

# 积极把握新终端产业机遇

华泰研究

2025年3月22日 | 中国香港

年报点评

电子元件

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

62.20

研究员 **谢春生**  
 SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com  
 SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

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

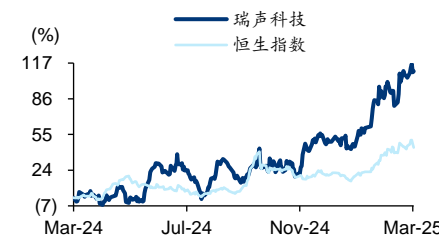
研究员 **胡宇舟**  
 SAC No. S0570523070005 huyuzhou@htsc.com  
 SFC No. BOB674 +(852) 2987 6000

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

## 基本数据

目标价(港币)	62.20
收盘价(港币 截至3月21日)	52.25
市值(港币百万)	62,622
6个月平均成交额(港币百万)	270.80
52周价格范围(港币)	22.60-54.80
BVPS(人民币)	18.99

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

瑞声科技公布 2024 年财报:实现收入 273 亿元(yoy:+34%),毛利率 22.1% (yoy: +5.2pp, 主要受益于声学、光学、精密结构件业务产品结构改善以及 Premium Sound Solutions (PSS) 并表), 归母净利 18.0 亿元 (yoy: +143%)。考虑到声学出货结构升级进展慢于我们预期, 我们将 2025/2026 年归母净利润预测下调 11%/8%至 23.2/28.0 亿元, 并预期 2027 年归母净利润 30.5 亿元。同时, 考虑公司在汽车、XR 眼镜以及机器人等高景气新型智能终端的定点陆续落地, 以及近期市场对科技板块风险偏好的提升, 我们给予公司 2025 年目标 PE 30.0x, 目标价 62.20 港币, 维持“买入”评级。

### 2H24: 光学以及马达&精密结构件业务营收及盈利能力持续改善

公司 2H24 实现营收 161 亿元 (yoy: +44%), 其中: 1) 光学: 实现收入 28 亿元 (yoy: +50%), 主要受益于安卓客户需求复苏以及公司在中高规格市场份额提升带来的出货量增长以及价格改善, 毛利率也因此提升至 7.9% (yoy: +17.1pp, hoh: +3.2pp); 2) 马达及精密结构件业务: 实现收入 61 亿元 (yoy: +31%), 毛利率 23.5% (yoy: +2.7pp, hoh: +0.6pp, 主要得益于金属中框毛利率提升以及收入结构改善)。我们建议持续关注瑞声 2025 年光学业务毛利率改善进展以及精密结构件新品 (VC 散热板) 在北美大客户新机放量进展。

### 2025E: 积极把握汽车、XR 眼镜以及机器人等新终端产业机遇

通过抓住汽车、XR 眼镜以及机器人等新型智能终端的产业发展机遇, 我们认为瑞声有望打造出更多的增长极: 1) 汽车: 通过跟 PSS 合作 (产业链+拓客协同) 以及整合自身软硬件能力 (声学+光学+软件), 目前已经获得海内外多个客户的定点 (比如北京安卓客户), 我们预期公司车载业务营收和市场份额在未来 2-3 年或取得重大突破; 2) XR 眼镜: 公司的声学、光学以及电机等产品均实现对海内外头部 XR 客户的定点突破, 我们预期公司来自 XR 客户的收入也将快速爬升; 3) 机器人: 我们看好公司在依托现有硬件产品拓客的同时, 能够抓住重点, 专心打磨灵巧手系统级方案能力。

### 维持“买入”评级; 上调目标价至 62.20 港币

我们将 2025/2026 年归母净利润预测下调 11%/8%至 23.2/28.0 亿元, 并预期 2027 年归母净利润 30.5 亿元。考虑公司在汽车、XR 眼镜以及机器人等高景气新型智能终端的定点陆续落地, 以及近期市场对科技板块风险偏好的提升, 我们因此给予公司 2025 年目标 PE 30.0x (vs 可比公司均值: 21.7x 25 年 PE), 目标价 62.20 港币 (前值: 43.60 港币, 对应 24.0x 2024 年目标 PE), 维持“买入”评级。

