

下游景气回升，新品值得期待

华泰研究

2025 年 7 月 03 日 | 中国内地

更新报告

专用设备

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

132.00

奕瑞科技是全球领先的 X 线核心部件及方案供应商，下游分布分散，其中探测器业务在全球已形成局部领先地位，球管等 X 光核心部件产品线正不断扩张。我们认为 25 年以来公司下游医疗、口腔、工业景气均有所回升，CT 球管、硅基 OLED 微显示背板等新业务具备较大成长空间，维持“买入”评级。

下游医疗、口腔、工业景气均边际回升，业绩复苏值得期待

公司 24 年收入同比-2%，主要系下游景气不佳，而 25 年医疗、口腔、锂电等下游景气均呈现边际复苏态势。24Q4 以来医疗设备公开招中标量持续复苏，据众成数科，24Q1~25Q1 我国医疗设备公开招中标市场金额分别同比-48.4%/-29%/-9%/+20.9%/+67.5%，逐季改善。齿科方面，25Q1 国产 CBCT 龙头美亚光电整体收入同比+18%，恢复增长。锂电方面，24Q1~25Q1 宁德时代购建固定资产、无形资产支付的现金分别同比-32%/-25%/-21%/-7%/+46%，呈现出逐季改善趋势，X 光检测整机龙头日联科技 5 月投资者活动关系记录表中表示，公司 1~4 月新签订单同比+101%。

进军硅基 OLED 微显示背板生产，开辟新增长点

5 月 23 日公司公告，对全资子公司奕瑞合肥增资 6 亿元，拟投资不超过人民币 18 亿元用于硅基 OLED 微显示背板生产项目，预计将新增硅基 OLED 微显示背板产能 5000 张/月，以满足特定客户及视涯科技需求。Micro-OLED 屏幕可实现高精度显示效果，是 CMOS 技术与 OLED 技术的紧密结合，生产工艺较复杂，和公司原有 CMOS 技术有一定关联性。我们预计随着相关项目产能的持续建设爬坡，公司投资的晶圆厂有望逐步释放收入弹性。

CT 球管等核心部件国产替代空间大

4 月商务部发布 25 年第 20 号公告，公布对原产于美国、印度和进口相关医用 CT 球管发起反倾销立案调查。据公开申请书，2022~24 年国内相关 CT 球管需求量约在 1.2 万支/年，美国和印度相关产品市场份额超过 40%，进口数量 5000~6000 支。假设合理售价在 20~80 万元/支，相关产品进口替代空间在 10~50 亿元。据公司官方微信公众号，奕瑞球管团队成员均具有 20 年以上相关经验，技术背景深厚，目前已经掌握 CT 球管的全工艺研发和生产流程，5MHU\8MHU 两款产品预计 25 年 9 月小批量生产、11 月实现量产，有望逐步实现对于进口产品的替代。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 5.9、8.5 和 11.0 亿元，分别同比+26%、+46%和+29%（25-26 年盈利预测较前值下调 42%和 28%，主要系行业景气度整体较此前预测时下降）。参考可比公司 25 年一致预测 PE 均值，给予公司 25 年 PE 45 倍（较上次发布报告给予的 24 倍 PE 调整较多主要系两篇报告发布间隔期间科创 100 指数整体上涨 50%、整体 PE(TTM) 上升 107%），调整目标价为 132 元（前值 141 元，对应 24 年 PE 24 倍，期间公司 10 股转增 4 股，调整后为 100 元，目标价上调主要系估值上调），维持“买入”评级。

风险提示：1) 医疗设备招投标政策有所反复；2) 工业 X 光渗透率提升进度不及预期；3) 公司 CT 球管等新品开发进度不及预期；4) 晶圆厂出货量/价不达预期。

