

# 存货减值拖累业绩，23 年弱复苏

华泰研究

2023 年 1 月 17 日 | 中国内地

季报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

102.00

研究员 黄乐平, PhD  
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com  
SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

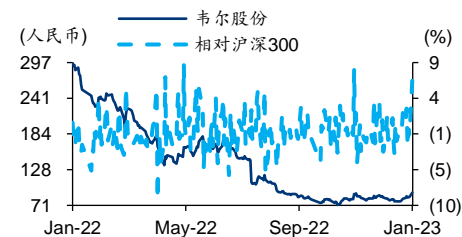
研究员 丁宁  
SAC No. S0570522120003 dingning021681@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

联系人 黄礼悦  
SAC No. S0570121070191 andrewhuang@htsc.com  
SFC No. BRH099 +(852) 3658 6000

## 基本数据

目标价(人民币)	102.00
收盘价(人民币 截至 1 月 16 日)	91.25
市值(人民币百万)	107,991
6 个月平均日成交额(人民币百万)	1,225
52 周价格范围(人民币)	71.70-296.29
BVPS(人民币)	16.56

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 存货减值拖累 4Q 归母净利润表现，4Q 库存水平环比开始下降

韦尔股份发布 2022 业绩预减公告: 22 年实现归母净利润 8-12 亿元, 同比减 73.19-82.13%, 预计扣非归母净利润 9-13.5 亿元, 同比减 96.63-97.75%。公司预计 22 年计提存货减值准备 13.4-14.9 亿元。对应 4Q22 归母净亏损 9.1-13.11 亿元, 扣非归母净亏损 11.2-11.7 亿元, 存货减值 8.47-9.97 亿元。我们看到公司 4Q 库存水平已经开始环比下降, 预计去存货或于 2Q23 左右结束。我们下调 CMOS 等产品价格、出货量以及毛利率, 下调 2022/23/24E 归母净利润预测 60/57/35%至 9.96/17.3/29.9 亿元。考虑手机行业或在 2H23 逐季改善回到正常水平以及公司汽车业务增长性, 给予 2024 年 40.3 倍 PE (行业中位数 2024 年 25.7 倍), 下调目标价至 102 元 (前值 135 元), 维持买入。

## 4Q22 计提存货减值 8.47-9.97 亿元, 收入环比提升, 毛利率环比下滑

受公司持续去库存、手机等消费终端需求弱等因素影响, 我们看到 1) 公司 4Q 决定开始积极清理库存, 根据 2023 年全球市场价格对 8/13/64M 手机 CIS 产品做出整体库存计提, 对其他非手机 CIS、模拟、显示、分销也做了审慎计提, 4Q22 存货减值金额达到 8.47-9.97 亿元, 公司目前计提比较充分, 预计 23 年继续进行存货减值的整体水平有限, 2) 公司 4Q22 库存整体金额水平环比下滑, 预计 23 年中库存将回到正常水平, 3) 4Q22 公司收入环比 3Q 有小幅改善, 4) 公司在 4Q22 对价格、成本没有竞争力的产品进行了甩货, 该季度毛利率或环比明显下滑。

## 2023 展望: 库存或在 2Q23 左右回归正常, 汽车新产品线开始形成收入

展望 2023, 我们看见 1Q23 整体景气度恢复尚不明显, 但公司各类新产品线或将支持公司业绩增长: 1) 手机端, 我们看到公司 50A/A0B 以及其他小像素 32/50M 新产品陆续推出, 预计将对公司手机 CIS 出货量形成支撑, 2) 车载产品端, 预计车载 CIS 仍将保持高速增长, LCoS/MoS 等产品预计将在 23 年开始形成收入, 其他 MCU/PMIC/CAN/LIN 等也将在 23/24 年逐渐形成收入, 预计 25 年整体车载新产品线高速增长。

## 维持买入评级, 下调目标价至 102 元

我们下调 2022/23/24E 盈利预测 60/57/35%至 9.96/17.3/29.9 亿元。考虑手机行业或在 2H23 逐季改善回到正常水平以及公司汽车业务增长性, 给予 2024 年 40.3 倍 PE (行业中位数 2024 年 25.7 倍), 下调目标价至 102 元 (前值 135 元), 维持买入。

