

半导体

盛合晶微新股报告：先进封装龙头扬帆起航

盛合晶微是全球领先的集成电路晶圆级先进封测企业，专注 AI 算力芯片封装核心赛道。公司注册资本金 15.1 亿美元，起步于 12 英寸中段硅片加工，提供晶圆级封装（WLP）和芯粒多芯片集成封装等全流程先进封测服务，致力于支持 GPU、CPU、AI 芯片等高性能芯片通过异构集成实现高算力、高带宽、低功耗的全面性能提升。

业绩实现增长，盈利能力大幅改善。2022-2025 年公司营业收入从 16.33 亿元攀升至 65.21 亿元，三年累计增长超 3 倍；归母净利润从亏损 3.29 亿元扭亏为盈，2025 年大幅增至 9.23 亿元。2022-2025 年公司毛利率从 7.3% 提升至 31.0%，净利率由 -20.1% 转正至 14.2%，盈利弹性显著释放。

集成芯片依托芯粒集成实现性能与成本突破，3D Package 通过三维封装提升集成度与性能。集成芯片采用芯粒级半导体集成技术，将预制功能芯粒按需集成，相较传统 SoC，可实现敏捷设计、降低缺陷率与成本、突破单一工艺限制。3D Package 作为新型三维扇出型封装技术，能三维堆叠异质芯片，优化信号与散热、缩小体积，主要用于高端消费电子及 5G 毫米波通信领域。

先进封装行业景气度高涨，国产替代空间广阔。全球芯粒多芯片集成封装市场 2024-2029 年复合增长率预计达 25.8%，中国大陆市场增速持续高于全球。公司 2024 年全球市占率 1.6%，跻身全球前十，彰显国产先进封装厂商在 AI 算力需求驱动下的强劲增长态势。

募投项目夯实产能基础，支撑长期发展。公司 IPO 募集资金主要投向三维多芯片集成封装项目（40 亿元）及超高密度互联三维多芯片集成封装项目（8 亿元），建成后将新增 2 万片/月先进封装产能，巩固技术领先优势。

公司盈利能力在同业中表现突出。尽管业务规模小于长电科技、通富微电、华天科技、甬矽电子等可比公司，但公司 2024 年毛利率达 23.53%，显著高于行业平均的 14.33%，净利率 4.54% 也高于行业均值的 3.36%。这主要得益于其专注中段硅片加工、晶圆级封装及 Chiplet 多芯片集成等高端封测业务，已构建以 2.5D/3D 先进封装为核心的技术平台，为 AI、高性能计算等领域提供先进解决方案，并与多家全球头部芯片设计公司建立了稳定合作，发展前景值得持续关注。

风险提示：地缘政治与出口管制风险；技术研发与知识产权风险；客户集中与经营业绩波动风险；资本开支与募投项目风险等。

证券研究报告

2026 年 04 月 19 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

李双亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1110525120002

lishuangliang@tfzq.com

李泓依

分析师

SAC 执业证书编号：S1110524040006

lihongyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《半导体-行业专题研究:长鑫 IPO 受理驱动产能技术双升级, AI 赋能下本土产业链迎黄金发展期》 2026-01-27
- 2 《半导体-行业专题研究:2025 半导体回顾与展望: AI 重塑增长逻辑, 景气穿越周期》 2025-11-23
- 3 《半导体-行业研究周报:25Q3 半导体业绩总结及展望: AI 驱动业绩高增, 国产替代构筑成长主线》 2025-11-06

内容目录

1. 公司分析.....	3
1.1. 公司简介	3
1.2. 公司财务水平	3
1.3. 公司股权结构	4
2. 行业分析.....	5
3. 公司技术优势.....	8
4. 募投项目	9
4.1. 三维多芯片集成封装项目	9
4.2. 超高密度互联三维多芯片集成封装项目	10
5. 估值对比.....	10
6. 风险提示.....	10

图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司营业收入及增速	3
图 3：公司归母净利润及增速	3
图 4：公司各业务收入（亿元）	4
图 5：公司各业务毛利率.....	4
图 6：公司利润率水平	4
图 7：公司费用率水平	4
图 8：公司股权结构（截止至 2025 年 6 月 30 日）	4
图 9：先进封装发展历程.....	5
图 10：先进封装的技术工艺	6
图 11：芯粒多芯片集成封装的部分代表性技术平台和芯片产品	6
图 12：台积电的 CoWoS 技术	7
图 13：全球先进封装行业市场规模.....	7
图 14：中国大陆先进封装行业市场规模.....	8
图 15：公司主要技术平台的核心技术	9
表 1：2024 年全球前 10 大封测企业排名	8
表 2：公司资金投资方向及使用安排（亿元）	9
表 3：三维多芯片集成封装项目投资概算（亿元）	10
表 4：超高密度互联三维多芯片集成封装项目投资概算（亿元）	10
表 5：可比公司估值情况（截止至 2026 年 4 月 17 日）	10