倪正洋

研究员

SAC No. S0570522100004

nizhengyang@htsc.com

SFC No. BTM566

+(86) 21 2897 2228

杨任重

研究员

SAC No. S0570522110003

yangrenzong@htsc.com

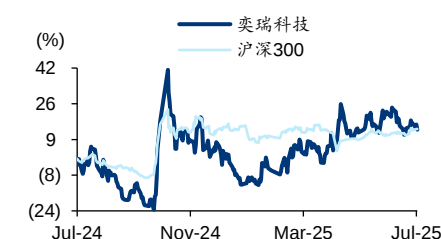
SFC No. BUM664

+(86) 21 5035 1239

基本数据

目标价(人民币)	132.00
收盘价(人民币 截至 7 月 2 日)	86.70
市值(人民币百万)	17,359
6 个月平均日成交额(人民币百万)	211.13
52 周价格范围(人民币)	82.51-152.21
BVPS(人民币)	23.89

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	1,831	2,146	3,825	4,803
+/-%	(1.74)	17.18	78.24	25.57
归属母公司净利润(百万)	465.18	586.25	853.70	1,104
+/-%	(23.43)	26.03	45.62	29.28
EPS(最新摊薄)	2.32	2.93	4.26	5.51
ROE(%)	10.37	12.06	15.78	17.84
PE(倍)	37.32	29.61	20.33	15.73
PB(倍)	3.74	3.42	3.03	2.61
EV EBITDA(倍)	31.32	22.65	16.47	11.64

资料来源：公司公告、华泰研究预测

收入拆分和估值分析

图表1：核心盈利预测假设调整表

	调整前			调整后			变化幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,550	2,971	NA	2146	3825	4803	-16%	29%	NA
毛利率 %	59.0	59.8	NA	50.1	40.4	42.1	-8.9	-18.7	NA
归母净利润（百万元）	1,008	1,188	NA	586	854	1104	-42%	-28%	NA
净利率 %	39.4	39.9	NA	26.45	21.61	22.25	-13.0	-17.8	NA

资料来源：公司公告，华泰研究预测

收入假设

1) 探测器：公司探测器板块涵盖医疗、齿科和工业板块，下游应用包括医疗普放、C型臂、DSA、CT，齿科 CBCT、口内探测器，工业锂电和非锂电 X 光无损检测等，24 年收入同比下滑 12%，主要系医疗设备招标量减少、口腔行业景气度回落、锂电行业资本开支下降，后续展望来看：

a. 大医疗板块，24Q4 以来医疗设备公开招中标量持续复苏，据众成数科，24Q1-25Q1 我国医疗设备公开招中标市场金额分别同比-48.4%/-29%/-9%/+20.9%/+67.5%，呈现逐季复苏态势，未来公司医疗板块需求有望逐步复苏；

b. 齿科板块，受口腔行业景气度影响，24 年国产 CBCT 龙头美亚光电 X 光设备板块收入同比-33%，25Q1 美亚整体收入同比+18%，推测 CBCT 行业需求触底回升，与发达国家相比，国内人均 CBCT 保有量仍有较大提升空间，后续 CBCT 平板探测器需求或逐步恢复。海外方面，公司逐步切入海外 CBCT 厂商供应链，未来需求有望恢复增长；

c. 工业板块，包含锂电和非锂电两块业务，锂电板块主要为无损检测设备提供平板探测器，景气度与锂电厂商资本开支相关，24Q1-25Q1 宁德时代购建固定资产、无形资产支付的现金分别同比-32%/-25%/-21%/-7%/+46%，呈现出逐季改善趋势，据华泰电新组 6 月 29 日发布的报告《7 月锂电排产：总体环增》，新车型+新技术刺激国内需求刺激国内需求，同时欧洲电动车渗透率持续提升，锂电厂商产能利用率或持续提升。X 光检测整机龙头日联科技在 5 月投资者活动关系记录表中表示，公司 1-4 月新签订单同比+101%，验证景气复苏，叠加未来检测内容增加带来工业 CT 等 X 光设备的逐步放量，公司工业平板销量或恢复增长。

