



## 瑞声科技 (2018.HK): 预计 2024 年收入利润齐增, 并表车载声学提供长期增量

重申瑞声科技“买入”评级, 上调目标价至 28.8 港元, 潜在升幅 19%。

- 重申瑞声的“买入”评级:** 瑞声 2H23 业绩大体符合预期, 收入和利润均取得较好的环比增长。我们认为这主要得益于智能手机行业及大客户需求的复苏和增长, 也得益于公司自身推动产品升级以及运营效率的提升。我们预计这个趋势有望在 2024 年得到延续, 公司原有业务收入有望实现 10%-15% 的增长, 并且毛利率向上恢复至 20% 甚至以上。进一步看, 并表的 PSS 业务有望贡献确定增量以及长期增长。综合来看, 我们预计瑞声今年收入有望成长 25% 集团综合毛利率达 20% 以上。结合当前 21.1x、17.8x 的 2024 年、2025 年市盈率, 我们重申公司的“买入”评级。
- PSS 并表提供长期基本面增量:** 瑞声收购的车载声学标的 PSS 已于 2 月中旬确认并表。根据过去三个财年的业绩, PSS 有望在 2024 年提供约 15% 的并表收入增量, 以及 20% 以上的毛利率。随着全球和中国的新能源车行业的高速成长, PSS 不仅可以受益于其在欧美车企的领先市场份额, 更有望享受中国新能源车企的增长红利。我们对于标的公司长期增长带来的集团增量持相对乐观的态度。
- 光学行业竞争缓和, 公司业务有望扭亏:** 在 2023 年下半年, 瑞声光学业务毛利率录得 -9.1%, 亏损幅度同比环比皆有改善。公司的镜头毛利率在去年 12 月以及今年一季度实现转正, 并预计今年在 全年层面实现转正。我们认为这主要得益于智能手机光学行业竞争缓和, 头部厂商都进入利润复苏阶段。我们预计公司镜头业务有望在今年下半年实现盈亏平衡, 模组业务毛利率也有望在今年转正。这与行业的整体趋势保持一致。
- 估值:** 我们采用分部加总估值法对瑞声进行估值。我们分别给予瑞声 2024 年声学产品、电磁传动及精密结构件、光学产品、微机电系统器件业务 22.0x、20.0x、18.0x、20.0x、15.0x 市盈率, 得到 28.8 港元的目标价, 潜在升幅 19%。我们重申瑞声科技的“买入”评级。
- 投资风险:** 智能手机、新能源汽车等终端需求增长不如预期。声学、光学等行业升级放缓, 竞争加剧。大客户增长放缓, 拖累业绩表现。新业务投入增加, 影响盈利水平。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,625	20,419	25,476	26,849	27,984
同比增速	16.7%	(1.0%)	24.8%	5.4%	4.2%
净利润	821	740	1,472	1,750	1,970
同比增速	(37.6%)	(9.9%)	98.8%	18.9%	12.5%
目标 PE (x)	38	42	21	18	16

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony\_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师

sia\_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2024 年 3 月 25 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	28.8
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (港元)	24.2
52 周内股价区间 (港元)	12.86-25.20
总市值 (百万港元)	29,000
近 3 月日均成交额 (百万港元)	141

