华泰证券 HUATAI SECURITIES

# 1Q23：SPD 出货量同/环比下滑

华泰研究 更新报告
2023 年 5 月 09 日 | 中国内地 半导体

**1Q23 业绩大幅下滑，内存模组客户去库存影响显现**

公司 1Q23 实现营收 1.43 亿元（yoy：-28.64%，qoq：-45.46%），归母净利润 2146.2 万元（yoy：-62.5%，qoq：-77.5%），扣非归母净利润 1680.55 万元（yoy：-77.55%，qoq：-82.9%）。1Q23 公司营收环比大幅下降主要由于内存模组厂商去库存导致 SPD 出货量下滑，高毛利产品占比下降使得毛利率亦大幅承压。考虑 1H23 存储客户去库存等因素对公司 SPD 产品拉货节奏的影响，预计 23/24/25 年归母净利润 3.78/5.84/7.96 亿元，考虑短期服务器需求疲软 SPD 出货压力较大，给予公司 32x 23PE（Wind 可比公司一致性预期 43x 23PE），目标价 99.8 元，维持“买入”评级。

**1Q23 回顾：SPD 销量同/环比下滑，导致毛利率大幅下降**

受全球个人电脑及服务器市场需求疲软、内存模组厂商库存增加等因素影响，1Q23 公司 SPD 产品的出货量同/环比下滑，导致营收短期承压。但随着手机客户去库存接近尾声，一季度公司 EEPROM 产品在手机 CCM、汽车、工控等市场仍实现环比增长。受上述产品结构变化影响，1Q23 公司毛利率大幅下滑至 47.51%（yoy：-11.37pct，qoq：-24.52pct），但一季度 SPD 产品价格仍相对稳定，未来季度存在降价可能。公司 1Q23 研发费用 0.35 亿元（yoy：+61%），主要由于研发人员薪酬及流片费用同比大幅增长。受短期销售景气下降影响，截至一季度末公司存货 2.56 亿元，较上季度末增加 4370.2 万元，存货周转天数攀升至 280 天。

**2023 展望：2H23 SPD 需求有望恢复，汽车/工控仍是重点增长领域**

随着内存模组客户芯片库存逐步消化，我们预计 2Q23 公司 SPD 出货量有望环比改善，但短期恢复力度仍然较弱，3Q23 有望出现更加明显的拐点。2023 年传统智能手机摄像头模组、液晶面板等市场需求有望回暖，我们预计全年增长主要来源于三大业务板块：1）下半年随着内存模组客户去库存告一段落，SPD 产品有望加速放量；2）公司汽车 EEPROM 产品在上汽、一汽、比亚迪、蔚来、理想、小鹏等主流车企均已实现批量供货，今年出货量有望保持快速增长；3）公司首批 512Kb-4Mb 容量的 NOR Flash 产品已于 4Q22 通过 AEC-Q100 验证，今年有望小规模上量。

**投资建议：目标价 99.8 元，维持“买入”评级**

考虑 1H23 存储客户去库存等因素对公司 SPD 产品拉货节奏的影响，我们预计公司 23/24/25 年归母净利润 3.78/5.84/7.96 亿元(前值:5.37/7.38/9.68 亿元)，给予公司 32x 23PE（可比公司一致预期 43x 23PE），目标价 99.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：研发进度/DDR5 渗透率不及预期，竞争加剧导致毛利率下降。

**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) | 544.05 | 980.43 | 1,039 | 1,443 | 1,866 |
| +/-% | 10.17 | 80.21 | 5.97 | 38.93 | 29.26 |
| 归属母公司净利润 (人民币百万) | 108.25 | 353.77 | 377.68 | 583.84 | 796.46 |
| +/-% | (33.57) | 226.81 | 6.76 | 54.59 | 36.42 |
| EPS (人民币，最新摊薄) | 0.90 | 2.93 | 3.12 | 4.83 | 6.59 |
| ROE (%) | 7.25 | 20.57 | 17.95 | 22.58 | 24.32 |
| PE (倍) | 74.98 | 22.94 | 21.49 | 13.90 | 10.19 |
| PB (倍) | 5.32 | 4.24 | 3.54 | 2.82 | 2.21 |
| EV EBITDA (倍) | 58.88 | 17.39 | 15.88 | 9.53 | 6.04 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

