

23 年收入不及预期，等待海外定点/高端屏放量

华泰研究

2024 年 3 月 24 日 | 中国香港

年报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

9.15

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

研究员 陈旭东
 SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com
 SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

研究员 张宇
 SAC No. S0570523090002 zhangyu@htsc.com
 SFC No. BSF274 +(86) 10 6321 1166

联系人 汤仕嵩
 SAC No. S0570122080264 tangshihe@htsc.com
 SFC No. BUQ838 +(86) 21 2897 2228

23 年收入、归母净利润均不及预期，关注后续海外定点/高端屏放量

京东方精电 23 年收入 107.6 亿港元，同比+0.4%；归母净利润 4.75 亿港元，同比-18.4%；均低于我们此前预期（同比+12%/-11%）。主要系：（1）国内整车厂降价对 ASP 带来负面影响；（2）海外需求下滑，同比-11.8%；（3）成都模组厂爬产导致员工成本高增长（同比+38%）。展望 24 年，考虑到国内价格战持续以及海外放量速度存在不及预期风险，我们对应下调 24/25E 收入至 116/132 亿港元（原值 148/178 亿）。此外，成都模组厂投入接近尾声，公司毛利率自 2H23 以来呈修复趋势，我们预计 24/25/26 年公司净利率有所修复，给予归母净利润 5.3/6.3/7.7 亿港元，（24/25 年原值 7.4/10.1 亿）。参考可比公司，给予 24 年 13.6X PE（可比公司均值 24.7X，考虑到收入增速放缓压力给予 45%折价），目标价 9.15 港币，维持“买入”。

2023 回顾：需求放缓以及利润承压，导致收入/归母净利润均不及预期

23 年公司国内/美洲/欧洲/韩国/日本收入分别同比+6/+7/-12/-23/-57%，反映出一方面国内车企的降价压力对收入产生一定影响，另一方面海外客户受到宏观经济因素以及竞争等影响导致的订单下滑。23 年公司归母净利润同比下滑 18.4%，主要由于：（1）国内整车厂降价导致的单片显示屏模组 ASP 下滑（我们预估在同比-5%左右）；（2）新建工厂招聘人员的影响较大（23 年底员工 7183 人，同比增长 25.3%）。库存方面，截至 2023 年末库存持续提升，达到 19.47 亿港元，周转天数 70 天。

2024 展望：关注海外订单/高端屏放量情况带来的驱动

公司不断加大海外布局，取得了较多海外高端屏和定级品牌定点，公司指引 24 年海外订单有所改善，海外市场实现双位数增长。我们认为海外需求的提升将是公司 24-26 年收入增长的主要动力。同时我们看目前 A-Si 模组竞争压力较大，公司注重不断向更高单价的 LTPS/氧化物/OLED 模组，以及大尺寸屏幕升级，有望对 ASP 带来一定正向贡献。随着成都模组厂稼动率快速提升，我们看好 24 年利润率修复趋势。

基于 13.6X PE 估值，给予目标价 9.15 港币，维持“买入”

长期来看，公司未来海外定点释放有望带来业绩增速回暖，以及系统级业务占比提升带动估值上行。但考虑到公司 24 年整体收入端增速依旧承压，我们将 24 年收入/归母净利润下调 22/28%至 115.8/5.3 亿港元，给予 24 年 13.6X PE（可比公司 2024E PE 均值 24.7 倍），维持买入，目标价 9.15 港币（前值 13.14 港币）。

