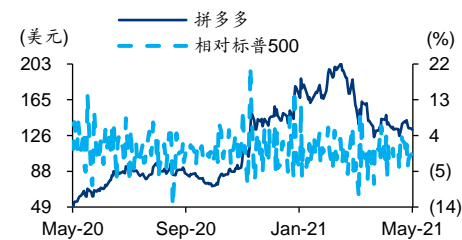
我们认为拼多多已进入到新的发展阶段,公司需要投资技术和基础设施以更好地服务广泛的商户,帮助他们创造持续更好的利润率。我们认为由于低线城市中行业竞争加剧以及对社区团购业务的投资,公司利润率增长趋势或有波动。我们预计GAAP口径下经营利润率将从2020年的-15.8%提升至2021/2022年的-11.0/-2.2%(前值:-6.0/+3.3%)。

上行风险:利润率增速高于我们的预期。下行风险:竞争加剧。

## 基本数据

目标价(美元)	143
收盘价(美元 截至5月4日)	132.17
市值(美元百万)	165,647
6个月平均日成交额(美元百万)	1,313
52周价格范围(美元)	47.75-212.60
BVPS(美元)	7.44

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	30,142	59,492	107,389	147,063	186,652
+/-%	129.74	97.37	80.51	36.94	26.92
归属母公司净利润(人民币百万)	(6,968)	(7,180)	(8,739)	(497.83)	12,353
+/-%	(32.34)	3.04	21.72	(94.30)	(2,581)
EPS(人民币,最新摊薄)	(5.39)	(5.43)	(6.61)	(0.38)	9.34
ROE(%)	(28.27)	(11.93)	(15.57)	(0.81)	15.17
PE(倍)	(140.93)	(140.18)	(115.17)	(2,022)	81.48
PB(倍)	39.84	16.73	17.93	16.29	12.36
EV EBITDA(倍)	(214.62)	(225.46)	(180.09)	314.07	58.67

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 预测更新及目标价调整

我们的预测调整如下：

- 1) 将 2021/2022 年 GMV 预测下调 0.9/3.4%，主要由于 ARPU 预测下调；将总收入预测上调 38.3/40.5%，主要是因为商品销售和社区团购业务快速发展。
- 2) 将 2021/2022 年毛利率预测下调 24.3/23.6 个百分点，主要由于自营商品销售业务的快速发展，同时该业务毛利率低于平台整体毛利率；该业务 2020 年收入仅为人民币 58 亿元，但我们推测此收入 2021 年或达到人民币 287 亿元。
- 3) 将 2021/2022 年 GAAP 口径下的经营利润率预测下调 5.0/5.5 个百分点至 -11.0/-2.2%，主要考虑到对用户获取、留存和增强基础设施服务能力（如租用物流仓库）的投资。2021/2022 年销售及营销费用对应上调 14.1/15.4% 至人民币 621.1/760.9 亿元。

我们相应将 2021/2022 年非 GAAP 口径下净利率预测下调至 -3.0/+4.3%，非 GAAP 口径下净利润预测下调至人民币 -32 亿元/+64 亿元，新增 2023 年预测 203 亿元。