风险提示: 智能手机需求弱于预期, 新品研发不及预期。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	20,419	27,328	30,587	34,407	38,190
+/-%	(1.00)	33.84	11.92	12.49	10.99
归属母公司净利润 (人民币百万)	740.37	1,797	2,315	2,803	3,047
+/-%	(9.85)	142.75	28.82	21.08	8.70
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.61	1.49	1.92	2.33	2.53
ROE (%)	3.40	8.05	9.74	10.77	10.67
PE (倍)	74.06	30.51	23.68	19.56	18.00
PB (倍)	2.51	2.41	2.21	2.01	1.83
EV EBITDA (倍)	15.66	21.04	17.21	14.53	13.43

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测及调整

我们将 2025/2026 年收入预测上调 8%/14% 至 306/344 亿元，以反映消费电子声学、PSS 车载声学、马达及精密结构件以及光学业务增长好于预期；我们下调公司 2025/2026 年毛利率 0.4pp/0.6pp 至 23.4%/24.1%，以反映公司声学业务出货结构升级进展慢于我们预期；考虑到公司未来两年费用率有望保持相对稳定的状态，我们下调公司 2025/2026 年营业费用率 0.4pp/0.4pp 至 14.5%/14.5%；经过以上调整，我们预计公司 2025/2026 年将分别实现归母净利润 23.2/28.0 亿元，同时新增 2027 年归母净利润预期为 30.5 亿元。

图表1：瑞声科技核心财务数据及预测

人民币 (百万元)	1H23		2H23		1H24		2H24		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
	H	H	H	H	A	A	A	Huatai	Huatai	Huatai	Old	Old	Diff	Diff				
收入	9,219	11,200	11,247	16,081	20,625	20,419	27,328	30,587	34,407	38,190	28,208	30,150	8%	14%				
同比	-2.0%	-0.1%	22.0%	43.6%	16.7%	-1.0%	33.8%	11.9%	12.5%	11.0%								
主营业务成本	-7,922	-9,046	-8,829	-12,457	-16,850	-16,967	-21,286	-23,433	-26,108	-29,028								
毛利	1,297	2,155	2,418	3,624	3,775	3,455	6,042	7,154	8,300	9,162								
OPEX	-1,326	-1,671	-1,812	-2,150	-3,030	-2,998	-3,962	-4,435	-4,989	-5,538								
营业利润	-29	483	605	1,474	745	457	2,080	2,718	3,310	3,624								
同比	-107.4%	38.0%	2169.5%	-205.1%	-50%	-39%	355%	31%	22%	9%								
财务费用	-204	-187	-232	-185	-403	-391	-417	-482	-589	-695								
其他费用	408	352	255	73	518	757	328	360	422	488								
税前收入	175	648	628	1,363	861	823	1,990	2,596	3,144	3,417								
同比	-58.8%	48.6%	259.2%	110.3%	-39%	-4%	142%	30%	21%	9%								
所得税	-127	-125	-112	-115	-231	-252	-227	-325	-393	-427								
少数股东权益	-103	-67	-21	-13	-192	-170	-34	-43	-53	-57								
归属股东利润	150	590	537	1,260	821	740	1,797	2,315	2,803	3,047	2,604	3,034	-11%	-8%				
同比	-57.1%	25.2%	257.3%	113.6%	-38%	-10%	143%	29%	21%	9%								
稀释每股收益 (元)	0.11	0.50	0.46	1.03	0.68	0.61	1.49	1.92	2.33	2.53								
同比	-62.1%	28.8%	318.2%	104.5%	-37%	-10%	143%	29%	21%	9%								
<b>比例分析</b>																		
毛利率	14.1%	19.2%	21.5%	22.5%	18.3%	16.9%	22.1%	23.4%	24.1%	24.0%	23.8%	24.7%	-0.4pp	-0.6pp				
营业费用率	14.4%	14.9%	16.1%	13.4%	14.7%	14.7%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.9%	14.9%	-0.4pp	-0.4pp				
营业利润率	-0.3%	4.3%	5.4%	9.2%	3.6%	2.2%	7.6%	8.9%	9.6%	9.5%								
净利率	1.6%	5.3%	4.8%	7.8%	4.0%	3.6%	6.6%	7.6%	8.1%	8.0%								

