



新思科技 (SNPS.NASDAQ)

发力 EDA 系统级设计，IP 市占率持续提升

投资逻辑：

公司是全球排名第一的 EDA 公司以及排名第二的 IP 供应商。2024 年上半年财年公司营业收入为 29.7 亿美元，同比增长 18.8%；归母净利润为 7.4 亿美元，同比增长 36.1%。公司营业收入与半导体行业销售额有一定正相关性，但公司营收增速波动更小，主要由于 EDA 大部分按时间段确认收入。

2024 年开始，公司对 EDA 业务进行再聚焦。2023 财年 EDA、Design IP、Software Integrity、其他业务营收分别为 36.8/15.4/5.2/1.0 亿美元，分别同比增长 15.1%/17.3%/12.6%/-8.3%，分别占营收比重为 63.0%/26.4%/9.0%/1.7%。2024 年 5 月公司宣布将以 21 亿美元出售 Software Integrity 业务，预计将于 2024 年下半年完成交割。此外，公司宣布将以 350 亿美元收购物理仿真龙头 Ansys，预计将于 2025 年上半年完成并购；2023 财年 Ansys 营业收入为 22.7 亿美元，约为公司 2023 财年营收的 38.9%。持续的全球并购是公司增长的重要驱动力之一，1994 至 2023 年公司进行了至少 113 起并购。

整个 EDA 及 IP 行业市场集中度较高，公司 2023 年 EDA 全球市占率约为 35.2%，IP 行业全球市占率约为 21.9%。快速迭代发展的下游需求、以及稳固且集中的行业格局使得 EDA 公司兼具变化快和粘性强的特点，2023 年 Recurring 收入占公司总营收比重超过 80%。

AI 及 Multi-Die 打开公司 EDA 业务空间，设计 IP 市占率也持续提升。2020 年，公司推出了业界首款由 AI 驱动的设计解决方案 DSO.ai，之后持续推出 9 款 AI 工具。2020 年 4 月，公司推出业界首个加速 2.5D 和 3D Multi-Die 设计和全系统集成的统一平台 3DIC Compiler，也通过 Ansys 的并购提升公司系统级设计的能力。芯片设计企业数量的增加与非核心设计外包的趋势增加了第三方 IP 的需求；公司擅长的接口 IP、基础 IP 增速超过处理器 IP 及其他 IP，使得公司在 IP 领域的增速超过行业。

盈利预测：

考虑剔除 Software Integrity 业务、且不考虑 Ansys 的并购，我们预计 2024~2026 年公司实现营业收入 61.4/69.8/79.9 亿美元，分别同比增长 5.0%/13.7%/14.4%；GAAP 归母净利润为 14.0/16.1/18.7 亿美元，分别同比增长 13.7%/15.0%/16.0%；Non-GAAP 归母净利润分别为 22.0/26.1/30.7 亿美元，分别同比增长 26.6%/18.7%/17.5%。当前公司股价对应 PS 为 15.0x、13.2x、11.5x。我们采用市销率法进行估值，选取 3 家可比公司，给予公司 2024 年 18 倍 PS 估值，目标价 707.78 美元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

Ansys 收购失败或并购整合不及预期的风险；半导体行业下行或竞争格局变化的风险；国际局势紧张的风险。

计算机组

分析师：王倩雯（执业 S1130522080001）

wangqianwen@gjzq.com.cn

分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

市价（美元）：590.21 元

目标价（美元）：707.78 元



公司基本情况（美元）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	5,082	5,843	6,136	6,978	7,986
营业收入增长率	20.9%	15.0%	5.0%	13.7%	14.4%
GAAP 归母净利润 (百万美元)	985	1,230	1,398	1,608	1,865
GAAP 归母净利润增长率	30.0%	24.9%	13.7%	15.0%	16.0%
GAAP 摊薄每股收益 (美元)	6.29	7.92	8.96	10.31	11.96
Non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	1,393	1,737	2,198	2,608	3,065
Non-GAAP 归母净利润增 长率	29.4%	24.7%	26.6%	18.7%	17.5%
Non-GAAP 摊薄每股收益 (美元)	8.9	11.2	14.1	16.7	19.6
每股净资产	34.59	36.20	40.43	46.49	53.93
P/S	9.83	13.68	15.01	13.19	11.53
P/B	9.23	14.22	14.60	12.70	10.94

来源：公司年报、国金证券研究所

说明：1) 上表年份为“财年”概念、而非日历历年概念，如公司 2022 财年跨度为 2021 年 11 月至 2022 年 10 月，2023 财年跨度为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月，依此类推；2) 由于公司目前尚未成功并购 Ansys，因而 2024~2026 财年盈利预测未考虑并购 Ansys 带来的影响；3) 由于公司 2024 年 Q2 财务报表已经剥离 Software Integrity 业务，因而 2024~2026 财年盈利预测也相应剔除该业务，但 2022~2023 财年包含了 Software Integrity 的营收和净利润贡献，使得 2024 财年表现营业收入仅增长 5.0%。2024 年上半年财年，公司剔除软件质量及安全业务之后的营业收入为 29.7 亿美元，同口径下同比增长 18.8%；若同时剔除 2023~2024 财年软件质量与安全业务的影响，我们预计 2024 财年营业收入为 61.4 亿美元，同比增长 15.5%。



内容目录

1. 公司内生+外延并举发展，当前格局集中且稳固	4
1.1 内生+外延共同驱动，2000 财年以来营收复合增速持续提升	4
1.2 EDA 及 IP 行业格局集中且稳固，公司市场地位短期难以动摇	6
2. AI 及 Multi-Die 打开公司 EDA 业务空间	8
3. 公司在设计 IP 领域的市占率持续提升	11
4. 盈利预测及投资建议	12
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1：公司营收于 2008 财年超过 Cadence，近年增速较半导体销售额更加平稳	4
图表 2：公司部分重点并购事件	5
图表 3：1994 至 2023 财年，公司将 57.2% 的经营性现金流量净额用于回购	6
图表 4：公司 2023 财年按产品口径的营收拆分	6
图表 5：公司 2023 财年按商业模式口径的营收拆分	6
图表 6：2023 年公司在 EDA 领域市占率居于首位	7
图表 7：2023 年公司在 IP 行业市占率仅次于 ARM	7
图表 8：公司与部分半导体领域龙头合作案例	7
图表 9：2017~2023 财年，公司 Recurring 收入占比均超过 80%	8
图表 10：公司毛利率、净利率及人效略低于同行业公司	8
图表 11：公司在 EDA 各个环节均具备领先产品	8
图表 12：公司自 2020 年起，持续将 AI 技术应用于 EDA 工具、数据分析等领域	9
图表 13：与 SoC 相比，Multi-Die 系统具有更高的 PPA 和良率	10
图表 14：预计 Multi-Die 工艺在各类芯片的渗透率提升	10
图表 15：并购 Ansys 有助于公司拓展产品矩阵和客户类型	10
图表 16：Ansys 具有较好的航空航天、汽车、工业等行业客户基础	10
图表 17：2023 年公司市占率位居全球设计 IP 市场第二	11
图表 18：公司 IP 营收占比高于 Cadence	11
图表 19：公司 IP 的演进历程	11
图表 20：2015~2023 年，公司领先的接口 IP 和基础 IP 复合增速高于处理器 IP	11
图表 21：中国芯片设计企业数量平稳快速增长	12
图表 22：2023 年，大部分芯片 IP 从第三方取得	12
图表 23：以订单作为领先指标，2024 财年公司营收增速有望快于 2023 财年	12
图表 24：近年公司费用率整体持平略降	13
图表 25：被剥离的软件质量与安全业务 Adjusted Operating Margin 相对较低	13
图表 26：盈利预测核心假设	13
图表 27：可比公司估值比较（市销率法）	14
图表 28：当前公司市销率处于历史高位	14
图表 29：公司市盈率处于近 6 年高位	14



图表 30：2023 财年来自中国的营收占总营收比重达 15.2% 15



1. 公司内生+外延并举发展，当前格局集中且稳固

1.1 内生+外延共同驱动，2000 财年以来营收复合增速持续提升

公司成立于 1986 年，恰逢 1987 年美国国防部与美国半导体协会共同成立半导体制造技术战略联盟（Sematech）与日本半导体行业竞争。伴随着美国半导体行业的崛起、以及软件技术的发展，公司成长为全球排名第一的 EDA（Electronic Design Automation，电子设计自动化）公司、以及排名第二的 IP（Semiconductor Intellectual Property，芯片中电路模块的成熟设计）供应商。

