

24 年业绩承压，未来增长可期

华泰研究

2024 年 12 月 28 日 | 中国内地

更新报告

其他军工

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

46.35

研究员 李聪
SAC No. S0570521020001 licong017951@htsc.com
SFC No. BRW518 +(86) 10 6321 1166

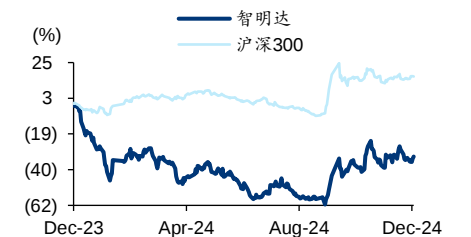
研究员 朱雨时
SAC No. S0570521120001 zhuyushi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员 田莫充
SAC No. S0570523050004 tianmochong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	46.35
收盘价(人民币 截至 12 月 27 日)	29.90
市值(人民币百万)	3,366
6 个月平均日成交额(人民币百万)	76.53
52 周价格范围(人民币)	17.01-65.20
BVPS(人民币)	9.59

股价走势图



资料来源: Wind

维持智明达公司“买入”评级，目标价 46.35 元。公司是我国军用嵌入式计算机核心供应商，机载配套基本盘稳固，弹载配套产品预计 25 年起实现恢复性增长，新的星载和无人机配套产品市场需求广阔且增速较快，公司整体业务 25-26 年有望实现较快增长。

军用嵌入式计算龙头，技术全面且产品谱系完善

公司牢牢围绕军用嵌入式计算机领域，通过技术研发和迭代，研制了一系列嵌入式计算机模块产品。公司先后开发了基于 DSP、FPGA、显控类等芯片和技术的嵌入式计算机及相关产品，解决方案已涵盖数据采集、信号处理、数据处理、通信交换、接口控制、高可靠性电源、大容量存储与图形图像处理等技术方向，并从最开始的车载平台，拓展了机载、弹载、无人机、星载等多种装备中。

机载领域配套基本盘稳固，弹载配套受行业影响有所下滑

公司的机载嵌入式产品配套于我国多种主力战机，近年来保持稳健增长，同时随着公司能力的提升在部分新型号领域实现了配套价值量提升，且随着公司降本增效，产品毛利率也有所回升。公司 21 年起在弹载领域收入快速增长，配套型号不断丰富，但 24 年以来受到行业影响出现了需求和订单延迟的情况，但考虑到十四五即将进入收官之年，国防建设任务的完成具有刚性约束，预计 25 年起将实现恢复性增长。

储备项目/型号丰富，星载和无人机打开成长空间

公司储备项目丰富，2024 年上半年获得研发新项目 120 个，较上年同期增加 17.65%，且星载和无人装备配套项目的占比有所提升，卫星作为我国的战略性资源，目前已在多领域得到了广泛建设及运用。嵌入式计算机主要应用于卫星需要的相关部件，如应答机、传感器、遥测发射机等，公司在该领域的配套有望跟随卫星互联网和其他卫星星座的建设而持续放量；无人装备是装备建设重要方向之一，公司相关产品也有望受到无人装备发展而增长。

盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 0.62/1.16/1.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/1.03/1.42 元，对应 PE 分别为 54/29/21X，可比公司估值 2025 年 iFind 一致预期 PE 均值为 45 倍，我们给予公司 25 年 45 倍 PE，对应目标价 46.35 元，维持“买入”评级。

风险提示：订单不及预期风险，产品降价导致毛利率下滑风险。

经营预测指标与估值

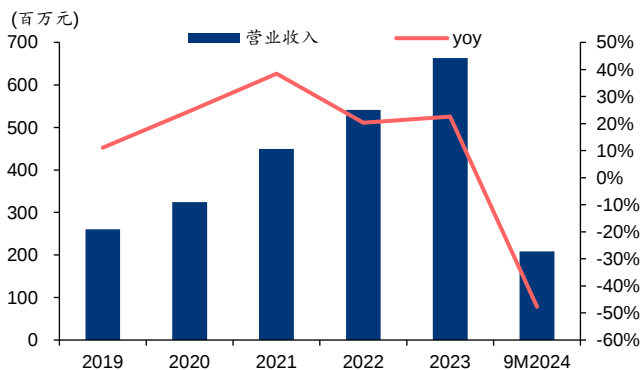
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	540.87	663.00	552.22	748.79	924.58
+/-%	20.35	22.58	(16.71)	35.60	23.48
归属母公司净利润(人民币百万)	75.38	96.26	61.90	116.33	160.38
+/-%	(32.40)	27.69	(35.69)	87.92	37.87
EPS(人民币，最新摊薄)	0.67	0.86	0.55	1.03	1.42
ROE(%)	8.07	9.31	5.54	9.74	12.27
PE(倍)	44.65	34.97	54.37	28.93	20.98
PB(倍)	3.43	3.10	2.93	2.71	2.45
EV/EBITDA(倍)	29.87	34.18	32.19	20.88	15.85

