

龙迅股份 (688486.SH)

专注高速混合信号芯片，广阔成长空间大有可为

专注高速混合信号芯片领域，业绩亮眼。龙迅股份成立于2006年，于2023年登陆科创板。公司专注于高速混合信号芯片研发和销售，下游覆盖车载显示、AR/VR等众多领域，产品已打入众多国内外知名客户供应链。公司高清视频信号处理芯片营业收入占比较高，驱动公司近几年营收大幅增长，同时我们看好公司高速信号传输芯片在客户端放量，有望成为公司未来新的增长动力。公司产品结构不断优化，叠加头部客户放量，驱动公司芯片产品单价不断攀升。同时公司芯片产品设计难度大，行业壁垒高，产品利润率较高。2021年公司毛利率达64%，净利率达36%。我们看好公司产品+客户双端发力，打造业内长期核心竞争力。

高清视频芯片不可或缺，新场景不断涌现，全球市场规模超千亿。根据CINNO Research，2020年全球高清视频芯片市场规模约1052亿元人民币，其中中国大陆高清视频芯片市场规模约为467亿元。预计至2025年全球市场规模将达到1897亿元人民币，中国大陆市场规模将达969亿元。同时，高清视频芯片国产化率低，中国厂商无论全球还是国内份额均不超过10%，国产替代空间广阔。

车规、VR/AR空间广阔，新品放量有望带动公司业绩强劲增长。新能源车视频桥接芯片及高速信号传输芯片应用不断增加，未来将保持高速增长趋势。公司多款新品视频桥接和处理芯片已进入车载显示应用领域，部分型号已通过AEC-Q100的测试。公司研发的4K/8K超高清视频信号桥接及处理系列芯片支持HDMI2.1、DP1.4等协议规范，已进入试产及验证阶段，能满足新一轮4K/8K显示器的升级换代需求以及AR/VR、超高清商业显示的市场需求。我们看好公司车规、VR/AR等多领域新品放量，有望带动公司业绩强劲增长。

盈利预测及投资建议。公司是中国大陆为数不多的专注于高清视频桥接及处理芯片、高速信号传输处理芯片的厂商，所处细分领域壁垒高，国产化率低。我们看好公司下游市场规模的不断增长以及广阔的国产替代空间。预计公司2022/2023/2024年分别对应实现营收2.41/3.52/5.51亿元，对应增速2.61%/45.92%/56.75%。预计公司2022/2023/2024年分别对应实现归母净利润0.69/1.05/1.67亿元，对应增速-17.68%/52.35%/58.81%，对应PE为87.0/57.1/35.9x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，新品研发不及预期，下游需求不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	136	235	241	352	551
增长率 yoy (%)	30.1	72.6	2.6	45.9	56.8
归母净利润(百万元)	35	84	69.2	105.4	167.4
增长率 yoy (%)	6.5	137.9	-17.7	52.3	58.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.51	1.21	1.0	1.5	2.4
净资产收益率(%)	17.5	30.5	20.1	6.7	9.6
P/E(倍)	170.3	71.6	87.0	57.1	35.9
P/B(倍)	29.8	21.9	17.5	3.8	3.5

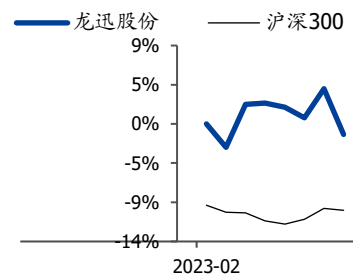
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年3月2日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	半导体
3月2日收盘价(元)	86.90
总市值(百万元)	6,018.60
总股本(百万股)	69.26
其中自由流通股(%)	21.47
30日日均成交量(百万股)	5.72

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号: S0680520010001

邮箱: shelingxing@gszq.com

相关研究



内容目录

一、专注高速混合信号芯片领域，业绩亮眼	5
1.1 专注高速混合信号芯片，产品应用广泛	5
1.2 股权结构集中，高管产业背景丰富	6
1.3 业绩高增，利润率亮眼	6
二、高清视频芯片：市场规模超千亿，车用领域大有可为	10
2.1 高清视频桥接及处理芯片：海外厂商主导，国内厂商突破	12
2.2 高速信号传输芯片：数字时代不可或缺，成长空间大	16
2.3 关注车端机遇：高清视频桥接芯片及高速传输芯片成长空间广阔	18
三、产品性能先进，募资发展夯实核心竞争力	21
3.1 产品性能国际先进，客户端不断开拓	21
3.2 募集资金聚焦高清视频芯片领域，产品迭代竞争力不断增强	24
四、盈利预测及投资建议	25
4.1 公司亮点	25
4.2 业绩拆分及盈利预测	25
风险提示	27

图表目录

图表 1: 公司产品应用领域	5
图表 2: 公司产品迭代历史	5
图表 3: 龙迅股份股权结构图（股东数据为截至 2023 年 2 月）	6
图表 4: 龙迅股份部分管理团队	6
图表 5: 龙迅股份收入（亿元）及增速	7
图表 6: 龙迅股份归母净利润（亿元）及增速	7
图表 7: 2018-2022 前三季度分布收入（亿元）	7
图表 8: 2019-2022H1 公司各产品年销量（万颗）及产销率（%）	7
图表 9: 公司分产品毛利率情况	8
图表 10: 公司综合毛利率及净利率情况	8
图表 11: 公司各项费用率	8
图表 12: 高清视频桥接及处理芯片价格变化	9
图表 13: 高速信号传输芯片单价变化	9
图表 14: 高清视频影像处理流程	10
图表 15: 全球高清视频芯片市场趋势（亿元）	11
图表 16: 中国大陆高清视频芯片市场规模（亿元）	11
图表 17: 影像处理三种芯片	11
图表 18: 主流视频传输协议各有优势，难以统一	11
图表 19: 视频桥接芯片应用功能示意图	12
图表 20: 视频桥接芯片数据流转换示意图	13
图表 21: 全球高清视频桥接芯片市场规模	13
图表 22: 中国大陆高清视频桥接芯片市场规模（亿元）	14
图表 23: 2020 年全球高清视频桥接芯片市场份额	14
图表 24: 2020 年中国高清视频桥接芯片市场份额	14
图表 25: 显示处理芯片应用示意图	15
图表 26: 显示处理芯片有效优化传输视频质量	15

图表 27: 全球显示处理芯片市场规模.....	16
图表 28: 中国显示处理芯片市场规模.....	16
图表 29: 高速信号传输芯片分类.....	16
图表 30: 高速信号传输芯片示意图.....	17
图表 31: 全球高速信号传输芯片市场规模预测.....	17
图表 32: 中国高速信号传输芯片市场规模预测.....	17
图表 33: 2020 年全球高速信号传输芯片市场份额.....	18
图表 34: 2020 年中国高速信号传输芯片市场份额.....	18
图表 35: 理想 L9 车内搭载 5 块屏幕.....	18
图表 36: 部分车型摄像头数量 (个).....	19
图表 37: 中国车载摄像头市场规模及预测 (亿元).....	19
图表 38: 典型的车内 LVDS 连接.....	19
图表 39: 全球及中国车载高清视频桥接芯片市场规模.....	20
图表 40: 全球及中国车载高速信号传输芯片市场规模.....	20
图表 41: 高清视频桥接及处理芯片功能/指标对比.....	21
图表 42: 高速信号传输芯片功能对比.....	21
图表 43: 同类产品对视频信号主流协议的覆盖情况的对比.....	22
图表 44: 公司主流协议支持最高版本情况.....	22
图表 45: 公司客户结构.....	23
图表 46: 研发费用 (左轴) 和研发费用率 (右轴).....	23
图表 47: 研发人员构成.....	23
图表 48: 截至 2022 年 6 月末公司在研项目.....	23
图表 49: 公司募集资金所用项目 (万元).....	24
图表 50: 公司业绩及利润拆分 (百万元).....	26
图表 51: 可比公司估值一览.....	27

一、专注高速混合信号芯片领域，业绩亮眼

1.1 专注高速混合信号芯片，产品应用广泛

龙迅股份成立于2006年，于2023年登陆科创板。是一家专注于高速混合信号芯片研发和销售的集成电路设计企业。公司的高速混合信号芯片产品主要包括高清视频桥接及处理芯片与高速信号传输芯片两大系列，下游覆盖安防监控、视频会议、车载显示、显示器及商显、AR/VR、PC及周边等众多领域。公司产品已打入鸿海科技、视源股份、亿联网络、脸书、宝利通、思科、佳明等国内外知名客户供应链，同时高通、英特尔、三星、安霸等国际芯片巨头已将公司产品纳入其部分主芯片应用的参考设计平台中。

图表1：公司产品应用领域



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

基于先进高速混合信号芯片，进一步开拓产品线多元化。公司产品主要分为高清视频桥接及处理芯片和高速信号传输芯片两大系列，随着产品的不断迭代以及新品不断开拓，公司当前已有可全面支持 HDMI、DP/eDP、USB/Type-C、MIPI、LVDS、VGA 等多种信号协议的产品。

