

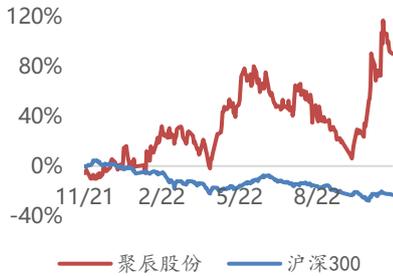
## SPD 放量增长，汽车 EEPROM 持续发力

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-28

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 收盘价（元）          | 122.00       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 143.50/55.52 |
| 总股本（百万股）        | 121          |
| 流通股本（百万股）       | 84           |
| 流通股比例（%）        | 69.42        |
| 总市值（亿元）         | 148          |
| 流通市值（亿元）        | 102          |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

联系人：赵恒祯

执业证书号：S0010121080026

邮箱：zhaohz@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 国内 EEPROM 领先，与澜起强强联合研制 SPD EEPROM

2020 年，公司 EEPROM 产品的市场份额为国内第一、全球第三。其 EEPROM 产品在服务器、PC 内存等应用领域已有较高的市场份额。针对最新的 DDR5 内存技术，公司与澜起科技合作开发配套新一代 DDR5 内存条的 SPD 产品，CPU 更新换代升级将推动 DDR5 内存接口芯片及套片的应用。支持 DDR5 的下一代 CPU AMD Genoa 已于 2022.11.10 按时发布；Intel 将于 2023.1.10 发布支持 DDR5 的服务器端 CPU Sapphire Rapids。此外，PC 端 Alder Lake CPU 已批量发货，2022 年 PC 端 DDR 5 的渗透率表现优于服务器端。受益于 DDR 换代升级，公司内存模组的 SPD 产品已实现大批量出货，带动营业收入快速增长、毛利率水平大幅提升。

#### ● 汽车 EEPROM 产品：受益于汽车电动化、智能化需求，市场空间不断成长

汽车时代，汽车核心零部件厂商主要集中于欧美、日本，国产存储厂进入汽车电子领域壁垒较高；电车时代，国产汽车品牌持续发力，国产 EEPROM 也出现在了包括三电系统在内各类汽车电子产品中。公司拥有良好的汽车基因，现已成为境内领先汽车 EEPROM 供应商，目前拥有 A1、A2、A3 等级的车规 EEPROM 全系列产品。EEPROM 市场的主要增长驱动力为汽车电子，相比于传统燃油车单车 EEPROM 用量在 15 颗左右，智能化新能源汽车单车 EEPROM 用量将接近 27 颗。随着汽车智能网联、电动化趋势不断发展，汽车电子产品渗透率将快速提升，进一步拉动 EEPROM 市场规模增长。受益于 SPD 及汽车级 EEPROM 产品大批量供货，公司上半年实现营业收入 4.42 亿元，较上年同期增长 67.05%。

#### ● 新产品 NOR Flash 打开成长空间

基于较多现有客户同时提出 EEPROM 和中低容量、低功耗 NOR Flash 的产品需求，公司向与 EEPROM 具有技术共通性的 NOR Flash 产品进发。根据 IC Insights 数据，NOR Flash 的市场规模将从 2016 年的 18.57 亿美元增长至 2021 年的 31 亿美元。目前，国际龙头企业相继退出中低容量产品，公司有望承接有更多的市场份额，现已实现中低容量 NOR Flash 产品向部分应用市场和客户群体批量供货。

#### ● 传统业务稳中有升

音圈马达驱动芯片方面：公司是业内少数拥有完整的开环类产品组合和技术储备的企业之一。公司自主研发了一整套控制算法，其开环式音圈马达驱动芯片具有聚焦时间短、体积小、误差率低等优点。2017-2021 年，公司音圈马达驱动芯片营收复合年增长率达 37.52%。

智能卡芯片方面：公司通过自主研发，使得智能卡芯片具有多方面优势，并开拓多系列产品。2022 年上半年，公司实现智能卡芯片产品销售收入

3,271.02 万元，同比增长 30.77%。

● **投资建议**

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 4.10、5.91、7.70 亿元，对应市盈率为 36、25、19 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● **风险提示**

研发进度不及预期、行业竞争加剧、下游需求不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021A  | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 544    | 1009   | 1418  | 1849  |
| 收入同比 (%)  | 10.2%  | 85.5%  | 40.5% | 30.4% |
| 归属母公司净利润  | 108    | 410    | 591   | 770   |
| 净利润同比 (%) | -33.6% | 279.0% | 44.0% | 30.3% |
| 毛利率 (%)   | 38.8%  | 61.1%  | 62.8% | 62.5% |
| ROE (%)   | 7.1%   | 23.1%  | 30.7% | 36.7% |
| 每股收益 (元)  | 0.90   | 3.40   | 4.89  | 6.37  |
| P/E       | 75.40  | 35.93  | 24.95 | 19.15 |
| P/B       | 5.38   | 8.30   | 7.65  | 7.03  |
| EV/EBITDA | 81.03  | 37.36  | 25.61 | 19.63 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 1、国内 EEPROM 领军者，产品类型不断丰富 .....                     | 5  |
| 1.1 国内 EEPROM 龙头企业，服务器、汽车业务表现亮眼 .....              | 5  |
| 1.2 盈利能力稳步提升，重视研发投入 .....                          | 6  |
| 1.3 股权结构集中，管理团队经验丰富 .....                          | 8  |
| 2、多产品线协同发展，市场份额稳步提升 .....                          | 9  |
| 2.1 SPD EEPROM 高速发展，车规级 EEPROM 率先突破国内市场 .....      | 9  |
| 2.1.1 EEPROM 全球市场稳定增长，公司产品占据中国龙头地位 .....           | 9  |
| 2.1.2 与澜起强强联合研发 SPD EEPROM 芯片，SPD 产品业务实现大幅增长 ..... | 11 |
| 2.1.3 汽车 EEPROM 打开国产化大门，市场空间受益于汽车智能化、电动化发展 .....   | 12 |
| 2.2 进军 NOR FLASH 市场，打开成长空间 .....                   | 13 |
| 2.3 传统业务稳步开展，产品结构日趋多样化 .....                       | 14 |
| 2.3.1 音圈马达驱动芯片市场规模不断增长，公司实现开环-闭环-OIS 产品全覆盖 .....   | 14 |
| 2.3.2 EEPROM 技术与下游特定应用结合突出智能卡芯片特点，市场份额提升空间较大 ..... | 16 |
| 3、盈利预测与估值 .....                                    | 18 |
| 3.1 盈利预测 .....                                     | 18 |
| 3.2 公司估值 .....                                     | 19 |
| 风险提示: .....  | 20 |
| 财务报表与盈利预测 .....                                    | 21 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1 公司产品发展历程 .....                            | 5  |
| 图表 2 公司主要产品 .....                              | 5  |
| 图表 3 2017-2021 年公司主营业务构成 (百万元) .....           | 6  |
| 图表 4 2016-2021 年公司营业收入及净利润情况 .....             | 7  |
| 图表 5 2016-2022Q3 公司销售毛利率 (%) .....             | 7  |
| 图表 6 公司 2016-2021 年公司研发费用情况 .....              | 8  |
| 图表 7 公司 2016-2021 年公司“三费”费用率情况 .....           | 8  |
| 图表 8 公司股权架构 (截止 2022Q3) .....                  | 8  |
| 图表 9 核心管理团队 .....                              | 9  |
| 图表 10 2016-2023E EEPROM 市场规模及增速 .....          | 10 |
| 图表 11 2020 年全球 EEPROM 市场营收 Top10 .....         | 11 |
| 图表 12 内存接口芯片的发展演变情况 .....                      | 11 |
| 图表 13 汽车 EEPROM 单车需求情况 .....                   | 12 |
| 图表 14 公司汽车 EEPROM 业务客户情况 .....                 | 13 |
| 图表 15 存储芯片分类 .....                             | 13 |
| 图表 16 2016-2021E 全球 NOR FLASH 市场规模及增速 .....    | 14 |
| 图表 17 2016-2022E 全球音圈马达驱动芯片市场规模及增速 .....       | 15 |
| 图表 18 2017-2021 年公司音圈马达驱动芯片营收及 增长率 (百万元) ..... | 16 |
| 图表 19 2017-2021 年公司音圈马达驱动芯片毛利率 (%) .....       | 16 |
| 图表 20 2016-2023E 全球智能卡芯片市场规模及增速 .....          | 17 |
| 图表 21 公司智能卡芯片优势 .....                          | 17 |
| 图表 22 2017-2021 年公司智能卡芯片营收及增速 .....            | 18 |
| 图表 23 2017-2021 年公司智能卡芯片毛利率 (%) .....          | 18 |
| 图表 24 2021 年-2024 年公司业绩拆分及盈利预测 .....           | 18 |
| 图表 25 公司各业务可比公司估值 .....                        | 19 |

