

垂直整合深化， 组装开启成长新周期

华泰研究

2021年2月08日 | 中国内地

公告点评

科技/电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

42.30

研究员

SAC No. S0570518080001
SFC No. BPX762

胡剑

hujian@htsc.com
+86-21-28972072

研究员

SAC No. S0570519060003
SFC No. BKS183

刘叶

liuye@htsc.com
+86-21-38476703

联系人

SAC No. S0570120090023

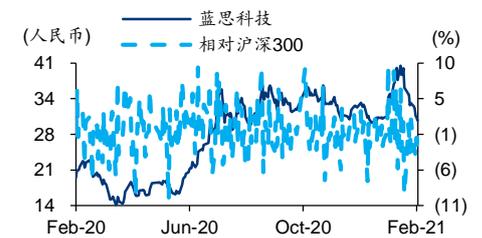
李梓澎

lizipeng@htsc.com

基本数据

| | |
|------------------|-------------|
| 目标价(人民币) | 42.30 |
| 收盘价(人民币 截至2月5日) | 30.12 |
| 市值(人民币百万) | 149,801 |
| 6个月平均日成交额(人民币百万) | 2,469 |
| 52周价格范围(人民币) | 14.15-40.51 |
| BVPS(人民币) | 5.19 |

股价走势图



资料来源: Wind

拟投资 30 亿元建设 1 亿台智能终端组装年产能，垂直整合战略全面深化
2月7日蓝思发布公告：1) 拟以自有资金或借款的方式投建“智能终端设备智造一期”项目，预计总投资 30 亿元，达产后有望实现年加工组装智能终端产品至少 1 亿台，且目前已获得了部分智能手机客户的整机组装订单，并与智能穿戴、平板电脑、汽车电子、医疗设备等领域客户达成了较强的合作意向；2) 此前 99 亿元收购的可胜（泰州）、可利（泰州）正式更名为蓝思旺精密、蓝思精密。我们看好蓝思在玻璃、蓝宝石、精密陶瓷、精密金属多材料技术储备基础上拓展金属结构件、整机组装业务带来的业绩弹性，预计蓝思 20/21/22 年 EPS 为 1.01/1.41/1.64 元，目标价 42.3 元，维持买入。

拓展金属业务并扩建组装产线完善垂直整合，平台型龙头开启成长新周期
据公司公告(2021-001)，蓝思已于 20 年 12 月 31 日完成收购可胜（泰州）、可利（泰州）各 100% 的股权交割，并开始纳入报表合并。通过本次收购，我们认为蓝思有望在其现有客户资源及产品布局的基础上，进阶拓展从铝合金到不锈钢等多类金属产品的应用，并逐步从手机向智能穿戴、平板、笔电、汽车电子等多领域延伸，强化业务成长持续性。而本次投建的 1 亿台智能终端组装年产能，将成为蓝思完善其从材料、结构件、模组到组装一站式服务能力，打造平台型企业的重要举措，有望全面提升竞争力、开启成长新周期。

手机、平板、可穿戴及汽车电子多领域量价齐升，4Q20 净利创历史新高
据 1 月 29 日业绩预告，蓝思预计 20 年实现归母净利润 48.8~50.6 亿元(YoY: 98%~105%)；对应 4Q20 归母净利润 14.6~16.3 亿元(YoY: 7%~20%)，创单季历史新高。利润高速增长主因：1) 在 20 年苹果手机全球出货量同比增长 7.9%至 2.06 亿部的基础上，蓝思凭借疫情后稳定批量的交付能力提升中高端产品供应份额，且 iPhone 12 系列引入的升级版超瓷晶玻璃亦提高了单机价值量；2) 在需求旺盛的可穿戴、平板、汽车电子等多终端打造从材料、模组到组装的一站式服务，通过提高材料自制比例实现量价齐升以提振营收；3) 智能化管理及自动化生产显著提升经营效率，带动盈利能力提升。