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：瑞声科技分部收入及预测

人民币 (百万元)	1H23		2H23		1H24		2H24		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
	H	H	H	H	A	A	A	Huatai	Huatai	Huatai	Old	Old	Diff	Diff				
总收入	9,219	11,200	11,247	16,081	20,625	20,419	27,328	30,587	34,407	38,190	28,208	30,150	8%	14%				
声学	3,323	4,176	3,460	4,754	8,868	7,499	8,214	8,549	8,737	8,858	8,332	8,724	3%	0%				
PSS-车载声学	11	12	1,522	1,994		23	3,516	3,700	5,180	6,734	3,500	4,000	6%	30%				
马达及精密结构件	3,620	4,626	3,658	6,052	7,278	8,245	9,710	11,319	12,535	13,700	10,223	10,991	11%	14%				
MEMS麦克风	494	531	389	384	1,256	1,025	773	1,044	1,305	1,501	1,399	1,609	-25%	-19%				
光学及其他	1,771	1,856	2,217	2,898	3,222	3,627	5,115	5,975	6,650	7,397	4,753	4,826	26%	38%				
其中：光学	1,771	1,856	2,213	2,787	3,217	3,627	5,000	5,860	6,535	7,282	4,743	4,816	24%	36%				
同比增速																		
声学	-19.9%	-11.5%	4.1%	13.8%	3.3%	-15.4%	9.5%	4.1%	2.2%	1.4%								
PSS-车载声学			14236.0%	16293.3%			15334.5%	5.2%	40.0%	30.0%								
马达及精密结构件	23.4%	6.5%	1.1%	30.8%	29.1%	13.3%	17.8%	16.6%	10.7%	9.3%								
MEMS麦克风	3.2%	-31.7%	-21.2%	-27.7%	24.0%	-18.4%	-24.6%	35.0%	25.0%	15.0%								
光学及其他	-4.4%	35.5%	25.2%	56.2%	32.5%	12.6%	41.0%	16.8%	11.3%	11.2%								
其中：光学	-4.4%	36.0%	24.9%	50.2%	34.7%	12.7%	37.9%	17.2%	11.5%	11.4%								
毛利																		
声学	847	1,282	1,034	1,445	2,492	2,130	2,479	2,607	2,691	2,728								
PSS-车载声学	-2	0	381	491		-2	872	925	1,295	1,684								
马达及精密结构件	697	960	838	1,421	1,553	1,657	2,259	2,660	3,008	3,288								
MEMS麦克风	56	84	64	57	146	139	121	188	248	285								
光学及其他	-301	-172	100	210	-416	-472	310	773	1,057	1,177								
其中：光学	-301	-171	103	220	-417	-472	323	762	1,046	1,165								
分部毛利率																		
声学	25.5%	30.7%	29.9%	30.4%	28.1%	28.4%	30.2%	30.5%	30.8%	30.8%	31.5%	32.0%	-1.0pp	-1.2pp				
PSS-车载声学	-22.5%	1.5%	25.0%	24.6%			24.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%						
马达及精密结构件	19.3%	20.8%	22.9%	23.5%	21.3%	20.1%	23.3%	23.5%	24.0%	24.0%	23.5%	24.0%						
MEMS麦克风	11.3%	15.8%	16.4%	14.9%	11.6%	13.6%	15.6%	18.0%	19.0%	19.0%	18.0%	19.0%						
光学及其他	-17.0%	-9.2%	4.5%	7.3%	-12.9%	-13.0%	6.1%	12.9%	15.9%	15.9%	12.0%	15.0%						
其中：光学	-17.0%	-9.2%	4.7%	7.9%	-13.0%	-13.0%	6.5%	13.0%	16.0%	16.0%	12.0%	15.0%	+1.0pp	+1.0pp				

