

电子

2025年09月21日

# 芯原股份 (688521)

——国产算力卖铲人，受益 ASIC 定制趋势（国产 ASIC 系列研究之 2）

报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

市场数据：2025年09月19日

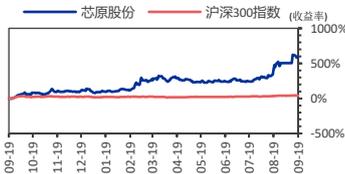
收盘价(元)	173.00
一年内最高/最低(元)	200.00/24.72
市净率	25.2
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	86,648
上证指数/深证成指	3,820.09/13,070.86

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	6.85
资产负债率%	43.00
总股本/流通A股(百万)	526/501
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

杨海晏 A0230518070003  
yanghy@swsresearch.com  
杨紫璇 A0230524070005  
yangzx@swsresearch.com  
黄忠煌 A0230519110001  
huangzh@swsresearch.com

#### 研究支持

王开元 A0230125030001  
wangky@swsresearch.com  
陈俊兆 A0230124100001  
chenjz@swsresearch.com

#### 联系人

王开元  
(8621)23297818x  
wangky@swsresearch.com

### 投资要点：

- **芯原股份深耕半导体 IP 超过 20 年，依托自主半导体 IP，为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务的企业。**公司客户涵盖芯片设计公司、IDM 厂商、系统厂商、互联网厂商和 CSP 等，覆盖消费电子、物联网、数据处理、汽车电子、计算机及周边、工业等下游。
- **国内第一、全球第八大设计 IP 厂商。**已拥有 6 大类处理器 IP、智能像素处理平台、基于 FLEXA 的 IP 子系统，以及 1600+数模混合 IP 和多种物联网连接 IP；覆盖从 5nm FinFet 到 250nm CMOS 的多种工艺能力。
- **SiPaaS 模式地位中立，为芯片开发“卖铲人”。**不设计终端产品，基于自研 IP 向客户交付 IP 产品或提供设计+量产制造管理等服务。IP 具备高可复用性，1) 半导体产业链设计环节分工继续细化，芯片设计厂商缺乏全流程能力；2) 制程推进，设计成本倍增；3) 单芯片所需的 IP 数量增加。外采芯片设计服务/IP 需求不断增加。
- **规模效应+渠道优势带来业绩弹性，研发高峰后，利润将释放。**公司主营业务为一站式芯片定制服务、半导体 IP 授权业务（收入比 7:3），后续弹性主要来自爆款产品带来的芯片量产业务、特许权使用费的增长。对标同业智原科技、创意电子，在研发投入高峰过后，净利率有望维持在 10%-20%水平。
- **格局：全球 CR4 占比 75%，国内自给率不足 10%。**2024 年半导体设计 IP 规模 85 亿美元，YoY+20.2%，四大厂商 ARM、Synopsys、Cadence、Alphawave 占比 75%，头部效应显著。国内厂商规模较小、格局分散，芯原布局完备，通过收购芯来科技获得 CPU IP，进一步补齐产品矩阵。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**芯原股份是国内芯片定制服务与 IP 授权领军厂商，充分受益各类芯片公司、终端厂商的芯片从设计、定制到量产服务的增长需求。预计公司 2025-2027 营业收入实现 27.53 亿元、61.04 亿元、85.25 亿元，对应 25/26E PS 分别为 33/15 倍，低于可比公司平均值 43.0/28.2 倍。
- **风险提示：**研发失败、产品或服务无法得到客户认同的风险，技术授权风险

### 财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,322	974	2,753	6,104	8,525
同比增长率(%)	-0.7	4.5	18.6	121.7	39.7
归母净利润(百万元)	-601	-320	-439	-158	347
同比增长率(%)	-	-	-	-	-
每股收益(元/股)	-1.20	-0.64	-0.84	-0.30	0.66
毛利率(%)	39.9	43.3	42.5	32.2	30.4
ROE(%)	-28.3	-8.9	-12.5	-4.7	9.3
市盈率	-151		-207	-576	262

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。芯原股份是国内芯片定制服务与 IP 授权领军厂商，充分受益各类芯片公司、终端厂商的芯片从设计、定制到量产服务的增长需求。预计公司 2025-2027 营业收入实现 27.53 亿元、61.04 亿元、85.25 亿元，对应 25/26E PS 分别为 33/15 倍，低于可比公司平均值 43.0 /28.2 倍。

### 关键假设点

1) 芯片量产业务：在国内系统厂商进行 ASIC 定制、端侧 AI 渗透机遇下，2025 年迎订单拐点。截至 25Q2 末，在手订单约 30 亿元，较 2025 年第一季度末增长 5.69 亿元，环比增长 23.17%。根据公司过往披露，大约 80%-90%在手订单会在 1 年内转化为收入，订单高增印证高景气度；同时，在手订单中一站式芯片定制业务占比近 90%，按收入结构推算约 2/3 为量产订单，我们认为，由于业务性质，订单中量产比例可能更高，对应在手量产订单超过 18 亿元，增速显著。在上游半导体供应链突破、政策加强鼓励、AI 算力投入持续景气的情况下，以国内互联网厂商为代表的 ASIC 定制需求将快速增长，预计 2025-2027 年营收分别为 10 亿元、40 亿元、60 亿元。

2) 芯片设计业务：在定制芯片进入量产阶段之前，在手的一站式芯片定制业务通常兑现为当期设计业务收入。假设 2025-2027 年营收分别为 8.7 亿元、10.44 亿元、12.53 亿元，增速均为 20%。

3) 一站式芯片定制业务：随着量产业务规模增长，一站式芯片定制业务毛利率也将随之提升。假设 2025-2027 年毛利率均为 20%。

4) 半导体 IP 授权业务：包含知识产权授权使用费收入、特许权使用费收入。随着公司设计、量产在手订单持续增长，公司已储备的 IP 资产将持续变现高增。假设 2025-2027 年营收分别为 8.83 亿元、10.6 亿元、12.72 亿元，增速均为 20%。

### 有别于大众的认识

市场担忧系统厂商定制 ASIC 芯片持续性。我们认为，在 AI 服务竞争逐步加剧的背景下，标准化芯片无法满足业务场景的差异化需求，同时考虑到成本优化，互联网大厂自研 AI ASIC 降本增效将会成为趋势。借鉴海外算力自主化趋势，谷歌、亚马逊等北美云厂商纷纷与博通、迈威尔等定制芯片服务商合作推出适用于自身负载的 AI ASIC。国内互联网大厂的 ASIC 定制芯片业务将成为公司重要的增长点。

### 股价表现的催化剂

进一步获得国内主流互联网大厂的 ASIC 芯片定制订单，本土云厂商资本开支计划增加。

### 核心假设风险

研发失败、产品或服务无法得到客户认同的风险，技术授权风险

## 目录

<b>1. 半导体 IP 领军，赋能设计制造全流程</b>	<b>5</b>
1.1 国内半导体 IP 领军，产品矩阵完备	5
1.2 产业链分工细化，SiPaaS 模式顺应趋势	7
1.3 IP 复用性强毛利高，量产业务规模效应显著	9
1.4 下游应用广泛，ASIC 或成为下一个增长点	12
<b>2. IP 市场格局集中，头部厂商增速较高</b>	<b>14</b>
2.1 全球：头部效应显著，CR4 占比 75%	14
2.2 国内：国产化初期，芯原布局完备	15
<b>3. 盈利预测与估值</b>	<b>17</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 超 20 年研发与技术积累, 公司已形成较为全面的 IP 矩阵与解决方案布局..	5
图 2: 半导体产业三次变革, 分工不断细化 .....	8
图 3: 制程推进, 单颗芯片平均集成的 IP 数增加 .....	8
图 4: 制程推进, 设计成本快速上升 (单位: 亿美元) .....	8
图 5: 基于自由半导体 IP 矩阵, 公司提供一站式芯片定制、IP 授权服务 .....	9
图 6: 芯原股份芯片定制业务收入占比约七成 .....	10
图 7: 芯原股份芯片量产业务具备较大弹性 .....	10
图 8: IP 授权业务贡献约七成毛利 .....	10
图 9: IP 授权业务毛利率体现 IP 可复用性 .....	10
图 10: 研发费用率持续上升 .....	11
图 11: 研发投入规模不断增长 .....	11
图 12: 智原科技收入结构 .....	11
图 13: 智原科技毛利率、费用率及净利率 .....	11
图 14: 创意电子收入结构 .....	11
图 15: 创意电子毛利率、费用率及净利率 .....	11
图 16: 非芯片类客户收入占比 4-5 成 .....	12
图 17: 25H1 公司在手订单快速增长 .....	12
图 18: 总营收下游行业拆分, 物联网、消费电子占比较高, 数据处理快速提升 ..	13
图 19: 半导体 IP 授权收入中数据处理占比快速提升 .....	13
图 20: 一站式芯片定制服务收入中物联网占比最高 .....	13
图 21: 芯来科技拥有完备的处理器产品布局 .....	16
表 1: 公司已形成六大处理器 IP、1600+数模混合 IP 及解决方案的产品矩阵 .....	6
表 2: 全球 IP 厂商格局相对集中, CR4 占比 75%, 头部效应显著 .....	14
表 3: 国产 IP 厂商聚焦细分类别, 芯原产品布局较为全面 .....	15
表 4: 芯原股份主营业务关键假设 .....	17
表 5: 可比公司估值表 .....	18