资料来源：公司公告、华泰研究预测

军用嵌入式计算机小巨人，星载和无人机配套打开成长空间

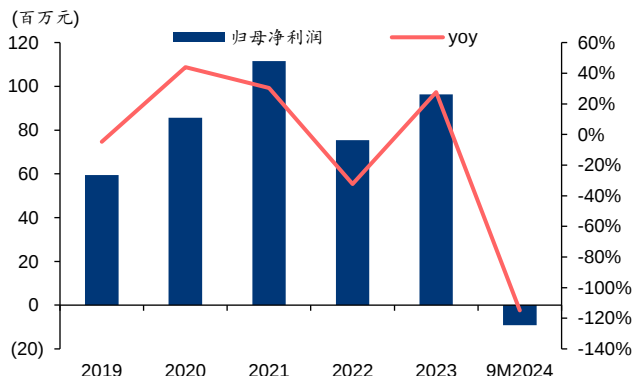
19-23 年公司收入稳健增长，归母净利润有所波动。受公司产品种类持续丰富，下游新客户开拓顺利等方面影响，公司收入从 2019 年的 2.61 亿元增长至 2023 年的 6.63 亿元。2024 年前三季度受行业环境影响公司部分订单有所延迟，导致营业收入有所下滑，前三季度公司实现营业收入 2.09 亿元，同比下滑 47.71%；近年来由于下游客户低成本采购，同时公司业务结构有所变化，导致公司毛利率出现波动，同时公司拓展新业务导致期间费用有所提升，进而影响了归母净利润持续增长。2024 年前三季度公司实现归母净利润-916 万元，同比下滑 114.85%。

图表1：公司近期收入情况



资料来源：iFind，华泰研究

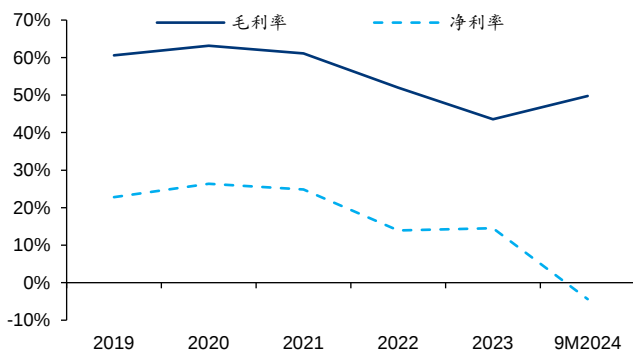
图表2：公司归母净利润情况



资料来源：iFind，华泰研究

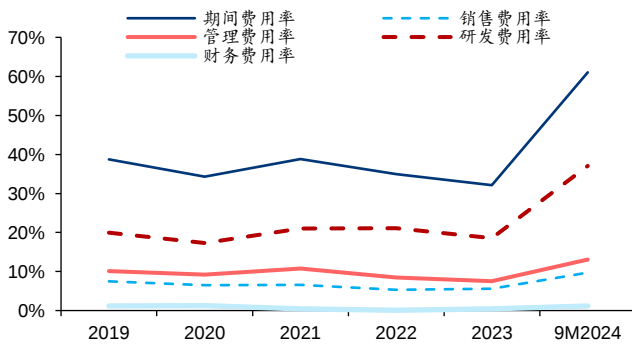
毛利率有所回升，费用率后续有望下降。2020-2023 年受到下游低成本采购影响，同时在全国国产化要求下公司开始采购成本较高的国产元器件，导致综合毛利率有所降低。进入 2024 年，公司毛利率较高的机载产品收入占比较高，使得毛利率有所回升，2024 年前三季度公司综合毛利率为 49.74%；公司 2023 年起开始进行较为严格的费用管控，2023 年费用率为 32.13%，较 2022 年下降 2.81pct。2024 年前三季度因收入下降，费用率有明显提升。