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 估值方法

我们将目标价上调 43% 至 62.2 港币，基于 30.0 倍 2025 年预测 PE，相较可比公司 Wind 一致预测均值 21.7 倍溢价，考虑公司在声学、光学、精密结构件以及 MEMS 麦克风等领域市场竞争力进一步加强。我们认为公司当前估值（19.6x 25 年预测 PE）具有吸引力，维持“买入”评级。

图表3：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	收盘价	市值 (十亿)	PE (x)		PB (x)		年初至今 股价变动 (%)
					2025E	2026E	2025E	2026E	
<b>声学</b>									
002475 CH	立讯精密	RMB	39.86	288.7	16.82	13.77	3.40	2.76	-2.2%
002241 CH	歌尔股份	RMB	26.99	93.8	25.85	20.68	2.63	2.38	4.6%
002351 CH	漫步者	RMB	15.27	13.6	22.32	19.30	4.23	3.71	-7.5%
<b>光学</b>									
2382 HK	舜宇光学科技	HKD	84.60	92.6	26.31	21.80	3.12	2.78	22.9%
<b>其他手机零部件</b>									
601231 CH	环旭电子	RMB	16.98	37.2	17.31	14.45	1.91	1.76	2.9%
0285 HK	比亚迪电子	HKD	47.25	106.5	16.08	12.85	2.61	2.24	12.4%
300433 CH	蓝思科技	RMB	25.14	125.3	22.65	18.01	2.37	2.17	14.8%
300136 CH	信维通信	RMB	25.38	24.6	26.45	22.75	2.88	2.56	-0.2%
<b>Average</b>					<b>21.73</b>	<b>17.95</b>	<b>2.89</b>	<b>2.54</b>	
<b>2018 HK</b>	<b>AAC</b>	<b>HKD</b>	<b>52.25</b>	<b>62.6</b>	<b>19.56</b>	<b>18.00</b>	<b>2.01</b>	<b>1.83</b>	<b>39.3%</b>