目标价 42.3 元，维持买入评级

结合蓝思外延收购、垂直整合策略下手机、平板、智能穿戴、汽车电子等领域终端需求旺盛、供应链份额提升、单机价值量提升带来的利润增量，我们将 20/21/22 年归母净利润从 42.6/51.2/57.8 亿元上调至 50.0/70.3/81.3 亿元。参考 Wind 一致预期可比公司 21 年 PE 均值 26.4x，考虑到蓝思在消费电子、汽车电子多领域横向拓展、垂直整合带来的业绩弹性，给予蓝思 30x 21 年预期 PE，目标价 42.3 元（前值：42.74~44.68 元），维持买入评级。

风险提示：疫情反复 3C 产品需求下滑；外观件升级的新品渗透不及预期。

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(人民币百万) | 27,717 | 30,258 | 41,898 | 59,153 | 71,051 |
| +/-% | 16.94 | 9.16 | 38.47 | 41.18 | 20.11 |
| 归属母公司净利润(人民币百万) | 637.01 | 2,469 | 5,000 | 7,026 | 8,134 |
| +/-% | (68.88) | 287.56 | 102.53 | 40.52 | 15.77 |
| EPS(人民币，最新摊薄) | 0.13 | 0.50 | 1.01 | 1.41 | 1.64 |
| ROE(%) | 3.51 | 10.83 | 17.08 | 12.54 | 10.47 |
| PE(倍) | 283.41 | 73.13 | 36.11 | 25.70 | 22.19 |
| PB(倍) | 11.20 | 8.17 | 6.19 | 3.22 | 2.32 |
| EV EBITDA(倍) | 46.11 | 27.90 | 18.85 | 13.55 | 11.51 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

据公司公告(2021-001),蓝思已于20年12月31日完成收购可胜(泰州)、可利(泰州)各100%的股权交割,并开始纳入报表合并。据公司公告(2020-057),2019/1Q20可胜(泰州)、可利(泰州)合计实现营收82.0/20.9亿元,营业利润7.0/4.2亿元,净利润0.9/2.0亿元,对应营业利润率为8.5%/19.9%,净利率为1.1%/9.3%。其中1Q20净利率大幅提升主因下游需求增加,产能利用率提升,与蓝思2019/1H20营业利润率(9.3%/15.4%)以及净利率(8.2%/13.2%)水平较为接近。随着下游需求持续增加,考虑到蓝思收购后基于垂直整合带来的资源协同效应,我们认为可胜(泰州)、可利(泰州)并表将正向提振蓝思营收,并使得公司的盈利水平得以保持并逐步优化。

图表1: 可胜(泰州)、可利(泰州)财务数据

| | 可胜(泰州) | | 可利(泰州) | | 合计 | |
|----------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 1Q20 | 2019A | 1Q20 | 2019A | 1Q20 |
| 营业收入(亿元) | 54.8 | 11.8 | 27.1 | 9.1 | 82.0 | 20.9 |
| 营业成本(亿元) | 49.7 | 10.2 | 25.3 | 6.5 | 75.0 | 16.7 |
| 营业利润(亿元) | 5.1 | 1.6 | 1.9 | 2.6 | 7.0 | 4.2 |
| 营业利润率 | 9.4% | 13.2% | 6.9% | 28.7% | 8.5% | 19.9% |
| 净利润(亿元) | 0.5 | 0.3 | 0.4 | 1.6 | 0.9 | 2.0 |
| 净利率 | 1.0% | 2.8% | 1.4% | 17.8% | 1.1% | 9.3% |

资料来源:公司公告(2020-057),华泰研究

作为业界领先的智能手机金属机壳领导厂商,我们认为苹果iPhone 12 Pro系列重新引入不锈钢金属中框将对可胜(泰州)、可利(泰州)2020/2021年业绩形成有效支撑,而蓝思结合其已有的客户资源和产品布局,有望通过拓展下游应用至智能穿戴、平板、汽车电子等领域以实现营收持续增长。我们将可胜(泰州)、可利(泰州)并入新材料及金属业务领域,并上调蓝思20/21/22年新材料及金属收入1.6%/163.4%/182.5%至49.3/153.5/181.1亿元。