风险提示：海外定点放量速度不及预期，净利润修复进度不及预期。

经营预测指标与估值

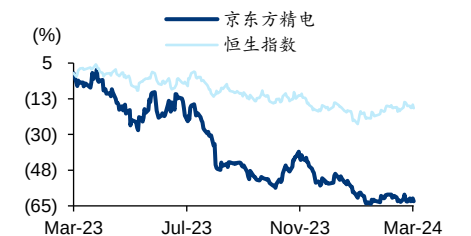
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (港币百万)	10,722	10,760	11,583	13,200	15,235
+/-%	38.57	0.35	7.64	13.97	15.41
归属母公司净利润 (港币百万)	582.43	475.26	531.44	628.15	765.38
+/-%	77.67	(18.40)	11.82	18.20	21.85
EPS (港币，最新摊薄)	0.74	0.60	0.67	0.79	0.97
ROE (%)	15.61	11.15	11.54	12.48	13.77
PE (倍)	7.04	8.63	7.72	6.53	5.36
PB (倍)	1.00	0.93	0.85	0.78	0.70
EV EBITDA (倍)	2.59	2.18	1.75	0.66	(0.32)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	9.15
收盘价 (港币 截至 3 月 22 日)	5.18
市值 (港币百万)	4,100
6 个月平均日成交额 (港币百万)	11.82
52 周价格范围 (港币)	4.83-14.88
BVPS (港币)	5.50

股价走势图



资料来源：S&P

主要不利因素：

1. 由于 23 年整车市场降价影响，公司配合下游客户降低产品售价并且计提库存减值。24 年整车市场价格战持续以及行业竞争压力下，我们预计 ASP 仍有一定下滑；后续随着 LTPS/Oxide/OLED 等高价值量产品占比提升，整体 ASP 有望回升。
因此我们下调 ASP 预测，我们预测 24/25/26E 年车载显示模组 ASP 同比-2/+2/+3%。
2. 23 年海外订单需求下滑，导致收入不及预期。我们看目前公司不断取得欧美高端客户定点，有望在 25/26 年后可以加快贡献收入增长。
我们下调公司市占率预测，预计 24/25/26E 公司车载 TFT 模组出货量全球市占率 16.6/17.3/18.5%，24/25E 前值为 19.8/21.2%。
3. 公司持续招聘员工以满足成都模组厂扩张需求，投入不断增加；同时公司于海外成立专项小组和办公室，进一步加大投入。
我们上调 24/25/26E 员工成本占收入比例预测至 8.9/8.8/8.6%，24/25E 前预测值为 6.5/6.3%。

主要有利因素：

1. 公司推进“HERO”场景业务落地，座舱屏系统和 HUD 等业务实现突破。
我们预测系统业务 24/25/26E 增速为 82/57/40%，占总收入比提升至 8.3/11.5/13.9%，24/25E 前值为 5/7%。
2. 公司成都模组厂实际生产产能高于设计产能，稼动率快速提升，能够平稳贡献营收，2H23 毛利率爬升明显。
我们预测 24/25/26E 公司原材料及耗用品占收比分别为 86.1/85.9/85.7%，24/25 年前值为 87.2/86.5%。

我们下调 24/25E 年收入预测至 115.8/132.0 亿港元，较前值 147.6/178.1 亿港元分别下降 22/26%，并新增 26 年收入预测 152.4 亿港元。我们下调 24/25/26E 归母净利润预测至 5.3/6.3/7.7 亿港元，24/25E 预测值较前值 7.4/10.1 亿港元下降 28/38%。