**投资评级(维持)：** 买入
**目标价(人民币)：** 99.80

研究员 张皓怡
SAC No. S0570522020001 zhanghaoyi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

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

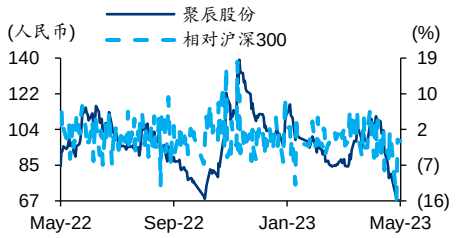
研究员 陈旭东
SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com
SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

联系人 陈钰
SAC No. S0570121120092 chenyu019111@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

**基本数据**

| | |
|---|---|
| 目标价 (人民币) | 99.80 |
| 收盘价 (人民币 截至 5 月 8 日) | 67.13 |
| 市值 (人民币百万) | 8,116 |
| 6 个月平均日成交额 (人民币百万) | 370.63 |
| 52 周价格范围 (人民币) | 67.13-139.15 |
| BVPS (人民币) | 16.11 |

**股价走势图**




资料来源：Wind

**图表1：公司财务情况**

| （百万人民币） | 3Q21 A | 4Q21 A | 1Q22 A | 2Q22 A | 3Q22 A | 4Q22 A | 1Q23 A | 2021 A | 2022 A | 2023E (Huatai) | 2024E (Huatai) | 2025E (Huatai) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 128 | 152 | 201 | 241 | 276 | 263 | 143 | 544 | 980 | 1039 | 1443 | 1866 |
| YoY(%) | -13% | 18% | 51% | 84% | 116% | 73% | -29% | 10% | 80% | 6% | 39% | 29% |
| 营业成本 | 74 | 78 | 83 | 86 | 81 | 73 | 75 | 333 | 323 | 413 | 574 | 753 |
| 毛利 | 54 | 74 | 118 | 155 | 195 | 189 | 68 | 211 | 657 | 626 | 870 | 1113 |
| OPEX | 28 | 42 | 34 | 55 | 42 | 85 | 54 | 123 | 216 | 220 | 261 | 279 |
| 营业费用 | 6 | 9 | 6 | 11 | 10 | 30 | 8 | 24 | 57 | 52 | 61 | 67 |
| 管理费用 | 6 | 10 | 8 | 12 | 10 | 18 | 10 | 29 | 47 | 57 | 69 | 80 |
| 研发费用 | 18 | 24 | 21 | 43 | 34 | 36 | 35 | 74 | 134 | 135 | 166 | 187 |
| 财务费用 | -2 | -1 | -1 | -11 | -11 | 1 | 1 | -5 | -23 | -24 | -35 | -55 |
| 营业利润 | 16 | 28 | 63 | 97 | 118 | 105 | 19 | 112 | 383 | 402 | 623 | 853 |
| YoY(%) | -79% | -39% | 283% | 90% | 621% | 279% | -69% | -36% | 243% | 5% | 55% | 37% |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前收益 | 16 | 28 | 63 | 97 | 118 | 105 | 19 | 113 | 383 | 402 | 623 | 853 |
| YoY(%) | -80% | -39% | 253% | 89% | 622% | 279% | -69% | -36% | 238% | 5% | 55% | 37% |
| 所得税 | 1 | 4 | 6 | 9 | 10 | 12 | 1 | 10 | 37 | 32 | 50 | 68 |
| 少数股东损益 | -1 | -2 | -1 | -3 | -1 | -2 | -4 | -5 | -7 | -7 | -10 | -12 |
| 归母净利润 | 17 | 26 | 57 | 91 | 110 | 95 | 21 | 108 | 354 | 378 | 584 | 796 |
| YoY(%) | -77% | -41% | 247% | 85% | 553% | 272% | -63% | -34% | 227% | 7% | 55% | 36% |
| **比率分析** | | | | | | | | | | | | |
| 毛利率（%） | 42.0% | 48.5% | 58.9% | 64.2% | 70.7% | 72.0% | 47.5% | 38.8% | 67.0% | 60.3% | 60.2% | 59.7% |
| OPEX/营收（%） | 22.0% | 27.4% | 16.9% | 22.6% | 15.3% | 32.3% | 37.6% | 22.5% | 22.0% | 21.2% | 18.1% | 14.9% |
| R&D/营收（%） | 14.2% | 15.8% | 10.7% | 17.7% | 12.3% | 13.7% | 24.1% | 13.7% | 13.7% | 13.0% | 11.5% | 10.0% |
| 营业利润率（%） | 12.8% | 18.2% | 31.3% | 40.3% | 42.9% | 39.8% | 13.6% | 20.5% | 39.1% | 38.7% | 43.2% | 45.7% |
| 归母净利率（%） | 13.2% | 16.9% | 28.5% | 37.8% | 39.9% | 36.3% | 15.0% | 19.1% | 35.3% | 36.4% | 40.5% | 42.7% |

