

Q1 定制业务持续高增

华泰研究

2025年4月27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):

103.67

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

研究员 丁宁
SAC No. S0570522120003 dingning021681@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 魏靖松
SAC No. S0570124070135 weijingsong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

公司公布 2024 年报与 2025 年一季报: 公司 2024 年全年实现营收 23.22 亿元, 同比下降 0.69%, 归母净利润亏损 6.01 亿元。1Q25 公司实现营收 3.90 亿元, 同比增长 22.49%, 环比下降 42.01%, 归母净利润-2.20 亿元, 主因季节性因素有所波动。1Q25 毛利率 39.06%, 同环比分别提升 -6.64/5.72pct。毛利率同环比变化主因产品结构变化, 芯片定制业务占比同比有所上升, 环比有所下降。净利润亏损主因研发费用维持高位, 1Q25 研发费率 77.12%, 研发费用同增 4.53%。我们看好公司在 AIGC、Chiplet 领域的前瞻投入和技术优势, 中长期业绩有望持续增长, 维持“买入”评级。

1Q25 回顾: 定制业务非设计厂占比维持高位, 看好 AI 驱动 IP 营收增长

1Q25 芯片定制业务实现营收 2.7 亿元, 同增 40.5%, 芯片设计与芯片量产业务分布实现营收 1.22 与 1.46 亿元, 同增 40.7%/40.3%, 来自系统厂商、大型互联网公司、云服务提供商和车企等客户群体的收入占营业收入比重 37.30%, 维持较高水平。1Q25 IP 授权业务实现营收 1.2 亿元, 同比下降 5.0%, 知识产权授权与特许权使用费业务分别实现营收 0.94 亿元/0.27 亿元, 同比下降 5.9%/1.6%。单季度授权次数同降 28.3%至 38 次, 单次授权费用同增 31.2%至 246.4 万元。2024 全年 AI 相关 IP 收入达 2.56 亿元, 占比约 40%, 看好未来 AI 相关 IP 收入带动授权业务持续增长。

2025 展望: 在手订单突破新高, 持续布局 AIGC 与 Chiplet 前沿领域

公司在手订单水平持续提升, 1Q25 进一步环增 2.1%至 24.56 亿元, 创公司历史新高。公司持续推进 AIGC 与 Chiplet 等前瞻领域, AIGC 领域, 公司 2024 年新推出了针对 Transformer 类模型优化的 NPU IP 以及全新 Vitality 架构的 GPU IP 等多款 IP, 并与谷歌合作 IP 开发以支持其新推出的开源项目 Open Se Cura。Chiplet 领域, 已帮助客户 AIGC 芯片设计了 2.5D CoWos 封装, 并完成了针对 D2D 连接的 UCle 物理层接口等多项技术积累, 并与 Chiplet 解决方案领头羊厂商合作提供包括 GPU、NPU 和 VPU 等多款 IP, 我们看好公司在 AIGC 与 Chiplet 的前瞻布局打开未来业绩空间。

目标价 103.67 元, 维持“买入”评级

考虑到公司毛利率回升不及预期, 我们下调 2025/2026 年归母净利润预测至-1.05/0.13 亿元(前值: 0.03/0.94 亿元), 并预测 2027 年归母净利润 0.56 亿元。分别给予芯片定制/IP 授权业务 12.0/30.0x 25E PS 估值(可比公司一致预期均值 5.6x/15.6x, 溢价主要基于芯原为 A 股稀缺标的, 且在 HPC/AI 领域具备显著竞争优势, 同时考虑到公司技术进展快于预期, 未来业绩增长可能快于可比公司, 因此上调溢价率), 对应目标价为 103.67 元(前值 67.80 元, 基于芯片定制/IP 授权 6.8/23.0x 25E PS), 维持“买入”评级。

风险提示: 研发失败的风险, 国产化进程不及预期风险, 宏观经济下行风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	2,338	2,322	2,970	3,586	4,330
+/-%	(12.73)	(0.69)	27.93	20.73	20.73
归属母公司净利润(人民币百万)	(296.47)	(600.88)	(105.32)	13.28	56.29
+/-%	(501.64)	(102.68)	82.47	112.61	323.81
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.59)	(1.20)	(0.21)	0.03	0.11
ROE(%)	(10.98)	(28.31)	(5.22)	0.65	2.70
PE(倍)	(153.57)	(75.77)	(432.28)	3,428	808.86
PB(倍)	16.86	21.45	22.57	22.42	21.82
EV EBITDA(倍)	(630.24)	(143.05)	208.21	117.40	92.23

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	103.67
收盘价(人民币 截至 4 月 25 日)	90.90
市值(人民币百万)	45,528
6 个月平均日成交额(人民币百万)	1,121
52 周价格范围(人民币)	24.79-107.66
BVPS(人民币)	3.84

