

敏芯股份 (688286.SH)

MEMS 技术平台型企业，多产品线齐头并进

优于大市

核心观点

MEMS 技术平台型企业，产品主要应用于消费电子、汽车、医疗等领域。公司成立于 2007 年，2020 年 8 月在上海交易所上市。公司掌握多品类 MEMS 芯片设计和制造工艺能力，致力于成为行业领先的 MEMS 芯片平台型企业。公司主要产品为 MEMS 声学传感器、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器，主要应用于消费电子、汽车、医疗等领域。2024 年 MEMS 声学传感器、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器分别占公司总营收的 48%/42%/5%。2024 年公司 MEMS 压力传感器业务增长显著，防水气压计等产品在头部客户产品中实现进口替代，微压差传感器出货量增长显著并占据市场同类型产品绝大部分市场份额。公司从单一产品发展中找到第二产品增长极，多产品线齐头并进。

1Q25 公司营收同比增长 53%，归母净利润同比增长 120%。公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司营收 5.06 亿元 (YoY +35.7%)，归母净利润-0.35 亿元 (YoY +65.4%)，毛利率 24.88% (YoY +8.07pct)。1Q25 公司营收 1.35 亿元 (YoY +53.0%，QoQ -20.2%)，归母净利润 0.03 亿元 (YoY +119.7%，QoQ -77.84%)。2024 年公司在新产品领域的研发投入及市场推广取得显著成效，压力产品取得较大突破，2024 年压力传感器营收占比同比提升 19.2pct 至 42%，带动公司全年营收高速增长并创历史新高。

布局 AI、机器人，新兴领域产业化加速有望带动业绩增长。AI 大模型在端侧加速应用，AI 手机、AI PC 推动换机需求。同时，AI 眼镜等新型 AI 端侧产品不断发展，MEMS 声学传感器是 AI 语音交互技术中声音信号第一输入口。AI 眼镜市场快速增长将带动声学传感器需求提升。在人形机器人领域，公司在研多款传感器产品未来可应用于机器人整机的指关节、腕部和踝部、皮肤以及机器人的平衡、姿态控制、导航，包括 MEMS 三维力、六维力/力矩传感器、手套型压力及温度传感器以及机器人用 IMU 等产品，目前相关产品的研发进展顺利，后续将加速给业内潜在客户送样测试。

投资建议：预计公司 2025-2027 年营业收入同比增长 36.9%/29.2%/25.1% 至 6.92/8.94/11.19 亿元，归母净利润同比增长 205.5%/98.9%/55.6% 至 0.37/0.74/1.15 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 96.5/48.5/31.2 倍，我们看好公司作为 MEMS 芯片平台型企业，多产品线齐头并进带来的业绩增长，以及布局 AI、机器人等新兴领域带来的新机遇，给予“优于大市”评级。

风险提示：市场竞争加剧，需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	373	506	692	894	1,119
(+/-%)	27.3%	35.7%	36.9%	29.2%	25.1%
净利润(百万元)	-102	-35	37	74	115
(+/-%)	-85.4%	65.4%	205.5%	98.9%	55.6%
每股收益(元)	-1.82	-0.63	0.66	1.32	2.06
EBIT Margin	-24.0%	-5.5%	6.2%	10.6%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	-9.5%	-3.4%	3.5%	6.5%	9.2%
市盈率 (PE)	-35.2	-101.9	96.5	48.5	31.2
EV/EBITDA	-72.1	266.9	48.8	28.8	20.7
市净率 (PB)	3.35	3.49	3.37	3.15	2.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

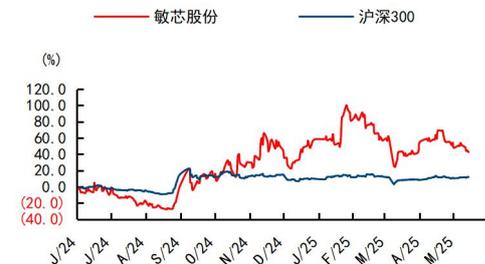
lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	63.47 元
总市值/流通市值	3554/3554 百万元
52 周最高价/最低价	92.90/31.71 元
近 3 个月日均成交额	102.86 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

