

半导体业务显韧性，ODM 持续承压

华泰研究

2023 年 4 月 29 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):

64.00

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
研究员	刘溢
SAC No. S0570522070002	liuyi020747@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228
联系人	廖健雄
SAC No. S0570122020002	liaojianxiong@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

2022 年产品集成业务承压，半导体业务驱动全年营收成长

闻泰科技发布 2022 年年报：全年实现营收 580.79 亿元，同比+10.2%，主要受功率半导体业务在车规和工控终端增长驱动，半导体业务营收同比+15.9%至 160.0 亿元。但 2022 年整体扣非归母净利润 15.4 亿元，同比-30.0%，主因：1) 全球消费电子需求疲弱，产品集成业务亏损，并计提商誉及存货减值(合计 9 亿元)，从而该业务净亏损 15.7 亿元；2) 终止股权激励项目导致股权支付费用扩大；3) 光学业务净亏损 3.35 亿元，同比持平。考虑到费用率提升和功率半导体景气度下滑，我们下调 23/24 年归母净利润预测 31%/39%至 20.62/22.17 亿元，25 年预测 25.48 亿元，对应 EPS 1.66/1.78/2.05 元，基于 SOTP 给予目标价 64.00 元，维持“买入”评级。

半导体业务：Q1 业绩环比下滑，汽车业务增长部分抵消消费需求疲软

1Q23 公司半导体业务营收 37.97 亿元，同比+2.7%，环比-6.3%，毛利率 41.7%，环比-0.8pct，同比-1.2pct，显示出韧性。主因汽车业务同环比均明显增长(同比+32%，环比+9%)，部分抵消消费类需求不振影响。但净利润 6.6 亿元，同环比均明显下滑(同比-22.7%，环比-34.8%)，主因：1) 汇率波动导致汇兑损失；2) 业务扩张导致 1Q23 管理费用和销售费用率同比提升。目前公司临港 12 英寸晶圆厂已进入试生产阶段，预计产能爬坡将有效补充公司车规级产品产能。在新能源车渗透率持续提升背景下，我们看好安世未来单车产品价值量提升、产能扩充、产品丰富带来的业绩增长机会。

产品集成业务：Q1 亏损环比收窄，关注全年非手机业务放量进展

1Q23 产品集成业务实现营收 102.89 亿元，环比下降 10.2%，主要系 PC 和手机业务持续疲软，叠加传统淡季影响；毛利率环比提升 0.6pct 至 9.4%，单季亏损 1.08 亿元，环比明显收窄(Q4: -11.65 亿元)，主要系公司积极采取降本增效策略，且资产减值影响消退。展望 2023 年，建议关注：1) PC 业务随大客户放量进展；2) 汽车电子业务与安世协同带来解决方案上车加速；3) 公司已完成多个服务器产品序列和型号设计研发工作，关注客户导入进展。1Q23 光学模组业务净亏损 0.48 亿元，环比亏损收窄，公司正在推进特定客户新型号验证，以及车载、AR/VR 及 PC 领域的应用。

维持“买入”评级，目标价 64.00 元

考虑到费用率提升及功率半导体景气度下滑，我们下调 23/24 年归母净利润预测 31%/39%至 20.62/22.17 亿元，25 年预测 25.48 亿元，对应 EPS 1.66/1.78/2.05 元，目标价 64.00 元(前值 56.54 元)，维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度下行；产品拓展不及预期；下游需求不及预期的风险。

经营预测指标与估值

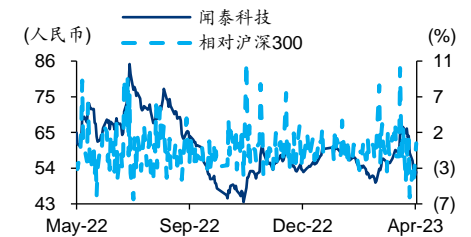
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	52,729	58,079	62,988	71,071	79,301
+/-%	1.98	10.15	8.45	12.83	11.58
归属母公司净利润(人民币百万)	2,612	1,460	2,062	2,217	2,548
+/-%	8.12	(44.10)	41.26	7.51	14.93
EPS(人民币，最新摊薄)	2.10	1.17	1.66	1.78	2.05
ROE(%)	7.57	3.99	5.35	5.46	5.93
PE(倍)	25.02	44.76	31.68	29.47	25.64
PB(倍)	1.94	1.82	1.72	1.63	1.53
EV EBITDA(倍)	17.45	18.59	16.30	15.30	13.13

