

Q4 营收逆势增长，23 年迎利润拐点

华泰研究

2023 年 3 月 30 日 | 中国内地

年报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

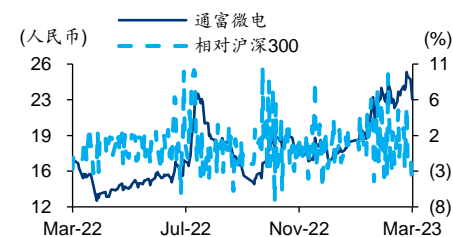
30.00

研究员 黄乐平, PhD
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000
联系人 廖健雄
SAC No. S0570122020002 liaojianxiong@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	30.00
收盘价(人民币 截至 3 月 29 日)	22.55
市值(人民币百万)	34,123
6 个月平均日成交额(人民币百万)	1,330
52 周价格范围(人民币)	12.60-25.22
BVPS(人民币)	9.14

股价走势图



资料来源: Wind

2022 年营收强势增长，短期因素消退后 2023 年净利润有望恢复增长

通富微电发布 2022 年年报：全年实现营收 214.29 亿元，同比+35.5%，归母净利润 5.02 亿元，同比-47.5%，扣非净利润 3.57 亿元，同比-55.2%，主因：1) 汇兑损失致使减少归母净利润 2.11 亿元；2) 行业景气度下降导致稼动率及毛利率同比下降。考虑到半导体去库存周期的影响，我们下调 2023/2024 年归母净利润预测 31%/29%至 8.01/11.19 亿元，2025 年预测为 14.67 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.74/0.97 元，同比增速为 60%/40%/31%。基于公司 2023-2025 年营收及净利润增速有望高于行业、在先进封装领域的国内领导地位以及在存储器、显示驱动等国产替代热点领域抢先布局，给予 23 年 3.1x 的 PB 估值（可比公司 Wind 一致预期均值 2.2x），上调目标价至 30.00 元（前值：最新股本折算后为 19.32 元），维持“买入”评级。

4Q22 回顾：大客户需求稳健推动营收环比逆势增长，净利润承压

公司 Q4 实现营收 61.09 亿元，同比+32.57%，环比+6.21%。公司营收同环比均实现较好增长，主因：1) 因嵌入式处理器和数据中心的强劲需求，大客户 AMD4Q22 营收同比仍实现 16%的增长；2) 新能源与车载需求仍较为强劲，IGBT、SiC、大功率模块产品高速增长。4Q22 归母净利润 0.25 亿元，同比-90.04%，环比-77.32%。Q4 毛利率同比下降 3.5pct，环比下滑 5.2pct 至 9.7%拖累。我们认为主因：1) 下游消费类需求放缓，公司部分工厂稼动率短期承压；2) 产能持续增长，在建工程转固导致折旧上升；3) 年终计提资产减值损失和信用减值损失影响。

2023 展望：下行周期业绩存韧性，AI 时代公司将持续受益

根据芯思想研究院，2022 年公司在全球前十大封测企业市占率增幅第一并进入前四强。在主要台湾封测厂 Q4 营收环比跌约 15%的背景下，公司保持强劲营收增长，我们认为主要系 AMD 苏州和槟城厂产品有序上量，2022 年合计营收达 143.85 亿元，同比+74%。在 AI 时代，GPU、CPU、FPGA、ASIC 需求持续增长，我们长期看好公司未来凭借 Chiplet、2.5D/3D 等先进封装技术继续增进 AMD 等算力底层芯片龙头企业合作从而实现快速成长。此外，公司在 MCU、存储、显示驱动、功率半导体等领域多元布局，2023 年有望实现多点开花。2022 年，公司在存储器业务营收同比增长 55.9%

维持“买入”评级，上调目标价至 30.00 元

由于行业去库存周期影响，我们下调 23/24 年归母净利润预测 31%/29%至 8.01/11.19 亿元，2025 年预测为 14.67 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.74/0.97 元。基于高成长性、先进封装领域的先发优势及多元布局，给予 23 年 3.1x 的 PB 估值（BPS 为 9.67 元），上调目标价至 30.00 元，维持“买入”评级。