# 1、国内 EEPROM 领军者，产品类型不断丰富

## 1.1 国内 EEPROM 龙头企业，服务器、汽车业务表现亮眼

聚辰半导体股份有限公司(Giantec Semiconductor Corporation)于2009年成立于上海张江高科技园区,是一家全球化的芯片设计高新技术企业。公司目前拥有非易失性存储芯片、音圈马达驱动芯片和智能卡芯片三条主要产品线,产品广泛应用于智能手机、液晶面板、计算机及周边、汽车电子、工业控制、通讯、蓝牙模块、白色家电、医疗仪器等众多领域。根据 Web-feet research 统计,2020 年公司 EEPROM 产品的市场份额为国内首位、全球排名第三位。

图表 1 公司产品发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司产品品类多样，EEPROM 芯片为公司收入的主要来源。公司成立多年来专注于 EEPROM 芯片，2022 年上半年 EEPROM 芯片占营业总收入的 86.05%；音圈马达芯片业务呈扩张态势，营收占比提高，从 2016 年的 3.33% 逐步提升到 2022 年上半年的 6.47%；智能卡芯片营收有所上升，市场份额相对稳定。

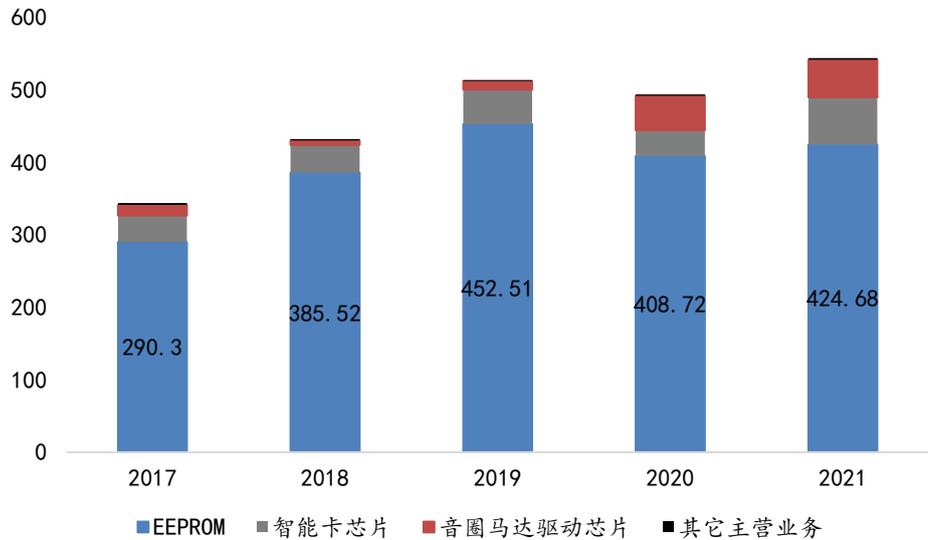
图表 2 公司产品

| 产品           | 介绍/应用   |
|--------------|---|
| EEPROM 芯片    | 一类通用型的非易失性存储芯片，在断电情况下仍能保留所存储的数据信息，可以在计算机或专用设备上擦除已有信息重新编程，耐擦写性能至少 100 万次。聚辰的 EEPROM 产品具有高可靠性、宽电压、高兼容性、低功耗等特点，产品广泛应用于智能手机、液晶面板、蓝牙模块、通讯、计算机及周边、医疗仪器、白色家电、汽车电子、工业控制等领域。 |
| NOR Flash 芯片 | 以其合适的容量、灵活的存取操作、及其非易失性产品特性，非常适合作为智能设备的指令程序存储器，主要应用场景为汽车电子、5G 基站等。   |
| 音圈马达驱动芯片     | 用在摄像头模组内部用于控制音圈马达来实现自动聚   |

|       |   |
|-------|---|
|       | 焦功能，主要应用于智能手机摄像头领域。   |
| 智能卡芯片 | 指粘贴或镶嵌于 CPU 卡、逻辑加密卡、RFID 标签等各类智能卡（又称 IC 卡）中的芯片产品，常见的应用包括交通卡、门禁卡、校园卡、会员卡等。 |

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 3 2017-2021 年公司主营业务构成（百万元）

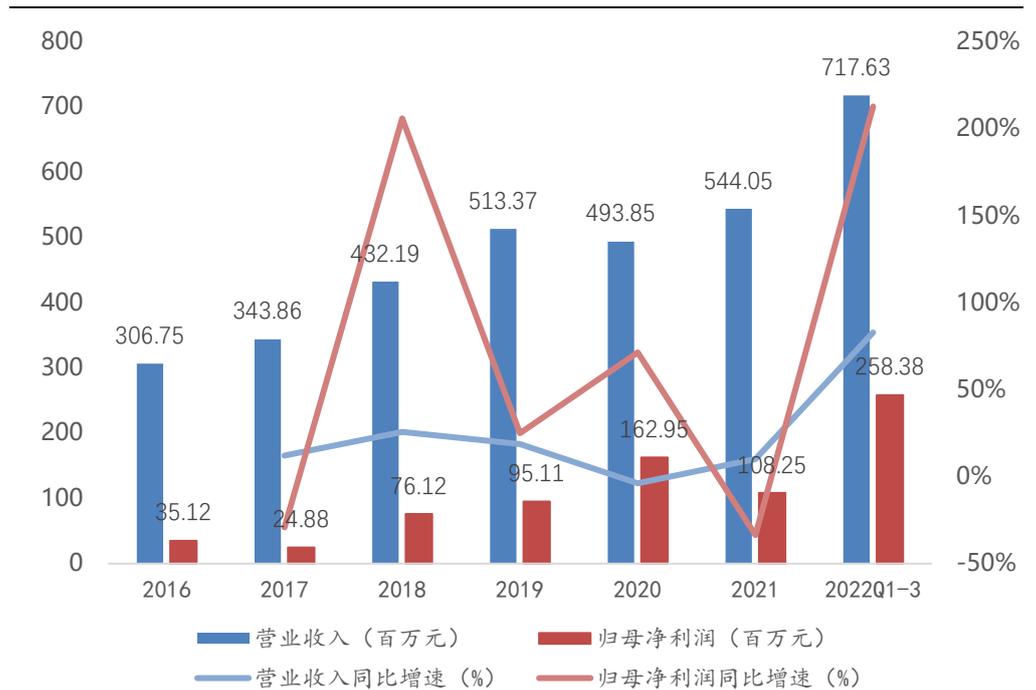


资料来源：Wind，华安证券研究所

## 1.2 盈利能力稳步提升，重视研发投入

2016 年-2022 年第三季度，公司营收稳步增长。2016-2021 年，公司营收从 3.07 亿元增长至 5.44 亿元，CAGR12.12%。其中，公司与澜起科技合作开发配套新一代 DDR5 内存条的 SPD 产品，该产品系列内置 SPD EEPROM。在 DDR5 内存技术商用的驱动下，应用于 DDR5 内存模组的 SPD 产品需求量迅速增长。此外，随着汽车智能网联、电动化趋势的不断发展，汽车电子产品的渗透率快速提升，在全球汽车“缺芯”的背景下，公司作为国内领先的汽车级 EEPROM 产品供应商，其汽车级 EEPROM 产品也实现大批量供货。在 SPD 产品及汽车级 EEPROM 产品大批量供货的背景下，预计公司业绩将持续增长。