MEMS 技术平台型公司，多产品线齐头并进

敏芯股份成立于 2007 年，2020 年 8 月在上海交易所上市。公司掌握多品类 MEMS 芯片设计和制造工艺能力，致力于成为行业领先的 MEMS 芯片平台型企业。目前，公司在现有 MEMS 传感器芯片设计、晶圆制造、封装和测试等环节拥有自主研发能力和核心技术，同时能自主设计为 MEMS 传感器芯片提供信号转化、处理或驱动功能的 ASIC 芯片，实现了 MEMS 传感器全生产环节国产化。公司目前主要产品线包含 MEMS 声学传感器、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器。公司希望通过 2-3 年的周期，布局完成：高信噪比的声学、压力/压感/微差压、惯性/姿态感知（加速度+陀螺、IMU）、磁、光等全物理量传感器的产品布局，从而更好的应对消费类电子、机器人、汽车、AI 产品等各下游新兴应用场景的产品需求。

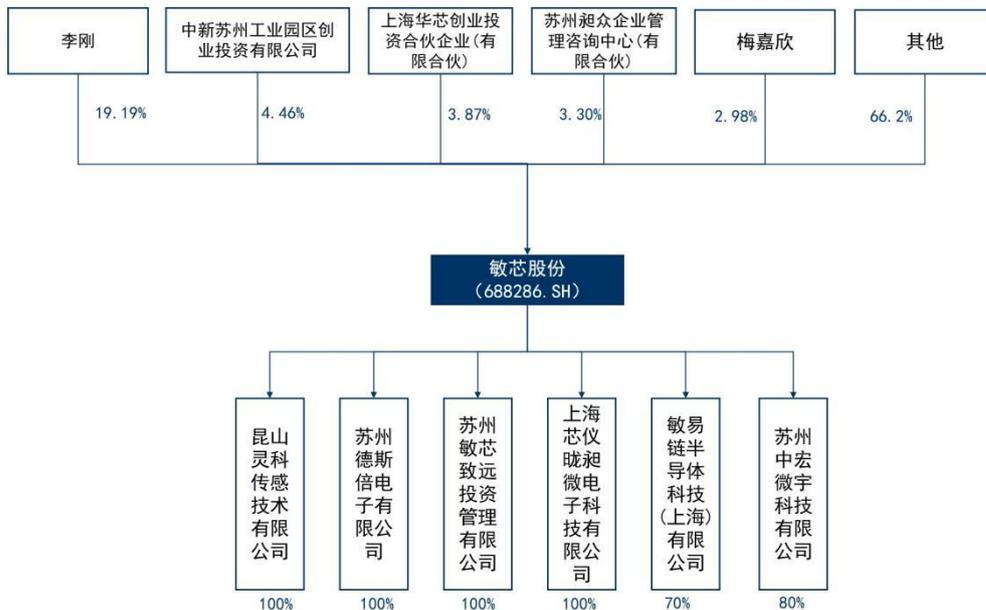
图1: 公司架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司创始人、董事长及总经理李刚博士是公司实际控制人，公司核心技术人员拥有多年从业经历。截至 2025 年一季度，公司创始人、董事长及总经理李刚博士持有公司 19.19% 股份，是公司实际控制人。公司创始人、董事长及总经理李刚博士毕业于香港科技大学微电子技术专业，具有多年 MEMS 行业研发与管理经验，是超过 50 项 MEMS 专利的核心发明人。公司创始人胡维毕业于北京大学微电子学专业，负责主导 MEMS 传感器芯片的设计与制造工艺的研发。公司创始人及副总经理梅嘉欣毕业于南京大学微电子学与固体电子学专业，负责主导 MEMS 传感器的封装和测试工艺的研发。三位核心技术人员的从业经历超过 10 年，在 MEMS 传感器芯片设计、制造、封装和测试等环节都有着深厚的技术积累。

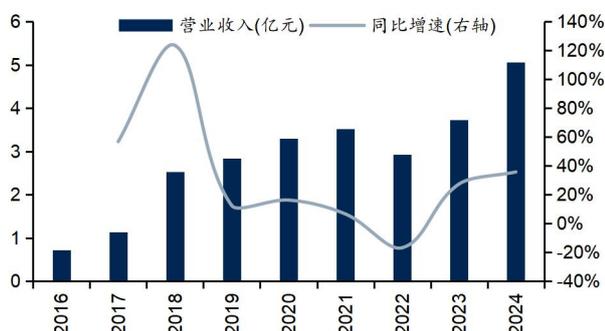
图2: 公司股权结构 (截至 2025Q1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2024 年公司营收同比增长 36%，4Q24 扭亏为盈。2022 年公司归母净利润同比下滑 542%，主要由于终端市场不景气导致销售量下降，行业竞争加剧部分产品单价下滑，导致毛利率下降。2024 年公司新产品领域的研发投入及市场推广取得显著成效，压力产品取得较大突破。2024 年压力产品占总营收的 41.85%，同比增长 19.19pct，推动公司营收高速增长，创历史新高。2024 年公司营收 5.06 亿元 (YoY +35.7%)，归母净利润-0.35 亿元 (YoY +65.4%)，其中 4Q24 公司归母净利润 0.13 亿元，扭亏为盈。1Q25 公司营收 1.35 亿元 (YoY +53.0%，QoQ -20.2%)，归母净利润 0.03 亿元 (YoY +119.7%，QoQ -77.84%)。