注：瑞声科技的预测值来自华泰研究，其他公司的预测值来自 Wind 一致预期；收盘价、港币兑人民币汇率为 2025 年 3 月 21 日数据。

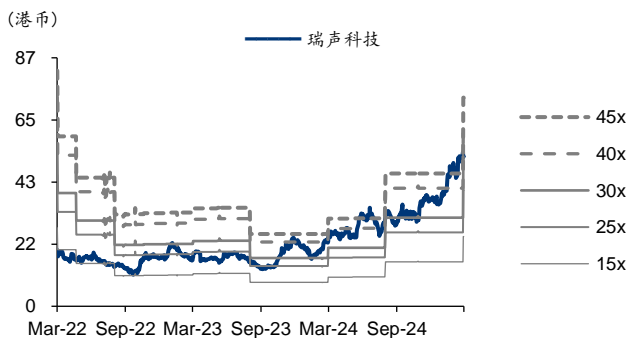
资料来源：Wind，华泰研究预测

## 风险提示

**智能手机需求弱于预期。**公司绝大部分收入来自消费电子市场的智能手机市场。由于全球经济增长预期放缓并导致消费需求走弱，智能手机市场的需求存在不确定性，公司的经营业绩也或将受到影响。

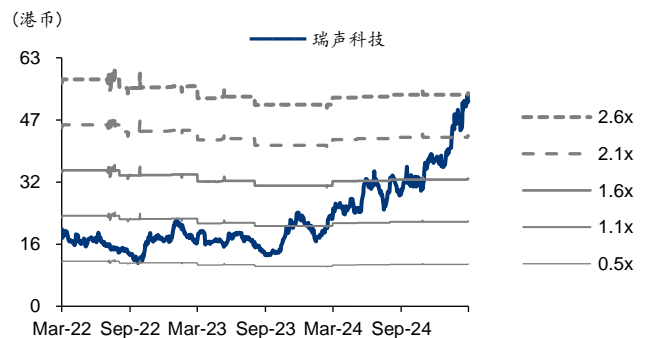
**新品研发不及预期。**公司的主要客户都是消费电子客户，他们的主要特点是以创新驱动与用户体验优先为导向。因此，公司也需要不断创新技术来提升用户体验，满足客户规格升级的需求。但创新存在不确定性，因此也存在新品研发不及预期而丢失市场份额的风险。

图表4：瑞声科技 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表5：瑞声科技 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,419	27,328	30,587	34,407	38,190
销售成本	(16,967)	(21,286)	(23,433)	(26,108)	(29,028)
<b>毛利润</b>	<b>3,452</b>	<b>6,042</b>	<b>7,154</b>	<b>8,300</b>	<b>9,162</b>
销售及分销成本	(443.07)	(670.25)	(750.17)	(843.87)	(936.64)
管理费用	(978.07)	(1,270)	(1,422)	(1,599)	(1,775)
其他收入/支出	(1,573)	(2,022)	(2,263)	(2,546)	(2,826)
财务成本净额	(183.01)	(218.90)	(251.94)	(296.63)	(336.80)
应占联营公司利润及亏损	(0.27)	(0.06)	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>822.86</b>	<b>1,990</b>	<b>2,596</b>	<b>3,144</b>	<b>3,417</b>
税费开支	(252.25)	(226.94)	(324.55)	(392.97)	(427.14)
少数股东损益	(169.76)	(33.67)	(43.37)	(52.52)	(57.08)
<b>归母净利润</b>	<b>740.37</b>	<b>1,797</b>	<b>2,315</b>	<b>2,803</b>	<b>3,047</b>
折旧和摊销	(2,969)	(864.00)	(946.98)	(1,015)	(1,090)
EBITDA	3,975	3,073	3,795	4,456	4,844
EPS (人民币, 基本)	0.61	1.49	1.92	2.33	2.53

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,992	3,938	3,691	4,809	4,642
应收账款和票据	6,007	8,588	7,747	10,629	9,767
现金及现金等价物	6,825	7,538	9,158	12,015	13,963
其他流动资产	703.37	837.19	837.19	837.19	837.19
<b>总流动资产</b>	<b>16,527</b>	<b>20,902</b>	<b>21,434</b>	<b>28,290</b>	<b>29,210</b>
固定资产	14,565	17,884	19,437	21,422	23,332
无形资产	863.99	3,799	3,819	3,839	3,859
其他长期资产	6,955	4,115	4,115	4,115	4,115
<b>总长期资产</b>	<b>22,384</b>	<b>25,798</b>	<b>27,371</b>	<b>29,376</b>	<b>31,306</b>
<b>总资产</b>	<b>38,911</b>	<b>46,700</b>	<b>48,805</b>	<b>57,666</b>	<b>60,516</b>
应付账款	5,796	9,558	7,345	11,487	9,452
短期借款	3,421	1,728	1,828	1,928	2,028
其他负债	911.46	3,117	3,117	3,117	3,117
<b>总流动负债</b>	<b>10,129</b>	<b>14,403</b>	<b>12,290</b>	<b>16,532</b>	<b>14,597</b>
长期债务	5,388	7,604	9,819	12,035	14,250
其他长期债务	1,022	1,576	1,576	1,576	1,576
<b>总长期负债</b>	<b>6,410</b>	<b>9,180</b>	<b>11,395</b>	<b>13,611</b>	<b>15,827</b>
股本	97.32	97.32	97.32	97.32	97.32
储备/其他项目	21,784	22,657	24,703	27,159	29,785
股东权益	21,881	22,754	24,800	27,256	29,883
少数股东权益	489.82	362.41	319.03	266.52	209.44
<b>总权益</b>	<b>22,371</b>	<b>23,117</b>	<b>25,119</b>	<b>27,523</b>	<b>30,092</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	74.06	30.51	23.68	19.56	18.00
PB	2.51	2.41	2.21	2.01	1.83
EV EBITDA	15.66	21.04	17.21	14.53	13.43
股息率 (%)	0.22	0.46	0.60	0.72	0.79
自由现金流收益率 (%)	5.57	2.34	(0.36)	1.99	0.60