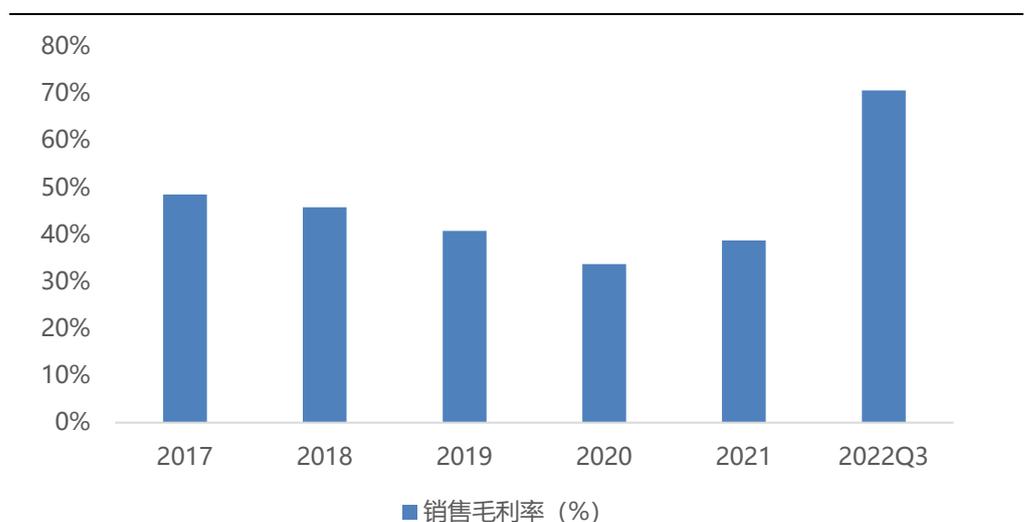
图表 4 2016-2021 年公司营业收入及净利润情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

销售毛利率总体平稳, 2017 年开始逐渐下降, 2020 年起企稳回升。公司 2017 年-2021 年销售毛利率均在 30% 以上, 2022 年第三季度销售毛利率达到 71%。其中, 2017-2020 年, 由于集成电路设计行业市场竞争加剧和公司产品销售结构变动, 以及受各类主要产品平均单价及平均单位成本变动的影 响, 公司销售毛利率总体呈下降趋势。2021 年, 公司结合上游采购价格以及下游市场需求的变化, 适当调整了主要产品的价格体系, 并向市场推广部分高附加值新产品, 带动了产品平均销售单价的提升, 销售毛利率较上年同期提高 5.06 个百分点。2022 年, 公司应用于内存模组、汽车电子及工业控制等高附加值市场的产品销售占比快速提升, 以及部分产品价格体系调整等因素的综合影响, Q3 销售毛利率较上年同期提高 28.74 pct。

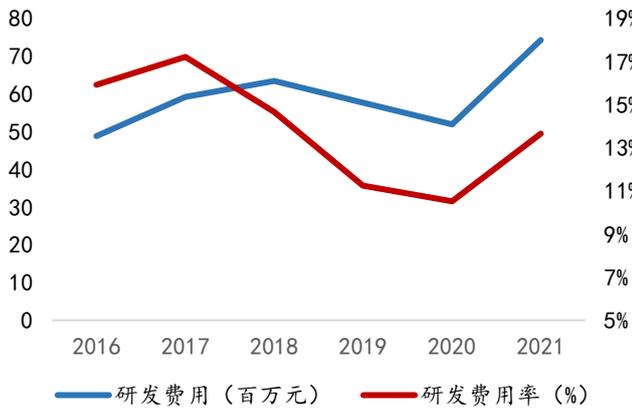
图表 5 2016-2022Q3 公司销售毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

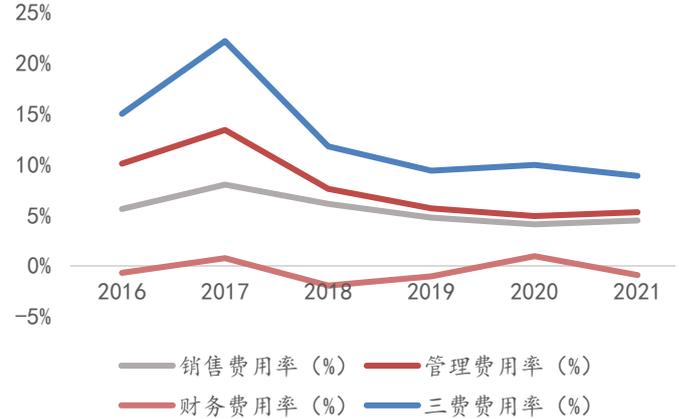
“三费”费用率下降，研发费用增长。公司 2016-2021 年费用率总体呈现下降趋势，其中，销售费用率和管理费用率呈现逐年下降的趋势，财务费用率基本长期处于 0 附近的水平。此外，公司重视高端产品的研发和布局，不断增加研发投入，研发费用从 2016 年的 0.49 亿元增长至 2021 年的 0.74 亿元。

图表 6 公司 2016-2021 年公司研发费用情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 公司 2016-2021 年公司“三费”费用率情况



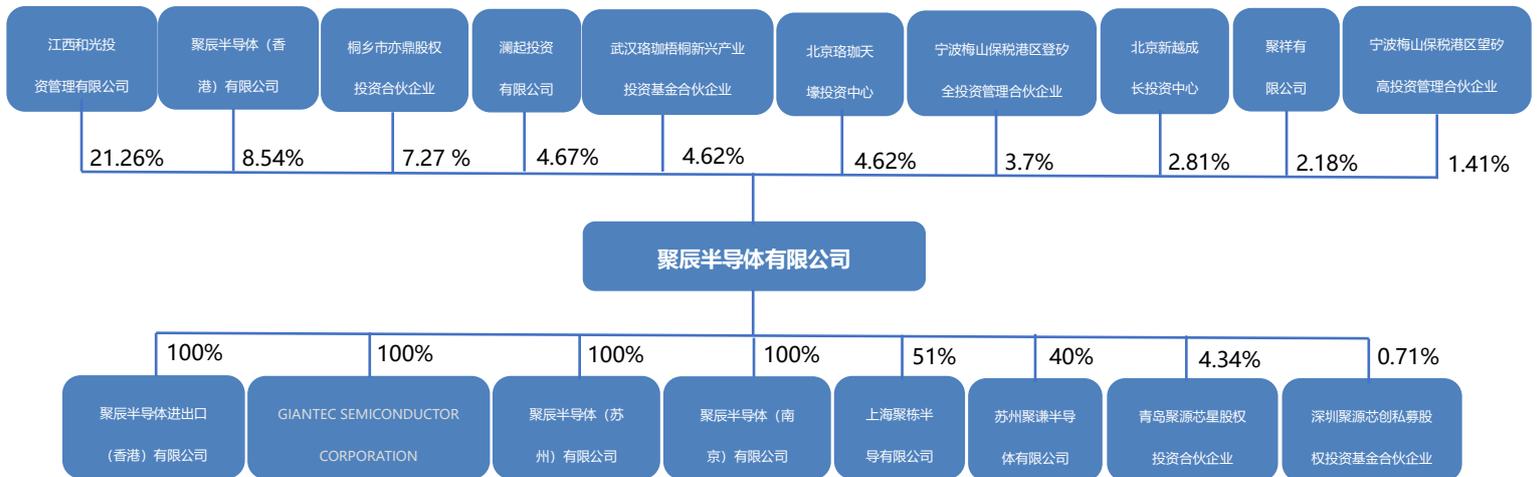
资料来源: Wind, 华安证券研究所

注: “管理费用中”不含“研发费用”

### 1.3 股权结构集中，管理团队经验丰富

股权结构集中，决策能力强。公司实际控制人为陈作涛先生，通过持有江西和光投资管理有限公司、武汉珞珈梧桐新兴产业投资基金合伙企业、北京珞珈天壕投资中心、北京新越成长投资中心股份，间接持有公司 21.24%、0.41%、0.43%、0.04% 股份，合计控制公司 22.12% 股份。

图表 8 公司股权架构 (截至 2022Q3)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

**管理团队经验丰富。**公司董事长陈作涛先生为清华大学金融学院工商管理专业硕士，自1992年起从事管理职能，已有30年的管理经验。管理团队拥有电子电路专业人士，专业性强。此外，核心成员均有较为长期的管理经验，加入公司年限较长，公司人员稳定。