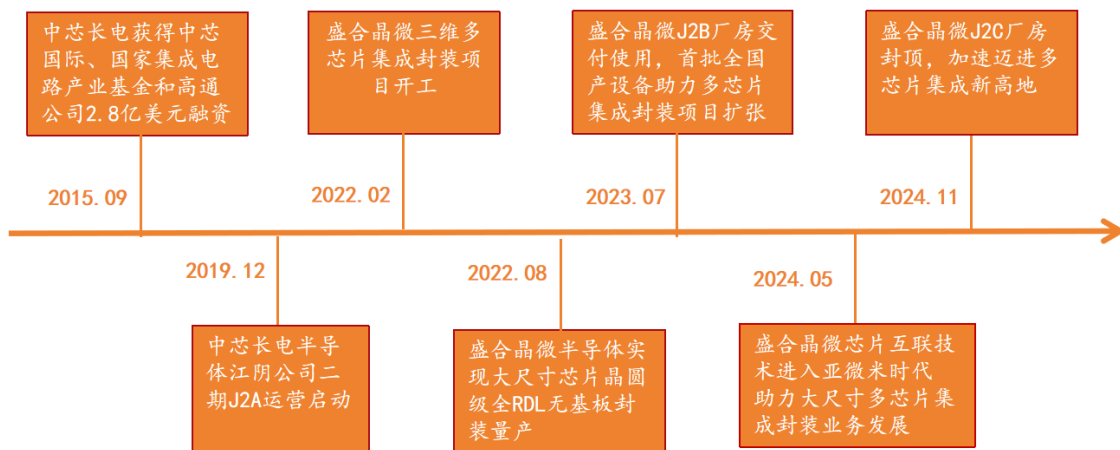
1. 公司分析

1.1. 公司简介

盛合晶微是全球领先的集成电路晶圆级先进封测企业。公司注册资本金 15.1 亿美元，起步于先进的 12 英寸中段硅片加工，并进一步提供晶圆级封装（WLP）和芯粒多芯片集成封装等全流程的先进封测服务，致力于支持各类高性能芯片，尤其是图形处理器（GPU）、中央处理器（CPU）、人工智能芯片等，通过超越摩尔定律（More than Moore）的异构集成方式，实现高算力、高带宽、低功耗等的全面性能提升。

公司技术沉淀深厚，发展势头稳健。2014 年 8 月 19 日，公司注册成立。2015 年中芯长电获得中芯国际、国家集成电路产业基金和美国高通公司 2.8 亿美元融资。2021 年，致力于中段硅片制造和三维芯片集成加工技术的盛合晶微半导体有限公司（原中芯长电半导体有限公司，现已更名）在公司总部召开新一届董事会第一次会议，同年盛合晶微半导体公司 C 轮融资 3 亿美元。2024 年公司荣获“年度 IC 独角兽奖”与“年度知识产权创新奖”两大殊荣。2026 年 3 月 31 日，发布科创板招股公告。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 公司财务水平

盛合晶微实现了营收规模高增、盈利端扭亏为盈并稳步提升。在营收端，公司营业收入从 16.33 亿元快速攀升至 65.21 亿元，2023-2025 年同比增速分别达 86.0%、54.9%、38.6%，虽增速逐年放缓，但始终维持 35% 以上的高增长。在盈利端，归母净利润从 2022 年亏损 3.29 亿元，到 2023 年扭亏为盈 0.34 亿元，再到 2025 年大幅增至 9.23 亿元，2024-2025 年同比增速分别高达 529.4%、331.3%，盈利弹性远超营收增速。

图 2：公司营业收入及增速

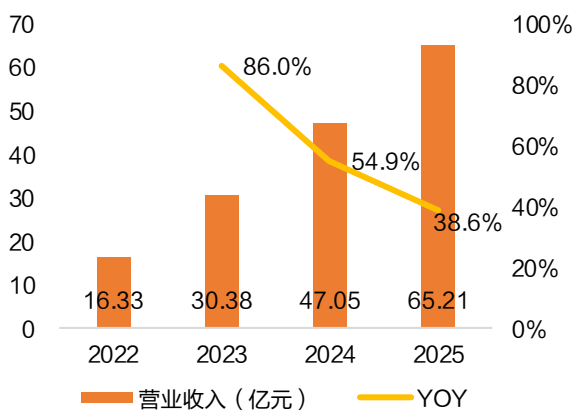
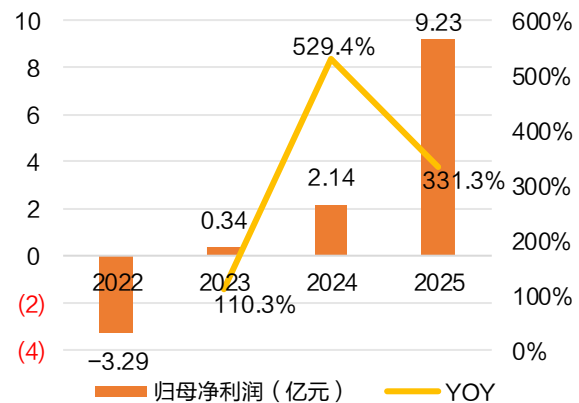