风险提示: 全球半导体下行周期, 手机等需求不及预期, 行业竞争加剧。

## 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)	19,824	24,104	19,908	21,201	24,642
+/-%	45.43	21.59	(17.41)	6.49	16.23
归属母公司净利润(人民币百万)	2,706	4,476	995.78	1,734	2,994
+/-%	481.17	65.41	(77.75)	74.12	72.66
EPS(人民币, 最新摊薄)	2.29	3.78	0.84	1.47	2.53
ROE(%)	23.28	27.88	5.79	9.11	13.53
PE(倍)	39.91	24.13	108.45	62.28	36.07
PB(倍)	9.61	6.67	6.21	5.65	4.88
EV EBITDA(倍)	27.08	17.41	51.55	35.59	22.69

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 盈利预测表

人民币 (百万元)	2Q22	3Q22	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	A	A	E	E	E	(OLD)	(OLD)	(OLD)	Diff	Diff	Diff
营业收入	5,533	4,311	24,104	19,908	21,201	24,642	21,413	26,147	31,105	-7%	-19%	-21%
同比	-11%	-27%	22%	-17%	6%	16%						
主营业务成本	-3,693	-3,085	-15,790	-14,010	-15,325	-16,879						
毛利	1,841	1,226	8,314	5,898	5,876	7,763						
同比	-13%	-41%	40%	-29%	0%	32%						
OPEX	-1,135	-1,090	-3,666	-4,248	-3,429	-4,045						
销售费用	(138)	(129)	(515)	(518)	(424)	(567)						
管理费用	(183)	(185)	(685)	(738)	(590)	(775)						
研发费用	(633)	(612)	(2,110)	(2,389)	(1,802)	(2,095)						
财务费用	(182)	(165)	(356)	(603)	(613)	(609)						
营业利润	1,549	-122	5,000	1,273	2,101	3,610						
同比	14%	-109%	69%	-75%	65%	72%						
其他收入/支出	-1	5	2	2	2	2						
税前收入	1,547	-117	5,002	1,276	2,103	3,612						
同比	14%	-108%	67%	-74%	65%	72%						
所得税	-179	-11	-456	-242	-315	-542						
净利润	1,369	-128	4,546	1,033	1,788	3,070						
同比	11%	-110%	69%	-77%	73%	72%						
少数股东损益	-4	-8	-70	-38	-54	-76						
归属股东利润	1,364	-135	4,476	996	1,734	2,994	2,499	3,993	4,613	-60%	-57%	-35%
同比	13%	-111%	65%	-78%	74%	73%						
稀释每股收益 (元)	1.57	-0.16	5.11	0.84	1.47	2.53						
同比	13%	-111%	65%	-84%	74%	73%						
扣非归属股东利润	549	-197	4,003	124	1,744	3,006	1,524	3,921	4,741	-92%	-56%	-37%
	-48%	-118%	78%	-97%	1302%	72%						
比例分析												
毛利率	33.3%	28.4%	34.5%	29.6%	27.7%	31.5%						
费用率	-20.5%	-25.3%	-15.2%	-21.3%	-16.2%	-16.4%						
营业利润率	28.0%	-2.8%	20.7%	6.4%	9.9%	14.6%						
净利率	24.7%	-3.1%	18.6%	5.2%	8.4%	12.5%						
扣非净利率	9.9%	-4.6%	16.6%	0.6%	8.2%	12.2%						