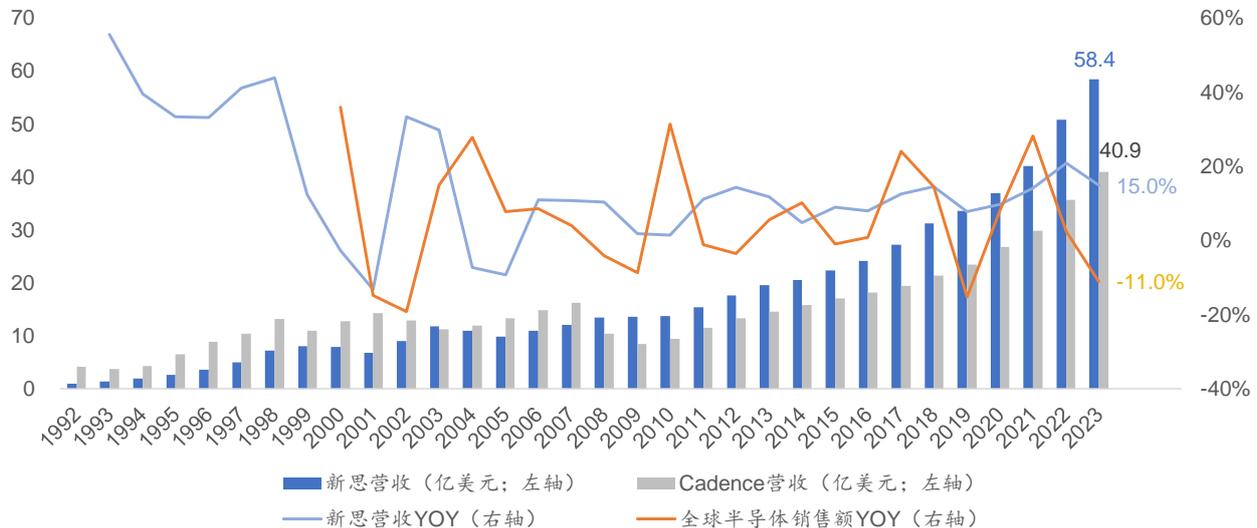
2023 财年，公司营业收入达 58.4 亿美元，同比增长 15.0%；归母净利润达 12.3 亿美元，同比增长 24.9%；公司净利率达 21.1%，在纳斯达克软件板块处于 top 10% 水平。2024 年上半年财年，公司营业收入达 29.7 亿美元（剔除软件质量与安全业务），同比增长 18.8%，主要受 IP 业务同比增长 36.3% 的驱动；归母净利润达 7.4 亿美元，同比增长 36.1%；归母净利率为 25.0%，保持了高质量的成长。

- 近期而言，根据公司统计，2018~2023 年全球半导体行业销售额（不含存储）以及半导体行业研发支出 CAGR 均约为 7%；2018~2023 年全球 EDA 市场规模 CAGR 约为 12%，同期公司 EDA 营收 CAGR 为 13.7%；根据 IP Nest 统计，2018~2023 年全球设计 IP 行业市场规模 CAGR 约为 11.1%，同期公司 IP 营收 CAGR 为 11.5%。2014 年之后公司对 EDA 及 IP 业务的并购减少，因而这两块业务 2014 年之后受并购驱动增长较少，仅略快于行业增速。

公司营业收入与半导体行业销售额有一定正相关性，下游景气度较高时会更有能力进行研发投入；但相较于半导体行业销售额增速，公司营收增速波动更小，主要由于 EDA 大部分按时间段确认收入，通常授权的周期为 2.5~3 年，因而公司营收增速相较半导体行业增速更加稳定。即使 2023 年全球半导体销售额销售下滑 11.0%，但由于前几年行业增速较高，公司 2023 年依然保持 15% 的营收增长。

- 长期而言，1999~2023 年全球半导体行业销售额 CAGR 为 5.0%，同期公司的收入增速为 8.6%、Cadence 的收入增速为 5.7%，龙头公司较行业整体有超额增长。公司于 2008 年金融危机期间超过 Cadence 成为全球市占率第一的 EDA 公司。

图表 1：公司营收于 2008 财年超过 Cadence，近年增速较半导体销售额更加平稳



来源：公司官网，wind，国金证券研究所

说明：1) wind 对全球半导体销售额仅统计了 1999 年及之后的统计数字，因而 1992~1998 年空缺；2) 全球半导体销售额的年份为日历年口径，公司营收年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月，时间统计口径的差异可能存在结果偏差的风险。

公司长期的稳健增长得益于半导体行业的发展，以及公司业务边界的持续拓展。受益于



消费电子从个人电脑、互联网、手机、IOT 逐步发展至万物智能时代，以及先进制程发展至 2nm（台积电）和 18A（Intel）时代，公司 2000 财年以来营收复合增速持续提升：2000 至 2010 财年公司营收复合增速为 5.8%，2010 至 2020 财年为 10.3%，2020 至 2023 财年营收复合增速提升至 16.5%。

2024 年开始，公司对 EDA 业务进行再聚焦，侧重提供从设计到制造的系统级解决方案：

- 公司的第一成长曲线是 EDA 业务。公司成立之初以前端逻辑设计见长，2002 年通过并购 Avant! 补足后端设计和验证业务，成为全球首家拥有全流程端到端能力的 EDA 公司。
- 公司的第二成长曲线是 IP 业务。得益于公司在 EDA 领域的领先地位，1992 年公司开始打造 DesignWare IP 库，帮助设计公司复用设计模块、缩短整体设计时间，这一举措领先 Cadence 约 10 年。
- 公司第三成长曲线正在发生变化，此前公司较为看好软件质量及安全领域（简称 SIG），2014 年通过并购 Coverity 进军该领域，拓展通用行业客户；但 2024 年 5 月公司宣布将以 21 亿美元出售软件质量及安全业务给 Clearlake Capital 和 Francisco Partners，重新聚焦 EDA 赛道，该业务预计将于 2024 年下半年完成交割。

此外，公司预计将于 2025 年上半年并购 Ansys。Ansys 2023 财年营业收入为 22.7 亿美元，约为公司 2023 财年营收的 38.9%，两家公司自 2017 年就开始基于 Fusion Design 平台进行合作。本次收购对价约为 350 亿美元，每股 Ansys 的股票将收到 197 美元现金及 0.345 股公司股票，并购完成后，公司股东预计对合并后的公司持股 83.5%。与 Ansys 的并购整合将助力公司补足制造 EDA 能力，发力系统级设计。

公司持续通过全球并购来拓展业务版图，并通过全流程布局坚实整体竞争壁垒。1994 至 2023 财年，公司经营性现金流量净额总和为 146.7 亿美元，其间公司通过现金、借款、发行股份等方式支付 71.3 亿美元进行了至少 113 起并购。公司的并购思路为持续拓展产品线，与之形成对照的是 Cadence 更加重视通过并购加强现有优势产品的壁垒。