图3: 公司营业收入及同比增速



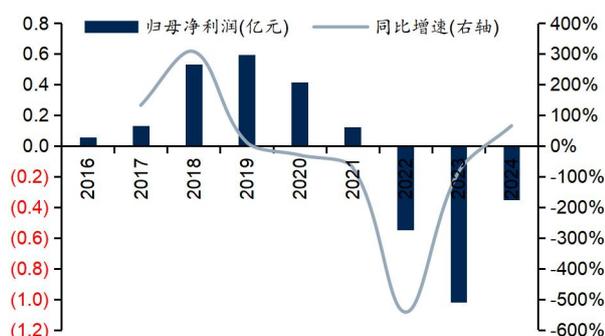
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度营业收入及同比增速



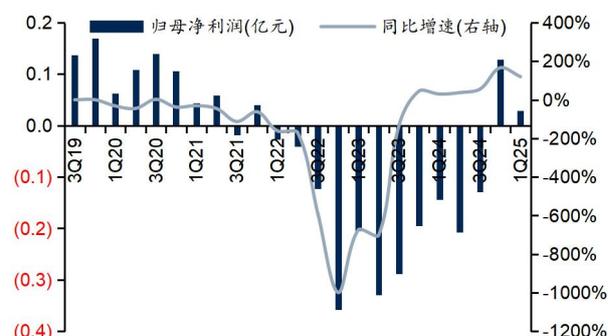
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度归母净利润及同比增速

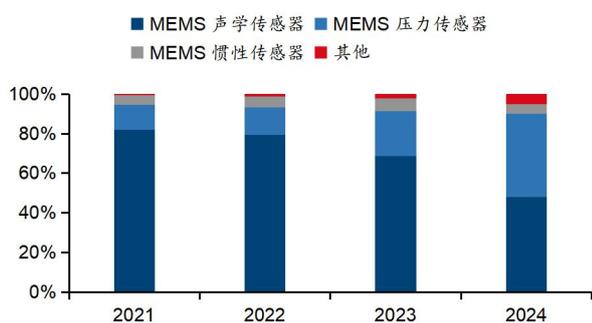


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司主要产品为 MEMS 声学传感器、MEMS 压力传感器、MEMS 惯性传感器。MEMS 声学传感器占公司总营收比例最大, 2024 年占公司总营收的 47.6%, 公司的 MEMS 声学传感器产品广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能家居、可穿戴设备等消费电子电子产品, 具体品牌包括三星、小米、传音、OPPO、联想等。公司 MEMS 压力传感器营收占比逐年增长, 从 2021 年的 12.7% 提升至 2024 年的 41.9%。2024 年公司 MEMS 压力传感器营收 2.12 亿元, 同比增长 151%。公司 MEMS 压力传感器产品主要应用于消费电子、汽车和医疗领域, 其中电子血压计终端客户主要包括乐心医疗和九安医疗等。

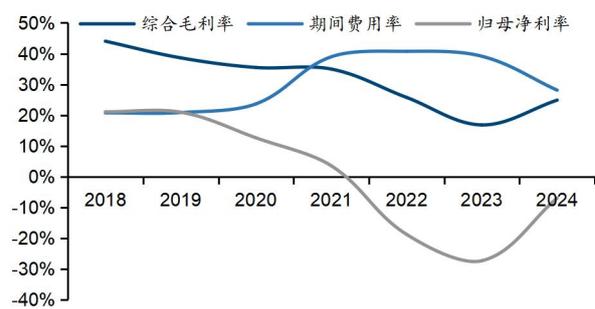
2024 年公司毛利率同比提升 8.07pct 至 24.88%, 主要由于 (1) 以压力产品线等为代表的公司高毛利新产品的销售占比逐渐提升, 拉升了公司整体的产品毛利率; (2) 公司持续开展降本增效措施产生了良好的效果, 产品生产成本逐步下降; (3) 公司募投项目产能的顺利释放带来产品产量的增加从而产生了规模效应, 产品单位成本逐渐下降。