同时,考虑到全球手机市场竞争格局变化之际苹果出货量提升空间(IDC:20年苹果出货量逆势同比增长7.9%至2.06亿部)、iPhone 12系列超瓷晶玻璃引入提高单机价值量、蓝思批量稳定供货能力带来的供应链份额提升以及智能手表终端持续渗透、出货量增长带来的防护玻璃需求增加,我们将20/21/22年中小尺寸防护玻璃营收上调9.6%/6.9%/12.8%至303.6/355.1/431.0亿元。基于平板、笔电等终端出货量的增长以及车载显示大屏、多屏趋势下大尺寸防护玻璃的需求增量,将20/21/22年大尺寸防护玻璃营收上调0.7%/8.5%/16.4%至63.0/78.1/92.2亿元。

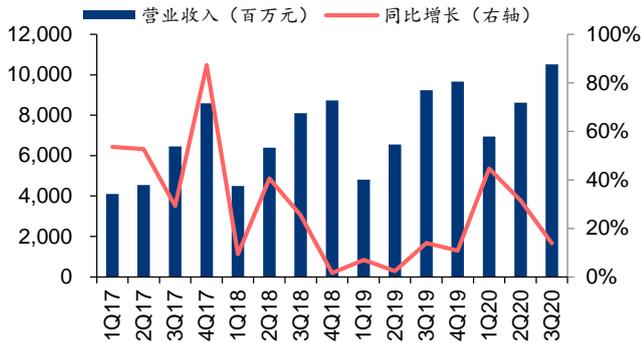
综上,我们将蓝思20/21/22年营收上调6.7%/27.7%/35.1%至419.0/591.5/710.5亿元,认为可胜(泰州)、可利(泰州)并表后将在资源协同效应驱动下与蓝思金属及新材料盈利能力保持一致,因此维持各业务毛利率水平不变,但毛利率因产品结构变化增加1.6pct/1.2pct/0.7pct至28.0%/27.9%/27.4%。由此,我们得到归母净利润50.0/70.3/81.3亿元,较前值增加17.4%/37.2%/40.6%。

图表2: 蓝思盈利预测调整详情

| | 2020E | | | 2021E | | | 2022E | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 旧 | 新 | 变化 | 旧 | 新 | 变化 | 旧 | 新 | 变化 |
| 营业收入 | 39,259 | 41,898 | 6.7% | 46,305 | 59,153 | 27.7% | 52,596 | 71,051 | 35.1% |
| 中小尺寸防护玻璃 | 27,697 | 30,357 | 9.6% | 33,237 | 35,514 | 6.9% | 38,222 | 43,096 | 12.8% |
| 大尺寸防护玻璃 | 6,260 | 6,301 | 0.7% | 7,199 | 7,812 | 8.5% | 7,919 | 9,215 | 16.4% |
| 新材料及金属 | 4,856 | 4,932 | 1.6% | 5,827 | 15,347 | 163.4% | 6,410 | 18,110 | 182.5% |
| 毛利率 | 26.4% | 28.0% | 1.6pct | 26.7% | 27.9% | 1.2pct | 26.7% | 27.4% | 0.7pct |
| 中小尺寸防护玻璃 | 28.6% | 28.6% | 0pct | 28.6% | 28.6% | 0pct | 28.6% | 28.6% | 0pct |
| 大尺寸防护玻璃 | 25.7% | 25.7% | 0pct | 26.2% | 26.2% | 0pct | 26.2% | 26.2% | 0pct |
| 新材料及金属 | 26.6% | 26.6% | 0pct | 26.6% | 26.6% | 0pct | 26.6% | 26.6% | 0pct |
| 期间费用率 | 13.6% | 13.8% | 0.2pct | 13.4% | 13.5% | 0.1pct | 13.3% | 13.4% | 0.1pct |
| 营业利润 | 5,014 | 5,890 | 17.5% | 6,030 | 8,280 | 37.3% | 6,814 | 9,589 | 40.7% |
| 归母净利润 | 4,258 | 5,000 | 17.4% | 5,120 | 7,026 | 37.2% | 5,784 | 8,134 | 40.6% |
| EPS | 0.97 | 1.01 | 3.5% | 1.17 | 1.41 | 21.0% | 1.32 | 1.64 | 24.0% |