图表2：公司部分重点并购事件

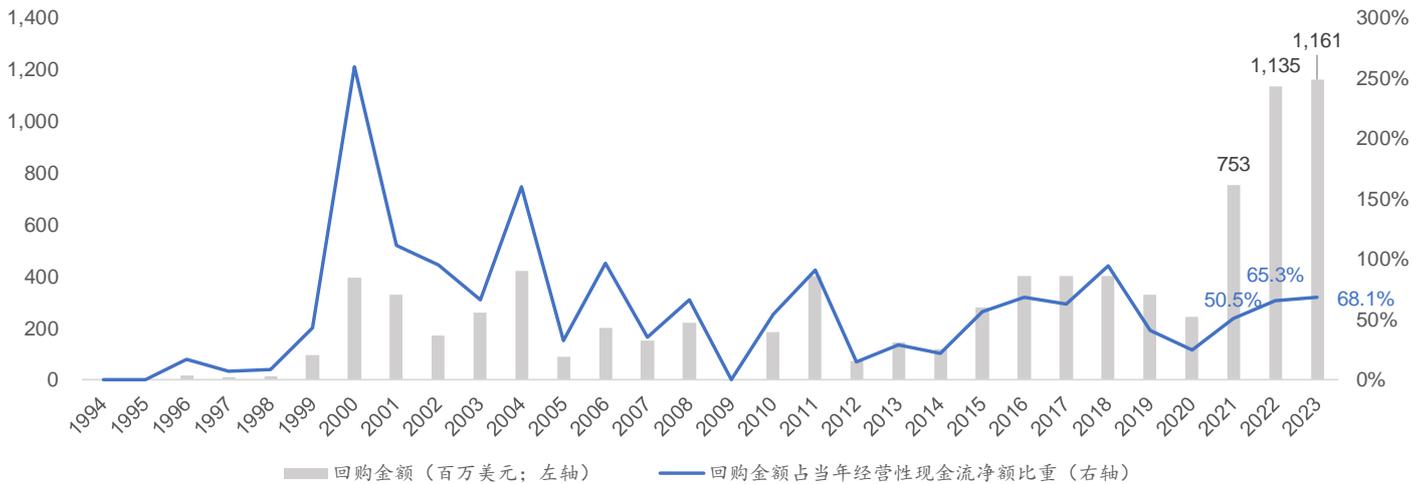
时间	标的	价格（亿美元）	业务	影响
2018	Black Duck	5.65	SIG	· 补充开源软件安全管理能力
2014	Coverity	3.76	SIG	· 开始进入软件质量与安全市场。标的是软件开发测试领域龙头，补足公司的“静态分析（在不运行程序的情况下自动找出程序问题）”工具
2012	SpringSoft	4.18	EDA	· 标的是当时亚洲第一的 EDA 公司，提升公司验证端 debug 能力
2012	Magma	5.50	EDA	· 标的是当时世界排名第四的 EDA 公司
2010	Virage Logic	3.00	IP	· 开始进入存储 IP 市场。补充处理器、接口 IP、嵌入式 SRAM 和 NVM、嵌入式测试和良率优化解决方案，以及逻辑库及存储器开发软件
2008	Synplicity	2.23	EDA	· 标的是 FPGA 设计和验证领域龙头
2003	Numerical Technologies	2.67	其他	· 补充制造端亚波长及光刻相关的能力
2002	Avant!	9.78	EDA	· 增加后端布局布线、物理验证等能力，使得公司成为当时全球首具备全流程端到端能力的 EDA 公司
1994	Logic Modeling	1.16	EDA	· 补充仿真和验证能力

来源：公司官网，电子工程专辑，产业人物官网，电子技术应用，国金证券研究所

除了内生增长和外延并购，公司也将现金用于股份回购。1994 至 2023 财年，公司花费 84.0 亿美元进行股份回购，占同期经营活动现金流量净额总和的 57.2%；近 3 年公司回购金额均超过经营活动现金流净额的 50%。



图表3: 1994至2023财年, 公司将57.2%的经营性现金流量净额用于回购



来源: 公司官网, wind, 国金证券研究所

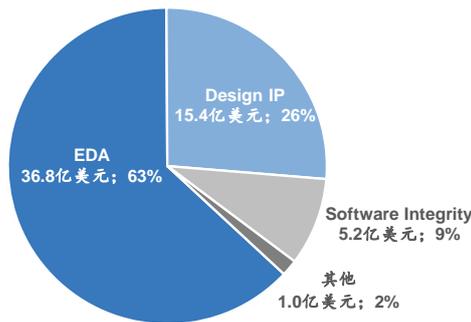
说明: 公司回购及经营性现金流的统计年份均为财年口径, 如公司2023财年为2022年11月至2023年10月。

1.2 EDA及IP行业格局集中且稳固, 公司市场地位短期难以动摇

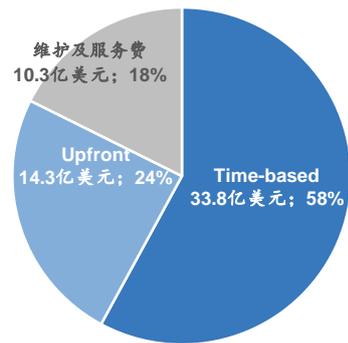
公司营业收入按产品可细分为 EDA、Design IP、Software Integrity 和其他 4 大类。2023 财年, EDA 营收为 36.8 亿美元, 同比增长 15.1%, 占总营收比重为 63.0%, 主要包括设计软件、验证软硬件、AI EDA 解决方案及专业服务; Design IP 营收为 15.4 亿美元, 同比增长 17.3%, 占总营收比重为 26.4%, 主要包括各类 IP 授权; Software Integrity 营收为 5.2 亿美元, 同比增长 12.6%, 占总营收比重为 9.0%, 主要提供代码安全及质量测试服务, 2024 年 5 月公司宣布将以 21 亿美元出售该业务, 预计将于 2024 年下半年完成交割; 其他业务营收为 1.0 亿美元, 同比下滑 8.3%, 占总营收比重为 1.7%, 主要包括光学产品、机电仿真、及外汇套期保值等收入。

公司营业收入按商业模式可分为 Time-based (按时间段确认收入)、Upfront (按时间点确认收入)、维护及服务费 3 类。其中 EDA 大部分按时间段确认收入, 通常授权的周期为 2.5~3 年。

图表4: 公司2023财年按产品口径的营收拆分



图表5: 公司2023财年按商业模式口径的营收拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

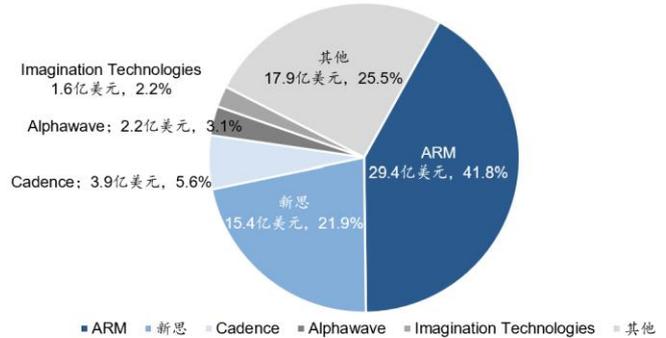
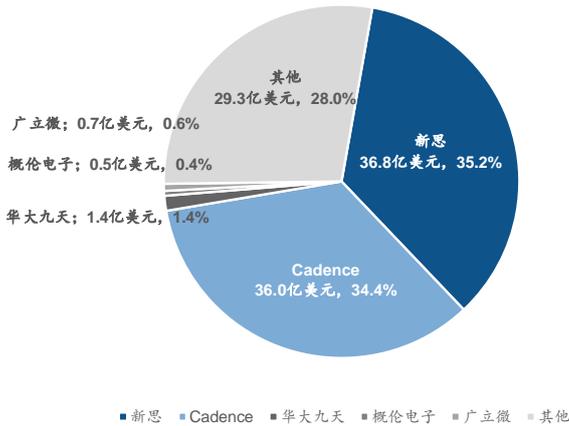
根据公司官网, 2023 年全球 EDA 及 IP 市场规模约为 175 亿美元, 约占半导体行业总规模的 3.1%, 是一个利基市场; 其中 EDA 市场规模约为 104.6 亿美元, IP 市场规模约为 70.4 亿美元。

整个 EDA 及 IP 行业市场集中度较高, 根据公司官网及 IP Nest 测算, 公司 2023 财年 EDA 市占率约为 35.2%, IP 行业市占率约为 21.9%, 12nm 以下的先进制程约 99% 均使用公司的产品。公司在逻辑综合 (Design Compiler)、时序分析 (PrimeTime)、布局布线、签核、SoC 验证、数字验证、模拟/混合信号仿真、接口/模拟/嵌入式存储器/物理 IP 等领域首屈一指。



图表6: 2023 年公司在 EDA 领域市占率居于首位

图表7: 2023 年公司在 IP 行业市占率仅次于 ARM



来源: wind, 公司官网, Cadence 官网, 国金证券研究所
 说明: 1) 市占率=各公司 2023 财年 EDA 营业收入/2023 年全球 EDA 市场规模 175 亿美元。新思使用其披露的 2023 财年 EDA 营收; Cadence 2023 财年 EDA 营收为公司总营收减去 IP 营收; 华大九天、概伦电子、广立微均为公司 2023 财年总营收; 2) 人民币兑美元汇率按 wind 提供的历史汇率进行换算。

来源: Electronicsweekly.com, IP Nest, 国金证券研究所

之所以 EDA 行业呈现出集中度较高的趋势, 我们认为原因如下:

- 半导体行业作为先进制造业, 规模效应明显, 作为半导体上游的 EDA 概莫能外。如英特尔 2024 年 Q2 在 CPU 领域的市占率达 64%、台积电 2023 年 Q4 在半导体代工领域市占率达 61%、ASML 2023 年在光刻机行业的市占率达 83%、英伟达 2022 年在独立 GPU 领域市占率达 88%等。
- 同时半导体行业发展快速、产业环节较多, 先进制程的突破需要各个环节的头部公司在各自领域进行突破, 并通力合作。公司脱胎于通用电气微电子中心, 是 EDA 逻辑综合领域的奠基者; 1997 年与 IBM 共同研发出行业领先的时序分析软件 PrimeTime, 具备行业先发优势。作为行业龙头, 公司能有机会与各环节少数头部公司共研最先进的技术, 再赚取利润投入下一轮研发, 形成正向循环; 而行业挑战者较难获得头部 Foundry 的先进工艺参数, 导致软件工具开发无法与实际生产适配。目前先进的 2nm、18A 等技术, 各环节头部厂商均与公司进行合作。

图表8: 公司与部分半导体领域龙头合作案例

合作对象	合作事项
英特尔	在半导体 IP 和 EDA 领域为长期战略合作伙伴关系, 共同为英特尔代工服务的客户开发基于 Intel 3 和 Intel 18A 制程节点的 IP 产品组合, 提供基于英特尔先进制程节点的关键 IP。
三星	公司针对三星的 SF2 工艺, 开发优化数字和定制设计流程。
台积电	<ul style="list-style-type: none"> 台积电 2nm 试产前置作业中, 需要英伟达、ASML 以及公司的共同参与。需要台积电在英伟达 cuLitho 软件库上运行新思的 OPC 软件, 提高计算光刻任务的处理速度。 公司携手台积电和 Ansys 持续加强多裸晶芯片系统设计与制造方面的合作, 为台积电先进的 7 纳米、5 纳米和 3 纳米工艺技术上的多裸晶芯片系统设计, 提供业界领先的全方位 EDA 和 IP 解决方案。 公司宣布扩大与台积电的战略技术合作, 以提供更高水平的系统集成, 满足高性能计算 (HPC) 应用中日益增加的关键性能、功耗和面积目标。双方客户可通过公司的 3DIC Compiler 平台, 高效访问基于台积电 3DFabric™ 的设计方法, 在台积电集成片上系统 (TSMC-SoIC™) 技术中提供 3D 芯片堆叠支持, 并在集成扇出 (InFO) 和基底晶片芯片 (CoWoS®) 技术中提供 2.5/3D 先进封装支持。
是德科技	与是德科技的射频集成电路 (RFIC) 设计和交互式电磁工具 (EM) 分析工具, 以及 Ansys 电磁建模和签核电源完整性解决方案共同构建了面向台积电的 N4PRF (4 纳米射频 FinFET 工艺) 全新参考流程。
ARM	为应对低至 2 纳米的先进制程上高度复杂移动芯片设计挑战, 公司基于 Arm 2023 全面计算解决方案(TCS23), 加强双方在人工智能增强型设计方面的合作。

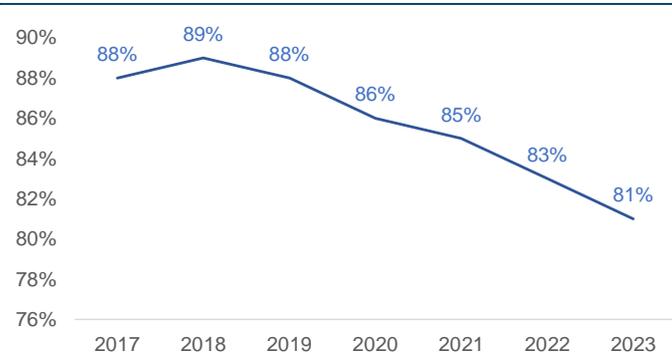


来源：公司官网，eet-china，国金证券研究所

- 半导体行业对成本敏感，先进制程芯片从开发到流片投入动辄数亿元，工艺制程越先进、流片成本越高，更换 EDA 软件可能带来潜在的良率不稳定，且重新培训公司技术人员学习 EDA、迁移底层数据的成本也较高，因而下游客户一般不会轻易更换 EDA，以规避潜在经济损失。
- 出于迅速定位并处理问题的需求，大部分芯片公司不希望对接繁多的 EDA 供应商，而是希望少数几家公司能合作完成全流程工具，因而 EDA 龙头发展的过程中持续进行并购整合。

快速迭代的下游需求、以及稳固且集中的行业格局使得 EDA 公司兼具变化快和粘性强的特点，这种特点在软件行业较为稀缺。2017~2023 财年 Recurring 收入占公司总营收比重超过 80%，近年 Recurring 收入占比有所下滑，主要系 IP 及硬件等一次性收入相关的营收占比提升。2023 财年，公司、Cadence 以及 Ansys 的毛利率均超过 75%，净利率均超过 20%，处于美股软件板块前 10% 的区间。公司的毛利率、净利率、人均创收及创利水平平均略低于同行业上市公司，主要受低毛利的软件质量与安全板块拖累。

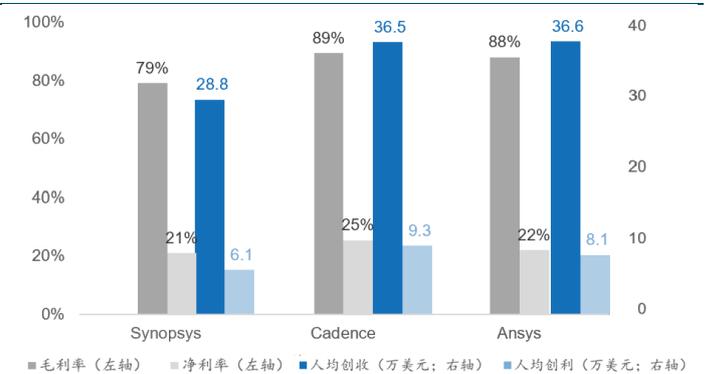
图表9：2017~2023 财年，公司 Recurring 收入占比均超过 80%



来源：公司公告，国金证券研究所

说明：1) 公司仅披露了 2017 财年及之后的 Recurring 收入占比；2) 公司 Recurring 收入的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。

图表10：公司毛利率、净利率及人效略低于同行业公司



来源：各公司官网，国金证券研究所

说明：图中所列示经营数据均为各家公司 2023 财年数据。

2. AI 及 Multi-Die 打开公司 EDA 业务空间

据公司测算，2023 年 EDA 行业的市场规模约为 104.6 亿美元，2018~2023 年行业复合增速约为 12%，主要受到半导体行业研发投入增长、工艺的复杂度提升、以及新设计需求（如 AI 加速计算、ADAS）增加所驱动；公司测算 2023~2028 年行业复合增速展望约为 12%，主要受到埃米级设计需求增加、Multi-Die 系统级设计、加速计算等需求驱动，公司预计 AI 的发展有望将 2023~2028 年的行业复合增速由 12% 提升至 14%。

近年公司 EDA 营收增速超过行业，主要系公司在各个 EDA 环节均具备领先的产品、在先进制程芯片中占比较高。且公司较为擅长的数字设计及验证 EDA 相较数模混合、制造及 PCB EDA 增长更快。据公司测算，2020~2023 年数字设计和验证 EDA 市场复合增速约为 15%，而其他类型的 EDA 同期复合增速约为 12%。

图表11：公司在 EDA 各个环节均具备领先产品

系统级设计	设计	验证	物理实现	签核	测试及生命周期管理	TCAD、OPC、Smart Mfg.
Platform Architect	Design Compiler	VCS	Fusion Compiler	Prime Time	TestMAX DFT/ATPG	Proteus OPC
3DIC Compiler	Fusion Compiler	Verdi	DSO.ai	StarRC	TSO.ai	Sentaurus TCAD
3DSO.ai	Custom Compiler	VSO.ai	Custom Compiler	PrimePower	PVT Sensors	Fab.da
	Design.da	VC SpyGlass	Design.da	IC Validator	Path-Margin IP	
		PrimeSim	ASO.ai		Silicon.da	



来源：公司官网，国金证券研究所

AI的发展为EDA带来了新的机遇：

1) 大模型对先进制程的芯片、先进的EDA工具提出了更高的要求。2024年英伟达发布的B200采用4nm工艺、具有2,080亿个晶体管，而2020年发布的A100芯片采用7nm工艺、具有540亿个晶体管；随着大模型参数规模的扩大，预计对先进制程、先进的EDA工具提出更高要求。