图 3：公司归母净利润及增速

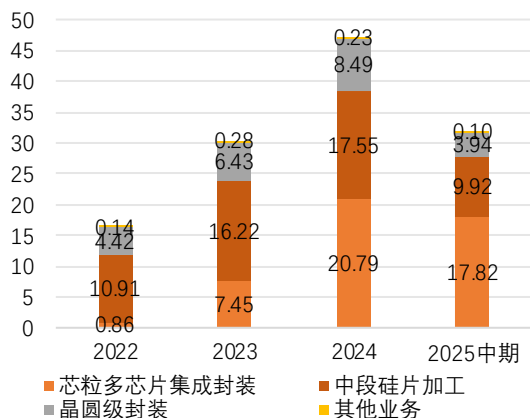


资料来源：iFinD，天风证券研究所

资料来源：iFinD，天风证券研究所

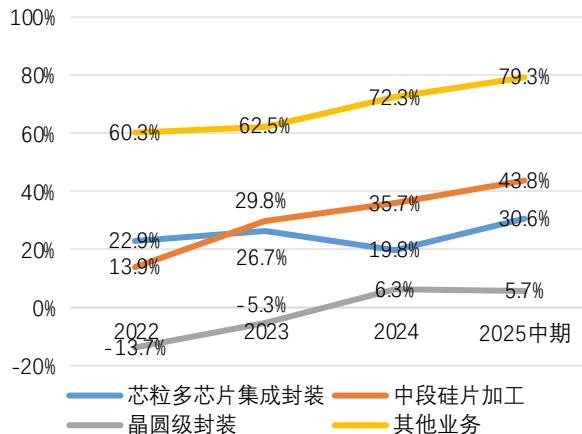
盛合晶微业务结构质量持续优化。在收入端，芯粒多芯片集成封装现已成为第一大收入来源，2025 年中期占比超过 50%，收入 17.82 亿元，成为增长核心引擎；其余业务营收保持稳健。在毛利率端，业务呈现高毛利主导格局：芯粒封装毛利率达 30.63%；中段硅片加工与晶圆级封装毛利率分别提升至 43.8%与 5.69%。

图 4：公司各业务收入（亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

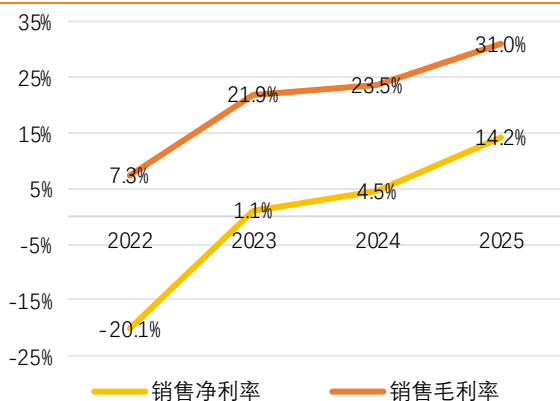
图 5：公司各业务毛利率



资料来源：iFinD，天风证券研究所

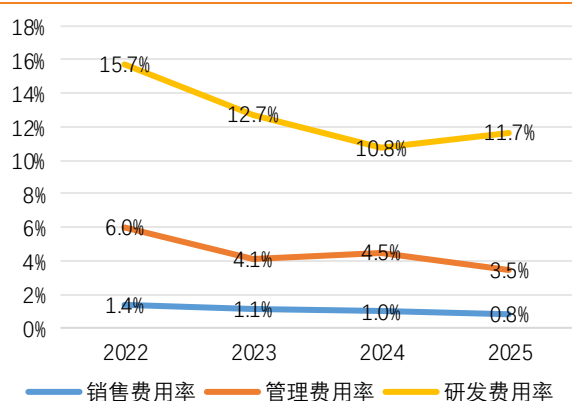
2022-2025 年，盛合晶微盈利与费用管控能力实现稳步提升。在盈利端，销售毛利率从 7.3%大幅攀升至 31.0%，销售净利率由 -20.1%扭亏为盈并提升至 14.2%。在费用端，销售费用率、管理费用率持续下行，分别从 1.4%、6.0%降至 0.8%、3.5%，费用管控成效显著；研发费用率虽从 15.7%回落至 11.7%，但仍维持 10%以上高位，在保障技术迭代的同时，随营收增长实现费率优化。整体来看，公司已形成“盈利高增+费用优化+研发保障”的良性循环，成长质量持续向好。