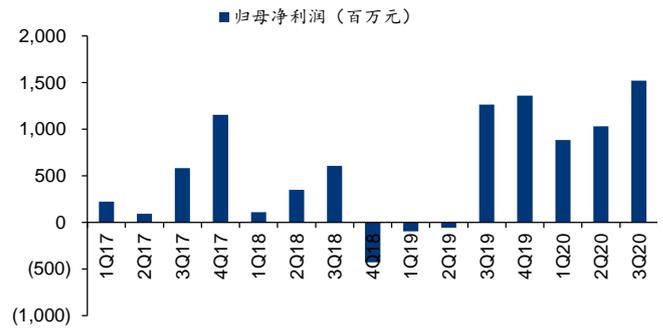
资料来源:华泰研究预测

图表3: 蓝思单季营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 蓝思单季归母净利润



资料来源: Wind, 华泰研究

受近期市场风险偏好降低影响, 消费电子板块估值中枢有所下移。我们参考 Wind 一致预期可比公司 21 年 PE 均值 26.4x, 考虑到蓝思在消费电子、汽车电子多领域横向拓展、垂直整合带来的业绩弹性, 给予蓝思 30x 21 年预期 PE, 目标价 42.3 元 (前值: 42.74~44.68 元), 维持买入评级。

图表5: Wind 一致预期下蓝思可比公司估值表 (截至 2021 年 2 月 5 日)

| 公司名称 | 股票代码 | 收盘价 (人民币元) | 总市值 (人民币亿元) | PE | | EPS (元) | |
|------|-----------|---------------|----------------|-------|-------|---------|-------|
| | | | | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E |
| 立讯精密 | 002475 CH | 49.52 | 3,477.6 | 34.3 | 26.6 | 1.44 | 1.87 |
| 歌尔股份 | 002241 CH | 31.91 | 1,065.4 | 26.1 | 20.0 | 1.22 | 1.60 |
| 水晶光电 | 002273 CH | 10.30 | 125.4 | 18.6 | 15.3 | 0.55 | 0.67 |
| - | - | - | - | 26.4 | 20.6 | 1.07 | 1.38 |

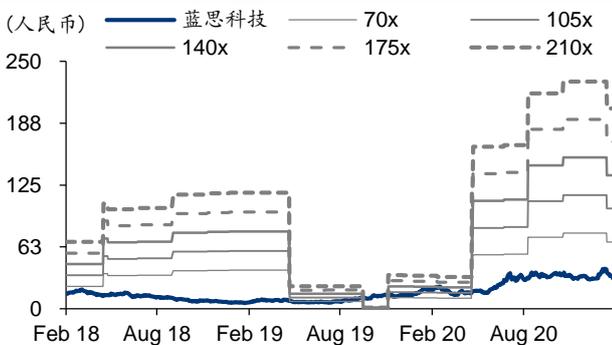
资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

疫情反复致 3C 产品需求下滑的风险。 尽管当前国内疫情已经基本得到有效控制, 但美国、欧洲等地疫情蔓延仍然给全球终端需求带来较大不确定性, 蓝思的视窗防护类产品广泛应用于手机、电脑、可穿戴设备点消费电子产品, 或面临终端需求下滑订单不及预期的风险。

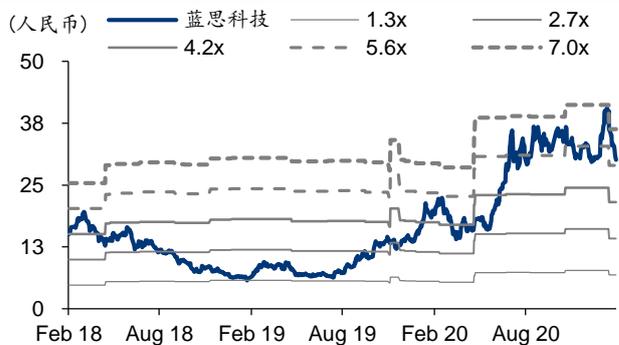
外观件升级的新品渗透不及预期。 在宏观经济增速下行的背景下, 消费者对 3C 电子产品的消费意愿可能会受到一定程度的遏制, 产品选购标准趋严或导致新品终端渗透率不及预期。