图表1：京东方精电收入预测

港币（亿元）	1H22	2H22	1H23	2H23	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2024E	2025E
	A	A	A	A	A	A	华泰(NEW)	华泰(NEW)	华泰(NEW)	华泰(OLD)	华泰(OLD)	变化	变化
主营业务收入	48.31	58.91	52.10	55.50	107.22	107.60	115.83	132.01	152.35	147.62	178.12	-22%	-26%
同比	51%	-22%	8%	-6%	39%	0%	8%	14%	15%	23%	21%		
车载显示屏	43.35	52.42	46.46	50.64	95.77	97.10	105.32	120.98	140.77	133.61	163.40	-21%	-26%
同比	68%	-25%	7%	-3%	47%	1%	8%	15%	16%	25%	22%		
占比	90%	89%	89%	91%	89%	90%	91%	92%	92%	91%	92%		
其中：													
屏幕级车载显示收入（亿港元）					93.42	91.80	95.68	105.83	119.62	126.22	150.95	-24%	-30%
出货量（百万片）					32.13	33.26	35.38	38.36	42.10	45.78	52.14		
市占率					16.6%	16.2%	16.6%	17.3%	18.5%	19.8%	21.2%		
ASP（元/片）					291	276	270	276	284	276	289		
同比					5%	-5%	-2%	2%	3%	4%	5%		
系统级车载显示收入（亿港元）					2.35	5.30	9.64	15.14	21.15	7.40	12.46	30%	22%
同比						125.8%	81.8%	57.1%	39.6%	62.0%	68.4%		
占比					2.2%	4.9%	8.3%	11.5%	13.9%	5.0%	7.0%		
工业显示屏	4.96	6.49	5.64	4.86	11.45	10.50	10.50	11.03	11.58	14.01	14.71	-25%	-25%
同比	-20%	24%	14%	-25%		-8%	0%	5%	5%	8%	5%		
占比	10%	11%	11%	9%	11%	10%	9%	8%	8%	9%	8%		

注：屏幕级和系统级业务拆分来自华泰测算

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：京东方精电利润表项目占收入比预测

港币 (亿元)	1H22 A	2H22 A	1H23 A	2H23 A	2022A A	2023A A	2024E A	2025E A	2026E A	2024E 华泰(OLD)	2025E 华泰(OLD)
原材料及耗用品/收入%	-87.6%	-85.9%	-89.2%	-83.9%	-86.6%	-86.5%	-86.1%	-85.9%	-85.7%	-87.2%	-86.5%
产成品及半产成品存货变动/收入%	5.4%	2.1%	5.0%	5.2%	3.6%	5.1%	5.0%	4.7%	4.5%	3.8%	3.5%
毛利率	15.4%	14.0%	13.8%	19.0%	14.6%	16.5%	16.8%	16.9%	16.9%	14.5%	15.1%
Opex率	-	-	-	-	-9.5%	-12.5%	-12.9%	-12.7%	-12.4%	-9.9%	-9.7%
员工费用率	-7.3%	-5.5%	-7.7%	-9.7%	-6.3%	-8.7%	-8.9%	-8.8%	-8.6%	-6.5%	-6.3%
R&D研发费用率	-	-	-	-	-1.8%	-2.2%	-2.2%	-2.1%	-2.0%	-2.2%	-2.2%
净利率	5.2%	5.6%	3.9%	4.9%	5.4%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%	5.7%