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 分部盈利预测

人民币 (百万元)	1H22	2H22	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
	A	E	A	E	E	E	(OLD)	(OLD)	(OLD)	Diff	Diff	Diff
营业收入	11,072	8,836	24,104	19,908	21,201	24,642	21,413	26,147	31,105	-7%	-19%	-21%
同比	-11%	-24%	22%	-17%	6%	16%	-11%	22%	19%			
毛利率	34%	24%	34%	30%	28%	32%	30%	33%	34%			
CMOS图像传感器	7,298	4,817	16,264	12,115	14,128	16,900	13,321	16,893	20,748	-9%	-16%	-19%
同比	-20%	-33%		-26%	17%	20%	-18%	27%	23%			
收入占比	66%	55%	67%	61%	67%	69%	66%	68%	71%			
毛利率			34%	33%	31%	34%	34%	36%	37%			
模拟芯片设计	620	558	1,399	1,178	1,178	1,178	1,358	1,320	1,320	-13%	-11%	-11%
同比	-27%	2%		-16%	0%	0%	-3%	-3%	0%			
收入占比	6%	6%	6%	6%	6%	5%	7%	5%	4%			
毛利率			45%	39%	33%	36%	34%	34%	35%			
TDDI	1,188	854	1,963	2,042	1,309	1,592	2,188	3,263	4,241	-7%	-60%	-62%
同比	94%	-37%		4%	-36%	22%	11%	49%	30%			
收入占比	11%	10%	8%	10%	6%	6%	7%	9%	10%			
毛利率			61%	22%	18%	25%	20%	22%	25%			
其他 (ASIC, LCOS等)	41	800	818	840	1,039	1,248	813	938	1,063	3%	11%	17%
同比	-93%	-41%		3%	24%	20%	-1%	15%	13%			
收入占比	0%	9%	3%	4%	5%	5%	4%	4%	4%			
毛利率			58%	49%	47%	47%	58%	58%	59%			
半导体分销	1,925	1,808	3,660	3,733	3,547	3,724	3,733	3,733	3,733	0%	-5%	0%
同比	4%	0%		2%	-5%	5%	2%	0%	0%			
收入占比	17%	20%	15%	19%	17%	15%	16%	13%	11%			
毛利率			15%	14%	10%	15%	13%	14%	15%			

资料来源: Wind, 华泰研究预测

**营业收入及毛利率：**

我们预计 2022/2023/2024 公司营业收入 199.08/212.01/246.42 亿元，同比下滑 17%/增长 6/16%，毛利率 30/28/32%，其中：

**CMOS 传感器：**

我们对手机市场需求 23 年初景气度仍然持较保守态度，且预计公司 1H23 仍然将通过降价等形式去库存，预计 2022/2023/2024 公司 CMOS 图像传感器同比下滑 26%/增长 17/20%，毛利率 33.4/31.2/34.3%，其中手机 CIS 收入同比下滑 54%/同比增长 5/29%，占公司 CIS 传感器收入的 35/32/34%，非手机 CIS 收入同比增长 12/23/15%。我们认为公司手机 CIS 毛利率 4Q22/1H23 在压价甩货中持续承压，2H23 后在存货基本回到正常水平、上游代工工厂转单成本下降后回到正常水平，汽车 CIS 毛利率 23 年受上游车厂压价影响毛利率同比下降，其他产品毛利率保持相对稳定。

**TDDI 营业收入及毛利率：**

我们预计 2022/2023/2024 收入同比增长 4%/下滑 36%/增长 22%，占公司收入的 10/6/6%。我们看到 LCD 驱动在过去一年持续处于供过于求的状态，根据 omdia，模组售价下滑接近一半，但预计库存将于 2Q23 清完，景气度环比边际回升。

**营业费用：**

我们预计 2022/2023/2024 营业费用 42.5/34.3/40.5 亿元，营业费用率 21.3/16.2/16.4%。2023 年营业费用在公司运营费用缩减中同比下滑 19.3%。

**净利润：**

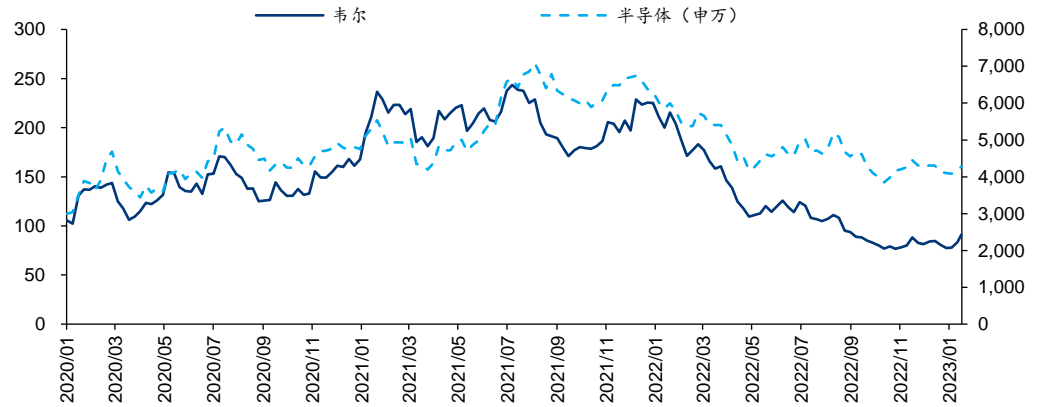
由此我们预计 2022/2023/2024 归母净利润为 9.96/17.3/29.9 亿元，对应净利率为 5.2/8.4/12.5%，扣非归母净利润 1.24/17.44/30.06 亿元，扣非净利率分别为 0.6/8.2/12.2%。