图表3：公司近期收入情况



资料来源：iFind，华泰研究

图表4：公司归母净利润情况



资料来源：iFind，华泰研究

盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 5.52、7.49 和 9.25 亿元,同比增长-16.71%、35.60%和 23.48%,归母净利润分别为 0.62、1.16 和 1.60 亿元,同比增长-35.69%、87.92%和 37.87%。

图表5: 智明达盈利预测核心假设

(人民币百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
机载-营收	299.39	316.44	341.88	365.81	431.66	492.09
YOY (%)	56.50%	5.69%	8.04%	7.00%	18.00%	14.00%
毛利率 (%)	61.25%	54.35%	47.59%	52.00%	51.00%	50.00%
占公司收入比例 (%)	66.62%	58.51%	51.57%	66.24%	57.65%	53.22%
弹载-营收	64.26	124.35	224.64	56.16	134.78	195.44
YOY (%)	138.46%	93.51%	80.65%	-75.00%	140.00%	45.00%
毛利率 (%)	54.9%	43.5%	36.4%	33.50%	33.00%	33.00%
占公司收入比例 (%)	14.30%	22.99%	33.88%	10.17%	18.00%	21.14%
车载-营收	42.45					
YOY (%)	7.73%					
毛利率 (%)	61.8%					
占公司收入比例 (%)	9.45%					
舰载-营收	5.65					
YOY (%)	-78.74%					
毛利率 (%)	86.73%					
占公司收入比例 (%)	1.26%					
其他主营产品-营收	37.68	98.75	96.48	130.25	182.35	237.05
YOY (%)	30.38%	162.07%	-2.30%	35.00%	40.00%	30.00%
毛利率 (%)	65.63%	54.91%	45.98%	51.50%	51.50%	51.50%
占公司收入比例 (%)	8.38%	18.26%	14.55%	23.59%	24.35%	25.64%
营业总收入	449.42	540.87	663.00	552.22	748.79	924.58
YOY (%)	38.4%	20.3%	22.6%	-16.71%	35.60%	23.48%
毛利润	274.49	280.96	288.80	276.11	358.53	432.62
毛利率 (%)	61.1%	51.9%	43.6%	50.00%	47.88%	46.79%
管理费用率	10.8%	8.4%	7.5%	9.0%	8.0%	7.2%
销售费用率	6.6%	5.3%	5.6%	7.7%	7.2%	6.8%
研发费用率	21.1%	21.1%	18.6%	22.0%	18.0%	16.0%
财务费用率	0.4%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
四项费用率	38.8%	34.9%	32.1%	39.2%	33.7%	30.4%
归属母公司所有者净利润	111.51	75.38	96.26	61.90	116.33	160.38

资料来源: iFind, 华泰研究预测

收入预测:

1) 机载: 公司的机载嵌入式计算机模块产品主要应用于军用飞行器的雷达、通信、导航、识别、电子对抗、光电探测、飞行控制、干扰投放、供电管理、挂架管理等武器电子设备系统中,目前广泛配套于我国各型主力战机。2021-2023 年公司机载产品实现收入分别为 2.99、3.16 和 3.42 亿元,22-23 年增速分别为 5.69%和 8.04%,24 年预计平稳增长,25-26 年受到配套新机型批产的拉动预计增速有所提升。我们预计 2024-2026 年该业务实现营收 3.66 亿元、4.32 亿元、4.92 亿元,同比增速分别为 7%、18%、14%。毛利率方面,21-23 年毛利率水平分别 61.25%、54.35%和 47.59%,下降原因主要系下游客户执行低成本采购,公司部分产品有所降价,同时价格相对较高国产化器件的采购占比提升,压缩了毛利率水平。2024 年上半年公司机载产品毛利率为 51.78%,有所提升,主要系公司在配套机型中的配套价值量提升同时公司向上游元器件厂商传导了部分降价影响,预计 2024-2026 年公司机载产品毛利率分别为 52%、51%和 50%。