**图表 9 核心管理团队**

| 姓名  | 职位         | 履历   |
|-----|------------|--|
| 陈作涛 | 董事长        | 1970年出生，工商管理硕士，于1992年7月至1997年10月，担任北京建材集团建筑材料科学研究院金鼎公司市场部经理，总经理；1997年11月至2014年4月，任北京德之宝投资有限公司执行董事；现任本公司董事长。                                      |
| 张建臣 | 总经理        | 1974年出生，电路与系统专业硕士，2011年1月至2015年12月，任艾迈斯半导体(深圳)有限公司中国区总经理；2016年3月至2018年1月，担任逐点半导体(上海)有限公司中国区市场销售及商务拓展副总裁；于2018年1月加入本公司，曾任公司市场销售副总经理，现任公司董事，总经理。   |
| 杨翌  | 副总经理、财务总监  | 1974年出生，工商管理专业硕士，2002年7月至2015年8月，于三维通信股份有限公司先后担任财务部副经理，财务部经理，财务总监，副总经理，董事；2015年9月至2017年8月，担任金卡智能集团股份有限公司董事，副总裁，财务总监；于2018年1月加入本公司，担任公司副总经理兼财务总监。 |
| 袁崇伟 | 副总经理、董事会秘书 | 1970年出生，工商管理专业硕士，2015年12月至2017年8月，任上海汇鸿智能控制系统股份有限公司董事会秘书兼财务总监；于2017年9月加入本公司，曾任公司副总经理兼董事会秘书，现任公司董事，副总经理兼董事会秘书。                                    |
| 傅志军 | 副总经理       | 1974年出生，微电子学专业硕士，2018年3月至2019年6月，任武汉新芯集成电路制造有限公司MCU业务总监；2019年6月至2020年4月，担任上海佑磁信息科技有限公司研发总监；于2020年4月加入本公司，曾任公司研发副总经理，现任公司董事，研发副总经理。               |

资料来源：Wind，华安证券研究所整理

## 2、多产品线协同发展，市场份额稳步提升

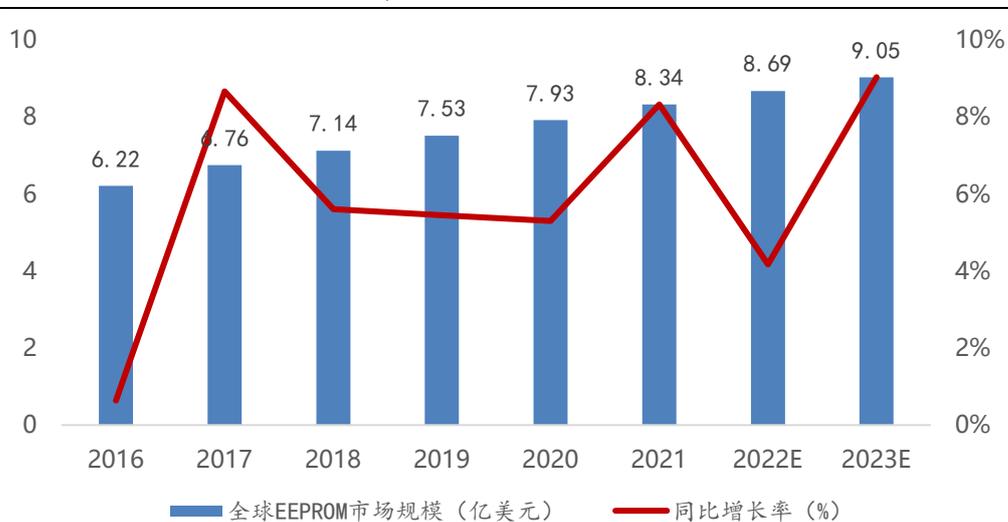
### 2.1 SPD EEPROM 高速发展，车规级 EEPROM 率先突破国内市场

#### 2.1.1 EEPROM 全球市场稳定增长，公司产品占据中国龙头地位

**EEPROM 全球市场规模近年来稳定增长。**由于其独特的芯片结构，具备高可靠性、长使用寿命和高性价比等优点，EEPROM 长期以来满足了消费电子、工业控制、家电、通信等领域稳定的数据存储需求。2016年前，EEPROM 的市场规模维持平稳发展，而随着智能手机摄像头模组升级和物联网的发展，以及传统应用领域的快速智能化发展，EEPROM 需求逐渐提升，市场规模持续稳定增长。2016-2021年，全球EEPROM市

市场规模从 6.22 亿美元增长至 8.34 亿美元，复合年增长率为 6.04%，预计 2022 年将达到 8.69 亿美元，同比增长 4.18%。

图表 10 2016–2023E EEPROM 市场规模及增速

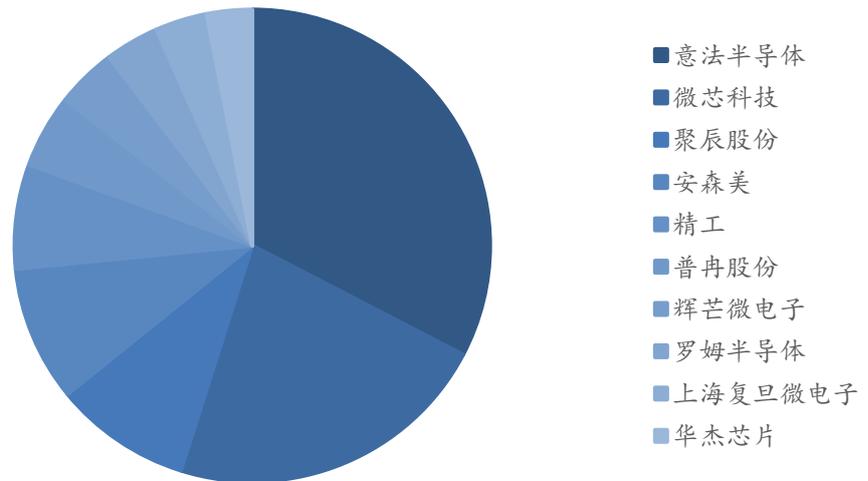


资料来源：赛迪顾问，华安证券研究所

**智能手机摄像头模组和液晶面板将拉动 EEPROM 需求量。**受益于智能手机存量替换、多摄渗透率提升以及摄像头模组升级，智能手机摄像头对 EEPROM 的需求量持续增长。根据赛迪顾问数据，预计到 2023 年智能手机摄像头领域对 EEPROM 的需求量将达到 55.25 亿颗。此外，由于高清显示、4K 以及全球大尺寸液晶面板的需求增长，带动液晶面板对 EEPROM 需求量的提升，预计到 2023 年液晶面板领域 EEPROM 需求量将达到 9.68 亿颗。

2020 年，公司 EEPROM 产品的市场份额为国内首位、全球排名第三位。公司 EEPROM 产品在智能手机摄像头模组、液晶面板等下游应用领域具有明显的领先优势，并且已有较高的市场份额。基于长期积累的研发经验和技術储备，公司持续进行技术的改造升级及产品的更新迭代，现已推出全球首款 1.2V EEPROM GSP 产品，率先通过高通平台的测试认证，实现量产。

图表 11 2020 年全球 EEPROM 市场营收 Top10



资料来源：Web-feet research, 华安证券研究所

### 2.1.2 与澜起强强联合研发 SPD EEPROM 芯片，SPD 产品业务实现大幅增长

公司与澜起科技合作开发的 SPD EEPROM 产品于 2021Q4 实现量产。DDR 是 Double Data Rate 的英文缩写，意指双倍速率，是内存模块中用于使输出增加一倍的技术，各大芯片组厂商的主流产品均支持 DDR 标准规范。根据 JEDEC 制定的标准，DDR 技术可具体划分为 DDR、DDR2、DDR3、DDR4、DDR5 等世代。内存接口芯片技术随着 DDR 标准的不断换代而升级，DDR5 相比 DDR4 内存接口芯片带宽、功耗、传输速率均已升级，有望替代 DDR4。从当前 DDR 技术的发展情况来看，DDR5 标准 DRAM 产品已经成熟。公司与澜起合作开发 DDR5 内存条的 SPD 产品，于 2021 年第四季度公司量产出货。

图表 12 内存接口芯片的发展演变情况

| 内存接口芯片世代 | 技术特点  | 主要厂商                             | 研发时间跨度        |
|----------|---|----------------------------------|---------------|
| DDR2     | 最低可支持 1.5V 工作电压                                 | TI (德州仪器)、英特尔、西门子、Inphi、IDT 等    | 2004 年-2008 年 |
| DDR3     | 最低可支持 1.25V 工作电压，最高可支持 1866MT/s 的运行速率           | TI (德州仪器)、Rambus、Inphi、IDT、澜起科技等 | 2008 年-2014 年 |
| DDR4     | 最低可支持 1.2V 工作电压，最高可支持 3200MT/s 的运行速率            | 澜起科技、Rambus、IDT                  | 2013 年-2017 年 |
| DDR5     | 最低可支持 1.1V 工作电压，最高可支持 4800MT/s 的运行速率，并在此产品基础上，继 | 澜起科技、瑞萨电子 (原 IDT)、Rambus 等       | 2017 年至今      |