图 6：公司利润率水平



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 7：公司费用率水平

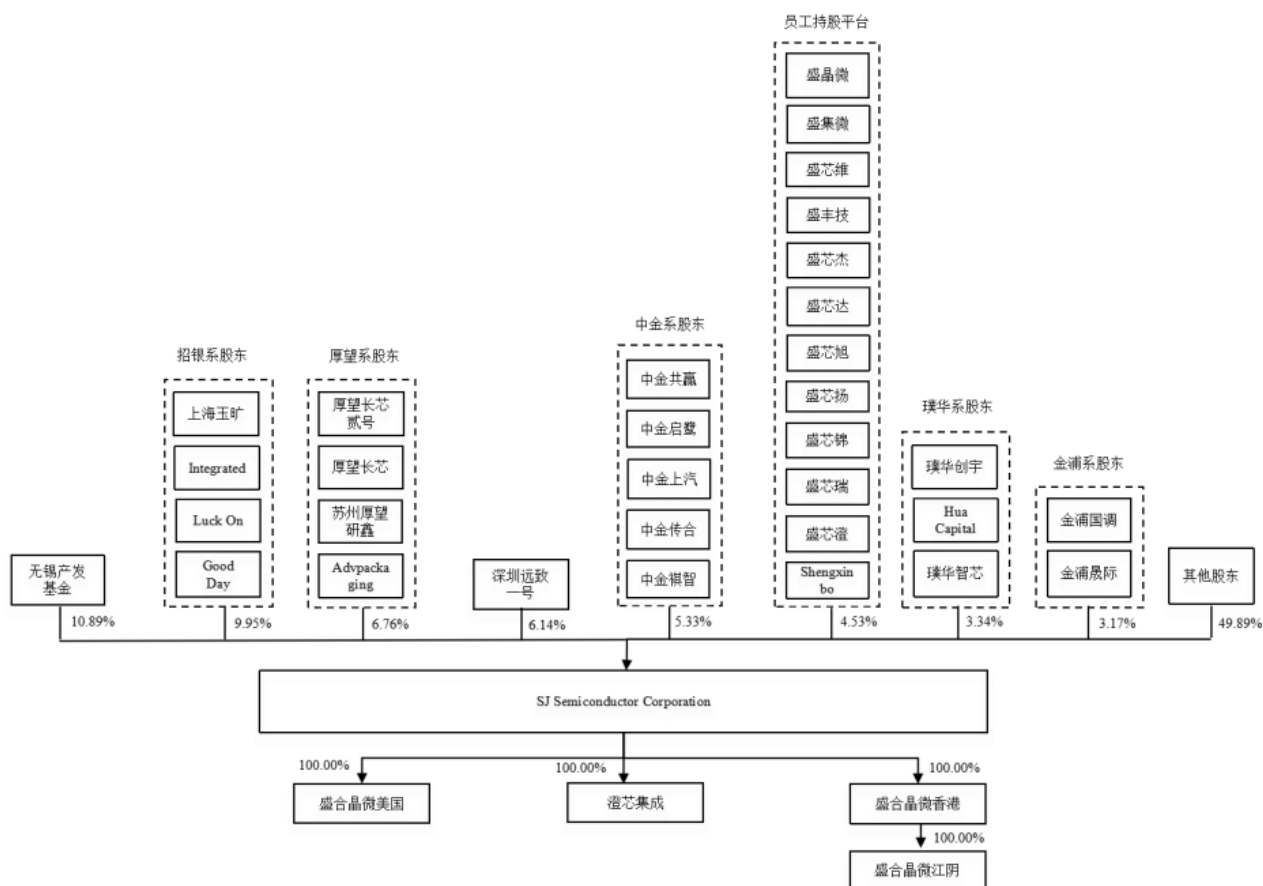


资料来源：iFinD，天风证券研究所

1.3. 公司股权结构

公司股权结构呈现高度分散、无单一实控人。无锡产发基金以 10.89%为第一大股东，招银系、厚望系、中金系等产业与券商资本合计持股超 20%，叠加璞华系、金浦系等专业投资机构，形成“地方国资+产业资本+金融资本”的多元赋能格局。同时，12 家员工持股平台合计持股 4.53%，深度绑定核心技术与管理团队，筑牢人才根基。

图 8：公司股权结构（截止至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2. 行业分析

先进封装正通过“超越摩尔定律”的路径，持续推动集成电路的演进。自 20 世纪 80 年代起，终端应用从家用电器/智能卡逐步演进至个人电脑、功能手机、智能手机，再到当前的高性能计算，对芯片性能的要求持续提升。近年来，随着芯片制程工艺逼近物理极限，其迭代速度明显放缓，半导体产业逐步迈入“后摩尔时代”。过去依靠制程升级实现晶体管密度翻倍和性能提升的传统模式，如今在物理极限与成本激增的双重制约下，已显得后劲不足。在此背景下，异构集成技术成为突破当前瓶颈的关键路径。其核心在于推动前道制造与后道封装从相对独立走向深度融合，推动行业从单纯依赖“延续摩尔定律”（缩小尺寸）向“超越摩尔定律”（通过先进封装实现性能提升）的转变。

图 9：先进封装发展历程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

先进封装是集成电路制造的关键环节。先进封装指通过先进设计理念与集成工艺，对芯片进行封装级重构，从而实现更高功能密度的封装形式。行业通常以电气连接方式作为区分依据：传统封装多采用引线键合，而先进封装则普遍通过凸块等先进互连技术实现电气连接。