2) 弹载: 公司的弹载嵌入式计算机模块产品主要应用于弹载关键电子信息系统, 包括: 惯导系统, 红外导引头, 雷达导引头, 激光导引系统, 飞行控制系统等。2021-2023 年该业务收入分别为 0.64、1.24 和 2.25 亿元, 22-23 年增速分别为 93.51%和 80.65%, 高增长原因来自于公司此前跟研型号逐步转入批产。但进入 24 年由于受到行业影响, 公司部分订单有所延迟, 预计出现较为明显的下滑, 考虑到十四五期间装备建设任务完成确定性高, 预计 25-26 年或将呈现补偿式增长。预计 2024-2026 年弹载产品分别实现营收 0.56、1.35 和 1.95 亿元, 同比增速分别为-75、140%和 45%。毛利率方面, 公司弹载业务受交付型号结构影响有一定波动性, 同时下游客户执行低成本采购, 产品有降价情况。2021-2023 年毛利率分别为 54.9%、43.5%和 36.4%, 24 年上半年毛利率为 33.5%, 今年以来公司弹载配套产品价格体系基本稳定, 预计 2024-2026 年公司弹载产品毛利率大概率趋于平稳, 分别为 33.5%/33%/33%。

3) 其他主营产品: 公司其他主营产品 21-23 年收入分别为 0.38、0.99 和 0.96 亿元, 其中 22 年高增长主要系公司调整业务拆分类型将车载和舰载产品归入其他主营业务中。目前其他主营业务中包含了车载、舰载、无人机、卫星和火箭等嵌入式产品。考虑到 24 年起公司卫星、无人机等领域的配套项目逐步增加, 平均配套价值量也有所提升, 预计该业务将保持较快增长, 预计公司 2024-2026 年该业务分别实现收入 1.3、1.82 和 2.37 亿元, 增速分别为 35%、40%和 30%。毛利率方面, 2022-2023 年该业务毛利率分别为 54.91%和 45.98%, 2024H1 毛利率为 51.44%, 目前该业务分类中星载产品占比持续提升, 24H1 公司星载产品毛利率约为 51.50%, 因此预计 24-26 年毛利率维持 51.50%水平。

费用率预测:

1) 销售费用率: 2021-2023 年分别为 6.6%、5.3%和 5.6%, 2024 年前三季度为 9.72%, 主要系收入下滑影响, 同时公司推出新产品加大了市场销售力度。四季度是公司收入确认高峰期, 预计全年水平较前三季度有所下降, 25-26 年预计公司销售费用将随着收入规模扩大而进一步下降, 预计 24-26 年分别为 7.7%、7.2%、6.8%。

2) 管理费用率: 2021-2023 年分别为 10.8%、8.4%和 7.5%, 呈现逐年下降趋势, 2024 年前三季度为 13.07%, 主要系收入下降所致。四季度是公司收入确认高峰期, 预计全年水平较前三季度有所下降, 25-26 年预计公司销售费用将随着收入规模扩大而进一步下降, 预计 24-26 年分别为 9.0%、8.0%和 7.2%。

3) 研发费用率: 2021-2023 年分别为 21.1%、21.1%和 18.6%, 2024 年前三季度为 37.06%, 公司当前研发人员数量已基本满足需求, 后续人员扩张方面将逐步平稳, 但项目数量的增加预示着公司研发投入将维持高位, 研发费用率或将随收入规模扩大而逐步降低, 预计研 2024-2026 年研发费用率为 22.0%、18.0%和 16.0%。

估值与投资建议

公司主要面向军工客户, 提供定制化嵌入式计算机模块和解决方案通过近二十年的积淀, 公司的产品和解决方案已涵盖数据采集、信号处理、数据处理、通信交换、接口控制、高可靠性电源、大容量存储与图形图像处理等技术方向。公司多年服务于军工客户, 成功将产品应用于机载、弹载、舰载、车载等多个领域的武器装备之中。近年来公司机载业务基本盘稳健, 配套型号和参与研制型号覆盖我国各类主力战机, 弹载业务受行业拉动和研制型号转批产保持高增长态势, 同时星载业务也具备较大的发展空间。我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 0.62/1.16/1.60 亿元, 对应 EPS 分别为 0.55/1.03/1.42 元, 对应 PE 分别为 54/29/21X, 可比公司选择具有嵌入式计算机或相关模块的雷科防务(雷达相关嵌入式计算机板卡)、佳缘科技(加密模块)和中航机载(航电设备), 可比公司估值 2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 45 倍, 我们给予公司 25 年 45 倍 PE, 对应目标价 46.35 元, 维持“买入”评级。