图7：公司分产品营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司毛利率、期间费用率、归母净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

盈利预测的假设前提

公司自成立以来一直专注于 MEMS 传感器的自主研发与设计，主营业务包括 MEMS 声学传感器、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器，盈利预测假设条件如下：

MEMS 声学传感器：公司的 MEMS 声学传感器产品广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能家居、可穿戴设备等消费电子产品，预计 2025-2027 年 MEMS 声学传感器收入同比增长 8%/5%/5% 至 2.60/2.73/2.87 亿元，毛利率分别为 26.4%/28.0%/28.8%。

MEMS 压力传感器：2024 年公司微差压产品销量快速增长，带动压力产品线收入比例提升，因此预计 2025-2027 年 MEMS 压力传感器收入同比增长 73.4%/47.9%/36.4% 至 3.67/5.43/7.40 亿元，毛利率分别为 29.9%/32.9%/34.5%。

MEMS 惯性传感器：2024 年下半年公司加速度传感器已经完成新工艺平台的研发，做出合格样品，MEMS 陀螺产品也成功流片，预计 2025 年加速度传感器产品线将会逐渐开始提高销量，因此预计 2025-2027 年 MEMS 惯性传感器收入同比增长 24.45%/21.46%/20.70% 至 0.29/0.36/0.43 亿元，毛利率分别为 5.4%/5.6%/5.9%。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
MEMS 声学传感器						
收入（亿元）	2.32	2.56	2.41	2.60	2.73	2.87
增速	-19.24%	10.41%	-5.95%	8.00%	5.00%	5.00%
毛利率	24.0%	11.4%	21.1%	26.4%	28.0%	28.8%
MEMS 压力传感器						
收入（亿元）	0.41	0.84	2.12	3.67	5.43	7.40
增速	-8.33%	107.22%	150.68%	73.40%	47.90%	36.35%
毛利率	39.0%	31.9%	27.2%	29.9%	32.9%	34.5%
MEMS 惯性传感器						
收入（亿元）	0.17	0.24	0.24	0.29	0.36	0.43
增速	-4.11%	43.77%	-2.22%	24.45%	21.46%	20.70%
毛利率	11.5%	-4.2%	5.1%	5.4%	5.6%	5.9%
其他						
收入（亿元）	0.03	0.08	0.30	0.36	0.43	0.49
增速	22.54%	152.71%	271.96%	21.23%	19.25%	14.06%
合计						
总营收（亿元）	2.93	3.73	5.06	6.92	8.94	11.19
增速	-16.80%	27.34%	35.71%	36.91%	29.18%	25.09%
毛利率	25.78%	16.86%	25.35%	29.08%	31.54%	33.03%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表2: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2.93	3.73	5.06	6.92	8.94	11.19
YoY	-16.80%	27.34%	35.71%	36.91%	29.18%	25.09%
销售费用	0.14	0.17	0.18	0.20	0.26	0.33
管理费用	0.40	0.54	0.50	0.51	0.67	0.78
研发费用	0.70	0.78	0.81	0.83	0.88	1.04
财务费用	-0.05	-0.03	-0.07	-0.03	-0.08	-0.11
营业利润	-0.52	-0.94	-0.30	0.41	0.78	1.19
利润总额	-0.53	-1.00	-0.36	0.37	0.73	1.14
归母净利润	-0.55	-1.02	-0.35	0.37	0.74	1.15
YoY	-542.16%	-85.40%	65.40%	205.52%	98.88%	55.61%
EPS (元)	-1.03	-1.82	-0.63	0.66	1.32	2.06
ROE (%)	-5.3%	-9.5%	-3.4%	3.5%	6.5%	9.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 我们预计 2025-2027 年公司收入同比增长 36.91%/29.18%/25.09%至 6.92/8.94/11.19 亿元, 对应归母净利润同比增长 205.52%/98.88%/55.61%至 0.37/0.74/1.15 亿元。