图表3：可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)		EPS (元)		EPS增速 (%)		ROE 2022E	YTD股价跌幅 (%)
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2023E	2022E	2023E			
<b>A股可比公司</b>														
603160 CH	汇顶科技	52.30	240	75.49	34.50	23.40	2.67	2.75	1.52	-63.7%	118.8%	-1.2%	4.2%	
300782 CH	卓胜微	134.56	718	53.21	41.98	33.79	8.06	6.94	3.21	-60.6%	26.7%	12.1%	17.7%	
300661 CH	圣邦股份	172.30	615	61.49	47.97	36.91	17.43	13.03	3.59	-5.9%	28.2%	26.5%	-0.2%	
688608 CH	恒玄科技	123.60	148	50.04	30.91	21.79	2.42	2.28	4.00	-27.3%	61.9%	2.5%	8.4%	
688536 CH	思瑞浦	270.49	325	76.24	44.18	31.80	8.21	6.97	6.12	-36.0%	72.6%	8.1%	-1.8%	
688099 CH	晶晨股份	72.79	301	28.05	21.09	15.96	6.09	4.75	3.45	31.7%	33.0%	15.7%	3.2%	
688728 CH	格科微	18.66	466	45.08	37.88	32.05	4.77	4.25	0.49	-23.4%	19.0%	7.1%	6.4%	
688595 CH	芯海科技	44.94	64	102.25	37.31	24.89	5.57	5.08	1.20	-53.7%	174.0%	0.3%	11.7%	
688213 CH	思特威-W	43.60	174	74.95	31.37	21.02	4.81	4.18	1.39	-47.6%	138.9%	-1.3%	12.4%	
688220 CH	翱捷科技-U	57.30	240	-92.73	-193.06	167.69	4.46	4.54	-0.30	60.6%	52.0%	-4.3%	-5.6%	
688153 CH	唯捷创芯-U	47.88	196	222.49	46.74	25.70	5.28	4.75	1.02	213.3%	376.0%	2.3%	30.4%	
中位数	-	-	-	61.49	37.31	25.70	5.28	4.75	1.52	-27.3%	61.9%	2.5%	6.4%	

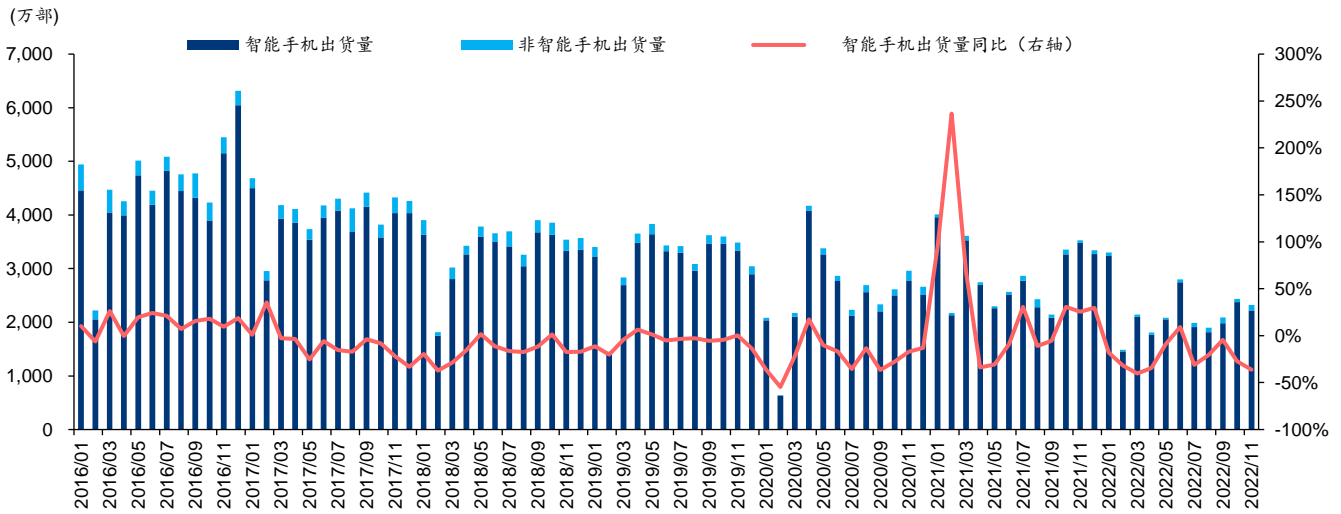
注：股价为 2023 年 1 月 16 日收盘价；可比公司预测数据来自 Wind 一致预期  
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表4: 韦尔股价 vs 申万半导体指数