图表1： 华泰预测更新

(人民币百万元)	2021E			2022E			2023E
	前值	新值	变动(百分点)	前值	新值	变动(百分点)	新值
总销售额 (GMV)	2,223,094	2,203,900	(0.9)	2,833,111	2,737,244	(3.4)	3,233,369
活跃买家数量 (百万)	869	883	1.7	938	954	1.7	1,001
每用户平均收入 (ARPU)	2,560	2,496	(2.5)	3,020	2,870	(5.0)	3,229
变现率 (%)	3.2	3.6	0.4	3.4	3.9	0.5	4.1
收入	77,667	107,389	38.3	104,646	147,063	40.5	186,652
毛利润	62,475	60,297	(3.5)	85,292	85,199	(0.1)	109,549
销售及营销费用	(54,445)	(62,112)	14.1	(65,927)	(76,088)	15.4	(85,184)
经营利润	(4,661)	(11,810)	-	3,417	(3,283)	-	10,445
GAAP 净利润	(1,770)	(8,739)	-	5,784	(498)	-	12,353
非 GAAP 净利润	3,713	(3,216)	-	12,496	6,369	(49.0)	20,323
(%)							
毛利润率	80.4	56.1	(24.3)	81.5	57.9	(23.6)	58.7
经营利润率	(6.0)	(11.0)	(5.0)	3.3	(2.2)	(5.5)	5.6
净利率	(2.3)	(8.1)	(5.9)	5.5	(0.3)	(5.9)	6.6
非 GAAP 净利率	4.8	(3.0)	(7.8)	11.9	4.3	(7.6)	10.9

资料来源：华泰研究预测

我们的新目标价 143.0 美元是基于 DCF 法得出(假设 WACC 为 12.0%，永续增长率为 4.0%)，对应 11.6 倍 2021 年预测 PS 和 8.4 倍 2022 年预测 PS。

图表2： 拼多多：DCF 估值，假设 WACC 为 12.0%，永续增长率为 4.0%

(人民币百万元)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
总收入	107,389	147,063	186,652	220,865	256,524	289,538	321,064	351,513
自由现金流净现值	422,823	447,421	462,384	466,330	457,414	433,247	393,486	333,092
折现终值	647,908	725,657	812,736	910,264	1,019,496	1,141,835	1,278,855	1,432,318
拼多多整体估值	1,184,115	1,324,068	1,475,755	1,639,421	1,815,380	2,001,358	2,201,389	2,413,000
发行在外股份数量(稀释后, 百万)	1,322							
每股估值(美元)	143.0							

注：估值是基于 2021 年和 2022 年的加权平均估值，以反映时间价值

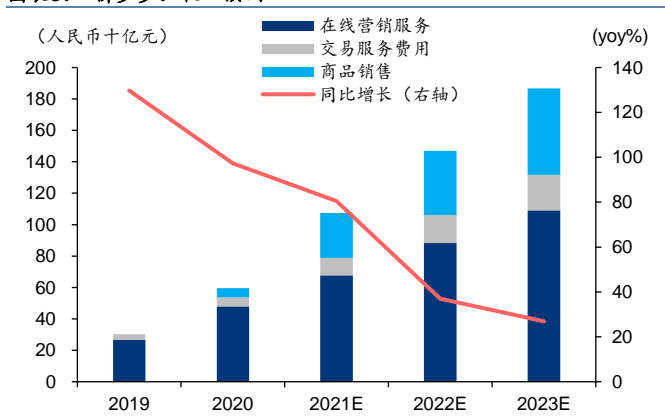
资料来源：华泰研究预测

## 业务分部预测更新

我们预计 2021-2023 年期间总收入的年复合增长率为 46.4%；其中线上营销服务/交易服务费/商品销售额的年复合增长率为 31.5/57.3/112.2%。

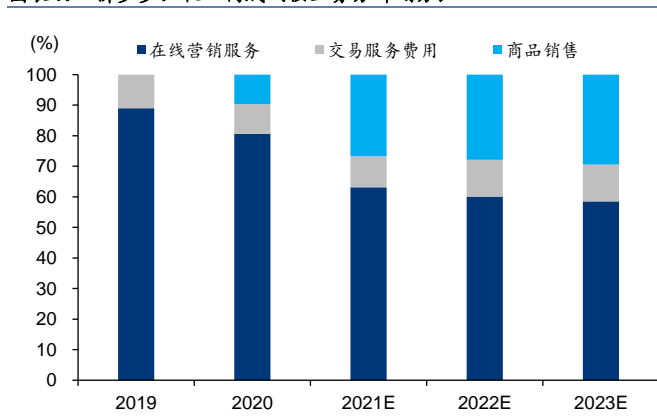
我们预计线上平台服务收入（线上营销服务和交易服务费总和）将于 2021-2023 年期间实现 34.8% 的年复合增长率；这归功于 2021-2023 年期间 GMV 有望实现 24.7% 的年复合增长率，且变现率或增长 0.85 个百分点（从 2020 年的 3.22% 扩大至 2023 年的 4.07%）。我们认为 GMV 的年复合增长率有望受到年度活跃买家数量实现 8.3% 的年复合增长率和 ARPU 实现 15.1% 的年复合增长率支撑。我们认为食品杂货零售业务的扩张和广告投资回报率提高有助于提高变现率。

