

1Q23: 静待业务回暖, 毛利率回归

华泰研究

2023年4月18日 | 中国内地

季报点评

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

27.00

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

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

联系人 黄礼悦
SAC No. S0570121070191 andrewhuang@htsc.com
SFC No. BRH099 +(86) 21 2897 2228

1Q23: 扣非归母净利润 1,511 万元, 同比下滑 98.28%

歌尔公布 2022 年报与 2023 年一季报。22 年收入同比增长 34.1%，归母扣非净利润同比下滑 57.5%，对应 4Q22 收入同比增长 20.9%，扣非归母净亏损 18.58 亿，同比下滑 328%。公司同时公布了 1Q23 业绩，收入同比增长 19.9%，扣非归母净利润同比下滑 98.28% 至 1,511 万元。我们看到拖累公司业绩的主要因素是 1) 智能声学整机业务毛利率下滑明显，拖累 4Q22/1Q23 公司整体毛利率下滑至 6.2/7.0%，2) 公司 4Q22 由于某耳机产品波动，共计提资产减值 18 亿元。我们期待公司业务回暖，毛利率回升。我们下调公司 23/24 归母净利润 51/43% 至 25.6/34.7 亿元，并引入 25 年 39.8 亿元，下调目标价至 27 元人民币，考虑 VR 业务的长期增长潜力，给予 36 倍 23 年 PE (A 股可比公司 Wind 一致预期 24 倍)，维持买入。

2022 和 1Q23 业绩: 收入高增, 毛利率疲弱

歌尔 22 年收入 1,049 亿元, 同比增长 34.1%, 高于此前 Wind 一致预期 9.2%, 但净利润 17.49 亿元, 低于预期 53.6%。我们认为 1) IDC 口径 4Q22 全球 VR 出货量同比下滑 84.9%, 而公司智能硬件收入 4Q22 仍保持 85% 高速增长, 或为主要超预期点, 2) 公司智能声学整机业务毛利率下滑明显, 2H22 为 2.5%, (同比下滑 7.7pp, 环比下滑 6.6pp), 拖累 4Q22/1Q23 公司整体毛利率下滑至 6.2/7.0%, 3) 公司 4Q22 由于某耳机产品生产过程中出现波动, 共计提资产减值 18 亿元。

2023 年展望: 关注苹果 MR 是否可能带动 VR 总体需求

我们看见 23 年由于全球经济尚为回暖, 苹果 TWS 耳机需求疲软, 全年出货量或难见高增。VR 产品线方面, 我们看见目前 23 年 Meta Quest 3、索尼 PSVR2、Pico 可能仍然为出货主力。参考 20 年底 Meta 推出爆款产品 Quest 2, 当年全年 Quest 出货量为 347 万台, 2017 年索尼第一代 PSVR 推出, 当年出货量位 158 万台, 我们认为或对今年全球 VR 出货量级具有参考意义。建议关注国内政府对元宇宙产业的政策扶持为国产 VR 品牌带来的潜在利好, 以及苹果 MR 推出是否可能带动 VR 总体需求。

维持买入, 下调目标价至 27 元人民币

考虑耳机市场需求疲软以及 VR 新品 4Q23 才或推出, 我们下调公司 23/24 归母净利润 51/43% 至 25.6/34.7 亿元, 下调目标价至 27 元人民币, 考虑 VR 业务的长期增长潜力, 给予 36 倍 23 年 PE (A 股可比公司 Wind 一致预期 24 倍), 维持买入。