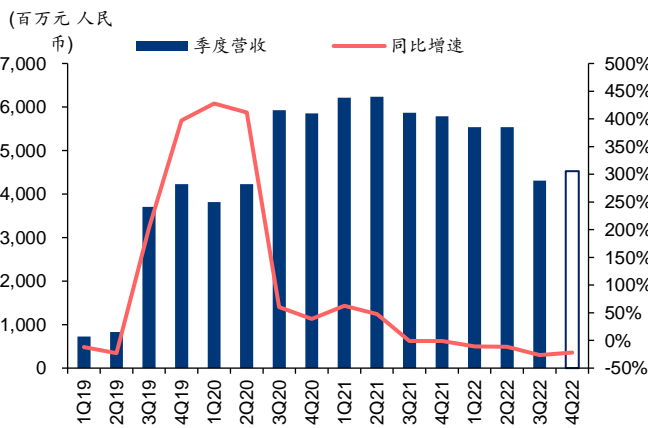
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 中国手机市场月度出货量



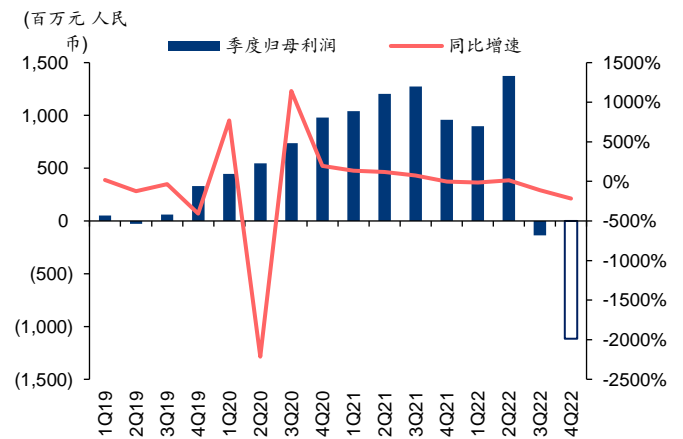
资料来源: 信通院, 华泰研究

图表6: 韦尔单季度营收及增速



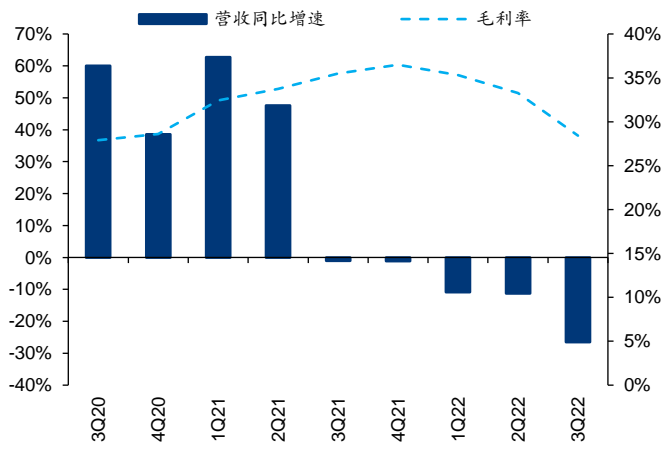
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表7: 韦尔单季度利润及增速



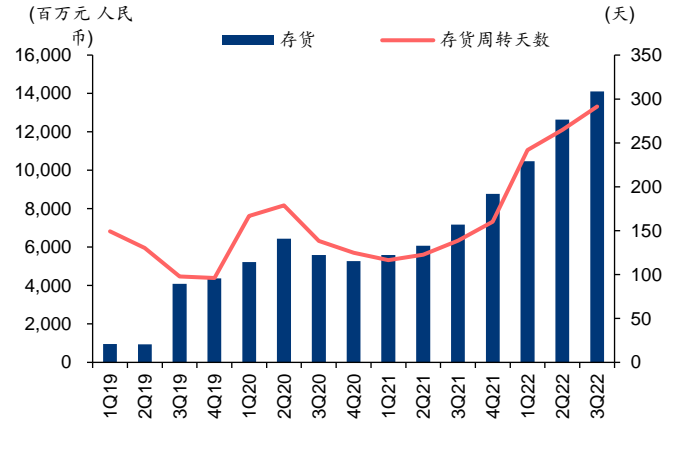
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表8: 韦尔单季度营收增速及毛利率