2) AI赋能EDA工具，使其帮助用户实现自动设计优化、数据分析、知识管理、修改代码等功能，提升研发效率。公司预计，AI工具的应用有望将EDA行业2023~2028年的市场空间复合增速由12%提升至14%。

■ 2020年3月，公司推出了业界首款由AI驱动的设计解决方案DSO.ai；2023年3月分别推出业界首款由AI驱动验证、测试解决方案VSO.ai和TSO.ai。其中DSO.ai至2023年已经被英伟达、AMD、Intel等20位客户应用于187项设计项目，预计至2024年有35家客户应用将其应用于320项设计项目；预计DSO.ai的应用有望将相关订单的合同额提升20%。以2020年秋季开始应用DSO.ai工具的三星电子为例，传统的设计空间探索是一项劳动密集型工作，通常需要基于过去的经验进行数月实验，而DSO.ai可以大幅扩展芯片设计工作流程中对各种选择的探索范围，同时对不太重要的决策实现大批量自动化处理，从而为三星节省了数周的设计时间。

■ 2023年9月，公司推出了业界首款由AI驱动的芯片数据分析整体解决方案。其中Design.da对来自Synopsys.ai设计执行的数据进行深度分析，为开发者提供可视化和可操作的设计分析，挖掘功耗、性能和面积(PPA)优化的机会；Fab.da用于分析大量来自晶圆厂设备流程的控制数据，从而提高制造良率；Silicon.da收集来自测试设备的芯片生产测试数据，以改进如良率、吞吐量等芯片生产指标和功耗、性能等芯片运行指标；

■ 2023年11月，公司推出了Synopsis.ai Copilot，指导各经验程度的设计人员提升设计效率，并协助识别及修复代码错误，优化设计功耗等。

图表12：公司自2020年起，持续将AI技术应用于EDA工具、数据分析等领域

类别	推出时间	工具名称	功能	效果
全流程优化	2020.03	DSO.ai	· Design Space Optimization, 业界首款AI芯片设计工具。通过获取由芯片设计工具生成的大数据流，用其来搜索设计空间，同时调整设计选择、技术参数和工作流程，自主执行如调整工具等次要决策，从而缩短设计时间。	· 缩短设计时间，高性能GPU、低功耗通讯CPU、高性能手机CPU、汽车SOC均只需1位工程师即可设计完成，高性能手机CPU能耗下降28%，至2023年末已参与300次流片。
	2023.03	VSO.ai	· Verification Space Optimization, 业界首款AI驱动的芯片验证解决方案，助力进行更快的验证、发现更多验证中的问题、并进行数据分析。	· 减少验证周转时间、提升验证覆盖率。如手机SoC验证周转时间降至1/8、验证覆盖率提升3%；汽车SoC验证周转时间降至1/2、验证覆盖率提升10%。
	2023.03	TSO.ai	· Test Space Optimization, 业界首款AI驱动的芯片测试解决方案，助力找到最佳测试解决方案、缩短测试时间。	· 手机芯片测试向量减少45%~70%、SoC测试向量减少18%~60%、GPU测试向量减少19%~25%，从而减少测试时间。
	2023.12	ASO.ai	· Analog Space Optimization, 助力模拟芯片的设计、仿真、验证、物理实现。	· 已被Intel、三星、台积电采用，整体周转率提升3倍。
	2024.03	3DSO.ai	· 2.5D及3D多晶核设计解决方案，内置于公司3DIC Compiler中。采用高速集成式分析引擎，可以优化信号完整性、热完整性和功耗-网络设计。	· 目前已向早期用户开放，生产效率提升10倍
数据分析	2023.09	Design.da	· Design Analytics, 对来自Synopsys.ai设计执行的数据进行深度分析，为开发者提供全面的可视化和可操作的设计分析，从而挖掘功耗、性能和面积(PPA)优化的机会。	-
	2023.09	Fab.da	· Process Control Analytics, 用于存储和分析大量来自晶圆厂设备流程的控制数据，从而提高操作效率并极大地提	-



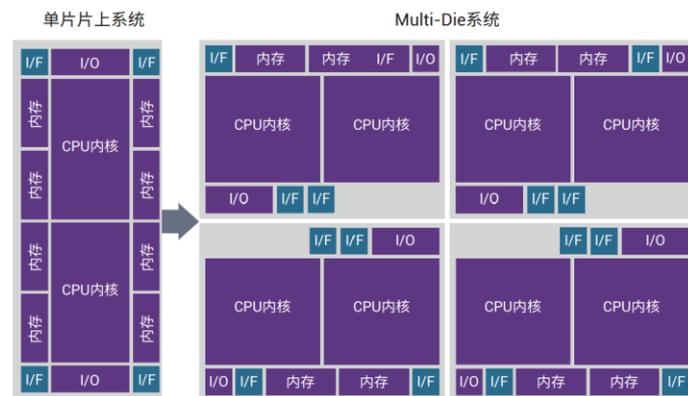
			高产品质量和制造良率。	
	2023.09	Silicon.da	· Production Analytics, 收集来自测试设备的千兆字节级芯片监控、诊断和生产测试数据, 以改进质量、良率和吞吐量等芯片生产指标以及功耗和性能等芯片运行指标。	-
生成式 AI	2023.11	Synopsis.ai Copilot	· 专业知识助手、代码纠错、工作流指引。	· 已被 AMD、Intel、微软采用

来源: 公司官网, 国金证券研究所

高性能计算带来的 Multi-Die 设计需求也打开了 EDA 的应用空间。世界对万物智能应用的需求不断增长, 但摩尔定律正在趋近极限, 如果想增加更多晶体管来满足应用需求, 就需要增加更多芯片。将 SoC (单片片上系统) 分解成多个更小的裸片解决了芯片设计学习曲线和良率的问题, 通过在 Multi-Die 系统中重复使用经验证的裸片, 团队可以加快芯片上市。目前英伟达的 Grace Hopper 系列芯片、谷歌的 TPU v5 芯片、AMD Instinct MI300 芯片、Intel Clearwater Forest 芯片均采用 Multi-Die 设计。与设计 SoC 不同, Multi-Die 系统的分区、实现、验证、签核和测试等每一步, 都必须从系统整体的角度去考虑, 这对芯片全流程设计提出了新的需求。

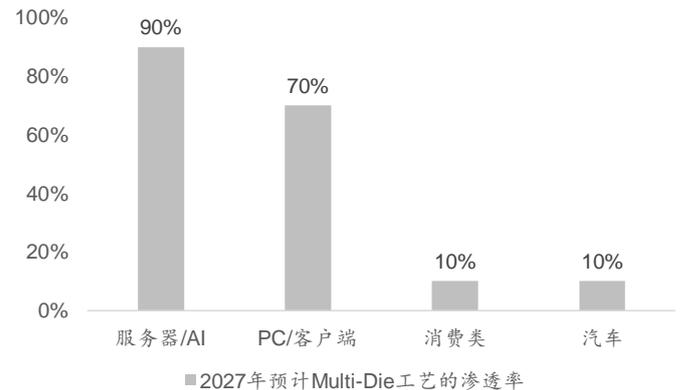
2020 年 4 月, 公司推出业界首个加速 2.5D 和 3D Multi-Die 设计和全系统集成的统一平台 3DIC Compiler; 2020 至 2023 财年, 公司的系统级软件 and 全生命周期管理软件的营收复合增速达到 30%。公司预计至 2027 年, 90% 的服务器和 AI 芯片、70% 的 PC 芯片、10% 的消费芯片、10% 的汽车芯片有望采用 Multi-Die 设计。出于提供从设计到制造全流程解决方案的考虑, 公司预计将于 2025 年并购物理仿真龙头 Ansys。

图表 13: 与 SoC 相比, Multi-Die 系统具有更高的 PPA 和良率



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 14: 预计 Multi-Die 工艺在各类芯片的渗透率提升



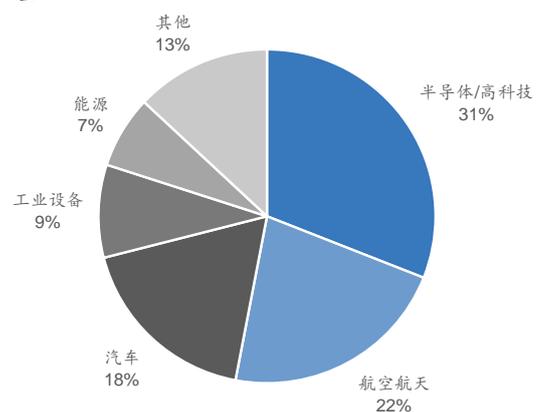
来源: 公司官网, 国金证券研究所

并购 Ansys 后, 公司不仅补充了仿真、物理数据分析、模拟和射频 EDA 等产品, 市场空间预计扩大 100 亿美元, 也有利于拓展诸如航空航天、汽车、工业设备等垂直领域的客户。