# 1. 半导体 IP 领军，赋能设计制造全流程

## 1.1 国内半导体 IP 领军，产品矩阵完备

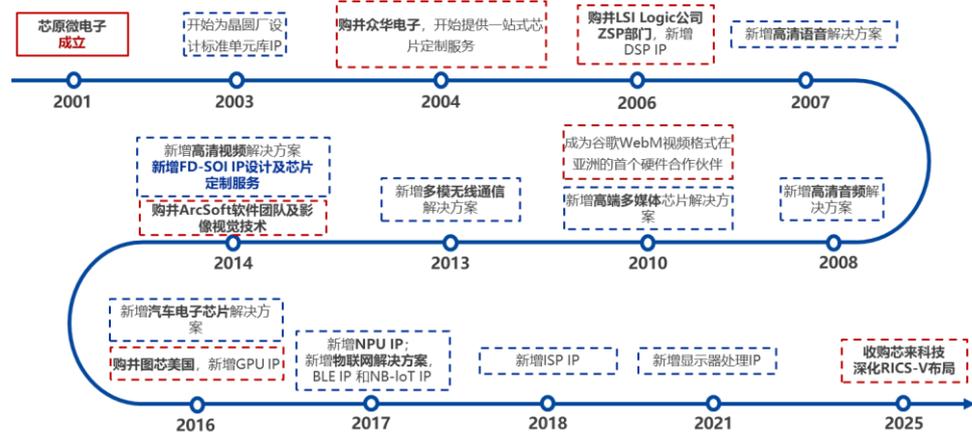
芯原股份是国内依托自主半导体 IP，为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务的企业。凭借超过 20 年的半导体 IP 研发积累，和芯片设计平台即服务（Silicon Platform as a Service, SiPaaS）模式，公司为芯片设计公司、IDM 厂商、系统厂商、互联网厂商和 CSP 等客户提供覆盖“设计-制造-封测”全流程的半导体产品解决方案，覆盖消费电子、物联网、数据处理、汽车电子、计算机及周边、工业等领域。

创始人戴伟民为芯片界“戴氏三兄妹”之一，三人均深耕芯片设计。“戴氏三兄妹”分别为大哥戴伟民、二哥戴伟进、及三妹戴伟立，均毕业于加州大学伯克利分校。

戴伟民辞任终身教授职位回国创办芯原。戴伟民为加州大学伯克利分校电机工程博士，取得博士学位后赴加州大学圣克鲁兹分校任教。1995 年，戴伟民创办了 Ultima，2000 年，Ultima 与 BTA（美国伯克利技术公司）合并为 Celestry（2020 年被 Cadence 以 1.35 亿美元收购）。2001 年，戴伟民辞去终身教授职位，回国创办芯原微电子。

戴伟立、戴伟进同为知名芯片设计公司创始人。1995 年，戴伟立与丈夫创办 Marvell（市值超 4000 亿人民币的 Fabless 厂商）。1996 年，戴伟进联合创立 Silicon Perspective（EDA 公司），2001 年被 Cadence 以约 5 亿美元收购；2007 年，戴伟进二次创业，创立 GPU IP 企业美国图芯，2016 年被芯原以 5752.85 万美元收购，戴伟进加入芯原担任高管。

图 1：超 20 年研发与技术积累，公司已形成较为全面的 IP 矩阵与解决方案布局



资料来源：芯原股份招股书/年报/公告，申万宏源研究

IP 为公司业务基石。IP 通常指应用在芯片中且具有特定功能、可复用的电路模块。按照设计实现方式，可分为软核、硬核和固核。1) 软核（灵活度最高，可设计性强）：独立于制造工艺的寄存器传输级（RTL）代码；2) 硬核（灵活度低，拿来即用）：是经过系统

设计验证、物理版图设计验证和工艺制造获得的半成品或产品，性能确保但灵活度低；**3) 固核（介于两者之间）**：通常以逻辑门级网表的形式提交，比硬核更具灵活度。

**芯原股份是国内第一、全球第八的设计 IP 厂商，已形成丰富的 IP 积累和领先的设计能力。产品积累方面**，公司已拥有 6 大类处理器 IP、智能像素处理平台、基于 FLEXA 的 IP 子系统，以及 1600+数模混合 IP 和多种物联网连接（含射频）IP。**工艺制程方面**，公司拥有从先进 5nm FINFET 到传统 250nm CMOS 工艺节点的芯片设计能力，先进工艺节点 14nm/10nm/7nm/6nm/5nm FinFET 和 28nm/22nm FD-SOI 成功流片，实现 5nm 系统级芯片一次流片成功，多个 5nm/4nm 一站式服务项目正在执行。

**表 1：公司已形成六大处理器 IP、1600+数模混合 IP 及解决方案的产品矩阵**

大类	细分	主要产品	应用场景
处理器 IP (注：标红的三类 IP 占 IP 授权收入约七成)	图形处理器 (GPU)	Nano 系列	低功耗的小型物联网 MCU、可穿戴设备等
		Arcturus 系列	面向智能手机、平板电脑、汽车电子、PC 等的 SoC
	神经网络处理器 (NPU)	VIP9000Pico 系列	可穿戴设备、物联网设备
		VIP9000 系列	0.5TOPS-20TOPS 算力，智慧家居、智能手机、电脑、汽车电子、边缘服务器等
		VIP9400 系列	高达 80TOPS 算力，数据中心、汽车应用
		VC9000Nano 系列	专为电池供电的可穿戴、物联网设备设计
	视频处理器 (VPU)	VC9000 系列	PPA 单核解决方案，智能家居、手机、车载设备等
		VC9800 系列	单核或多核解决方案，高达 256 路码流编码，监控摄像头、数据中心
		数字信号处理器 (DSP)	ZSPNano 系列 ZSP5000 系列
	图像信号处理器 (ISP)	ISP Pico/Nano 系列	MCU/MPU、智能穿戴设备等低功耗场景
		ISP8000/9000 系列	视频监控、移动设备等
		ISP8200 系列	多实时摄像头输入，对应汽车、AR/VR 和工业等场景
	显示处理器	DCNano	可穿戴设备 (AIoT/智能手表/AR)
		DC8200-FS	汽车和工业应用的安全显示及多层处理场景
		DC9x00 系列	边缘服务器、智能手机、智能家居，汽车仪表盘、数据中心
数模混合 IP	SoC 子系统	通用锁相/小数分频锁相环/扩频锁相环；实时时钟/上电复位/线性电源；工艺电压温度传感器；数模转换器/模数转换器	
	数据接口	USB 物理层、MIPI DPHY、1.25G-16G 多协议 Serdes 物理层、低电压差分信号接口/紧凑型摄像头接口、DDR DUP I/O	
	人机界面	音频、语音、视频编解码，触屏控制	
	电源管理	传感器、稳压器、电源管理单元	
	单元库与存储	-	
面向物联网应用的射频 IP	低功耗蓝牙 IP	智能穿戴设备、智能家居等	
	窄带物联网 IP	专为物联网设计的低功耗广域通信技术，应用场景包括公用事业远程抄表、智慧城市、农业与环境监测、工业等	
	802.11ah IP	类似面向物联网场景的专项、低频 Wifi 协议	
	GNSS 射频 IP	用于支持 GPS L1、北斗 B1、伽利略 E1 和 GLONASS G1 模式和频段	
基于 FLEXA 的	双模蓝牙射频 IP	专为蓝牙双模应用设计的 2.4 GHz ISM 频段射频收发器 IP，符合蓝牙 5.3 规范	
	各类子系统解决方案	FLEXA 为芯原自有的接口技术，实现 IP 间低延时、无 DDR 数据交换，高效连接多个	

