



买入（首次）

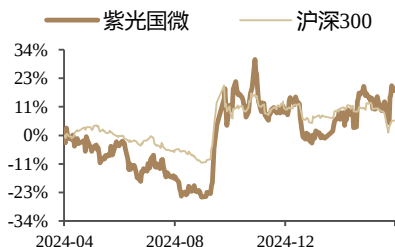
所属行业：电子/半导体
当前价格(元)：70.59

证券分析师

李宏涛
资格编号：S0120524070003
邮箱：liht@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.99	9.09	17.91
相对涨幅(%)	7.16	13.65	19.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

紫光国微（002049.SZ）：特种信息化加速，汽车电子打开新增长极

投资要点

政策指引，特种业务或迎边际改善。由于特种集成电路产品销售及盈利能力承压，公司 2022 年开始，营收增长放缓并从 2023 年开始收缩。净利润率从 2022 年开始收缩。根据国务院数据，中国芯片自给率要在 2025 年达到 70%。截至 2023 年，我国芯片自给率超 25%，向上仍有空间。3 月 5 日，国务院总理李强在政府工作报告中谈及国防和军队建设。明确提出抓好军队建设“十四五”规划收官，加紧实施国防发展重大工程，加快推进网络信息体系建设。公司在特种集成电路领域积累深厚，结合行业本身较高的准入壁垒，公司或将在特种行业信息化加速浪潮中充分受益。

智能芯片布局充分，汽车电子带来新增量。紫光国微控股子公司紫光同芯已发展成为业界领先的芯片及解决方案提供商，累计出货超过 250 亿颗。中国二代居民身份证芯片市场占有率 25%；全球 SIM 芯片市场份额名列前茅。根据智研咨询数据，2018-2023 年 IC 卡市场规模年均复合增速约 6.17%。2024 年全国 IC 卡市场规模有望增至 140 亿元以上，增长趋势持续。2024 年，公司发布了第二代汽车域控芯片产品 THA6206，这是国内首颗通过 ASIL D 产品认证的 R52+内核车规 MCU。2025 年公司高端旗舰级新品 THA6412 已向多家头部汽车客户成功送样。伴随“智驾平权”的影响，下游车端芯片需求或迎来量价齐升。

晶振市场供给、需求共振上行，产能扩张充分享受内循环增长。根据恒州诚思 YHResearch 全球石英晶振市场 2023 年至 2030 年的年均复合增速为 10.96%。从石英晶振的需求来看，中国 2023 年市场规模为 9.78 亿美元，约占全球的 30%。预计中国市场规模 2030 年将达到 22.98 亿美元，届时全球占比将达到 34%。从生产角度来看，中国 2023 年占有 30% 的市场份额，预计 2030 年份额将达到 35%。公司在湖南省岳阳市城陵矶新港区投资建设超微型石英晶体谐振器生产基地项目，项目总投资为 3.55 亿元，项目建成后将实现年产 7.68 亿支（设计产能）超微型石英晶体谐振器。

投资建议：我们预计 2024-2026 年公司总收入分别为 55/67/83 亿元，归母净利润分别为 12/16/22 亿元。参照 2025 年 4 月 11 日收盘价 71.7 元/股，对应 PE 分别为 50.98/37.10/27.61 倍。根据主营业务对比，选取复旦微电、国科微、瑞芯微作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 倍数为 105.66/72.33/53.75 倍。2024 年公司市盈率低于可比公司平均水平。我们认为特种信息化将加速建设同时汽车行业高景气度持续，公司或将充分受益。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1、特种需求不及预期；2、车端芯片需求不及预期；3、晶振产品需求不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	849.62		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	849.42	营业收入(百万元)	7,120	7,565	5,511	6,701	8,299
52 周内股价区间(元):	45.04-77.97	(+/-)YOY(%)	33.3%	6.3%	-27.2%	21.6%	23.8%
总市值(百万元):	59,974.92	净利润(百万元)	2,632	2,531	1,195	1,642	2,207
总资产(百万元):	16,650.01	(+/-)YOY(%)	34.7%	-3.8%	-52.8%	37.4%	34.4%
每股净资产(元):	14.34	全面摊薄 EPS(元)	3.10	2.98	1.41	1.93	2.60
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	63.8%	61.2%	49.6%	52.6%	54.6%
		净资产收益率(%)	27.1%	21.7%	9.5%	11.9%	14.2%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 24 年深耕电子元器件，多次并购形成丰富产业布局	5
1.1. 历经 24 年多次并购，形成三大产品格局	5
1.2. 股权结构调整完成，管理层从业经历深厚	6
1.3. 特种业务承压，高研发费用率博弈未来产业	8
2. 国产替代逻辑仍存，公司特种集成电路行业领先	9
2.1. 我国集成电路产业进口依赖度高，高端产品竞争力不足	9
2.2. 集成电路国产化率不足，政策支撑国产替代发展	10
2.3. 公司处于领先地位，特种集成电路行业进入壁垒高	12
3. 智能安全芯片业务持续增长，车端芯片带来新空间	13
3.1. 聚焦智能芯片，受益 IC 芯片市场持续增长	13
3.2. 汽车电子领先布局，智驾平权带来业务新增长	14
3.3. 市场规模+国产份额共振提升，晶体元器件扩产充分受益	15
4. 收入预测及估值分析	16
4.1. 收入预测	16
4.2. 估值分析	17
5. 风险提示	17

图表目录

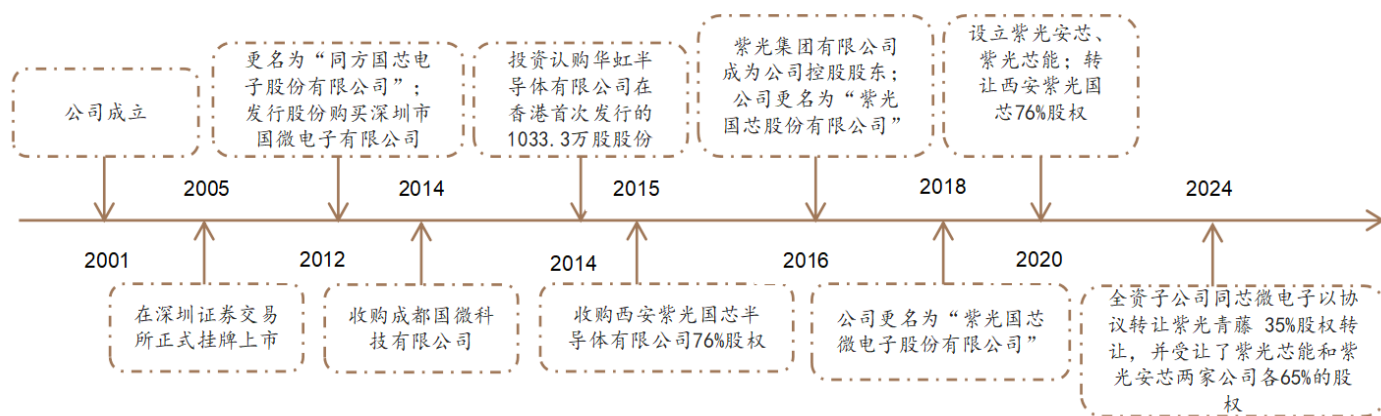
图 1: 紫光国微历史沿革	5
图 2: 2019-2024H1 公司营收拆分 (亿元)	6
图 3: 2020-2024H1 公司营收比例拆分	6
图 4: 紫光国微股权结构 (截至 2024-6-30)	7
图 5: 2019-2024 年公司营收/净利润及增长 (亿元, %)	8
图 6: 2019-2024 前三季度公司毛利率、归母净利润率、ROE	8
图 7: 2019-2024 年前三季度公司费用率情况	9
图 8: 2007-2024 年我国集成电路试算平衡数据 (亿块)	9
图 9: 2007-2024 年我国集成电路进出口数据 (亿美元)	10
图 10: 2021 年中国 FPGA 芯片市场份额	10
图 11: 2024 年三季度全球 DRAM 市场份额占比	11
图 12: 2024 三季度全球 NAND Flash 市场份额占比	11
图 13: 2020-2023 年我国国防支出 (亿元) 及增速	11
图 14: 2018-2023 中国 IC 卡市场规模及增速 (亿元, %)	14
图 15: 2019-2021 年全球智能卡卡市场占比	14
图 16: 2024-2025 年广义乘用车月度产量数据 (左轴: 万辆, 右轴: %)	15
图 17: 比亚迪 2024 年月度销售数据 (台)	15
图 18: 比亚迪全系搭载天神之眼智驾	15
图 19: 2019-2030 年全球石英晶振市场销售额及增速 (亿美元)	16
图 20: 2023 年石英晶振市场份额 (消费、生产)	16
表 1: 紫光国微主要业务板块	5
表 2: 紫光国微重要控股公司	7
表 3: 紫光国微管理层履历	7
表 4: 集成电路分级对比	12
表 5: 公司智能安全芯片产品	13
表 6: 公司营业收入预测及拆分 (百万元)	16
表 7: 可比公司估值	17