图表6: 蓝思科技 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 蓝思科技 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 14,397 | 16,630 | 23,851 | 37,826 | 45,511 |
| 现金 | 4,497 | 5,666 | 6,851 | 16,061 | 20,984 |
| 应收账款 | 6,180 | 6,769 | 11,161 | 14,154 | 16,253 |
| 其他应收账款 | 51.12 | 48.44 | 89.43 | 105.22 | 128.57 |
| 预付账款 | 30.52 | 35.27 | 55.83 | 72.78 | 81.70 |
| 存货 | 2,760 | 3,212 | 4,748 | 6,515 | 7,104 |
| 其他流动资产 | 878.53 | 899.06 | 946.18 | 918.47 | 959.57 |
| 非流动资产 | 28,743 | 30,398 | 32,857 | 34,645 | 35,398 |
| 长期投资 | 34.22 | 42.06 | 59.20 | 76.35 | 93.50 |
| 固定投资 | 22,730 | 23,992 | 26,031 | 27,382 | 27,672 |
| 无形资产 | 2,599 | 2,938 | 3,312 | 3,696 | 4,085 |
| 其他非流动资产 | 3,380 | 3,426 | 3,456 | 3,490 | 3,548 |
| 资产总计 | 43,140 | 47,029 | 56,708 | 72,470 | 80,909 |
| 流动负债 | 19,993 | 19,008 | 23,799 | 28,170 | 30,405 |
| 短期借款 | 9,575 | 8,259 | 8,259 | 8,259 | 8,259 |
| 应付账款 | 7,032 | 7,894 | 11,999 | 16,148 | 17,888 |
| 其他流动负债 | 3,386 | 2,855 | 3,540 | 3,763 | 4,258 |
| 非流动负债 | 6,060 | 5,583 | 5,131 | 4,400 | 3,670 |
| 长期借款 | 5,257 | 3,373 | 2,921 | 2,191 | 1,460 |
| 其他非流动负债 | 802.46 | 2,210 | 2,210 | 2,210 | 2,210 |
| 负债合计 | 26,053 | 24,591 | 28,929 | 32,570 | 34,076 |
| 少数股东权益 | 32.37 | 78.10 | 129.07 | 200.04 | 282.20 |
| 股本 | 3,927 | 4,251 | 4,384 | 4,973 | 4,973 |
| 资本公积 | 1,796 | 5,029 | 6,283 | 11,849 | 11,849 |
| 留存公积 | 10,280 | 12,651 | 16,559 | 22,360 | 29,280 |
| 归属母公司股东权益 | 17,055 | 22,359 | 27,650 | 39,700 | 46,551 |
| 负债和股东权益 | 43,140 | 47,029 | 56,708 | 72,470 | 80,909 |