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	64.00
收盘价(人民币 截至 4 月 28 日)	52.57
市值(人民币百万)	65,334
6 个月平均成交额(人民币百万)	1,443
52 周价格范围(人民币)	43.53-85.11
BVPS(人民币)	29.20

股价走势图



资料来源：Wind

图表1：闻泰科技盈利预测及主要财务指标

人民币 (百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2023E	2024E
	A	A	A	A	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)	(旧)	(旧)	变化	变化
营业总收入	14,803	13,693	13,589	15,994	14,427	58,079	62,988	71,071	79,301	64,726	72,566	-3%	-2%
同比	123%	107%	98%	114%	97%	10%	8%	13%	12%				
营业成本	-12,176	-11,318	-10,839	-13,201	-11,840	-47,534	-52,444	-59,601	-66,712				
毛利	2,627	2,375	2,750	2,793	2,588	10,545	10,544	11,470	12,589				
同比	141%	111%	116%	130%	99%	24%	0%	9%	10%				
OPEX	-1,649	-1,552	-1,577	-2,415	-1,796	-7,193	-7,119	-7,431	-8,118				
销售费用	-198	-217	-236	-267	-217	-919	-945	-995	-1,031				
销售费用率	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%				
管理费用	-518	-523	-472	-806	-608	-2,320	-2,394	-2,488	-2,776				
管理费用率	3.5%	3.8%	3.5%	5.0%	4.2%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%				
研发费用	-799	-804	-843	-948	-775	-3,394	-3,590	-3,838	-4,282				
研发费用率	5.4%	5.9%	6.2%	5.9%	5.4%	5.8%	5.7%	5.4%	5.4%				
财务费用	-134	-7	-25	-394	-196	-560	-190	-111	-29				
财务费用率	0.9%	0.1%	0.2%	2.5%	1.4%	1.0%	0.3%	0.2%	0.0%				
资产减值损失	-69	-73	-84	-885	-36	-1,110	-681	-1,064	-1,022	-226	-261	201%	308%
投资收益	4	38	5	14	3	61	61	61	61				
营业利润	697	916	973	-474	771	2,112	2,769	2,965	3,403				
同比	90%	135%	116%	-72%	111%	-28%	31%	7%	15%				
其他收入/支出	1	-1	-2	-3	1	-5	-24	-14	-12				
税前利润	698	916	971	-478	772	2,107	2,745	2,951	3,391				
同比	91%	135%	116%	-70%	111%	-29%	30%	8%	15%				
所得税	-207	-236	-208	-96	-326	-747	-823	-885	-1,017				
少数股东损益	12	-1	-1	0	0	100	141	151	174				
归属股东利润	503	679	762	-583	460	1,460	2,062	2,217	2,548	2,979	3,649	-31%	-39%
同比	77%	117%	94%	-102%	92%	-44%	41%	8%	15%				
稀释每股收益(元)	0.40	0.55	0.61	-0.47	0.37	1.17	1.66	1.78	2.05				
同比	77%	117%	94%	-102%	92%	-44%	42%	8%	15%				
比例分析													
毛利率	17.7%	17.3%	20.2%	17.5%	17.9%	18.2%	16.7%	16.1%	15.9%	16.6%	16.5%	+0.1pct	-0.4pct
费用率	11.1%	11.3%	11.6%	15.1%	12.4%	12.4%	11.3%	10.5%	10.2%	10.6%	10.3%	+0.7pct	+0.2pct
营业利润率	4.7%	6.7%	7.2%	-3.0%	5.3%	3.6%	4.4%	4.2%	4.3%				
净利率	3.4%	5.0%	5.6%	-3.6%	3.2%	2.5%	3.3%	3.1%	3.2%	4.6%	5.0%	-1.3pct	-1.9pct