风险提示: TWS/VR/AR 需求不及预期; 量产爬坡、原材料涨价拉低利润率。

经营预测指标与估值

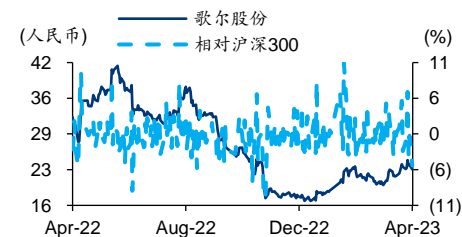
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	78,221	104,894	81,329	94,001	101,599
+/-%	35.47	34.10	(22.47)	15.58	8.08
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,275	1,749	2,561	3,470	3,976
+/-%	50.09	(59.08)	46.41	35.49	14.58
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.25	0.51	0.75	1.01	1.16
ROE (%)	15.30	5.78	7.80	9.54	9.84
PE (倍)	18.05	44.11	30.13	22.24	19.41
PB (倍)	2.82	2.62	2.41	2.17	1.95
EV EBITDA (倍)	9.99	18.05	13.83	11.75	10.12

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	27.00
收盘价 (人民币 截至 4 月 17 日)	22.56
市值 (人民币百万)	77,164
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	2,751
52 周价格范围 (人民币)	16.82-41.41
BVPS (人民币)	8.81

股价走势图



资料来源: Wind

图表1: 公司财务数据及盈利预测

(百万人民币)	2022					2023E				2024E			2025E		
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2022	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	20,112	23,492	30,549	30,742	24,122	104,894	81,329	94,001	101,599	86,666	96,458	115,025	21%	-16%	-18%
% YoY	43.4%	44.5%	35.8%	20.9%	19.9%	34%	-22%	16%	8%						
营业成本	(17,353)	(20,604)	(26,454)	(28,823)	(22,439)	(93,233)	(71,947)	(82,911)	(89,463)						
毛利	2,759	2,888	4,096	1,918	1,683	11,661	9,382	11,089	12,137						
OPEX	(1,845)	(1,487)	(2,308)	(2,844)	(1,759)	(8,485)	(6,883)	(7,808)	(8,410)						
税金及附加	(68)	(54)	(47)	(98)	(61)	(267)	(207)	(239)	(259)						
营销费用	(141)	(105)	(146)	(157)	(145)	(548)	(651)	(752)	(813)						
管理费用	(474)	(572)	(601)	(647)	(553)	(2,295)	(2,001)	(2,305)	(2,489)						
研发费用	(1,114)	(822)	(1,555)	(1,735)	(961)	(5,227)	(3,904)	(4,512)	(4,877)						
财务费用	(49)	66	40	(206)	(38)	(149)	(120)	0	27						
资产减值损失	(0)	(110)	(173)	(1,514)	(76)	(1,797)	(300)	(100)	(1)						
营业利润	1,020	1,324	1,910	(2,644)	(17)	1,610	2,754	3,735	4,283						
% YoY	-11%	50%	5%	-414%	-102%	-66%	71%	36%	15%						
营业外收入(支出)	(18)	(17)	(3)	(63)	(27)	(101)	50	50	50						
税前收益	1,002	1,307	1,907	(2,707)	(45)	1,509	2,804	3,785	4,333						
% YoY	-12%	50%	6%	-439%	-104%	-67%	86%	35%	14%						
所得税	(97)	(113)	(133)	625	153	282	(196)	(265)	(303)						
归母净利润	901	1,178	1,761	(2,091)	106	1,749	2,561	3,470	3,976	4,285	5,188	6,138	-59%	-51%	-43%
% YoY	-7%	54%	10%	-322%	-88%	-59%	46%	36%	15%						
扣非净利润	878	1,136	1,471	(1,858)	15	1,627	2,361	3,270	3,776						
% YoY	46%	41%	-9%	-328%	-98%	-58%	45%	39%	15%						
比率分析															
毛利率	13.7%	12.3%	13.4%	6.2%	7.0%	11.1%	11.5%	11.8%	11.9%						
营业费用率	9.2%	6.3%	7.6%	9.3%	7.3%	8.1%	8.5%	8.3%	8.3%						
研发费用率	5.5%	3.5%	5.1%	5.6%	4.0%	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%						
营业利润率	5.1%	5.6%	6.3%	-8.6%	-0.1%	1.5%	3.4%	4.0%	4.2%						
净利率	4.5%	5.0%	5.8%	-6.8%	0.4%	1.7%	3.1%	3.7%	3.9%						