图表2：公司产品迭代历史

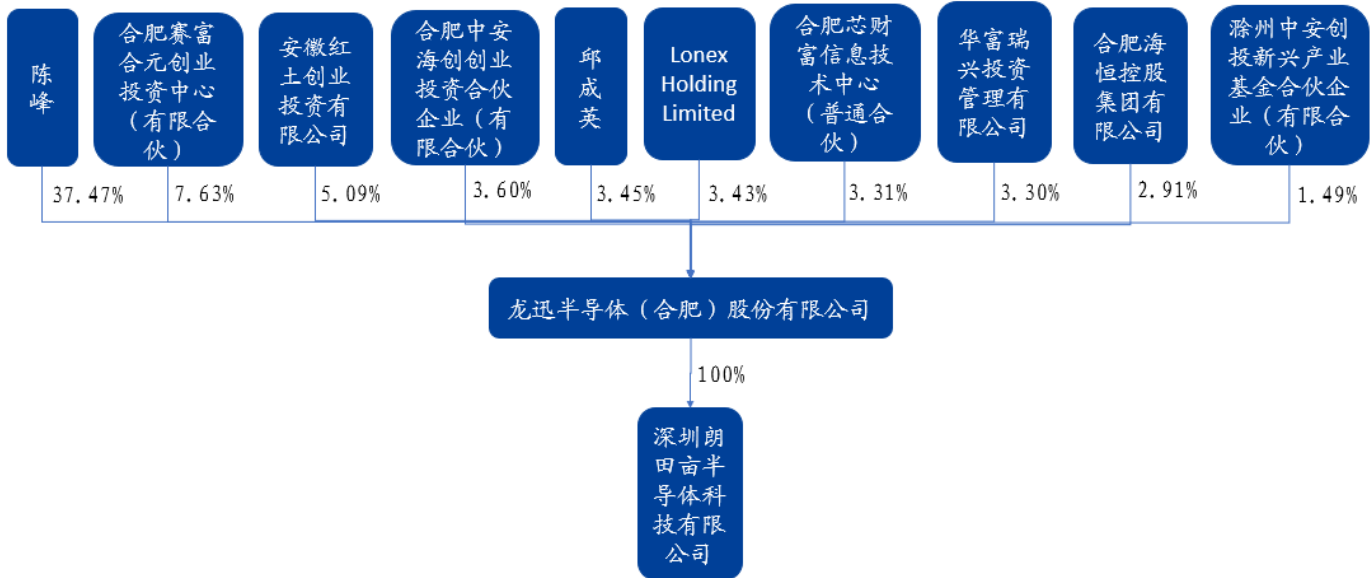
2008	推出首款HDMI1.3芯片
2009-2012	推出HDMI1.3系列芯片和VGA协议转换芯片
2013	推出HDMI1.4芯片
2014	推出HDMI1.4系列芯片、USB2.0信号延长芯片
2015	推出HDMI1.3显示器控制芯片
2016	推出DP1.2/Type-C/eDP1.4协议转换芯片和MIPI D-PHY 1.1/LVDS协议转换芯片
2017	推出HDMI1.4显示器控制芯片、HDMI2.0芯片
2018-2019	推出DP1.2/Type-C系列、MIPI D-PHY 1.2显示处理芯片
2020	推出HDMI2.0矩阵交换芯片、12.5Gbps通用高速数据信号延长交换芯片
2021	推出HDMI2.1芯片、DP1.4/Type-C芯片、HDMI2.1 & DP1.4显示器控制芯片

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

1.2 股权结构集中，高管产业背景丰富

股权结构集中，实控人产业背景丰富。陈峰先生持有公司股份 37.47%，并任公司董事长、总经理职位，为公司大股东和实际控制人，陈峰先生曾任中国电子科技集团公司第三十八研究所系统工程师，后在美国俄勒冈科学与技术研究生院电子工程专业攻读博士学位，曾在英特尔公司任资深设计工程师、高级设计工程师、高级主管工程师等，具有丰富的产业实践经验和国际视野。

图表 3: 龙迅股份股权结构图 (股东数据为截至 2023 年 2 月)



资料来源: 天眼查, 国盛证券研究所

图表 4: 龙迅股份部分管理团队

姓名	职位	履历
陈峰	董事长、董事、总经理	博士学位。曾任中国电子科技集团公司第三十八研究所系统工程师；在英特尔公司任资深设计工程师、高级设计工程师、高级主管工程师；现任龙迅股份董事长、总经理。曾获得“中国侨界(创新人才)贡献奖”、“安徽省技术领军人才”、“2013 安徽年度经济人物”等荣誉。
刘永跃	董事、副总经理	硕士研究生学历，高级工程师。曾任电子工业部第 38 研究所工程师；合肥华耀电子工业有限公司技术部主任、制造部主任、质量部主任；安徽四创电子股份有限公司董事会秘书、副总经理；中国电科 38 所高级工程师；现任龙迅股份任董事、副总经理。
苏进	董事、副总经理	硕士研究生学历，工程师。历任龙迅股份数字设计部工程师、部门经理、技术总监、研发部总监、副总经理。
韦永祥	财务负责人	本科学历，中级会计师。历任永城煤电控股集团有限公司出纳、税务、总账、报表会计；现任龙迅股份财务负责人。

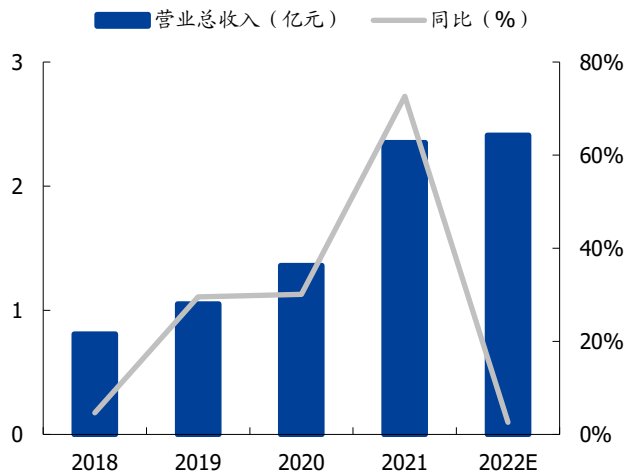
资料来源: 天眼查, 国盛证券研究所

1.3 业绩高增，利润率亮眼

公司业绩整体维持高速增长，2022 年行业不景气业绩短期承压。公司 2021 年实现全年营收 2.35 亿元，同比增长 72.6%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比大幅增长 137.9%。受下游行业需求疲软等因素影响，2022 年公司预计实现营收 2.41 亿元，同比增长 2.61%，

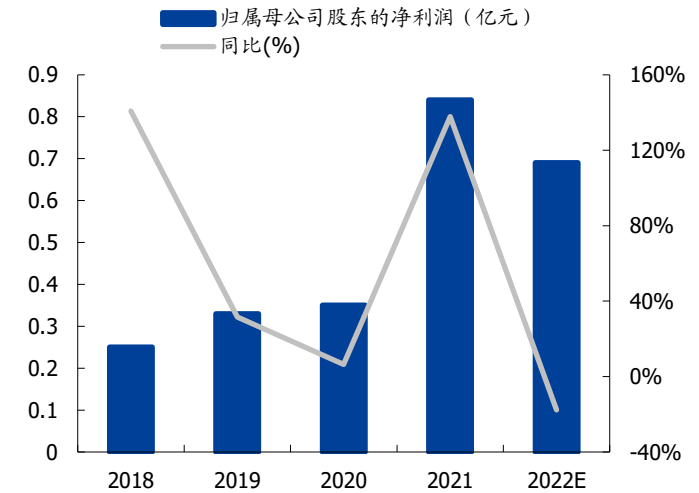
实现归母净利润 0.69 亿元，同比增长-17.68%。

图表 5: 龙迅股份收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

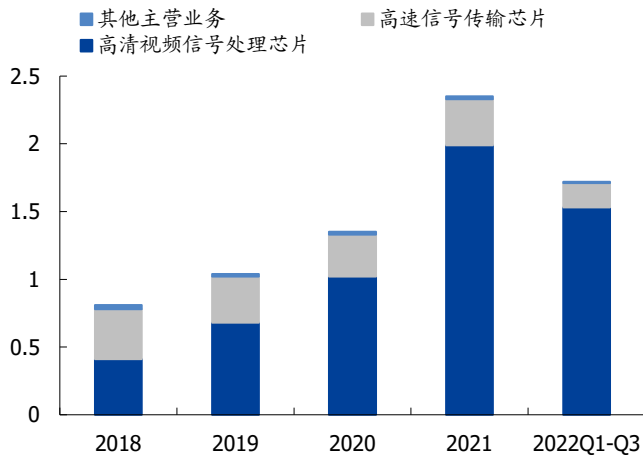
图表 6: 龙迅股份归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

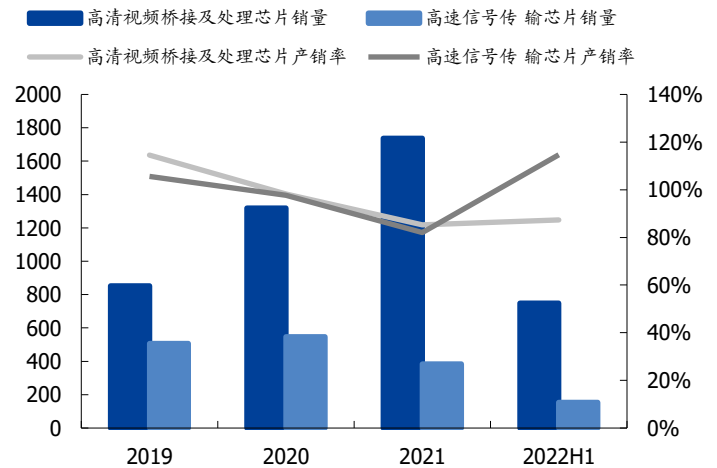
产销率维持高位，高清视频信号处理芯片高速增长，高速信号传输芯片放量可期。公司性能优异的产品深受下游客户青睐，近几年产销率基本维持高位。从产品结构看，公司高清视频信号处理芯片营业收入占比较高，驱动公司近几年整体收入增长，同时我们看好公司高速信号传输芯片在客户端放量，成为公司未来新的增长动力。

图表 7: 2018-2022 前三季度分布收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

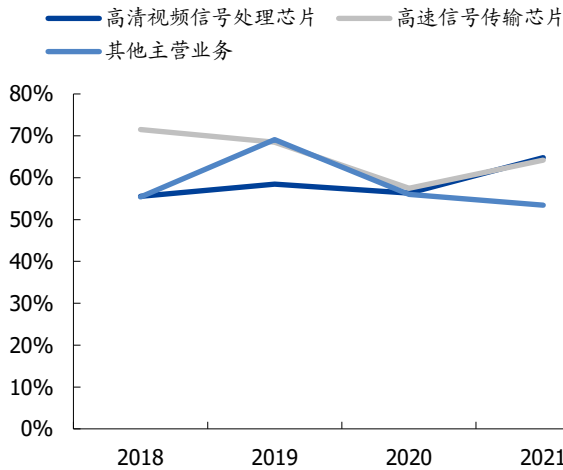
图表 8: 2019-2022H1 公司各产品年销量 (万颗) 及产销率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

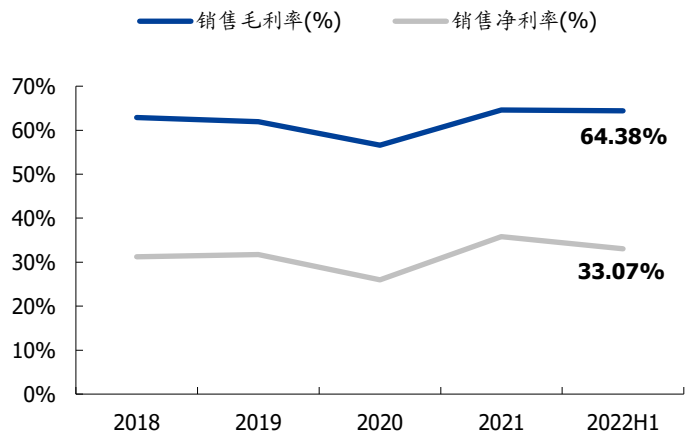
高壁垒属性带来较高利润率，公司毛利率基本维持 60% 水平。高速混合信号芯片设计难度大，行业壁垒高，因此产品利润率较高。2021 年公司毛利率达 64%，净利率达 36%。分产品看，2018 年至 2021 年高清视频信号处理芯片毛利率呈上升趋势，主要系下游各应用领域市场需求持续提升，公司高毛利率产品销量持续增加。2018 年至 2021 年高速信号传输芯片毛利率呈下降趋势，主要原因系部分型号产品下游市场竞争激烈，公司部分产品售价有所下调。