注：2022 年公司半导体业务加大人员招聘，因此管理及销售费用率同比提升，同时公司加大研发投入使得研发费用率也有所提升，2022 年费用率超出我们预期。我们预计随着规模扩张及新品研发持续，我们上调 2023/2024 年费用率预测 0.7/0.2pct 至 11.3%/10.5%。由于收入结构变化，产品集成业务增长快于半导体业务，我们下调 2024 年毛利率预测 0.4pct 至 16.1%。此外，我们上调 2023/2024 年资产减值损失预测。因此，我们下调 2023/2024 年归母净利润预测 31%/39% 至 20.62/22.17 亿元

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表2：闻泰科技业务拆分及毛利率预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	A	A	A	A	E	E	E	E
营业收入 (百万元)								
产品集成业务	16,619	39,786	41,667	38,685	39,511	43,023	48,510	54,550
半导体业务	-	1,590	9,892	13,803	16,001	16,757	18,712	20,132
光学模组业务	-	-	-	241	2,566	3,208	3,849	4,619
合计	17,335	41,578	51,707	52,729	58,079	62,988	71,071	79,301
收入占比								
产品集成业务	95.9%	95.7%	80.6%	73.4%	68.0%	68.3%	68.3%	68.8%
半导体业务	-	3.8%	19.1%	26.2%	27.6%	26.6%	26.3%	25.4%
光学模组业务	-	-	-	0.5%	4.4%	5.1%	5.4%	5.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
同比增速								
产品集成业务	-	139.4%	4.7%	-7.2%	2.1%	8.9%	12.8%	12.5%
半导体业务	-	-	522.0%	39.5%	15.9%	4.7%	11.7%	7.6%
光学模组业务	-	-	-	-	965.6%	25.0%	20.0%	20.0%
合计	-	140%	24%	2%	10%	8%	13%	12%
毛利率								
产品集成业务	7.6%	9.4%	12.1%	8.7%	8.6%	8.0%	8.0%	8.0%
半导体业务	-	27.7%	27.2%	37.2%	42.7%	40.0%	38.0%	38.0%
光学模组业务	-	-	-	12.2%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
合计	9.1%	10.3%	15.2%	16.2%	18.2%	16.7%	16.1%	15.9%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值分析

我们采用 SOTP 估值法对闻泰科技进行估值，半导体业务已具备稳定盈利能力，我们采用 PE 估值法，我们给予半导体业务 22.1x 的 23 年目标 PE；而产品集成与光学模组业务尚不具备稳定盈利能力，我们采用 PB 估值法，分别给予 0.8/0.6x 的 2023 年目标 PB，对应总市值 795.47 亿元，目标价 64.00 元。

半导体业务（目标市值 666.00 亿元，占比 83.72%）：由于闻泰处于 A 股市场，参考国内可比公司 2022 年 27.3x 的平均 PE，给予半导体业务 22.1x 23 年 PE 估值。折价基于：1) 汽车需求逐步有所转弱，2023 年半导体业务盈利能力可能下降；2) 我们预计 2023-2024 年半导体业务净利润增速将减缓。

产品集成业务（目标市值 73.04 亿元，占比 9.18%）：公司产品集成业务由手机向非手机品类拓展，但目前相对于可比公司盈利能力较弱且波动较大，同时考虑到新业务拓展处于初期，基于审慎原则给予 0.8x 23 年目标 PB，较行业平均的 1.9x 折价。

光学模组业务（目标市值 56.43 亿元，占比 7.09%）：考虑到广州得尔塔前摄产品尚处于产能爬坡阶段，且珠海基地投产尚需时日。此外，考虑到公司光学模组业务 4Q22 及 1Q23 转亏，参考可比公司 23 年 2.1x 的平均 PB，给予一定折价的 0.6x 23 年目标 PB。

图表3：闻泰分部估值表

(百万元)	营收 (2022E)	净利润 (2022E)	净资产 (2022E)	估值法	目标估值	目标市值	目标市值占比
半导体业务	16,757	3,016	20,000	PE	22.1x PE	66,600	83.72%
产品集成业务	43,023	-654	9,130	PB	0.8x PB	7,304	9.18%
光学模组业务	3,208	-300	9,405	PB	0.6x PB	5,643	7.09%
合计	62,988	2,062	38,535			79,547	