风险提示：半导体周期下行的风险；核心客户需求减弱致业绩不及预期。

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)	15,812	21,429	24,795	29,299	32,489
+/-%	46.84	35.52	15.71	18.16	10.89
归属母公司净利润(人民币百万)	956.69	502.00	801.16	1,119	1,467
+/-%	182.69	(47.53)	59.59	39.66	31.11
EPS(人民币，最新摊薄)	0.63	0.33	0.53	0.74	0.97
ROE(%)	8.77	3.64	5.38	7.06	8.43
PE(倍)	35.67	67.97	42.59	30.50	23.26
PB(倍)	3.27	2.47	2.33	2.17	1.98
EV EBITDA(倍)	12.80	11.44	12.52	10.58	8.28

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 通富微电盈利预测调整

人民币 (百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2023E	2023E
	A	A	A	A	A	A	A	(新)	(新)	(新)	(旧)	(旧)	变化	变化
营业收入	4,502	5,065	5,752	6,109	10,769	15,812	21,429	24,795	29,299	32,489	25,560	30,459	-3%	-4%
同比	38%	33%	40%	33%	30%	47%	36%	16%	18%	11%				
营业成本	-3,840	-4,198	-4,897	-5,514	-9,103	-13,098	-18,449	-21,448	-25,197	-27,778				
毛利	662	868	855	595	1,666	2,714	2,980	3,347	4,102	4,711				
同比	15%	23%	4%	-2%	47%	63%	10%	12%	23%	15%				
OPEX	-515	-741	-795	-525	-1,398	-1,856	-2,576	-2,472	-2,831	-3,024				
销售费用	-18	-14	-16	-18	-53	-59	-66	-74	-82	-84				
管理费用	-139	-133	-135	-146	-360	-477	-553	-595	-674	-715				
研发费用	-274	-341	-362	-346	-744	-1,062	-1,323	-1,488	-1,699	-1,819				
财务费用	-85	-252	-283	-14	-240	-258	-634	-315	-375	-405				
资产减值损失	-1	-2	-3	-9	-20	-22	27	-32	-38	-42				
营业利润	140	177	85	69	361	946	471	917	1,297	1,693				
同比	-3%	-31%	-75%	-66%	1861%	162%	-50%	94%	41%	30%				
其他收入/支出	0.72	0.84	-2.46	-1.73	6	5	-3	3	2	1				
税前利润	141	178	83	67	367	951	469	920	1,299	1,693				
同比	-3%	-31%	-76%	-66%	2701%	159%	-51%	96%	41%	30%				
所得税	25	24	39	-27	22	16	62	-92	-130	-169				
少数股东损益	-1.27	-1.85	-10.46	-14.9	50	-10	-28	-26	-50	-57				
归属股东利润	165	201	111	25	338	957	502	801	1,119	1,467	1,155	1,568	-31%	-29%
同比	6%	-18%	-63%	-90%	1668%	183%	-48%	60%	40%	31%				
稀释每股收益(元)	0.12	0.15	0.08	0.02	0.25	0.72	0.33	0.53	0.74	0.97				
同比	6%	-17%	-65%	-89%	1435%	183%	-54%	60%	40%	31%				
比例分析														
销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%				
管理费用率	3.1%	2.6%	2.3%	2.4%	3.3%	4.4%	2.6%	2.4%	2.3%	2.2%				
研发费用率	6.1%	6.7%	6.3%	5.7%	6.9%	9.9%	6.2%	6.0%	5.8%	5.6%				
财务费用率	1.9%	5.0%	4.9%	0.2%	2.2%	2.4%	3.0%	1.3%	1.3%	1.2%				
毛利率	14.7%	17.1%	14.9%	9.7%	15.5%	17.2%	13.9%	13.5%	14.0%	14.5%	14.8%	15.3%	-1.3pct	-1.3pct
营业利润率	3.1%	3.5%	1.5%	1.1%	3.4%	6.0%	2.2%	3.7%	4.4%	5.2%				
净利率	3.7%	4.0%	1.9%	0.4%	3.1%	6.1%	2.3%	3.2%	3.8%	4.5%				

注: 考虑到行业下行周期, 我们下调 2023/2024 年营收预测 3%/4%至 247.95/292.99 亿元, 同时下调 2023/2024 毛利率预测 1.3pct/1.3pct 至 13.5%/14.0%, 因此我们下调 2023/2024 年归母净利润预测 31%/29%至 8.01/11.19 亿元。