注：利润表按公司披露口径进行了部分重构拆分

资料来源：公司公告，华泰研究预测

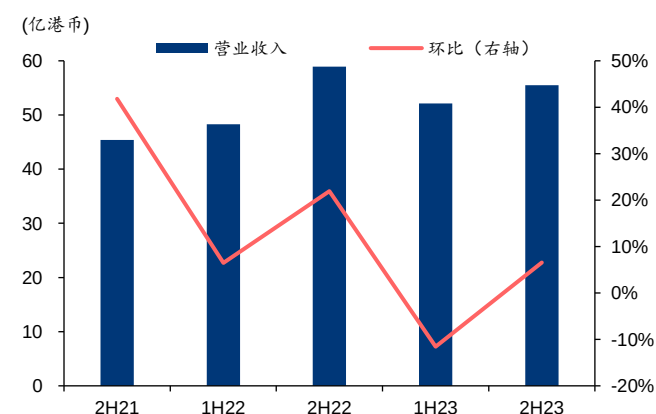
图表3：京东方精电利润表预测

港币 (亿元)	1H22 A	2H22 A	1H23 A	2H23 A	2022A A	2023A A	2024E A	2025E A	2026E A	2024E 华泰(OLD)	2025E 华泰(OLD)	2024E 变化	2025E 变化
主营业务收入	48.31	58.91	52.10	55.50	107.22	107.60	115.83	132.00	152.35	147.62	178.12	-22%	-26%
同比	51%	30%	8%	-6%	39%	0%	8%	14%	15%	23%	21%		
主营业务成本	-40.89	-50.67	-44.91	-44.96	-91.56	-89.87	-96.39	-109.76	-126.54	-126.29	-151.21	-24%	-27%
产成品及半产成品存货变动	2.60	1.25	2.59	2.90	3.86	5.49	5.79	6.20	6.86	5.61	6.16		
原材料及耗用品	-42.33	-50.58	-46.50	-46.57	-92.91	-93.07	-99.73	-113.33	-130.57	-128.73	-154.07	-23%	-26%
毛利	7.42	8.24	7.19	10.54	15.67	17.73	19.44	22.24	25.81	21.34	26.91	-9%	-17%
同比	61%	16%	-3%	28%	34%	13%	10%	14%	16%	28%	23%		
OPEX	-	-	-	-	-10.19	-13.50	-14.95	-16.71	-18.94	-14.62	-17.24	2%	-3%
员工成本	-3.55	-3.25	-4.03	-5.36	-6.80	-9.39	-10.31	-11.55	-13.18	-9.60	-11.22		
研发费用	-	-	-	-	-1.90	-2.37	-2.52	-2.77	-3.05	-3.21	-3.88		
营业利润	-	-	-	-	5.29	3.99	4.49	5.53	6.86	6.72	9.67	-33%	-43%
同比					83%	-25%	12%	23%	24%	54%	44%		
财务费用	0.00	-0.14	-0.17	-0.12	-0.14	-0.29	-0.30	-0.33	-0.36	-0.42	-0.42		
财务收入	0.20	0.33	0.48	0.45	0.53	0.93	1.03	1.10	1.35	0.89	1.15		
税前利润	2.74	3.84	2.21	3.24	6.58	5.45	5.65	8.10	11.24	8.10	11.24		
同比	228%	40%	-20%	-16%	98%	-17%	4%	43%	39%	43%	39%		
所得税	-0.41	-0.58	-0.19	0.78	-0.98	0.59	0.66	0.78	0.95	0.97	1.35		
归属股东利润	2.51	3.32	2.03	2.73	5.82	4.75	5.31	6.28	7.65	7.35	10.12	-28%	-38%
同比	164%	59%	-19%	-18%	78%	-18%	12%	18%	22%	41%	38%		

注：利润表按公司披露口径进行了部分重构拆分

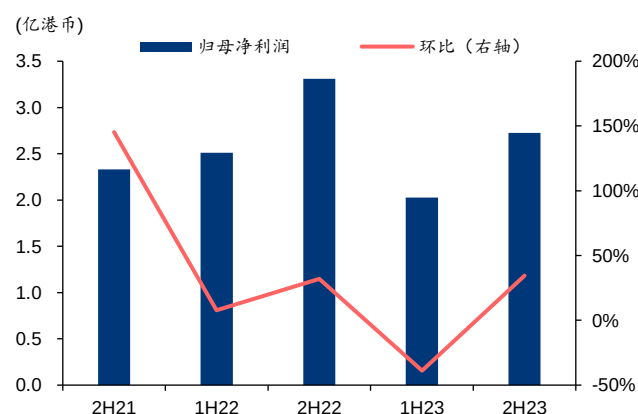
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4：京东方精电营业收入及增长情况



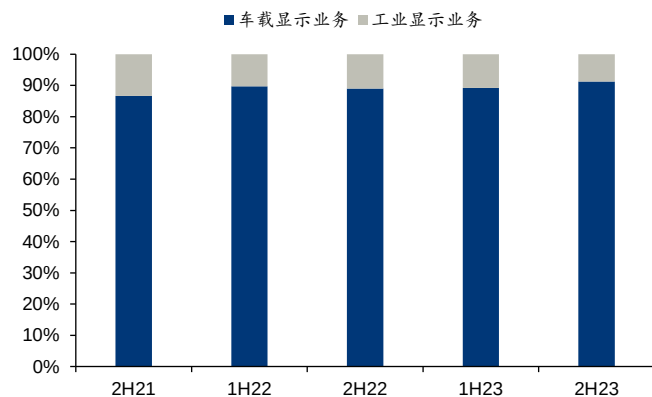
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：京东方精电归母净利润及增长情况



