

# BT 载板盈利或将改善

华泰研究

2025 年 4 月 27 日 | 中国内地

季报点评

电子元件

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

15.00

研究员

SAC No. S0570519080006  
SFC No. BQZ938

谢春生

xiechunsheng@htsc.com  
+(86) 21 2987 2036

研究员

SAC No. S0570523070005  
SFC No. BOB674

胡宇舟

huyuzhou@htsc.com  
+(852) 3658 6000

兴森科技公布 2024 年报&1Q25 财报:2024 年实现营收 58 亿元(yoy:+9%);毛利率 15.9% (yoy: -7.4pp, 主要受 ABF 载板项目费用投入、BT 载板工厂产能爬坡不及预期以及宜昌工厂经营状况变差的拖累);归母净亏损 2.0 亿元。1Q25 实现营收 15.8 亿元(yoy:+14%);毛利率 17.2%(yoy: +0.1pp, qoq: +1.6pp);归母净利润 0.09 亿元 (yoy: -62%, 环比扭亏)。考虑在关税冲突的影响下,投资者对公司 IC 载板国产替代的诉求比此前更强,因此上调目标价至 15.00 元,维持“买入”评级。

## 1Q25 回顾: 整体盈利受 ABF 载板投资以及原材料成本提升扰动

公司 1Q25 仅实现归母净利润 0.09 亿元 (yoy: -62%), 主要受到以下因素影响: 1) ABF 载板: 因新工厂初期需要进行客户打样和产品认证, 仍处于费用投入阶段 (折旧+人工+电费+物料); 2) BT 载板: 因上游原材料价格走高的影响, 珠海 BT 载板工厂仍处于亏损状态; 3) PCB: 宜兴工厂受自身产品结构和价格的影响, 目前盈利也仍然承压。

## 2025 展望: ABF 载板高层新品或将量产, BT 载板盈利改善

展望 2025 年, 1) ABF 载板: 公司将聚焦 ABF 新品和新客户的导入。客户层面, 目前已累计通过 10 家客户验厂。产品层面, 低层板良率突破 95%, 进入稳定小批量交货阶段; 高层板良率稳定在 85% 以上。我们预计 ABF 载板 2025 年或贡献营收 5,800 万元; 2) BT 载板: 公司表示 25 年韩系客户存储类订单比较饱满, 随着广州和珠海工厂的开工率的提升, 我们也预期公司珠海 BT 载板工厂盈利能力或逐步改善, BT 载板 2025 年收入或将达到 13 亿元。

## 上调目标价 15.00 元, 维持“买入”评级

由于公司 PCB 业务仍处于调整期、ABF 载板前期试产/打样所需投入较高以及半导体测试板需求弱于预期, 我们下调公司 25E/26E 归母净利预期至 -0.72/-0.36 亿元; 同时引入公司 27E 归母净利预期 0.27 亿元。分部估值, 参考 PCB 业务可比公司平均 25E 27.8x PE/9.3x PS(Wind&BBG), 给予 PCB 及其他业务/半导体业务 25E 25.0x PE/8.0x PS (将 25E 目标 PS 从 3.8x 上调至 8.0x 主要考虑在关税冲突的影响下, 投资者对公司 IC 载板国产替代的诉求比此前更强), 预计 PCB 及其他业务/半导体业务市值 129/125 亿元, 目标价 15.00 元 (前值: 12.30 元, 基于 PCB 及其他业务/半导体业务 25E 25.0x PE/3.8x PS), 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧; 原材料价格波动; 产能爬坡和技术升级慢于预期。

## 经营预测指标与估值

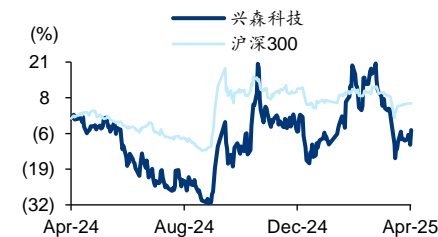
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	5,360	5,817	6,262	7,016	7,720
+/-%	0.11	8.53	7.64	12.04	10.04
归属母公司净利润 (人民币百万)	211.21	(198.29)	(72.04)	(36.32)	27.42
+/-%	(59.82)	(193.88)	63.67	49.58	175.49
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.13	(0.12)	(0.04)	(0.02)	0.02
ROE (%)	3.56	(3.86)	(1.47)	(0.75)	0.57
PE (倍)	90.95	(96.88)	(266.68)	(528.88)	700.57
PB (倍)	3.60	3.89	3.95	3.98	3.96
EV EBITDA (倍)	45.27	141.12	65.05	36.75	23.92