注: 截至 2024 年 3 月 25 日收盘价

### 市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>20,625</b>	<b>20,419</b>	<b>25,476</b>	<b>26,849</b>	<b>27,984</b>	<b>24,250</b>
营业成本	(16,850)	(16,967)	(20,233)	(21,075)	(21,872)	(19,208)
<b>毛利</b>	<b>3,775</b>	<b>3,452</b>	<b>5,243</b>	<b>5,773</b>	<b>6,112</b>	<b>5,042</b>
<b>经营支出</b>	<b>(3,030)</b>	<b>(2,995)</b>	<b>(3,736)</b>	<b>(3,936)</b>	<b>(4,020)</b>	<b>(3,483)</b>
销售费用	(448)	(443)	(553)	(584)	(596)	(517)
管理费用	(1,036)	(978)	(1,220)	(1,286)	(1,313)	(1,138)
研发费用	(1,546)	(1,573)	(1,962)	(2,066)	(2,110)	(1,829)
<b>经营利润</b>	<b>745</b>	<b>457</b>	<b>1,507</b>	<b>1,838</b>	<b>2,092</b>	<b>1,559</b>
<b>非经营收入</b>	<b>115</b>	<b>366</b>	<b>53</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	<b>11</b>
财务费用	(403)	(391)	(464)	(466)	(461)	(507)
投资收益	(7)	14	17	17	18	18
其他	525	743	500	500	500	500
<b>税前利润</b>	<b>861</b>	<b>823</b>	<b>1,560</b>	<b>1,889</b>	<b>2,149</b>	<b>1,570</b>
所得税	(231)	(252)	(301)	(364)	(414)	(303)
<b>税后利润含少数股东权益</b>	<b>629</b>	<b>571</b>	<b>1,259</b>	<b>1,525</b>	<b>1,735</b>	<b>1,267</b>
少数股东权益	(192)	(170)	(212)	(225)	(235)	1
<b>净利润</b>	<b>821</b>	<b>740</b>	<b>1,472</b>	<b>1,750</b>	<b>1,970</b>	<b>1,266</b>
基本股数 (百万)	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198
摊销股数 (百万)	1,201	1,201	1,201	1,201	1,201	1,201
<b>基本每股收益 (元)</b>	<b>0.69</b>	<b>0.62</b>	<b>1.23</b>	<b>1.46</b>	<b>1.64</b>	<b>1.06</b>
<b>摊销每股收益 (元)</b>	<b>0.68</b>	<b>0.62</b>	<b>1.23</b>	<b>1.46</b>	<b>1.64</b>	<b>1.05</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金和受限制资金</b>	<b>6,814</b>	<b>6,825</b>	<b>9,010</b>	<b>10,802</b>	<b>12,198</b>
应收账款和应收票据	5,531	6,653	7,471	7,086	7,386
存货	4,401	2,992	3,211	3,011	3,124
其他流动资产	370	57	71	75	78
<b>流动资产合计</b>	<b>17,116</b>	<b>16,527</b>	<b>19,763</b>	<b>20,973</b>	<b>22,786</b>
物业、厂房及设备	19,302	18,070	20,240	21,972	23,283
无形资产	839	864	705	575	469
其他非流动资产	3,086	3,449	3,449	3,449	3,449
<b>总资产</b>	<b>40,343</b>	<b>38,911</b>	<b>44,157</b>	<b>46,969</b>	<b>49,987</b>
短期借贷	1,833	1,464	1,826	1,925	2,006
应付账款和应付票据	4,959	5,796	7,258	7,938	8,650
其他流动负债	2,263	2,869	3,580	3,772	3,932
<b>流动负债合计</b>	<b>9,055</b>	<b>10,129</b>	<b>12,664</b>	<b>13,635</b>	<b>14,588</b>
长期借款	1,727	1,726	1,812	1,903	1,998
其他负债	7,366	4,684	4,684	4,684	4,684
<b>总负债</b>	<b>18,148</b>	<b>16,540</b>	<b>19,160</b>	<b>20,222</b>	<b>21,270</b>
股本	98	97	97	97	97
储备	21,559	21,784	23,256	25,006	26,976
未分配利润	539	490	490	490	490
<b>股东权益合计</b>	<b>22,196</b>	<b>22,371</b>	<b>23,843</b>	<b>25,593</b>	<b>27,563</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>40,343</b>	<b>38,911</b>	<b>43,003</b>	<b>45,816</b>	<b>48,833</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,372</b>	<b>5,576</b>	<b>5,221</b>	<b>6,100</b>	<b>5,532</b>	<b>4,711</b>
税前利润	861	823	1,560	1,889	2,149	1,570
折旧	2,874	2,637	2,469	2,765	3,002	3,181
摊销	111	155	159	130	106	86
其他营业活动现金流	463	561	676	691	696	506
<b>营运资金变动</b>	<b>420</b>	<b>2,043</b>	<b>1,121</b>	<b>1,455</b>	<b>455</b>	<b>178</b>
应收账款减少 (增加)	(1,143)	(1,122)	(818)	385	(300)	985
库存减少 (增加)	1,038	1,409	(219)	201	(114)	381
应付账款增加 (减少)	(10)	838	1,461	680	712	(674)
其他经营资金变动	536	919	696	189	156	(514)
税务费用	(304)	(252)	(301)	(364)	(414)	(303)
利息收入 (支出)	(54)	(391)	(464)	(466)	(461)	(507)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,349)</b>	<b>(4,041)</b>	<b>(4,638)</b>	<b>(4,497)</b>	<b>(4,313)</b>	<b>(3,438)</b>
资本支出	(4,437)	(4,041)	(4,638)	(4,497)	(4,313)	(3,438)
取得或购买长期投资	(273)	-	-	-	-	-
其他投资活动现金流	2,361	-	-	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,439)</b>	<b>(370)</b>	<b>449</b>	<b>189</b>	<b>177</b>	<b>(168)</b>
借款	222	(370)	449	189	177	(168)
发行股份	(113)	-	-	-	-	-
股息	-	-	-	-	-	-
其他融资活动现金流	(1,548)	-	-	-	-	-
外汇损益	178	-	-	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>762</b>	<b>1,165</b>	<b>1,031</b>	<b>1,792</b>	<b>1,396</b>	<b>1,105</b>
<b>期初现金及现金等价物</b>	<b>6,051</b>	<b>6,814</b>	<b>7,978</b>	<b>9,010</b>	<b>10,802</b>	<b>12,198</b>
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>6,814</b>	<b>7,978</b>	<b>9,010</b>	<b>10,802</b>	<b>12,198</b>	<b>13,303</b>

