利扬芯片（688135.SH）

第三方专业测试技术服务商，“一体两翼”战略推动公司发展

优于大市

核心观点

国内知名的独立第三方专业测试技术服务商，以集成电路测试为基础，“一体两翼”战略推动公司发展。公司主营业务包括集成电路测试方案开发、晶圆测试、芯片成品测试服务。公司以集成电路测试为主体，以晶圆激光开槽、隐切、减薄等技术服务为左翼，以面向无人驾驶和机器人应用的全天候超宽光谱叠层图像传感芯片等技术服务为右翼，打造“一体两翼”的战略布局。2025年上半年，公司集成电路测试业务实现营收2.77亿元，同比增长21.85%，晶圆磨切业务实现营收674.54万元。公司晶圆磨切业务作为测试主业的延伸，前期布局产能逐步释放，正成为公司新的增长点。

2025年上半年营收稳健增长，二季度扭亏为盈。公司发布2025年半年度报告，1H25实现营业收入2.84亿元（YoY +23.09%），归母净利润-706.11万元，亏损同比收窄。其中，2Q25营业收入达1.54亿元（YoY +35.29%，QoQ +18.38%），归母净利润52.34万元，实现单季度盈利。业绩增长主要得益于部分品类延续去年旺盛的测试需求，部分存量客户终端需求好转，以及新拓展客户新产品陆续导入实现量产测试，带动（高算力、存储、汽车电子、卫星通讯、SoC、特种芯片等）芯片测试收入同比大幅增长。同时，“一体两翼”战略布局中的晶圆磨切业务快速增长，上半年营收同比增长111.61%。

布局无人驾驶与机器人领域，打开未来成长空间。2024年公司子公司光瞳芯与叠铖光电签订战略合作协议，约定由光瞳芯独家为叠铖光电提供超宽光谱叠层图像传感芯片的晶圆异质叠层以及测试等工艺技术服务。叠铖光电打造的“全天候超宽光谱图像传感器芯片”旨在提升自动驾驶安全性以满足辅助/自动驾驶需求，同时适用于机器人视觉的高精度和宽光谱智能识别。该芯片已于2025年5月完成全部工艺并成功点亮，7月公司与叠铖光电联合打造的“TerraSight”芯片在矿场卡车上成功演示。此外，基于公司在汽车电子、高算力、存储及传感器等领域积累的测试解决方案矩阵，与机器人芯片领域形成显著技术协同，可实现解决方案的快速复用与定制，为公司拓展机器人测试业务提供坚实支撑。

投资建议：预计公司2025-2027年营业收入同比增长24.6%/24.2%/23.0%至6.08/7.56/9.30亿元，归母净利润为-0.20/-0.02/0.26亿元，我们看好公司作为第三方专业测试技术服务商，集成电路测试主业稳步发展，“一体两翼”战略布局带来的业绩增长，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期，进口设备依赖风险。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	503	488	608	756	930
(+/-%)	11.2%	-3.0%	24.6%	24.2%	23.0%
净利润(百万元)	22	-62	-20	-2	26
(+/-%)	-32.2%	-383.7%	67.2%	90.8%	1483.1%
每股收益（元）	0.11	-0.31	-0.10	-0.01	0.13
EBIT Margin	0.1%	-10.3%	1.1%	5.2%	8.9%
净资产收益率（ROE）	1.9%	-5.6%	-1.9%	-0.2%	2.3%
市盈率（PE）	258.3	-91.1	-281.3	-3065.9	221.7
EV/EBITDA	43.8	60.9	40.6	27.9	21.0
市净率（PB）	4.99	5.07	5.24	5.25	5.13

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：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	33.50元
总市值/流通市值	6801/6801百万元
52周最高价/最低价	40.00/12.20元
近3个月日均成交额	304.52百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

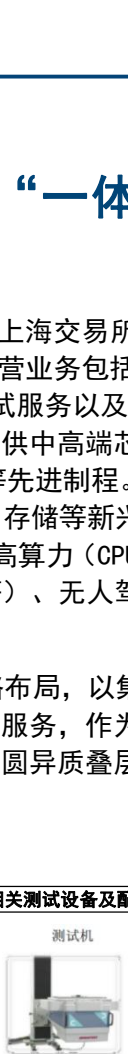
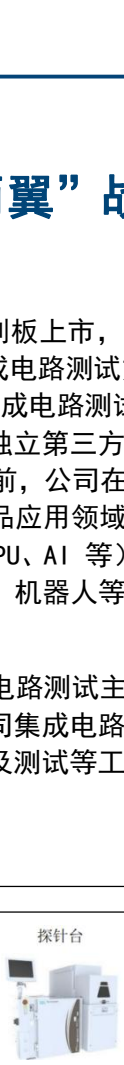
相关研究报告