续研发 5600MT/s、  
 6400MT/s 的产品

资料来源：澜起科技 2021 年年报，华安证券研究所

**下游 DDR 内存模组行业规模提升，带动应用于 DDR 内存条的 SPD 产品需求量增加。**根据 IDC 统计，2021 年全球计算机和服务器的出货量分别达到 34,880.00 万台和 1,353.90 万台，同比增长 14.80%和 6.90%。以每台计算机搭载 1-2 条内存，每台服务器搭载 10-12 条内存计算，2021 年计算机和服务器领域对 DDR 内存的需求量超过 4.84 亿条。

**DDR5 内存条商用的驱动，带动公司业绩增长。**公司公布 22Q3 业绩:收入 2.76 亿元，同比增长 115.65%;归母净利润 1.10 亿元，同比增长 552.80%，扣非后归母净利润 1.29 亿元，同比增长 394.12%。在 DDR5 内存条商用驱动下，公司 DDR5 内存模组的 SPD 产品大批量出货，带动营业收入快速增长。

### 2.1.3 汽车 EEPROM 打开国产化大门，市场空间受益于汽车智能化、电动化发展

**汽车智能化和电动化推动车用 EEPROM 用量提升。**EEPROM 市场的主要增长驱动力为汽车电子，包括汽车的车载摄像头、车载屏、三电系统、车身、底盘等。传统燃油车单车 EEPROM 用量一般在 15 颗左右。根据赛迪顾问和全球汽车产业平台数据，2023 年汽车电子领域对 EEPROM 的需求量将达到 23.87 亿颗，汽车销量将回升到 8530 万量，因此预计单车平均 EEPROM 用量将接近 28 颗。随着汽车智能网联、电动化趋势不断发展，汽车电子产品渗透率将快速提升，进一步拉动 EEPROM 市场规模增长。

图表 13 汽车 EEPROM 单车需求情况

|              | 传统燃油车 | 23 年平均水平预测<br>(包含传统燃油汽车和新能源汽车) |
|--------------|-------|--------------------------------|
| 单车 EEPROM 用量 | 15 颗  | 28 颗                           |

资料来源：赛迪顾问，全球汽车产业平台，华安证券研究所测算

**公司现已拥有 A1、A2、A3 等级的车规 EEPROM 全系列产品。**根据不同的温度适应能力，车规级 EEPROM 产品可分为以下等级：A3 等级 (-40°C~85°C)，A2 等级 (-40°C~105°C)，A1 等级 (-40°C~125°C)，A0 等级 (-40°C~145°C)。目前，公司部分 A1 等级的 EEPROM 产品已于 2021 年第四季度末通过第三方权威机构的 AEC-Q100 可靠性标准认证，并拥有 A2 等级和 A3 等级的全系列汽车级 EEPROM 产品以及全容量的 A1 等级的汽车级 EEPROM 产品。未来，公司将进一步完善在 A0 等级的技术积累和产品布局，并开发满足不同等级的 ISO 26262 功能安全标准的汽车级 EEPROM 产品，其汽车 EEPROM 业务的整体规模 and 市场份额仍有较大的提升空间。

**公司已成为境内领先汽车 EEPROM 供应商。**目前，境外供应商已有较为成熟的汽车级 EEPROM 产品，形成较高的新进入者壁垒。基于对行业发展的判断，公司在业务发展过程中侧重对汽车电子应用领域的技术积累和产品开发，现已成功成为国内汽车 EEPROM 领先供应商。

图表 14 公司汽车 EEPROM 业务客户情况

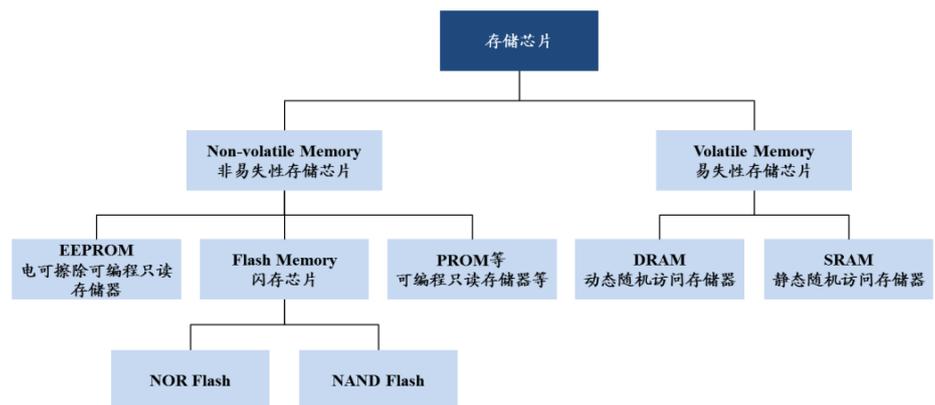
| 聚辰股份定期报告 | 年报和中报中披露的汽车 EEPROM 客户  | 新增客户                             |
|----------|--|----------------------------------|
| 2021 年年报 | 上汽、一汽、北汽、广汽、吉利、长安、比亚迪、长城、奇瑞、蔚来、理想、小鹏以及特斯拉、大众、雷诺、丰田、日产、现代、起亚等 | 长城、蔚来、理想、雷诺、日产等                  |
| 2021 年中报 | 大众、特斯拉、丰田、现代、起亚以及上汽、一汽、小鹏、广汽、北汽、比亚迪、长安、吉利、奇瑞等                | 大众、起亚以及上汽、一汽、小鹏、广汽、北汽、比亚迪、长安、奇瑞等 |
| 2020 年年报 | 特斯拉、保时捷、现代、丰田、大众、马自达、吉利、长城等                                  |                                  |

资料来源：聚辰股份定期报告，华安证券研究所

## 2.2 进军 NOR Flash 市场，打开成长空间

**NOR Flash 更适合对擦写次数与数据可靠性要求不高但对数据存储量要求较高的应用领域。**它为非易失性存储芯片，满足中低容量存储需求，与 EEPROM 在技术上具有一定相通性，但在应用场景方面有所差异。NOR Flash 通常可确保 20 年 10 万次擦写，广泛应用于 AMOLED 手机屏幕、TDDI 触控芯片、蓝牙模块等消费电子产品领域以及汽车电子、安防监控、可穿戴设备、物联网等领域。

图表 15 存储芯片分类

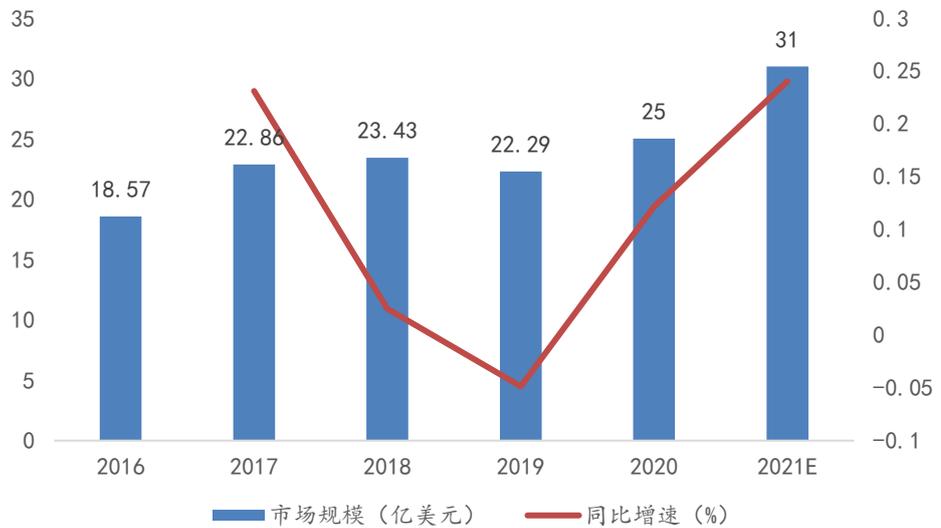


资料来源：聚辰股份招股说明书，华安证券研究所

**NOR Flash 市场规模开始反弹。**伴随智能手机新技术、蓝牙模块、可穿戴设备、汽车电子、安防监控、工业控制、物联网等新兴应用领域的发展，NOR Flash 在 AMOLED 手机屏幕、TWS 耳机以及 TDDI 触控芯片等方面的应用快速增长。根据 IC Insights 数据，NOR Flash 的市场规模将从 2016 年的 18.57 亿美元增长至 2021 年的 31 亿美