图表3：拼多多：收入预测



资料来源：公司公告，华泰研究预测

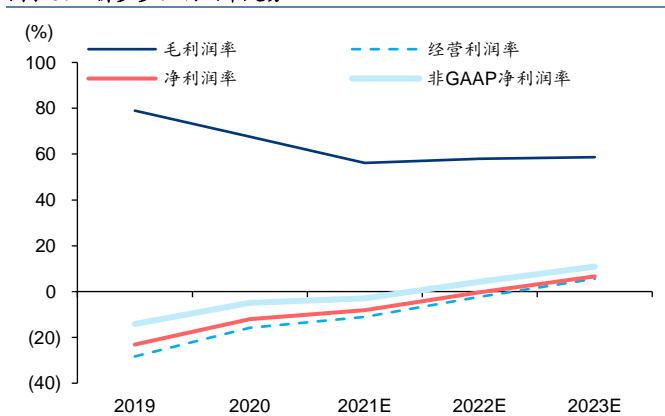
图表4：拼多多：收入构成（按业务分部划分）



资料来源：公司公告，华泰研究预测

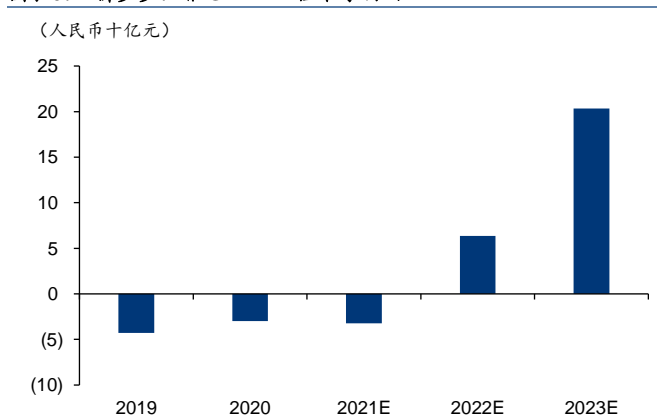
预计 GAAP 口径下毛利率从 2020 年的 67.6% 下降至 2021 年的 56.1%，这归因于商品销售业务的并表，其毛利率低于线上平台业务。我们预计，由于对全年商品销售业务并表，毛利率将在 2021 年进一步下降至 56.1%，而在规模效应增强的推动下，2022/2023 年毛利率有望回升至 57.9/58.7%。我们预计非 GAAP 口径下净利率将从 2020 年的 -5.0% 提升至 2021 年的 -3.0%，这得益于收入的强劲增长推动经营杠杆释放，尽管被用于扩张社区团购业务的投资所部分抵消。

图表5：拼多多：利润率走势



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表6：拼多多：非 GAAP 口径下净利润



资料来源：公司公告，华泰研究预测

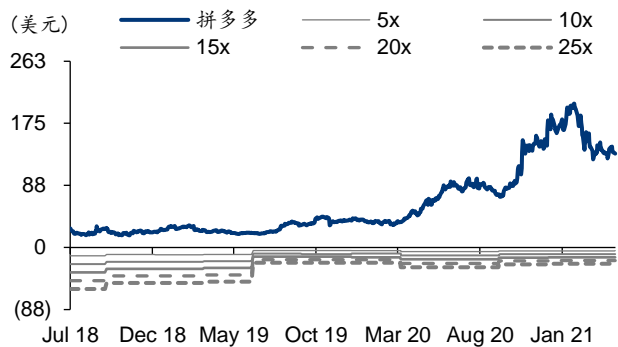
### 估值方法

我们基于 DCF 估值法的目标价为 143.0 美元(假设 WACC 为 12.0%, 永续增长率为 4%), 对应 11.6 倍 2021 年预测 PS 和 8.4 倍 2022 年预测 PS。