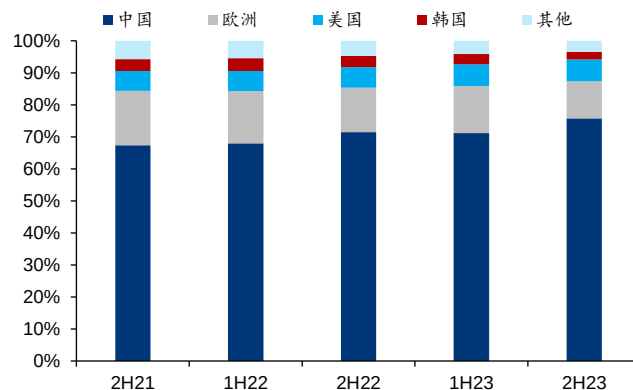
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：京东方精电主营业务收入占比



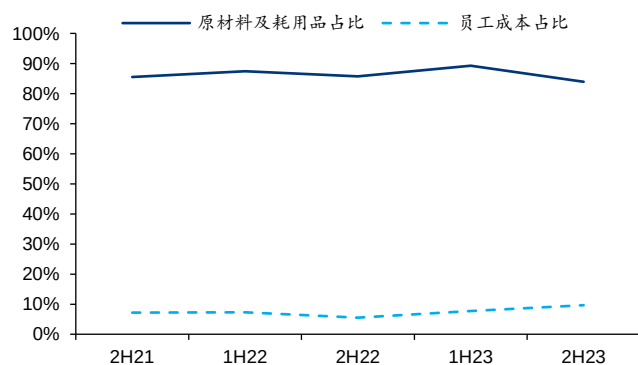
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：京东方精电区域收入占比情况



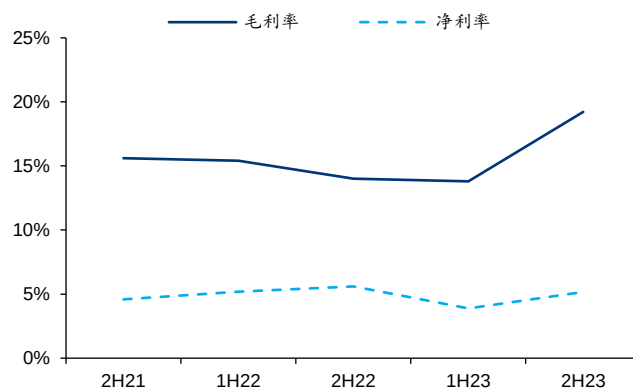
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：京东方精电原材料及耗用品与员工成本占比情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：京东方精电毛利率净利率对比情况