图表 9: 公司分产品毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

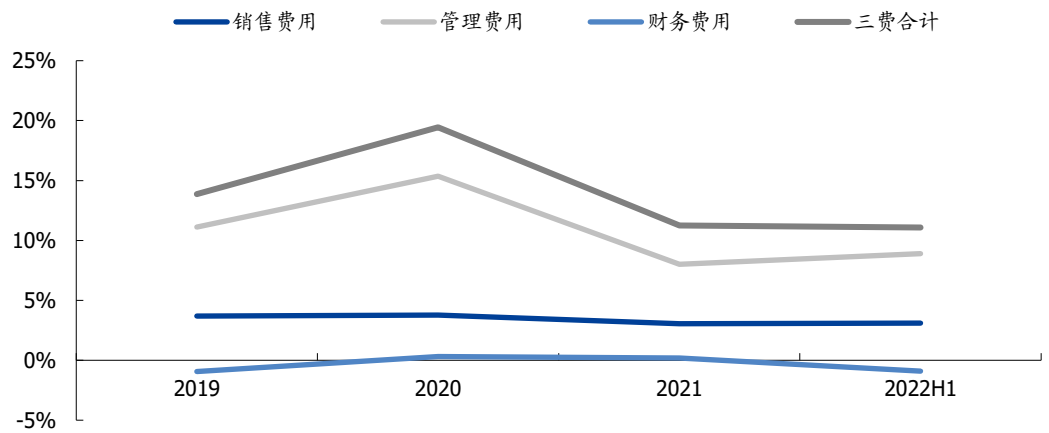
图表 10: 公司综合毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率整体呈下降趋势，看好公司规模效应显现后的三费占比持续下降。公司三费中，管理费用率较高，2020年公司管理费用率达15.44%，主要原因系公司前次首发申请产生相关中介机构费用所致。2022H1公司三费合计11.08%，我们看好公司规模不断增长后的费用率持续下降。

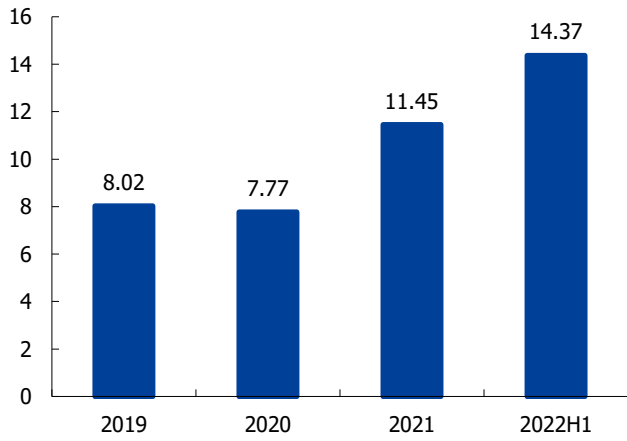
图表 11: 公司各项费用率



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

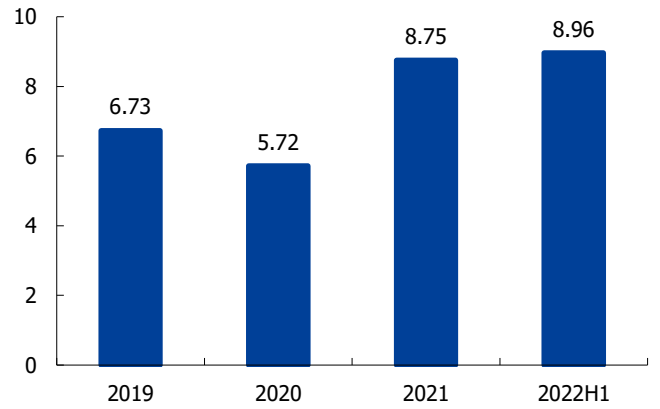
产品结构优化叠加头部客户放量，公司产品价格不断攀升。公司产品单价整体不断上升，2020年产品单价下降原因是受下游需求影响，单价较低的产品销售占比提升，导致公司产品整体价格下行。近年来，公司积极提高汽车电子等高毛利率产品的销售占比，同时PC等单价较低的产品销售占比下降。此外，公司大力拓展头部知名终端客户，高价值量新品放量共同驱动芯片产品单价上升。

图表 12: 高清视频桥接及处理芯片价格变化



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 13: 高速信号传输芯片单价变化

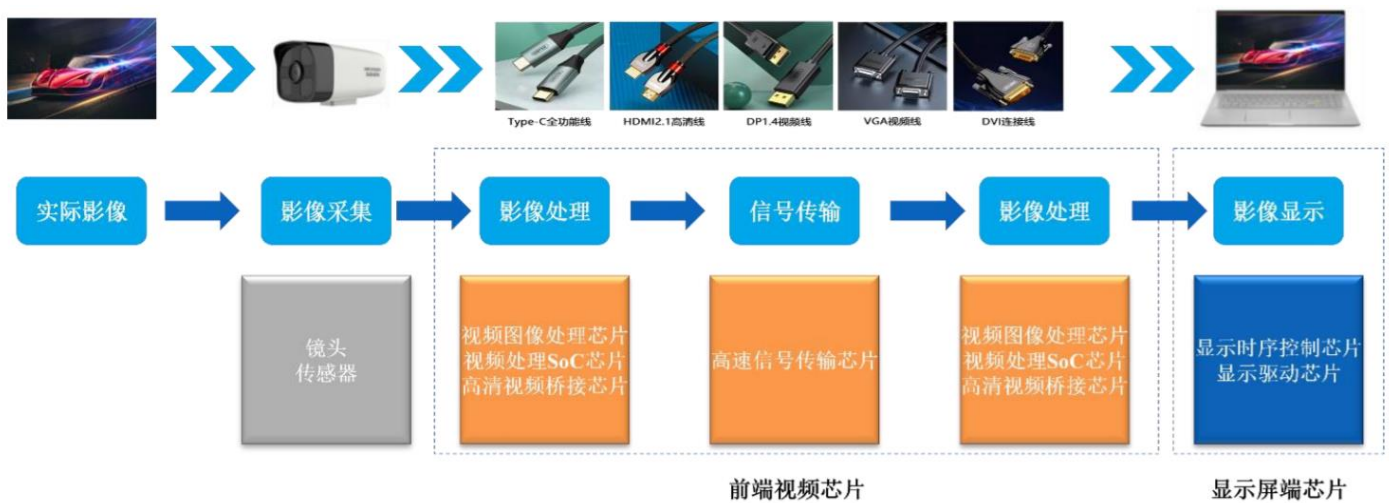


资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

二、高清视频芯片：市场规模超千亿，车用领域大有可为

高清视频芯片应用广泛，不可或缺。显示技术和消费电子蓬勃发展，高清视频技术已普遍应用于众多终端领域。同时 5G、云计算、AIoT 等新技术的发展，亦催生了大量高清视频应用新场景，高清视频技术应用已成为人类社会无处不在的“新基建”。高清视频影像处理流程可分为影像采集、发送端影像处理、信号传输、接收端影像处理、影像显示等环节，每个环节均需要特定功能的视频芯片支持。

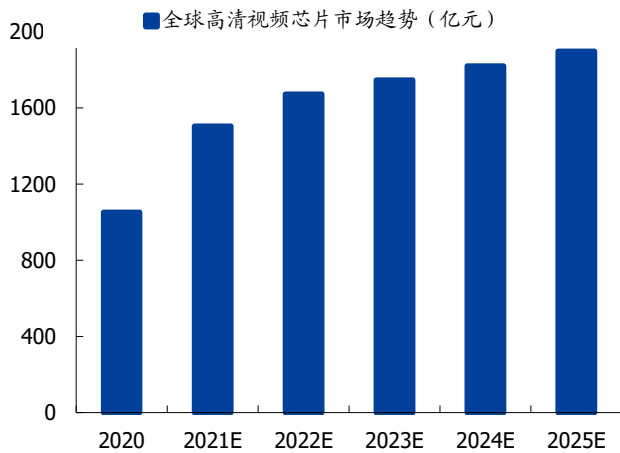
图表 14: 高清视频影像处理流程



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

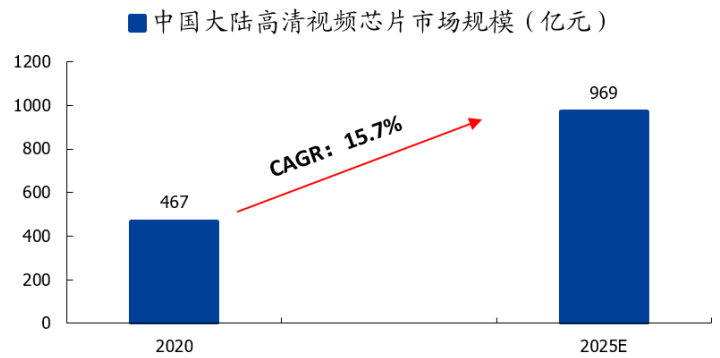
高清视频芯片新场景不断涌现，全球市场规模超千亿。越来越多的终端设备和场景涌现出高清视频芯片应用需求，如智能手机、可穿戴设备、平板电脑、安防摄像头、无人机等。终端设备数量的增加带动全球高清视频芯片市场不断增长，根据 CINNO Research，2020 年全球高清视频芯片市场规模约 1052 亿元人民币，其中中国大陆高清视频芯片市场规模约为 467 亿元。至 2025 年全球市场规模将达到 1897 亿元人民币，中国大陆市场规模将达 969 亿元。2020-2025 年全球高清视频芯片市场 CAGR 达 12.5%，中国大陆 CAGR 达 15.7%。

图表 15: 全球高清视频芯片市场趋势 (亿元)



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

图表 16: 中国大陆高清视频芯片市场规模 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

影像处理端芯片各司其职, 视频桥接芯片不可或缺。在影像处理环节所需功能及支持芯片主要分为视频图像处理芯片、视频处理 SoC 芯片、高清视频桥接芯片三类。三类芯片核心功能不同、用途各异, 通常通过搭配使用发挥不同用途。其中, 视频桥接芯片由于需要集成多种数据传输协议并进行转换, 往视频传输 SoC 中集成会有悖于 SoC 简洁高性能、低功耗和低冗余度的设计思路, 故主芯片厂会在参考设计中积极将视频桥接芯片纳入整体方案。而在各领域下游客户的应用方案中, 视频桥接芯片等产品也通常搭配 SoC 主芯片共同使用。