### 风险提示

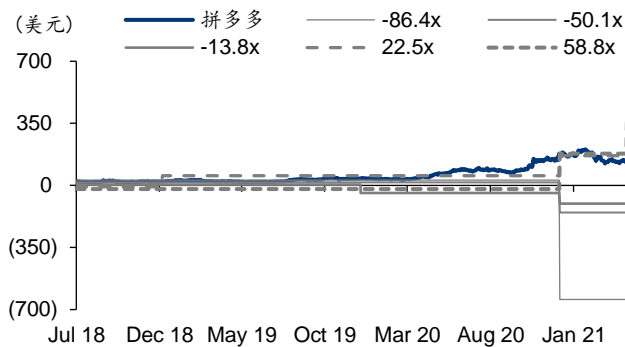
下行风险: 1) 活跃用户数增速低于我们的预期; 2) 竞争加剧和营销支出激增导致利润率增速波动。上行风险: 1) ARPU 增长强于我们的预期; 2) 利润率增长快于我们的预期。

图表7: 拼多多 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 拼多多 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	30,142	59,492	107,389	147,063	186,652
销售成本	(6,339)	(19,279)	(47,092)	(61,864)	(77,103)
<b>毛利润</b>	<b>23,803</b>	<b>40,213</b>	<b>60,297</b>	<b>85,199</b>	<b>109,549</b>
销售及分销成本	(27,174)	(41,195)	(62,112)	(76,088)	(85,184)
管理费用	(1,297)	(1,507)	(2,390)	(3,008)	(3,500)
其他收入/支出	(3,870)	(6,892)	(7,605)	(9,386)	(10,419)
财务成本净额	1,396	1,698	2,568	2,525	3,125
应占联营公司利润及亏损	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>(6,996)</b>	<b>(7,263)</b>	<b>(8,823)</b>	<b>(338.75)</b>	<b>13,989</b>
税费开支	0.00	0.00	0.00	(242.74)	(1,720)
少数股东损益	28.68	83.65	83.65	83.65	83.65
<b>净利润</b>	<b>(6,968)</b>	<b>(7,180)</b>	<b>(8,739)</b>	<b>(497.83)</b>	<b>12,353</b>
折旧和摊销	637.83	651.52	640.87	663.37	699.45
EBITDA	(5,343)	(5,116)	(6,337)	3,557	18,424
EPS (人民币, 基本)	(6.07)	(6.10)	(7.43)	(0.42)	10.50