综合评估下，给予公司探测器业务 2025~2027 年 16%、19%和 19%的增速预期。

2) 销售核心部件：公司核心部件业务包含高压发生器、射线源、球管等产品，下游应用于医疗和工业领域，24 年相关收入同比+45%。据公司 24 年年报，医疗方面，经济型及中高端 CT 高压发生器开始量产交付，达到微秒级 kv 切换的超高端能谱 CT 高压发生器完成原理样机研发，在医用 CT 高压发生器领域达到国际领先水平。工业方面，90kv、130kv 和 150kv 三款微焦点射线源量产销售，同时完成 180kv、240kv 微焦点射线源的研发，打破该领域同类型产品被进口设备垄断的局面。相关业务国产替代空间大，仅光源部分就与探测器价值量相当（据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球组合式 X 射线源行业销售额达 23.9 亿美元，与平板探测器 22.8 亿美元的规模相当），假设公司 2025~27 年相关收入能达到探测器 10%、11%和 12%的占比，给予 2025~2027 年 43%、39%和 28%的收入增速预期。

3) 解决方案/技术服务：解决方案业务指公司凭借在 X 线核心部件领域的研发、设计能力以及垂直产业链整合能力，为 B 端客户提供定制化的、针对细分领域的从产品开发到生产的全方位支持，包括可靠及具有技术差异优势的技术解决方案以及专用产品组合。24 年该业务实现收入 9646 万元，同比+263%，占到全部探测器收入比例的约 6%，下游景气周期和公司平板探测器业务相似，本质是探测器+其他核心部件+算法等业务的集成，假设 2025~2027 年相关收入能够占到探测器收入的占比的 12%、17%和 20%，给予 2025~2027 年 2.0、3.5 和 5.0 亿收入的预期。

4) 晶圆厂：5月23日公司公告，对全资子公司奕瑞合肥增资6亿元，拟投资不超过人民币18亿元用于硅基OLED微显示背板生产项目，预计将新增硅基OLED微显示背板产能5000张/月，以满足特定客户及视涯科技需求。该项目预计投资回收期（所得税后）：6.7年，预计内部收益率11.01%。我们在2024年1月撰写的报告《XR产业链机械设备新机遇》中提及，Micro-OLED屏幕可实现高精度显示效果，其中硅基背板由IC设计厂商负责设计芯片，面板厂商负责设计像素电路，最后交于晶圆代工厂进行集成制造。Micro-OLED屏幕是CMOS技术与OLED技术的紧密结合，生产工艺较复杂，和公司原有CMOS技术有一定关联性。我们预计随着相关项目产能的持续建设爬坡，公司投资的晶圆厂有望逐步释放收入弹性，参考索尼等相关成熟产品定价，假设公司相关产品单价低于进口20%，按照1.3万元/片，2025~2027年出货量0.3、9、12万片的基准进行测算，则对应该板块收入0.39、11.7和15.6亿元。

综上所述，我们预计公司2025~27年营业收入分别为21、38、48亿元，同比+17%、+78%、+26%。

图表2：公司收入毛利分拆（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
探测器					
收入	1694	1490	1727	2055	2443
同比	17%	-12%	16%	19%	19%
毛利率	61.1%	56.7%	56.0%	57.0%	58.0%
毛利	1035	844	967	1171	1417
晶圆厂					
收入			39	1170	1560
同比			/	2900%	33%
毛利率			0%	15%	20%
毛利			0	176	312
核心部件					
收入	87	126	180	250	300
同比	/	45%	43%	39%	20%
毛利	13	17	29	50	72
毛利率	16%	13%	16%	20%	24%
解决方案/技术服务					
收入		96	200	350	500
同比		/	107%	75%	43%
毛利		37	80	147	220
毛利率		38%	40%	42%	44%
营业总收入	1,864	1,831	2146	3825	4803
同比	20%	-2%	17%	78%	26%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