资料来源：芯原股份官网，申万宏源研究

## 1.2 产业链分工细化，SiPaaS 模式顺应趋势

**SiPaaS 模式来自半导体产业链发展与变革，IP 需求增长为产业趋势。**SiPaaS 模式指：公司自身不设计终端产品，而是自主设计、拥有各类集成电路 IP，通过对各类 IP 进行工艺节点、性能和软件等系统级优化，打造灵活可复用的芯片设计平台，向客户交付 IP 产品或提供设计+量产制造管理等服务，降低客户的设计时间、成本和风险。

**地位中立，类似于芯片开发的“卖铲人”。**公司 SiPaaS 模式使公司处于中立地位，这种商业模式 1) 扩大了上下游朋友圈，不直接开发处理器与客户产生竞争关系；2) 避免承担因为产品开发失败或销售不利带来的风险；3) 保持公司“轻量化”，专注于 IP 开发与芯片服务。

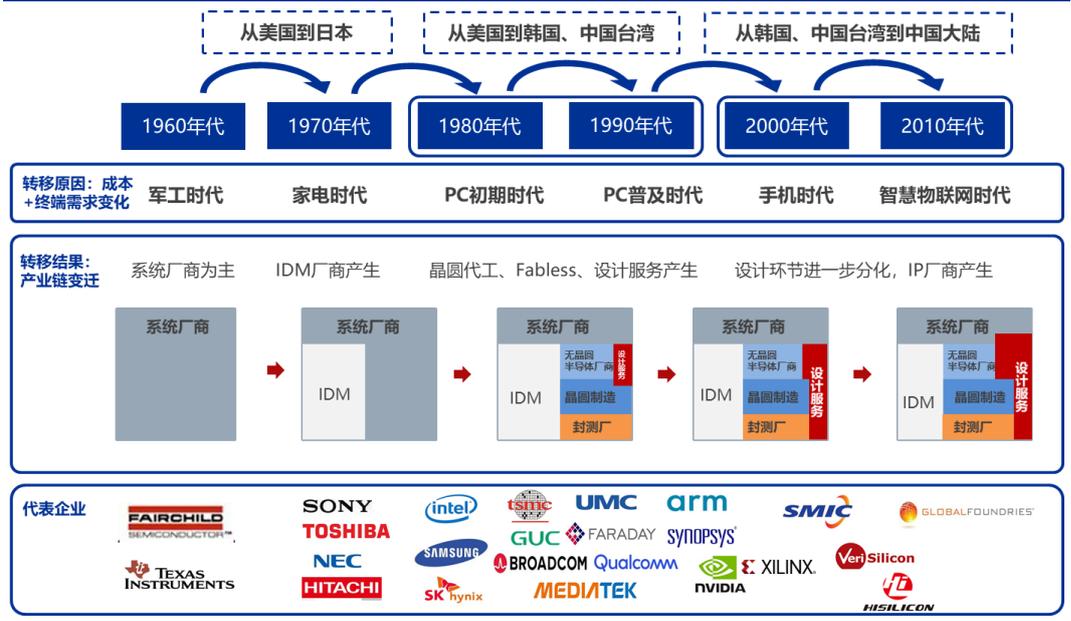
**中观层面：三次半导体产业链变革，精细化分工为必然趋势。**复盘半导体产业链发展，随着集成电路规模的不断扩大和晶体管体积的不断缩小，各环节职能细化为大趋势。

**产业外包，IDM 厂商崛起（20 世纪 70 年代）：**美国将半导体系统装配、封测等利润较低的环节转移到日本等低成本地区。借助家用电子市场对半导体技术及产量的需求不断完善产业链，最终在家电领域实现突破，半导体产业第一次变革。变革使得半导体产业链向日本转移，造就了索尼、东芝、日立等企业，拥有芯片设计和生产能力的 IDM 快速发展。

**第一次分化（20 世纪 80 年代至 90 年代）：**随着日本经济下行，以及美国将半导体产业链分解至更多低成本的东亚地区，半导体产业链出现第一次分化，美国、日本半导体企业由 IDM 模式逐渐转型为只负责设计 Fabless 模式。产业链的分化造就了中国台湾台积电、联电等（注重晶圆制造），韩国三星、海力士等（聚焦存储）。同时，为了满足 Fabless 厂商和晶圆厂之间的技术衔接需求，芯片设计服务行业诞生。

**设计环节进一步精细化（21 世纪初-至今）：**终端产品多样化带来芯片种类的多样化；同时，集成电路规模快速上升、制程不断推进，设计复杂度快速提升。设计环节进一步分化出半导体 IP 产业，与原有芯片设计服务行业相融合，造就了 ARM、Synopsys、Cadence、芯原股份、创意电子、智原等半导体 IP 供应商及设计服务商。

图 2：半导体产业三次变革，分工不断细化

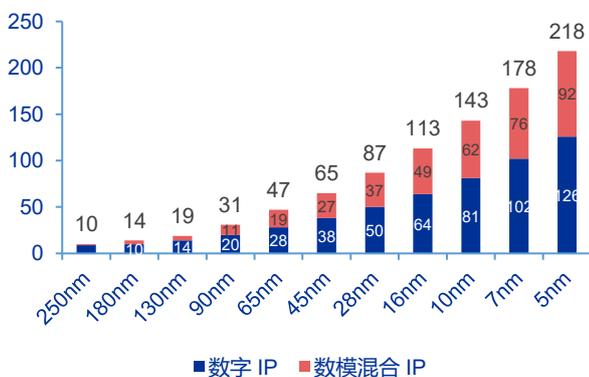


资料来源：芯原股份招股书，申万宏源研究

**微观层面：制程演进带来集成电路规模不断提升，单颗芯片所需 IP 量进一步上升。**随着先进制程的演进，集成电路中晶体管数量大幅提升，芯片复杂度提升的趋势下，尽管 SoC 和 Chiplet 设计思路不同，但都指向模块化降低设计难度，单颗芯片中所需的 IP 数量大幅增加。当前，IP 在集成电路设计与开发工作中已成为不可或缺的要素。

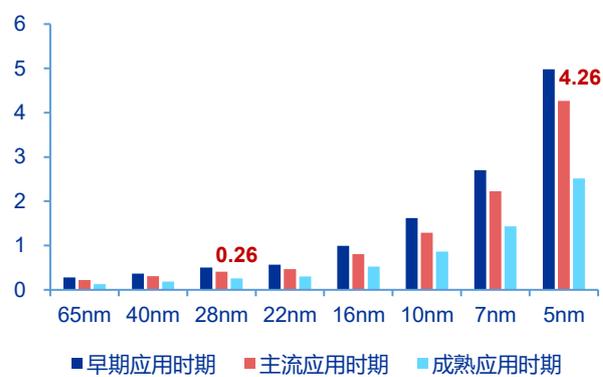
**先进工艺制程 IC 设计成本急剧上升。**先进工艺节点下芯片的设计成本和设计风险大幅提升，根据芯原股份招股书，成熟应用期的 28nm 芯片设计成本仅为 0.26 亿美元，而当前处在主流应用期的 5nm 芯片设计成本为 4.26 亿美元。高投入使芯片设计公司需要一定的“保险”措施支撑来防范风险，而设计服务商具备设计-生产制造管理协同的完备能力，一站式芯片定制服务和经验证的半导体 IP 成为越来越多芯片设计公司的选择。