聚焦集成电路测试，“一体两翼”战略布局推动公司发展

利扬芯片成立于 2010 年，2020 年在上海交易所科创板上市，是国内知名的独立第三方专业测试技术服务商。公司主营业务包括集成电路测试方案开发、12 英寸及 8 英寸晶圆测试服务、芯片成品测试服务以及与集成电路测试相关的配套服务。公司主要为国内知名芯片设计公司提供中高端芯片独立第三方专业测试服务，工艺涵盖 3nm、5nm、7nm、8nm、16nm 等先进制程。目前，公司在工业控制、汽车电子、计算类芯片、5G 通讯、传感器、存储等新兴产品应用领域取得测试优势，未来将继续布局汽车电子、工业控制、高算力（CPU、GPU、AI 等）、传感器（MEMS）、存储（Nor/Nand Flash、DDR、HBM 等）、无人驾驶、机器人等领域的集成电路测试。

2024 年公司提出“一体两翼”的战略布局，以集成电路测试主业为基础，左翼围绕晶圆减薄、激光开槽、隐切等技术服务，作为公司集成电路测试的延伸；右翼联合叠铖光电达成独家合作，提供晶圆异质叠层以及测试等工艺技术服务，布局无人驾驶及机器人等领域。

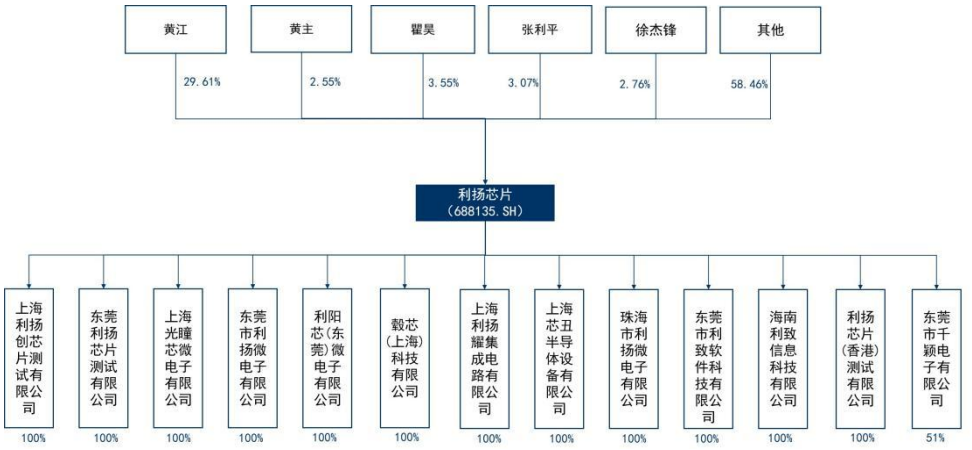
表1：公司主营业务

服务类型	主要内容	适用范围	相关测试设备及配件	技术能力
晶圆测试	1、依据产品资料，设计测试方案； 2、根据测试方案，对测试设备进行必要的改造、升级甚至定制； 3、根据测试方案，设计相关的针卡和治具； 4、测试程序开发调试及数据分析； 5、MES 系统软件开发； 6、晶圆的量产导入、测试大数据监控。	12 英寸及 8 英寸晶圆	测试机  探针台  探针卡	1、各种类型芯片的测试方案、测试程序开发能力； 2、关键晶圆测试设备改造、定制能力； 3、测试方案治具设计能力； 4、MES 系统开发能力； 5、测试大数据软件开发能力。
芯片成品测试	1、依据产品资料，设计测试方案； 2、根据测试方案对测试设备进行必要的改造、升级甚至定制； 3、根据测试方案，设计相关的 Load Board、测试座和治具； 4、测试程序开发调试及数据分析； 5、MES 系统软件开发； 6、成品的量产导入、测试大数据监控。	SIP、CSP、BGA、PLCC、QFN、LQFP、TQFP、QFP 等各类中高端封装的芯片	测试机 分选机 测试座	1、各种类型芯片测试方案、测试程序开发能力； 2、关键芯片成品测试设备改造、定制能力； 3、Load Board、测试治具定制能力； 4、MES 系统开发能力； 5、测试大数据软件开发能力。