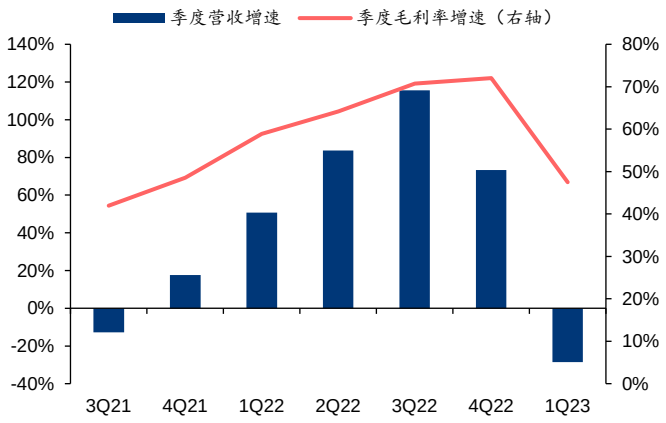
资料来源：Wind，华泰研究预测

**图表2：分业务拆分**

| （百万人民币） | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **总收入** | **493.85** | **544.05** | **980.43** | **1038.93** | **1443.36** | **1865.67** |
| 非易失性存储 | 408.72 | 424.68 | 854.18 | **898.99** | 1278.21 | 1670.72 |
| 智能卡 | 35.67 | 65.00 | 69.07 | 75.46 | 86.78 | 101.79 |
| 音圈马达 | 47.42 | 51.96 | 57.17 | 62.94 | 76.67 | 91.29 |
| 其他 | 2.04 | 2.41 | 1.47 | 1.54 | 1.70 | 1.87 |
| **总收入增速** | | | | | | |
| 非易失性存储 | -9.68% | 3.90% | 101.13% | 5.25% | 42.18% | 30.71% |
| 智能卡 | -25.08% | 82.23% | 6.26% | 9.25% | 15.00% | 17.30% |
| 音圈马达 | 288.37% | 9.57% | 10.03% | 10.09% | 21.82% | 19.06% |
| 其他 | 0.96 | 0.18 | -39.00% | 5.00% | 10.00% | 10.00% |
| **总收入占比** | | | | | | |
| 非易失性存储 | 82.76% | 78.06% | 87.12% | 86.53% | 88.56% | 89.55% |
| 智能卡 | 7.22% | 11.95% | 7.04% | 7.26% | 6.01% | 5.46% |
| 音圈马达 | 9.60% | 9.55% | 5.83% | 6.06% | 5.31% | 4.89% |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.12% | 0.10% |