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (人民币)	15.00
收盘价 (人民币 截至 4 月 25 日)	11.37
市值 (人民币百万)	19,211
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,120
52 周价格范围 (人民币)	8.14-14.30
BVPS (人民币)	2.98

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 盈利预测调整

根据公司1Q25业绩交流会的反馈，我们对公司的盈利预测做出以下调整：1) 考虑到PCB行业需求景气度一般，且公司宜兴工厂仍处于调整期，我们分别下调公司2025E/2026E PCB业务收入6%/5%至45/48亿元；2) 考虑到ABF载板产线前期拉通、试产、打样的投入较高，且公司ABF载板新品在客户端的放量进展不及预期，我们因此下调2025E/2026E IC封装基板收入6%/7%至13/17亿元；同时，分别下调公司IC载板业务2025E/2026E毛利率15.0pp/15.0pp至-30.0%/-10.0%；3) 考虑到公司半导体测试板需求弱于预期，我们因此下调2025E/2026E半导体测试板收入56%/55%至2.2/2.5亿元。经过以上调整，我们预期公司2025E/2026E归母净利润分别为-0.72/-0.36亿元（前值：0.10/1.71亿元）；同时引入2027E归母净利润预期0.27亿元。

图表1：兴森科技核心财务指标及预测

(百万人民币)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
	Q	Q	Q	Q	Q	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(Old)	(Old)	(Diff)	(Diff)
营业收入	1,388	1,493	1,470	1,466	1,580	5,360	5,817	6,262	7,016	7,720	6,832	7,662	-8%	-8%
% YoY	11%	14%	3%	7%	14%	0%	9%	8%	12%	10%				
营业成本	-1,151	-1,253	-1,252	-1,238	-1,308	(4,110)	(4,894)	(5,143)	(5,511)	(5,784)				
毛利	237	240	218	228	272	1,250	923	1,119	1,505	1,937				
OPEX	-280	-293	-374	-332	-320	-1,270	-1,279	-1,362	-1,547	-1,715				
营销费用	-45	-52	-47	-57	-50	(203)	(202)	(207)	(217)	(224)				
管理费用	-120	-118	-134	-135	-119	(481)	(508)	(539)	(589)	(633)				
研发费用	-91	-91	-140	-121	-104	(492)	(442)	(457)	(491)	(525)				
财务费用	-24	-32	-52	-18	-47	(95)	(127)	(160)	(249)	(333)				
资产减值损失	-8	-6	13	128	-16	(13)	127	(19)	(18)	(19)				
信用减值损失	-10	-9	-12	71	-1	(59)	40	(38)	(35)	(39)				
投资收益	3	-13	19	-7	1	147	2	26	27	27				
其他经营收益	-6	-23	-53	-299	15	-18	-380	-110	-122	-133				
营业利润	-65	-103	-189	-210	-50	36	(567)	(383)	(189)	58				
% YoY	-166%	-968%	-236%	-206%	22%	-93%	-1664%	-32%	-51%	-131%				
营业外收入	-1	-1	-7	1	-3	(3)	(8)	(8)	(8)	(8)				
税前收益	-66	-104	-196	-209	-53	33	(575)	(392)	(197)	50				
% YoY	-201%	-1493%	-243%	-175%	19%	-93%	-1828%	-32%	-50%	-125%				
所得税	38	43	77	-115	-16	91	44	31	16	(4)				
少数股东损益	-52	-56	-68	-157	-46	(87)	(333)	(288)	(145)	18				
归母净利润	25	-5	-51	-167	9	211	(198)	(72)	(36)	27	10	171	-820%	-121%
% YoY	231%	-150%	-130%	-903%	-62%	-60%	-194%	-64%	-50%	-175%				
全面摊薄EPS (元)	0.01	-	(0.03)	(0.10)	0.01	1.33	(0.12)	(0.04)	(0.02)	0.02				
<b>比率分析</b>														
毛利率	17.1%	16.1%	14.8%	15.6%	17.2%	23.3%	15.9%	17.9%	21.5%	25.1%	20.2%	24.2%	-2.3pp	-2.7pp
OPEX/营收	20.2%	19.6%	25.4%	22.6%	20.3%	23.7%	22.0%	21.8%	22.0%	22.2%				
R&D/营收	6.5%	6.1%	9.5%	8.3%	6.6%	9.2%	7.6%	7.3%	7.0%	6.8%				
营业利润率	-4.7%	-6.9%	-12.8%	-14.3%	-3.2%	0.7%	-9.7%	-6.1%	-2.7%	0.7%				
归母净利润率	1.8%	-0.4%	-3.5%	-11.4%	0.6%	3.9%	-3.4%	-1.2%	-0.5%	0.4%				