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

公司董事长黄江是公司实际控制人，截至 1H25 持有公司 29.61%的股份。截至 2025 年上半年，公司董事长黄江持有公司 29.61%的股份，是公司第一大股东。

图1：公司股权结构（截至 1H25）

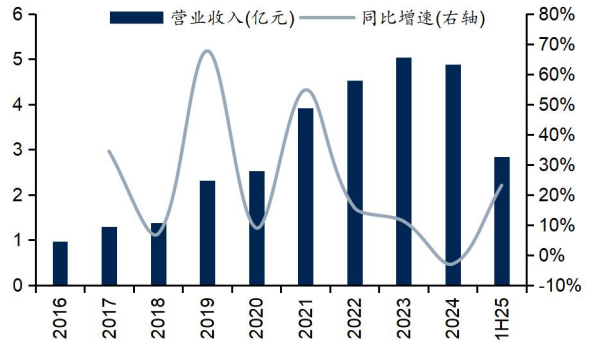


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1H25 公司营收同比增长 23.09%，同比减亏。2021 年公司归母净利润同比增长 103.75%，主要由于 2021 下半年测试订单饱满，产能满负荷运转，规模效应使得固定成本分摊降低，带动营收及净利润大幅增长。2022 年公司营收同比增长 15.65%，但归母净利润同比下滑 69.75%，主要由于消费电子芯片去库存周期较长，产能利用率受到影响导致毛利率下滑，同时公司实施股权激励导致股份支付费用增长影响所致。2024 年受高算力、工业控制、5G 通信、特种芯片等测试需求减少的影响，该类型测试收入出现不同程度的较大下滑，公司营收同比下滑 2.97%至 4.88 亿元，由于前期布局产能释放，折旧、摊销、人工等固定成本上升，以及公司并购控股子公司千颖电子经营业绩不及预期公司计提商誉减值准备，2024 年公司归母净利润亏损 6162 万元。

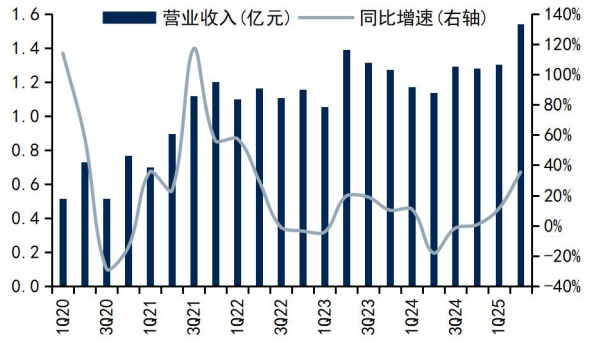
1H25 公司营收 2.84 亿元（YoY +23.09%），亏损 706 万元，同比收窄。2Q25 公司营收 1.54 亿元（YoY +35.29%，QoQ +18.38%），归母净利润 52.34 万元，实现单季度盈利，主要由于公司营业收入逐季增长，在第二季度创下历史新高，盈利能力有效改善。

图2：公司营业收入及同比增速



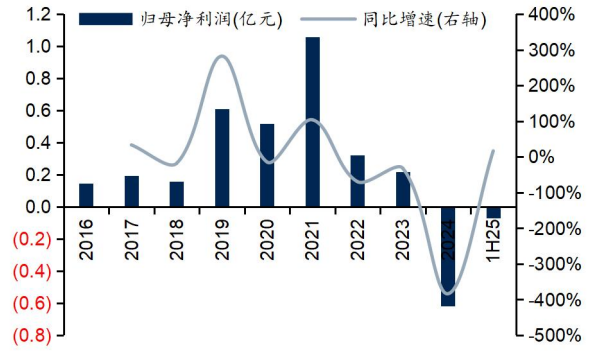
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入及同比增速



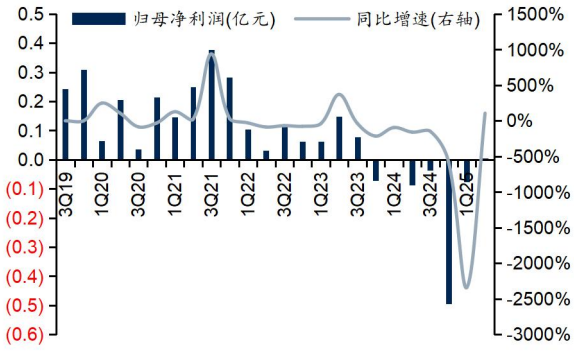
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：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