元。

图表 16 2016-2021E 全球 NOR Flash 市场规模及增速



资料来源: IC insights, 华安证券研究所

国际存储龙头企业让位 NOR Flash 中低容量市场, 公司已实现 NOR Flash 批量供货。目前, 国际龙头企业产能可能让位于汽车电子、工业控制等应用领域的高容量产品, 或专注于 DRAM 和 NAND Flash 业务, 国内企业将有机会占有更高全球市场份额。公司开发的中低容量的 NOR Flash 产品已实现向部分应用市场和客户群体批量供货, 有望进一步开发高容量的 NOR Flash 产品, 拥有较大的市场提升空间。

基于现有客户资源开拓 NOR Flash 赛道, 产品具有更可靠的性能和更强的温度适应能力。由于公司较多现有客户同时提出 EEPROM 和中低容量、低功耗 NOR Flash 的产品需求, 公司开拓了与 EEPROM 具有一定技术共通性的 NOR Flash 产品。与市场同类产品相比, 公司的 NOR Flash 产品耐擦写次数从 10 万次水平提升到 20 万次以上, 数据保持时间超过 50 年, 适应的温度范围达  $-40^{\circ}\text{C}$ - $125^{\circ}\text{C}$ , 并在功耗、数据传输速度、ESD 及 LU 等关键性能指标方面达到业界领先水平。

## 2.3 传统业务稳步开展, 产品结构日趋多样化

### 2.3.1 音圈马达驱动芯片市场规模不断增长, 公司实现开环-闭环-OIS 产品全覆盖

音圈马达 (VCM) 是摄像头模组内用于推动镜头移动进行自动聚焦的装置, 音圈马达驱动芯片 (VCM Driver) 为与音圈马达匹配的驱动芯片, 主要用于控制音圈马达来实现自动聚焦功能。音圈马达驱动芯片的重要应用领域为智能手机的摄像头模组, 其常见类型包括开环式、闭环式和 OIS 光学防抖音圈马达驱动芯片。

多摄像头和前置自动对焦摄像头应用增加推动音圈马达芯片市场规模增长。根据沙利文统计与预测, 2016 - 2022 年, 全球音圈马达驱动芯片市场规模的复合年增长率为 12.25%, 预计到 2023 年全球音圈马达驱动芯片市场规模将达到 2.73 亿美元。目前, 全球市场上的音圈马达驱动芯片供应商主要来自韩国、日本、美国和中国大

陆地区。

图表 17 2016-2022E 全球音圈马达驱动芯片市场规模及增速

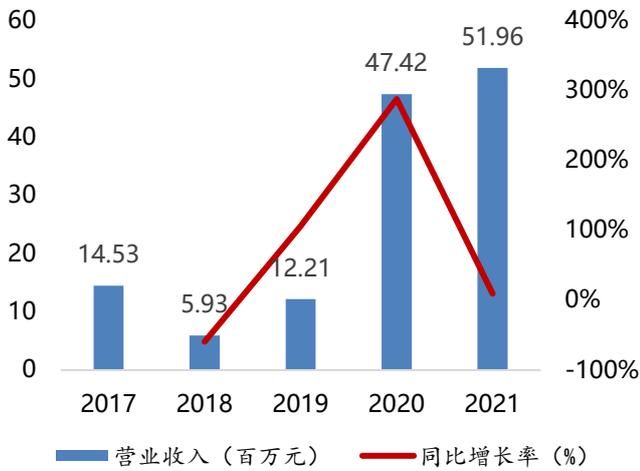


资料来源: Frost& Sullivan, 华安证券研究所

**公司基本覆盖全类别产品。**在开环式音圈马达驱动芯片领域,公司基于在 EEPROM 领域的技术优势,自主研发了集成音圈马达驱动芯片与 EEPROM 二合一产品,大大减小了两颗独立芯片在摄像头模组中占用的面积,已初步建立竞争优势和品牌影响力。在闭环式和光学防抖(OIS)音圈马达驱动芯片领域,虽然生产厂商相对较少,但公司基于在稳定算法、参数自检测、失调电流自校准等方面的技术优势,持续进行技术优化升级,已与部分头部智能手机厂商合作开发此类芯片产品,满足了中高端智能手机产品的市场需求,并已取得实质性进展。

**开环类音圈马达驱动芯片为公司音圈马达驱动芯片业务的主要收入来源。**公司是业内少数拥有完整的开环类产品组合和技术储备的企业之一,自主研发了一整套控制算法,其开环式音圈马达驱动芯片具有聚焦时间短、体积小、误差率低等优点。2022年,由于全球智能手机市场需求减少,部分终端客户的智能手机产品销量大幅下降,公司音圈马达驱动芯片上半年销售收入同比下滑 12.60%。

图表 18 2017-2021 年公司音圈马达驱动芯片营收及增长率 (百万元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 19 2017-2021 年公司音圈马达驱动芯片毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

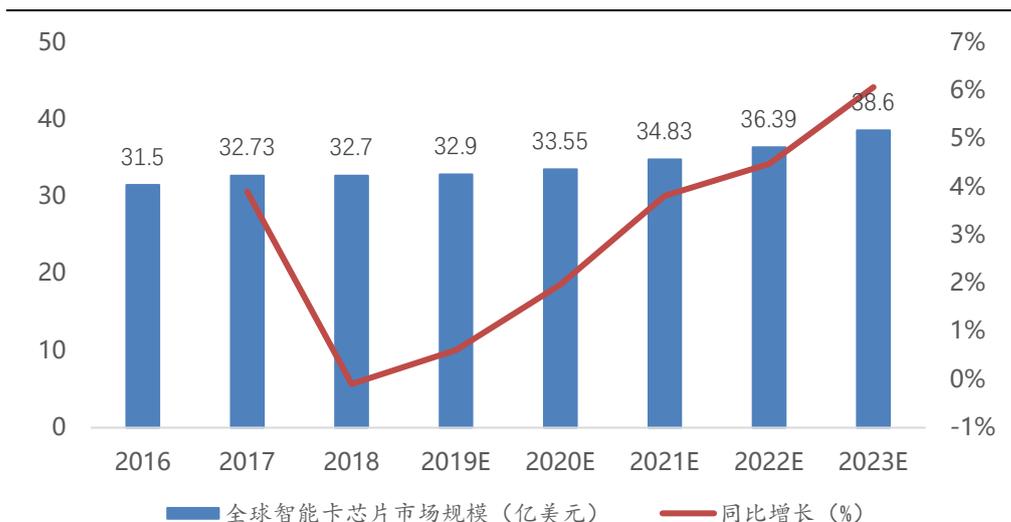
2017-2021 年, 公司音圈马达驱动芯片营收增涨幅度较大, 毛利率下降主要系完善高附加值产品布局。营收方面, 从 2017 年的 1453 万元增长到 2021 年的 5196 万元, 复合年增长率为 37.52%; 毛利率方面, 2017-2020 年明显下降, 主要系公司逐步完善闭环和光学防抖 (OIS) 音圈马达驱动芯片领域技术和产品布局, 疫情对销售的影响以及汇兑损益。

### 2.3.2 EEPROM 技术与下游特定应用结合突出智能卡芯片特点, 市场份额提升空间较大

智能卡芯片是指粘贴或镶嵌于 CPU 卡、逻辑加密卡、RFID 标签等各类智能卡 (又称 IC 卡) 中的芯片产品。智能卡芯片一般分为 CPU 卡芯片、逻辑加密卡芯片和 RFID 芯片, 常见的应用包括交通卡、门禁卡、校园卡、会员卡等。