毛利率假设

24年公司探测器业务毛利率有所下降，主要系1)在建工程转固带来折旧增加，2)会计政策调整导致部分销售费用进入营业成本，3)产品结构变化，高毛利的工业探测器产品占比有所下降。后续展望来看，随着规模效应的逐步体现，公司探测器毛利率有望逐步回升，同时带动解决方案整体毛利率的提升；核心部件毛利率显著低于探测器，主要系高压发生器、射线源等产品刚开始放量，未来随着规模的逐步扩大毛利率有望持续提升；晶圆厂微显示背板业务固定资产投入较多，产能爬坡前期可能毛利率相对较低，爬坡完全完成后有望达到20%以上的水平。

图表3：毛利率假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
探测器	61.1%	56.7%	56%	57%	58%
晶圆厂	/	/	0%	15%	20%
核心部件	16%	13%	16%	20%	24%
解决方案/技术服务	/	38%	40%	42%	44%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率假设

销售费用：24 年公司销售费用率下降，主要系会计政策调整导致 1700 万费用进入营业成本，我们预计未来随着探测器/核心部件和解决方案收入的扩张，销售费用将恢复 20% 左右的增长；**管理费用：**2022~24 年公司管理费用复合增速约 23%，假设未来 3 年保持该速度增长，则对应管理费用率 7.2%、4.9% 和 4.8%；**研发费用：**25Q1 公司研发费用同比-12%，有所控制，为持续寻找新的增长点，预计收入恢复快速增长后公司研发力度有望维持，26~27 年复合增速 30%，对应 2025~27 年研发费用率 14.4%、10.5% 和 10.9%。

图表4：公司费用率假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	97	70	84	101	121
管理费用	102	138	154	189	233
研发费用	263	310	310	403	524
营业总收入	1,864	1,831	2146	3825	4803
销售费用率	5.2%	3.8%	3.9%	2.6%	2.5%
管理费用率	5.5%	7.5%	7.2%	4.9%	4.8%
研发费用率	14.1%	16.9%	14.4%	10.5%	10.9%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 5.9、8.5 和 11.0 亿元，分别同比+26%、+46% 和 +29%。

估值比较

我们选取国产医疗 X 光影像设备龙头联影医疗、工业 X 光检测设备及核心零部件龙头日联科技、OLED 终端材料领先企业莱特光电作为可比公司，分别对应公司未来增长潜力较大的下游即医疗 X 光影像设备、工业 X 光无损检测和硅基 OLED，同时相关公司均具备和奕瑞类似的国产替代属性。可比公司 2025 年一致预测 PE 约 45 倍，给予奕瑞科技 25 年 45 倍 PE，目标价 132 元，维持“买入”评级。

图表5：可比公司估值表（2025/7/2）

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润(百万元)					PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	CAGR	2024A	2025E	2026E	2027E
688271 CH	联影医疗	1,040	126.15	1,262	1,868	2,335	2,792	30%	82	56	45	37
688531 CH	日联科技	82	71.80	143	196	266	357	36%	57	42	31	23
688150 CH	莱特光电	103	25.55	167	296	429	647	57%	61	35	24	16
平均									67	45	33	26
688301 CH	奕瑞科技	174	86.70	465	586	854	1104	33%	37	30	20	16

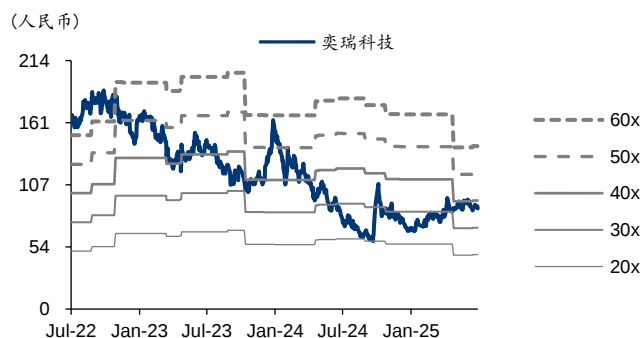
注：除奕瑞科技外可比公司归母净利润均来自于 Wind 一致预期均值，CAGR 为 2025~27 年复合增速；