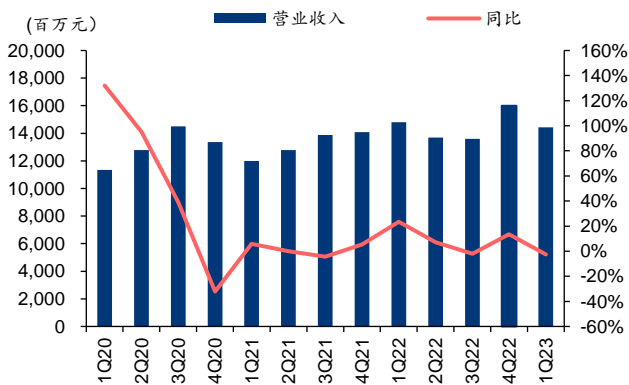
注：按照公司披露口径，2022Q1-Q3 半导体业务净利率为 22.7%，但由于半导体业务与 ODM 业务内部抵消问题，我们给予 22 年 18% 的净利率预测
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表4：可比公司估值表（截至4月28日收盘）

代码	公司	交易货币	收盘价 (交易货币)	总市值 (人民币百万元)	PE (倍)		PB (倍)		PS (倍)		ROE (%)	
					2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
半导体业务												
600460 CH	士兰微	CNY	32.80	46,447	35.51	27.85	5.46	4.63	4.29	3.52	15.61	16.59
688396 CH	华润微	CNY	57.47	75,866	25.99	22.81	3.04	2.71	6.15	5.37	12.20	12.30
300373 CH	扬杰科技	CNY	43.84	23,737	17.57	14.25	3.21	2.64	3.19	2.54	18.29	18.64
300623 CH	捷捷微电	CNY	19.84	14,613	29.97	21.28	3.81	3.32	5.45	4.07	12.36	14.88
国内平均					27.26	21.55	3.88	3.32	4.77	3.88	14.61	15.60
DIOD US	Diodes	USD	79.48	25,020	12.65	11.61	2.34	2.27	1.87	1.77	18.48	19.56
ON US	On Semi	USD	69.98	209,207	15.76	13.59	3.94	3.22	3.83	3.54	26.40	27.65
6963 JP	ROHM	JPY	10210.00	54,536	13.43	11.74	1.07	1.01	1.73	1.62	6.40	6.79
IFX GR	Infineon	EUR	32.54	0	13.44	13.06	2.53	2.23	2.66	2.50	17.13	15.57
国外平均					13.82	12.50	2.47	2.18	2.52	2.36	17.10	17.39
产品集成业务												
002402 CH	和而泰	CNY	15.96	14,874	21.63	16.14	3.10	2.64	1.93	1.53	14.41	16.42
002139 CH	拓邦股份	CNY	11.27	14,308	17.47	12.77	2.20	1.89	1.29	1.03	12.74	14.85
000977 CH	浪潮信息	CNY	42.38	62,032	22.85	18.21	1.85	2.33	0.74	0.63	13.67	14.72
002475 CH	立讯精密	CNY	25.15	179,329	18.28	13.53	1.38	1.86	0.67	0.56	22.33	21.88
002241 CH	歌尔股份	CNY	17.20	58,831	18.03	14.10	0.95	1.22	0.55	0.48	9.42	10.84
285 HK	比亚迪电子	HKD	22.50	50,697	16.19	12.03	1.81	1.61	0.40	0.34	9.94	11.95
平均					19.08	14.46	1.88	1.93	0.93	0.76	13.75	15.11
光学模组业务												
2382 HK	舜宇光学科技	HKD	81.40	89,284	24.37	19.29	3.60	3.16	2.46	2.16	13.44	15.08
002273 CH	水晶光电	CNY	11.35	15,784	21.57	17.59	1.80	1.66	2.68	2.18	8.35	9.51
002456 CH	欧菲光	CNY	4.56	14,856	-	-	-	-	-	-	-	-
2018 HK	瑞声科技	HKD	16.30	19,536	18.81	14.22	0.86	0.82	0.89	0.81	4.44	5.54
平均					21.58	17.03	2.09	1.88	2.01	1.72	8.74	10.04