1. 24 年深耕电子元器件，多次并购形成丰富产业布局

1.1. 历经 24 年多次并购，形成三大产品格局

公司前身“唐山晶源裕丰电子股份有限公司”于 2001 年成立，2005 年深交所上市。2012 年更名为“同方国芯电子股份有限公司”，并于同年发行股份购买深圳市国微电子有限公司、北京同方微电子有限公司。2014 年为促进公司集成电路设计业务的产业链战略合作，投资认购华虹半导体有限公司在香港首次发行的 10,333,000 股股份。2016 年，紫光集团有限公司成为公司控股股东，公司更名为“紫光国芯股份有限公司”。2018 年，公司更名为“紫光国芯微电子股份有限公司”。2020 年，公司转让西安紫光国芯 76% 股权，并设立紫光安芯、紫光芯能 2 家公司。

图 1：紫光国微历史沿革



资料来源：公司 2019 年年报，公司 2024 年半年报，公司官网，德邦研究所

经过 24 年耕耘，公司形成三大产品格局。

1、特种集成电路业务：产品涵盖微处理器、可编程器件、存储器、网络及接口、模拟器件、ASIC/SoPC 等几大系列产品，600 多个品种，同时可以为用户提供 ASIC/SOC 设计开发服务及国产化系统芯片级解决方案。

2、智能安全芯片业务：产品主要包括以 SIM 卡芯片、金融 IC 卡芯片、电子证照芯片等为代表的智能卡安全芯片和以 POS 机安全芯片、非接触读写器芯片等为代表的智能终端安全芯片等，同时可以为通信、金融、工业、汽车、物联网等多领域客户提供基于安全芯片的创新终端产品及解决方案。

3、石英晶体频率器件业务：产品覆盖石英晶体谐振器、石英晶体振荡器、压控晶体振荡器、温补晶体振荡器、恒温晶体振荡器等主要品类，广泛应用于网络通信、车用电子、工业控制、人工智能、医疗设备、智慧物联等领域。

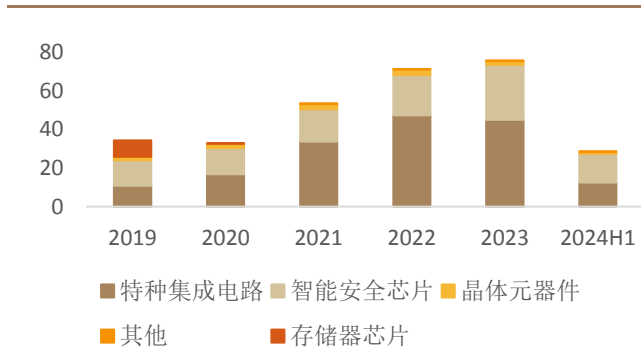
表 1：紫光国微主要业务板块

业务板块	具体产品、业务	应用领域
特种集成电路业务	微处理器、可编程器件、存储器、网络及接口、模拟器件、ASIC/SoPC 等。同时包括 ASIC/SOC 设计开发服务及国产化系统芯片级解决方案。	
智能安全芯片业务	智能卡安全芯片：SIM 卡芯片、金融 IC 卡芯片、电子证照芯片等；智能终端安全芯片 POS 机安全芯片、非接触读写器芯片等。	通信、金融、工业、汽车、物联网等多领域
石英晶体频率器件业务	石英晶体谐振器、石英晶体振荡器、压控晶体振荡器、温补晶体振荡器、恒温晶体振荡器等	网络通信、车用电子、工业控制、人工智能、医疗设备、智慧物联等

资料来源：公司 2024 年中报，德邦研究所

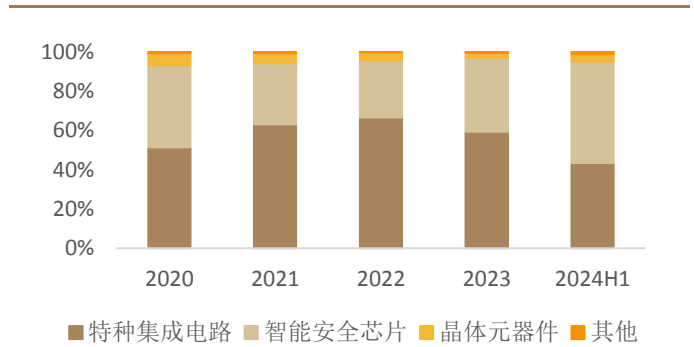
从主营业务构成来看，公司原全资子公司西安紫光国芯主要从事 DRAM 存储器芯片的开发与销售。2019 年公司将其 76%股权转让于北京紫光存储科技有限公司，持股比例降为 24%，自 2020 年起不再将其纳入公司合并报表范围。自 2020 年起，公司主营业务分为特种集成电路、智能安全芯片、晶体元器件及其他。特种集成电路业务成为公司营收主体部分，最高 2022 年占主营业务比例达到 66.36%。或受十四五中期调整影响，2023 年特种集成电路业务占比开始下行。2024H1，公司营收构成为特种集成电路、智能安全芯片、晶体元器件，比例分别为 43%、52%、4%。从毛利率角度，三者由高到低分别为特种集成电路、智能安全芯片、晶体元器件。2024 年 H1 三者毛利率分别为 74.56%、47.81%、15.19%。

图 2：2019-2024H1 公司营收拆分（亿元）



资料来源：公司 2024 年中报，公司年报等公告，德邦研究所

图 3：2020-2024H1 公司营收比例拆分



资料来源：公司 2024 年中报，公司年报等公告，德邦研究所

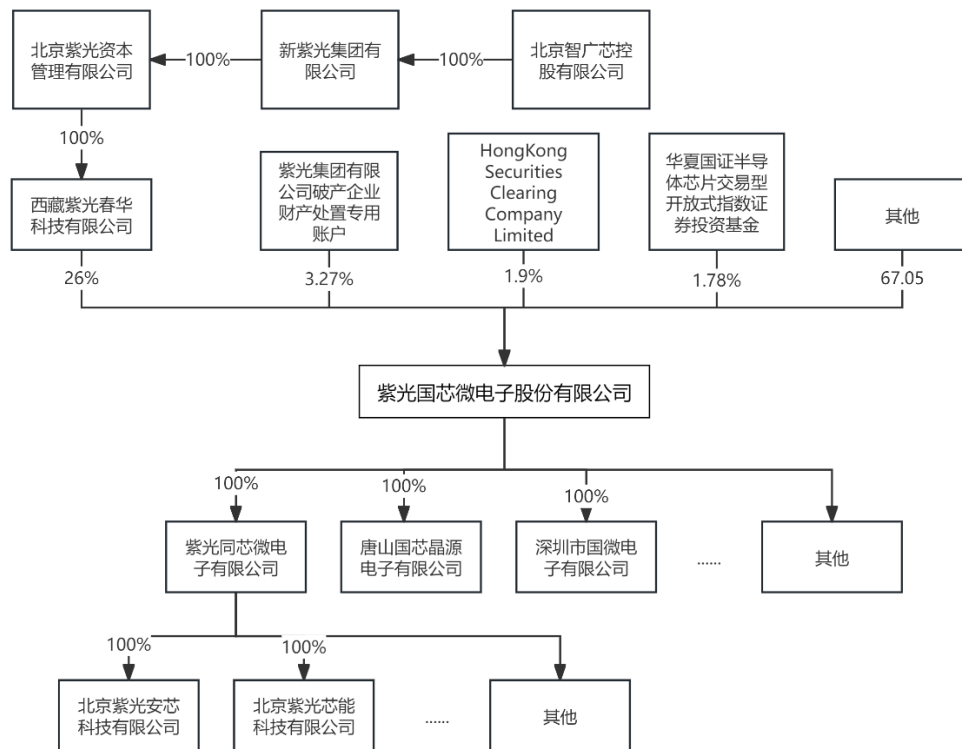
1.2. 股权结构调整完成，管理层从业经历深厚

公司为紫光集团旗下核心企业。2022 年 7 月，北京智广芯控股有限公司承接紫光集团的 100%股权。2022 年 1 月，据时任紫光集团董事长李滨，仅紫光集团层面负债接近 1400 亿元，每年利息超过 100 亿元。经过两年重整，2024 年 6 月，集团层面负债下降了 67%，至 400 多亿元。2024 年 7 月，紫光集团更名“新紫光集团”。集团目前设立八大业务板块加强垂直化管理，包括移动通讯板块、存储板块、汽车电子与智能芯片板块、材料与器件板块、高可靠芯片板块、信息通信基础设施板块、信创与云服务板块、金融及其他板块。紫光国微为新紫光集团旗下集成电路、智能芯片领域重要企业。