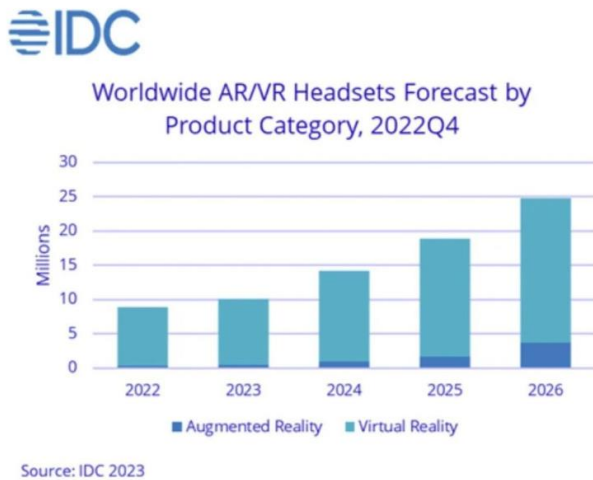
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 歌尔主要收入部门拆分

	2022				2021			
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1H21	2H21	1H22	2H22
精密零组件	3,152.91	2,527.83	3,830.13	4,492.74	6,051.40	7,788.73	5,680.74	8,322.87
同比	-1.4%	-11.4%	-9.6%	26.6%	21.8%	7.6%	-6.1%	6.9%
毛利率					23.4%	22.9%	22.2%	20.5%
智能声学整机	6,468.94	5,869.03	7,553.93	5,988.97	12,492.34	17,804.75	12,337.97	13,542.90
同比	6.1%	-8.2%	12.6%	-46.0%	92.1%	-11.7%	-1.2%	-23.9%
毛利率					10.5%	10.2%	9.1%	2.5%
智能硬件	10,143.90	14,666.72	18,741.59	19,530.24	11,210.31	21,598.79	24,810.62	38,271.83
同比	125.1%	118.8%	70.0%	84.7%	210.8%	53.8%	121.3%	77.2%
毛利率					14.1%	13.8%	12.8%	10.1%

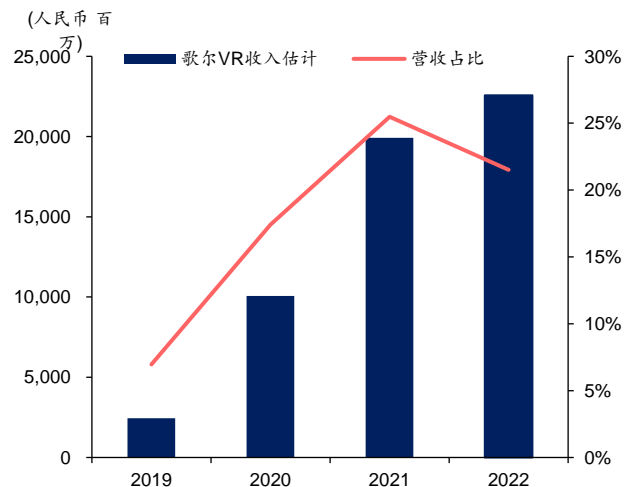
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: IDC ARVR 设备全球出货量预测