图 10：先进封装的技术工艺

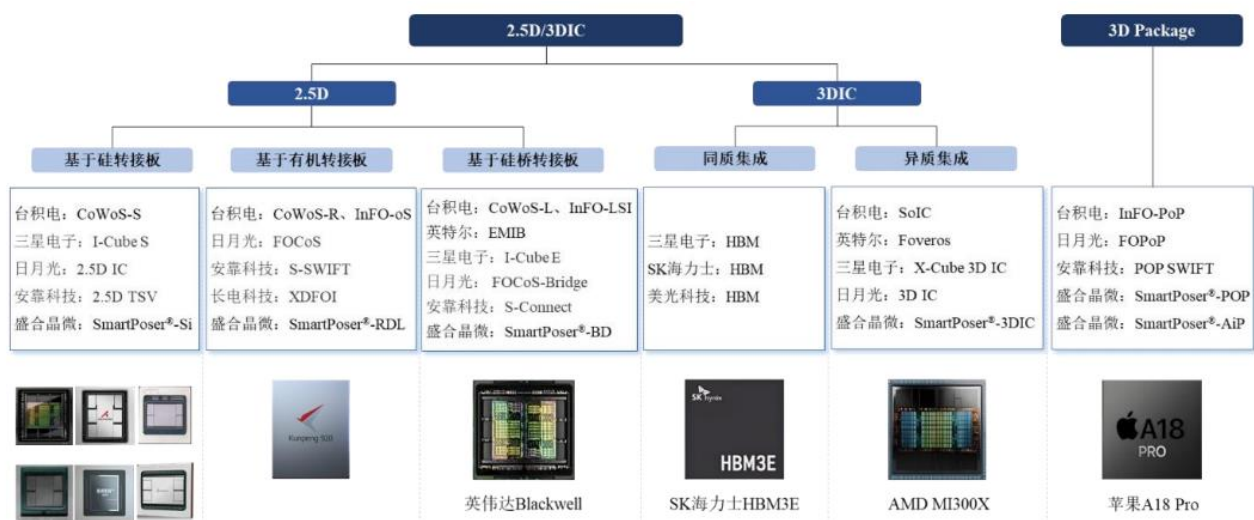
先进封装产业链	工艺	具体信息
中段硅片加工	凸块制造（Bumping）	凸块是用于芯片和基板间高密度电气连接的微型金属结构。Bumping 工艺通过晶圆级加工形成凸块，相比引线焊接，具备更短连接距离、更低延迟、更小尺寸，并支持更高 I/O 密度与更好散热可靠性。
	重布线（RDL）	RDL 是通过光刻、电镀、刻蚀等步骤，在晶圆表面形成金属布线，将芯片边缘的 I/O 接点重新分布至更宽松的区域。可支持更多 I/O 接点，实现平面方向上的电气延伸与互联。
	硅通孔（TSV）	TSV 是一种垂直互连技术，通过深孔刻蚀、薄膜沉积、铜填充等工艺在晶圆内部形成垂直电路路径，实现晶圆间的三维电气连接。该技术主要应用于 2.5D/3D 集成等先进封装领域。
	混合键合（Hybrid bonding）	当凸块间距缩小至约 10 μ m 时，Bumping 工艺接近极限，需用混合键合技术以实现更微细的连接。该技术通过金属键合与氧化硅键合相结合，分别实现电气连接与高精度对准粘附。它也能实现芯片或晶圆间的垂直互连，因此主要应用于 3DIC 等先进封装领域。
	晶圆测试（CP）	晶圆测试指利用自动化设备对晶圆上所有芯片进行电性能测试，包括电压、电流、时序及功能验证，以判断其是否符合设计规格。该环节旨在及早反馈良率、提升研发与制造效率，并控制封装与整体成本。
后段先进封装	倒装封装（FC）	倒装芯片核心特征是将芯片有源区（正面）朝向基板倒置安装，并通过凸块直接实现电气与机械连接。这种结构摒弃了传统引线键合，利用凸块进行短距离互联，典型应用包括 FCCSP、FCBGA 等封装形式。
	晶圆级封装（WLP）	晶圆级封装是一种直接在晶圆上进行封装与测试，再切割成单颗芯片的技术。其核心是利用重布线层工艺对 I/O 接点进行重新布局或水平延伸。根据 RDL 的分布位置，WLP 主要分为两类：1）扇入型（FI-WLP）：RDL 完全位于芯片内部。2）扇出型（FOWLP）：RDL 可延伸至芯片外部区域。
	芯粒多芯片集成封装	芯粒多芯片集成封装是一种可实现多芯片异质/异构集成的高级封装形式，已成为台积电、英特尔、三星等全球领先半导体企业重点布局的领域。该技术按互连介质与方式可分为：1）基板级方案：如多芯片组装（MCM）。2）晶圆级方案：如三维芯片集成（2.5D/3DIC）、三维封装（3D Package）。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

集成芯片是芯粒级的半导体集成技术，其先将晶体管集成制造为特定功能的芯粒（Chiplet），再按照应用需求将芯粒通过半导体制造技术集成制造为芯片。芯粒指预先制造好、具有特定功能、可组合集成的晶片，其功能可包括通用处理器、存储器、图形处理器、加密引擎、网络接口等。此外，相比传统的 SoC 芯片设计，集成芯片还可实现如下突破：一是通过芯粒级的 IP 复用或芯粒预制组合，突破传统 SoC 芯片的设计周期制约，实现芯片产品的敏捷设计；二是通过将一个尺寸大的芯片拆分为多个小尺寸的芯粒，可以更好地控制制造过程，减少制造缺陷率，实现成本上的收益；三是不同芯粒可用不同的工艺制程完成，最优化各个芯粒的制程节点，突破单一工艺的局限。