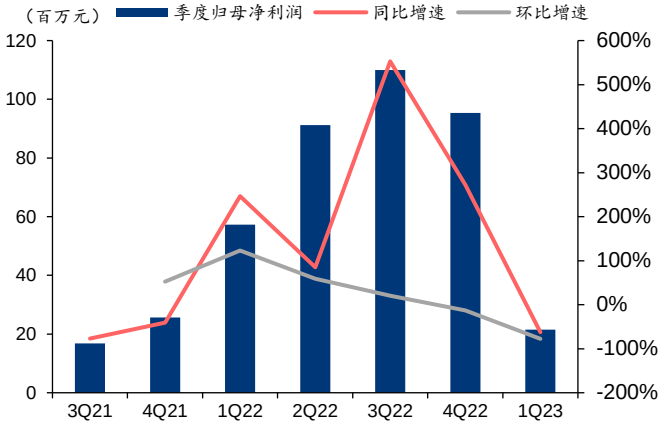
资料来源：Wind，华泰研究预测

**图表3：营业收入增速及毛利**



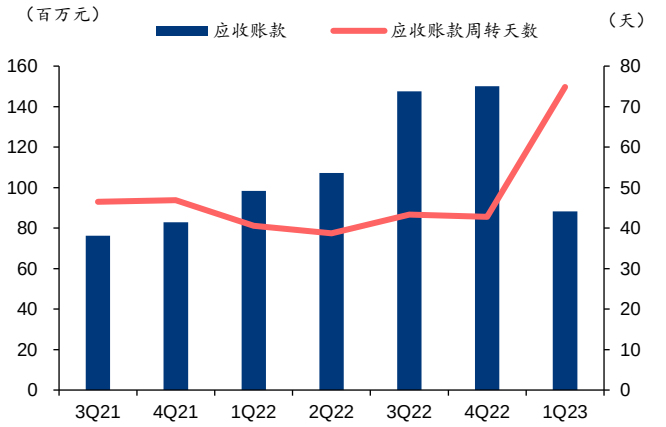

资料来源：Wind，华泰研究

**图表4：归母净利润及增速**



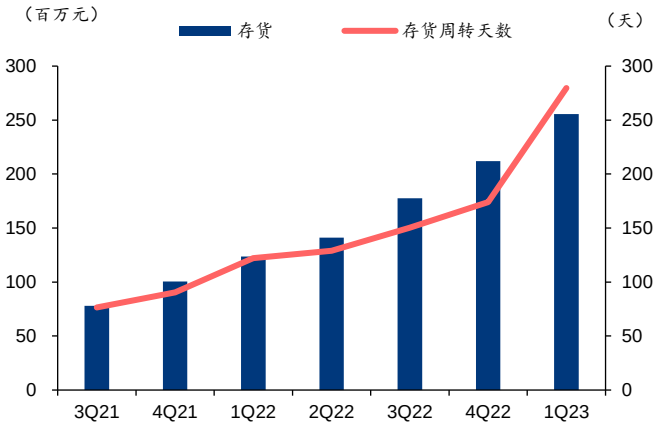

资料来源：Wind，华泰研究

**图表5：应收账款及应收账款周转天数**




资料来源：Wind，华泰研究

**图表6：存货及存货周转天数**



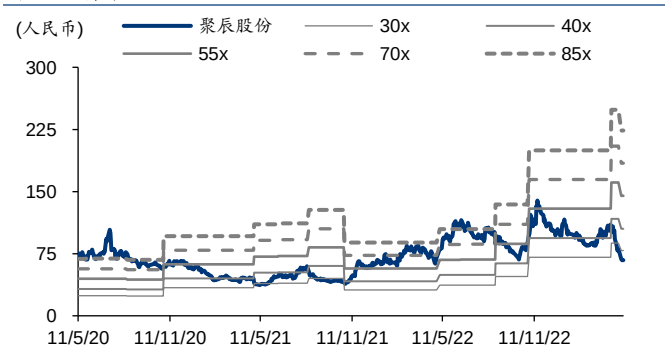

资料来源：Wind，华泰研究

**图表7：可比公司估值表（截止 2023 年 5 月 8 日）**

| 代码 | 公司名称 | 股价（元） | 市值（百万元） | P/E 2023E | P/E 2024E | P/S 2023E | P/S 2024E | 股价变动 5D | 股价变动 1M | 股价变动 YTD |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 603986 CH | 兆易创新 | 104.16 | 69,477 | 40.4 | 29.5 | 8.7 | 7.1 | -0.6% | -4.0% | -40.3% |
| 688008 CH | 澜起科技 | 59.41 | 67,494 | 47.1 | 30.1 | 14.7 | 9.8 | 0.8% | -2.4% | -28.8% |
| 688385 CH | 复旦微电 | 52.20 | 33,262 | 30.0 | 23.5 | 9.8 | 8.0 | -1.6% | -5.3% | 3.8% |
| 300223 CH | 北京君正 | 82.96 | 39,951 | 44.2 | 32.7 | 6.8 | 5.7 | 0.6% | -6.2% | -38.0% |
| 688110 CH | 东芯股份 | 29.85 | 13,201 | 50.8 | 33.8 | 9.6 | 7.4 | -2.4% | -10.8% | -33.6% |
| 平均数 | | 65.72 | 44,677 | 42.5 | 29.9 | 9.9 | 7.6 | | | |
| 中位数 | | 59.41 | 39,951 | 44.2 | 30.1 | 9.6 | 7.4 | | | |