图 3：制程推进，单颗芯片平均集成的 IP 数增加



资料来源：芯原股份招股书，申万宏源研究

图 4：制程推进，设计成本快速上升（单位：亿美元）



资料来源：芯原股份招股书，申万宏源研究

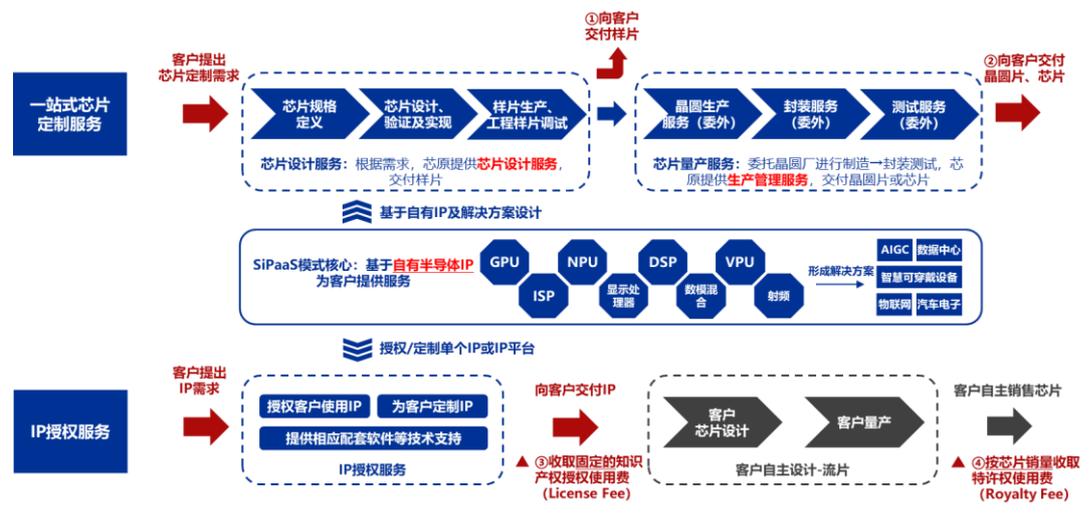
### 1.3 IP 复用性强毛利高，量产业务规模效应显著

公司主营业务为一站式芯片定制业务、半导体 IP 授权业务。

一站式芯片定制服务包括芯片设计业务、芯片量产业务。①芯片设计业务：公司根据客户要求对芯片进行设计，并委托制造环节供应商（晶圆厂、封装厂、测试场）完成样片生产，验证过后向客户交付样片获得相关设计收入。②芯片量产服务：样片达标后，客户将后续量产环节外包给公司，公司提供委外生产+生产管理服务，向客户交付批量的芯片/晶圆片成品，获得相关收入。

半导体 IP 授权业务包含知识产权授权使用费收入、特许权使用费收入。公司将自有的半导体 IP 以单个 IP 或 IP 平台的方式授权给客户使用，在客户芯片设计阶段，客户向公司支付固定的知识产权授权使用费（图中③）；客户完成芯片设计并量产后，公司按该芯片的销量获取特许权使用费（图中④）。

图 5：基于自由半导体 IP 矩阵，公司提供一站式芯片定制、IP 授权服务



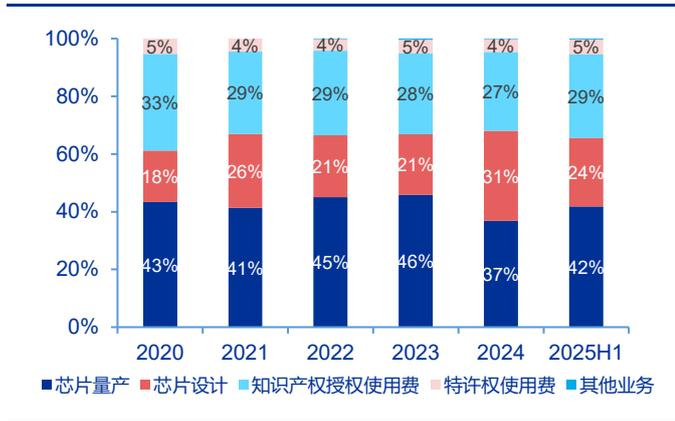
资料来源：申万宏源研究

一站式芯片定制、IP 授权收入占比约为 7: 3，AI 将带来显著弹性。过去 5 年，公司一站式芯片定制业务收入占比约 70%、IP 授权约为收入占比约 30%。2024 年，公司芯片设计业务收入 7.25 亿元，其中 AI 算力相关的收入达到 4.95 亿元，占比约 68%。公司收入增长的底层逻辑为基于公司 IP 设计的芯片产品的销量增长，后续由 AI 驱动的下游终端产品创新必将带来爆款产品的出现，对特许权使用费、量产收入带来显著拉动。

**动能一：布局广泛，充分受益于各类下游产品的增长。**公司 IP 种类全球第二，VPU 全球领先，据 2024 年报，搭载公司 GPU、NPU IP 的芯片分别累计出货超过 20 亿、1 亿颗。广泛布局 AIGC、汽车电子、可穿戴设备、数据中心和物联网等下游，独有的上游地位使公司不必押注单一产品或赛道，而是充分受益于下游领域内任一产品的爆发。

**动能二：静态估计特许权使用费有数倍空间。**根据 ARM FY2025 数据，License 及相关收入与 Royalty 相关收入接近，分别对应公司知识产权授权使用收入、特许权使用费

收入。我们认为，在智驾、可穿戴设备及 AI ASIC 等因素推动下，IP 授权业务有望展现规模效应，对标 ARM，静态看公司特许权使用费仍有 6 倍以上空间；若乐观估计（将芯片设计收入同样纳入 License 范畴），则有 13 倍空间。

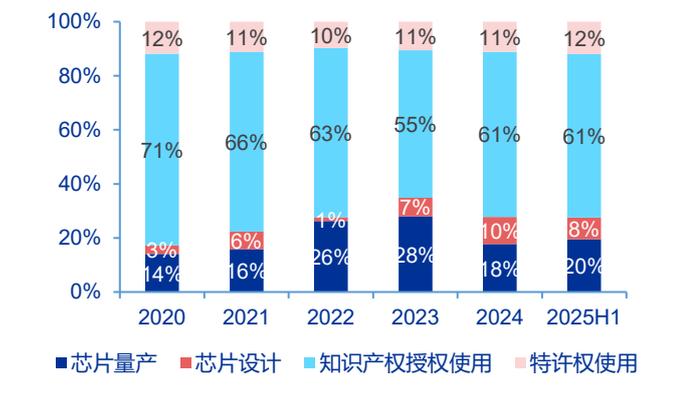
**图 6：芯原股份芯片定制业务收入占比约七成**


资料来源：Wind，申万宏源研究

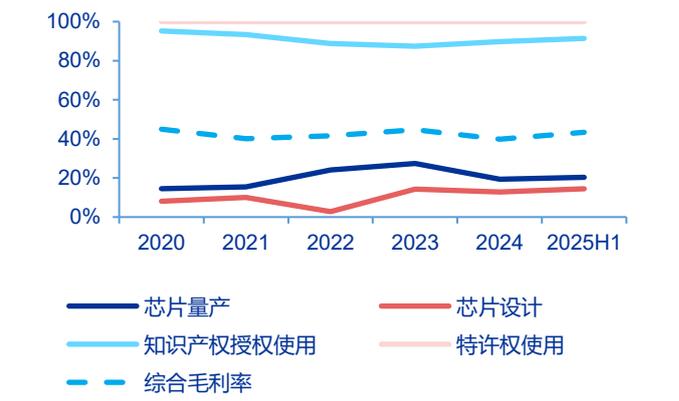
**图 7：芯原股份芯片量产业务具备较大弹性（单位：亿元）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**IP 授权业务贡献约七成毛利，利润弹性来自规模效应+渠道优势。**与收入结构相反，一站式芯片定制业务与 IP 授权的毛利贡献约为 3: 7；一方面，IP 授权业务直接体现 SiPaaS 模式下 IP 高复用性，同款 IP 复用至多种终端产品，高毛利凸显规模效应；另一方面，设计+量产业务体现公司与制造端合作紧密，在产品-验证-量产全流程上具备渠道优势。