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	3,975	3,073	3,795	4,456	4,844
融资成本	183.01	218.90	251.94	296.63	336.80
营运资本变动	1,097	234.19	(1,125)	142.89	(1,007)
税费	(252.25)	(226.94)	(324.55)	(392.97)	(427.14)
其他	(369.46)	1,400	(251.94)	(296.63)	(336.80)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,633</b>	<b>4,700</b>	<b>2,346</b>	<b>4,206</b>	<b>3,409</b>
CAPEX	(1,540)	(1,700)	(2,520)	(3,020)	(3,020)
其他投资活动	28.03	(300.00)	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,512)</b>	<b>(2,000)</b>	<b>(2,520)</b>	<b>(3,020)</b>	<b>(3,020)</b>
债务增加量	(376.08)	0.00	2,316	2,316	2,316
权益增加量	(1,449)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(130.33)	(269.58)	(269.58)	(347.28)	(420.49)
其他融资活动现金流	(1,215)	(1,730)	(251.94)	(296.63)	(336.80)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,171)</b>	<b>(2,000)</b>	<b>1,794</b>	<b>1,672</b>	<b>1,558</b>
现金变动	(49.90)	700.00	1,620	2,857	1,948
年初现金	6,814	6,825	7,525	9,158	12,015
汇率波动影响	60.70	0.00	13.68	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>6,825</b>	<b>7,525</b>	<b>9,158</b>	<b>12,015</b>	<b>13,963</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(1.00)	33.84	11.92	12.49	10.99
毛利润	(8.57)	75.04	18.40	16.02	10.39
营业利润	(38.68)	354.95	30.72	21.78	9.47
净利润	(9.85)	142.75	28.82	21.08	8.70
EPS	(9.85)	142.75	28.82	21.08	8.70
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	16.90	22.11	23.39	24.12	23.99
EBITDA	19.47	11.25	12.41	12.95	12.68
净利率	3.63	6.58	7.57	8.15	7.98
ROE	3.40	8.05	9.74	10.77	10.67
ROA	1.87	4.20	4.85	5.27	5.16
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	9.07	7.88	10.04	7.14	7.75
流动比率	1.63	1.45	1.74	1.71	2.00
速动比率	1.34	1.18	1.44	1.42	1.68
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.52	0.64	0.64	0.65	0.65
应收账款周转天数	95.76	96.13	96.13	96.13	96.13
应付账款周转天数	114.10	129.84	129.84	129.84	129.84
存货周转天数	78.44	58.60	58.60	58.60	58.60
现金转换周期	60.10	24.90	24.90	24.90	24.90
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.61	1.49	1.92	2.33	2.53
每股净资产	18.16	18.89	20.59	22.62	24.80

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 谢春生、黄乐平、胡宇舟、陈旭东, 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。
- 瑞声科技（2018 HK）：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

- 分析师谢春生、黄乐平、胡宇舟、陈旭东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。
- 瑞声科技（2018 HK）：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。

### 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，了解来自或与所述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2025年华泰证券股份有限公司