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 4,873 | 7,251 | 6,853 | 10,095 | 11,456 |
| 净利润 | 600.60 | 2,429 | 5,051 | 7,097 | 8,216 |
| 折旧摊销 | 2,152 | 2,709 | 2,544 | 2,952 | 3,317 |
| 财务费用 | 613.75 | 705.94 | 428.98 | 457.65 | 469.17 |
| 投资损失 | 21.38 | (12.25) | (12.25) | (12.25) | (12.25) |
| 营运资金变动 | (55.58) | 801.67 | (1,148) | (393.68) | (525.96) |
| 其他经营现金 | 1,541 | 616.45 | (11.75) | (5.87) | (8.81) |
| 投资活动现金 | (9,201) | (4,463) | (4,979) | (4,721) | (4,050) |
| 资本支出 | 9,094 | 4,521 | 4,986 | 4,722 | 4,054 |
| 长期投资 | (96.59) | 0.00 | (17.15) | (17.15) | (17.15) |
| 其他投资现金 | (203.82) | 57.84 | (10.29) | (16.17) | (13.23) |
| 筹资活动现金 | 2,809 | (1,820) | (689.18) | 3,837 | (2,483) |
| 短期借款 | 5,400 | (1,316) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | (1,467) | (1,884) | (452.46) | (730.23) | (730.23) |
| 普通股增加 | 1,298 | 324.22 | 132.84 | 589.62 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (1,357) | 3,233 | 1,254 | 5,566 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (1,065) | (2,177) | (1,624) | (1,589) | (1,752) |
| 现金净增加额 | (1,260) | 1,040 | 1,185 | 9,210 | 4,923 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 27,717 | 30,258 | 41,898 | 59,153 | 71,051 |
| 营业成本 | 21,445 | 22,629 | 30,159 | 42,671 | 51,599 |
| 营业税金及附加 | 230.39 | 286.13 | 340.37 | 480.55 | 577.21 |
| 营业费用 | 557.27 | 438.52 | 418.98 | 591.53 | 710.51 |
| 管理费用 | 2,031 | 1,802 | 2,723 | 3,845 | 4,618 |
| 财务费用 | 613.75 | 705.94 | 428.98 | 457.65 | 469.17 |
| 资产减值损失 | (832.72) | (408.44) | (259.52) | (285.47) | (328.29) |
| 公允价值变动收益 | 23.50 | 0.00 | 11.75 | 5.87 | 8.81 |
| 投资净收益 | (21.38) | 12.25 | 12.25 | 12.25 | 12.25 |
| 营业利润 | 1,116 | 2,823 | 5,890 | 8,280 | 9,589 |
| 营业外收入 | 36.18 | 41.32 | 38.75 | 40.03 | 39.39 |
| 营业外支出 | 226.85 | 24.97 | 24.97 | 24.97 | 24.97 |
| 利润总额 | 925.78 | 2,839 | 5,904 | 8,295 | 9,604 |
| 所得税 | 325.18 | 410.14 | 852.78 | 1,198 | 1,387 |
| 净利润 | 600.60 | 2,429 | 5,051 | 7,097 | 8,216 |
| 少数股东损益 | (36.40) | (39.48) | 50.97 | 70.97 | 82.16 |
| 归属母公司净利润 | 637.01 | 2,469 | 5,000 | 7,026 | 8,134 |
| EBITDA | 3,721 | 6,028 | 8,835 | 11,558 | 13,130 |
| EPS (人民币, 基本) | 0.13 | 0.50 | 1.01 | 1.41 | 1.64 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 16.94 | 9.16 | 38.47 | 41.18 | 20.11 |
| 营业利润 | (54.57) | 152.87 | 108.64 | 40.58 | 15.81 |
| 归属母公司净利润 | (68.88) | 287.56 | 102.53 | 40.52 | 15.77 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 22.63 | 25.21 | 28.02 | 27.86 | 27.38 |
| 净利率 | 2.30 | 8.16 | 11.93 | 11.88 | 11.45 |
| ROE | 3.51 | 10.83 | 17.08 | 12.54 | 10.47 |
| ROIC | 3.63 | 9.34 | 15.07 | 13.97 | 12.20 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 60.39 | 52.29 | 51.01 | 44.94 | 42.12 |
| 净负债比率 (%) | 72.45 | 39.99 | 24.47 | (4.77) | (10.65) |
| 流动比率 | 0.72 | 0.87 | 1.00 | 1.34 | 1.50 |
| 流动比率 | 0.54 | 0.66 | 0.76 | 1.08 | 1.23 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.67 | 0.81 | 0.92 | 0.93 |
| 应收账款周转率 | 4.62 | 4.66 | 4.66 | 4.66 | 4.66 |
| 应付账款周转率 | 3.31 | 2.95 | 2.95 | 2.95 | 2.95 |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.13 | 0.50 | 1.01 | 1.41 | 1.64 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.83 | 1.15 | 1.38 | 2.03 | 2.30 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.24 | 4.44 | 5.87 | 11.29 | 15.66 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 283.41 | 73.13 | 36.11 | 25.70 | 22.19 |
| PB (倍) | 11.20 | 8.17 | 6.19 | 3.22 | 2.32 |
| EV EBITDA (倍) | 46.11 | 27.90 | 18.85 | 13.55 | 11.51 |

免责声明

分析师声明

本人，胡剑、刘叶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：蓝思科技（300433 CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 蓝思科技（300433 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 蓝思科技（300433 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司