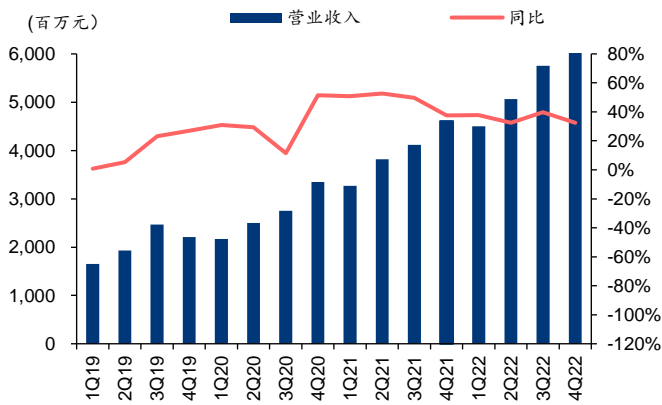
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 通富营收拆分

	1H21	2H21	1H22	2H22	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入											
崇川及其他	3,256	2,622	3,511	945	3,100	3,774	5,082	4,456	4,946	5,341	5,662
南通通富	502	865	920	805	428	524	1,367	1,725	2,053	2,320	2,552
合肥通富	477	620	422	441	409	515	1,097	863	906	951	999
苏州通富超威	1,980	2,517	3,060	3,897	2,250	3,104	4,496	6,957	8,348	10,436	12,001
槟城通富超威	1,670	2,100	2,786	4,642	2,080	2,851	3,770	7,428	8,542	10,251	11,276
合计	7,089	8,723	9,657	11,772	8,267	10,769	15,812	21,429	24,795	29,299	32,489
收入增速											
崇川及其他	64.2%	27.3%	7.8%	-64.0%	-6.5%	21.8%	34.7%	-12.3%	11.0%	8.0%	6.0%
南通通富	138.9%	175.7%	83.3%	-6.9%	25.0%	22.5%	160.9%	26.2%	19.0%	13.0%	10.0%
合肥通富	123.3%	105.5%	-11.5%	-28.9%	28.4%	25.8%	113.0%	-21.3%	5.0%	5.0%	5.0%
苏州通富超威	44.5%	45.1%	54.6%	54.8%	36.5%	38.0%	44.9%	54.7%	20.0%	25.0%	15.0%
槟城通富超威	43.9%	24.3%	66.8%	121.0%	30.1%	37.1%	32.2%	97.0%	15.0%	20.0%	10.0%
合计	51.8%	43.0%	10.7%	34.9%	14.5%	30.3%	46.8%	35.5%	15.7%	18.2%	10.9%
收入占比											
崇川及其他	33.7%	27.2%	36.4%	8.0%	37.5%	35.0%	32.1%	20.8%	19.9%	18.2%	17.4%
南通通富	5.2%	9.0%	9.5%	6.8%	5.2%	4.9%	8.6%	8.0%	8.3%	7.9%	7.9%
合肥通富	4.9%	6.4%	4.4%	3.7%	4.9%	4.8%	6.9%	4.0%	3.7%	3.2%	3.1%
苏州通富超威	20.5%	26.1%	31.7%	33.1%	27.2%	28.8%	28.4%	32.5%	33.7%	35.6%	36.9%
槟城通富超威	17.3%	21.8%	28.9%	39.4%	25.2%	26.5%	23.8%	34.7%	34.5%	35.0%	34.7%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
毛利率											
集成电路封装	17.7%	16.3%	15.7%	11.9%	12.7%	15.0%	17.0%	13.6%	13.5%	14.0%	14.5%
其他	38.3%	21.9%	27.0%	34.0%	64.6%	36.3%	28.7%	29.8%			
合计	18.1%	16.4%	16.0%	12.2%	13.7%	15.5%	17.2%	13.9%	13.5%	14.0%	14.5%