图表6：可比公司估值

		股价（元/股）	市值(mn)	市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		
公司名称	股票代码	2024/12/27	2024/12/27	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
雷科防务	002413 CH	4.58	6032	116	69	49	1.6	1.5	1.5	1.34%	2.20%	3.06%
佳缘科技	301117 CH	30.72	2834	136	40	27	2.2	2.1	1.9	1.59%	5.27%	7.38%
中航机载	600372 CH	12.48	60389	30	26	23	1.6	1.5	1.4	5.34%	5.85%	6.32%
平均值			23085	94	45	33	1.8	1.7	1.6	2.76%	4.44%	5.59%
智明达	688636 CH	29.90	3366	54	29	21	2.9	2.7	2.4	5.59%	9.83%	12.34%

注：除智明达外，其余公司盈利预测来自于 iFind 一致预期

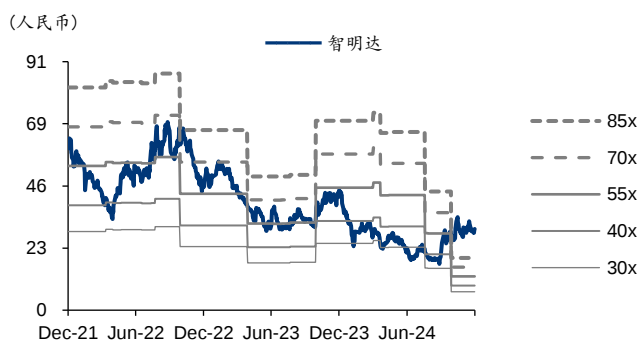
资料来源：iFind，华泰研究预测

风险提示

公司订单不及预期风险。公司产品主要应用于军工领域，客户对嵌入式计算机需求具有多品种、小批量的特点，客户订单存在一定的随机性。公司客户的订单在一定程度上会受到年度国防预算和终端需求下达时间等因素的影响，可能存在突发订单延迟或减少的情况。客户订单的波动将导致公司交付产品或服务的时间具有不确定性，从而影响公司的经营业绩。

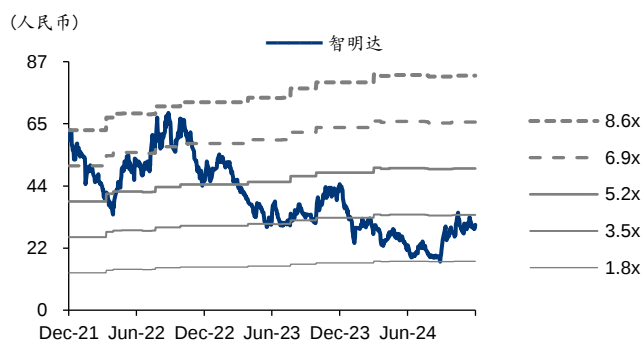
产品降价导致毛利率下滑风险。近年来国防建设处于快速发展期，新型号武器装备需求量较大处于放量阶段，但国防预算增长相对保持平稳，因此可能存在产品降价风险，从而导致公司的毛利率水平下滑。

图表7：智明达 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：智明达 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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,122	1,164	1,225	1,516	1,607
现金	117.64	107.25	116.82	149.76	184.92
应收账款	458.81	667.08	495.49	930.78	548.55
其他应收账款	1.79	7.42	0.25	10.16	2.69
预付账款	3.53	1.60	2.67	3.12	4.03
存货	335.04	223.97	484.00	166.43	653.50
其他流动资产	205.24	156.94	125.28	255.78	213.67
非流动资产	384.78	369.37	355.65	399.86	409.86
长期投资	163.57	87.82	99.77	132.21	132.89
固定投资	191.52	176.31	155.07	153.71	152.05
无形资产	5.56	5.45	5.80	6.04	6.09
其他非流动资产	24.14	99.79	95.01	107.90	118.83
资产总计	1,507	1,534	1,580	1,916	2,017
流动负债	493.69	331.47	326.55	565.78	532.53
短期借款	47.54	43.73	43.73	87.83	71.05
应付账款	144.81	145.53	68.70	234.10	147.61
其他流动负债	301.34	142.21	214.12	243.84	313.88
非流动负债	30.72	115.81	105.36	109.16	111.51
长期借款	10.00	89.00	78.55	82.35	84.70
其他非流动负债	20.72	26.81	26.81	26.81	26.81
负债合计	524.41	447.28	431.91	674.94	644.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	50.50	75.24	112.56	112.56	112.56
资本公积	553.06	536.39	499.07	499.07	499.07
留存公积	365.15	461.30	523.20	639.53	799.92
归属母公司股东权益	982.42	1,086	1,148	1,241	1,373
负债和股东权益	1,507	1,534	1,580	1,916	2,017