图表 15: 并购 Ansys 有助于公司拓展产品矩阵和客户类型

	Synopsys	Ansys	合并后
2023 年空间	EDA+IP 市场约 175 亿美元。其中 EDA 104.6 亿美元, IP 70.4 亿美元	物理仿真及数据分析市场约 100 亿美元	EDA+IP+ 物理仿真+数据分析市场共计 275 亿美元
2023~2028 年复合增速	12%	10%	11%
客群	85% 来自半导体, 15% 来自垂直行业	31% 来自半导体, 69% 来自垂直行业	增加了 Synopsys 的垂直行业客户
AI 和云	均为业界首个推出 AI 和云的 EDA 公司	在第三代云产品的基础上推出了 AI 产品	-

图表 16: Ansys 具有较好的航空航天、汽车、工业等行业客户基础





来源：公司官网，Ansys官网，IP Nest，国金证券研究所

来源：Ansys官网，国金证券研究所
说明：上图为 Ansys 2023 财年客户营收占比。

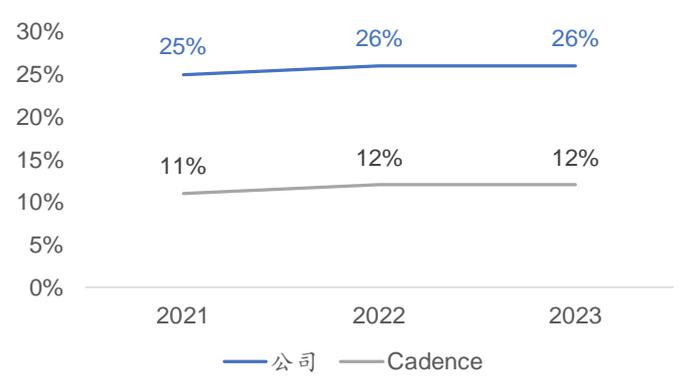
3. 公司在设计 IP 领域的市占率持续提升

公司于上世纪 90 年代开始进入 IP 领域，当时半导体产业规模还较小，而公司较早推出了 DesignWare Foundation Library，目前拥有业内最广泛的 IP 组合。至 2023 财年，公司 IP 相关营收达 15.4 亿美元，市占率达 21.9%，较 2018 财年提升约 5.1pct，目前市占率位居全球第二、仅次于 ARM。其中，公司在接口 IP、存储 IP、模拟 IP 和物理 IP 领域的市占率处于领先地位，随着 ARC-V（适用于 RISC-V 架构）、AI 加速芯片以及 DSPs 的发展，公司在处理器 IP 领域的份额也在提升。2023 财年 IP 占公司营收比重达 26%，由于公司 IP 业务起步较早、也进行了大量相关收购，因而营收占比相比 IP 业务起步较晚的 Cadence 更高。

图表 17：2023 年公司市占率位居全球设计 IP 市场第二



图表 18：公司 IP 营收占比高于 Cadence

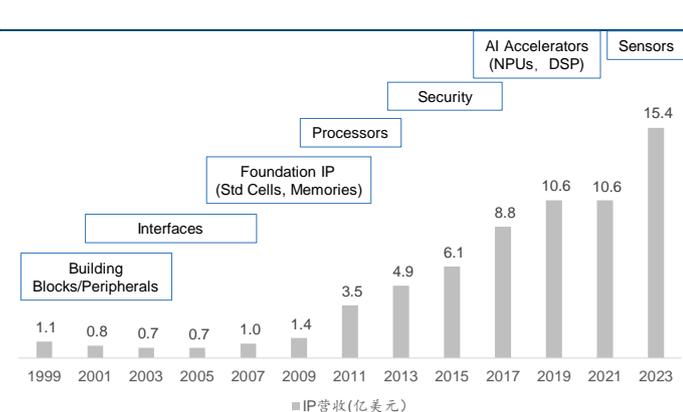


来源：IP Nest，EDN China 电子技术设计官网，电子工程专辑，Yolegroup，Design and reuse，国金证券研究所
说明：公司 IP 业务收入的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。

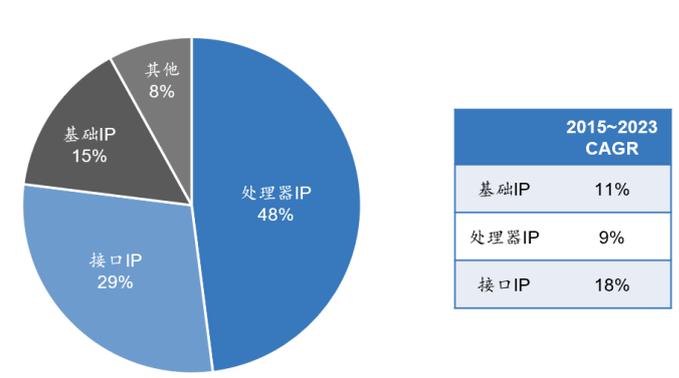
来源：公司官网，Cadence 官网，国金证券研究所
说明：两家公司公司 IP 业务收入的统计年份均为财年口径。

据公司和 IP Nest 测算，2023 年第三方设计 IP 市场规模约为 70.5 亿美元，2015~2023 年第三方设计 IP 行业复合增速约为 11%，而同期公司 IP 营收复合增速为 19%，主要系公司在接口 IP、基础 IP 领域处于领先地位，而接口 IP、基础 IP 的增速超过处理器 IP 及其他 IP。此外，EDA 公司在获取设计厂商反馈方面和获取方面有天然优势，设计厂商的反馈可以帮助公司打磨 IP，且客户在使用 EDA 工具的过程中也可以更便捷地使用 IP。

图表 19：公司 IP 的演进历程



图表 20：2015~2023 年，公司领先的接口 IP 和基础 IP 复合增速高于处理器 IP



来源：公司官网，国金证券研究所
说明：公司 IP 业务收入的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。

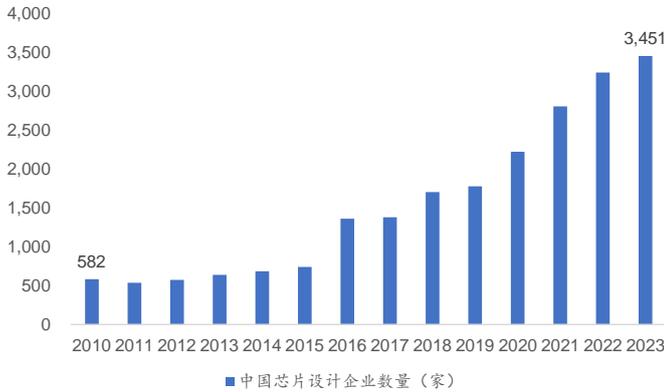
来源：IP Nest，公司官网，国金证券研究所

根据公司官网，2023~2028 年第三方设计 IP 行业复合增速展望约为 15%，芯片设计企业数量的增加与非核心设计外包的趋势增加了 IP 的需求。以中国为例，2023 年芯片设计企业数量为 3,451 家，是 2010 年芯片设计企业数量的 5.9 倍，2010~2023 年芯片设计企业复合增速为 14.7%。在 AI 浪潮之下，微软、苹果、特斯拉、亚马逊等公司也纷纷自研 AI 芯片。非核心设计进行外包的趋势也增加了第三方 IP 采购的比例，2023 年大部分芯片设计的 IP 均采购自第三方。此外，由于 IP 的应用可以降低芯片的设计成本和设