2024 年上半年，公司对业务布局进行了一定调整。紫光国微的全资子公司同芯微电子以协议转让的方式转让了其持有的紫光青藤 35%股权转让，并受让了紫光芯能和紫光安芯两家公司各 65%的股权，增强汽车电子方向布局。调整完成后，公司 100%控股的子公司为 8 家，间接控股的公司为 7 家。其中特种集成电路方

向主要包括深圳市国微电子有限公司；汽车电子与智能芯片主要包括紫光同芯微电子有限公司、北京紫光芯能科技有限公司；晶体元器件方向主要包括唐山国芯晶源电子有限公司。

图 4：紫光国微股权结构（截至 2024-6-30）



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

表 2：紫光国微重要控股公司

公司名称	股权关系	持股比例	主营业务
紫光同芯微电子有限公司	子公司	100%	汽车电子与智能芯片，具体产品包括：身份证芯片、SIM 芯片、交通卡芯片、POS 机芯片、银行卡芯片、汽车控制芯片、车规 MCU 等。
北京紫光芯能科技有限公司	孙公司	100%	汽车芯片设计，专注于车规级高性能微控制器及相关电源与接口芯片的设计研发，应用于新能源车动力域 VCU，BMS，控制，传统燃油车动力域 ECUADAS 控制器，以及中央域控，分布式域控等领域
唐山国芯晶源电子有限公司	子公司	100%	石英晶体谐振器、石英晶体振荡器产品
深圳市国微电子有限公司	子公司	100%	特种集成电路，具体产品包括微处理器、可编程器件、存储器、网络总线及接口、模拟器件、SoPC 系统器件和定制芯片等七大系列

资料来源：Wind，各公司官网，德邦研究所

公司管理层技术背景深厚，有助于公司技术长远布局。公司管理层普遍具有多年行业从业经历。其中董事长陈杰先生为技术研发出身，并取得优秀成绩，对芯片领域前沿技术发展有相对深刻的认知。副董事长马道杰先生、总裁李天池先生均享受国务院政府特殊津贴并曾担任多家公司管理层职位。或将有利于公司在未来的技术变革中取得优势。

表 3：紫光国微管理层履历

姓名	职务	履历
陈杰	董事长,董事	1988 年开始从事信号处理，图像处理，数模混合大规模芯片研发与研发管理工作。历任日本 YOZAN 公司芯片研发高级主管，日本国立电气通信大学副教授，中科院微电子研究所“百人计划”研究员，副总工程师等职务。主持多项国家重大科技项目，发表学术论文 / 申请发明专利超百篇 / 项。获国家杰出青年基金，入选国家高层次人才计划并被评为国家特聘专

家。现任中科院微电子研究所系统芯片实验室研究员。

2004 年获得国家科技进步一等奖，享受国务院政府津贴。曾任中国联通广西分公司副总经理；联通华盛通信技术有限公司副总经理；天翼电信终端有限公司总经理，中国电信移动终端管理中心总经理；中国电信集团工会副主席；联想集团副总裁，MBG 中国业务常务副总裁；紫光集团有限公司高级副总裁等。

历任同方股份有限公司人工环境设备分公司总经理，同方人工环境有限公司总经理，同方股份公司副总裁，总裁，副董事长，清华控股有限公司副总裁。现任天府清源控股有限公司董事，紫光集团有限公司党委书记，执行委员会委员，西安紫光国芯半导体有限公司董事长。2021 年 9 月起任公司董事。

国务院政府特殊津贴获得者。2010 年 4 月至 2018 年 9 月历任中国航天科工集团有限公司第二研究院二十五所所长、发展计划部部长、副院长，中国航天科工集团有限公司发展计划部部长；2018 年 10 月至 2023 年 2 月任紫光集团有限公司副总裁；2019 年 1 月至 2023 年 3 月历任北京紫光智能汽车科技有限公司董事长、董事；2019 年 3 月至 2023 年 4 月任紫光股份有限公司董事；2019 年 3 月至今历任北京灵图软件技术有限公司执行董事兼经理、执行董事；2019 年 3 月至今任北京紫光光通科技有限公司董事长；2023 年 2 月至今任深圳市国微电子有限公司总裁；2023 年 9 月至今任无锡紫光集电科技有限公司董事长；2025 年 2 月起任公司总裁。

马道杰 副董事长,董事

范新 董事

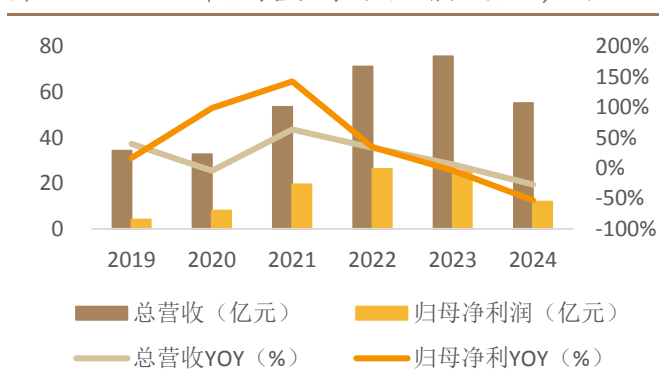
李天池 董事, 总裁

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

1.3. 特种业务承压，高研发费用率博弈未来产业

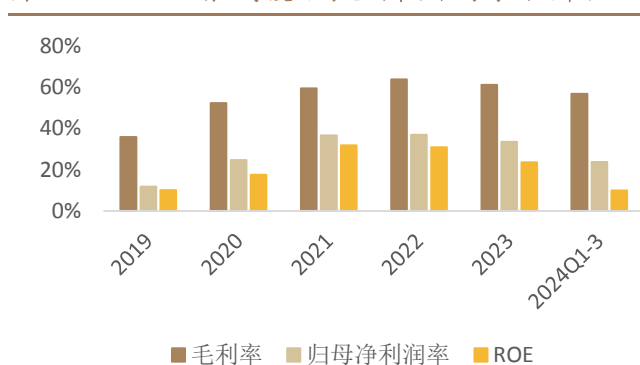
特种业务收缩导致公司营收及盈利能力承压。自从剥离存储器芯片业务后公司营收整体长期保持增长态势。2024 年前三季度公司营收为 42.63 亿元，2019-2023 年公司营收 CAGR 为 21.86%。从盈利能力角度，2022 年开始，公司盈利能力边际增长放缓，我们认为这和公司毛利率最高的特种集成电路业务边际增速放缓有关。2023 年公司营收持续增长，达到 75.65 亿元，同比增长 6.26%。但是由于特种集成电路业务萎缩，归母净利润同比下行 3.84%至 25.31 亿元。据公司 2024 年业绩快报，2024 年公司特种集成电路业务受市场下游需求不足影响，面临部分产品价格下降和去库存压力。2024 年前三季度公司营收 42.63 亿元，同比下行 24.45%；归母净利润 10.10 亿元，同比下行 50.27%。此外，由于净利润的承压以及公司资产的持续扩张和资产负债率的收缩，公司 ROE 自 2022 年开始也表现为持续收缩。

图 5：2019-2024 年公司营收/净利润及增长（亿元，%）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所（2024 年数据来源为公司业绩快报披露，最终数据以公司披露的 2024 年年报为准）