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	16.7%	(1.0%)	24.8%	5.4%	4.2%
毛利润增速	(13.5%)	(8.6%)	51.9%	10.1%	5.9%
营业利润增速	(49.7%)	(38.7%)	229.7%	21.9%	13.8%
净利润增速	(37.6%)	(9.9%)	98.8%	18.9%	12.5%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率 (平均)	3.7%	3.3%	6.4%	7.1%	7.4%
总资产报酬率	2.0%	1.9%	3.5%	3.8%	4.1%
投入资本回报率	2.1%	1.2%	4.4%	5.0%	5.3%
<b>利润率</b>					
毛利率	18.3%	16.9%	20.6%	21.5%	21.8%
营业利润率	3.6%	2.2%	5.9%	6.8%	7.5%
净利润率	4.0%	3.6%	5.8%	6.5%	7.0%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	91	73	39	21	7
应收账款周转天数	102	109	101	99	94
存货周转天数	109	80	56	54	51
应付账款周转天数	120	116	118	132	138
净债务 (净现金)	(4,981)	(5,361)	(7,183)	(8,877)	(10,192)
自由现金流	(486)	1,111	327	1,336	939

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

## 瑞声科技业绩回顾及展望

### ● 2H23 业绩：大体符合预期，环比复苏态势明显

#### 瑞声 2H23 财务情况

- 营业收入为人民币 112 亿元，同比持平，环比增长 21%。其中，声学产品收入人民币 41.8 亿元，同比下滑 11%，环比增长 26%；电磁传动及精密结构件收入人民币 46.3 亿元，同比增长 6%，环比增长 28%；光学产品收入人民币 18.6 亿元，同比增长 36%，环比增长 5%；微机电系统器件业务收入人民币 5.3 亿元，同比下滑 32%，环比增长 7%。
- 毛利率为 19.2%，同比增长 1.5 个百分点，环比增长 5.2 个百分点。
- 营业利润为人民币 4.9 亿元，同比增长 39%，环比由负转正。
- 净利润为人民币 5.9 亿元，同比增长 25%，环比增长 293%。

(详情请参考下方表格)

图表 2：瑞声科技 2H23 业绩详情

人民币百万	2H23	2H22	同比	1H23	环比
营业收入	11,200	11,213	(0%)	9,219	21%
毛利润	2,155	1,992	8%	1,297	66%
营业利润	486	350	39%	(29)	-
净利润	590	471	25%	150	293%
基本每股收益 (元)	0.44	0.39	13%	0.30	47%

利润率	2H23	2H22	同比 百分点	1H23	环比 百分点
毛利率	19.2%	17.8%	1.5	14.1%	5.2
营业费用率	14.9%	14.6%	0.3	14.4%	0.5
营业利润率	4.3%	3.1%	1.2	(0.3%)	4.7
净利率	5.3%	4.2%	1.1	13.0%	(7.7)

收入 人民币百万	2H23	2H22	同比	1H23	环比
声学产品	4,176	4,709	(11%)	3,323	26%
电磁传动及精密结构件	4,626	4,345	6%	3,620	28%
光学产品	1,856	1,365	36%	1,771	5%
微机电系统器件	531	777	(32%)	494	7%
总计	11,200	11,213	(0%)	9,219	21%