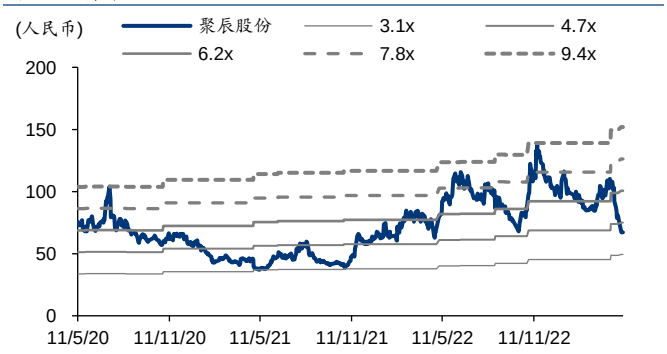
资料来源：Wind，华泰研究

**图表8：聚辰股份 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰研究

**图表9：聚辰股份 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) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1,438 | 1,807 | 2,206 | 2,770 | 3,552 |
| 现金 | 433.57 | 717.32 | 1,087 | 1,556 | 2,382 |
| 应收账款 | 82.83 | 150.10 | 96.73 | 246.18 | 197.06 |
| 其他应收账款 | 4.27 | 1.82 | 4.63 | 4.33 | 7.26 |
| 预付账款 | 15.48 | 37.57 | 18.65 | 59.46 | 41.50 |
| 存货 | 100.64 | 211.94 | 146.83 | 120.06 | 130.82 |
| 其他流动资产 | 801.18 | 687.75 | 851.86 | 783.92 | 792.69 |
| **非流动资产** | 201.13 | 250.86 | 250.92 | 285.77 | 330.76 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 6.99 | 26.33 | 55.35 | 85.68 | 115.60 |
| 无形资产 | 3.56 | 1.05 | 1.06 | 0.80 | 0.51 |
| 其他非流动资产 | 190.59 | 223.49 | 194.50 | 199.28 | 214.64 |
| **资产总计** | 1,639 | 2,057 | 2,457 | 3,055 | 3,882 |
| **流动负债** | 101.17 | 137.22 | 166.45 | 191.34 | 233.82 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 59.79 | 54.00 | 91.25 | 110.76 | 154.20 |
| 其他流动负债 | 41.38 | 83.21 | 75.21 | 80.58 | 79.62 |
| **非流动负债** | 18.12 | 16.57 | 16.57 | 16.57 | 16.57 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 18.12 | 16.57 | 16.57 | 16.57 | 16.57 |
| **负债合计** | 119.29 | 153.79 | 183.03 | 207.91 | 250.40 |
| 少数股东权益 | (4.69) | (12.15) | (19.55) | (29.87) | (41.65) |
| 股本 | 120.84 | 120.91 | 120.91 | 120.91 | 120.91 |
| 资本公积 | 1,115 | 1,183 | 1,183 | 1,183 | 1,183 |
| 留存公积 | 289.23 | 610.37 | 980.65 | 1,554 | 2,339 |
| 归属母公司股东权益 | 1,524 | 1,916 | 2,293 | 2,877 | 3,674 |
| **负债和股东权益** | 1,639 | 2,057 | 2,457 | 3,055 | 3,882 |

**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** | 56.11 | 288.24 | 503.96 | 405.75 | 809.44 |
| 净利润 | 103.69 | 346.32 | 370.27 | 573.52 | 784.69 |
| 折旧摊销 | 10.93 | 13.42 | 15.03 | 23.30 | 26.20 |
| 财务费用 | (4.82) | (22.75) | (23.81) | (35.28) | (55.30) |
| 投资损失 | (18.59) | (21.61) | (10.00) | (15.00) | (19.00) |
| 营运资金变动 | (42.06) | (172.70) | 158.24 | (134.64) | 82.16 |
| 其他经营现金 | 6.98 | 145.56 | (5.79) | (6.15) | (9.31) |
| **投资活动现金** | 87.73 | 24.75 | (151.21) | 27.29 | (37.95) |
| 资本支出 | (172.14) | (49.40) | (12.82) | (55.16) | (67.07) |
| 长期投资 | 220.50 | 17.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 39.37 | 56.65 | (138.39) | 82.45 | 29.13 |
| **筹资活动现金** | (55.31) | (37.60) | 17.19 | 35.28 | 55.30 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 5.14 | 67.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (60.45) | (105.45) | 17.19 | 35.28 | 55.30 |
| 现金净增加额 | 87.32 | 283.76 | 369.94 | 468.31 | 826.80 |