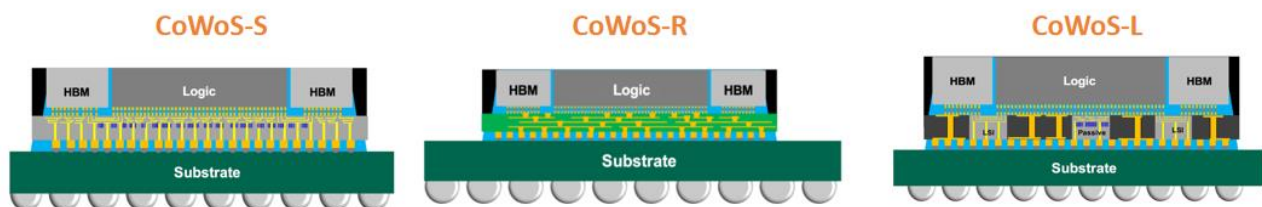
3D Package 是适用于三维多芯片异质集成的新型扇出型封装技术，其综合运用多种规格的重布线、凸块、高铜柱等水平和垂直方向的互联工艺，可以实现多层芯片的三维堆叠整合，缩短了信号传输路径，减少了信号延迟并降低了信号噪声，具备更优良的热传导性，同时大幅减小了封装结构的体积。3D Package 能够异质集成多个有源芯片和无源供电组件等，拥有高集成度、高密度、超薄等优点，主要应用于高端消费电子、5G 毫米波通信等领域。

图 11：芯粒多芯片集成封装的部分代表性技术平台和芯片产品



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

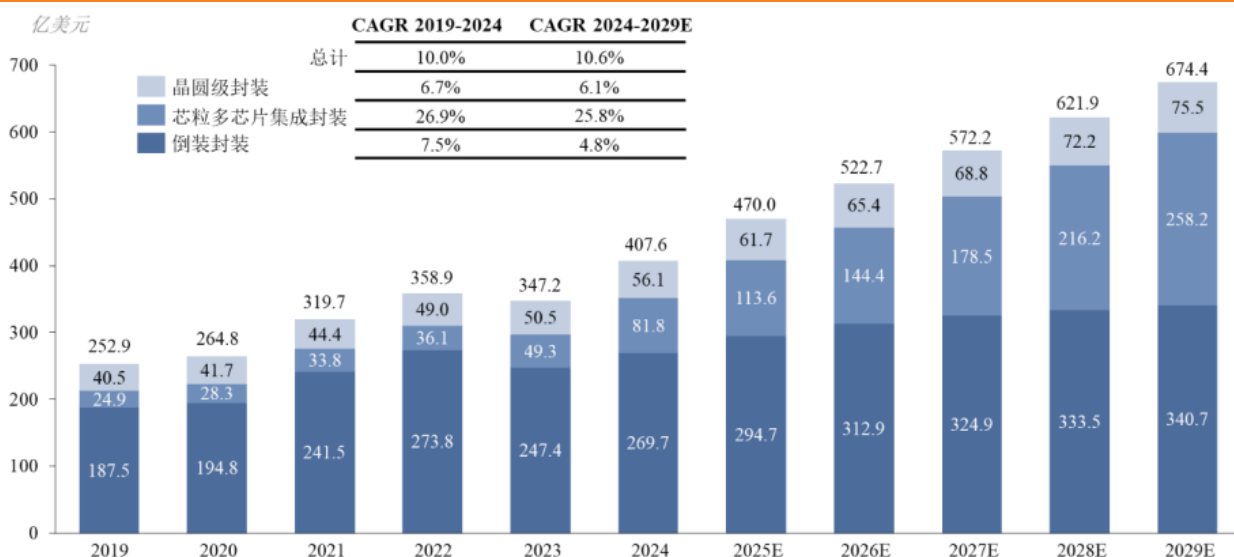
图 12: 台积电的 CoWoS 技术



资料来源: 台积电官网, 天风证券研究所

芯粒多芯片集成封装已成为先进封装行业的核心增长动力。根据 Yole 发布的数据, 2019 年至 2024 年, 其市场规模从 24.9 亿美元增至 81.8 亿美元, 年复合增长率达 26.9%, 增速领跑先进封装领域。在人工智能、数据中心、自动驾驶等高算力需求以及高端消费电子持续发展的推动下, 该技术或将持续增长, 市场规模有望在 2029 年达到 258.2 亿美元, 2024-2029 年复合增长率预计为 25.8%, 持续领先 FC、WLP 等相对成熟的封装技术。