全球智能卡芯片稳步增长, 公司市场份额提升空间大。根据沙利文统计和预测, 从 2016 年到 2021 年, 全球智能卡芯片市场规模稳步递增, 从 31.5 亿美元增长到 34.83 亿美元, 复合年均增长率为 2.03%。其中, 亚太地区的收入比重最大, 中国、印度、日本、韩国为主要市场。预计到 2023 年, 全球智能卡芯片出货量将达到 279.83 亿颗, 市场规模将达到 38.60 亿美元。相较于全球主要的智能卡芯片厂商, 国内智能卡芯片厂商规模较小。根据沙利文统计, 2018 年全国收入排名前五的智能卡芯片厂商合计占中国智能卡芯片市场总收入的 65% 左右。公司的智能卡芯片业务收入在国内市场中的占有率较小, 市场份额有较大的提升空间。

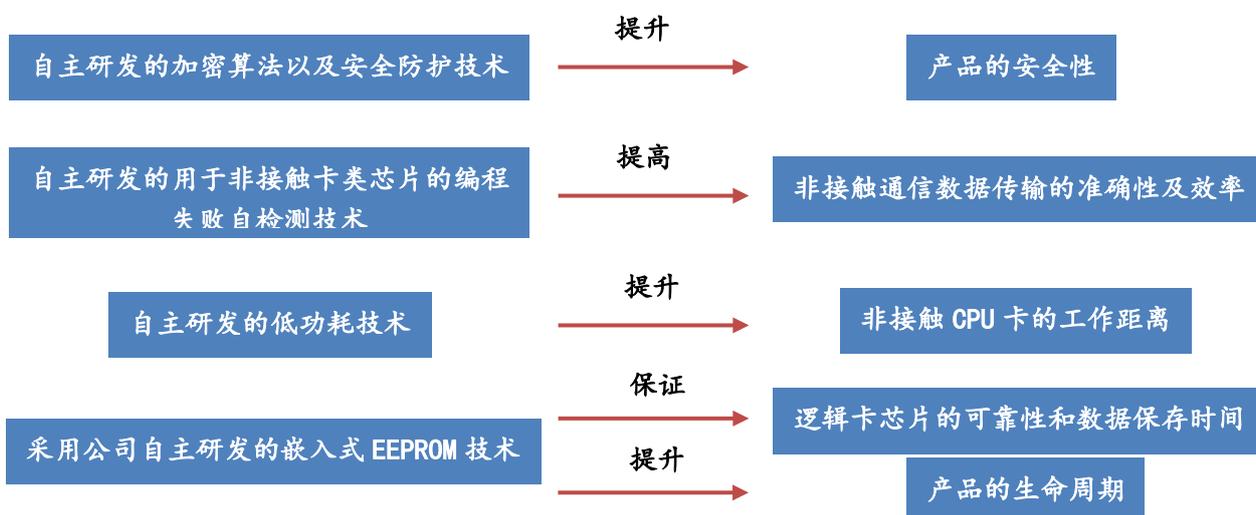
图表 20 2016-2023E 全球智能卡芯片市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 华安证券研究所

公司智能卡芯片产品是将 EEPROM 技术与下游特定应用相结合的一类专用芯片。公司通过自主研发技术,使得智能卡芯片具有多方面优势,并开拓多系列产品,包括 CPU 卡系列、逻辑卡系列、高频 RFID 系列、NFC Tag 系列和 Reader 系列。其中,主要产品包括双界面 CPU 卡芯片、非接触式/接触式 CPU 卡芯片、非接触式/接触式逻辑卡芯片、RFID 芯片、读卡器芯片等,广泛应用于公共交通、公共事业、校园一卡通、身份识别、智能终端等领域。

图表 21 公司智能卡芯片优势

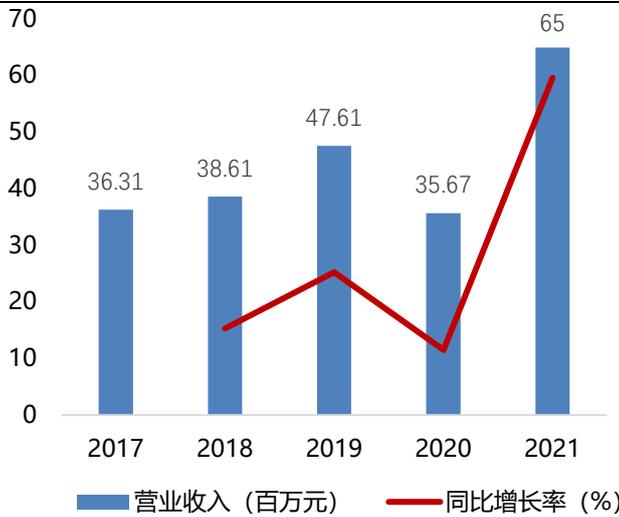


资料来源: 聚辰股份 2022 年中报, 华安证券研究所

着力推广新一代智能卡芯片产品,上半年营收增速高达 30.77%。公司抓住智能卡芯片市场周期性增长机遇,积极拓展供应链管理、物流、新零售、交通管理等高需求、高增长市场,着力推广芯片面积更小、读写性能更优、灵敏度更高的新一代智能卡芯片产品,上半年实现的智能卡芯片产品实现销售收入 3,271.02 万元,同比增长

30.77%。此外，2020-2021 年，公司智能卡芯片营收和毛利率实现大幅增长，主要系公司与中芯国际的长期合作，使得公司能够进行稳定生产。

图表 22 2017-2021 年公司智能卡芯片营收及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 23 2017-2021 年公司智能卡芯片毛利率 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

### 3、盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测

**关键假设 1：**非易失性存储芯片，公司与澜起科技合作的 DDR5 SPD 于 21Q4Q 开始出货，我们预计 22-24 年年出货量分别为 6600 万颗、1.44 亿颗、2.17 亿颗；与此同时，汽车 EEPROM 进展顺利，目前已完成满足车规 A1、A2 等级 EEPROM 的批量生产，将成为公司的第二增长极；手机摄像头模组 EEPROM 方面将整体保持稳定。我们预计公司 2022-2024 年非易失性存储芯片的收入分别为 8.65 亿元/12.51 亿元/16.65 亿元，对应毛利率为 66%/66%/66%。

**关键假设 2：**智能卡芯片方面，公司抓住智能卡芯片市场周期性增长机遇，积极拓展供应链管理等高需求、高增长市场，上半年实现的智能卡芯片产品销售收入同比增长 30.77%。我们预计公司 2022-2024 年智能卡芯片收入分别为 0.85 亿元/1.01 亿元/1.12 亿元，毛利率维持在 45%。

**关键假设 3：**音圈马达驱动芯片方面，公司依托 EEPROM 产品的客户资源优势，实现向闭环和光学防抖音圈马达驱动芯片等更高附加值的市场拓展。我们预计公司 2021-2023 年音圈马达驱动芯片收入分别为 0.57 亿元/0.63 亿元/0.69 亿元，毛利率维持在 18%。

图表 24 2021 年-2024 年公司业绩拆分及盈利预测

|                 | 2021A | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|-------|---------|--------|--------|
| <b>非易失性存储芯片</b> |       |         |        |        |
| 营业收入 (百万元)      | 424.7 | 864.6   | 1250.7 | 1665.4 |
| YOY             |       | 103.60% | 44.65% | 33.16% |

|                 |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业成本            | 255.4  | 297.2  | 419.1  | 573.7  |
| 毛利率             | 39.85% | 65.63% | 66.49% | 65.55% |
| <b>智能卡芯片业务</b>  |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)      | 65.0   | 84.5   | 101.4  | 111.5  |
| YoY             |        | 30.00% | 20.00% | 10.00% |
| 营业成本            | 33.6   | 46.5   | 55.8   | 61.3   |
| 毛利率             | 48.36% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| <b>音圈马达驱动芯片</b> |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)      | 52.0   | 57.2   | 62.9   | 69.2   |
| YoY             |        | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营业成本            | 42.6   | 46.9   | 51.6   | 56.7   |
| 毛利率             | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| <b>其他业务</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)      | 2.4    | 2.7    | 2.9    | 3.2    |
| YoY             |        | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营业成本            | 1.5    | 1.6    | 1.7    | 1.9    |
| 毛利率             | 39.27% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| <b>合计 (百万元)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)      | 544.1  | 1009.0 | 1417.9 | 1849.3 |
| YoY             |        | 85.45% | 40.53% | 30.43% |
| 销售成本            | 333.1  | 392.2  | 528.1  | 693.7  |
| 毛利率             | 38.78% | 61.13% | 62.75% | 62.49% |