资料来源：公司公告，华泰研究

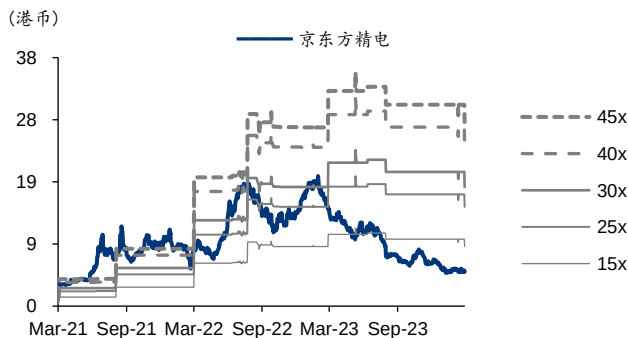
图表10：京东方精电可比公司估值表

代码	公司名称	财报货币	市值 (人民币 亿元)	收盘价 (元 交易货币)	营收增速	净利润增 速	ROE	P/E		P/B		股价变动	
								2024E	2025E	2024E	2025E	1M	YTD
002920 CH	德赛西威	CNY	619	111.6	29.8%	39.8%	22.8%	29.1	21.7	6.3	5.0	20.7%	-13.9%
2382 HK	舜宇光学科技	CNY	435	43.7	16.3%	66.8%	7.5%	28.3	21.7	2.1	2.0	14.1%	-38.3%
600699 CH	均胜电子	CNY	242	17.2	9.4%	30.4%	9.5%	17.1	12.9	N.A.	N.A.	8.6%	-4.2%
002906 CH	华阳集团	CNY	137	26.1	25.6%	37.1%	10.9%	21.6	16.3	2.2	2.0	12.8%	-25.9%
688326 CH	经纬恒润-w	CNY	86	71.4	26.4%	212.4%	4.5%	34.8	20.4	1.6	1.4	-5.4%	-38.5%
688533 CH	上声电子	CNY	45	28.4	34.6%	54.5%	17.4%	18.3	13.5	3.1	2.6	-2.5%	-25.6%
平均								24.9	17.8	3.1	2.6		
0710 HK	京东方精电	HKD	37	5.2	7.6%	11.8%	11.5%	7.7	6.5	0.9	0.8	-7.8%	-26.6%

注：京东方精电数据源自华泰预测，其余公司源自wind一致预期；数据截至2024年3月22日

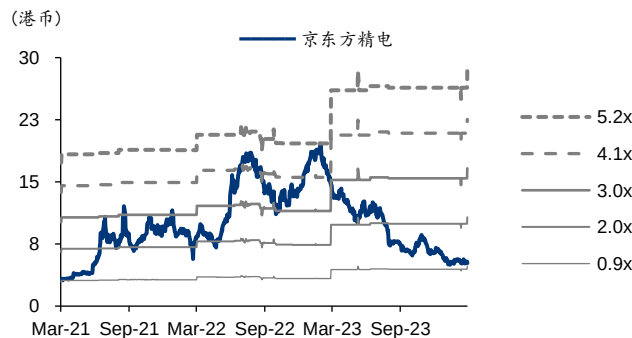
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表11：京东方精电 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表12：京东方精电 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

风险提示

海外定点放量速度不及预期。海外业务是公司未来几年收入增长的主要驱动力，但存在由于海外智能化进展较慢，订单放量速度不及预期的风险。

净利润修复进度不及预期。随着工厂投入接近尾声，公司资本开支和费用投入增速趋缓，同时高价值量产品占比提升有望修复毛利率，但存在由于竞争加剧、车企降价导致利润率修复不及预期的风险。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,722	10,760	11,583	13,200	15,235
销售成本	(9,156)	(8,987)	(9,639)	(10,976)	(12,654)
毛利润	1,567	1,773	1,944	2,224	2,581
销售及分销成本	(190.17)	(236.52)	(252.18)	(277.21)	(304.70)
管理费用	(828.63)	(1,114)	(1,219)	(1,370)	(1,566)
其他收入/支出	(19.33)	(23.89)	(23.89)	(23.89)	(23.89)
财务成本净额	38.81	64.68	73.47	77.28	98.31
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	657.63	540.03	603.09	711.66	865.70
税费开支	98.08	58.95	65.84	77.69	94.50
少数股东损益	(22.88)	5.82	5.82	5.82	5.82
归母净利润	582.43	475.26	531.44	628.15	765.38
折旧和摊销	(171.07)	(205.26)	(225.58)	(242.05)	(258.77)
EBITDA	789.89	680.62	755.20	876.43	1,026
EPS (港币, 基本)	0.74	0.60	0.67	0.79	0.97