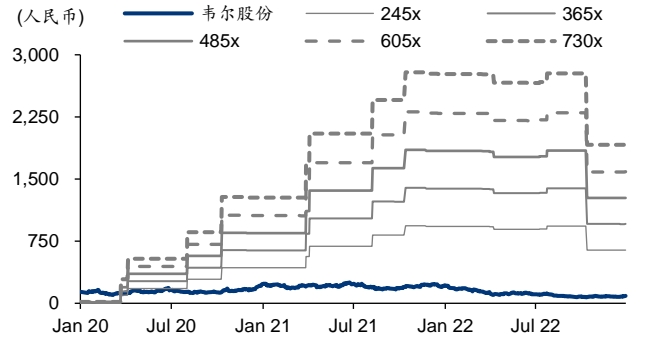
资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 韦尔单季度存货及周转天数



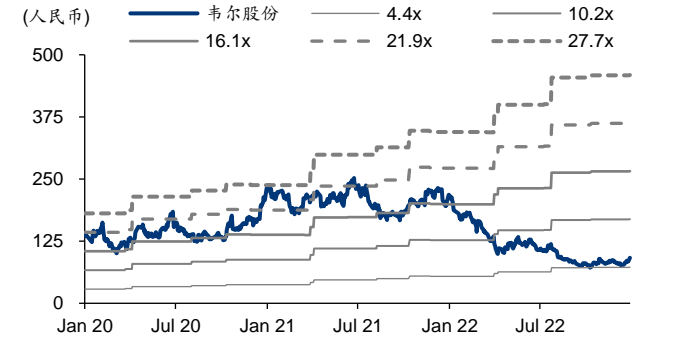
资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 韦尔股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 韦尔股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

### 风险提示

全球半导体下行周期。下行周期尚未见底，公司业绩不及预期的风险。  
手机等需求不及预期。手机等为公司主要下游，若需求不及预期，公司业绩或受影响。  
行业竞争加剧。模拟行业公司众多，若行业竞争进一步加剧，存在公司业绩增速下滑风险。

## 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>	13,913	20,296	13,366	18,343	13,089
现金	5,456	7,671	7,439	4,240	4,928
应收账款	2,526	2,878	1,585	3,168	2,357
其他应收账款	45.08	99.62	0.00	108.77	9.09
预付账款	151.46	220.29	86.75	240.23	139.82
存货	5,274	8,781	3,690	9,952	5,073
其他流动资产	461.28	645.28	565.11	633.59	581.71
<b>非流动资产</b>	8,735	11,784	16,570	20,324	33,132
长期投资	40.28	51.08	55.43	54.50	54.21
固定投资	1,871	1,863	1,337	1,295	1,428
无形资产	1,509	1,604	1,459	1,210	887.64
其他非流动资产	5,315	8,267	13,718	17,765	30,762
<b>资产总计</b>	22,648	32,080	29,936	38,667	46,222
<b>流动负债</b>	6,845	8,700	5,857	13,512	18,688
短期借款	2,511	2,387	2,449	7,355	14,644
应付账款	1,559	2,574	1,094	2,918	1,500
其他流动负债	2,774	3,739	2,314	3,240	2,544
<b>非流动负债</b>	4,278	7,076	6,240	5,527	4,836
长期借款	3,182	3,448	2,612	1,900	1,208
其他非流动负债	1,096	3,628	3,628	3,628	3,628
<b>负债合计</b>	11,123	15,776	12,097	19,040	23,524
少数股东权益	286.41	106.06	143.68	197.49	273.33
股本	867.60	875.72	1,183	1,183	1,183
资本公积	7,248	8,434	8,628	8,628	8,628
留存公积	3,962	8,165	9,198	10,986	14,056
归属母公司股东权益	11,239	16,198	17,389	19,123	22,117
<b>负债和股东权益</b>	22,648	32,080	29,936	38,667	46,222