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	(106.25)	5.89	66.89	92.87	126.57
净利润	75.38	96.26	61.90	116.33	160.38
折旧摊销	38.16	0.00	39.74	41.57	45.32
财务费用	0.45	2.90	2.80	3.45	3.54
投资损失	13.99	(12.19)	10.00	(5.00)	(10.00)
营运资金变动	(246.48)	(138.88)	(39.24)	(53.72)	(60.62)
其他经营现金	12.24	57.81	(8.31)	(9.76)	(12.05)
投资活动现金	53.46	(119.11)	(35.99)	(80.75)	(45.29)
资本支出	(38.33)	(84.13)	(13.41)	(52.56)	(53.71)
长期投资	90.00	(35.06)	(11.95)	(32.44)	(0.68)
其他投资现金	1.79	0.08	(10.62)	4.25	9.09
筹资活动现金	(3.45)	106.75	(21.33)	20.82	(46.12)
短期借款	47.54	(3.81)	0.00	44.11	(16.79)
长期借款	10.00	79.00	(10.45)	3.80	2.35
普通股增加	0.00	24.74	37.32	0.00	0.00
资本公积增加	23.59	(16.67)	(37.32)	0.00	0.00
其他筹资现金	(84.58)	23.49	(10.88)	(27.09)	(31.68)
现金净增加额	(56.24)	(6.47)	9.57	32.94	35.16

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	540.87	663.00	552.22	748.79	924.58
营业成本	259.91	374.20	276.11	390.26	491.96
营业税金及附加	4.72	5.44	4.67	6.24	7.77
营业费用	28.79	36.93	42.52	53.91	62.87
管理费用	45.62	49.90	49.70	59.90	66.57
财务费用	0.45	2.90	2.80	3.45	3.54
资产减值损失	(7.10)	(10.89)	(8.16)	(11.68)	(14.05)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(13.99)	12.19	(10.00)	5.00	10.00
营业利润	73.43	90.10	55.14	110.42	155.17
营业外收入	0.08	8.02	8.02	8.02	8.02
营业外支出	0.25	0.37	0.29	0.30	0.32
利润总额	73.26	97.75	62.87	118.14	162.88
所得税	(2.12)	1.50	0.96	1.81	2.49
净利润	75.38	96.26	61.90	116.33	160.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	75.38	96.26	61.90	116.33	160.38
EBITDA	110.83	99.58	104.85	162.41	210.81
EPS (人民币, 基本)	1.50	1.28	0.55	1.03	1.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	20.35	22.58	(16.71)	35.60	23.48
营业利润	(39.06)	22.69	(38.80)	100.27	40.53
归属母公司净利润	(32.40)	27.69	(35.69)	87.92	37.87
获利能力 (%)					
毛利率	51.95	43.56	50.00	47.88	46.79
净利率	13.94	14.52	11.21	15.54	17.35
ROE	8.07	9.31	5.54	9.74	12.27
ROIC	9.81	10.17	6.50	11.21	14.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.80	29.16	27.33	35.23	31.93
净负债比率 (%)	(5.65)	3.51	0.87	2.01	(1.79)
流动比率	2.27	3.51	3.75	2.68	3.02
速动比率	1.54	2.83	2.26	2.38	1.78
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.44	0.35	0.43	0.47
应收账款周转率	1.42	1.18	0.95	1.05	1.25
应付账款周转率	1.74	2.58	2.58	2.58	2.58
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.86	0.55	1.03	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.94)	0.05	0.59	0.83	1.12
每股净资产(最新摊薄)	8.73	9.65	10.20	11.02	12.20
估值比率					
PE (倍)	44.65	34.97	54.37	28.93	20.98
PB (倍)	3.43	3.10	2.93	2.71	2.45
EV EBITDA (倍)	29.87	34.18	32.19	20.88	15.85

免责声明

分析师声明

本人，李聪、朱雨时、田莫充，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

- 分析师李聪、朱雨时、田莫充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。
- 智明达 (688636 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之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 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，英国市场基准为富时 100 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53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

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