图 6：2019-2024 前三季度公司毛利率、归母净利润率、ROE

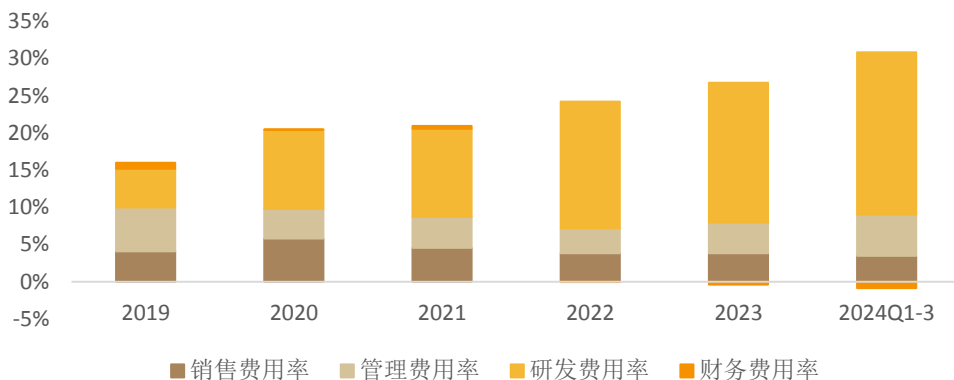


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

研发投入持续增长，技术护城河逐步挖深。公司研发费用率从 2019 年的 5.17% 上涨到 2024 年前三季度的 21.78%。带动公司总费用率从 2019 年的 16.02% 上涨到 29.97%。公司在智能安全芯片、特种集成电路、石英晶体频率器件等业务领域拥有深厚的研发及产业化能力，曾获得多项国家及省部级科学技术奖项，打造了诸多经典产品及解决方案。截至 2024 年 H1 公司研发人员占比保持在 50% 以上。仅 2024 年 H1，公司新增知识产权授权 80 项。1、特种集成电路业务：新一代更高性能产品的推广工作进展顺利，已取得多家核心客户的订单；新研发的交换芯片已经开始批量供货；新开发的特种新型存储器已向用户供货；图像 AI 智能芯片、数字信号处理器 DSP 已完成研发并在推广中实现用户选用；模拟产品领域，公司相关产品技术指标国内领先，用户试用情况良好。2、智能安全芯片业务：公司推出的 eSIM 解决方案适配全球移动终端，是国内首个在 eSIM WLCSP

封装领域、GSMA SAS-UP Wafer 个人化领域实现商用的 eSIM 解决方案；新一代 THA6 系列 MCU，是国内首颗通过 ASIL D 产品认证的 Arm CortexR52+内核 MCU 芯片，公司汽车芯片产品与解决方案已成功导入业内头部车企和知名 Tier1 厂商。3、晶体业务：GLASS2016 谐振器产品、SMD1612Seam 封装研发成功。

图 7：2019-2024 年前三季度公司费用率情况



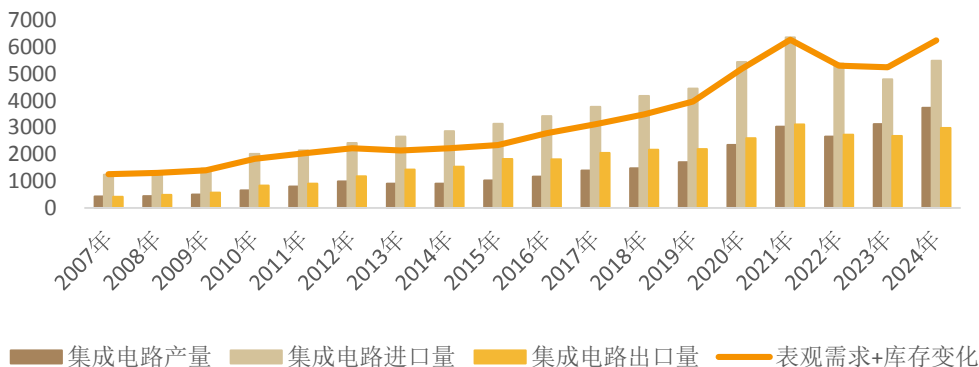
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

2. 国产替代逻辑仍存，公司特种集成电路行业领先

2.1. 我国集成电路产业进口依赖度高，高端产品竞争力不足

集成电路产品出口逐年提升，需求仍然依赖进口。尽管我国集成电路产量有长足发展，但需求仍旧高度依赖进口。2007-2024 年，我国集成电路年产量从 422.63 亿块增长至 3731.68 亿块，年均复合增速为 13.67%。根据试算平衡数据可知，2007-2024 年，我国集成电路需求+库存变化表观值从 1249.26 亿块增长至 6242 亿块，年均复合增速为 9.93%。需求+库存变化表观值在 2022-2023 年有所收缩，但整体仍然保持上行趋势，且对进口依赖度较高。

图 8：2007-2024 年我国集成电路试算平衡数据（亿块）

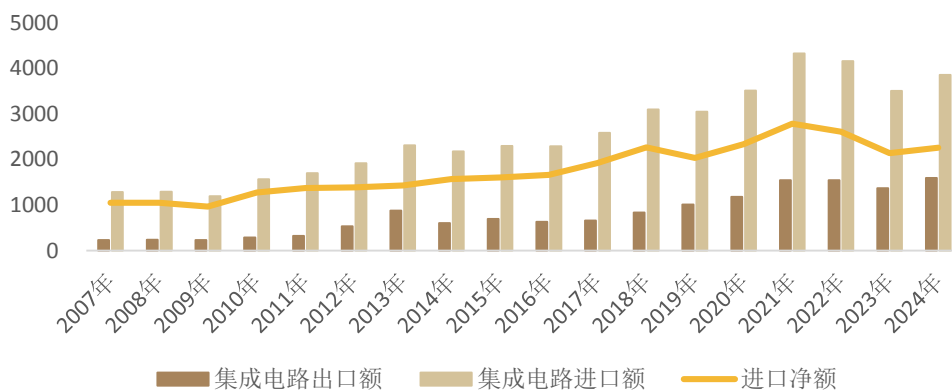


资料来源：国家统计局，海关总署，Wind，德邦研究所

集成电路净进口金额和需求+库存变化表观值的变化趋势相近。集成电路净进口金额从 2007 年的 1049 亿美元上升到 2024 年的 2261 亿美元。2007-2024 年

复合增长速度为 4.62%。进口额与出口额之比正在逐渐缩小，2007 年进口额为出口额的 5.4 倍，2024 年，该比例已缩减为 2.4 倍。2024 年，我国集成电路进口额达到 3860 亿美元，出口额仅 1599 亿美元。尽管进口均价从 2007 年的 1.04 美元降至 2024 年的 0.7 美元。但对比 2024 年出口均价仅为 0.54 美元，可知我国高端集成电路产品竞争力或仍有提升空间。

图 9：2007-2024 年我国集成电路进出口数据（亿美元）



资料来源：海关总署，Wind，德邦研究所

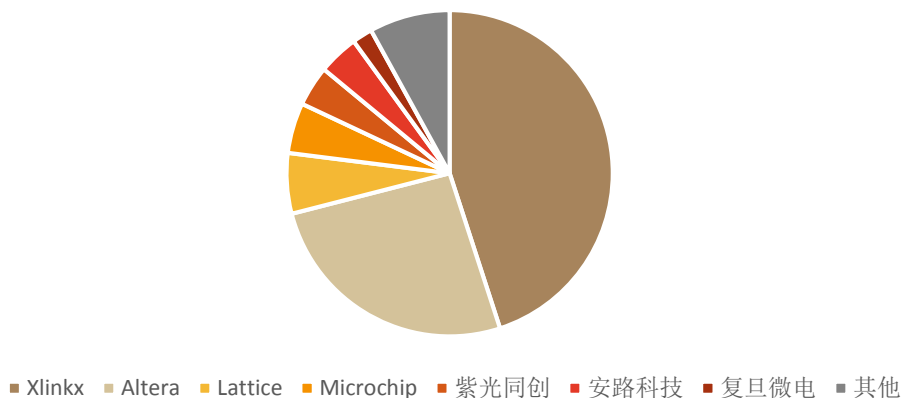
2.2. 集成电路国产化率不足，政策支撑国产替代发展

公司集成电路产品领域中国产替代空间仍然较大。公司在特种集成电路领域产品涵盖微处理器、可编程器件、存储器、网络及接口、模拟器件、ASIC/SoPC 等几大系列产品。