股价走势图



资料来源: Wind

图表1: 芯原股份盈利预测

人民币 (百万元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A (华泰)	(华泰)	(华泰)	(旧)	(旧)	变化	变化	
营业总收入	318	614	718	672	390	1,506	2,139	2,679	2,338	2,322	2,970	3,586	4,330	2,761	3,264	8%	10%
同比	-41.0%	-4.7%	23.6%	17.2%	22.5%	12%	42%	25%	-13%	-1%	28%	21%	21%				
营业成本	(173)	(345)	(430)	(448)	(237)	(829)	(1,282)	(1,565)	(1,292)	(1,396)	(1,727)	(2,042)	(2,465)				
毛利	145	269	288	224	152	677	857	1,114	1,046	926	1,243	1,544	1,864				
同比	-31%	-24%	42%	-20%	5%	26%	27%	30%	-6%	-12%	34%	24%	21%				
OPEX	-354	-344	-389	-410	-369	-740	-847	-1,008	-1,177	-1,497	-1,336	-1,494	-1,731				
销售费用	(37)	(31)	(30)	(22)	(30)	(93)	(129)	(138)	(115)	(120)	(134)	(151)	(212)				
管理费用	(29)	(30)	(28)	(34)	(30)	(86)	(88)	(117)	(119)	(122)	(125)	(126)	(126)				
研发费用	(287)	(281)	(311)	(367)	(301)	(531)	(628)	(793)	(947)	(1,247)	(1,040)	(1,148)	(1,299)				
财务费用	(0)	(2)	(19)	14	(8)	(30)	(2)	39	5	(7)	(38)	(71)	(95)				
资产减值损失	(2)	(2)	(0)	(3)	(2)	(8)	1	8	19	6	(12)	(13)	(19)				
营业利润	(206)	(75)	(108)	(194)	(215)	(7)	23	91	(271)	(583)	(104)	11	53				
同比	203%	-173%	-28%	25%	5%	71%	422%	297%	-399%	115%	-82%	-111%	368%				
其他收入/支出	1	0	-	0	0	24	7	(23)	(91)	271	583	104	(11)				
税前利润	(205)	(75)	(108)	(194)	(215)	(8)	24	94	(269)	(582)	(102)	13	55				
同比	204%	-172%	-28%	25%	5%	66%	394%	288%	-387%	116%	-82%	-113%	324%				
所得税	(2)	(3)	(3)	(11)	(5)	(17)	(11)	(20)	(27)	(19)	(3)	0	2				
少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
归属股东利润	(207)	(78)	(111)	(205)	(220)	(26)	13	74	(296)	(601)	(105)	13	56	3	94	-3136%	-86%
同比	189%	-183%	-29%	26%	6%	38%	152%	455%	502%	103%	82%	113%	324%				
稀释每股收益 (元)	(0.41)	(0.16)	(0.22)	(0.41)	(0.44)	(0.05)	0.03	0.15	(0.59)	(1.20)	(0.21)	0.03	0.11				
同比	189.1%	-183.0%	-29.0%	26.4%	6.5%	44%	151%	453%	500%	103%	82%	113%	324%				
比例分析																	
毛利率	45.7%	43.7%	40.1%	33.3%	39.1%	45.0%	40.1%	41.6%	44.8%	39.9%	41.8%	43.1%	43.1%	45.8%	46.5%	-4.0pct	-3.4pct
营业利润率	-64.7%	-12.2%	-15.1%	-28.9%	-55.2%	-0.5%	1.1%	3.4%	-11.6%	-25.1%	-3.5%	0.3%	1.2%				
营业费用率	111.2%	56.1%	54.1%	61.0%	94.6%	49.1%	39.6%	37.6%	50.3%	64.5%	45.0%	41.7%	40.0%				
净利率	-65.1%	-12.7%	-15.5%	-30.5%	-56.5%	-1.7%	0.6%	2.8%	-12.7%	-25.9%	-3.5%	0.4%	1.3%				

注: 由于公司毛利率恢复速度不及预期, 且我们预计 2025、2026 年芯片定制业务营收将实现更高增速, 导致业务结构变化拖累整体毛利率水平, 我们下调 2025/2026 年毛利率预测 4.0pct/3.4pct 至 41.8%/43.1%, 因此我们下调 2025/2026 年净利润预测至-1.05/0.13 亿元 (前值: 0.03/0.94 亿元)

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 芯原分部估值表

业务	25 年销售额 (百万元)	25 年目标 PS	25 年可比公司平均 PS	目标市值 (百万元)
一站式芯片定制业务	2,066	12.0	5.6	24,790
IP 授权业务	904	30.0	15.6	27,135
合计	2,970			51,925
			已发行股份	500.85
			目标价	103.67