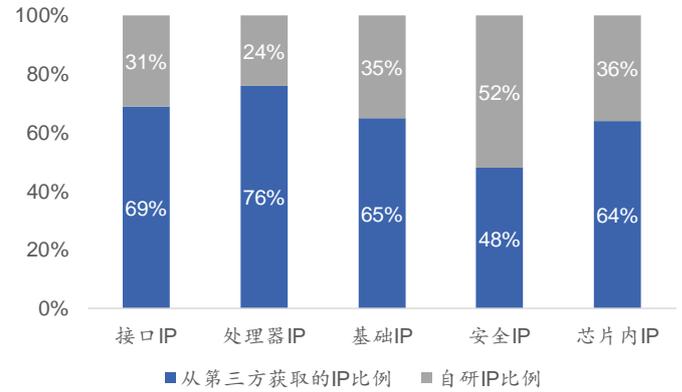


计风险、提升设计速度，而 AI、汽车、云计算等提出了复杂的芯片设计要求，市场对 IP 的需求在提升。

图表21：中国芯片设计企业数量平稳快速增长



图表22：2023年，大部分芯片IP从第三方取得



来源：SEMI 大半导体产业网，中国集成电路设计业 2023 年会暨广州集成电路创新发展高峰论坛，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

■ 核心假设：

2024 年 5 月，公司将软件质量与安全业务以 21 亿美元的价格出售，虽然该业务将于 2024 年下半年才会完成交割，但公司 2024 年第二季度财务报告已经剔除了该项业务，因而我们对公司 2024~2026 财年的盈利预测均剔除软件质量与安全业务。此外，公司预计将于 2025 年上半年并购 Ansys，但由于仍需获得必要的监管部门批准以及其他惯例成交条件，并购事项有一定不确定性，因而我们对公司 2024~2026 财年的盈利预测均未包含对 Ansys 的盈利预测。

1) 营业收入：

- EDA：根据公司官网，2023~2028 年 EDA 行业复合增速展望约为 12%，AI 的发展有望将 2023~2028 年 EDA 行业复合增速提升至 14%。考虑到公司目前 AI 产品的客户较少，并结合 2024 年上半财年 EDA 业务同比增长 12.3%，我们谨慎预计 2024~2026 财年公司 EDA 产品营收增速分别为 12%、13%、14%。
- IP：根据公司官网，2023~2028 年 IP 行业复合增速展望约为 15%，考虑到公司 IP 业务市占率持续提升，我们预计公司增速略高于行业增速。假设 2024 下半财年 IP 业务增速为 15%，结合上半财年 IP 业务同比增长 36.3%，综合预计公司 2024 财年 IP 业务同比增长 24%。预计 2025~2026 财年 IP 业务增长略快于行业增速，均为 16%。
- 软件质量与安全：2024 年 5 月，公司以 21 亿美元的对价将该业务出售给 Clearlake Capital 和 Francisco Partners，预计将于 2024 年下半年完成交割。由于公司 2024 年 Q2 财报的营收中已经剔除了该业务，因而 2024~2026 财年的营收预测也剔除该业务。

图表23：以订单作为领先指标，2024 财年公司营收增速有望快于 2023 财年





来源：公司公告，wind，国金证券研究所

说明：1) 根据公司公告，约有 40% 的订单会在下一财年被确认收入，剩下的订单会在未来 3 年确认收入，因而我们定义领先订单 $T_n = \text{订单}_{T-1} * 40\% + (\text{订单}_{T-2} + \text{订单}_{T-3} + \text{订单}_{T-4}) / 3 * 60\%$ ；2) 公司营业收入的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。

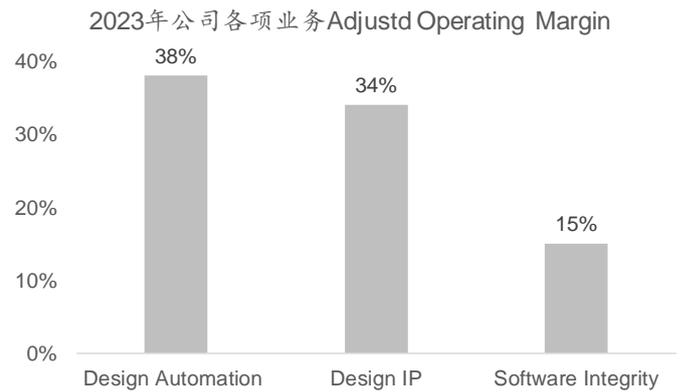
- 毛利率：由于被剥离的软件质量与安全业务毛利率相对较低，我们认为 2024 财年公司毛利率略有回升，参考 2024 上半财年公司毛利率为 80.5%，假设 2024 财年公司毛利率为 80.5%。此外，由于公司近年逐步推出 ZeBu 系列硬件仿真系统，我们预计公司毛利率之后可能略微下滑，预计 2025~2026 财年毛利率分别为 80.3%、80.1%。
- 销售、管理及研发费用：2024 年 5 月，公司指引 2024 财年 GAAP expenses 为 45.59~46.14 亿美元，同比增长-0.3%~0.9%；主要系软件质量与安全业务预计剥离，因而相应成本费用也进行了剥离。

我们认为公司销售费用具有规模效应，预计费用率呈下滑趋势，预计 2024~2026 财年费用率分别为 15.0%、14.5%、14.0%。2024 年上半财年，公司为并购 Ansys 多支付了 0.42 亿美元法务和咨询费用，因而 2024 上半财年管理费用率增长，假设 2024 财年管理费用率为 7.4%；预计 2025、2026 财年无需支付相关费用，因而假设管理费用率下降，预计 2025、2026 财年管理费用率分别为 7.0%、6.8%。由于 AI、Multi-Die 等技术仍处于快速发展之中，预计研发费用率呈提升趋势，预计 2024~2026 财年研发费用率分别为 34.0%、34.3%、34.5%。

图表24：近年公司费用率整体持平略降



图表25：被剥离的软件质量与安全业务 Adjusted Operating Margin 相对较低



来源：公司公告，国金证券研究所

说明：公司销售费用率、管理费用率、研发费用率的统计年份均为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。

来源：公司公告，国金证券研究所

说明：公司各项业务 Adjusted Operating Margin 的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。

■ 盈利预测：

基于上述假设，我们预计公司 2024~2026 财年公司实现营业收入 61.4/69.8/79.9 亿美元，同比增长 5.0%/13.7%/14.4%。2024 年 Q2 财报开始，公司剔除了软件质量及安全业务，因而我们对 2024~2026 财年的盈利预测中也剔除了该业务；但 2022~2023 财年包含了软件质量与安全业务的营收和净利润贡献，使得 2024 财年表观营业收入仅增长 5.0%。2024 年上半财年，公司剔除软件质量及安全业务之后的营业收入为 29.7 亿美元，同口径下同比增长 18.8%；若同时剔除 2023~2024 财年软件质量与安全业务的影响，我们预计 2024 财年营业收入为 61.4 亿美元，同比增长 15.5%。

我们预计 2024~2026 年 GAAP 归母净利润为 14.0/16.1/18.7 亿美元，分别同比增长 13.7%/15.0%/16.0%，对应 GAAP EPS 8.96/10.31/11.96 美元。Non-GAAP 归母净利润分别为 22.0/26.1/30.7 亿美元，分别同比增长 26.6%/18.7%/17.5%，对应 Non-GAAP EPS 14.1/16.7/19.6 美元。

图表26：盈利预测核心假设

单位：亿美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	50.8	58.4	61.4	69.8	79.9	
YOY		20.9%	15.0%	5.0%	13.7%	14.4%
—EDA	32.0	36.8	41.2	46.6	53.1	



	YOY	37.0%	15.1%	12.0%	13.0%	14.0%
—Design IP		13.2	15.4	19.2	22.3	25.8
	YOY	-10.1%	17.3%	24.0%	16.0%	16.0%
—Software Integrity		4.7	5.3	-	-	-
	YOY	18.3%	12.6%	-	-	-
毛利率		79.1%	79.1%	80.5%	80.3%	80.1%
销售费用率		15.3%	15.2%	15.0%	14.5%	14.0%
管理费用率		7.0%	7.0%	7.4%	7.0%	6.8%
研发费用率		33.1%	33.3%	34.0%	34.3%	34.5%

来源：wind，国金证券研究所

说明：1) 由于公司目前尚未成功并购 Ansys，因而上述盈利预测未考虑并购 Ansys 带来的影响；2) 由于公司 2024 年 Q2 财务报表已经剥离 Software Integrity 业务，因而 2024-2026 财年盈利预测也相应剔除该业务，但 2022-2023 财年包含了 Software Integrity 的业绩；3) 公司盈利预测的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。

■ 投资建议及估值：

我们采用市销率法对公司进行估值，选取 Cadence、Ansys 以及 Autodesk 作为可比公司，考虑到公司为行业龙头，有一定估值溢价，因而对照同行业市占率第二的公司 Cadence，给予公司 2024 财年 18 倍 PS 估值，目标价 707.78 美元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