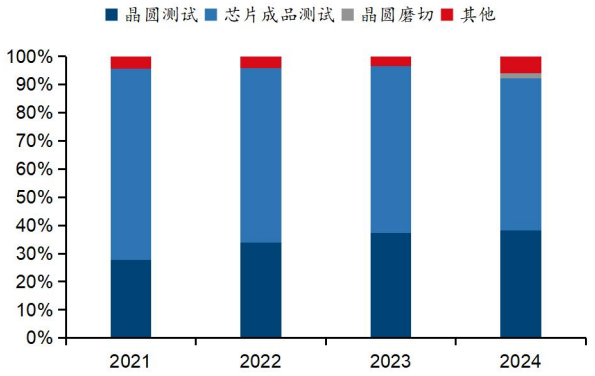
图5：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

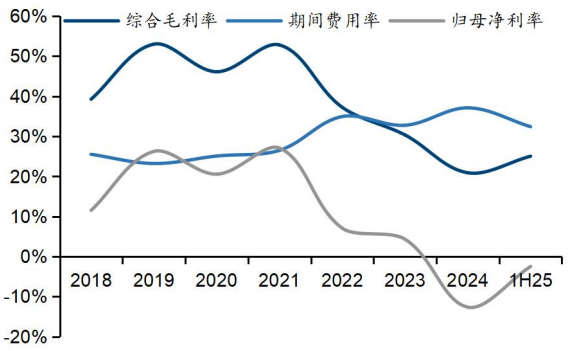
公司主营业务为晶圆测试、芯片成品测试、晶圆磨切，2Q25 毛利率同环比改善。芯片成品测试占公司总营收比例最大，2024 年芯片成品测试、晶圆测试、晶圆磨切分别占公司总营收的 54.0%、38.3%、1.7%。2Q25 公司毛利率同比提升 4.29pct 至 26.91%。

图6：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7：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

公司是国内知名的独立第三方专业测试技术服务商，主营业务包括集成电路测试方案开发、12 英寸及 8 英寸晶圆测试服务、芯片成品测试服务以及与集成电路测试相关的配套服务。盈利预测假设条件如下：

芯片成品测试：公司测试的芯片产品应用于 5G 通讯、传感器、智能控制、汽车电子、计算类芯片、北斗应用等领域，1H25 公司芯片成品测试业务营收 1.64 亿元，预计 2025-2027 年芯片成品测试收入同比增长 28%/26.25%/23.22%至 3.37/4.26/5.25 亿元，毛利率分别为 29.9%/32.8%/35.5%。

晶圆测试：公司的晶圆测试业务适用范围涵盖 12 英寸及 8 英寸晶圆，预计 2025-2027 年晶圆测试收入同比增长 18%/16.15%/13.12%至 2.20/2.56/2.90 亿元，毛利率分别为 22.3%/24.5%/26.5%。

表2：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
晶圆测试						
收入（亿元）	1.53	1.88	1.87	2.20	2.56	2.90
增速	41.21%	22.58%	-0.44%	18.00%	16.15%	13.12%
毛利率	29.3%	22.8%	19.9%	22.3%	24.5%	26.5%
芯片成品测试						
收入（亿元）	2.81	2.97	2.64	3.37	4.26	5.25
增速	5.62%	5.90%	-11.40%	28.00%	26.25%	23.22%
毛利率	42.1%	34.4%	23.3%	29.9%	32.8%	35.5%
其他						
收入（亿元）	0.18	0.18	0.38	0.51	0.74	1.15
增速	9.54%	-2.60%	109.88%	34.09%	45.49%	56.27%
毛利率						
合计						
总营收（亿元）	4.52	5.03	4.88	6.08	7.56	9.30
增速	15.65%	11.20%	-2.97%	24.64%	24.19%	23.02%
毛利率	37.23%	30.33%	20.90%	26.76%	28.76%	30.40%