资料来源：公司财报，华泰研究预测

图表2：兴森科技分部收入及预测

(人民币：百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
	A	A (华泰)	(华泰)	(华泰)	(华泰)	(旧值)	(旧值)	Diff	Diff
总收入	5,360	5,817	6,262	7,016	7,720	6,832	7,662		
PCB	4,091	4,300	4,471	4,819	5,150	4,733	5,076	-6%	-5%
半导体	1,086	1,285	1,558	1,964	2,338	1,915	2,403		
-半导体测试板	265	169	215	246	277	486	551	-56%	-55%
-IC封装基板	821	1,116	1,343	1,718	2,061	1,429	1,852	-6%	-7%
其他	183	233	233	233	233	183	183		
毛利率	23.3%	16.1%	17.9%	21.5%	25.1%				
PCB	28.7%	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%				
半导体	-4.6%	-33.2%	-21.7%	-5.0%	8.0%				
-半导体测试板	17.9%	37.4%	30.0%	30.0%	30.0%				
-IC封装基板	-11.8%	-43.9%	-30.0%	-10.0%	5.0%	-15.0%	5.0%	-15.0pp	-15.0pp
其他	68.2%	88.3%	88.3%	88.3%	88.3%				

资料来源：公司财报，华泰研究预测

**估值：采用分部估值法，给予目标价人民币 15.00 元**

我们采用分部估值法：我们预计公司 PCB 及其他业务 2025E 营业收入 47.04 亿元，净利润 5.17 亿元，给予 PCB 及其他业务 25.0x 2025E PE（相对可比公司 27.8x 2025E PE 折价主要考虑公司 PCB 业务短期面临亏损，而可比 PCB 公司均处于盈利状态），对应 129 亿市值；我们预计公司半导体业务 2025E 营业收入 15.58 亿元，但考虑到在关税冲突的影响下，投资者对公司 IC 载板国产替代的诉求比此前更强，我们将公司半导体业务的 PS 估值倍数从此前 3.8x 提升至 8x 2025E PS（相对可比公司 9.3x 2025E PS 折价主要考虑到公司相较海外 IC 载板龙头在技术能力&产能布局方面还有差距），对应 125 亿市值。我们因此预计公司目标总市值为 254 亿元，对应目标价 15.00 元/股（前值：12.30 元/股），给予“买入”评级。

图表3：SOTP 估值表

人民币：百万元	收入	净利率	净利润	估值方法	估值倍数	总市值
PCB 及其他业务 (2025E)	4,704	11.0%	517	2025E PE	25.0	12,936
半导体业务 (2025E)	1,558			2025E PS	8	12,464
<b>总市值</b>						<b>25,400</b>
总股本 (百万)						1,690
<b>目标价 (元)</b>						<b>15.0</b>

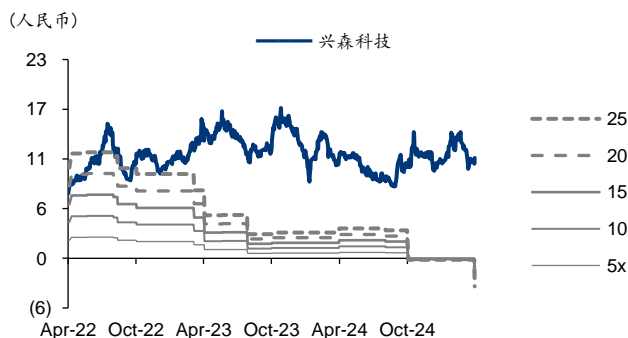
注：总股本为截至 4 月 25 日收盘数据；更换 PCB 及其他业务估值方法主要是考虑到其他 PCB 企业多采用 PE 估值法  
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表4：可比公司估值表