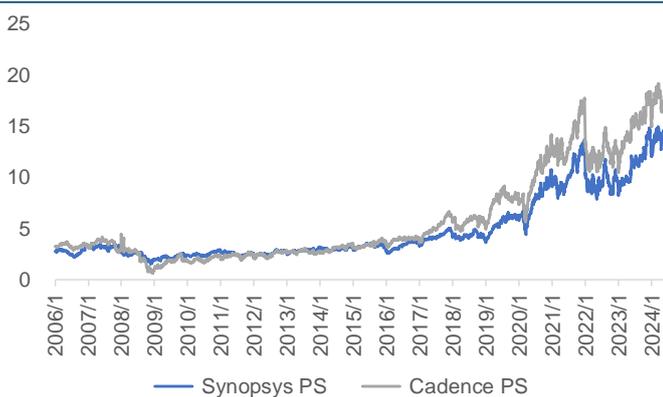
图表27：可比公司估值比较（市销率法）

代码	名称	股价 (美元)	SPS					PS				
			2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
CDNS.O	Cadence	312.10	10.93	13.13	15.18	16.98	19.25	17.06	12.23	17.94	18.38	16.21
ANSS.O	Ansys	323.17	21.92	23.69	25.97	27.66	30.15	18.30	10.20	13.97	11.68	10.72
ADSK.O	Autodesk	225.87	17.07	19.76	22.96	25.45	27.94	16.48	9.46	10.61	8.88	8.08
平均数								17.28	10.63	14.17	12.98	11.67
SNPS.O	Synopsys	590.21	26.73	32.47	37.65	39.33	44.73	13.79	9.83	13.68	15.01	13.19

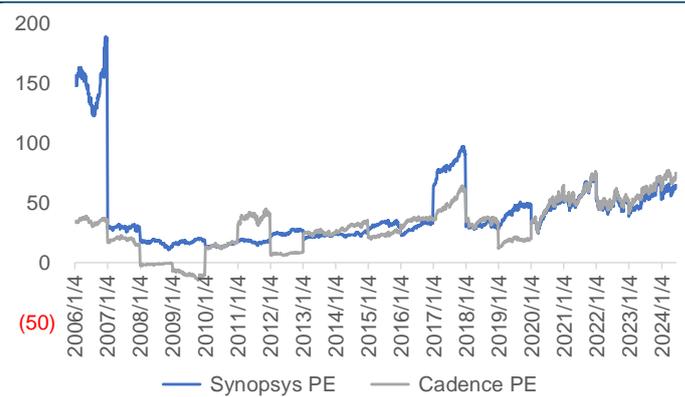
来源：Bloomberg，国金证券研究所

说明：1) 以北京时间 2024 年 6 月 15 日收盘价计算现价对应 PS；2) Cadence、Ansys、Autodesk 盈利预测均参考 Bloomberg 一致预期；3) 由于 Cadence 和 Ansys 盈利预测仅到 2025 财年，因而上表仅列示数据至 2025 财年；4) 计算 EPS 采用公司对 2024 财年指引 1.55-1.57 亿股，以 1.56 亿股进行计算；5) 各家公司盈利预测的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。

图表28：当前公司市销率处于历史高位



图表29：公司市盈率处于近6年高位



来源：wind，国金证券研究所

说明：2024 财年公司营业收入采用国金证券盈利预测，Cadence 营业收入采用 Bloomberg 分析师一致预测。

来源：wind，国金证券研究所

说明：2024 财年公司净利润采用国金证券盈利预测，Cadence 净利润采用 Bloomberg 分析师一致预测。

5. 风险提示

■ Ansys 收购失败或并购整合不及预期的风险

2024 年 1 月 16 日，公司与 Ansys 宣布已就公司收购 Ansys 事宜达成了最终协议，将打造从芯片到系统设计解决方案领域的全球领导者。根据协议条款，Ansys 股东每股股票将获得 197.00 美元现金和 0.3450 股新思科技普通股，按 2023 年 12 月 21 日公司普通股的收盘价计算，该收购总价值约为 350 亿美元。该交易预计将于 2025 年上半年完成，



但需获得 Ansys 股东的批准、获得必要的监管部门批准以及其他惯例成交条件。

2024 年 5 月，该并购已经获得 Ansys 股东大会批准同意，并得到了中国政府的批准同意，但若该交易未能获得其他必要的监管部门批准，未达成其他惯例成交条件、或两家公司未来并购整合不及预期，可能会对公司业务向物理仿真领域深入拓展造成影响。

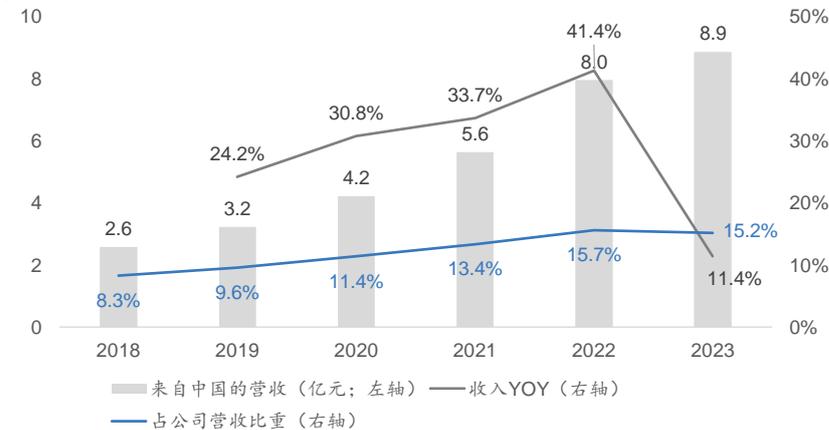
■ 半导体行业下行或竞争格局变化的风险

若半导体行业下行，可能会对公司下游需求造成影响，从而使得实际经营低于我们预期。此外，中国正在半导体 EDA 领域持续发力，若国内 EDA 随着下游先进制程的持续突破而迅速发展，可能会加剧行业竞争。

■ 国际局势紧张的风险

若公司未能遵守出口相关法律法规，可能会面临罚款、或者不能参与某些国际交易。如 2022 年 10 月，美国商务部对中华人民共和国实施先进计算和半导体制造的出口管制新规，公司与先进计算和高性能芯片相关的产品受到限制；2023 年，公司收到美国商务部工业与安全局（U.S. Bureau of Industry and Security）的传票，要求提供与某些中国公司主体的往来文件。2023 财年，公司来自中国的营收为 8.9 亿美元，占公司总营收比重达 15.2%；若国际局势紧张，美国限制公司与美国、俄罗斯等国家的生意往来，可能会对公司整体经营产生影响。

图表30：2023 财年来自中国的营收占总营收比重达 15.2%



来源：公司官网，国金证券研究所

说明：公司营收及来自中国营收的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。


附录：损益表预测摘要
利润表

单位：美元（百万）

项目/报告期	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,204	5,082	5,843	6,136	6,978	7,986
营业成本	862	1,064	1,222	1,196	1,375	1,589
销售费用	712	780	889	920	1,012	1,114
管理费用	323	354	410	451	487	546
研发费用	1,505	1,680	1,947	2,083	2,396	2,755
无形资产摊销	34	30	28	30	30	30
裁员支出	33	12	77	-	-	-
营业利润	735	1,162	1,269	1,455	1,678	1,952
利息及其他收入	71	-47	33	34	34	34
除税前利润	806	1,116	1,302	1,489	1,712	1,986
所得税	49	137	84	104	120	139
净利润（含少数股东损益）	756	978	1,218	1,384	1,592	1,847
少数股东损益	-1	-6	-12	-14	-16	-16
GAAP 归母净利润	758	985	1,230	1,398	1,608	1,865
Non-GAAP 归母净利润	1,077	1,393	1,737	2,198	2,608	3,065

来源：公司公告，国金证券研究所

说明：1) 由于公司目前尚未成功并购 Ansys，因而上述盈利预测未考虑并购 Ansys 带来的影响；2) 由于公司 2024 年 Q2 财务报表已经剥离 Software Integrity 业务，因而 2024~2026 财年盈利预测也相应剔除该业务，但 2021~2023 财年包含了 Software Integrity 的业绩；3) 公司盈利预测的统计年份为财年口径，如公司 2023 财年为 2022 年 11 月至 2023 年 10 月。


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究