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3：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	4.52	5.03	4.88	6.08	7.56	9.30
YoY	15.65%	11.20%	-2.97%	24.64%	24.19%	23.02%
销售费用	0.13	0.17	0.18	0.18	0.21	0.24
管理费用	0.70	0.56	0.52	0.53	0.61	0.67
研发费用	0.68	0.75	0.78	0.78	0.87	0.98
财务费用	0.07	0.16	0.33	0.47	0.61	0.72
营业利润	0.25	0.10	-0.56	-0.17	-0.01	0.22
利润总额	0.24	0.10	-0.56	-0.17	-0.02	0.22
归母净利润	0.32	0.22	-0.62	-0.20	-0.02	0.26
YoY	157.73%	-32.17%	-383.70%	67.17%	90.83%	1483.08%
EPS（元）	0.23	0.11	-0.31	-0.10	-0.01	0.13
ROE（%）	3%	2%	-6%	-2%	0%	2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

公司积极开拓行业知名设计企业并建立稳定的战略合作关系，持续加大市场开拓力度，预计 2025-2027 年销售费用分别为 0.18/0.21/0.24 亿元。

1H25 公司东城建筑工程主体部分完工并验收，但尚未完成内部车间装修满足生产需求，其折旧费用全部计入管理费用，2025 上半年公司管理费用微增，预计 2025-2027 年管理费用分别为 0.53/0.61/0.67 亿元。

公司高度重视研发，持续深耕集成电路测试方案开发，预计 2025-2027 年研发费用分别为 0.78/0.87/0.98 亿元。

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年公司收入同比增长 24.64%/24.19%/23.02%至 6.08/7.56/9.30 亿元，对应归母净利润为-0.20/-0.02/0.26 亿元。

盈利预测的情景分析

表4：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)	503	488	611	762	940
(+/-%)	11.2%	-3.0%	25.1%	24.7%	23.5%
净利润(百万元)	22	-62	-6	16	48
(+/-%)	-32.2%	-383.7%	90.5%	371.8%	200.1%
摊薄 EPS	0.11	-0.31	-0.03	0.08	0.24
中性预测					
营业收入(百万元)	503	488	608	756	930
(+/-%)	11.2%	-3.0%	24.6%	24.2%	23.0%
净利润(百万元)	22	-62	-20	-2	26
(+/-%)	-32.2%	-383.7%	67.2%	90.8%	1483.1%
摊薄 EPS(元)	0.11	-0.31	-0.10	-0.01	0.13
悲观预测					
营业收入(百万元)	503	488	606	750	919
(+/-%)	11.2%	-3.0%	24.2%	23.7%	22.6%
净利润(百万元)	22	-62	-35	-20	4
(+/-%)	-32.2%	-383.7%	44.0%	43.3%	118.4%
摊薄 EPS	0.11	-0.31	-0.17	-0.10	0.02
总股本（百万股）	200	200	203	203	203

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司作为第三方专业测试技术服务商，集成电路测试主业稳步发展，“一体两翼”战略布局带来的业绩增长，预计 2025-2027 年公司营收 6.08/7.56/9.30 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

集成电路行业周期性波动风险：公司主要业务是向集成电路行业中的芯片设计企业提供测试/晶圆磨切技术服务，公司发展与国内集成电路设计公司的发展高度相关。国内集成电路行业存在周期性波动的特点，如果未来行业出现周期性下行，则会对公司经营业绩产生不利影响。

下游需求不及预期的风险：公司在工业控制、车用芯片、计算类芯片、5G 通讯、传感器、存储、智能控制、生物识别、信息安全、北斗导航等新兴产品应用领域取得测试优势，积极开拓布局汽车电子、工业控制、高算力（CPU、GPU、AI 等）、传感器（MEMS）、存储、无人驾驶、机器人等领域的集成电路测试，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。

宏观经济风险：公司所处的集成电路测试行业属于技术密集和资金密集型行业，与集成电路产业发展趋势密切相关，受国际政治、国内外宏观经济、市场环境走势变化等不确定性因素影响，可能带来行业整体供需结构变化，给公司业务造成不良影响。如果宏观经济环境下滑，中美贸易摩擦不断，或将影响下游终端行业的市场需求下降，对公司经营业绩造成不利影响。

经营风险

研发技术人员流失的风险：集成电路产业发展迅速，工艺、技术及产品的升级和迭代速度较快，公司要保持持久的竞争力，必须不断加大人才培养和引进力度。目前专业测试研发技术人员严重匮乏。公司测试技术复杂程度高、研发难度大，掌握这些技术需要多学科的知识积累和多年的技术沉淀。如果同行业竞争对手通过更优厚的待遇吸引公司技术人才，或其他因素导致公司研发技术人员大量流失，将对公司经营造成重大不利影响。