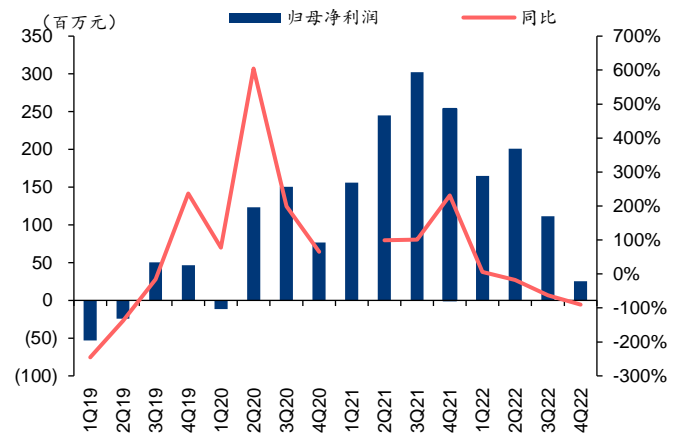
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究预测

图表3: 通富季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

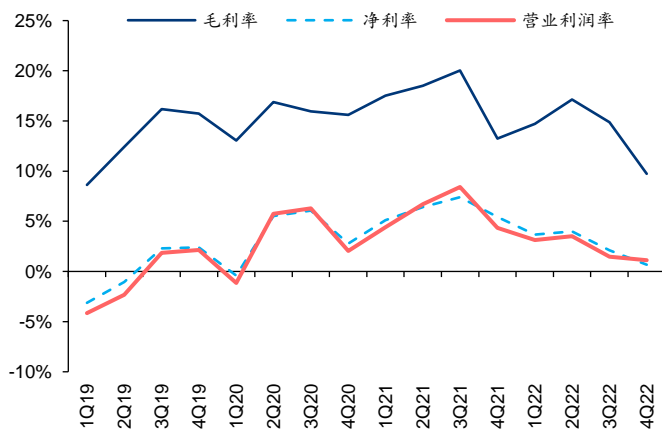
图表4: 通富季度归母净利润及同比增速



注: 1Q21 增速为 1490%

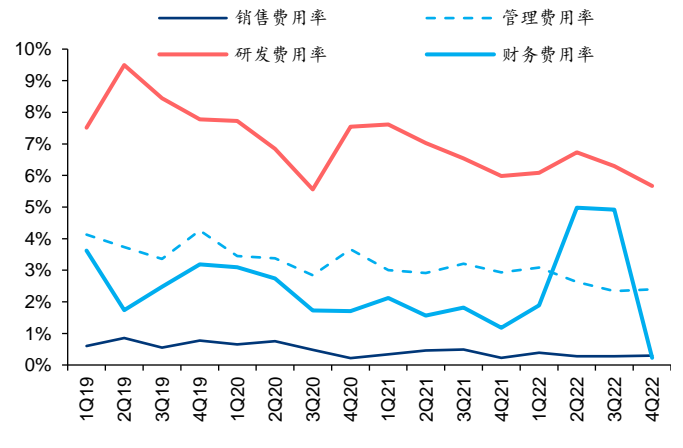
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 通富季度毛利率、净利率及营业利润率



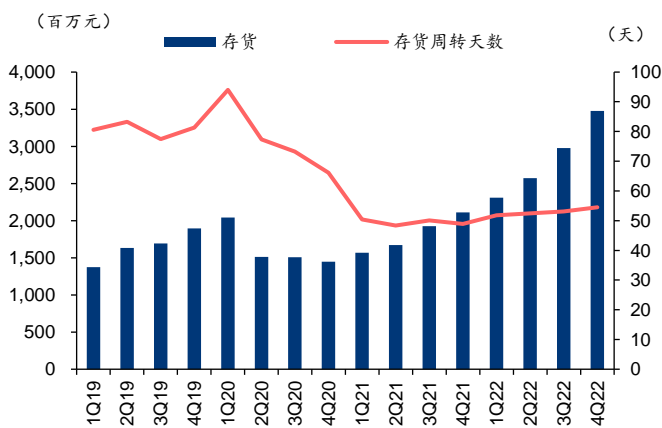
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 通富季度费用率



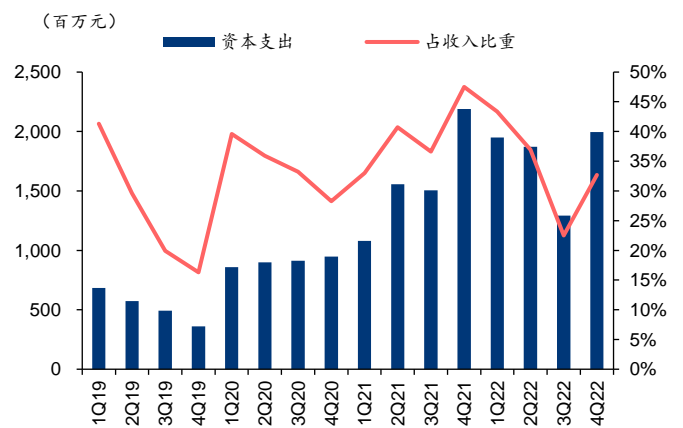
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 通富季度存货及存货周转天数