公司	股票代码	交易币种	收盘价 (本地货币元)	市值 (人民币亿元)	PE (x)		PS (x)		年初至今涨跌幅
					2025E	2026E	2025E	2026E	
<b>PCB 业务</b>									
景旺电子	603228 CH	CNY	28.43	265.20	17.3	14.1	1.78	1.52	-4.0%
沪电股份	002463 CH	CNY	29.20	561.40	16.0	12.8	3.34	2.77	-28.4%
方正科技	600601 CH	CNY	4.35	181.41	50.1	40.5	4.40	3.78	-9.8%
<b>PCB 业务均值</b>					<b>27.8</b>	<b>22.5</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	
<b>半导体业务</b>									
深南电路	002916 CH	CNY	109.32	560.68	22.1	18.3	2.61	2.24	-15.8%
欣兴电子	3037 TW	TWD	92.60	317.65	14.4	8.7	10.47	9.19	-34.6%
景硕科技	3189 TW	TWD	74.10	75.88	12.9	11.5	9.47	8.66	-27.4%
IBIDEN	4062 JP	JPY	3886.00	280.34	17.5	15.2	14.79	13.34	-18.2%
<b>半导体业务均值</b>					<b>16.7</b>	<b>13.4</b>	<b>9.3</b>	<b>8.4</b>	
<b>兴森科技</b>	<b>002436 CH</b>		<b>11.37</b>	<b>192.11</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-4.9%</b>

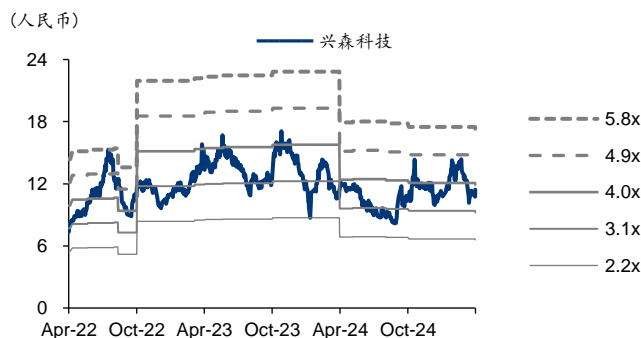
注：股价为 4 月 25 日收盘价；采用 4 月 25 日人民币/港币汇率：4.4594，人民币/日元汇率：19.5256；兴森科技预测数据来自华泰预测，A 股可比公司预测数据来自 Wind 一致预期，其他可比公司预测数据来自 BBG 一致预期  
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究预测

图表5：兴森科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：兴森科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究



## 风险提示

**行业竞争加剧。**2023-2025 年迎来同行新产能的释放，公司经营将承受较大压力。受到各种不确定因素的压制，在市场总需求量没有相应的增长的情况，可能会出现局部的、某些品种的、某一时段的过剩，即出现市场的产能消化期，将可能出现降价抢单，竞争形势会异常激烈。

**原材料价格波动。**公司主要原材料涉及铜、树脂、玻璃布等，受大宗商品价格的影响，原材料价格波动以及供需失衡对公司的生产成本与生产经营带来较大的不确定性风险。

**产能爬坡和技术升级慢于预期。**若公司生产规模不能有效扩大，产品质量和性能不能有效提升，公司将面临较大的市场竞争风险，给生产经营带来不利影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5,839	4,383	4,655	5,182	5,416
现金	2,152	617.91	665.13	745.22	820.03
应收账款	1,843	1,913	2,130	2,400	2,585
其他应收账款	35.94	26.37	40.70	34.44	48.24
预付账款	27.50	27.33	31.69	34.44	38.33
存货	632.86	770.96	704.20	876.59	782.42
其他流动资产	1,148	1,028	1,083	1,091	1,142
<b>非流动资产</b>	9,096	9,285	9,671	10,661	11,509
长期投资	348.46	346.81	368.54	405.46	441.50
固定投资	4,855	6,168	6,123	6,425	6,778
无形资产	240.77	291.53	307.40	331.24	354.42
其他非流动资产	3,652	2,478	2,872	3,499	3,935
<b>资产总计</b>	14,935	13,668	14,326	15,842	16,925
<b>流动负债</b>	4,021	3,788	5,303	7,375	8,869
短期借款	439.78	152.27	1,558	3,787	4,763
应付账款	1,623	1,462	1,779	1,694	1,951
其他流动负债	1,959	2,174	1,966	1,894	2,154
<b>非流动负债</b>	4,607	4,304	3,807	3,432	2,977
长期借款	2,932	2,869	2,373	1,998	1,542
其他非流动负债	1,675	1,434	1,434	1,434	1,434
<b>负债合计</b>	8,628	8,092	9,110	10,808	11,845
少数股东权益	973.07	640.85	352.70	207.41	225.69
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
资本公积	611.58	649.30	649.30	649.30	649.30
留存公积	2,531	2,300	1,940	1,758	1,804
归属母公司股东权益	5,334	4,935	4,863	4,827	4,855
<b>负债和股东权益</b>	14,935	13,668	14,326	15,842	16,925