进口设备依赖风险：公司产能持续增长，固定资产投资规模持续增加。公司现有机器设备以进口设备为主，主要供应商包括 ADVANTEST CORPORATION（爱德万）、Teradyne（Asia）Pte. Ltd.（泰瑞达）、TOKYO ELECTRON LIMITED（东京电子）等国际知名测试设备厂商，相关设备系公司开展业务的关键设备。目前，公司现有进口设备及募集资金投资项目所需进口设备未受到管制。若未来国际贸易摩擦加剧，可能导致公司所需的测试设备出现进口受限的情形，将对公司生产经营产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	104	446	501	561	626
应收款项	173	152	208	261	327
存货净额	21	26	34	37	43
其他流动资产	64	91	79	115	147
流动资产合计	**361**	**715**	**822**	**975**	**1143**
固定资产	1358	1511	1817	2092	2283
无形资产及其他	83	82	79	76	72
其他长期资产	272	285	285	285	285
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**2074**	**2593**	**3002**	**3427**	**3783**
短期借款及交易性金融负债	258	280	684	1087	1399
应付款项	109	95	105	114	130
其他流动负债	50	43	50	56	63
流动负债合计	**417**	**418**	**839**	**1257**	**1592**
长期借款及应付债券	344	897	897	897	897
其他长期负债	177	157	165	173	171
长期负债合计	**522**	**1053**	**1061**	**1069**	**1068**
负债合计	**939**	**1471**	**1900**	**2326**	**2660**
少数股东权益	12	15	16	16	15
股东权益	1123	1107	1087	1085	1109
负债和股东权益总计	**2074**	**2593**	**3002**	**3427**	**3783**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.11	(0.31)	(0.10)	(0.01)	0.13
每股红利	0.09	0.21	0.00	0.00	0.01
每股净资产	5.61	5.53	5.35	5.34	5.46
ROIC	12%	2%	4%	5%	6%
ROE	2%	-6%	-2%	-0%	2%
毛利率	30%	21%	27%	29%	30%
EBIT Margin	0%	-10%	1%	5%	9%
EBITDA Margin	30%	24%	31%	38%	43%
收入增长	11%	-3%	25%	24%	23%
净利润增长率	-32%	-384%	67%	91%	1483%
资产负债率	46%	57%	64%	68%	71%
息率	0.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	258.3	(91.1)	(281.3)	(3065.9)	221.7
P/B	5.0	5.1	5.2	5.2	5.1
EV/EBITDA	43.8	60.9	40.6	27.9	21.0

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**503**	**488**	**608**	**756**	**930**
营业成本	350	386	446	538	647
营业税金及附加	4	4	4	6	7
销售费用	17	18	18	21	24
管理费用	56	52	56	64	70
研发费用	75	78	78	87	98
财务费用	16	33	47	61	72
投资收益	0	1	0	0	1
资产减值及公允价值变动	7	(6)	1	4	2
其他	19	32	22	16	8
营业利润	10	(56)	(17)	(1)	22
营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	**10**	**(56)**	**(17)**	**(2)**	**22**
所得税费用	(15)	3	2	0	(3)
少数股东损益	3	3	1	0	(1)
归属于母公司净利润	**22**	**(62)**	**(20)**	**(2)**	**26**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	25	(59)	(19)	(2)	25
资产减值准备	0	8	0	0	0
折旧摊销	149	166	180	248	314
公允价值变动损失	(7)	(3)	(1)	(4)	(2)
财务费用	18	34	47	61	72
营运资本变动	(77)	(58)	(26)	(67)	(82)
其它	88	115	(47)	(61)	(72)
经营活动现金流	**196**	**204**	**134**	**176**	**254**
资本开支	(562)	(398)	(482)	(520)	(502)
其它投资现金流	0	(9)	0	1	2
投资活动现金流	**(562)**	**(407)**	**(482)**	**(519)**	**(500)**
权益性融资	16	2	0	0	0
负债净变化	159	103	0	0	0
支付股利、利息	(17)	(42)	0	0	(2)
其它融资现金流	89	481	404	403	312
融资活动现金流	**247**	**545**	**404**	**403**	**310**
现金净变动	**(119)**	**342**	**55**	**61**	**65**
货币资金的期初余额	222	104	446	501	561
货币资金的期末余额	104	446	501	561	626
企业自由现金流	(489)	(342)	(320)	(294)	(177)
权益自由现金流	(240)	242	30	41	54

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

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