微处理器：根据头豹研究院数据，2022 年中国 CPU 国产化率为 30%-40%。2024 至 2025 年，中国电信计划采购 15.6 万台服务器，指定采用国产 CPU 的 G 系列服务器占比跃升至 67.5%。

可编程器件（FPGA）：目前全球范围内市场高度集中。2021 年，全球前两大供应商 Xilinx、Altera 合计市占率达 71%。公司旗下紫光同创市占率仅 4%。

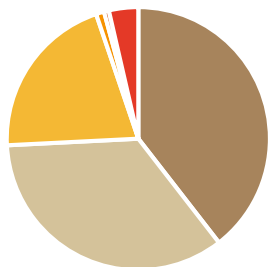
图 10：2021 年中国 FPGA 芯片市场份额



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

存储器：存储器主要分类为 DARM、NAND、NOR Flash 三种。DRAM 占存储市场规模的比例高达 61%，NAND Flash 约占 36%左右的市场份额，NOR Flash 占据 2%市场份额。全球范围内，两种产品的主要玩家中都不包含国内厂家。

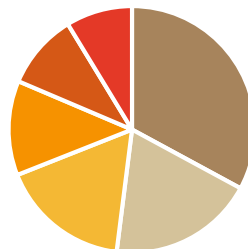
图 11：2024 年三季度全球 DRAM 市场份额占比



■ 三星 ■ SK海力士 ■ 美光 ■ 南亚科技 ■ 华邦电子 ■ 其他

资料来源：与非研究院，德邦研究所

图 12：2024 三季度全球 NAND Flash 市场份额占比



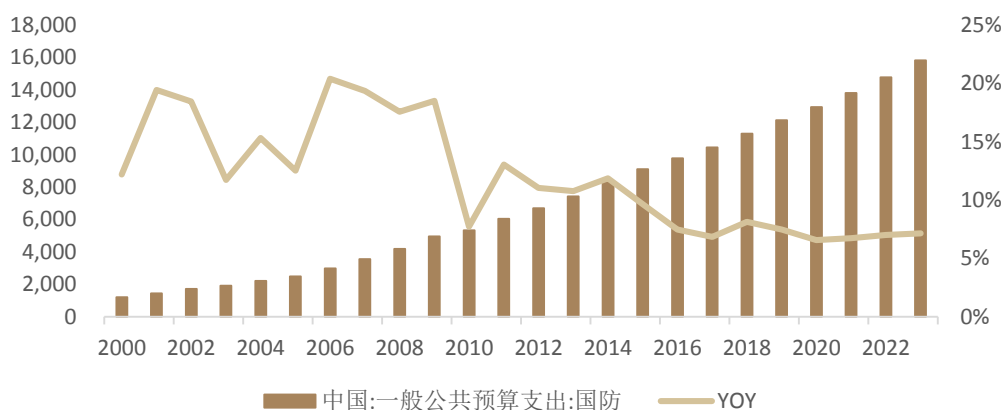
■ 三星 ■ SK海力士 ■ 铠侠 ■ 美光 ■ 西部数据 ■ 其他

资料来源：与非研究院，德邦研究所

国家目标指引明确，国产替代或将加速。2020 年，国务院印发的《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》强调，集成电路产业和软件产业是信息产业的核心，是引领新一轮科技革命和产业变革的关键力量。国务院发布的相关数据显示，中国芯片自给率要在 2025 年达到 70%。截至 2023 年，我国芯片自给率超 25%，向上仍有空间。3 月 5 日，国务院总理李强在政府工作报告中谈及国防和军队建设。明确提出抓好军队建设“十四五”规划收官，加紧实施国防发展重大工程，加快推进网络信息体系建设。我们认为，今年是十四五规划的最后一年，政府或将通过政策指引进一步推动集成电路产业链国产替代进程，公司特种集成电路业务或将充分受益。

国防开支持续上行，下游需求高确定性。我国国防开支持续上行：2004 年以来，我国公共财物支出-国防长期保持增长趋势。2016 年开始，同比增长速率长期稳定在 7%左右。国防部披露数据，2025 年我国国防支出预算为 17846.65 亿元。自 2023 年以来增幅连续三年持平，均为 7.2%。据中研网测算，2025 年我国特种集成电路行业市场规模有望突破 5000 亿元。

图 13：2020-2023 年我国国防支出（亿元）及增速



资料来源：国家统计局，Wind，德邦研究所

2.3. 公司处于领先地位，特种集成电路行业进入壁垒高

公司特种集成电路产品行业领先。公司的 FPGA 产品继续在行业市场内保持领先地位，用户范围不断扩大，新一代更高性能产品的推广工作进展顺利，已取得多家核心客户的订单。在特种存储器方面，公司继续保持着国内系列最全、技术最先进的领先地位，新开发的特种新型存储器已向用户供货。

网络与接口领域，新研发的交换芯片已经开始批量供货，累计完成十余个系列的研发工作，广泛覆盖各类应用场景。以特种 SoPC 平台产品为代表的四代系统级芯片、RF-SOC 产品、通用 MCU 整体推进情况良好，均已取得用户订单。图像 AI 智能芯片、数字信号处理器 DSP 已完成研发并在推广中实现用户选用。公司在中高端 MCU、视频芯片等领域的产品研制进展顺利，将很快进入公司未来新的专用处理器产品系列。上述产品的研发、推广与应用，进一步增强了公司的核心竞争力，将为公司带来新的营收增长点。与此同时，公司正在结合行业变化及需求开展下一代核心器件的研发准备工作。

模拟产品领域，公司完成了高性能射频时钟、多通道开关电源、高性能运算放大器、以太网 PHY、大功率片上隔离电源的设计并流片；推出了射频采样收发器、超高速射频 ADC、超低噪声线性电源、理想二极管控制器、功率监控电路等产品。公司相关产品技术指标国内领先，用户试用情况良好，进一步完善了公司的模拟产品体系。

特种行业壁垒较高，进入周期长。集成电路产品按质量等级划分，通常可分为消费/民用级、工业级、车规级、特种级、航天级。其中特种级和航天级均对产品有较高的可靠性和寿命要求，同时使用环境相对消费/民用级、工业级、车规级会更加严苛。以工作温度为例，消费级工作温度范围为 0-70℃，而特种和航天级的工作温度范围为-55~150℃。因此在设计上会需要更高级别的保护以及冗余设计，处理工艺乃至封装形式上也会需要使用成本更高的方案。最终导致特种和航天级产品造价及维护成本高企。此外，特种集成电路下游客户以大型国有集团的下属单位为主，大都建立了自身的合格供应商认证及管理体系，新进供应商往往需经历资格审查、产品试用及验证等多个环节才能成为合格供应商，并将根据产品质量等因素定期进行合格供方名单的动态管理，对技术水平及产品质量管理均提出了较高的要求。

表 4：集成电路分级对比

	消费级	工业级	汽车级	特种级	航天级
工作温度	0℃~+70℃	-40℃~+85℃	-40℃~+125℃	-55℃~+150℃	-55℃~+150℃
应用	手机、PC 等数码产品	工业控制	汽车电子	特种应用	卫星、火箭等航天领域
测试标准	JEDEC	JEDEC	AEC-Q100	MIL-STD-883 等	MIL-M-38510 等
电路设计	防雷设计，短路保护，热保护等	多级防雷设计，双变压器设计，抗干扰设计，短路保护，热保护，超高压保护等	多级防雷设计，双变压器设计，抗干扰技术，多重短路保护，多重热保护，超高压保护等	辅助电路和备份电路设计，多级防雷设计双变压器设计，抗干扰技术，多重短路多重热保护，超高压保护	冗余设计、芯片级多备份抗辐射抗干扰保护
工艺处理	防水处理	防水，防潮，防腐，防霉变处理	增强封装设计和散热处理	耐冲击、耐高温、耐霉菌	耐冲击、耐高低温、耐温、耐霉菌、抗辐射、抗干扰

封装形式	塑封或树脂	塑封或树脂	金属	金属或陶瓷	陶瓷
寿命	2-3 年	5-10 年	10-15 年	> 15 年	> 15 年
出错率	<3%	<1%	0	0	0
系统成本	线路板一体化设计价格低廉但维护费用较高	积木式结构，每个电路均带有自检功能，造价稍高但维护费用低	积木式结构，每个电路均带有自检功能并增强了散热处理，造价较高维护费用也较高	造价非常高维护费用也高	造价非常高维护费用也高