**利润表**

| 会计年度 (人民币百万) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 544.05 | 980.43 | 1,039 | 1,443 | 1,866 |
| 营业成本 | 333.08 | 323.24 | 412.59 | 573.82 | 752.65 |
| 营业税金及附加 | 0.76 | 5.53 | 3.12 | 2.17 | 2.80 |
| 营业费用 | 24.29 | 57.01 | 51.95 | 60.62 | 67.16 |
| 管理费用 | 28.84 | 47.23 | 57.14 | 69.28 | 80.22 |
| 财务费用 | (4.82) | (22.75) | (23.81) | (35.28) | (55.30) |
| 资产减值损失 | 0.01 | (25.24) | (16.62) | (7.22) | (9.33) |
| 公允价值变动收益 | 3.20 | (51.70) | 3.50 | 5.00 | 8.00 |
| 投资净收益 | 18.59 | 21.61 | 10.00 | 15.00 | 19.00 |
| **营业利润** | 111.67 | 383.14 | 402.47 | 623.39 | 852.94 |
| 营业外收入 | 1.66 | 0.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.01 |
| **利润总额** | 113.30 | 383.27 | 402.47 | 623.39 | 852.93 |
| 所得税 | 9.61 | 36.95 | 32.20 | 49.87 | 68.23 |
| **净利润** | 103.69 | 346.32 | 370.27 | 573.52 | 784.69 |
| 少数股东损益 | (4.57) | (7.46) | (7.41) | (10.32) | (11.77) |
| 归属母公司净利润 | 108.25 | 353.77 | 377.68 | 583.84 | 796.46 |
| EBITDA | 117.49 | 387.28 | 390.58 | 607.09 | 820.09 |
| EPS (人民币，基本) | 0.90 | 2.93 | 3.12 | 4.83 | 6.59 |

**主要财务比率**

| 会计年度 (%) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 10.17 | 80.21 | 5.97 | 38.93 | 29.26 |
| 营业利润 | (36.13) | 243.11 | 5.05 | 54.89 | 36.82 |
| 归属母公司净利润 | (33.57) | 226.81 | 6.76 | 54.59 | 36.42 |
| **获利能力 (%)** | | | | | |
| 毛利率 | 38.78 | 67.03 | 60.29 | 60.24 | 59.66 |
| 净利率 | 19.06 | 35.32 | 35.64 | 39.74 | 42.06 |
| ROE | 7.25 | 20.57 | 17.95 | 22.58 | 24.32 |
| ROIC | 30.05 | 62.93 | 88.97 | 94.34 | 133.96 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 7.28 | 7.48 | 7.45 | 6.81 | 6.45 |
| 净负债比率 (%) | (27.69) | (36.74) | (47.32) | (54.24) | (65.28) |
| 流动比率 | 14.21 | 13.17 | 13.25 | 14.47 | 15.19 |
| 速动比率 | 12.99 | 11.28 | 12.20 | 13.49 | 14.41 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.53 | 0.46 | 0.52 | 0.54 |
| 应收账款周转率 | 7.68 | 8.42 | 8.42 | 8.42 | 8.42 |
| 应付账款周转率 | 5.70 | 5.68 | 5.68 | 5.68 | 5.68 |
| **每股指标 (人民币)** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.90 | 2.93 | 3.12 | 4.83 | 6.59 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.46 | 2.38 | 4.17 | 3.36 | 6.69 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 12.61 | 15.84 | 18.97 | 23.80 | 30.38 |
| **估值比率** | | | | | |
| PE (倍) | 74.98 | 22.94 | 21.49 | 13.90 | 10.19 |
| PB (倍) | 5.32 | 4.24 | 3.54 | 2.82 | 2.21 |
| EV EBITDA (倍) | 58.88 | 17.39 | 15.88 | 9.53 | 6.04 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

# 免责声明

**分析师声明**

本人，张皓怡、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。
- 聚辰股份（688123 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**

- 分析师张皓怡、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。
- 聚辰股份（688123 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

**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

**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

**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