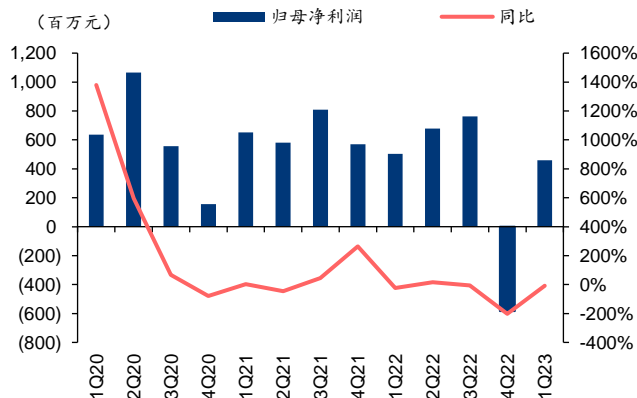
注：预测数据来自Wind一致预期
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表5：闻泰科技季度营收及同比增速



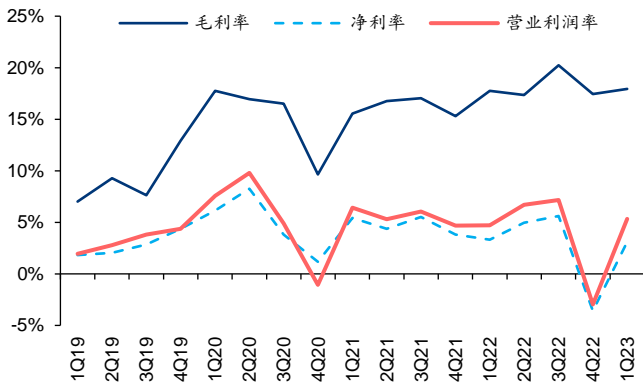
资料来源：Wind, 华泰研究

图表6：闻泰科技季度归母净利润及同比增速



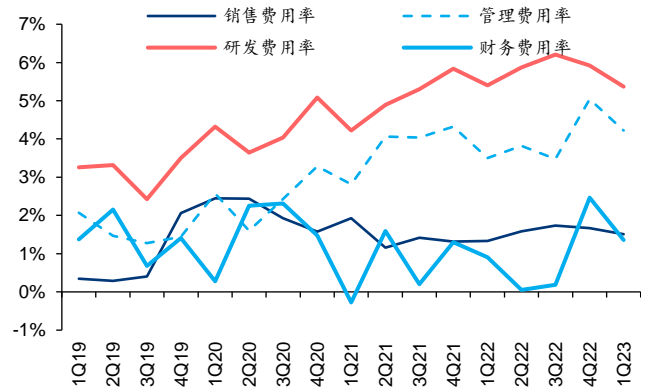
资料来源：Wind, 华泰研究

图表7：闻泰科技季度毛利率、净利率及营业利润率



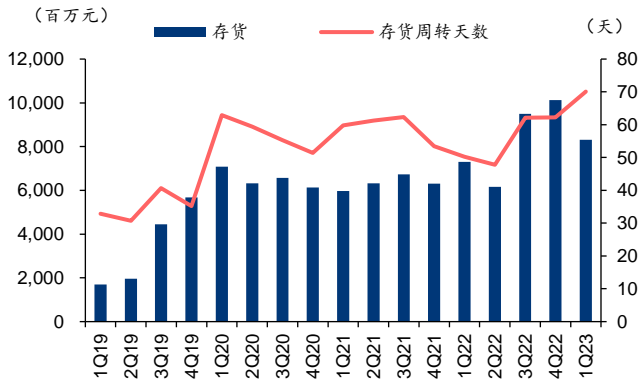
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：闻泰科技季度费用率



