

➤ **蓝思科技：打造电子行业精密制造平台型企业。**作为消费电子玻璃盖板龙头，公司消费电子业务垂直整合，纵向以组装业务为抓手，拓展上游玻璃、金属结构件及模组产品，横向拓展新能源等领域。公司以技术创新为核心驱动力，主营业务持续改善，消费电子基本盘业务稳健增长，2023年智能手机与电脑类业务实现营收449.01亿元，YOY+17.50%，占比82.40%；新能源汽车及智能座舱类实现营业收入49.98亿元，YOY+39.47%，开拓长期成长空间。

➤ **消费电子：玻璃+金属+组装，迈入新成长周期。**全球智能手机市场呈现复苏态势，玻璃盖板工艺和价值量持续提升。公司掌握玻璃盖板核心技术，玻璃盖板在国内占据主导地位，与苹果、三星、小米等国内外知名品牌深度合作。公司消费电子基本盘持续开疆拓土，横向拓展陶瓷、蓝宝石等新材料以及触控传感器项目，纵向拓展下游组装业务，良率已超过行业平均水平，得到客户高度认可，取得良好盈利表现，同时拓展上游材料，实现主要辅料辅具内部高比例自供与配套。2020年8月，公司以现金约93亿元人民币收购可胜泰州和可利泰州并于2021年成立蓝思精密（泰州）有限公司，切入大客户金属结构件体系并持续导入国内外优质客户。此外，公司持续加大研发投入，推动技术创新和专利积累，2023年公司研发投入为23.17亿元，同比增加10.1%。截至2023年，公司已获得专利授权2231件，涵盖加工工艺、产品检测、设备开发、新型材料等多个领域。

➤ **新能源：汽车业务多点开花。**汽车智能化趋势助力车载屏幕种类增加，包括仪表盘、中控显示屏、流媒体后视镜，透明A柱、虚拟后视镜、副驾驶娱乐显示屏以及后座娱乐屏。智能座舱市场空间扩大，带动车载显示屏市场规模持续增长，Omdia预计车载显示屏市场到2030年将达到2.38亿片。公司深入拓展汽车玻璃产品及其他车载产品，并拓展充电桩、动力电池精密金属结构件等，汽车业务增长迅速。2023年，公司新能源汽车与智能座舱类业务实现营业收入49.98亿元，占公司总营收9.2%，同比增长39.47%，毛利率15.47%；公司已经与超过30家国内外新能源及传统豪华汽车品牌建立合作关系，覆盖技术研发到产品供货全链条。

➤ **投资建议：**预计公司24-26年营收分别为660.39/775.62/917.74亿元，归母净利润分别为42.27/53.80/67.12亿元，对应PE分别为18/14/11倍，公司是国内消费电子玻璃盖板龙头，以组装业务为抓手，拓展上游玻璃、金属结构件及模组产品，横向拓展新能源等领域，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；新产品和新市场开拓不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,491	66,039	77,562	91,774
增长率(%)	16.7	21.2	17.4	18.3
归属母公司股东净利润(百万元)	3,021	4,227	5,380	6,712
增长率(%)	23.4	39.9	27.3	24.8
每股收益(元)	0.61	0.85	1.08	1.35
PE	25	18	14	11
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年6月4日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

15.43元


分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

目录

1 蓝思科技：打造电子行业精密制造平台型企业	3
1.1 发展历程：玻璃盖板龙头，垂直整合全面推进	3
1.2 业务架构：深耕消电基本盘，横向延伸新能源业务	4
1.3 股权结构：股权结构稳定，激励计划助力发展	6
1.4 财务状况：主业稳健增长，盈利能力不断提升	6
2 消费电子：玻璃+金属+组装，迈入新成长周期	10
2.1 智能手机市场转暖，玻璃盖板工艺和价值量持续提升	10
2.2 垂直整合优势凸显，基本盘迈入新周期	12
3 新能源：汽车业务多点开花	18
3.1 智能化和娱乐化助力，车载屏幕迎来新机遇	18
3.2 开拓布局汽车业务，打开新增长点	20
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测假设与业务拆分	22
4.2 费用率预测	23
4.3 估值分析与投资建议	23
5 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

1 蓝思科技：打造电子行业精密制造平台型企业

1.1 发展历程：玻璃盖板龙头，垂直整合全面推进

消费电子玻璃盖板龙头，垂直整合横向扩张。蓝思科技于 1993 年创立，最初专注于手机玻璃盖板，逐步拓展业务至玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属等领域，成为智能手机、新能源汽车等领域的核心供应商，并在全球建立了长期稳定的战略合作关系。公司以创新和垂直整合为核心，形成从设计到生产、组装的全产业链实力。公司发展历程可分为四个阶段，分别为 1993-2006 年、2007-2014 年、2015-2018 年和 2019-至今。