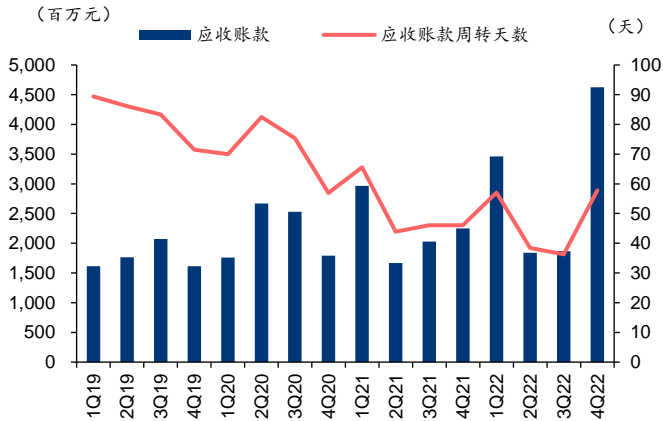
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 通富季度资本支出及占营收比重



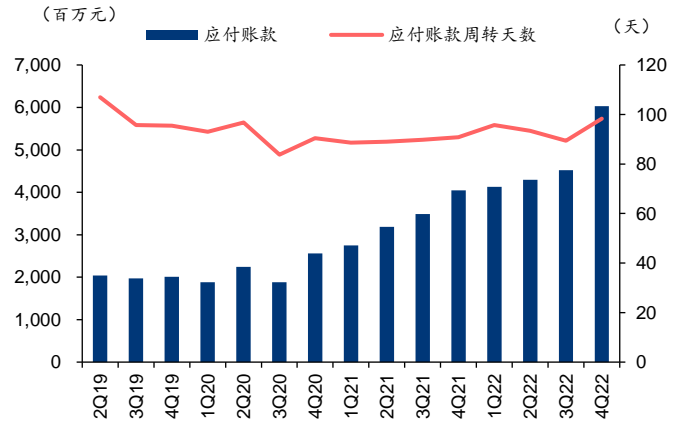
资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 通富季度应收账款与应收账款周转天数



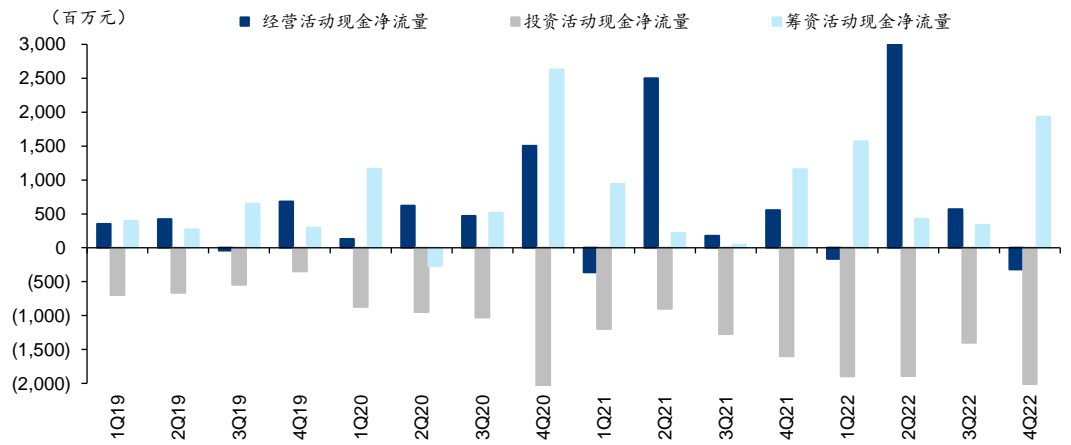
资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 通富季度应付账款与应付账款周转天数



资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 通富季度现金流情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: Wind 一致预期下可比公司估值表 (截至 3 月 29 日)