毛利率	2H23	2H22	同比 百分点	1H23	环比 百分点
声学产品	30.7%	29.1%	1.7	25.5%	5.2
电磁传动及精密结构件	20.7%	21.9%	(1.2)	19.3%	1.5
光学产品	(9.1%)	(29.7%)	20.6	(17.1%)	8.1
微机电系统器件	15.7%	10.4%	5.4	11.3%	4.5
总计	19.2%	17.8%	1.5	14.1%	5.2

资料来源：公司公告、浦银国际

## ● 预计瑞声科技 2024 年受益于智能手机行业复苏

瑞声 2H23 业绩大体符合预期，收入和利润均取得较好的环比增长。我们认为这主要得益于智能手机行业及大客户需求的复苏和增长，也得益于公司自身推动产品升级以及运营效率的提升。我们预计这个趋势有望在 2024 年得到延续，公司原有业务收入有望实现 10%-15% 的增长，并且毛利率向上恢复至 20% 甚至以上。进一步看，并表的 PSS 业务有望贡献确定增量以及长期增长。

图表 3：瑞声财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	25,476	21,888	16%	26,849			27,984		
毛利润	5,243	5,204	1%	5,773			6,112		
经营利润	1,507	2,076	(27%)	1,838			2,092		
净利润	1,472	1,797	(18%)	1,750			1,970		
基本每股收益 (元)	1.23	1.49	(18%)	1.46			1.64		
<b>利润率</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>
毛利率	20.6%	23.8%	(3.2)	21.5%			21.8%		
营业费用率	14.7%	14.3%	0.4	14.7%			14.4%		
营业利润率	5.9%	9.5%	(3.6)	6.8%			7.5%		
净利率	5.8%	8.2%	(2.4)	6.5%			7.0%		

资料来源：浦银国际预测

## ● 瑞声科技估值

我们采用分部加总估值法对瑞声进行估值。我们分别给予瑞声 2024 年声学产品、电磁传动及精密结构件、光学产品、微机电系统器件业务 22.0x、20.0x、18.0x、20.0x、15.0x 市盈率，得到 28.8 港元的目标价，潜在升幅 19%。我们重申瑞声科技的“买入”评级。

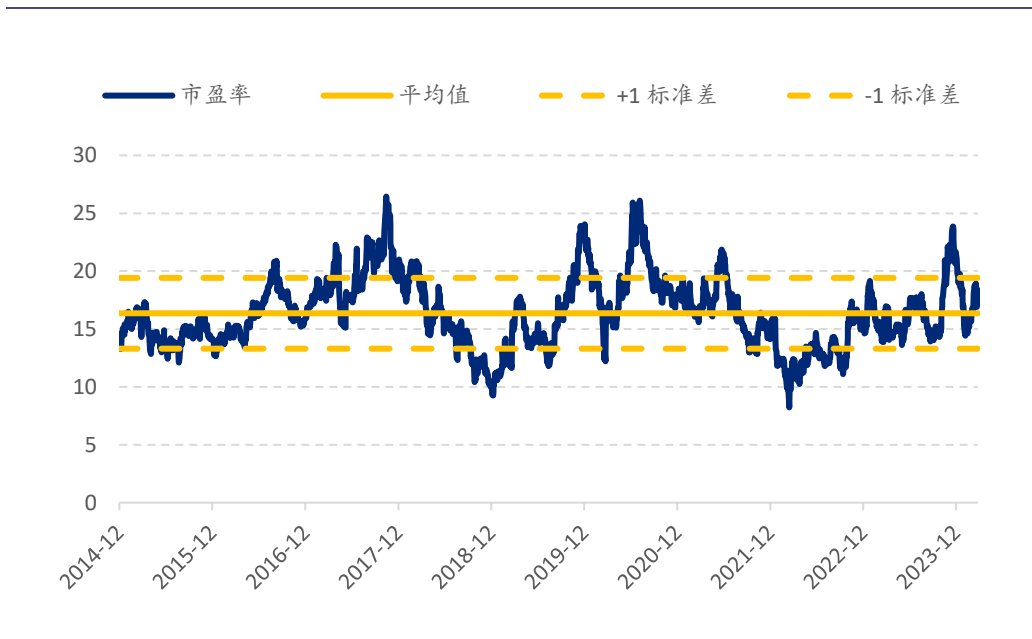
我们预计瑞声 2024 年收入有望成长 25%，集团综合毛利率达 20% 以上。结合当前 21.1、17.8 的 2024 年、2025 年市盈率，我们重申公司的“买入”评级。