盈利预测的情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	373	506	696	903	1,134
(+/-%)	27.3%	35.7%	37.7%	29.8%	25.6%
净利润(百万元)	-102	-35	51	93	139
(+/-%)	-85.4%	65.4%	245.2%	80.9%	50.5%
摊薄 EPS	-1.82	-0.63	0.91	1.65	2.49
中性预测					
营业收入(百万元)	373	506	692	894	1,119
(+/-%)	27.3%	35.7%	36.9%	29.2%	25.1%
净利润(百万元)	-102	-35	37	74	115
(+/-%)	-85.4%	65.4%	205.5%	98.9%	55.6%
摊薄 EPS(元)	-1.82	-0.63	0.66	1.32	2.06
悲观预测					
营业收入(百万元)	373	506	689	886	1,103
(+/-%)	27.3%	35.7%	36.2%	28.6%	24.6%
净利润(百万元)	-102	-35	51	93	139
(+/-%)	-85.4%	65.4%	245.2%	80.9%	50.5%
摊薄 EPS	-1.82	-0.63	0.91	1.65	2.49
总股本(百万股)	54	56	56	56	56

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

估值分析

我们选择同样从事 MEMS 业务的芯动联科、纳芯微作为公司的可比公司。其中：

芯动联科：公司主营业务为高性能硅基 MEMS 惯性传感器的研发、测试与销售。公司主要产品为高性能 MEMS 惯性传感器，包括 MEMS 陀螺仪和 MEMS 加速度计，均包含一颗微机械（MEMS）芯片和一颗专用控制电路（ASIC）芯片。

纳芯微：公司产品涵盖传感器、信号链和电源管理三大产品领域，被广泛应用于汽车、泛能源及消费电子领域，其中泛能源领域主要是指围绕能源系统的工业类应用，从发电端、到输电、到配电、再到用电端的各个领域，包括光伏储能、模块电源、工控、电力电子、白电等。

表4: 可比公司估值比较（股价为 2025 年 6 月 9 日数据）

代码	简称	股价 (元)	总营收(亿元)				CAGR (24-27E)	PS (倍)				总市值 (亿元)
			2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
688286	敏芯股份	66.07	5.06	6.92	8.94	11.19	30.3%	7.31	5.34	4.14	3.31	37
可比公司:												
688052	纳芯微	188.09	19.60	28.78	36.80	46.46	33.3%	13.68	9.31	7.29	5.77	268
688582	芯动联科	70.10	4.05	6.14	8.68	11.99	43.7%	69.44	45.73	32.37	23.42	281
平均	-	-	-	-	-	-	-	41.56	27.52	19.83	14.59	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

投资建议

我们看好公司作为 MEMS 芯片平台型企业，多产品线齐头并进带来的业绩增长，以及布局 AI、机器人等新兴领域带来的新机遇，预计 2025-2027 年公司营收为 6.92/8.94/11.19 亿元。参考可比公司 Wind 一致预期下 2025 年 PS 均值（27.52 倍），给予公司 2025 年 12-13 倍预期 PS，对应公司的合理估值区间为 46.52-50.40 亿元，对应 83.09-90.02 元/股，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法得出公司的合理估值在 83.09-90.02 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加入了很多主观的判断：

- 1、可能由于对公司未来三年收入和利润增长估计偏乐观，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PS 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司作为 MEMS 芯片平台型企业，多产品线齐头并进带来的业绩增长，以及布局 AI、机器人等新兴领域带来的新机遇，预计 2025-2027 年公司营收 6.92/8.94/11.19 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

市场风险

行业竞争加剧风险：随着 5G 技术的推广和物联网的不断发展，使用 MEMS 技术生产相关器件已成为趋势，新的器件品类不断涌现，应用场景的丰富也使得 MEMS 产品出货量保持较快增速，并且由于公司在国内 MEMS 领域的耕耘，国内 MEMS 产业链进一步成熟，吸引了众多大型企业进入 MEMS 行业，存在行业竞争加剧的风险。公司作为 MEMS 传感器芯片的自主研发企业，如不能持续提升技术和产品的研发能力，将因为市场竞争加剧面临较大不确定性。

下游需求不及预期的风险：公司业务下游涉及消费电子（如手机、电脑、耳机、手表等便携设备、VR 设备、智能家居等等领域），积极布局开拓汽车、工业控制和医疗等下游市场，存在相关市场客户需求不及预期导致公司盈利不及预期的风险。