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表3: 芯原与其他设计厂商估值比较

公司	代码	交易货币	股价 (交易货币)	总市值 (百万元)	营收 (百万交易货币)		每股销售额 (交易货币)		PS		股价 YTD
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
创意电子	3443 TT	TWD	979.0	29,428	29,788	37,922	222.3	283.0	4.4	3.5	-28%
世芯-KY	3661 TT	TWD	2160.0	39,174	44,809	86,262	554.2	1066.9	3.9	2.0	-34%
恒玄科技	688608 CH	RMB	382.5	45,911	4,447	5,641	37.0	47.0	10.3	8.1	18%
晶晨股份	688099 CH	RMB	69.2	29,064	7,756	9,463	18.5	22.5	3.7	3.1	1%
平均									5.6	4.2	

注: 25/26 年创意电子与世芯营业收入为 Bloomberg 一致预期, 恒玄科技、晶晨股份营收为 Wind 一致预期, 股价为 4 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表4: 芯原与其他 IP 授权厂商估值比较

公司	代码	交易货币	股价 (交易货币)	总市值 (百万元)	营收 (百万交易货币)		每股销售额 (交易货币)		PS		股价 YTD
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
CEVA	Ceva US	USD	26.7	4,613	117	132	4.9	5.5	5.5	4.8	-15%
新思科技	SNPS US	USD	377.3	497,659	6,771	7,615	43.8	49.3	8.6	7.7	-8%
铿腾电子	CDNS US	USD	213.0	572,560	5,187	5,806	18.9	21.2	11.3	10.1	-4%
力旺	3529 TT	TWD	2675.0	44,799	4,690	6,469	62.8	86.6	42.6	30.9	-20%
Alphawave	AWE LN	GBP	1.2	8,509	419	527	0.6	0.7	2.1	1.7	38%
ARM	ARM US	USD	113.3	860,903	3,999	4,918	3.8	4.7	29.9	24.3	-8%
国芯科技	688262 CH	RMB	26.2	8,810	972	1,342	2.9	4.0	9.1	6.6	-5%
平均									15.6	12.3	

注: 25/26 年营业收入为 Bloomberg 一致预期, 其中国芯科技营收为 Wind 一致预期, 股价为 4 月 25 日收盘价

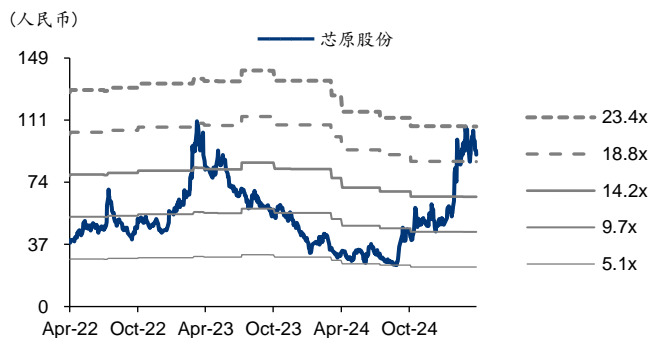
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表5: 芯原股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 芯原股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

研发失败的风险。IP 核是公司抢占市场核心增长点，研发需要投入大量的研发投入及人力资源，若研发失败、产品或服务受认可不及预期，我们认为可能会对公司的盈利造成负面影响。

国产化进程不及预期风险。行业及公司远期收入预测主要基于国产替代带来广阔空间的假设，若自主可控推进不及预期，存在公司收入及利润增速不及预期的风险。

宏观经济下行风险。若宏观经济处于下行周期，公司下游消费电子、智能汽车等领域受到影响，存在需求不足的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,718	2,638	3,517	3,778	4,860
现金	688.78	746.94	955.54	1,076	1,299
应收账款	1,022	943.16	1,570	1,464	2,200
其他应收账款	4.84	1.59	6.64	3.29	8.70
预付账款	23.44	64.46	47.99	87.78	76.13
存货	278.62	395.51	438.48	547.33	642.87
其他流动资产	700.62	486.53	498.13	598.99	633.91
非流动资产	1,688	1,992	2,108	2,177	2,234
长期投资	5.06	1.00	2.16	11.36	21.78
固定投资	505.11	720.83	885.28	1,033	1,212
无形资产	396.54	523.52	464.04	368.16	235.89
其他非流动资产	781.73	746.32	756.81	763.78	763.55
资产总计	4,406	4,630	5,625	5,954	7,094
流动负债	950.00	1,547	2,790	3,263	4,508
短期借款	0.00	0.00	1,439	1,651	2,717
应付账款	96.07	163.17	157.54	221.55	236.14
其他流动负债	853.93	1,384	1,193	1,390	1,555
非流动负债	756.09	960.30	818.81	661.44	499.29
长期借款	659.61	832.55	691.06	533.69	371.54
其他非流动负债	96.48	127.75	127.75	127.75	127.75
负债合计	1,706	2,508	3,608	3,924	5,007
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	499.91	500.36	500.85	500.85	500.85
资本公积	4,065	4,090	4,089	4,089	4,089
留存公积	(1,815)	(2,416)	(2,522)	(2,508)	(2,452)
归属母公司股东权益	2,700	2,122	2,017	2,030	2,087
负债和股东权益	4,406	4,630	5,625	5,954	7,094