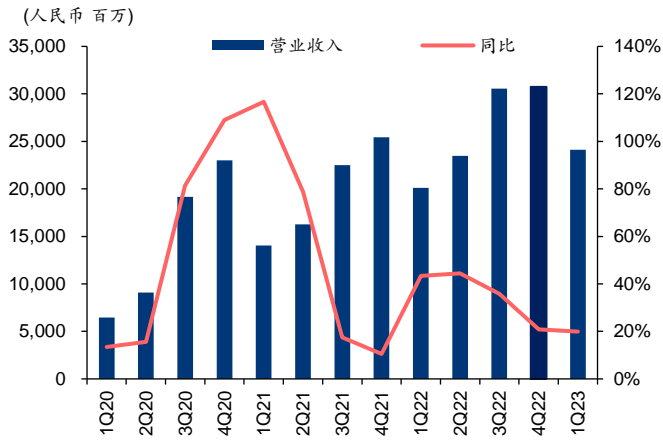


资料来源: IDC, 华泰研究

图表4: 歌尔 VR 设备营收及贡献比例

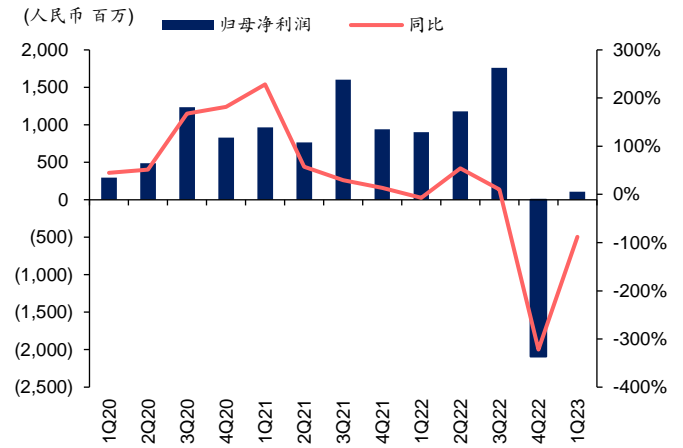


图表5: 歌尔单季营业收入及同比增速



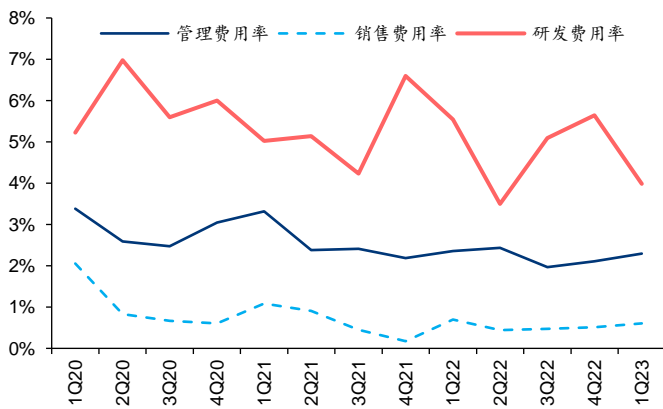
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 歌尔单季归母净利润及增速



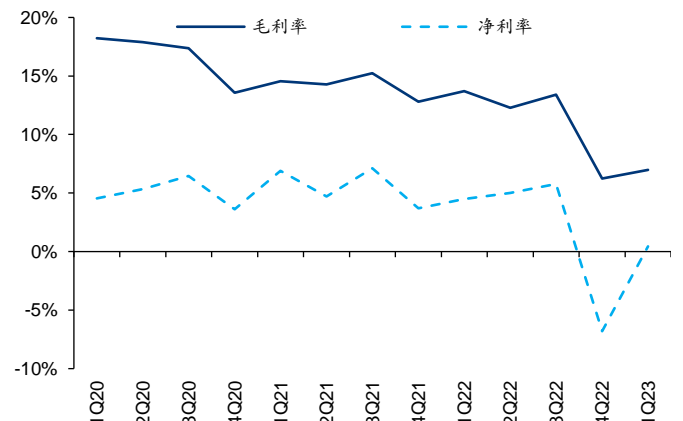
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 歌尔股份费用率