经营风险

经营模式风险：公司专注于 MEMS 传感器的研发与设计，将完成的芯片设计交付中芯国际、华润上华等国内知名的晶圆厂商进行晶圆制造，并自主完成或委托华天科技等专业的封装测试厂商完成封装测试。公司与中芯国际、华润上华和华天科技等行业内主要的晶圆制造厂商和封装厂商均建立了长期合作关系，但若未来晶圆制造、封装供应商及公司自主产线的产能不足，或者晶圆和委外加工市场价格大幅上涨，将会对公司的产品出货和盈利能力造成不利影响。

技术人才流失风险：公司所处行业具有人才密集型特征，是一个涉及多学科跨领域的综合性行业。技术人员对于新产品设计研发、产品成本控制以及提供稳定优质的技术服务具有至关重要的作用。随着市场需求的不断增长，行业竞争的日益激烈，企业之间人才竞争也逐渐加剧，公司现有技术人才亦存在流失的风险。如果公司不能持续加大技术人才的激励和保护力度，则存在一定的技术人才流失风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	246	145	171	196	221	营业收入	373	506	692	894	1119
应收款项	41	62	80	104	136	营业成本	310	380	491	612	749
存货净额	174	241	362	451	549	营业税金及附加	3	4	4	7	8
其他流动资产	200	197	243	244	264	销售费用	17	18	20	26	33
流动资产合计	661	646	857	995	1170	管理费用	54	50	52	67	79
固定资产	383	395	476	539	587	研发费用	78	81	83	88	104
无形资产及其他	11	8	7	7	7	财务费用	(3)	(7)	3	8	11
其他长期资产	171	163	163	163	163	投资收益	3	3	4	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(23)	(15)	(9)	(16)	(21)
资产总计	1226	1211	1503	1704	1927	其他	11	3	6	4	2
短期借款及交易性金融负债	13	26	223	306	367	营业利润	(94)	(30)	41	78	119
应付款项	72	75	120	150	181	营业外净收支	(6)	(6)	(4)	(5)	(5)
其他流动负债	29	45	58	72	88	利润总额	(100)	(36)	37	73	114
流动负债合计	114	146	401	528	637	所得税费用	3	(0)	(1)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	20	19	19	19	19	少数股东损益	(1)	(0)	0	1	1
其他长期负债	22	18	17	16	14	归属于母公司净利润	(102)	(35)	37	74	115
长期负债合计	42	37	36	35	33	现金流量表 (百万元)					
负债合计	155	182	437	563	670	净利润	(103)	(36)	38	75	116
少数股东权益	2	1	2	2	3	资产减值准备	23	17	10	17	22
股东权益	1069	1027	1064	1138	1253	折旧摊销	38	42	40	50	60
负债和股东权益总计	1226	1211	1503	1704	1927	公允价值变动损失	(0)	(2)	(0)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	(2)	3	8	11
每股收益	(1.82)	(0.63)	0.66	1.32	2.06	营运资本变动	(84)	(67)	(116)	(74)	(104)
每股红利	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	其它	118	8	(12)	(25)	(33)
每股净资产	19.12	18.35	19.01	20.33	22.38	经营活动现金流	(10)	(40)	(39)	49	71
ROIC	-1%	6%	12%	15%	18%	资本开支	(122)	(66)	(120)	(113)	(108)
ROE	-10%	-3%	3%	6%	9%	其它投资现金流	(40)	24	(11)	5	1
毛利率	17%	25%	29%	32%	33%	投资活动现金流	(162)	(41)	(131)	(107)	(107)
EBIT Margin	-24%	-5%	6%	11%	13%	权益性融资	129	4	0	0	0
EBITDA Margin	-14%	3%	12%	16%	18%	负债净变化	20	(0)	0	0	0
收入增长	27%	36%	37%	29%	25%	支付股利、利息	(0)	(1)	0	0	0
净利润增长率	-85%	65%	206%	99%	56%	其它融资现金流	2	(7)	197	83	61
资产负债率	13%	15%	29%	33%	35%	融资活动现金流	151	(4)	197	83	61
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(20)	(85)	27	25	25
P/E	(35.2)	(101.9)	96.5	48.5	31.2	货币资金的期初余额	250	230	145	171	196
P/B	3.4	3.5	3.4	3.2	2.9	货币资金的期末余额	230	145	171	196	221
EV/EBITDA	(72.1)	266.9	48.8	28.8	20.7	企业自由现金流	(260)	(119)	(153)	(40)	(3)
						权益自由现金流	(238)	(126)	42	34	47

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032