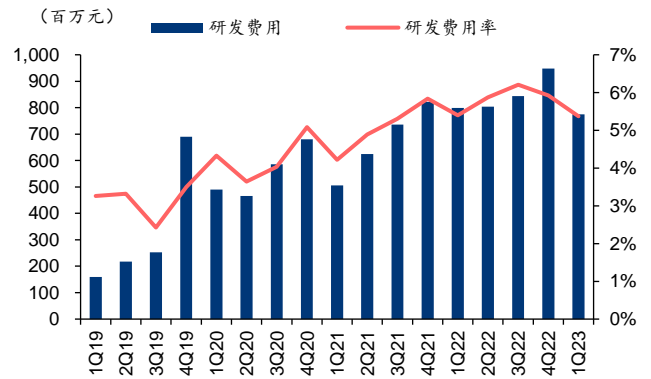
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：闻泰科技季度存货及存货周转天数



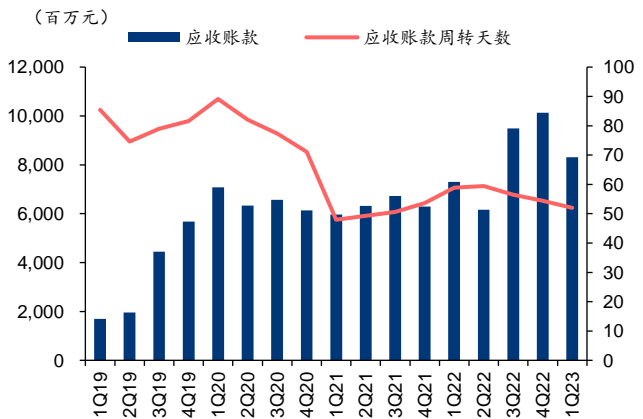
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：闻泰科技季度研发费用及研发费用率



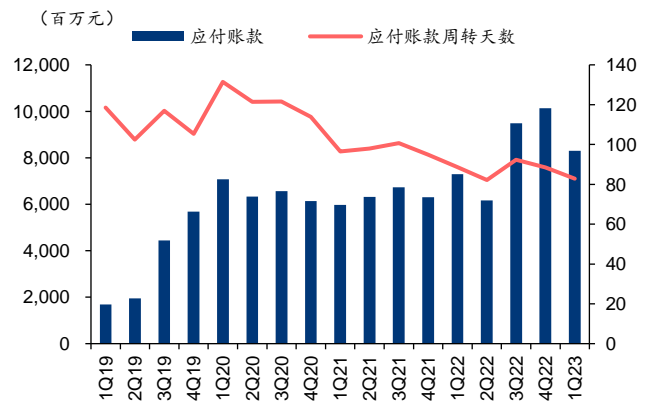
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：闻泰科技季度应收账款与应收账款周转天数



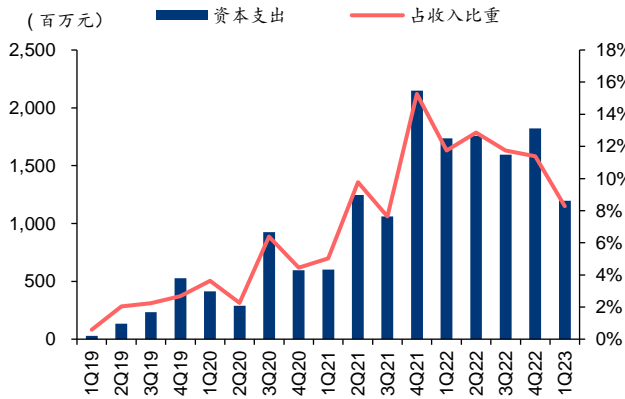
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：闻泰科技季度应付账款与应付账款周转天数