资料来源：芯存社微信公众号，德邦研究所

3. 智能安全芯片业务持续增长，车端芯片带来新空间

3.1. 聚焦智能芯片，受益 IC 芯片市场持续增长

子公司技术积累深厚，业界领先供应商。紫光国微控股子公司紫光同芯系集团内汽车电子与智能芯片板块的核心企业，于 2001 年由清华大学微电子所国家二代居民身份证芯片研发团队“带土移植”成立。历经 23 年的持续创新和不断突破，紫光同芯积累了业内领先的芯片研发技术和晶圆测试能力，荣获国家科技进步一等奖、CC EAL6+、GSMA SAS-UP、AEC-Q100 Grade1、ISO 26262 ASIL D 等多项权威奖项和认证，已发展成为业界领先的芯片及解决方案提供商。公司承担了包括二代证芯片、2008 年奥运会电子门票芯片、大容量高安全双界面金融芯片、汽车域控 MCU 芯片等多项国家重大产业化项目，专注于汽车电子与安全芯片领域，累计出货超过 250 亿颗，为亚洲、欧洲、美洲、非洲的二十多个国家和地区提供产品和服务。国内市场：中国二代居民身份证芯片市场占有率 25%；全球 SIM 芯片市场份额名列前茅；国内首家商用适配全球移动终端的 eSIM。

表 5：公司智能安全芯片产品

应用领域	产品	方案特点
移动通信	SIM：满足中国以及全球范围内运营商市场需求	覆盖全部高中低端电信卡市场；采用世界先进工艺；具备高可靠性和高安全性；符合信息安全 EAL4+ 认证规范。
	eSIM：高安全、高可靠、大容量，满足行业各项性能指标和封装需求，具有独特的行业领先优势	支持多种封装方案，适应不同设备与环境；支持多种等级的工作温度，最大工作温度范围宽达 -40 至 105℃；存储器擦写次数最高达 50 万，数据保持时间最长达 20 年。
	NFC-SIM：通过手机中的安全模块与终端的射频芯片共同实现手机支付功能。	High speed SWP 接口；大存储容量；支持 HCI STACK；符合信息安全 EAL4+ 认证/中国银联芯片安全认证/国密二级认证。
金融支付	金融卡（含光感卡、指纹卡、可视卡等多种方案）	安全级别高：芯片通过国际 SOGIS CC EAL6+ 认证，操作系统通过 EMV 认证；卡机兼容好：卡片最小工作场强具有明显优势，极大提升卡片兼容性；交易速度快：与同类产品相比，芯片交易速度处于业内领先地位。
	POS/mPOS	满足接触式 EMV Level 1 要求；满足国密二级、UPTS 和 PCI PTS 安全认证要求；集成环境监测模块以及环境自毁模块；支持国密算法、RSA、DES 等主流国际算法。
	USB-key：基于 PKI 体系的一代、二代、蓝牙 Key 等不同种类的高安全身份认证介质，被中国银行业广泛应用于网银系统	国家信息安全测评中心 EAL4+ 安全认证/国家密码管理局国密二级检测；支持安全启动、安全数据存储、密钥安全保护等安全应用；主流国际和国产密码算法；采用 32 位安全 CPU。
政府与公共事业	身份证：2004 年，紫光同芯向公安部批量供货，市场占有率达 25%	
	社保卡：双界面社保卡方案，支持国产算法，符合人社部第三代社保卡规范和人民银行 PBOC3.0 标准，并于 2018 年成功入围中央国家机关事业单位工作人员社会保障卡和海南省社会保障卡“一卡通”等项目	一卡多用：公司芯片符合社保卡、银行卡、交通卡、卫生卡、居住证等多个行业标准，可使持卡人做到多卡合一；安全认证级别高：公司芯片产品获得国际 SOGIS CC EAL6+ 认证和国密二级安全认证；双界面芯片技术强：专注于双界面芯片技术，内置该芯片的卡片具有更好的非接兼容性和更快的交易速度
	交通卡：安全、可靠、低成本的芯片以及解决方案，交通部标准产品、国密产品、住建部标准产品、ETC 用户卡及 ESAM 等产品覆盖全国绝大多数省市	大容量多应用：支持复合多应用，实现真正意义上的“一卡通”；射频技术领先：射频技术远超同类产品，卡机兼容性好；多应用共享余额：发卡方可兼顾多重标准，最大限度互联互通
物联网	智能表计：一站式解决方案，满足物联网表计的安全需求	生产工艺先进，可靠性高，保障表计长期稳定工作；安全通信/安全存储/安全传输；定制化方案，灵活满足客户与市场多场景应用需求；支持国际/国密算法

汽车电子 汽车控制芯片、汽车安全芯片、功率器件等系列汽车芯片，应用场景广泛覆盖动力、底盘、车身、智能座舱、智驾等领域，得到头部主机厂和知名 Tier1 厂商的认可

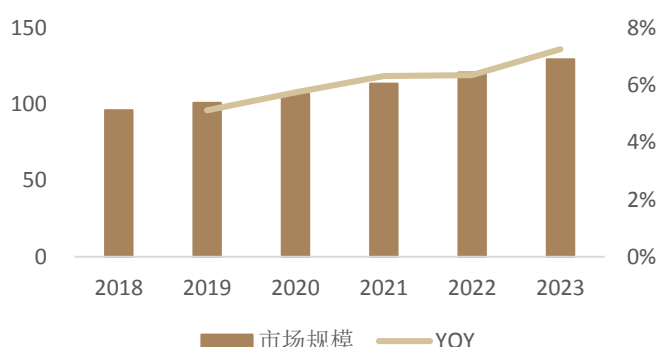
工业控制 基站电源、充电桩、光伏逆变、变频器等服务链完整的解决方案

T-Box: ISO26262 ASIL D 级功能安全，HSM+SM EVITA-Full 等级信息安全；支持千兆以太网多通道 CAN/CAN-FD、SPI 接口；多核互锁架构、大容量内存

资料来源：紫光同芯官网，德邦研究所

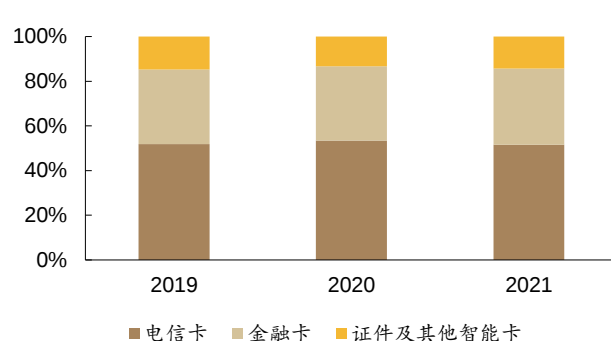
根据智研咨询数据，2023 年，我国 IC 卡行业规模已从 2018 年的 95.9 亿元增长至 129.8 亿元。2018-2023 年 IC 卡市场规模年均复合增速约 6.17%。智研咨询预测，2024 年全国 IC 卡市场规模有望增至 140 亿元以上，增长趋势持续。从全球范围来看，IC 卡下游应用中电信及金融领域占主要部分。公司在电信 SIM 卡领域市占率领先，同时在金融芯片领域有布局。我们认为公司或将充分受益 IC 卡市场的持续增长。

图 14：2018-2023 中国 IC 卡市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：智研咨询，德邦研究所