**图 8：IP 授权业务贡献约七成毛利**


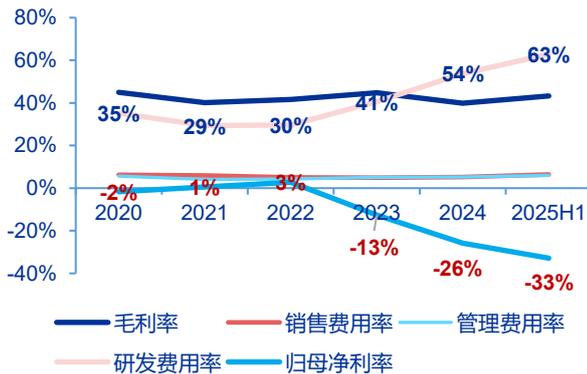
资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 9：IP 授权业务毛利率体现 IP 可复用性**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**研发强度持续提升，推动多领域前瞻布局。**2024 年，公司研发费用为 12.5 亿元，创历史新高，研发费用率达到了 54%。2025 年，定增 18 亿元用于研发 AIGC、智慧出行领域 Chiplet 解决方案，及面向 AIGC、图形处理等场景的 IP，致力于推进“IP 芯片化 IP as a Chiplet”、“芯片平台化 Chiplet as a Platform”和“平台生态化 Platform as an Ecosystem”。

公司在研项目总规模 26 亿元，AI、接口 IP 为重要方向。截至 2024 年末，公司共有 18 个在研项目，其中 AI 相关项目 5 个，总投资规模接近 15 亿元。此外，接口 IP 同样为重要布局方向，在研项目 2 个，总投资规模超过 2 亿元，涉及 Chiplet 应用、数据中心、ADAS、AIGC 等前沿应用场景。在芯片系统化趋势下，接口 IP 成为新的重要发展方向，我们认为，后续公司将会加大在接口领域的布局。

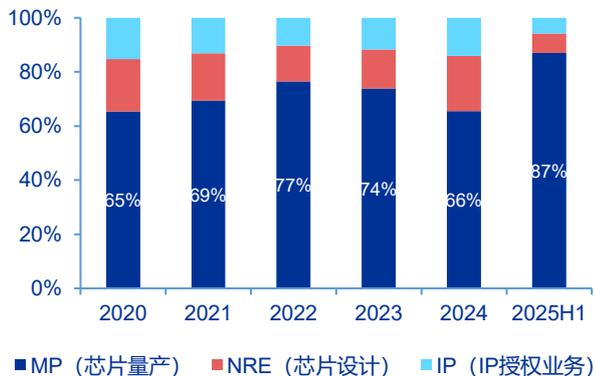
**图 10：研发费用率持续上升**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 11：研发投入规模不断增长**


资料来源：Wind，申万宏源研究

对标台系厂商，研发高峰过后，利润释放规模效应可期。中国台湾厂商智原科技、创意电子，业务模式与公司基本对标。2024 年两家公司营收分别为 26 亿、59 亿元人民币，净利率分别为 10%/14%。我们认为，芯原当前还处在研发投入强度较高阶段，随着下游需求放量+研发峰值过后，芯原营收规模将增大、研发费用率逐步回落，释放利润空间。

**图 12：智原科技收入结构**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 13：智原科技毛利率、费用率及净利率**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 14：创意电子收入结构**
**图 15：创意电子毛利率、费用率及净利率**



资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 1.4 下游应用广泛, ASIC 或成为下一个增长点

**客户需求来自芯片相关能力不足与量产管理。** 根据公司招股书, 公司一站式芯片定制业务主要包含成熟芯片设计公司和 IDM、新兴芯片设计公司、系统厂商和大型互联网厂商。通过上述客户, 公司终端应用覆盖消费电子、汽车电子、计算机及周边、工业、数据处理和物联网等行业应用领域。

**成熟芯片设计公司和 IDM: “外包降本”。** 此类客户产品线众多、研发人员成本较高, 为了维持众多产品线的设计质量, 会采购芯原的相关服务; 一旦通过验证将保持较为稳定的合作关系, 产品生命周期较长、出货量较大, 带来持续性收入。

**系统厂商与大型互联网公司: 原有业务竞争加剧, 自研芯片降本增效+打造差异化, AI ASIC 为下一个增长点。** 系统厂商和互联网公司类似, 原先属于芯片产品采购者, 随着市场竞争加剧以及标准化芯片无法满足业务场景的差异化需求, 同时考虑到成本, 因此转向自研定制芯片。我们认为, 在 AI 服务竞争逐步加剧的背景下, 互联网大厂自研 AI ASIC 降本增效将会成为趋势, 国内互联网大厂将成为公司重要的增长点。

**非芯片类客户占比 4-5 成, 自研趋势下还将提升。** 根据公司披露, 随着公司解决方案能力的不断提升, 系统厂商、大型互联网公司、CSP、车企等非互联网客户需求占比达到 4-5 成, 随着 AI 为下游终端产品带来新的功能和芯片需求, 非芯片类客户占比将提升。

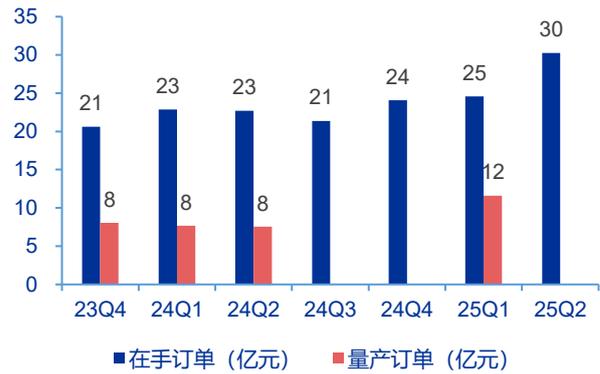
**在手订单快速增长, 在手订单 30 亿元, 印证高景气度。** 2024 年, 公司在手订单保持相对稳定, 25Q1 出现增长拐点。截至 25Q2 末, 在手订单约 30 亿元。根据公司过往披露, 大约 80%-90% 在手订单会在 1 年内转化为收入, 订单高增印证高景气度; 同时, 在手订单中一站式芯片定制业务占比近 90%, 按收入结构推算约 2/3 为量产订单, 我们认为, 由于业务性质, 订单中量产比例可能更高, 对应在手量产订单超过 18 亿元, 增速显著。

图 16: 非芯片类客户收入占比 4-5 成

图 17: 25H1 公司在手订单快速增长



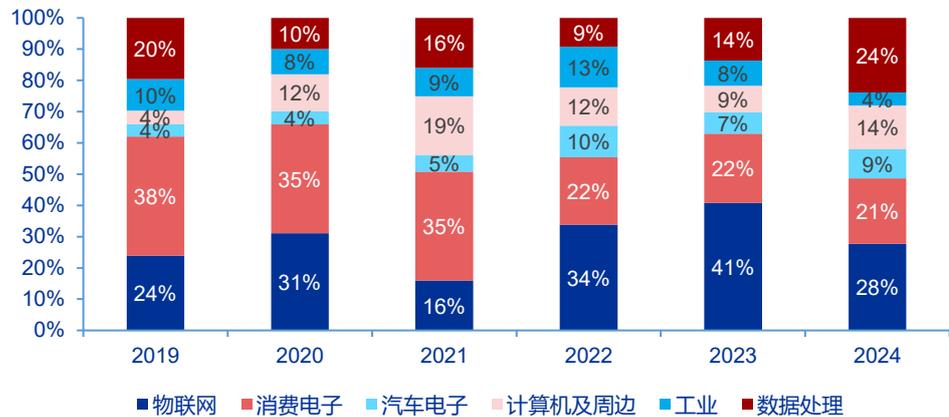
资料来源：芯原股份年报，申万宏源研究



资料来源：芯原股份财报，申万宏源研究

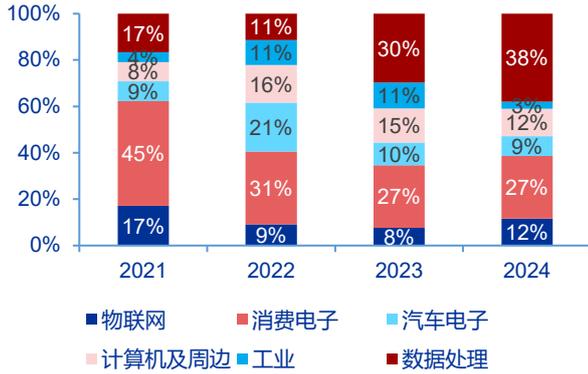
**历史披露的第一大客户为博世，前五大客户销售收入占比约 40%-50%。**根据公司招股书及年报，博世连续多年为公司第一大客户，与公司合作稳固；其余前五大客户每年均出现一定变化，具有一定的波动性。