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	(8.52)	(345.99)	(393.02)	510.49	(178.52)
净利润	(296.47)	(600.88)	(105.32)	13.28	56.29
折旧摊销	185.99	239.84	271.73	294.46	340.56
财务费用	(4.89)	7.08	38.28	70.69	94.85
投资损失	30.51	0.53	8.60	15.92	13.82
营运资金变动	(98.15)	(66.84)	(555.80)	176.96	(587.23)
其他经营现金	174.48	74.29	(50.51)	(60.82)	(96.80)
投资活动现金	(426.20)	46.53	(396.21)	(378.09)	(410.43)
资本支出	(115.44)	(143.63)	(353.63)	(344.13)	(378.92)
长期投资	(13.00)	(3.00)	(1.16)	(9.19)	(10.42)
其他投资现金	(297.75)	193.16	(41.42)	(24.76)	(21.09)
筹资活动现金	356.58	248.13	997.84	(12.09)	812.00
短期借款	(0.70)	0.00	1,439	212.11	1,065
长期借款	310.88	172.94	(141.50)	(157.36)	(162.15)
普通股增加	2.16	0.44	0.49	0.00	0.00
资本公积增加	87.95	24.58	(0.49)	0.00	0.00
其他筹资现金	(43.71)	50.17	(300.01)	(66.84)	(91.23)
现金净增加额	(76.63)	(42.42)	208.61	120.31	223.05

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,338	2,322	2,970	3,586	4,330
营业成本	1,292	1,396	1,727	2,042	2,465
营业税金及附加	6.13	6.40	8.18	9.88	11.93
营业费用	114.85	119.98	133.67	150.62	212.15
管理费用	119.45	122.28	124.75	125.52	125.56
财务费用	(4.89)	7.08	38.28	70.69	94.85
资产减值损失	(19.42)	(6.47)	(11.73)	(13.43)	(19.01)
公允价值变动收益	(20.54)	(0.37)	0.77	0.77	0.77
投资净收益	(30.51)	(0.53)	(8.60)	(15.92)	(13.82)
营业利润	(270.72)	(583.10)	(103.95)	11.30	52.93
营业外收入	1.52	1.23	1.99	1.58	1.60
营业外支出	0.03	0.01	0.03	0.02	0.02
利润总额	(269.22)	(581.88)	(101.99)	12.86	54.51
所得税	27.24	19.00	3.33	(0.42)	(1.78)
净利润	(296.47)	(600.88)	(105.32)	13.28	56.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(296.47)	(600.88)	(105.32)	13.28	56.29
EBITDA	(71.94)	(321.70)	225.00	398.50	514.65
EPS (人民币, 基本)	(0.59)	(1.20)	(0.21)	0.03	0.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(12.73)	(0.69)	27.93	20.73	20.73
营业利润	(399.08)	(115.39)	82.17	110.87	368.30
归属母公司净利润	(501.64)	(102.68)	82.47	112.61	323.81
获利能力 (%)					
毛利率	44.75	39.86	41.84	43.06	43.06
净利率	(12.68)	(25.88)	(3.55)	0.37	1.30
ROE	(10.98)	(28.31)	(5.22)	0.65	2.70
ROIC	(12.99)	(24.59)	(1.57)	3.55	4.79
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.72	54.16	64.15	65.90	70.59
净负债比率 (%)	7.86	28.43	70.94	67.44	98.39
流动比率	2.86	1.71	1.26	1.16	1.08
速动比率	2.39	1.34	1.05	0.93	0.89
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.51	0.58	0.62	0.66
应收账款周转率	2.25	2.36	2.36	2.36	2.36
应付账款周转率	8.33	10.77	10.77	10.77	10.77
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.59)	(1.20)	(0.21)	0.03	0.11
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.02)	(0.69)	(0.78)	1.02	(0.36)
每股净资产(最新摊薄)	5.39	4.24	4.03	4.05	4.17
估值比率					
PE (倍)	(153.57)	(75.77)	(432.28)	3,428	808.86
PB (倍)	16.86	21.45	22.57	22.42	21.82
EV EBITDA (倍)	(630.24)	(143.05)	208.21	117.40	92.23

免责声明

分析师声明

本人, 谢春生、丁宁, 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。
- 芯原股份（688521 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 芯原股份（688521 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

- 分析师谢春生、丁宁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。
- 芯原股份（688521 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 芯原股份（688521 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

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, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 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
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

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 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
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>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司