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

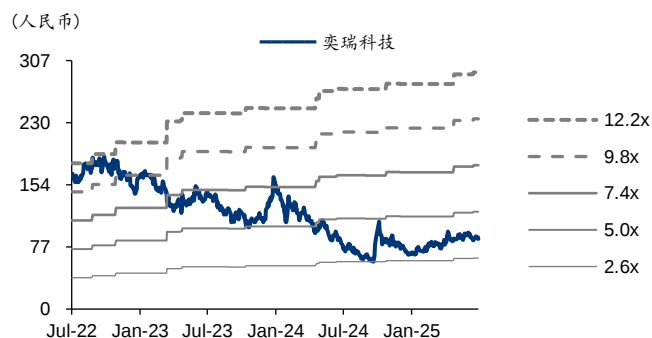
- 1) 医疗设备招投标政策有所反复：**公司平板探测器、核心零部件下游医疗设备招标受国家相关招投标政策、医疗监管政策影响，需求存在不确定性。
- 2) 工业 X 光渗透率提升进度不及预期：**X 光在工业场景中的应用范围、设备价值量与 X 光对于工业生产环节提质增效的能力有关，需求存在不确定性。
- 3) 公司 CT 球管等新品开发进度不及预期：**公司 CT 球管两款产品预计 25 年 9 月小批量生产、11 月实现量产，后续产品开发进程、替代进口产品进度存在不确定性。
- 4) 晶圆厂出货量/价不达预期：**我们对公司晶圆厂出货量假设为 2025~2027 年 0.3、9、12 万片，如果后续终端 XR 等应用落地不及预期，或带来出货量不及预期的风险。同时由于硅基 OLED 微显示为产业新技术，行业竞争格局尚不是特别明确，存在竞争加剧导致价格下行的风险。

图表6：奕瑞科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7：奕瑞科技 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,717	3,954	4,686	9,779	9,439
现金	1,880	2,099	2,460	4,385	5,506
应收账款	604.59	749.14	837.14	1,990	1,560
其他应收账款	26.84	23.09	35.41	68.86	62.07
预付账款	29.93	38.86	41.75	101.93	78.49
存货	781.84	798.28	1,052	2,893	1,919
其他流动资产	394.25	245.25	259.02	340.37	314.43
非流动资产	3,794	5,129	6,122	6,544	6,682
长期投资	36.02	72.31	90.18	112.73	140.91
固定投资	435.82	1,441	2,682	4,090	5,697
无形资产	175.32	221.12	261.59	310.36	367.32
其他非流动资产	3,147	3,395	3,088	2,032	476.52
资产总计	7,511	9,083	10,807	16,323	16,121
流动负债	1,367	900.18	2,523	7,798	7,150
短期借款	195.66	135.14	871.14	4,676	4,681
应付账款	776.07	540.53	1,001	2,286	1,723
其他流动负债	394.84	224.50	650.62	836.40	746.46
非流动负债	1,792	3,536	3,213	2,828	2,405
长期借款	382.10	2,026	1,703	1,318	895.00
其他非流动负债	1,410	1,510	1,510	1,510	1,510
负债合计	3,158	4,437	5,736	10,626	9,555
少数股东权益	22.60	7.73	(10.88)	(37.99)	(73.04)
股本	101.99	143.06	200.22	200.22	200.22
资本公积	2,298	2,332	2,332	2,332	2,332
留存公积	1,702	1,963	2,356	2,928	3,668
归属母公司股东权益	4,330	4,639	5,082	5,735	6,639
负债和股东权益	7,511	9,083	10,807	16,323	16,121