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	125.47	375.81	779.77	106.65	1,459
净利润	124.07	(530.84)	(360.19)	(181.62)	45.70
折旧摊销	404.11	610.75	619.89	673.60	746.45
财务费用	95.15	126.75	159.97	248.79	333.00
投资损失	(146.84)	(2.05)	(25.84)	(26.84)	(26.84)
营运资金变动	(268.24)	(2.81)	372.66	(623.08)	348.01
其他经营现金	(82.78)	174.01	13.30	15.79	12.27
<b>投资活动现金</b>	(1,790)	(1,185)	(1,031)	(1,687)	(1,619)
资本支出	(1,881)	(1,128)	(976.12)	(1,617)	(1,548)
长期投资	(10.53)	(106.39)	(21.73)	(36.92)	(36.04)
其他投资现金	101.37	49.40	(33.00)	(33.60)	(34.76)
<b>筹资活动现金</b>	2,572	(643.34)	298.30	1,661	235.30
短期借款	(571.58)	(287.51)	1,405	2,230	975.96
长期借款	1,962	(62.94)	(496.92)	(374.57)	(455.69)
普通股增加	0.05	(0.00)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,318)	37.72	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,500	(330.61)	(610.14)	(194.15)	(284.98)
现金净增加额	931.14	(1,446)	47.23	80.09	74.82

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5,360	5,817	6,262	7,016	7,720
营业成本	4,110	4,894	5,143	5,511	5,784
营业税金及附加	31.70	91.84	98.86	110.76	121.88
营业费用	202.82	201.87	206.64	217.49	223.89
管理费用	480.64	507.89	538.53	589.34	633.06
财务费用	95.15	126.75	159.97	248.79	333.00
资产减值损失	(13.29)	(127.19)	(18.79)	(17.54)	(19.30)
公允价值变动收益	(7.97)	(48.20)	(48.20)	(48.20)	(48.20)
投资净收益	146.84	2.05	25.84	26.84	26.84
<b>营业利润</b>	36.23	(566.63)	(383.28)	(189.18)	57.90
营业外收入	8.61	7.80	7.80	7.80	7.80
营业外支出	11.58	16.02	16.02	16.02	16.02
<b>利润总额</b>	33.26	(574.86)	(391.51)	(197.41)	49.68
所得税	(90.81)	(44.02)	(31.32)	(15.79)	3.97
<b>净利润</b>	124.07	(530.84)	(360.19)	(181.62)	45.70
少数股东损益	(87.14)	(332.55)	(288.15)	(145.29)	18.28
归属母公司净利润	211.21	(198.29)	(72.04)	(36.32)	27.42
EBITDA	517.97	172.35	375.82	710.96	1,114
EPS (人民币, 基本)	0.13	(0.12)	(0.04)	(0.02)	0.02

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.11	8.53	7.64	12.04	10.04
营业利润	(92.71)	(1,664)	32.36	50.64	130.61
归属母公司净利润	(59.82)	(193.88)	63.67	49.58	175.49
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	23.32	15.87	17.87	21.45	25.09
净利率	2.31	(9.13)	(5.75)	(2.59)	0.59
ROE	3.56	(3.86)	(1.47)	(0.75)	0.57
ROIC	5.63	(4.80)	(2.56)	0.33	3.07
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	57.77	59.20	63.59	68.22	69.98
净负债比率 (%)	55.13	84.96	98.71	138.61	147.08
流动比率	1.45	1.16	0.88	0.70	0.61
速动比率	1.16	0.82	0.65	0.51	0.46
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.40	0.41	0.45	0.47	0.47
应收账款周转率	3.13	3.10	3.10	3.10	3.10
应付账款周转率	2.73	3.17	3.17	3.17	3.17
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.13	(0.12)	(0.04)	(0.02)	0.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.22	0.46	0.06	0.86
每股净资产(最新摊薄)	3.16	2.92	2.88	2.86	2.87
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	90.95	(96.88)	(266.68)	(528.88)	700.57
PB (倍)	3.60	3.89	3.95	3.98	3.96
EV EBITDA (倍)	45.27	141.12	65.05	36.75	23.92

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 谢春生、胡宇舟, 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](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、胡宇舟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。
- 兴森科技（002436 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，德国市场基准为DAX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