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	1,568	1,947	2,217	2,085	2,025
应收账款和票据	2,158	2,568	2,621	3,048	3,483
现金及现金等价物	2,881	3,557	3,812	4,644	5,613
其他流动资产	4.12	10.35	10.35	10.35	10.35
总流动资产	6,611	8,097	8,676	9,804	11,146
固定资产	1,490	1,760	1,960	2,077	2,240
无形资产	22.17	25.06	29.31	36.45	47.00
其他长期资产	160.06	152.00	152.00	152.00	152.00
总长期资产	1,673	1,937	2,141	2,266	2,439
总资产	8,283	10,034	10,817	12,069	13,585
应付账款	3,390	4,738	5,048	5,749	6,628
短期借款	643.68	244.60	197.18	175.95	129.50
其他负债	69.75	40.06	40.06	40.06	40.06
总流动负债	4,103	5,023	5,285	5,965	6,797
长期债务	35.31	397.40	527.98	631.92	738.51
其他长期债务	28.89	203.96	203.96	203.96	203.96
总长期负债	64.20	601.37	731.94	835.88	942.47
股本	197.85	197.89	197.89	197.89	197.89
储备/其他项目	3,867	4,156	4,540	5,003	5,574
股东权益	4,116	4,410	4,800	5,269	5,845
少数股东权益	51.08	56.12	61.94	67.76	73.58
总权益	4,167	4,466	4,862	5,337	5,919

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	7.04	8.63	7.72	6.53	5.36
PB	1.00	0.93	0.85	0.78	0.70
EV EBITDA	2.59	2.18	1.75	0.66	(0.32)
股息率 (%)	2.67	4.40	3.59	4.02	4.75
自由现金流收益率 (%)	(9.25)	15.10	7.50	11.73	13.42

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	789.89	680.62	755.20	876.43	1,026
融资成本	(38.81)	(64.68)	(73.47)	(77.28)	(98.31)
营运资本变动	41.36	527.66	100.00	100.00	100.00
税费	98.08	58.95	65.84	77.69	94.50
其他	(116.52)	(16.55)	(71.47)	326.90	414.32
经营活动现金流	774.00	1,186	776.10	1,304	1,537
CAPEX	(1,118)	(537.28)	(489.92)	(426.34)	(492.06)
其他投资活动	48.63	67.77	59.85	59.85	59.85
投资活动现金流	(1,170)	(668.00)	(326.99)	(256.01)	(297.60)
债务增加量	636.29	(399.85)	(48.99)	(42.63)	(49.21)
权益增加量	13.81	0.04	0.00	0.00	0.00
派发股息	(109.28)	(180.55)	(147.33)	(164.75)	(194.73)
其他融资活动现金流	(24.80)	(18.34)	2.54	(7.86)	(26.94)
融资活动现金流	1,098	158.10	(193.78)	(215.24)	(270.88)
现金变动	702.27	676.10	255.33	832.48	968.18
年初现金	2,267	2,881	3,557	3,812	4,644
汇率波动影响	(88.85)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,881	3,557	3,812	4,644	5,613

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	38.57	0.35	7.64	13.97	15.41
毛利润	33.67	13.18	9.64	14.42	16.02
营业利润	82.83	(24.54)	12.48	23.35	24.03
净利润	77.67	(18.40)	11.82	18.20	21.85
EPS	77.67	(18.40)	11.82	18.20	21.85
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	14.61	16.48	16.78	16.85	16.94
EBITDA	7.37	6.33	6.52	6.64	6.74
净利润率	5.43	4.42	4.59	4.76	5.02
ROE	15.61	11.15	11.54	12.48	13.77
ROA	8.42	5.19	5.10	5.49	5.97
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(53.49)	(66.10)	(64.31)	(72.82)	(81.17)
流动比率	1.61	1.61	1.64	1.64	1.64
速动比率	1.23	1.22	1.22	1.29	1.34
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.55	1.17	1.11	1.15	1.19
应收账款周转天数	65.51	79.05	80.64	77.30	77.16
应付账款周转天数	108.63	162.79	182.76	177.06	176.04
存货周转天数	47.20	70.40	77.76	70.56	58.46
现金转换周期	4.07	(13.34)	(24.36)	(29.20)	(40.42)
每股指标 (港币)					
EPS	0.74	0.60	0.67	0.79	0.97
每股净资产	5.20	5.57	6.06	6.66	7.38

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、张宇，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 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、陈旭东、张宇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。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），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

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

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

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司