### 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>	3,345	2,192	5,895	(2,049)	8,699
净利润	2,683	4,546	1,033	1,788	3,070
折旧摊销	765.28	927.36	779.69	942.84	1,168
财务费用	275.46	355.54	603.00	613.00	609.00
投资损失	(21.08)	(614.08)	(1,191)	13.00	13.00
营运资金变动	(691.48)	(3,569)	4,454	(5,395)	3,871
其他经营现金	333.29	546.49	215.58	(10.86)	(31.29)
<b>投资活动现金</b>	(2,631)	(2,899)	(4,556)	(4,710)	(13,989)
资本支出	(1,133)	(1,122)	(93.21)	(646.07)	(912.11)
长期投资	(373.49)	(1,969)	(4.35)	0.93	0.29
其他投资现金	(1,125)	191.88	(4,458)	(4,065)	(13,078)
<b>筹资活动现金</b>	1,835	2,932	(1,571)	(1,376)	(1,296)
短期借款	857.21	(124.73)	62.37	4,906	7,290
长期借款	2,254	266.39	(836.01)	(712.44)	(691.34)
普通股增加	3.94	8.13	307.74	0.00	0.00
资本公积增加	597.96	1,187	193.89	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,878)	1,596	(1,299)	(5,569)	(7,894)
现金净增加额	2,306	2,208	(231.57)	(8,136)	(6,586)

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>	19,824	24,104	19,908	21,201	24,642
营业成本	13,894	15,790	14,010	15,325	16,879
营业税金及附加	18.71	23.28	19.91	21.20	24.64
营业费用	371.37	515.31	517.61	424.02	566.77
管理费用	775.94	685.33	737.59	590.45	774.99
财务费用	275.46	355.54	603.00	613.00	609.00
资产减值损失	(283.29)	(178.44)	(1,465)	(301.05)	(36.96)
公允价值变动收益	450.86	(80.67)	(182.00)	0.00	(1.00)
投资净收益	21.08	614.08	1,191	(13.00)	(13.00)
<b>营业利润</b>	2,956	5,000	1,273	2,101	3,610
营业外收入	43.60	5.02	5.02	5.02	5.02
营业外支出	8.72	2.68	2.68	2.68	2.68
<b>利润总额</b>	2,991	5,002	1,276	2,103	3,612
所得税	308.01	456.20	242.40	315.47	541.85
<b>净利润</b>	2,683	4,546	1,033	1,788	3,070
少数股东损益	(22.99)	69.69	37.62	53.81	75.84
归属母公司净利润	2,706	4,476	995.78	1,734	2,994
EBITDA	4,028	6,314	2,109	3,264	5,381
EPS (人民币, 基本)	3.21	5.16	0.84	1.47	2.53

### 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	45.43	21.59	(17.41)	6.49	16.23
营业利润	276.54	69.12	(74.53)	64.97	71.84
归属母公司净利润	481.17	65.41	(77.75)	74.12	72.66
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	29.91	34.49	29.62	27.72	31.50
净利率	13.53	18.86	5.19	8.43	12.46
ROE	23.28	27.88	5.79	9.11	13.53
ROIC	26.11	29.01	6.40	7.61	10.28
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.11	49.18	40.41	49.24	50.89
净负债比率 (%)	7.02	11.27	3.36	40.62	61.11
流动比率	2.03	2.33	2.28	1.36	0.70
速动比率	1.20	1.26	1.58	0.58	0.40
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.99	0.88	0.64	0.62	0.58
应收账款周转率	7.83	8.92	8.92	8.92	8.92
应付账款周转率	8.08	7.64	7.64	7.64	7.64
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.29	3.78	0.84	1.47	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	2.83	1.85	4.98	(1.73)	7.35
每股净资产(最新摊薄)	9.50	13.69	14.69	16.16	18.69
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	39.91	24.13	108.45	62.28	36.07
PB (倍)	9.61	6.67	6.21	5.65	4.88
EV EBITDA (倍)	27.08	17.41	51.55	35.59	22.69

## 免责声明

### 分析师声明

本人，黄乐平、丁宁，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。
- 晶晨股份（688099 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

- 分析师黄乐平、丁宁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。
- 晶晨股份（688099 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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2023年华泰证券股份有限公司