图 15：2019-2021 年全球智能卡卡市场占比

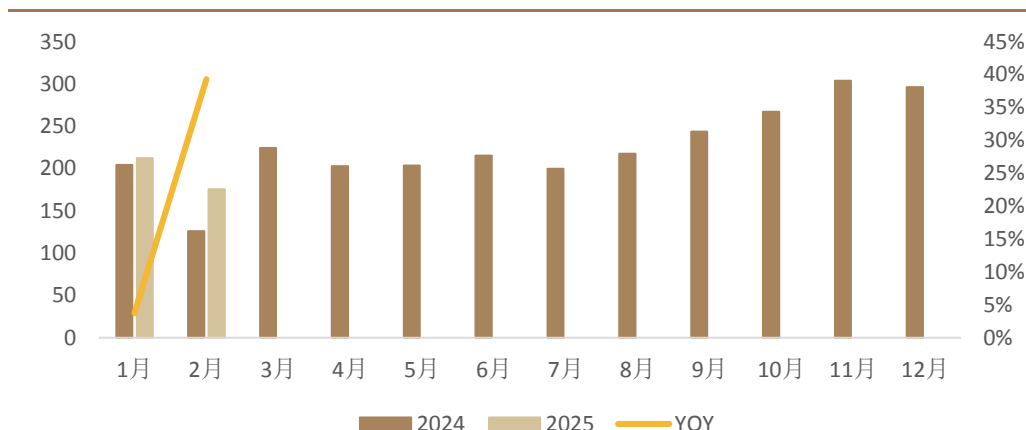


资料来源：Eurosmart，普华有策，德邦研究所

3.2. 汽车电子领先布局，智驾平权带来业务新增长

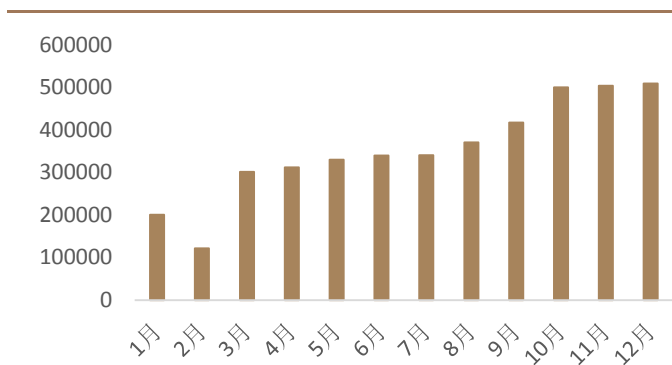
汽车电子领先布局取得技术优势，汽车产业景气度持续。公司于 2018 年开始布局汽车电子业务。2019 年自主研发的 THD89 系列产品成功通过 AEC-Q100 车规认证，是国内当时高水平的车载芯片之一。2024 年，发布了第二代汽车域控芯片产品 THA6206，这是国内首颗通过 ASIL D 产品认证的 R52+内核车规 MCU。同年，紫光同芯通过德国 TUV NORD 认证机构的审核，获得 ISO/SAE 21434 汽车网络安全管理体系认证证书。2025 年公司高端旗舰级新品 THA6412 已向多家头部汽车客户成功送样。THA6412 在安全性、可靠性、实时性上全面对标国际大厂，达到国际领先水平：具备 4 核(2 对锁步核)12MB，CPU 主频达 400MHz，采用 Armv8 架构指令集，集成最新版本 GTM 4.1，支持高精度 PWM 输出，内置硬件 RDC 模块，同时支持软解码和硬解码两种旋变信号处理方式。同时，该产品获得了 ISO 26262 ASIL D 最高功能安全等级产品 Ready 认证，满足 ISO 21434 信息安全标准，集成 HSM 模块，达到 EVITA-Full 等级，适配业界主流的调试器、编译器，能够满足行业客户在动力域、底盘域、车身域及智驾域等应用场景的需求。根据乘联分会数据，2025 年，我国乘用车月度产量数据较去年有明显改善，2 月产量数据同比增长 39%。2 月 10 日，比亚迪发布会，宣布旗下全系车型搭载天神之眼智驾系统，高速 NOA 下沉至十万级以内的车型。我们认为这或意味着汽车产业链将开启新一波的智能化浪潮。高速 NOA 的普及将对单车芯片处理能力提出更高的要求，单车芯片价值量或将迎来持续增长。单车价值量、乘用车销量的共振增长或将成为趋势，作为国产车规芯片领先企业，公司或将充分受益。

图 16：2024-2025 年广义乘用车月度产量数据（左轴：万辆，右轴：%）



资料来源：乘联分会，德邦研究所

图 17：比亚迪 2024 年月度销售数据（台）



资料来源：比亚迪官网，德邦研究所

图 18：比亚迪全系搭载天神之眼智驾

20万级 全系标配	夏	汉EV/DM-i	唐DM-i	宋L EV	海狮07EV	海豹EV
15万级 全系标配	宋L DM-i	宋PLUS EV/DM-i	海豹06GT	海豹07DM-i		
10万级 全系标配	秦L DM-i	宋Pro DM-i	第二代秦PLUS EV	元UP	海豹06DM-i	海豹05DM-i
10万以下 多数搭载	第二代秦PLUS DM-i	海豹05DM-i	海豹			

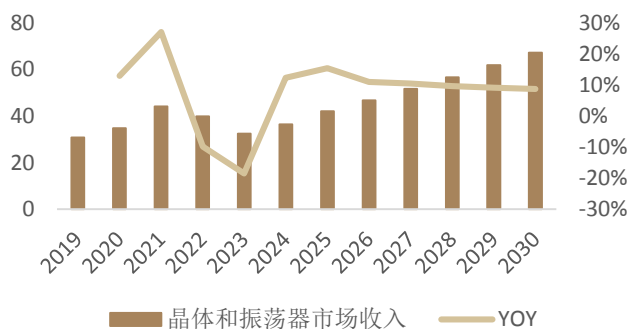
资料来源：澎湃新闻，汽车圈，德邦研究所

3.3. 市场规模+国产份额共振提升，晶体元器件扩产充分受益

产品布局完善，产能扩张在即。公司晶体元器件产品覆盖石英晶体谐振器、石英晶体振荡器、压控晶体振荡器、温补晶体振荡器、恒温晶体振荡器等主要产品，广泛应用于网络通信、车用电子、工业控制、人工智能、医疗设备、智慧物联等领域。2023 年，“5G 通信模块用高基频石英晶体振荡器”产业化项目顺利通过验收。2024 年上半年，公司持续加强小型化、高频化、高精度产品及产业化关键共性技术研发，GLASS2016 谐振器产品、SMD1612Seam 封装研发成功，市场竞争力进一步提升。公司在石英晶体频率器件领域，拥有多项自主研发的超高频、超稳定、超小型石英谐振器、振荡器核心技术，更突破 Q-MEMS 光刻技术，产品品类齐全，数字化生产能力领先。2024 年 2 月，公司召开第八届董事会第六次会议，审议通过了《关于对外投资暨关联交易的议案》，同意公司全资子公司唐山国芯晶源以自有资金或自筹资金在湖南省岳阳市城陵矶新港区投资建设超微型石英晶体谐振器生产基地项目，项目总投资为 3.55 亿元，项目建成后将实现年产 7.68 亿支（设计产能）超微型石英晶体谐振器。

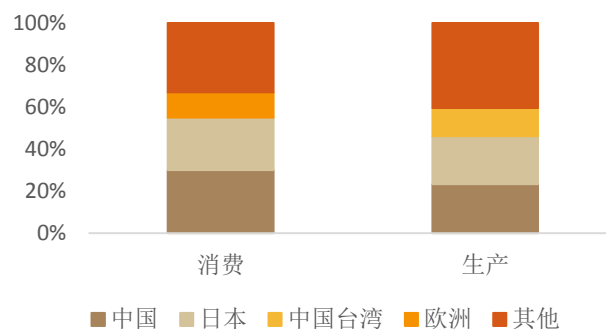
消费及产量双增，内部循环具有充分空间。根据恒州诚思 YHResearch，全球石英晶振市场规模处于持续的上升趋势中。2023 年至 2030 年的年均复合增速为 10.96%。从石英晶振的需求来看，中国 2023 年市场规模为 9.78 亿美元，约占全球的 30%，之后是日本和欧洲，分别占有 25%和 12%。据恒州诚思 YHResearch 预测，未来几年中国地区石英晶振消费增长最快，2024-2030 期间 CAGR 大约为 13.64%，2030 年将达到 22.98 亿美元，届时全球占比将达到 34%。从生产角度来看，据恒州诚思 YHResearch 统计，中国、日本和中国台湾地区是三个重要的生产地区，2023 年分别占有 30%、30%和 17%的市场份额。恒州诚思 YHResearch 预计未来几年，中国地区将保持最快增速，预计 2030 年份额将达到 35%。

图 19：2019-2030 年全球石英晶振市场销售额及增速（亿美元）



资料来源：恒州诚思，德邦研究所

图 20：2023 年石英晶振市场份额（消费、生产）



资料来源：恒州诚思，德邦研究所

4. 收入预测及估值分析

4.1. 收入预测

特种集成电路：政府工作报告明确提出抓好特种建设“十四五”规划收官，加紧实施特种发展重大工程，加快推进网络信息体系建设。我们预计公司**特种集成电路**将在此过程中充分受益。2024-2026 年营收增速分别为-48.46%/40.00%/40.00%。