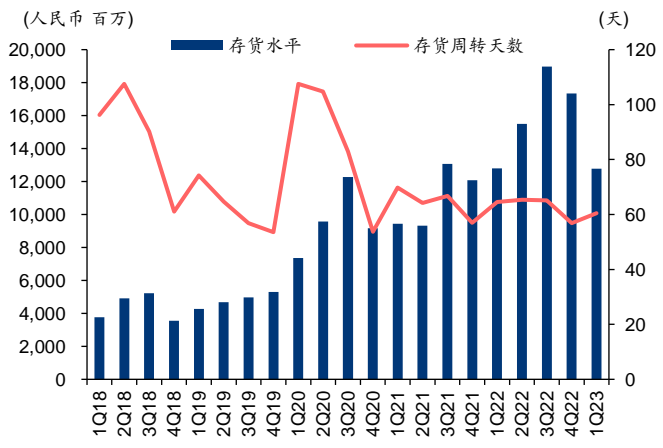
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 歌尔毛利率、营业利润率、净利率



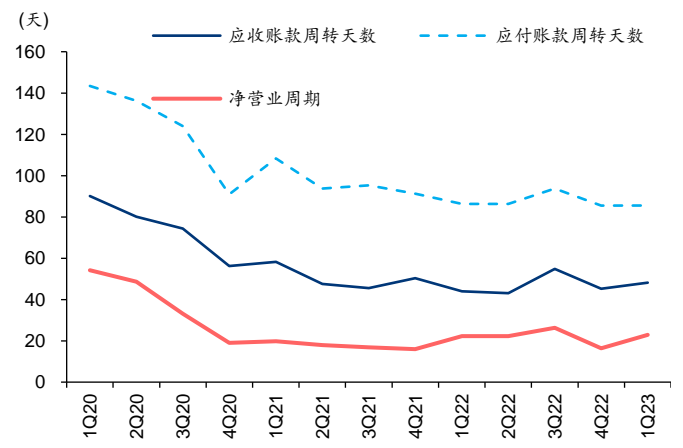
资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 存货周转天数



资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 其他周转天数



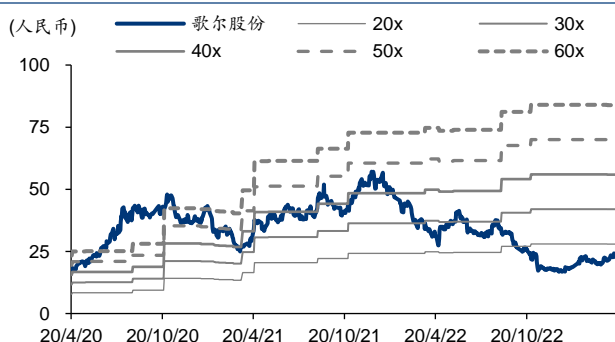
资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: Wind一致预期下可比公司估值表(截至2023年4月17日)

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (倍)		PB (倍)		EPS (元)		EPS增速 (% YTD股价跌幅)	
				2023E	2024E	2023E	2024E	2022E	2023E	2023E	(%)
A股可比公司											
002475 CH	立讯精密	29.69	2,117.01	15.97	12.77	3.65	2.87	1.38	1.86	35%	-6.5%
002938 CH	鹏鼎控股	28.78	668.03	12.52	10.87	2.12	1.83	2.11	2.30	9%	4.9%
002273 CH	水晶光电	13.69	190.38	26.09	21.65	2.16	2.01	0.42	0.52	24%	16.1%
300327 CH	欣旺达	42.33	144.79	40.75	32.65	8.21	6.92	1.11	1.04	-7%	19.7%
平均数	-	-	-	23.83	19.48	4.04	3.41	1.26	1.43	15.4%	8.5%
H股可比公司											
1810 HK	小米集团-W	12.66	2,767.33	30.66	25.29	1.78	1.66	0.10	0.36	261%	15.7%
2382 HK	舜宇光学科技	94.60	907.83	28.07	22.17	3.65	3.20	2.20	2.95	34%	1.9%
285 HK	比亚迪电子	23.75	468.20	17.02	12.59	1.67	1.49	0.82	1.22	49%	-5.4%
2018 HK	瑞声科技	16.20	169.87	16.36	12.36	0.75	0.71	0.69	0.87	26%	-9.2%
平均数	-	-	-	23.03	18.10	1.96	1.77	0.95	1.35	92.4%	0.8%