- **阶段一：手机玻璃盖板领域的崭露头角期（1993-2006 年）**，公司于 2001 年研发并生产全球首款应用于手机终端的玻璃盖板，随后于 2003 年成立深圳蓝思，专注于视窗玻璃的研发、生产和销售。2004 年，公司开始为摩托罗拉代工生产 V3 手机，正式进军防护玻璃制造行业，而 V3 手机的全球畅销更加推动了公司的迅速发展。2006 年，蓝思科技成为苹果玻璃盖板供应商，并推出符合触摸屏要求的高质量玻璃面板；
- **阶段二：业务拓展期（2007-2016 年）**，2012 年，成立蓝思华联和蓝思湘潭分公司，专注于精密陶瓷和人工蓝宝石产品的开发。这一时期，公司不断提升生产效能，实现产品多元化；蓝思科技于 2015 年成功在深交所创业板挂牌上市，并开拓布局新能源汽车领域，成为特斯拉全球核心一级供应商。在 2016 年，公司成立了蓝思智能机器人有限公司、蓝思精密和蓝思东莞，实现了智能制造设备全产线的自主研发。
- **阶段三：垂直整合期（2017-至今）**，2017 年，蓝思科技成立蓝思智控，并在同年设立长沙蓝思国瓷新材料，打通精密陶瓷产品的全产业链。新能源业务为公司注入了新的增长动力；2019 年，公司成立了蓝思系统集成，进一步提升智能制造水平。2020 年，通过收购可成科技旗下的可胜泰州和可利泰州，成功优化金属业务，并拓展了中高端消费电子产品结构件业务。2021 年，蓝思湘潭新园区投产，成为小米中高端手机的组装供应商，同时实施可利和可盛的合并，形成了蓝思精密(泰州)有限公司。在 2023 年，公司持续推进降本增效和开源节流战略，设立蓝思创新研究院，以提高研发能力和自动化水平，垂直整合成果显著。

公司在消费电子和新能源汽车领域拥有优质且稳定的国际知名品牌客户，包括苹果、三星、华为、小米、OPPO、vivo、荣耀、谷歌、Meta，以及特斯拉、宁德时代、宝马、奔驰、理想、蔚来、比亚迪等。

图3：蓝思科技战略合作伙伴



资料来源：公司官网，搜狐网，民生证券研究院

蓝思科技拥有全球化生产基地。公司在湖南浏阳、长沙县、湘潭，广东东莞，江苏泰州、越南等地设有研发生产基地，在中国香港、韩国、美国等地设立就近服务全球客户的办公驻点，以迅速响应和更好地满足客户在研发、生产和服务等方面的需求。