资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

### 3.2 公司估值

公司主要业务为 EEPROM 存储芯片, 我们选取与公司业务相近的澜起科技、复旦微电、普冉股份进行对比, 2022 年可比公司 PE 均值为 48 倍。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 4.10/5.91/7.70 亿元, 对应市盈率为 36/25/19 倍, 首度覆盖给予公司“买入”评级。

图表 25 公司各业务可比公司估值

| 证券代码      | 证券简称 | 可比公司业务情况  | PE (一致预测值) |       |       |
|-----------|------|---|------------|-------|-------|
|           |      |   | 2022E      | 2023E | 2024E |
| 688008.SH | 澜起科技 | 业界领先的内存接口芯片设计公司, 为云计算和人工智能领域提供以芯片为基础的解决方案       | 59         | 40    | 28    |
| 688385.SH | 复旦微电 | 建立健全安全与识别芯片、非挥发存储器、智能电表芯片、FPGA 芯片和集成电路测试服务等产品线  | 58         | 43    | 34    |
| 688766.SH | 普冉股份 | 深耕非易失性存储器芯片领域, 成为国内 NOR Flash 和 EEPROM 的主要供应商之一 | 24         | 16    | 11    |
|           |      | 平均值   | 47         | 33    | 24    |

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 风险提示:

研发进度不及预期、行业竞争加剧、下游需求不及预期。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表          |       | 单位: 百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|---------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2021A | 2022E   | 2023E | 2024E |  |
| <b>流动资产</b>    | 1438  | 1612    | 1695  | 1793  |  |
| 现金             | 434   | 510     | 463   | 421   |  |
| 应收账款           | 83    | 134     | 194   | 256   |  |
| 其他应收款          | 4     | 17      | 23    | 28    |  |
| 预付账款           | 15    | 10      | 15    | 21    |  |
| 存货             | 101   | 98      | 137   | 183   |  |
| 其他流动资产         | 801   | 844     | 862   | 885   |  |
| <b>非流动资产</b>   | 201   | 282     | 375   | 475   |  |
| 长期投资           | 0     | 0       | 0     | 0     |  |
| 固定资产           | 7     | 9       | 11    | 13    |  |
| 无形资产           | 4     | 5       | 6     | 8     |  |
| 其他非流动资产        | 191   | 268     | 358   | 455   |  |
| <b>资产总计</b>    | 1639  | 1894    | 2070  | 2268  |  |
| <b>流动负债</b>    | 101   | 114     | 154   | 203   |  |
| 短期借款           | 0     | 0       | 0     | 0     |  |
| 应付账款           | 60    | 68      | 93    | 122   |  |
| 其他流动负债         | 41    | 46      | 61    | 81    |  |
| <b>非流动负债</b>   | 18    | 18      | 18    | 18    |  |
| 长期借款           | 0     | 0       | 0     | 0     |  |
| 其他非流动负债        | 18    | 18      | 18    | 18    |  |
| <b>负债合计</b>    | 119   | 132     | 172   | 221   |  |
| 少数股东权益         | -5    | -14     | -29   | -49   |  |
| 股本             | 121   | 121     | 121   | 121   |  |
| 资本公积           | 1115  | 1115    | 1115  | 1115  |  |
| 留存收益           | 289   | 540     | 690   | 860   |  |
| 归属母公司股东权       | 1524  | 1775    | 1926  | 2096  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1639  | 1894    | 2070  | 2268  |  |

| 现金流量表          |       | 单位: 百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|---------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2021A | 2022E   | 2023E | 2024E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 56    | 295     | 456   | 617   |  |
| 净利润            | 108   | 410     | 591   | 770   |  |
| 折旧摊销           | 11    | 5       | 6     | 7     |  |
| 财务费用           | 1     | 0       | 0     | 0     |  |
| 投资损失           | -19   | -25     | -35   | -46   |  |
| 营运资金变动         | -37   | -85     | -89   | -91   |  |
| 其他经营现金流        | 137   | 485     | 664   | 838   |  |
| <b>投资活动现金流</b> | 88    | -59     | -63   | -59   |  |
| 资本支出           | -172  | -84     | -98   | -105  |  |
| 长期投资           | 221   | 0       | 0     | 0     |  |
| 其他投资现金流        | 39    | 25      | 35    | 46    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -55   | -210    | -450  | -600  |  |
| 短期借款           | 0     | 0       | 0     | 0     |  |
| 长期借款           | 0     | 0       | 0     | 0     |  |
| 普通股增加          | 0     | 0       | 0     | 0     |  |
| 资本公积增加         | 5     | 0       | 0     | 0     |  |
| 其他筹资现金流        | -60   | -210    | -450  | -600  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | 87    | 76      | -47   | -42   |  |

| 利润表             |       | 单位: 百万元 |       |       |  |
|-----------------|-------|---------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2021A | 2022E   | 2023E | 2024E |  |
| <b>营业收入</b>     | 544   | 1009    | 1418  | 1849  |  |
| 营业成本            | 333   | 392     | 528   | 694   |  |
| 营业税金及附加         | 1     | 1       | 2     | 2     |  |
| 销售费用            | 24    | 45      | 64    | 83    |  |
| 管理费用            | 29    | 53      | 74    | 97    |  |
| 财务费用            | -5    | -30     | -33   | -37   |  |
| 资产减值损失          | 0     | 0       | 0     | 0     |  |
| 公允价值变动收益        | 3     | 0       | 0     | 0     |  |
| 投资净收益           | 19    | 25      | 35    | 46    |  |
| <b>营业利润</b>     | 112   | 437     | 628   | 817   |  |
| 营业外收入           | 2     | 2       | 2     | 2     |  |
| 营业外支出           | 0     | 1       | 1     | 1     |  |
| <b>利润总额</b>     | 113   | 439     | 630   | 819   |  |
| 所得税             | 10    | 37      | 54    | 70    |  |
| <b>净利润</b>      | 104   | 401     | 576   | 749   |  |
| 少数股东损益          | -5    | -9      | -15   | -21   |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 108   | 410     | 591   | 770   |  |
| EBITDA          | 96    | 381     | 558   | 730   |  |
| EPS (元)         | 0.90  | 3.40    | 4.89  | 6.37  |  |

| 主要财务比率          |        | 单位: %  |       |       |  |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2021A  | 2022E  | 2023E | 2024E |  |
| <b>成长能力</b>     |        |        |       |       |  |
| 营业收入            | 10.2%  | 85.5%  | 40.5% | 30.4% |  |
| 营业利润            | -36.1% | 291.5% | 43.7% | 30.1% |  |
| 归属于母公司净利        | -33.6% | 279.0% | 44.0% | 30.3% |  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |       |       |  |
| 毛利率 (%)         | 38.8%  | 61.1%  | 62.8% | 62.5% |  |
| 净利率 (%)         | 19.9%  | 40.7%  | 41.7% | 41.6% |  |
| ROE (%)         | 7.1%   | 23.1%  | 30.7% | 36.7% |  |
| ROIC (%)        | 5.1%   | 19.4%  | 26.5% | 32.2% |  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |  |
| 资产负债率 (%)       | 7.3%   | 7.0%   | 8.3%  | 9.8%  |  |
| 净负债比率 (%)       | 7.8%   | 7.5%   | 9.1%  | 10.8% |  |
| 流动比率            | 14.21  | 14.15  | 10.98 | 8.83  |  |
| 速动比率            | 13.07  | 13.20  | 10.00 | 7.83  |  |
| <b>营运能力</b>     |        |        |       |       |  |
| 总资产周转率          | 0.33   | 0.53   | 0.68  | 0.82  |  |
| 应收账款周转率         | 6.57   | 7.52   | 7.29  | 7.23  |  |
| 应付账款周转率         | 5.57   | 5.76   | 5.69  | 5.69  |  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |  |
| 每股收益            | 0.90   | 3.40   | 4.89  | 6.37  |  |
| 每股经营现金流         | 0.46   | 2.44   | 3.77  | 5.11  |  |
| 每股净资产           | 12.62  | 14.69  | 15.94 | 17.34 |  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |       |       |  |
| P/E             | 75.40  | 35.93  | 24.95 | 19.15 |  |
| P/B             | 5.38   | 8.30   | 7.65  | 7.03  |  |
| EV/EBITDA       | 81.03  | 37.36  | 25.61 | 19.63 |  |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。