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
存货	-	-	-	-	-
应收账款和票据	1,051	729.55	1,317	1,803	2,289
现金及现金等价物	5,768	22,421	48,833	86,439	136,084
其他流动资产	66,182	126,373	130,527	133,968	137,401
<b>总流动资产</b>	<b>73,001</b>	<b>149,524</b>	<b>180,677</b>	<b>222,210</b>	<b>275,774</b>
固定资产	41.27	202.85	83.67	101.73	119.74
无形资产	1,994	1,277	706.28	158.71	(388.86)
其他长期资产	1,020	7,905	7,905	7,905	7,905
<b>总长期资产</b>	<b>3,056</b>	<b>9,385</b>	<b>8,695</b>	<b>8,166</b>	<b>7,636</b>
<b>总资产</b>	<b>76,057</b>	<b>158,909</b>	<b>189,372</b>	<b>230,376</b>	<b>283,410</b>
应付账款	29,926	53,834	74,166	95,864	115,897
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	15,841	30,048	44,231	57,858	71,228
<b>总流动负债</b>	<b>45,768</b>	<b>83,882</b>	<b>118,397</b>	<b>153,722</b>	<b>187,124</b>
长期债务	5,207	14,433	14,433	14,433	14,433
其他长期债务	435.98	417.86	417.86	417.86	417.86
<b>总长期负债</b>	<b>5,643</b>	<b>14,851</b>	<b>14,851</b>	<b>14,851</b>	<b>14,851</b>
股本	0.15	0.16	0.15	0.15	0.15
储备/其他项目	24,647	60,176	56,124	61,803	81,435
股东权益	24,647	60,176	56,124	61,803	81,435
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>24,647</b>	<b>60,176</b>	<b>56,124</b>	<b>61,803</b>	<b>81,435</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	(140.93)	(140.18)	(115.17)	(2,022)	81.48
PB	39.84	16.73	17.93	16.29	12.36
EV EBITDA	(214.62)	(225.46)	(180.09)	314.07	58.67
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	1.31	2.49	2.34	3.33	4.39

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	(5,343)	(5,116)	(6,337)	3,557	18,424
融资成本	(209.58)	(469.49)	0.00	0.00	0.00
营运资本变动	18,606	31,050	29,775	31,398	29,483
税费	0.00	0.00	0.00	(242.74)	(1,720)
其他	1,768	2,732	3,071	3,028	3,628
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,821</b>	<b>28,197</b>	<b>26,509</b>	<b>37,740</b>	<b>49,815</b>
CAPEX	(27.44)	(43.05)	(97.75)	(133.86)	(169.90)
其他投资活动	(28,292)	(38,315)	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(28,320)</b>	<b>(38,358)</b>	<b>(97.75)</b>	<b>(133.86)</b>	<b>(169.90)</b>
负债增加量	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	6,964	13,024	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	8,891	38,775	(0.01)	0.00	0.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>15,855</b>	<b>51,799</b>	<b>(0.01)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
现金变动	2,356	41,638	26,412	37,606	49,645
年初现金	14,160	5,768	22,421	48,833	86,439
汇率波动影响	450.14	(139.94)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>16,966</b>	<b>47,266</b>	<b>48,833</b>	<b>86,439</b>	<b>136,084</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	129.74	97.37	80.51	36.94	26.92
毛利润	133.03	68.94	49.94	41.30	28.58
营业利润	(20.94)	9.86	25.90	(72.20)	(418.16)
净利润	(32.34)	3.04	21.72	(94.30)	(2,581)
EPS	(56.26)	0.53	21.72	(94.30)	(2,581)
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	78.97	67.59	56.15	57.93	58.69
EBITDA	(17.73)	(8.60)	(5.90)	2.42	9.87
净利润率	(23.12)	(12.07)	(8.14)	(0.34)	6.62
ROE	(28.27)	(11.93)	(15.57)	(0.81)	15.17
ROA	(11.23)	(5.90)	(6.24)	(1.43)	3.69
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(2.28)	(13.28)	(61.29)	(116.51)	(149.38)
流动比率	1.60	1.78	1.53	1.45	1.47
速动比率	1.60	1.78	1.53	1.45	1.47
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.51	0.51	0.62	0.70	0.73
应收账款周转天数	7.75	5.39	3.43	3.82	3.95
应付账款周转天数	1,340	782.05	489.26	494.72	494.37
存货周转天数	-	-	-	-	-
现金转换周期	(1,333)	(776.66)	(485.83)	(490.90)	(490.42)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	(6.07)	(6.10)	(7.43)	(0.42)	10.50
每股净资产	21.47	51.14	47.70	52.52	69.21

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



## 免责声明

### 分析师声明

本人，陶冶、沈晓峰，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。更多信息请参见下方“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

- 分析师陶冶、沈晓峰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2021年华泰证券股份有限公司