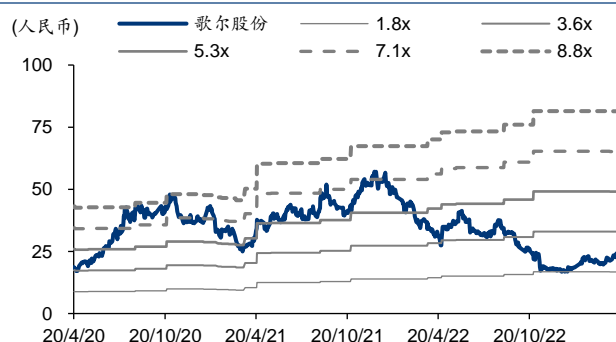
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 歌尔股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 歌尔股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

TWS 耳机销量不及预期。 AirPods 以及其他 TWS 耳机是无线耳机市场持续增长的核心驱动力, 如果终端产品客户对 TWS 耳机需求减弱、或供应链竞争加剧导致歌尔份额下降或价格下降, 将对歌尔业绩产生较大影响。

VR/AR 终端需求不及预期。 在 5G 商用、硬件及软件升级优化 VR/AR 用户体验, 疫情凸显 VR/AR 社交属性的情况下, 全球 VR/AR 终端需求自 2020 年起逐步复苏, Quest 品牌凭借新品发布成为目前全球第一个 VR 品牌。若 Oculus、索尼 PSVR 出货量受终端需求减弱或市场竞争加剧不及预期, 则歌尔作为其核心代工厂或面临业绩增长不及预期的风险。

量产爬坡、原材料涨价影响公司盈利情况。 我们认为公司未来仍将保持较高资本支出水平进行扩产, 量产爬坡阶段或将短期影响公司稼动率及盈利能力。除此之外上游原材料涨价等也有可能负面影响公司盈利能力。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	35,162	45,563	33,689	64,049	42,709
现金	10,049	12,683	21,006	24,447	26,002
应收账款	11,899	14,396	5,992	17,573	7,897
其他应收账款	374.67	96.44	268.83	153.35	302.96
预付账款	97.54	50.66	64.25	68.56	74.99
存货	12,082	17,349	5,363	20,810	7,431
其他流动资产	659.71	988.18	995.37	997.35	1,001
非流动资产	25,917	31,613	21,945	23,934	23,982
长期投资	437.40	361.01	391.64	423.79	446.53
固定投资	18,123	21,460	12,934	14,915	15,203
无形资产	2,763	2,721	2,593	2,427	2,230
其他非流动资产	4,594	7,072	6,026	6,168	6,103
资产总计	61,079	77,176	55,633	87,983	66,691
流动负债	29,803	42,721	19,604	48,603	23,609
短期借款	4,285	7,121	7,121	7,121	7,121
应付账款	18,530	25,749	8,420	30,956	11,532
其他流动负债	6,989	9,851	4,063	10,526	4,957
非流动负债	3,345	4,197	3,179	3,009	2,682
长期借款	2,204	2,206	1,187	1,018	690.96
其他非流动负债	1,140	1,991	1,991	1,991	1,991
负债合计	33,148	46,919	22,783	51,612	26,291
少数股东权益	603.64	765.94	812.94	862.94	915.94
股本	3,416	3,420	3,420	3,420	3,420
资本公积	9,478	10,281	10,281	10,281	10,281
留存公积	16,819	17,954	20,561	24,081	28,110
归属母公司股东权益	27,328	29,492	32,053	35,523	39,499
负债和股东权益	61,079	77,176	55,633	87,983	66,691