**分行业看，物联网、消费电子占比较高，数据处理占比快速提升。**过去 6 年，公司营收占比前两大下游行业主要为物联网及消费电子，涉及终端产品广泛、芯片定制、组合种类众多，且客户大部分属于系统厂商类别，缺乏芯片相关能力。随着 AI 发展，大模型算法需要进行海量数据处理，推动数据处理类收入占比从 2022 年的 9% 提升至 2024 年的 24%。

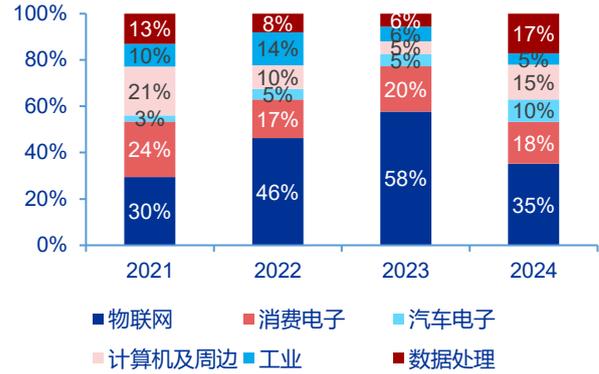
**图 18：总营收下游行业拆分，物联网、消费电子占比较高，数据处理快速提升**


资料来源：芯原股份招股说明书，申万宏源研究

**图 19：半导体 IP 授权收入中数据处理占比快速提升**
**图 20：一站式芯片定制服务收入中物联网占比最高**



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2. IP 市场格局集中，头部厂商增速较高

### 2.1 全球：头部效应显著，CR4 占比 75%

全球 IP 厂商主要包括 IP 定制厂商和 EDA 厂商。1) IP 定制厂商：主营业务为 IP 核设计，以授权的方式将芯片设计方案转让给其他公司，但自身不涉及终端产品业务，如 ARM 为苹果、高通提供授权，但不设计手机 SoC；2) EDA 厂商：凭借与 IC 设计公司、晶圆代工厂建立的“生态铁三角”提供广泛的 IP 产品和服务，包括各种处理器 IP、接口 IP 等，满足市场对芯片性能、功耗等方面的需求，如 Synopsys、Cadence 等全球 EDA 巨头。

全球 IP 厂商格局相对集中，CR4 占据 75% 市场份额。根据 IPNest，2024 年全球半导体设计 IP 市场规模达到 85 亿美元，同比增长 20.2%。IP 厂商格局相对集中，CR4 (ARM、Synopsys、Cadence、Alphawave) 合计占比约 75%。从收入占比和增速看，IP 厂商具备显著的头部效应，头部厂商获得了主要的增量市场。我们认为，国内格局后续也将同步演绎，芯原作为全球第八、国内第一大 IP 厂商，头部效应将增强。

表 2：全球 IP 厂商格局相对集中，CR4 占比 75%，头部效应显著

排名	公司名称	主营 IP 业务	设计 IP 收入 (亿美元)		YoY	2024 年市占率	累计市占率
			2023 年	2024 年			
1	ARM	移动计算	29.4	36.9	25.7%	43.5%	43.5%
2	Synopsys	高性能接口 IP 和处理器 IP	15.4	19.1	23.6%	22.5%	66.0%
3	Cadence	应用于 HPC 和移动计算的接口 IP	3.9	5.0	27.2%	5.9%	71.8%
4	Alphawave	高性能 Serdes IP	2.2	2.7	25.6%	3.2%	75.0%
5	Rambus	DDR5 等内存接口 IP	1.3	1.4	13.1%	1.7%	76.7%
6	Imagination Technologies	PowerVR 移动 GPU IP	1.6	1.4	-10.0%	1.6%	78.3%
7	力旺电子	嵌入式非易失性存储器 (eNVM) IP	1.0	1.1	18.2%	1.3%	79.7%
8	芯原股份	六大处理器 IP+数模混合 IP	1.1	1.1	3.9%	1.6%	81.3%
9	Ceva	5G 蜂窝、Wifi、蓝牙和 UWB IP	1.0	1.1	9.8%	1.3%	82.5%
	SST	存储器 IP	.	.	.%	.%	.%

前 10 大合计	57.7	70.9	22.8%	83.5%	83.7%
其他	12.9	14.0	8.8%	16.5%	16.5%
总计	70.6	84.9	20.2%	100.0%	100.0%

资料来源：EET（电子工程专辑），申万宏源研究

## 2.2 国内：国产化初期，芯原布局完备

**国内半导体 IP 自给率不足 10%。**国内半导体 IP 需求占比近 30%，但本土自给率仅为 8.52%，自给水平相对较低。尽管近年来国内 IP 企业通过在部分细分市场加快自研步伐、突破技术瓶颈，但受制于发展时间较短、生态不足等问题，IP 国产化仍有较大挑战。

**国产 IP 厂商聚焦细分类别。**以半导体 IP 为主营业务的厂商约有 20 余家（不包含 EDA 厂商），以聚焦细分类别 IP 为主，主要包括处理器 IP、接口 IP、模拟 IP 及射频 IP 等。其中，在 CPU 处理器领域，出现了较多以 RISC-V 指令集为基础的 IP 厂商，通过开放的 RISC-V 生态在物联网、服务器等新兴领域打破 x86 和 ARM 的垄断。