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	340.32	360.42	857.45	(589.73)	2,278
净利润	604.77	450.40	567.63	826.59	1,069
折旧摊销	74.37	93.52	191.69	292.10	397.09
财务费用	(22.78)	(4.44)	14.58	30.09	37.55
投资损失	(21.50)	(37.20)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(441.17)	(251.54)	101.29	(1,730)	777.37
其他经营现金	146.63	109.68	12.25	21.83	27.42
投资活动现金	(1,709)	(1,129)	(1,154)	(684.97)	(504.44)
资本支出	(1,854)	(1,441)	(1,143)	(663.97)	(472.24)
长期投资	17.88	85.25	(17.87)	(22.55)	(28.18)
其他投资现金	127.09	226.72	6.81	1.55	(4.02)
筹资活动现金	359.78	1,150	657.40	3,199	(652.56)
短期借款	64.98	(60.52)	736.00	3,805	4.55
长期借款	382.10	1,644	(323.42)	(385.41)	(422.65)
普通股增加	29.30	41.07	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	49.20	34.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(165.81)	(508.97)	244.82	(220.22)	(234.47)
现金净增加额	(997.83)	376.41	360.63	1,925	1,121

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
营业收入	1,864	1,831	2,146	3,825	4,803
营业成本	785.72	913.71	1,070	2,281	2,782
营业税金及附加	10.23	10.87	12.66	22.57	28.34
营业费用	97.07	69.68	83.69	99.45	120.08
管理费用	101.76	138.41	154.51	187.43	230.54
财务费用	(22.78)	(4.44)	14.58	30.09	37.55
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(76.05)	(49.03)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.50	37.20	30.00	30.00	30.00
营业利润	683.60	507.16	639.20	930.86	1,203
营业外收入	1.47	0.36	0.36	0.36	0.36
营业外支出	0.08	0.25	0.25	0.25	0.25
利润总额	684.99	507.28	639.31	930.97	1,204
所得税	80.21	56.87	71.68	104.38	134.94
净利润	604.77	450.40	567.63	826.59	1,069
少数股东损益	(2.72)	(14.77)	(18.62)	(27.11)	(35.05)
归属母公司净利润	607.50	465.18	586.25	853.70	1,104
EBITDA	744.52	597.62	845.59	1,253	1,638
EPS (人民币, 基本)	5.97	3.26	2.93	4.26	5.51

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	20.31	(1.74)	17.18	78.24	25.57
营业利润	(3.54)	(25.81)	26.03	45.63	29.29
归属母公司净利润	(5.27)	(23.43)	26.03	45.62	29.28
获利能力 (%)					
毛利率	57.84	50.11	50.14	40.36	42.08
净利率	32.45	24.59	26.45	21.61	22.25
ROE	14.80	10.37	12.06	15.78	17.84
ROIC	14.59	7.61	8.59	9.59	13.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.05	48.85	53.08	65.10	59.27
净负债比率 (%)	3.49	31.57	37.89	60.14	28.79
流动比率	2.72	4.39	1.86	1.25	1.32
速动比率	2.09	3.39	1.40	0.86	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.22	0.22	0.28	0.30
应收账款周转率	3.88	2.71	2.71	2.71	2.71
应付账款周转率	1.59	1.39	1.39	1.39	1.39
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.03	2.32	2.93	4.26	5.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	1.80	4.28	(2.95)	11.38
每股净资产(最新摊薄)	21.63	23.17	25.38	28.65	33.16
估值比率					
PE (倍)	28.57	37.32	29.61	20.33	15.73
PB (倍)	4.01	3.74	3.42	3.03	2.61
EV EBITDA (倍)	23.19	31.32	22.65	16.47	11.64

免责声明

分析师声明

本人，倪正洋、杨任重，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。
- 奕瑞科技（688301 CH）：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 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

- 分析师倪正洋、杨任重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。
- 奕瑞科技（688301 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