代码	公司	收盘价 (人民币元)	总市值 (人民币亿元)	PE		PB		ROE (%)		22-24E 营收 CAGR
				2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
600584 CH	长电科技	32.81	583.87	16.1	13.8	2.1	1.8	13.5	13.8	11.8%
002185 CH	华天科技	10.11	323.97	32.5	23.5	0.9	0.8	6.1	7.7	19.5%
603005 CH	晶方科技	24.41	159.45	35.3	25.9	3.5	3.1	9.8	11.8	37.3%
平均数				28.0	21.1	2.2	2.1	9.8	11.1	22.8%

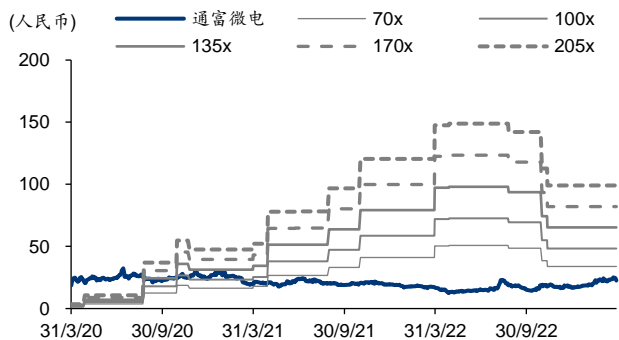
资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

半导体周期下行的风险。由于半导体行业景气度与终端应用市场需求及升级节奏息息相关,若终端需求持续疲弱、行业去库存进展不及预期,或导致半导体行业景气度下行时间长于我们预期、封测相关需求减弱,这将给公司业绩带来不利影响。

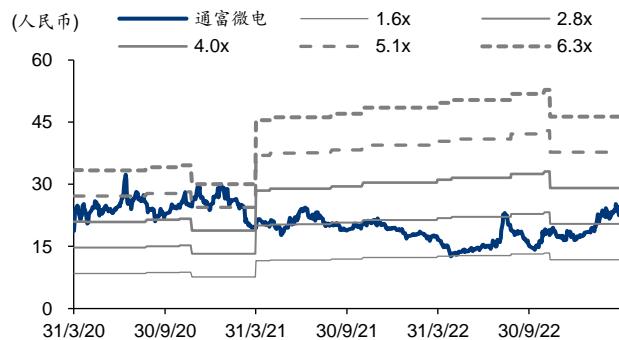
核心客户需求减弱致业绩不及预期。2016 年通富通过收购 AMD 苏州及马来西亚槟城封测厂成功跻身全球前十大封测厂商 (TrendForce 数据),2021 年来自苏州通富超威和槟城通富超威的合计营收贡献超过 50%。若在市场加竞争加剧背景下核心客户 AMD 新品推出后需求不及预期,则通富或面临相应封测需求减弱、业绩增长不及预期的风险。

图表13: 通富微电 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表14: 通富微电 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	9,145	13,133	14,999	21,855	20,332
现金	4,181	4,242	7,934	10,254	11,371
应收账款	2,251	4,626	3,331	6,071	4,355
其他应收账款	4.67	89.12	19.41	108.83	33.37
预付账款	166.50	233.92	229.41	318.07	289.02
存货	2,112	3,477	3,020	4,612	3,802
其他流动资产	430.70	465.92	464.60	490.38	481.93
非流动资产	17,956	22,496	21,171	19,850	18,208
长期投资	193.95	396.57	601.39	805.50	1,010
固定投资	13,166	15,129	14,218	13,123	11,712
无形资产	318.35	359.26	346.87	336.47	327.31
其他非流动资产	4,278	6,611	6,004	5,585	5,159
资产总计	27,101	35,629	36,170	41,705	38,540
流动负债	10,258	13,748	14,703	20,301	16,844
短期借款	3,636	4,249	6,413	9,218	6,960
应付账款	4,048	6,032	5,686	8,081	7,096
其他流动负债	2,575	3,466	2,604	3,002	2,787
非流动负债	5,821	7,319	6,078	4,845	3,614
长期借款	4,207	6,026	4,784	3,551	2,320
其他非流动负债	1,613	1,294	1,294	1,294	1,294
负债合计	16,079	21,067	20,781	25,146	20,458
少数股东权益	580.41	728.38	754.78	804.80	861.72
股本	1,329	1,513	1,513	1,513	1,513
资本公积	6,849	9,371	9,371	9,371	9,371
留存公积	2,415	2,917	3,744	4,913	6,437
归属母公司股东权益	10,442	13,834	14,635	15,754	17,221
负债和股东权益	27,101	35,629	36,170	41,705	38,540