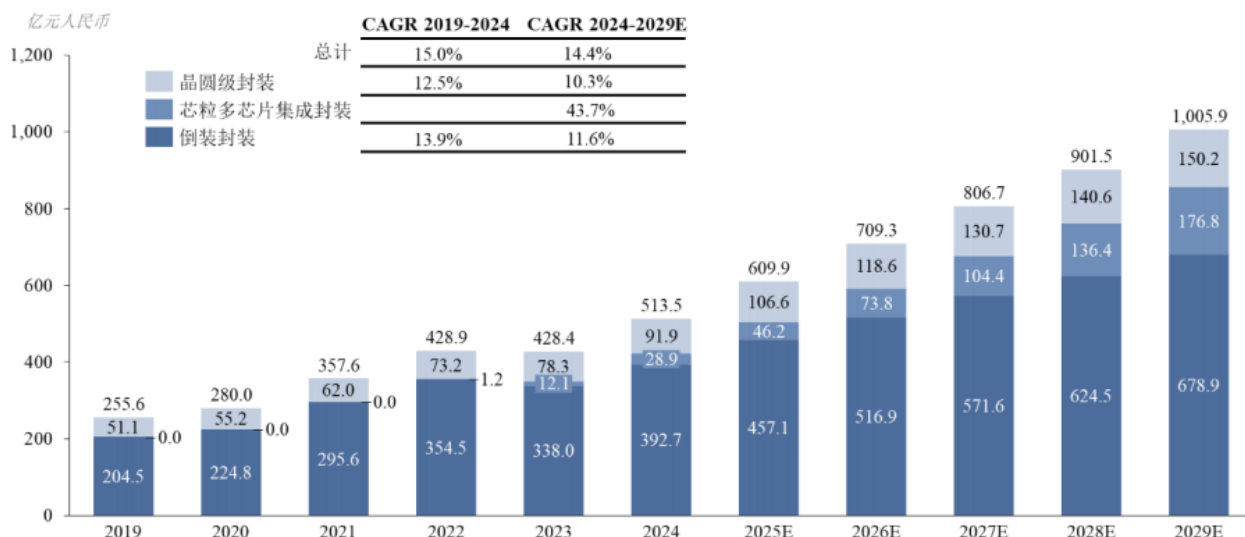
图 13: 全球先进封装行业市场规模



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

中国大陆先进封装市场虽然发展起步晚于全球，但近年来呈现快速追赶态势。在技术结构上，与全球情况相似，FC封装是目前市场规模最大的技术路线，而芯粒多芯片集成封装则成为增长最快的领域。从增长动力看，一方面，中国拥有全球规模最大、增速最快的集成电路消费市场；另一方面，在外部供应受限的背景下，国内高算力芯片的发展更需依靠芯粒多芯片集成封装等先进技术路径突破。因此，中国大陆先进封装市场的整体增速预计或将高于全球平均水平，其中芯粒多芯片集成封装等前沿技术或将迎来高速增长。

图 14：中国大陆先进封装行业市场规模



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

全球封测产业已形成中国台湾地区、中国大陆、美国三足鼎立的格局，产能持续向亚洲区域集中。2024年，日月光以23.7%份额稳居全球第一，安靠科技（15.0%）为美国龙头，长电科技（11.3%）领跑中国大陆厂商，前三合计市占率约50%，行业集中度较高。中国大陆与中国台湾地区厂商占据绝对优势，2024年前十大企业中，中国大陆有长电、通富、华天、盛合晶微4家，中国台湾地区有日月光、力成、京元电子3家，合计市占超50%。其中盛合晶微表现亮眼，份额从2022年0.6%、2023年1.1%提升至2024年1.6%，成功跻身全球前十，彰显国产先进封装厂商在AI算力需求驱动下的强劲增长与国产替代加速态势。

表 1：2024 年全球前 10 大封测企业排名

排名	公司名称	国家/地区	2024 年市场份额	2023 年市场份额	2022 年市场份额
1	日月光	中国台湾地区	23.7%	24.8%	27.7%
2	安靠科技	美国	15.0%	16.2%	16.0%
3	长电科技	中国大陆	11.3%	10.4%	11.2%
4	通富微电	中国大陆	7.8%	7.8%	7.0%
5	力成科技	中国台湾地区	4.9%	5.2%	5.2%
6	华天科技	中国大陆	3.8%	3.2%	3.0%
7	京元电子	中国台湾地区	2.7%	2.6%	2.8%
8	联合科技	新加坡	2.0%	2.0%	1.7%
9	韩亚微	韩国	1.7%	1.4%	1.3%
10	盛合晶微	中国大陆	1.6%	1.1%	0.6%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

3. 公司技术优势

公司的主营业务包括中段硅片加工、晶圆级封装和芯粒多芯片集成封装，基于多年的研发投入和技术积累，公司在上述业务领域均形成了一系列具有自主知识产权核心技术的技术平台。根据公司在关键性能指标方面与同行业领先企业的对比情况，公司多个技术平台的

核心技术达到“国际领先”水平。

图 15：公司主要技术平台的核心技术

主营业务领域	技术平台	技术先进性	所处阶段
中段硅片加工	Bumping	国际领先	大规模量产
	CP	国际领先	大规模量产
晶圆级封装	WLCSP	国际领先	大规模量产
	Enhanced-WLCSP	—	小量试产
芯粒多芯片集成封装	SmartPoser [®] -Si	国际领先	大规模量产
	SmartPoser [®] -RDL	—	小量试产
	SmartPoser [®] -BD	—	已完成全流程验证
	SmartPoser [®] -3DIC-BP	—	小量试产
	SmartPoser [®] -3DIC-HB	—	已完成全流程验证
	SmartPoser [®] -POP / SmartPoser [®] -AiP	国际领先	规模量产 / 已完成全流程验证