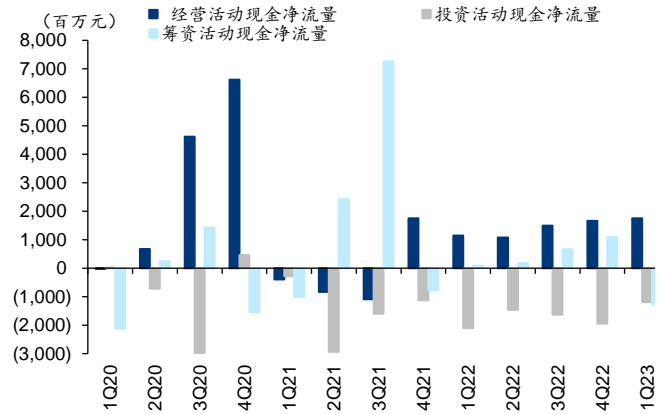
资料来源：Wind，华泰研究

图表13: 闻泰科技季度资本支出及占营收比重



资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 闻泰科技季度现金流情况



资料来源: Wind, 华泰研究

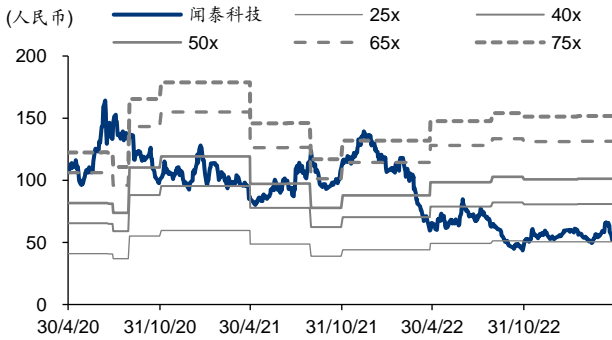
风险提示

行业景气度下行风险。闻泰子公司安世集团主要产品为二极管、晶闸管、MOSFET、逻辑器件等。若功率半导体及整个半导体行业景气度下行，存在公司销售额减少的风险。

产品品类拓展进程不及预期的风险。公司半导体业务正向 IGBT、模拟、化合物半导体等品类扩张，ODM 业务逐步由手机向非手机品类拓展。进入新品类市场将面临原有参与者的竞争，该类竞争者已扎根行业多年，公司面临市场竞争及业务拓展不及预期的风险。

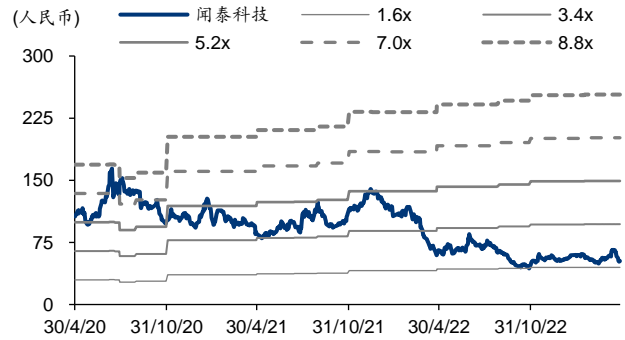
下游需求不及预期的风险。公司下游领域包括汽车、消费电子、工业等领域，若出现新能源汽车渗透率、5G 渗透率不及预期等情况，存在公司未来营收和利润增长不及预期的风险。

图表15: 闻泰科技 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 闻泰科技 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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	30,446	29,829	36,750	38,498	45,758
现金	10,505	8,828	15,203	12,415	19,098
应收账款	9,298	8,270	10,782	10,715	13,272
其他应收账款	335.56	344.73	393.06	439.41	489.46
预付账款	284.19	204.09	325.46	272.05	394.65
存货	6,299	10,132	7,996	12,606	10,454
其他流动资产	3,724	2,050	2,050	2,050	2,050
非流动资产	42,130	46,861	46,276	46,058	45,745
长期投资	116.98	276.40	257.66	238.93	220.19
固定投资	8,138	10,524	11,039	11,850	12,389
无形资产	4,527	4,991	4,473	3,871	3,186
其他非流动资产	29,348	31,070	30,506	30,098	29,949
资产总计	72,576	76,690	83,026	84,556	91,503
流动负债	23,727	26,674	31,639	31,630	36,732
短期借款	3,537	7,951	7,951	7,951	7,951
应付账款	11,389	11,987	13,803	15,507	17,300
其他流动负债	8,802	6,736	9,884	8,172	11,480
非流动负债	14,332	13,402	12,851	12,325	11,797
长期借款	4,218	2,617	2,066	1,540	1,012
其他非流动负债	10,114	10,785	10,785	10,785	10,785
负债合计	38,060	40,076	44,490	43,955	48,528
少数股东权益	817.30	714.51	573.71	422.35	248.38
股本	1,246	1,246	1,243	1,243	1,243
资本公积	24,924	25,304	25,308	25,308	25,308
留存公积	6,416	7,617	9,538	11,604	13,978
归属母公司股东权益	33,699	35,899	37,961	40,178	42,726
负债和股东权益	72,576	76,690	83,026	84,556	91,503