图表 17: 影像处理三种芯片

芯片	功能
视频图像处理芯片	图像视频的优化处理。
视频处理 SoC	在满足基本图像处理的功能基础上, 进一步追求网络传输、储存管理等其他功能的实现。
视频桥接芯片	处于芯片与芯片间、设备与设备间, 以实现高清视频信号的互联互通。

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 18: 主流视频传输协议各有优势, 难以统一

协议	标准
HDMI (High Definition Multimedia Interface)	HDMI 协议由 HDMI 组织发起, 是当前主流的高清视频协议之一。大部分的电视、投影仪等显示设备及家用机顶盒广泛使用了 HDMI 协议, 目前知名游戏主机亦普遍采用 HDMI 协议作为线路传输途径。HDMI 协议已从 HDMI 1.0 版本演化到最新的 HDMI 2.1 版本。
DP/eDP (Display Port/ Embedded Display Port)	DP 协议是视频电子标准协会推出的数字式视频协议。DP 接口与 HDMI 接口均支持一根信号线同时传输视频和音频信号。DP 接口可以直接作为语音、视频等高带宽数据的传输通道及进行无延迟的游戏控制。除实现设备与设备之间的连接外, DP 还可用作设备内部的接口。DP 协议已从第一代 DP 1.0 版本发展到目前最新的 DP2.0 版本。

<p>USB Type-C</p>	<p>USB 协议由英特尔等多家公司在 1994 年底联合推出，主要用于规范电脑与外部设备的连接和通讯，如鼠标、键盘、游戏手柄、游戏杆、扫描仪、数码相机、打印机、硬盘和网络等电脑周边设备。目前最新的 USB 接口为 Type-C 版本，是 USB 标准化组织旨在解决 USB 接口长期以来物理接口规范不统一、电能只能单向传输等弊端而推出的接口协议，同时具有充电、显示、数据传输等功能。USB Type-C 协议已从 USB Type-C R1.0 版本演化到最新的 USB Type-C R2.1 版本。</p>
<p>MIPI (Mobile Industry Processor Interface)</p>	<p>MIPI 协议由 MIPI 联盟制定，该联盟由美国德州仪器、意法半导体、英国 ARM 和芬兰诺基亚 4 家公司共同成立。MIPI 协议可满足各种子系统独特的要求，目前已深度融入了智能手机行业，应用于数亿部智能手机中。其中，C-PHY 和 D-PHY 是 MIPI 接口中最主要的协议。MIPI C-PHY 协议主要用于连接摄像头和显示器，MIPI D-PHY 协议主要作用是应用处理器与摄像机和显示器的互连。MIPI C-PHY 协议标准已从 MIPI C-PHY v1.0 版本演化到最新标准 MIPI C-PHY v2.1 版本。MIPI D-PHY 协议标准已从 MIPI D-PHY v1.0 版本演化到最新 MIPI D-PHY v3.0 的版本。</p>
<p>LVDS (Low-Voltage Differential Signaling)</p>	<p>LVDS 最早是由美国国家半导体公司提出的一种低压差分信号技术接口，端口可以实现点对点或一对多点的连接。由于 LVDS 只能传输图像数据信号，LVDS 接口最主要的应用领域是液晶显示器。</p>
<p>VGA (Video Graphics Array)</p>	<p>VGA 是 IBM 在 1987 年随 PS/2 电脑一起推出的使用模拟信号的一种视频传输协议。VGA 接口协议曾广泛应用于电脑、投影机、影碟机、电视等视频设备，近年来已逐步退出市场，但当前仍是部分电脑、电视等制造商会选择支持的协议。</p>

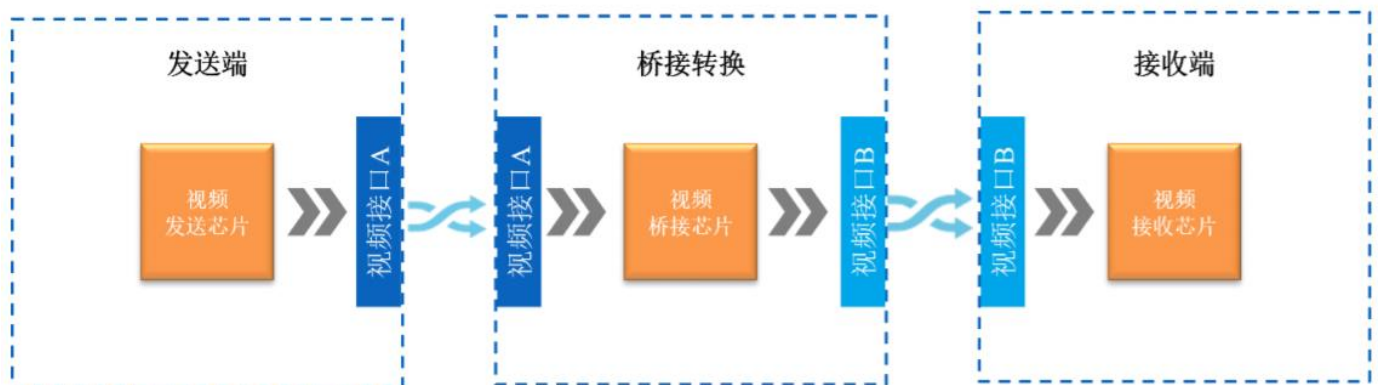
资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

2.1 高清视频桥接及处理芯片：海外厂商主导，国内厂商突破

1) 高清视频桥接芯片：

前已述及，高清视频桥接芯片不可或缺，主要应用于设备源与显示终端之间，按不同视频的协议标准进行格式转换，使显示终端可以接收设备源视频信号的集成电路。根据功能类型可主要分为发送芯片、接收芯片、转换芯片。

图表 19：视频桥接芯片应用功能示意图



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

高清视频桥接芯片实现了高清视频信号在不同数据格式之间的转换。如下图所示，左图为视频桥接芯片输入视频接口数据流格式，右图为视频桥接芯片输出接口数据流格式，虽然输入视频数据流和输出视频数据流数据格式不同，但传输前后高清视频信号数据内容保持不变。

图表 20: 视频桥接芯片数据流转换示意图

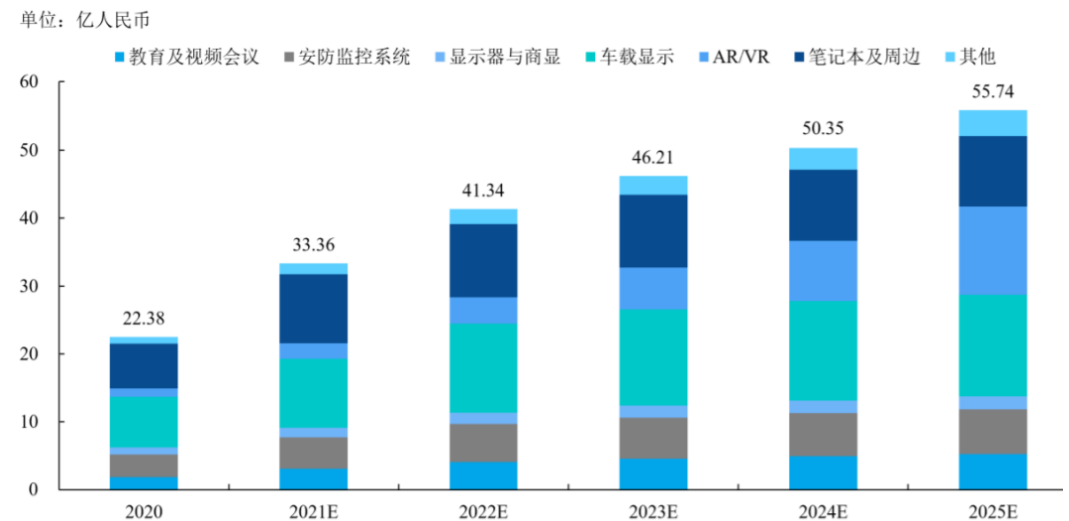
视频桥接芯片数据流转换示意图



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

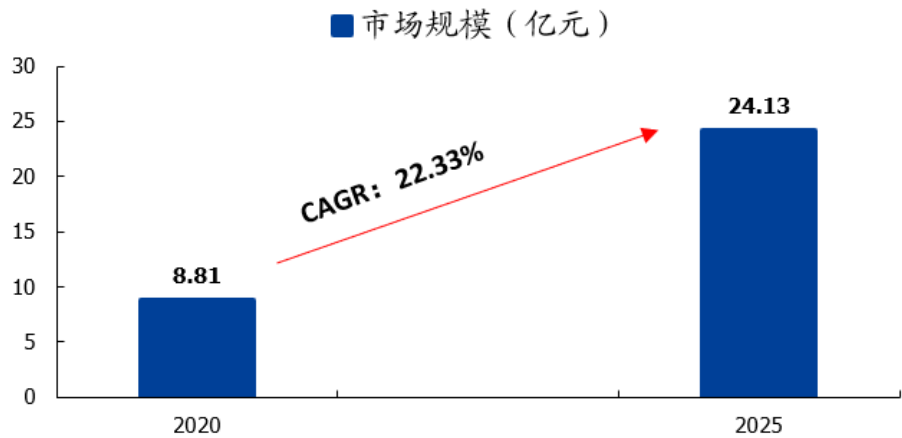
高清视频桥接芯片是视频产业链的重要基础环节, 受益于高清视频领域的技术迭代和行业发展, 高清视频桥接芯片市场也实现了快速增长。根据 CINNO Research, 2020 年全球高清视频桥接芯片市场规模约为 22.38 亿元人民币, 预计 2025 年市场规模将达到 55.74 亿元人民币, 2020-2025 年复合增长率约为 20.02%。2020 年, 中国大陆高清视频桥接芯片市场规模约 8.81 亿元人民币, 2025 年市场规模预计将达 24.13 亿元人民币, 2020-2025 年 CAGR 约 22.33%。

图表 21: 全球高清视频桥接芯片市场规模



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

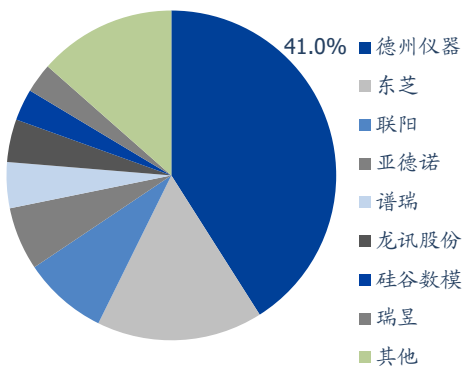
图表 22: 中国大陆高清视频桥接芯片市场规模 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