智能安全芯片：根据国家政策指引，我国千兆光网络建设进程良好，万兆网络试点已在路上。公司作为为数不多能够提供全系列 10G-PON 产品的厂家之一且在 50GPON 技术上有长远布局。我们预计公司**智能安全芯片** 2024-2026 年营收增速分别为 1.00%/6.00%/6.00%。

石英晶体频率器件：市场规模+国产份额共振提升，公司已经开始筹备扩产计划。我们预计公司**石英晶体频率器件** 2024-2026 年营收增速分别为 23.00%/23.00%/23.00%。

表 6：公司营业收入预测及拆分（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	5,342.12	7,119.91	7,565.37	5,511.05	6,700.64	8,298.59
YOY	63.35%	33.28%	6.26%	-27.15%	21.59%	23.85%
毛利率 (%)	59.48%	63.80%	61.19%	49.62%	52.62%	54.63%
智能安全芯片	1,663.92	2,079.77	2,842.34	2,870.77	3,043.01	3,225.59

YOY	22.11%	24.99%	36.67%	1.00%	6.00%	6.00%
毛利率 (%)	31.17%	46.49%	46.14%	47.00%	47.00%	47.00%
特种集成电路	3,364.47	4,724.52	4,487.54	2,313.07	3,238.30	4,533.62
YOY	101.08%	40.42%	-5.02%	-48.46%	40.00%	40.00%
毛利率 (%)	77.20%	73.92%	73.22%	57.00%	62.00%	64.00%
石英晶体频率器件	270.83	287.39	185.39	228.03	280.48	344.99
YOY	37.60%	6.12%	-35.49%	23.00%	23.00%	23.00%
毛利率 (%)	20.82%	27.28%	9.03%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	42.90	28.22	50.09	99.18	138.85	194.39
YOY		-34.21%	77.49%	98.00%	40.00%	40.00%
毛利率 (%)	11.66%	16.52%	31.32%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源：公司年报，德邦研究所预测

4.2. 估值分析

投资建议：我们预计 2024-2026 年公司总收入分别为 55/67/83 亿元，归母净利润分别为 12/16/22 亿元。参照 2025 年 4 月 11 日收盘价 71.7 元 / 股，对应 PE 分别为 50.98/37.10/27.61 倍。根据主营业务对比，选取复旦微电、国科微、瑞芯微作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 倍数为 105.66 /72.33/53.75 倍。2024 年公司市盈率低于可比公司平均水平。我们认为特种信息化将加速建设同时汽车行业高景气度持续，公司或将充分受益。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
复旦微电	52.36	353.48	0.95	1.21	1.43	55.07	43.21	36.51
瑞芯微	148.90	623.75	1.28	1.86	2.53	115.93	79.84	58.84
国科微	65.55	142.34	0.45	0.70	0.99	145.99	93.95	65.90
紫光国微	71.70	609.18	1.41	1.93	2.60	105.66	72.33	53.75
						50.98	37.10	27.61

资料来源：Wind，德邦研究所（注：紫光国微盈利预测来自德邦研究所，其余来自 Wind 一致预期，收盘价截至：2025-4-11）

5. 风险提示

- 1、特种需求不及预期：特种行业易受政策指引影响，政策变动或将影响下游需求；
- 2、车端芯片需求不及预期：智能汽车高景气度如有变动，或将影响车端芯片产品需求；
- 3、晶振产品需求不及预期：公司扩产费用已经投入，如下游增长不及预期可能会对报表造成一定冲击。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.99	1.41	1.93	2.60
每股净资产	13.72	14.80	16.29	18.30
每股经营现金流	2.09	3.18	3.15	1.58
每股股利	0.68	0.32	0.44	0.59
价值评估(倍)				
P/E	22.55	50.98	37.10	27.61
P/B	4.92	4.84	4.40	3.92
P/S	7.57	11.05	9.09	7.34
EV/EBITDA	20.12	38.25	28.46	23.16
股息率%	1.0%	0.4%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	61.2%	49.6%	52.6%	54.6%
净利润率	33.5%	21.8%	24.6%	26.7%
净资产收益率	21.7%	9.5%	11.9%	14.2%
资产回报率	15.4%	6.8%	8.7%	10.5%
投资回报率	17.7%	7.9%	9.9%	12.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.3%	-27.2%	21.6%	23.8%
EBIT 增长率	-7.3%	-52.4%	37.3%	33.9%
净利润增长率	-3.8%	-52.8%	37.4%	34.4%
偿债能力指标				
资产负债率	33.1%	29.5%	29.8%	29.8%
流动比率	3.6	4.0	3.9	3.8
速动比率	2.6	2.9	2.7	2.7
现金比率	0.8	1.1	1.4	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	176.8	236.3	168.1	160.2
存货周转天数	289.8	299.7	268.1	271.7
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	17.1	10.6	12.1	14.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,531	1,195	1,642	2,207
少数股东损益	3	8	6	8
非现金支出	264	298	305	183
非经营收益	-77	-89	-67	-81
营运资金变动	-949	1,292	790	-972
经营活动现金流	1,772	2,703	2,676	1,345
资产	-250	-228	-205	-191
投资	16	-359	-449	-616
其他	-2,064	-724	55	72
投资活动现金流	-2,298	-1,311	-598	-735
债权募资	-23	-63	84	84
股权募资	2	0	0	0
其他	-240	-370	-381	-512
融资活动现金流	-261	-432	-298	-428
现金净流量	-776	958	1,780	183

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 11 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,565	5,511	6,701	8,299
营业成本	2,936	2,776	3,175	3,765
毛利率%	61.2%	49.6%	52.6%	54.6%
营业税金及附加	74	54	66	81
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	288	220	268	332
营业费用率%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	315	220	268	332
管理费用率%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	1,421	1,157	1,407	1,743
研发费用率%	18.8%	21.0%	21.0%	21.0%
EBIT	2,603	1,239	1,701	2,277
财务费用	-28	-54	-71	-105
财务费用率%	-0.4%	-1.0%	-1.1%	-1.3%
资产减值损失	-64	0	0	0
投资收益	70	62	71	86
营业利润	2,720	1,281	1,768	2,376
营业外收支	1	12	4	6
利润总额	2,720	1,293	1,772	2,382
EBITDA	2,793	1,537	2,006	2,461
所得税	187	91	124	167
有效所得税率%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
少数股东损益	3	8	6	8
归属母公司所有者净利润	2,531	1,195	1,642	2,207

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,082	4,040	5,820	6,003
应收账款及应收票据	6,171	4,528	3,397	4,092
存货	2,513	2,110	2,619	3,064
其它流动资产	2,324	3,226	4,056	5,141
流动资产合计	14,090	13,904	15,892	18,299
长期股权投资	506	506	506	506
固定资产	503	536	570	574
在建工程	33	34	18	11
无形资产	320	216	111	143
非流动资产合计	3,443	4,057	3,964	3,991
资产总计	17,534	17,961	19,856	22,290
短期借款	38	88	138	188
应付票据及应付账款	1,462	1,470	1,644	1,939
预收账款	6	3	5	6
其它流动负债	2,429	1,957	2,317	2,655
流动负债合计	3,935	3,518	4,103	4,788
长期借款	144	153	173	193
其它长期负债	1,726	1,633	1,647	1,661
非流动负债合计	1,870	1,786	1,820	1,854
负债总计	5,805	5,305	5,923	6,642
实收资本	850	850	850	850
普通股股东权益	11,654	12,574	13,844	15,550
少数股东权益	75	83	89	97
负债和所有者权益合计	17,534	17,961	19,856	22,290

信息披露

分析师与研究助理简介

李宏涛，北京邮电大学经济学硕士，十五年通信实业和7年金融从业经验。曾就职于中国电信集团、方正证券研究所、中航基金专户部、财通证券、太平洋证券等，2018、2021wind 金牌分析师，2020 年金麒麟新锐分析师，2021 年 choice 最佳分析师通信行业第一名。

沈鸿泰，中南大学硕士，曾就职于中兴通讯、华金证券研究所，两年产业链经验，对通信设备商（接入网）领域有较深研究，主要覆盖天线、射频、通信主设备领域。

刘正，南京大学硕士，2023 年加入德邦证券，主要覆盖海缆、公共基础建设通信领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。