图表 4：瑞声分部加总估值法（2024 年）

人民币百万	收入	毛利率	净利润	净利润增速	目标市盈率(x)	估值
声学产品	11,968	26.2%	873	94%	22.0	19,212
电磁传动及精密结构件	8,824	21.3%	527	48%	20.0	10,542
光学产品	3,675	2.5%	25	-	18.0	458
微机电系统器件	982	13.7%	38	26%	20.0	755
其他产品	27	30.0%	8	50%	15.0	124
<b>合计（人民币百万）</b>	<b>25,476</b>	<b>20.6%</b>	<b>1,472</b>	<b>99%</b>	<b>21.1</b>	<b>31,091</b>
人民币/港币						0.9000
<b>市值（港元百万）</b>						<b>34,545</b>
股数（百万）						1,198
<b>目标价（港元）</b>						<b>28.8</b>

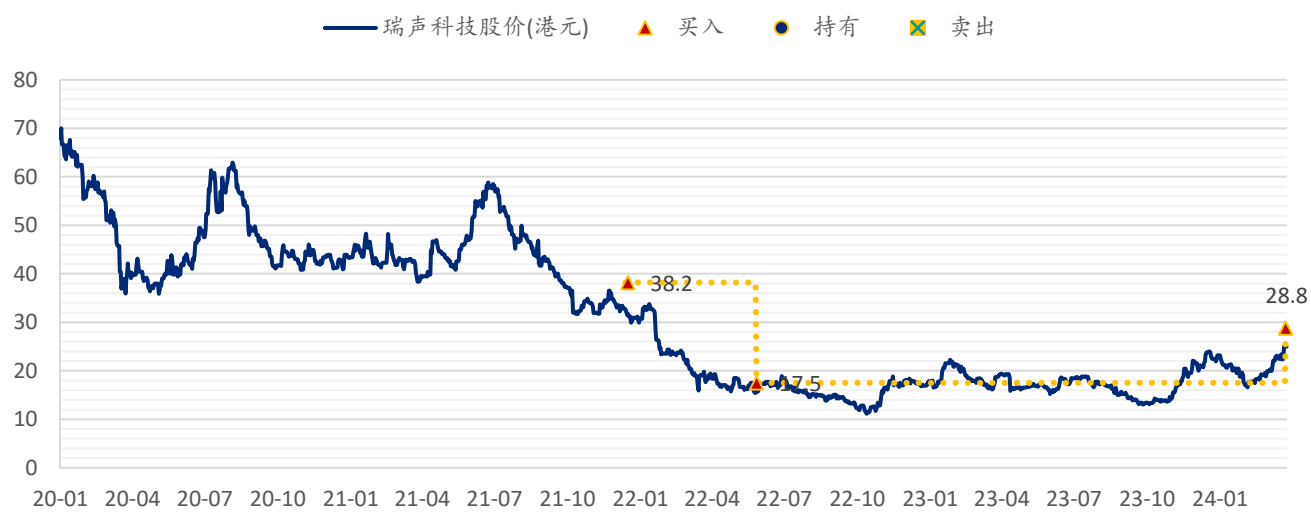
资料来源：浦银国际预测

图表 5：瑞声科技市盈率估值 (x)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 瑞声科技

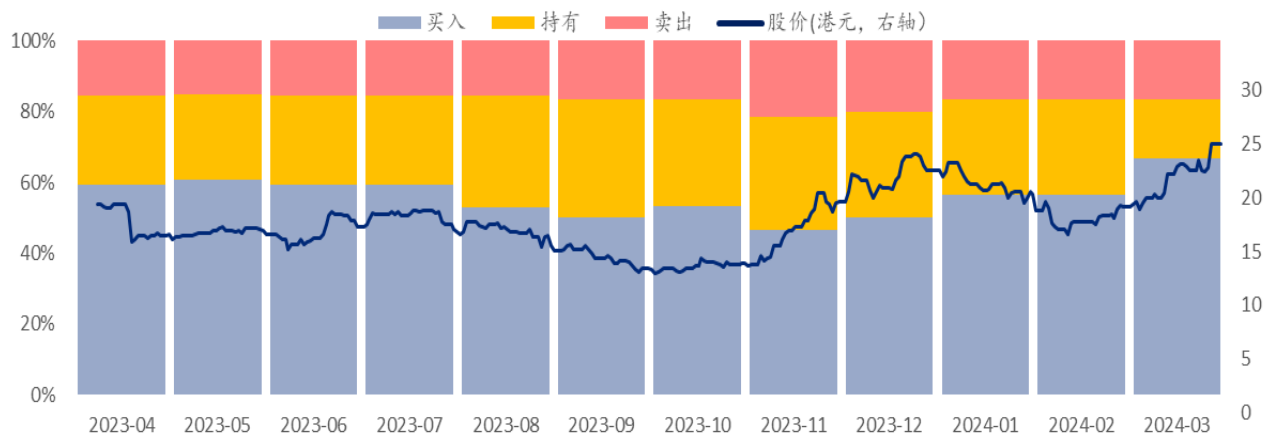


注: 截至 2024 年 3 月 24 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

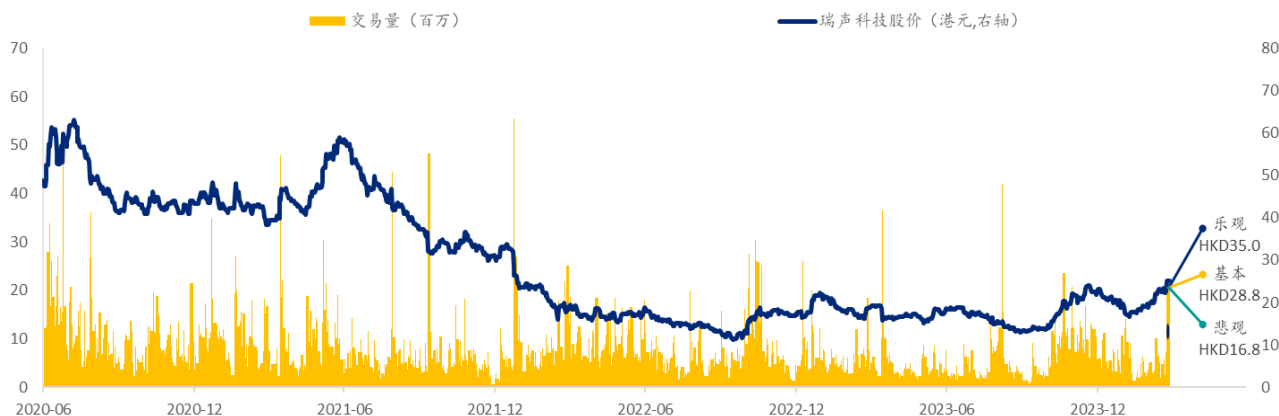
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 瑞声科技市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 瑞声科技 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 35.0 港元  
(概率: 15%)

- 智能手机出货量好于预期, 行业供需格局改善。
- 高端智能手机拓展顺利, 带动光学镜头、模组 ASP 及毛利率提升。
- 汽车智能化带动车载摄像头快速增长。
- 瑞声在重点客户的业务进展顺利, 市占率提升。
- PSS 并表助力瑞声车载业务超预期增长。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 16.8 港元  
(概率: 15%)

- 智能手机出货量不及预期, 行业供过于求。
- 高端智能手机拓展不利, 光学镜头、模组 ASP 及毛利率维持低位。
- 汽车竞争加剧, 车载光学毛利率承压。
- 瑞声在重点客户的业务进展不利, 市占率下滑。
- PSS 并表对瑞声车载业务拉动不及预期。

资料来源: 浦银国际

图表 9: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	14.8	买入	18.6	21/3/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	159.0	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	29.5	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	37.2	买入	49.9	26/10/2023	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	30.5	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	13.3	买入	11.4	29/5/2022	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	24.2	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	43.0	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.0	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	97.4	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.9	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	38.4	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.5	买入	12.4	21/3/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	33.8	买入	48.6	21/3/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	30.5	买入	40.8	23/3/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	119.0	买入	159.5	23/3/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	23.9	买入	47.5	7/12/2023	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉 (TESLA)	170.8	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	211.0	买入	280.4	3/11/2023	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	214.2	买入	302.9	3/11/2023	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	15.5	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	44.6	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	15.5	买入	20.6	7/2/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	32.2	买入	43.6	7/2/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	39.4	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	20.0	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	38.2	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	42.5	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	23.6	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	149.8	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	35.8	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	30.3	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注: A 股、港股截至 2024 年 3 月 25 日收盘价; 美股截至 2024 年 3 月 22 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