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4. 募投项目

本次公开发行股票数量为 25,546.6162 万股，占发行后公司总股本的比例为 13.71%，全部为公开发行新股，公司股东不进行公开发售股份。本次公开发行后公司总股本为 186,277.4097 万股。按本次发行价格 19.68 元/股和 25,546.6162 万股的新股发行数量计算，若本次发行成功，预计发行人募集资金总额 502,757.41 万元，扣除发行费用约 24,897.30 万元（含增值税）后，预计募集资金净额约为 477,860.11 万元（如有尾数差异，为四舍五入所致）。

表 2：公司资金投资方向及使用安排（亿元）

项目名称	总投资额	拟投入募集资金
三维多芯片集成封装项目	84.00	40.00
超高密度互联三维多芯片集成封装项目	30.00	8.00
合计	114.00	48.00

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

4.1. 三维多芯片集成封装项目

三维多芯片集成封装项目：计划在公司现有厂区内新建生产厂房，同时购置相关设备，形成 2.5D、3D Package 等多个芯粒多芯片集成封装技术平台的规模产能，并补充配套的 Bumping 产能。本项目建成达产后，将新增 1.6 万片/月的三维多芯片集成封装产能和 8 万片/月的 Bumping 产能。本项目建设期为 3 年。

表 3：三维多芯片集成封装项目投资概算（亿元）

项目	投资金额	比例
建筑工程费	4.60	5.48%
设备购置费	75.15	89.47%
工程建设及其他费用	0.13	0.15%
预备费	0.32	0.38%
铺底流动资金	3.80	4.52%
合计	84.00	100%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

4.2. 超高密度互联三维多芯片集成封装项目

超高密度互联三维多芯片集成封装项目：计划在公司现有厂区内新增生产厂房、研发车间及配套设施等建筑结构，同时购置相关设备，形成 3DIC 技术平台的规模产能。本项目建成达产后，将新增 4,000 片/月的超高密度互联三维多芯片集成封装产能。本项目建设期为 3 年。

表 4：超高密度互联三维多芯片集成封装项目投资概算（亿元）

项目	投资金额	比例
工程建设及其他费用	6.00	20%
设备购置费	24.00	80%
合计	30.00	100%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

5. 估值对比

从营业收入和净利润来看，公司整体业务规模相对较小，主要是由于同行业可比公司均已上市，能够借助资本力量推动业务规模扩张实现长期稳定发展；从毛利率水平来看，公司显著高于可比公司均值，在可比公司中处于领先水平；从净利率水平来看，公司高于可比公司均值，在可比公司中处于中上水平。公司专业从事中段硅片加工、晶圆级封装及芯粒多芯片集成封装等先进封测业务，且在芯粒多芯片集成封装领域，公司已经取得了重要的科技成果，开发出多个自有知识产权的 2.5D/3DIC 技术平台和 3D Package 技术平台，已与境内外多家领先芯片设计企业及晶圆制造企业建立了稳定的合作关系。

表 5：可比公司估值情况（截止至 2026 年 4 月 17 日）

证券简称	证券代码	2024 年营业收入（亿元）	2024 年归母净利润（亿元）	2024 年销售毛利率（%）	2024 年销售净利率（%）	PE（ttm）	总市值（亿元）
长电科技	600584.SH	359.62	16.10	13.06	4.48	50.28	786.98
通富微电	002156.SZ	238.82	6.78	14.84	3.31	60.00	731.18
华天科技	002185.SZ	144.62	6.16	12.07	4.56	58.57	416.13
甬矽电子	688362.SH	36.09	0.66	17.33	1.09	227.29	197.86
可比公司均值		194.79	7.43	14.33	3.36	99.04	533.04
盛合晶微	688820.SH	47.05	2.14	23.53	4.54		

资料来源：iFind，天风证券研究所（表格 PE 数据基于 iFind 一致预期）

6. 风险提示

地缘政治与出口管制风险

公司面临被列入美国《出口管制条例》实体清单、相关限制政策升级的风险，叠加国际贸易摩擦与地缘政治冲突，可能对供应链、生产经营及业务开展造成重大不利影响。

技术研发与知识产权风险

行业技术迭代较快，存在技术研发及产业化不及预期、核心研发人员流失、技术泄密及知

识产权纠纷等风险，将直接影响公司核心竞争力与持续创新能力。

客户集中与经营业绩波动风险

公司客户集中度较高且第一大客户占比较大，叠加下游行业需求随宏观经济波动、市场竞争加剧，易导致经营业绩出现较大波动，盈利稳定性承压。

资本开支与募投项目风险

先进封测业务固定资产投资规模大，募投项目存在新增产能消化不足、折旧费用大幅上升等问题，可能对公司短期及中长期盈利能力产生不利影响。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com