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	1,749	1,664	9,405	716.82	10,119
净利润	2,513	1,360	1,921	2,065	2,374
折旧摊销	1,960	2,714	2,760	3,143	3,247
财务费用	381.76	560.49	190.33	110.69	29.48
投资损失	(67.16)	(60.64)	(60.64)	(60.64)	(60.64)
营运资金变动	(3,940)	(4,632)	4,720	(4,399)	4,688
其他经营现金	901.03	1,722	(125.78)	(142.06)	(159.43)
投资活动现金	(5,945)	(7,149)	(2,116)	(2,866)	(2,874)
资本支出	(5,092)	(6,927)	(1,991)	(2,751)	(2,769)
长期投资	352.18	0.00	18.74	18.74	18.74
其他投资现金	(1,205)	(221.24)	(143.39)	(133.79)	(123.39)
筹资活动现金	7,910	2,008	(914.09)	(639.22)	(561.39)
短期借款	3,087	4,415	0.00	0.00	0.00
长期借款	(3,586)	(1,602)	(550.71)	(526.13)	(528.35)
普通股增加	1.27	0.13	(3.54)	0.00	0.00
资本公积增加	599.33	380.12	3.54	0.00	0.00
其他筹资现金	7,809	(1,185)	(363.38)	(113.09)	(33.04)
现金净增加额	3,591	(3,377)	6,375	(2,788)	6,684

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	52,729	58,079	62,988	71,071	79,301
营业成本	44,200	47,534	52,444	59,601	66,712
营业税金及附加	116.72	136.09	147.59	166.53	185.81
营业费用	759.71	918.54	944.82	995.00	1,031
管理费用	2,026	2,320	2,394	2,488	2,776
财务费用	381.76	560.49	190.33	110.69	29.48
资产减值损失	(131.86)	(1,110)	(680.92)	(1,064)	(1,022)
公允价值变动收益	71.83	(370.61)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	67.16	60.64	60.64	60.64	60.64
营业利润	2,948	2,112	2,769	2,965	3,403
营业外收入	32.86	5.31	5.31	5.31	5.31
营业外支出	8.54	10.32	29.19	19.63	16.92
利润总额	2,972	2,107	2,745	2,951	3,391
所得税	459.51	747.13	823.40	885.21	1,017
净利润	2,513	1,360	1,921	2,065	2,374
少数股东损益	(98.63)	(99.67)	(140.80)	(151.36)	(173.97)
归属母公司净利润	2,612	1,460	2,062	2,217	2,548
EBITDA	5,394	5,419	5,735	6,249	6,719
EPS (人民币, 基本)	2.11	1.18	1.66	1.78	2.05

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	1.98	10.15	8.45	12.83	11.58
营业利润	10.08	(28.35)	31.07	7.10	14.77
归属母公司净利润	8.12	(44.10)	41.26	7.51	14.93
获利能力 (%)					
毛利率	16.17	18.16	16.74	16.14	15.88
净利率	4.77	2.34	3.05	2.91	2.99
ROE	7.57	3.99	5.35	5.46	5.93
ROIC	8.10	3.93	5.28	4.95	6.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.44	52.26	53.59	51.98	53.03
净负债比率 (%)	18.37	30.24	10.31	15.35	(2.29)
流动比率	1.28	1.12	1.16	1.22	1.25
速动比率	0.96	0.69	0.86	0.77	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.78	0.79	0.85	0.90
应收账款周转率	6.71	6.61	6.61	6.61	6.61
应付账款周转率	3.80	4.07	4.07	4.07	4.07
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.10	1.17	1.66	1.78	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	1.34	7.57	0.58	8.14
每股净资产(最新摊薄)	27.11	28.89	30.54	32.33	34.38
估值比率					
PE (倍)	25.02	44.76	31.68	29.47	25.64
PB (倍)	1.94	1.82	1.72	1.63	1.53
EV EBITDA (倍)	17.45	18.59	16.30	15.30	13.13

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、刘溢，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 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、刘溢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