表 3：国产 IP 厂商聚焦细分类别，芯原产品布局较为全面

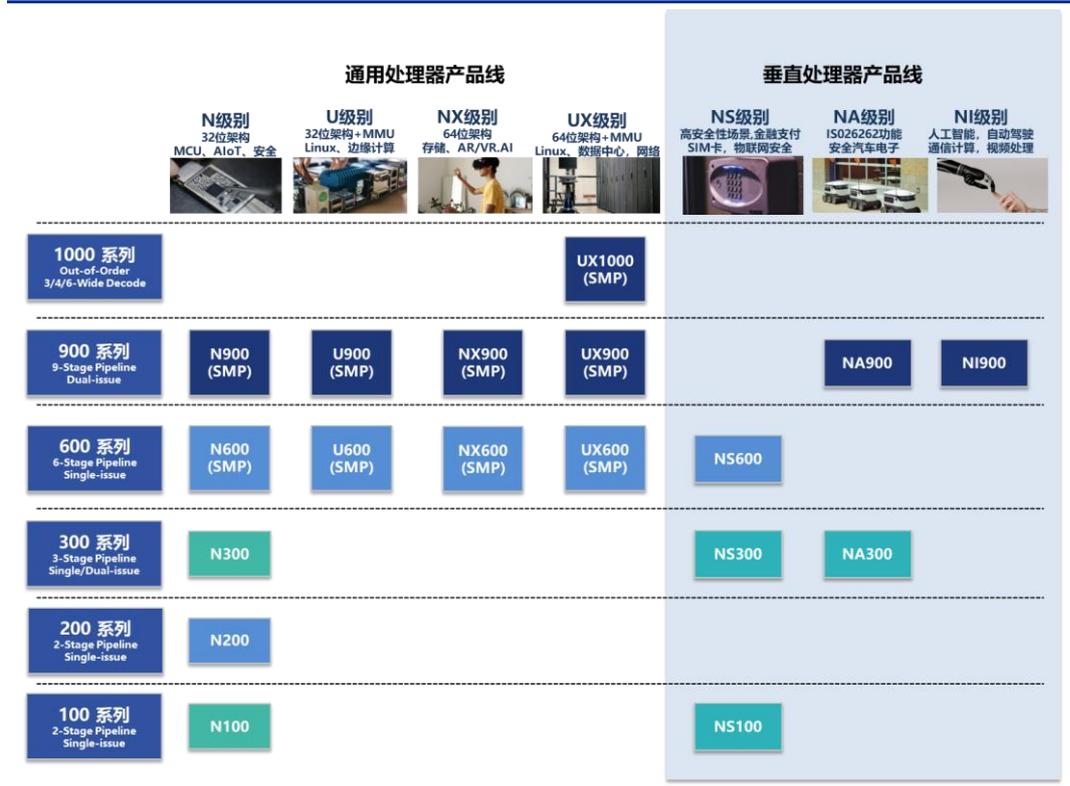
公司	主营业务	下游场景	客户数	营业收入
芯原股份	产品包含 GPU、NPU、VPU、DSP、ISP、显示等六大处理器 IP，同时拥有数模混合 IP、面向物联网领域的射频 IP 及 IP 子系统等	消费电子、汽车电子、计算机及周边、工业、数据处理和物联网	IP 授权客户超 450 家；一站式芯片定制服务客户 450 家；量产出货芯片 112 款	23.22 亿元
翱捷科技	主营蜂窝基带类芯片（总营收占比 83%），具体包括图像处理的相关 IP、高速通信接口 IP 及射频相关的 IP 等	可穿戴设备、车联网、移动宽带设备、资产管理场景、金融支付、共享经济、智能能源	-	33.86 亿元
国芯科技	基于摩托罗拉 M*Core 指令集、开源 RISC-V 指令集和 PowerPC 指令集，建立自主的 32 位 RISC 嵌入式 CPU 技术	信创和信息安全、汽车电子和工控、人工智能和先进计算	40+款 CPU 内核；IP 授权客户超 110 家；定制服务客户超 120 家	5.74 亿元
奎芯科技	面向人工智能和高性能计算的高速接口 IP、Chiplet 解决方案等	人工智能、数据中心、智能汽车、消费电子、物联网、工控	-	-
牛芯半导体	SerDes、DDR 等中高端接口 IP	消费电子、网络通信、数据存储、人工智能、汽车电子、医疗电子等	-	-
赛昉科技	基于 RISC-V 指令集的 CPU IP、NoC IP、SoC、开发板等系列产品 and 解决方案。	移动设备/PC、网关路由、边缘计算、工业显示、智慧家庭、智慧零售、智慧能源等	-	-
锐成芯微	模拟及数模混合 IP、嵌入式存储 IP、无线射频通信 IP 及有线连接接口 IP	汽车电子、工业控制、物联网、无线通信等	累计在推广 IP 1000+	3.57 亿元
旋极星源	射频 IP、模拟 IP 及数字后端服务	低功耗物联网、卫星导航等	设计研发和批量生产了 50 余款芯片和 IP 产品	-
纳能微	主营高速接口 IP，同时包括保障芯片正常运行的模拟及数模混合 IP	-	4 大高速接口 IP 产品线共计 20 余款 IP，设计开发并量产服务案例超 300 个	-
芯来科技	主营 RISC-V CPU IP，同时包括相关 SoC 及	AI、汽车电子、G 通信、网	IP 授权客户超 家	万元

公司	子系统方案	应用/产品	营收
世芯电子 (AIChip)	ASIC 及 SoC 的设计和制造生产服务	AI、HPC/超算、手机、娱乐设备、通讯设备、消费电子	123 亿元
力旺电子	嵌入式非易失性存储器 (eNVM) IP	物联网、嵌入式系统、消费电子、智能手机、汽车、医疗设备等	8.49 亿元
智原科技	ASIC 设计及各类 IP 授权	AI、5G、显示器应用、IoT、Serdes、以太网等	26.08 亿元

资料来源：各公司官网，Wind，申万宏源研究；注：营收数据为 2024 年度营业收入，单位均为人民币

**收购芯来科技获得 CPU IP，实现处理器 IP 的完整布局。**根据 IPNest，按设计 IP 收入核算，芯原为全球第八、国内第一大 IP 厂商，其核心优势体现在产品布局较为全面。除了 IP 种类覆盖面较广外，针对不同制程、功耗推出系列产品满足下游不同终端产品的设计需求，全面的产品矩阵形成子系统解决方案，带来竞争优势。此外，2025 年 9 月 12 日，芯原发布预案，收购芯来科技补齐 RISC-V 相关能力，进一步补齐处理器 IP 版图。

**图 21：芯来科技拥有完备的处理器产品布局**



资料来源：芯来科技官网，申万宏源研究

### 3. 盈利预测与估值

#### 关键假设：

- 1) 芯片量产业务：在国内系统厂商进行 ASIC 定制、端侧 AI 渗透机遇下，2025 年迎订单拐点。截至 25Q2 末，在手订单约 30 亿元，较 2025 年第一季度末增长 5.69 亿元，环比增长 23.17%。根据公司过往披露，大约 80%-90% 在手订单会在 1 年内转化为收入，订单高增印证高景气度；同时，在手订单中一站式芯片定制业务占比近 90%，按收入结构推算约 2/3 为量产订单，我们认为，由于业务性质，订单中量产比例可能更高，对应在手量产订单超过 18 亿元，增速显著。在上游半导体供应链突破、政策加强鼓励、AI 算力投入持续景气的情况下，以国内互联网厂商为代表的 ASIC 定制需求将快速增长，预计 2025-2027 年营收分别为 10 亿元、40 亿元、60 亿元。
- 2) 芯片设计业务：在定制芯片进入量产阶段之前，在手的一站式芯片定制业务通常现为当期设计业务收入。假设 2025-2027 年营收分别为 8.7 亿元、10.44 亿元、12.53 亿元，增速均为 20%。
- 3) 一站式芯片定制业务：2025-2027 年营收分别为 18.7 亿元、50.44 亿元、72.53 亿元。根据 25 年中报，一站式芯片定制业务毛利率为 18.17%，其中量产业务毛利率为 20.28%，设计业务毛利率为 14.48%。随着量产业务规模增长，一站式芯片定制业务毛利率也将随之提升。假设 2025-2027 年毛利率均为 20%。
- 4) 半导体 IP 授权业务：包含知识产权授权使用费收入、特许权使用费收入。随着公司设计、量产在手订单持续增长，公司已储备的 IP 资产将持续变现高增。假设 2025-2027 年营收分别为 8.83 亿元、10.6 亿元、12.72 亿元，增速均为 20%。

**表 4：芯原股份主营业务关键假设**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>1.一站式芯片定制业务</b>								
收入	922	1,433	1,780	1,564	1,581	1,870	5,044	7,253
YoY (%)	2.22%	55.42%	24.21%	-12.13%	1.09%	18.28%	169.73%	43.79%
成本	805	1,242	1,472	1,199	1,323	1,496	4,035	5,802
毛利	117	192	308	365	259	374	1,009	1,451
毛利率(%)	13%	13%	17%	23%	16%	20%	20%	20%
芯片量产业务	653	885	1,207	1,071	856	1,000	4,000	6,000
芯片设计业务	268	548	573	492	725	870	1,044	1,253
<b>2.半导体 IP 授权业务</b>								
收入	585	706	894	765	736	883	1,060	1,272
YoY (%)	34%	21%	27%	-14%	-4%	20%	20%	20%
成本	24	41	88	82	65	88	106	127
毛利								
毛利率(%)	96%	94%	90%	89%	91%	90%	90%	90%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

由于尚未盈利, 采用 PS 估值法。我们选择与芯原股份具备业务相似性的可比公司。

翱捷科技-U: 主营无线通信芯片, 同时提供芯片定制及半导体 IP 授权服务。

华大九天: 提供国产 EDA 工具, 产品及服务涉及集成电路设计和制造多个环节。

寒武纪-U: 国产 AI 芯片的主流供应商, 国内 CSP 厂商需求大幅增加, AI 芯片加速放量, 25H1 收入 28.8 亿元, YoY+4347.8%。市场给予高增速预期, 因而 PS 较高。

海光信息: 国产通用处理器 CPU、算力处理器的 GPU 的主流供应商。

表 5: 可比公司估值表 (交易数据截至 2025 年 9 月 19 日收盘)

代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿)	净利润 (百万元)			营业收入 (百万元)			PS	
		25/9/19	25/9/19	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
688220.SH	翱捷科技-U	101.36	424	-355	-10	185	4,396	5,820	7,333	10	7
301269.SZ	华大九天	118.23	645	200	303	433	1,634	2,124	2,778	39	30
688256.SH	寒武纪-U	1,349.24	5,645	2,013	3,961	6,330	6,721	11,843	17,803	84	48
688041.SH	海光信息	235.96	5,485	3,167	4,629	6,264	14,111	19,942	26,486	39	28
	平均									43.0	28.2
688521.SH	芯原股份	173.00	909	-439	-158	340	2,753	6,104	8,525	33	15