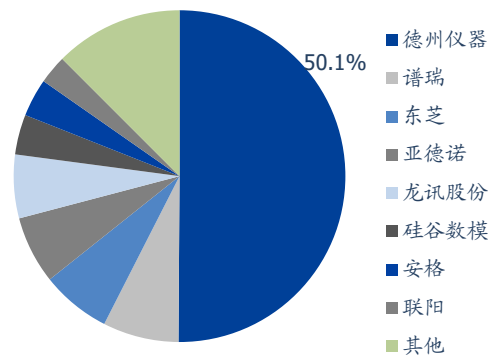
从竞争格局看, 根据 CINNO Research, 2020 年全球高清视频桥接芯片市场中, 德州仪器位居第一, 份额达 41.0%, 在国内市场中, 德州仪器占据 50.1% 份额。高清视频芯片中国大陆厂商国产化率不足 10%。

图表 23: 2020 年全球高清视频桥接芯片市场份额



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

图表 24: 2020 年中国高清视频桥接芯片市场份额



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

2) 显示处理芯片:

显示处理芯片主要功能是提升图像显示效果, 特点是改变视频数据和显示内容。以支持 LCD 显示器的处理芯片为例, 显示处理芯片负责把接收到的 LCD 图形数据传输到驱动器上, 并产生相应的控制信号, 从而实现图形的显示、翻转等众多复杂的图形显示功能。显示处理芯片与视频桥接芯片的区别在于显示处理芯片内部包含处理单元, 用于处理视频数据。

图表 25: 显示处理芯片应用示意图



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

显示处理芯片实现了转换前后显示图像内容的效果改善。如下图所示, 左图为显示处理芯片输入数据对应的图像内容, 右图为显示处理芯片输出数据对应的图像内容, 经过显示处理芯片处理后的图像显示效果显著优化提升。

图表 26: 显示处理芯片有效优化传输视频质量



视频处理前

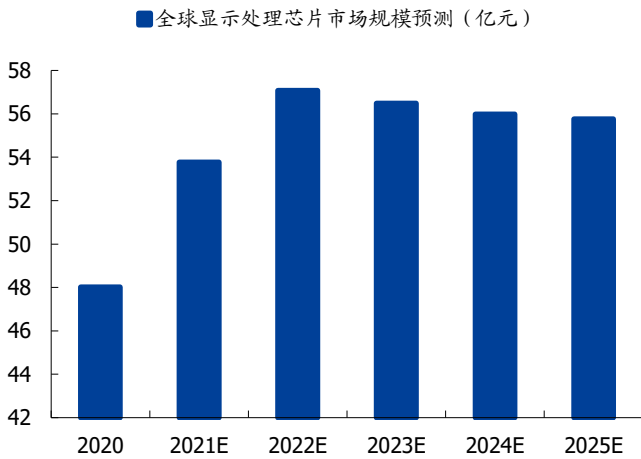


视频处理后

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

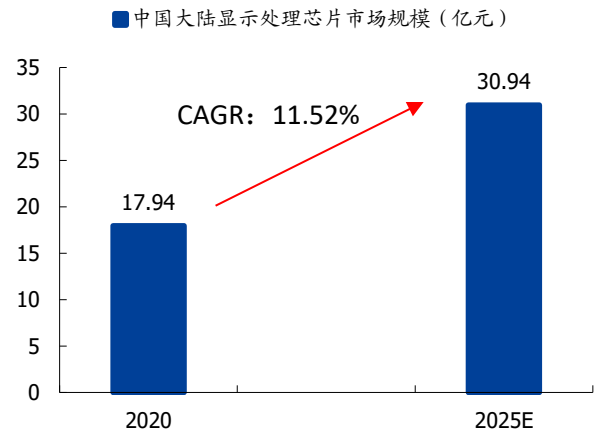
作为液晶显示系统的前端核心芯片之一, 显示处理芯片目前已经实现了广泛的应用, 系成熟稳定市场。根据 CINNO Research, 2020 年全球显示处理芯片市场规模约 48.42 亿元人民币, 预计 2025 年市场规模将达到 55.76 亿元人民币, 2020-2025 年 CAGR 约 2.86%。2020 年中国大陆显示处理芯片市场规模约 17.94 亿元人民币, 预计 2025 年市场规模将达到 30.94 亿元人民币, 2020-2025 年 CAGR 约 11.52%。

图表 27: 全球显示处理芯片市场规模



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

图表 28: 中国大陆显示处理芯片市场规模



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

显示处理芯片处于目前国产化程度较低的细分领域, 其中显示器控制芯片市场主要由联发科、瑞昱和联咏占据主导地位。视频处理芯片(指用于帧率转换、视频旋转等特色功能的专用 ASIC 芯片)属于特色细分市场, 主要供应商有韩国的 Macro Image、日本的 iChips 以及美国的 Chronitel。

2.2 高速信号传输芯片: 数字时代不可或缺, 成长空间大

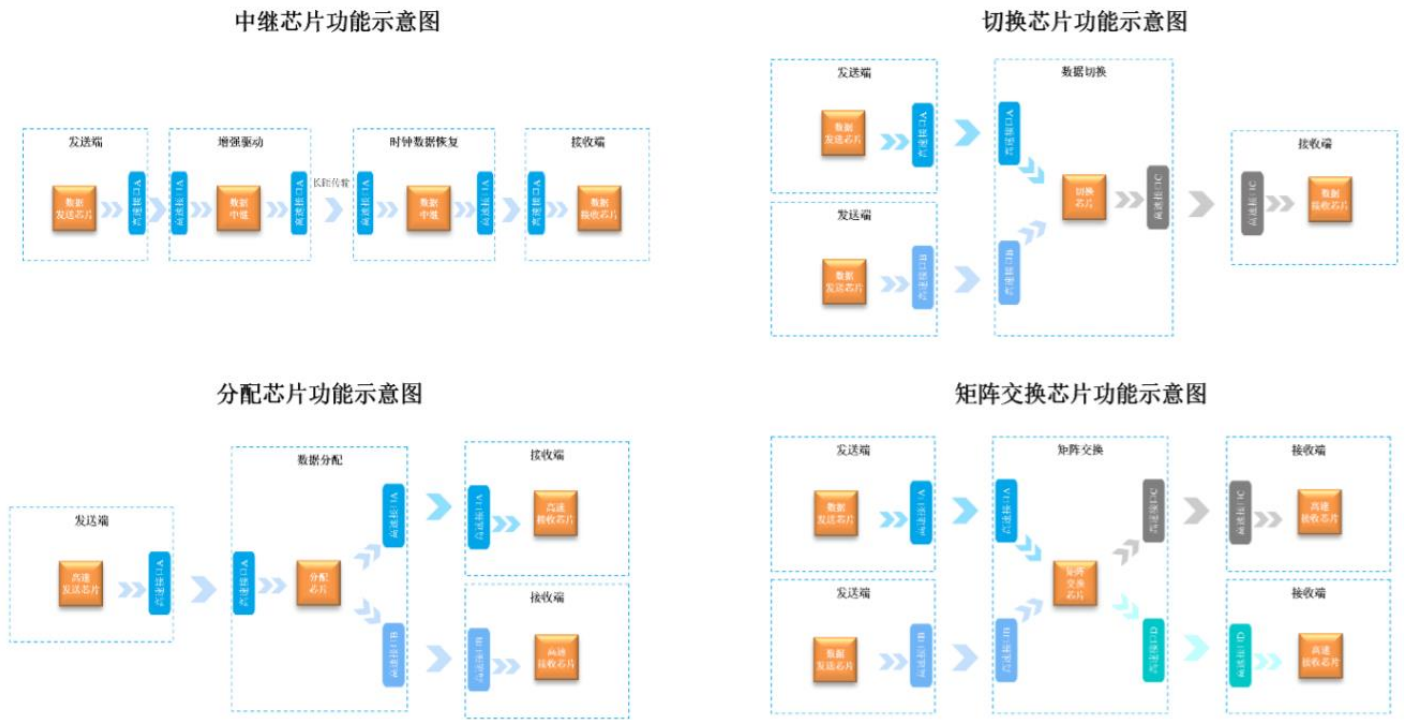
高速信号传输芯片指在各类高速接口通道中发挥辅助传输作用的芯片, 是信号传输的桥梁。高速信号传输芯片的主要特征是: 输入/输出接口相同、传输数据格式不变、数据内容不变。根据功能的不同, 高速信号传输芯片可细分为中继芯片、切换芯片、分配芯片以及矩阵交换芯片。

图表 29: 高速信号传输芯片分类

芯片类型	功能
中继芯片	主要应用于增强信号的传输能力, 纠错恢复时钟。
切换芯片	主要应用于切换不同源信息作输入, 输出其中一路的高速信号。
分配芯片	主要应用于将一组高速源。信息分出多组相同的输出信号。
矩阵交换芯片	主要应用于多路输入高速信号到多路输出高速信号间的切换。

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

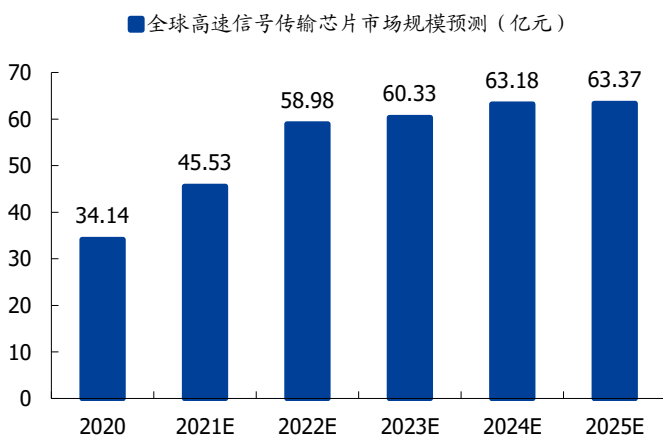
图表 30: 高速信号传输芯片示意图



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

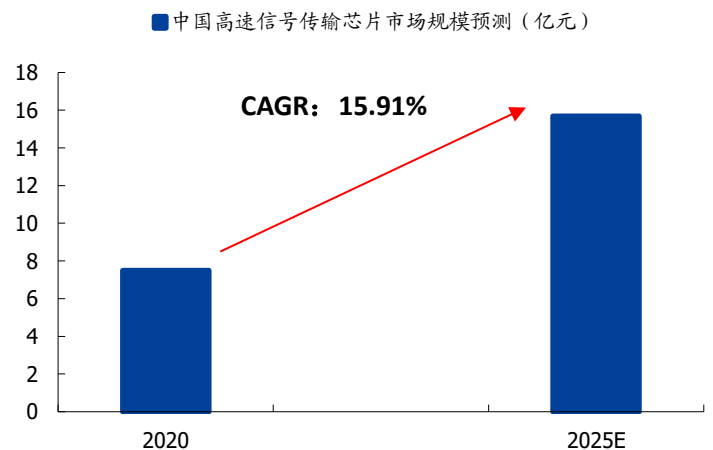
随着人类社会步入数字时代, 众多数字新兴产业不断涌现, 数据传输量呈现指数级上升趋势, 终端对于高速信号传输芯片解决方案的需求也不断增加。根据 CINNO Research, 2020年, 全球高速信号传输芯片市场规模约 34.14 亿元人民币, 预计 2025 年市场规模将达 63.37 亿元人民币, 2020-2025 年 CAGR 13.17%。根据公司招股书, 2020 年中国大陆高速信号传输芯片市场规模约 7.50 亿元人民币, 2025 年市场规模预计将达 15.69 亿元人民币, 2020-2025 年 CAGR 约 15.91%, 整体增速高于全球市场。