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	8,598	8,317	2,565	7,689	4,366
净利润	4,307	1,791	2,607	3,520	4,029
折旧摊销	2,796	2,600	2,367	2,275	2,564
财务费用	167.10	149.12	(120.00)	0.00	27.00
投资损失	(469.24)	36.24	(202.00)	(202.00)	(203.00)
营运资金变动	467.68	713.05	(2,135)	2,048	(2,099)
其他经营现金	1,330	3,028	47.90	47.90	47.90
投资活动现金	(6,768)	(9,077)	7,456	(4,110)	(2,457)
资本支出	(6,962)	(8,090)	7,432	(4,113)	(2,447)
长期投资	18.88	(1,057)	(30.63)	(32.14)	(22.74)
其他投资现金	174.35	70.52	54.64	34.75	11.88
筹资活动现金	387.18	2,008	(1,698)	(137.80)	(353.19)
短期借款	1,095	2,836	0.00	0.00	0.00
长期借款	(550.08)	1.78	(1,019)	(169.61)	(326.68)
普通股增加	140.88	4.08	(0.00)	0.00	0.00
资本公积增加	5,666	802.55	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,965)	(1,637)	(678.81)	31.80	(26.52)
现金净增加额	2,225	1,662	8,323	3,441	1,555

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	78,221	104,894	81,329	94,001	101,599
营业成本	67,168	93,233	71,947	82,911	89,463
营业税金及附加	221.89	266.93	(207.00)	(239.00)	(259.00)
营业费用	444.87	548.30	650.63	752.00	812.80
管理费用	1,952	2,295	(2,033)	(2,350)	(2,438)
财务费用	167.10	149.12	(120.00)	0.00	27.00
资产减值损失	(241.08)	(1,783)	300.00	100.00	1.00
公允价值变动收益	(48.85)	(57.08)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	469.24	(36.24)	202.00	202.00	203.00
营业利润	4,683	1,610	2,754	3,735	4,283
营业外收入	22.44	21.48	50.00	50.00	50.00
营业外支出	99.86	122.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	4,606	1,509	2,804	3,785	4,333
所得税	298.84	(281.79)	(196.00)	(265.00)	(303.00)
净利润	4,307	1,791	2,607	3,520	4,029
少数股东损益	32.36	41.84	47.00	50.00	53.00
归属母公司净利润	4,275	1,749	2,561	3,470	3,976
EBITDA	7,520	4,223	4,784	5,327	6,004
EPS (人民币, 基本)	1.29	0.52	0.75	1.01	1.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	35.47	34.10	(22.47)	15.58	8.08
营业利润	43.62	(65.61)	71.00	35.62	14.67
归属母公司净利润	50.09	(59.08)	46.41	35.49	14.58
获利能力 (%)					
毛利率	14.13	11.12	11.54	11.80	11.95
净利率	5.51	1.71	3.21	3.74	3.97
ROE	15.30	5.78	7.80	9.54	9.84
ROIC	18.78	7.42	15.62	19.88	20.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.27	60.79	40.95	58.66	39.42
净负债比率 (%)	(8.96)	(4.47)	(34.99)	(41.44)	(41.97)
流动比率	1.18	1.07	1.72	1.32	1.81
速动比率	0.76	0.65	1.41	0.88	1.47
营运能力					
总资产周转率	1.42	1.52	1.22	1.31	1.31
应收账款周转率	7.16	7.98	7.98	7.98	7.98
应付账款周转率	3.94	4.21	4.21	4.21	4.21
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.25	0.51	0.75	1.01	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	2.43	0.75	2.25	1.28
每股净资产(最新摊薄)	7.99	8.62	9.37	10.39	11.55
估值比率					
PE (倍)	18.05	44.11	30.13	22.24	19.41
PB (倍)	2.82	2.62	2.41	2.17	1.95
EV EBITDA (倍)	9.99	18.05	13.83	11.75	10.12

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、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。
- 立讯精密（002475 CH）、水晶光电（002273 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 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

- 分析师黄乐平、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。
- 立讯精密（002475 CH）、水晶光电（002273 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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。

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），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

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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司