资料来源: Wind, 申万宏源研究 (可比公司采用 Wind 一致预期)

首次覆盖, 给予“买入”评级。芯原股份是国内芯片定制服务与 IP 授权领军厂商, 充分受益各类芯片公司、终端厂商的芯片从设计、定制到量产服务的增长需求。预计公司 2025-2027 营业收入实现 27.53 亿元、61.04 亿元、85.25 亿元, 对应 25/26E PS 分别为 33/15 倍, 低于可比公司平均值 43.0 /28.2 倍。

## 4. 风险提示

**研发失败、产品或服务无法得到客户认同的风险。**公司能否顺利开展研发活动并形成满足客户需求的产品或服务, 对其正常经营乃至未来实现持续盈利具有重要作用, 公司研发活动面临的风险主要包括研发方向与行业未来发展方向不一致的风险、集成电路设计研发风险、技术升级迭代风险等。

**技术授权风险。**半导体 IP 指已验证的、可重复利用的、具有某种确定功能的集成电路模块, EDA 工具为芯片设计所需的自动化软件工具。公司在经营和技术研发过程中, 视需求需要获取第三方半导体 IP 和 EDA 工具供应商的技术授权。公司半导体 IP 和 EDA 工具供应商主要为新思科技和铿腾电子, 如果由于国际政治经济局势剧烈变动或其他不可抗力因素, 上述供应商均停止向公司进行技术授权时, 将对公司的经营产生不利影响。

## 财务摘要

### 合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,338	2,322	2,753	6,104	8,525
营业收入	2,338	2,322	2,753	6,104	8,525
营业总成本	2,474	2,899	3,233	6,302	8,225
营业成本	1,292	1,396	1,584	4,141	5,929
税金及附加	6	6	8	17	23
销售费用	115	120	120	140	150
管理费用	119	122	138	183	256
研发费用	947	1,247	1,377	1,831	1,875
财务费用	-5	7	7	-10	-9
其他收益	46	41	41	41	41
投资收益	-31	-1	-1	-1	-1
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-21	0	0	0	0
信用减值损失	-110	-39	0	0	0
资产减值损失	-19	-6	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-271	-583	-439	-158	340
营业外收支	1	1	0	0	0
利润总额	-269	-582	-439	-158	340
所得税	27	19	0	0	-7
净利润	-296	-601	-439	-158	347
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-296	-601	-439	-158	347

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

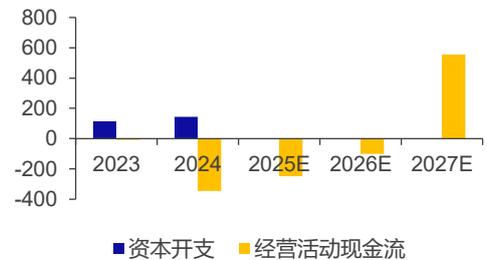
### 合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-296	-601	-439	-158	347
加：折旧摊销减值	279	246	72	72	72
财务费用	16	28	7	-10	-9
非经营损失	51	1	1	1	1
营运资本变动	-98	-67	112	-6	146
其它	149	86	0	0	0
经营活动现金流	-9	-346	-248	-101	556
资本开支	115	144	0	0	0
其它投资现金流	-311	190	-1	-1	-1
投资活动现金流	-426	47	-1	-1	-1
吸收投资	84	17	1,843	0	0
负债净变化	388	362	-869	586	198
支付股利、利息	0	0	7	0	0
其它融资现金流	-115	-131	0	10	9
融资活动现金流	357	248	967	596	208
净现金流	-77	-42	719	494	764

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并资产负债表

### 资本开支与经营活动现金流



### 经营利润率(%)

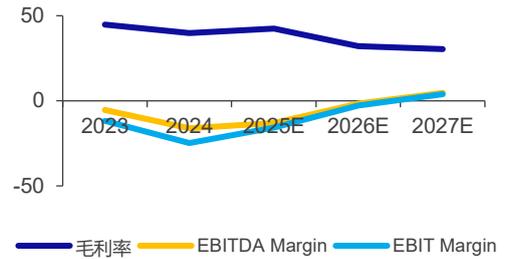
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,718	2,638	3,255	4,384	5,514
现金及等价物	1,089	859	1,578	2,072	2,836
应收款项	1,113	1,029	1,029	1,029	1,029
存货净额	279	396	396	828	988
合同资产	96	245	143	345	551
其他流动资产	142	109	109	109	109
长期投资	205	202	202	202	202
固定资产	512	721	649	577	505
无形资产及其他资产	972	1,069	1,069	1,069	1,069
资产总计	4,406	4,630	5,175	6,231	7,289
流动负债	950	1,547	1,123	2,572	3,318
短期借款	167	434	0	820	1,053
应付款项	284	391	402	1,030	1,543
其它流动负债	499	721	721	721	721
非流动负债	756	960	526	291	257
负债合计	1,706	2,508	1,649	2,863	3,574
股本	500	500	526	526	526
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	4,065	4,090	5,907	5,907	5,907
其他综合收益	-49	-52	-52	-52	-52
盈余公积	0	0	0	0	0
未分配利润	-1,815	-2,416	-2,856	-3,014	-2,667
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,700	2,122	3,526	3,368	3,715
负债和股东权益合计	4,406	4,630	5,175	6,231	7,289

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

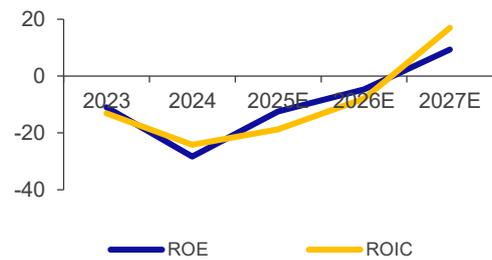
### 重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027
每股指标(元)					
每股收益	-0.56	-1.14	-0.84	-0.30	0.6
每股经营现金流	-0.02	-0.66	-0.47	-0.19	1.0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
每股净资产	5.14	4.04	6.71	6.41	7.0
关键运营指标(%)					
ROIC	-13.1	-24.2	-18.7	-8.0	17.
ROE	-11.0	-28.3	-12.5	-4.7	9.
毛利率	44.8	39.9	42.5	32.2	30.
EBITDA Margin	-5.3	-16.1	-13.1	-1.6	4.
EBIT Margin	-11.7	-24.8	-15.7	-2.8	3.
营业总收入同比增长	-12.7	-0.7	18.6	121.7	39.
归母净利润同比增长	-501.6	-	-	-	-
资产负债率	38.7	54.2	31.9	46.0	49.
净资产周转率	0.87	1.09	0.78	1.81	2.2
总资产周转率	0.53	0.50	0.53	0.98	1.1
有效税率	-11.4	-3.3	1.6	-4.4	-2.
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.
估值指标(倍)					
P/E	-306.8	-151.4	-206.9	-575.9	262.
P/B	33.7	42.9	25.8	27.0	24.
EV/Sale	39.3	39.8	33.2	15.1	10.
EV/EBITDA	-739.7	-246.5	-253.6	-956.7	229.
股本	500	500	526	526	52

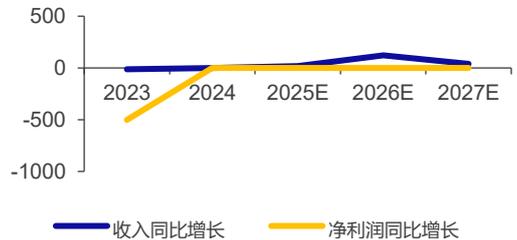
资料来源：聚源数据，申万宏源研究



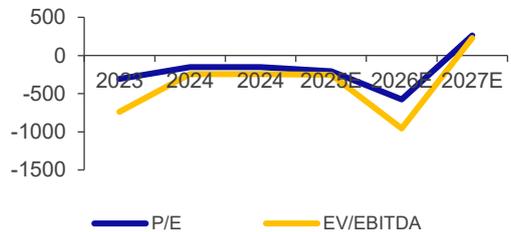
### 投资回报率趋势(%)



### 收入与利润增长趋势(%)



### 相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。