图表 31: 全球高速信号传输芯片市场规模预测



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

图表 32: 中国高速信号传输芯片市场规模预测

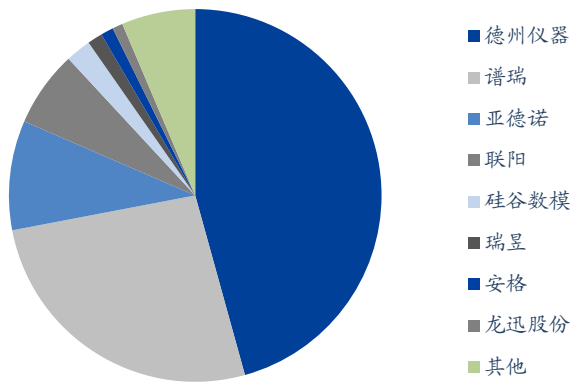


资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

从竞争格局看, 根据 CINNO Research, 2020 年全球高速信号传输芯片市场中, 德州仪器位居第一, 份额达 45.7%, 在国内市场中, 德州仪器占据 39.3% 份额。高速信号传输

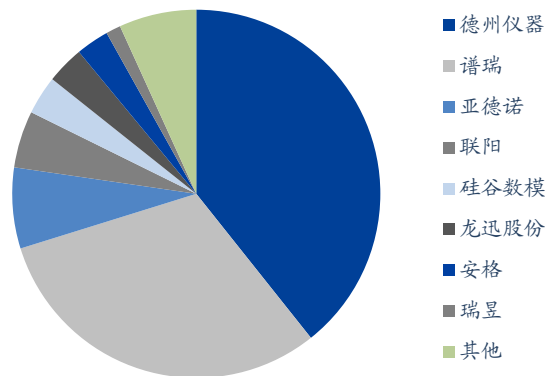
芯片中国大陆厂商国产化率不足 10%。

图表 33: 2020 年全球高速信号传输芯片市场份额



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

图表 34: 2020 年中国高速信号传输芯片市场份额



资料来源: CINNO Research, 国盛证券研究所

2.3 关注车端机遇: 高清视频桥接芯片及高速传输芯片成长空间广阔

车载显示带动车内芯片增长新需求。汽车产业向电子化、智能化方向不断发展, 整车自动驾驶方案日趋成熟, 同时车内娱乐、办公、通信等各种智能终端功能日益丰富, 车载显示作为自动驾驶及车内其他功能的载体之一, 已成为诸多种类芯片新的市场增长点。

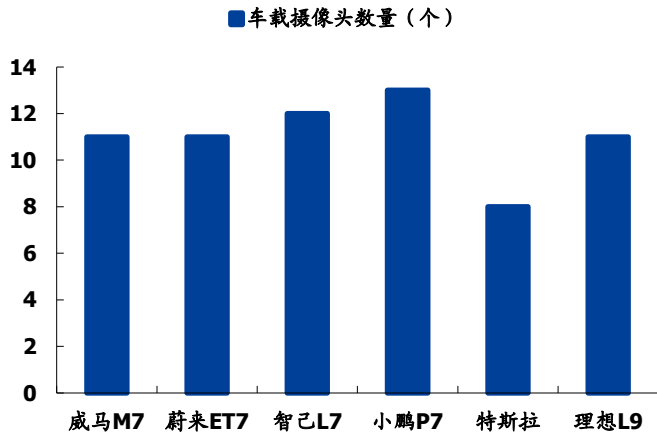
图表 35: 理想 L9 车内搭载 5 块屏幕



资料来源: 理想汽车, 国盛证券研究所

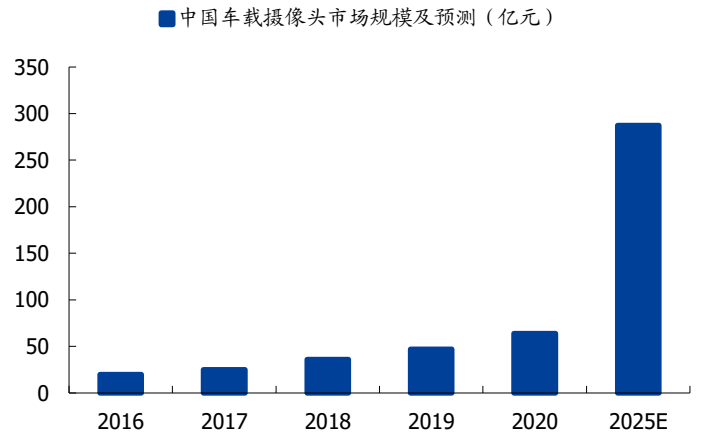
整车智能化加速升级, 车载摄像头系必要器件。随着自动驾驶等级的不断提高, 车载摄像头的数量亦对应增长, 同时座舱智能化也将带来更多车内摄像头需求场景, 当前主流车型搭载摄像头均在 10 个左右, 中国车载摄像头的市场规模预计在 2025 年将达 300 亿元。

图表 36: 部分车型摄像头数量 (个)



资料来源: 汽车消费网, 车主指南, 懂车帝, 国盛证券研究所

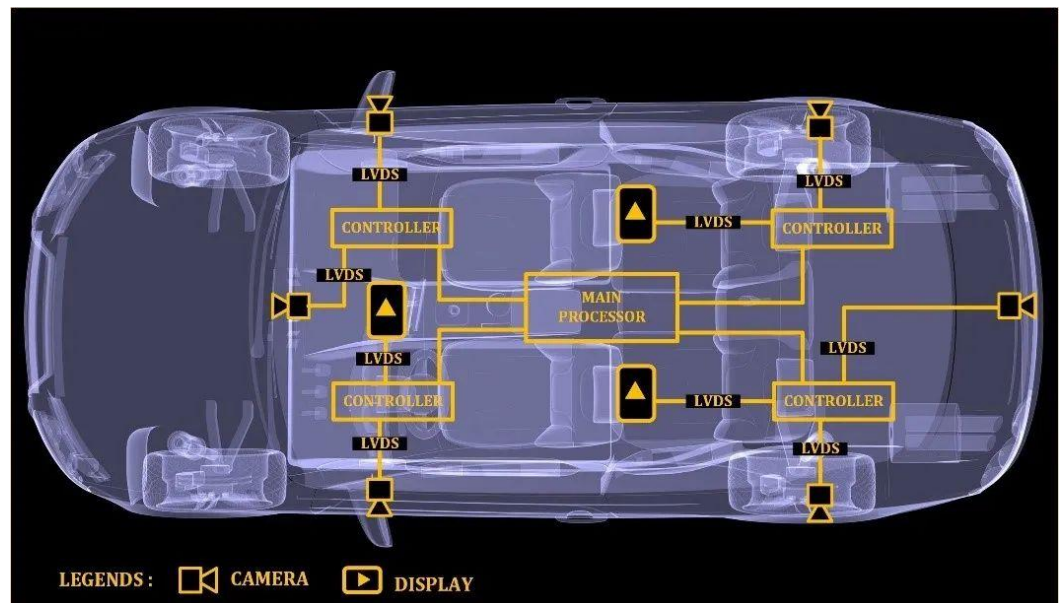
图表 37: 中国车载摄像头市场规模及预测 (亿元)



资料来源: ICV Tank, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

智能化升级带动视频高速传输需求, LVDS 及视频桥接芯片空间广阔。自动驾驶需要摄像头的深度配合, 摄像头采集的单向高速大数据流需要实时传输至车内显示屏, LVDS 摄像头解决方案深度适配 400-800 万像素的高端前置摄像头, 因此 LVDS 技术在车内高速信号传输中将扮演重要角色, 有望带动车规 LVDS 芯片广阔需求。同时, 车用视频信号的传输也将带动更多桥接芯片需求。

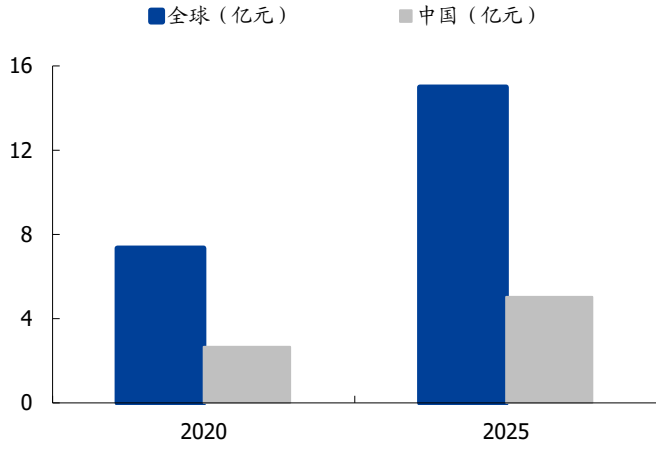
图表 38: 典型的车内 LVDS 连接



资料来源: Semtech 电路保护, 国盛证券研究所

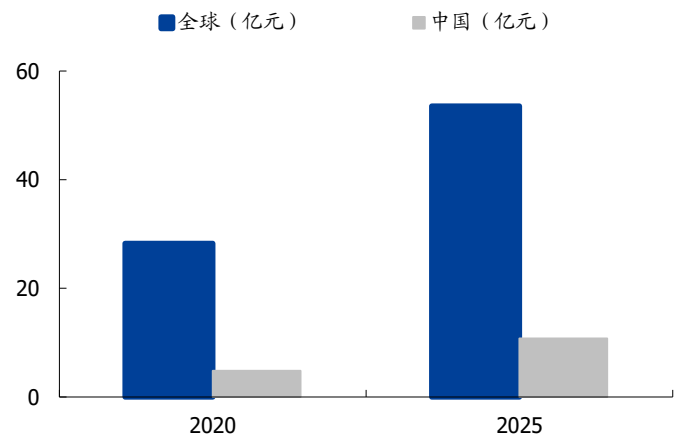
车载视频桥接及高速信号传输芯片成长空间广阔。根据公司招股书, 2020 年中国大陆车载显示应用高清视频桥接芯片市场规模约 2.67 亿元, 同期全球市场规模约为 7.34 亿元, 预计至 2025 年国内市场规模将达 5.03 亿元, 同期全球市场规模约为 14.99 亿元。2020 年中国大陆车载显示应用高速信号传输芯片市场规模约 4.84 亿元, 同期全球市场规模约为 28.26 亿, 预计至 2025 年国内市场规模将达 10.75 亿元, 同期全球市场规模约为 53.52 亿元。