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	2,871	3,198	4,580	2,024	5,733
净利润	966.48	530.48	827.56	1,169	1,524
折旧摊销	2,029	2,991	2,087	2,236	2,372
财务费用	258.46	633.79	315.31	375.39	405.11
投资损失	(38.92)	0.66	(12.65)	(15.44)	(10.24)
营运资金变动	(397.87)	(968.52)	1,392	(1,707)	1,481
其他经营现金	53.48	10.64	(28.63)	(34.12)	(38.22)
投资活动现金	(4,968)	(7,196)	(743.12)	(892.20)	(711.09)
资本支出	(6,405)	(7,125)	(550.81)	(703.52)	(516.81)
长期投资	(15.80)	(271.58)	(204.82)	(204.11)	(204.22)
其他投资现金	1,453	200.16	12.51	15.43	9.93
筹资活动现金	2,365	4,265	(5,558)	(1,617)	(1,647)
短期借款	71.62	613.91	2,164	2,805	(2,258)
长期借款	1,758	1,818	(1,242)	(1,233)	(1,231)
普通股增加	0.00	184.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	26.24	2,521	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	508.99	(872.36)	(6,480)	(3,190)	1,842
现金净增加额	206.86	413.77	(1,721)	(485.14)	3,375

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	15,812	21,429	24,795	29,299	32,489
营业成本	13,098	18,449	21,448	25,197	27,778
营业税金及附加	53.93	57.44	66.47	78.54	87.09
营业费用	58.76	65.83	74.39	82.04	84.47
管理费用	476.78	552.75	595.08	673.87	714.76
财务费用	258.46	633.79	315.31	375.39	405.11
资产减值损失	(22.18)	(27.47)	(31.79)	(37.56)	(41.65)
公允价值变动收益	(0.38)	10.10	2.02	2.42	2.91
投资净收益	38.92	(0.66)	12.65	15.44	10.24
营业利润	945.58	471.33	916.73	1,297	1,693
营业外收入	6.74	1.68	5.57	4.66	3.97
营业外支出	1.44	4.31	2.78	2.84	3.31
利润总额	950.88	468.70	919.51	1,299	1,693
所得税	(15.59)	(61.79)	91.95	129.88	169.32
净利润	966.48	530.48	827.56	1,169	1,524
少数股东损益	9.78	28.48	26.40	50.02	56.92
归属母公司净利润	956.69	502.00	801.16	1,119	1,467
EBITDA	3,222	3,824	3,214	3,735	4,222
EPS (人民币, 基本)	0.72	0.37	0.53	0.74	0.97

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	46.84	35.52	15.71	18.16	10.89
营业利润	161.93	(50.15)	94.50	41.48	30.50
归属母公司净利润	182.69	(47.53)	59.59	39.66	31.11
获利能力 (%)					
毛利率	17.16	13.90	13.50	14.00	14.50
净利率	6.11	2.48	3.34	3.99	4.69
ROE	8.77	3.64	5.38	7.06	8.43
ROIC	7.41	4.32	5.37	7.08	10.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.33	59.13	57.45	60.30	53.08
净负债比率 (%)	59.31	61.94	35.72	28.63	0.69
流动比率	0.89	0.96	1.02	1.08	1.21
速动比率	0.64	0.67	0.78	0.82	0.95
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.68	0.69	0.75	0.81
应收账款周转率	7.82	6.23	6.23	6.23	6.23
应付账款周转率	3.96	3.66	3.66	3.66	3.66
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.33	0.53	0.74	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	2.11	3.03	1.34	3.79
每股净资产(最新摊薄)	6.90	9.14	9.67	10.41	11.38
估值比率					
PE (倍)	35.67	67.97	42.59	30.50	23.26
PB (倍)	3.27	2.47	2.33	2.17	1.98
EV EBITDA (倍)	12.80	11.44	12.52	10.58	8.28

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平，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、现在或未来并未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 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。
- 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