图表 39: 全球及中国车载高清视频桥接芯片市场规模



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 40: 全球及中国车载高速信号传输芯片市场规模



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

三、产品性能先进，募资发展夯实核心竞争力

3.1 产品性能国际先进，客户端不断开拓

深耕高速混合芯片领域，多项指标处于最高技术水平。公司专注于高速混合信号芯片领域，不断发展高清视频桥接及处理芯片和高速信号传输芯片的技术，多项指标处于最高技术水平，目前已拥有超过 140 款不同型号的芯片产品。

- **高清视频信号桥接及处理芯片：**在色彩深度方面与行业主流水平相当，在分辨率、HDCP、支持 3D、支持 MST 及集成 MCU 方面达到行业最高技术水平。细分产品：
 - 视频桥接芯片：**分辨率等多项功能指标达到行业最高技术水平，具有较为全面的技术竞争优势。
 - 显示处理芯片：**目前可支持 4K 视频的显示处理功能，是国内少数具备同类型芯片自主设计能力的本土厂商，但国际先进产品可支持 8K 视频的显示处理功能，与国际先进水平尚存在一定差距。
- **高速信号传输芯片产品：**在分辨率和视频传输单通道带宽、信号补偿能力方面与主流技术水平相当；在 HDCP、自适应增益控制、可集成 MCU 方面与行业最高技术水平相当。

图表 41: 高清视频桥接及处理芯片功能/指标对比

功能/指标	公司产品技术水平	主流技术水平	最高技术水平
分辨率	8K	4K	8K
色彩深度	36bits	36bits	48bits
HDCP	HDCP2.3	HDCP2.3	HDCP2.3
3D	支持	支持	支持
MST	支持	不支持	支持
集成 MCU	支持	支持	支持

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

图表 42: 高速信号传输芯片功能对比

功能维度	公司产品技术水平	主流技术水平	最高技术水平
分辨率	4K	4K	8K
视频传输单通道带宽	6Gbps	6Gbps	12Gbps
HDCP	HDCP2.3	HDCP2.3	HDCP2.3
功能 MCU	支持	不支持	支持
信号补偿能力	+24dB@6Gbps	+24dB@6Gbps	+17dB@12Gbps
自适应增益控制	具备	具备	具备

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

主流协议覆盖面和兼容性具备国际竞争力，满足市场应用需求。协议覆盖方面：目前行业内基本按照视频信号协议规范来定义和研发高速混合信号芯片，公司产品可覆盖市场绝大多数主流高清视频信号协议，覆盖面达到行业内领先水平。此外，公司产品还覆盖数字 RGB、DVI 等其他视频信号协议；兼容性方面：包括单款产品可支持多个协议功能、同个物理层接收端或者发送端可兼容不同协议、在同一个协议下可支持更高的分辨率、对非协议标准下的分辨率和显示参数实现良好兼容等方面。

图表 43: 同类产品对视频信号主流协议的覆盖情况的对比

公司	HDMI	DP	eDP	USB Type-C	MIPI	LVDS	VGA	V-By-One
德州仪器	●	●	●	●	●	●	●	●
东芝	●	●	●		●	●	●	
联阳	●	●	●	●	●	●	●	●
瑞昱	●	●	●	●	●	●	●	●
亚德诺	●			●	●	●	●	
谱瑞	●	●	●	●	●	●	●	
安格	●	●		●			●	
龙迅股份	●	●	●	●	●	●	●	

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

从产品对比角度看, 发送端 (Transmitter) 与接收端 (Receiver) 的综合技术能力在高清视频桥接及处理芯片, 以及高速信号传输芯片中起到重要作用。高速信号传输芯片中的中继芯片 (Repeater) 主要用于中长距离传输, 较为完整掌握协议版本的 Transmitter 和 Receiver 产品技术后, 进行相应协议版本的 Repeater 产品开发难度较低。

- Transmitter 和 Receiver 产品协议: 在 HDMI、USB Type-C DP Alt Mode 等协议上可达到该协议最高版本, 在 DP、USB Type-C PD、MIPI 等协议可支持业内最高版本, 公司在 LVDS、VGA 接口方面也可支持最高标准。
- Repeater 产品协议: 相关协议主要有 HDMI、DP 和 MIPI, 其中 HDMI、MIPI 协议方面可达到业内同类产品最高支持版本。

目前公司研发的 4K/8K 超高清视频信号桥接及处理系列芯片支持 HDMI2.1、DP1.4 等协议规范, 已进入试产及验证阶段, 部分型号产品已实现小批量出货, 有望成为少数可兼容多种超高清信号协议的单芯片解决方案, 满足新一轮 4K/8K 显示器的升级换代需求以及 AR/VR、超高清商业显示的市场需求。

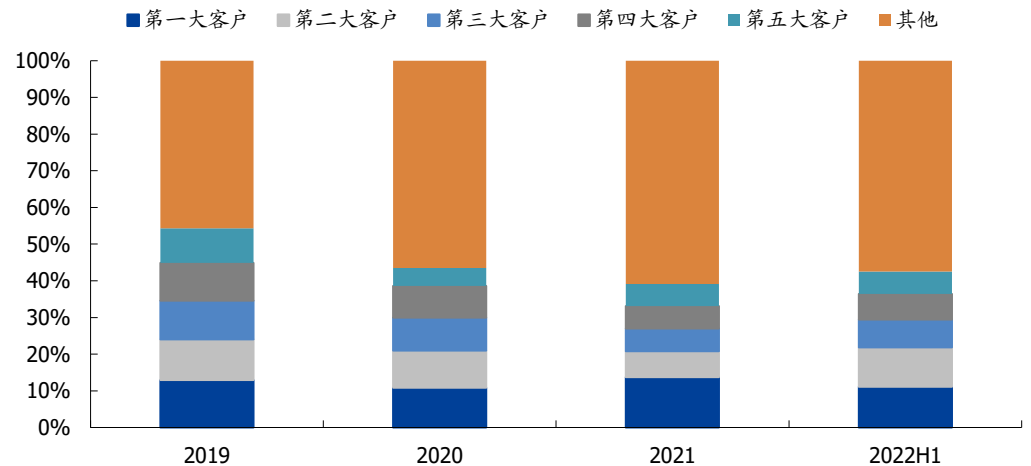
图表 44: 公司主流协议支持最高版本情况

协议类型	协议最高版本	业内最高版本	功能类型	公司可支持协议最高版本
HDMI	HDMI2.1	HDMI2.1	Transmitter	可支持 HDMI2.1 版本
			Receiver	可支持 HDMI2.1 版本
DP/eDP	DP2.0/eDP1.5	DP1.4/eDP1.4b	Transmitter	可支持 DP1.4/eDP1.4b 版本
			Receiver	可支持 DP1.4/eDP1.4b 版本
USB Type-C	PD R3.1	PD R3.0	PD	可支持 USB Type-C PD R3.0 版本
	DP Alt Model2.0	DP Alt Model2.0	DP Alt Model	可支持 USB Type-C DP Alt Model2.0 版本
MIPI	MIPI D-PHY v3.0	MIPI D-PHY v1.2	Transmitter	可支持 MIPI D-PHY v1.2、MIPI C-PHY v1.0 版本
	MIPI C-PHY v2.1	MIPI C-PHY v1.0		
	MIPI D-PHY v3.0	MIPI D-PHY v1.2	Receiver	可支持 MIPI D-PHY v1.2 版本

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

技术革新推动品牌知名度提升, 客户基础优质稳定。公司始终坚持创新驱动, 通过产品的高效迭代、技术能力的持续升级构筑企业竞争优势, 技术能力与产品性能受到国内外知名客户的信赖。公司已成功进入鸿海科技、视源股份、亿联网络、脸书、宝利通、思科、佳明等国内外知名企业供应链。同时, 高通、英特尔、三星、安霸等世界领先的主芯片厂商已将公司产品纳入其部分主芯片应用的参考设计平台中。2019-2021 年客户集中度有所降低, 此外 2022H1 第三、四大客户为新进前五名客户, 主要系业务规模增长。

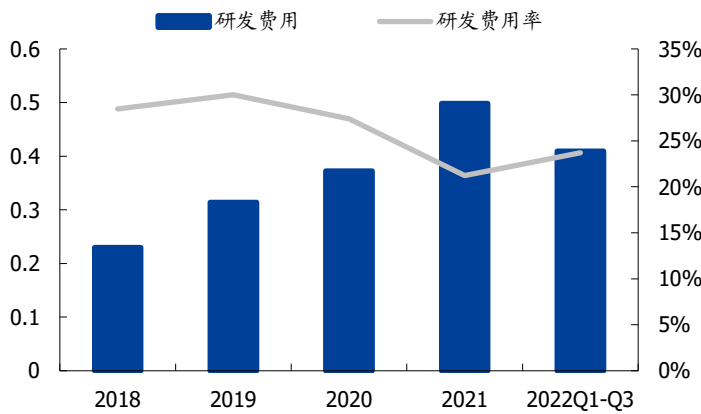
图表 45: 公司客户结构



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

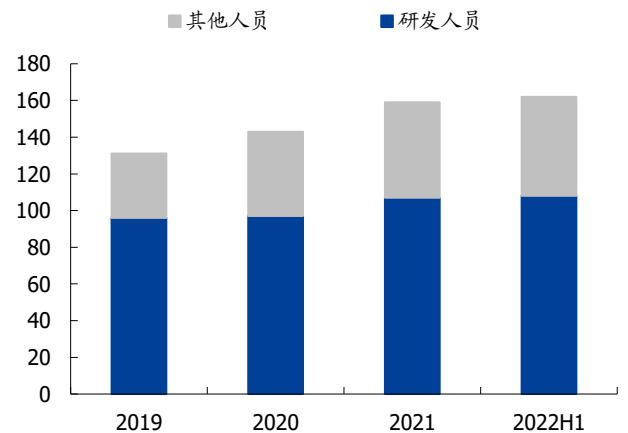
研发团队不断扩增, 核心技术自主创新。公司通过持续的研发投入与技术探索, 以自主创新形式掌握多项国内领先或达到世界先进水平的核心技术, 在高速混合信号芯片领域积累了丰富的知识产权。截至 2022 年 6 月末, 公司已获得境内专利 79 项 (其中发明专利为 62 项), 境外专利 37 项 (全部为发明专利), 集成电路布图设计专有权 110 项, 软件著作权 84 项。

图表 46: 研发费用 (亿元) (左轴) 和研发费用率 (%) (右轴)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 研发人员构成 (单位: 人员)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 48: 截至 2022 年 6 月末公司在研项目

序号	项目	序号	项目
1	车载摄像头延长芯片的开发及应用	10	HDMI/DP 接收芯片工程开发
2	带音频的 HDMI2.0 转双端口 MIPI DSI/CSI 芯片的开发及应用	11	USB2.0 高速信号调节器芯片工程开发
3	HDMI2.0 切换、分配、矩阵芯片组的开发及应用	12	16X16 Digital Crosspoint Switch (数字交叉开关) 芯片的开发及应用
4	MIPI/TTL/2-Port LVDS to MIPI/TTL/2-Port LVDS 转换器芯片的开发及应用	13	基于 4K 的高清显示控制器芯片的开发及应用
5	带 USB3.0 开关的 Type-C/DP1.4 to HDMI2.0 的转	14	超高清音视频接口处理和转换芯片组的开发及应用

换器芯片组的开发及应用

6	HDMI2.0 延长芯片组工程开发	15	全硬件控制的 HDMI 信号延长芯片的开发及应用
7	Type-C/DP 转 HDMI/VGA 芯片工程开发	16	USB Type-C/DP1.4 转 HDMI2.1/MIPI 芯片工程开发
8	Type-C 转 HDMI2.0 和 VGA 芯片工程开发	17	12.5Gbps 讯号中继器芯片工程开发
9	HDMI2.0 切换/分配/中继芯片工程开发	18	HDMI2.0 Matrix/Splitter 芯片工程开发

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

3.2 募集资金聚焦高清视频芯片领域，产品迭代竞争力不断增强

公司上市公开发行股票所募集资金扣除发行费用后，预计全部用于与公司主营业务相关的投资项目，以实现现有产品线的升级、扩展和深化。募集资金主要用于高清视频桥接及处理芯片开发和产业化项目、高速信号传输芯片开发和产业化项目、研发中心升级项目和补充发展与科技储备资金。

图表 49：公司募集资金所用项目（万元）

项目名称	总投资金额	拟投入募集资金金额
高清视频桥接及处理芯片开发和产业化项目	28,167	25,745
高速信号传输芯片开发和产业化项目	17,664	16,502
研发中心升级项目	34,668	33,548
发展与科技储备资金	20,000	20,000
合计	100,499	95,795

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

高清视频桥接及处理芯片开发和产业化项目、高速信号传输芯片开发和产业化项目：将在公司现有两大产品线的基础上，进一步加大研发投入，推进公司核心产品的升级迭代，开发更为先进的高清视频桥接及处理芯片与高速信号传输芯片，满足安防监控、视频会议、车载显示、显示器及商显、AR/VR、PC 及周边、5G 及 AIoT 等终端领域不断升级的市场需求。

研发中心升级项目：将通过扩建与升级研发中心进一步提升公司研发创新能力，为公司的长期发展提供技术支撑。主要聚焦于下一代 SERDES 技术研发、应用于车载系统的超高清视频传输和显示芯片研发、8K 超高清视频处理及显示芯片、企业级 USB、PCIe Hub/Switch 系列芯片等项目。

发展与科技储备资金：将紧密围绕公司的业务规划和战略目标，增强公司的运营弹性，为公司的可持续发展提供资金保障。

四、盈利预测及投资建议

4.1 公司亮点

1): 公司是中国大陆为数不多的专注于高清视频桥接及处理芯片、高速信号传输处理芯片的厂商，产品所处细分领域壁垒高，国产化率低，我们看好公司在国内广阔的份额提升空间。

2): 公司毛利率常年维持在60%以上，下游客户涵盖入鸿海科技、视源股份、亿联网络、脸书、宝利通、思科、佳明等国内外知名企业供应链。同时，高通、英特尔、三星、安霸等世界领先的主芯片厂商已将公司产品纳入其部分主芯片应用的参考设计平台中。高毛利率产品及明星客户阵容印证公司实力非凡，同时公司募集资金继续聚焦于高速混合信号芯片领域升级迭代。我们看好公司产品+客户双端发力，打造业内长期核心竞争力。

3): 公司多款新品视频桥接和处理芯片已进入车载显示应用领域，部分型号已通过AEC-Q100的测试。公司研发的4K/8K超高清视频信号桥接及处理系列芯片支持HDMI2.1、DP1.4等协议规范，已进入试产及验证阶段，部分型号产品已实现小批量出货，有望成为少数可兼容多种超高清信号协议，支持包括视觉无损视频压缩技术、视频缩放、旋转及分割等视频处理功能和8K显示的单芯片解决方案产品，满足新一轮4K/8K显示器的升级换代需求以及AR/VR、超高清商业显示的市场需求。我们看好公司车规、VR/AR等多领域新品放量带动公司业绩强劲增长。

4.2 业绩拆分及盈利预测

公司业绩拆分如下。我们看好随着下游需求复苏之后，公司将凭借具有竞争力的产品，充分享受国产替代的广阔空间。预计视频桥接芯片仍将是公司未来营收增长的主要推动力，2022/2023/2024年对应增速3.16%/49.90%/57.38%，对应营收贡献分别为1.91/2.86/4.50亿元。预计公司高速信号传输芯片将逐步放量，对应2022/2023/2024年增速5.34%/18.02%/48.72%，对应营收贡献分别为0.35/0.41/0.62亿元。基于此，我们预计公司2022/2023/2024年业绩增速2.61%/45.92%/56.75%，对应实现营收2.41/3.52/5.51亿元。

研发费用率：公司在广阔国产替代空间下成长性十足，预期仍将有较大投入用于研发费用，预计公司2022/2023/2024年研发费用率仍维持在20%以上，对应2022/2023/2024年研发费用率分别为25.91%/23.95%/21.05%。

管理费用率：公司仍处于高速发展期，管理费用率预计未来两年仍将维持稳定，预计2022/2023/2024年财务费用率分别为7.65%/8.18%/7.82%。

财务费用率：预计随着公司财务管理的不断优化以及公司闲置资金的合理运用，公司闲置资金将会带来一定的利息收入，预计2022/2023/2024年财务费用率分别为-0.27%/-1.02%/-1.42%。

图表 50: 公司业绩及利润拆分 (百万元)

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
视频桥接芯片	185.16	191.01	286.33	450.64
增长率 (%)	95.81%	3.16%	49.90%	57.38%
毛利率 (%)	64.39%	58.60%	60.00%	58.53%
显示处理芯片	13.70	12.18	21.12	35.98
增长率 (%)	73.89%	-11.07%	73.40%	70.36%
毛利率 (%)	70.09%	67.12%	64.12%	62.12%
视频桥接及处理芯片合计	198.85	203.19	307.45	486.62
增长率 (%)	94.12%	2.18%	51.31%	58.28%
毛利率 (%)	64.79%	59.11%	60.28%	58.80%
高速信号传输芯片	33.62	35.41	41.79	62.15
增长率 (%)	7.37%	5.34%	18.02%	48.72%
毛利率 (%)	64.18%	60.38%	61.08%	59.26%
其他主营业务	2.33	2.33	2.33	2.33
增长率 (%)	2.67%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	53.43%	53.43%	53.43%	53.43%
营收合计	234.80	240.93	351.57	551.10
增长率 (%)	72.63%	2.61%	45.92%	56.75%
毛利率 (%)	64.59%	59.24%	60.33%	58.83%
研发费用率 (%)	21.23%	25.91%	23.95%	21.05%
管理费用率 (%)	8.01%	7.65%	8.18%	7.82%
财务费用率 (%)	0.18%	-0.27%	-1.02%	-1.42%
归母净利润	84.07	69.20	105.43	167.44

资料来源: wind, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

我们看好龙迅股份的未来发展。预计公司 2022/2023/2024 年分别对应实现营收 2.41/3.52/5.51 亿元, 对应增速 2.61%/45.92%/56.75%。预计公司 2022/2023/2024 年分别对应实现归母净利润 0.69/1.05/1.67 亿元, 对应增速-17.68%/52.35%/58.81%。2022/2023/2024 年对应 EPS 对应分别为 1.0/1.5/2.4。预计公司 2022/2023/2024 年对应 PE 为 87.0/57.1/35.9x。

采用 PE 估值法, 选取同为数字或模拟 IC 设计公司且同样向车端积极开拓的圣邦股份、思瑞浦、汇顶科技作为可比公司, 龙迅股份未来两年成长速度较快, 且公司所处细分领域国产化率低、产品壁垒高, 国内竞争格局更优 (当前细分领域国内上市公司仅龙迅股份一家公司), 可适当享受部分估值溢价, 对应 2024 年合理市值 PE 区间为 45.0-50.0x。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 51: 可比公司估值一览

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300661.SZ	圣邦股份	546.5	9.6	11.8	14.9	2.7	3.3	4.2	57.0	46.2	36.7
688536.SH	思瑞浦	309.1	2.7	5.9	8.4	2.8	4.9	7.0	115.8	52.4	36.9
603893.SH	瑞芯微	357.2	4.7	7.6	11.1	1.1	1.8	2.7	75.7	47.2	32.1
平均		404.2	5.7	8.4	11.5				82.8	48.6	35.2
688486.SH	龙迅股份	60.2	0.7	1.1	1.7	1.0	1.5	2.4	87.0	57.1	35.9

资料来源: wind 一致预期, 公司公告, 国盛证券研究所 (基于 2023/03/02 收盘价)

风险提示

行业竞争加剧: 芯片设计行业海外巨头公司具有先发优势, 行业垄断性明显。若公司不能打破海外巨头垄断局面, 则会对公司成长形成限制。

新品研发不及预期: IC 设计行业高度重视研发, 有竞争力的新品决定公司市场地位能否维持。若公司不能持续研发新品, 或将丢失新的行业机遇, 致使公司发展受较大影响。

下游需求不及预期: 公司下游应用领域较为分散, 如若下游需求持续疲软, 则会对公司经营产生较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com