图4：蓝思科技全球化生产基地布局

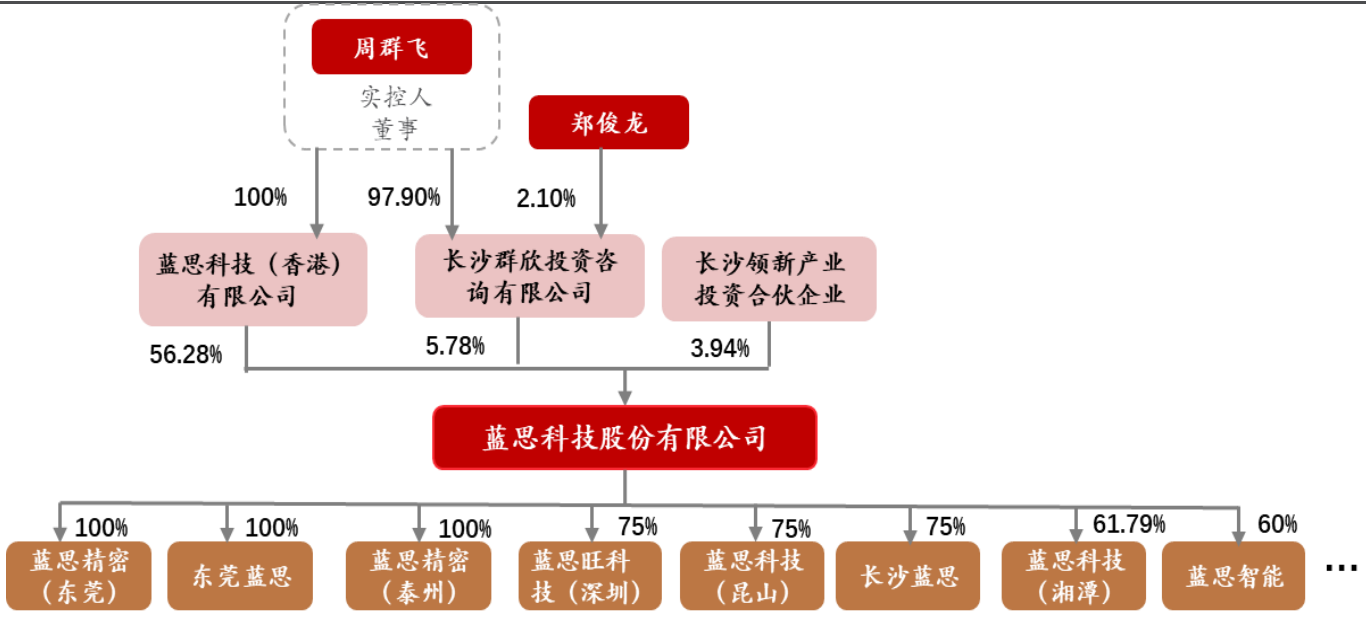


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.3 股权结构：股权结构稳定，激励计划助力发展

公司股权结构高度集中，实际控制人为董事长周群飞女士。截至 2023 年底，周群飞女士及其丈夫郑俊龙先生通过蓝思科技（香港）有限公司和长沙群欣投资咨询有限公司间接持有上市公司 62.1% 的股权。公司股权结构的稳定性和经营方向的明确性都为公司的长期稳健发展提供了坚实的基础。

图5：蓝思科技股权结构（截至 2023 年年报）



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

公司发布 2023 年股权激励草案，全面激发经营活力。2023 年 7 月 31 日发布的激励计划涉及的股票数量为 53,159,866 股，授予价格为 6.34 元/股；激励对象包括董事、高级管理人员、公司及控股子公司的中高层管理人员、核心骨干员工约 3,097 人（不含独立董事）。预设目标为：以 2022 年为基数，2023 年归母净利润增速不低于 20%，2024 年归母净利润增速(相比 2022 年)不低于 40%，彰显管理层对公司发展的信心。

表1：公司股权激励考核目标

解除限售期	业绩考核
授予的第一类限制性股票第一个解除限售期	以 2022 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2023 年度归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 20%
授予的第一类限制性股票第二个解除限售期	以 2022 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2024 年度归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 40%

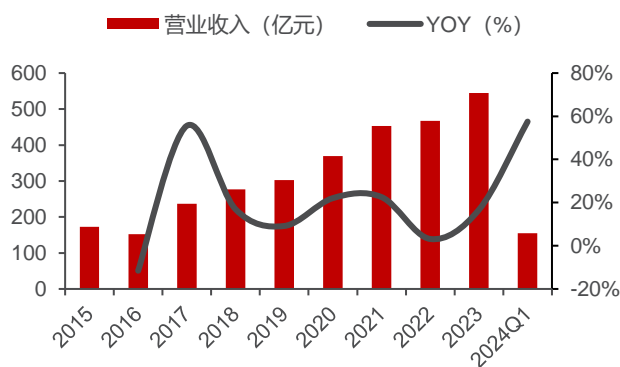
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 财务状况：主业稳健增长，盈利能力不断提升

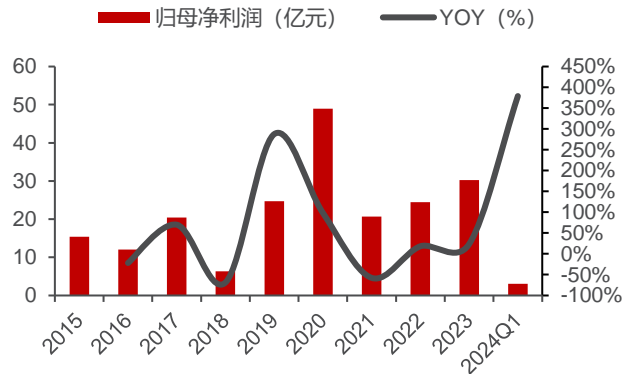
主业持续改善，盈利能力不断提升。2015-2023 年，公司营收规模持续增长，从 172.27 亿元增长至 544.91 亿元，CAGR 达 15.48%。2021 年，受人力成本

上升、研发项目增加、新园区运营、供应链波动、全球公共卫生事件、限电等综合因素影响，公司业绩短期承压，营业收入 452.68 亿元，YOY+22.55%；归母净利润 20.70 亿元，YOY-57.72%。2022 年上半年，受宏观经济波动等外部综合因素影响，消费电子市场总体需求同比有所下滑，使得公司经营业绩承压；2022 年下半年，公司把握市场传统旺季契机，积极拓展新能源汽车等新业务，2022 年全年实现新能源汽车业务收入 35.84 亿元，同比增长 59.41%，占公司营业收入比例上升至 7.67%。2022 年公司实现营业收入 466.99 亿元，YOY+3.16%；归母净利润 24.48 亿元，YOY+18.25%。

降本增效成果显著，经营业绩持续改善。受通胀与宏观经济波动等因素影响，2023H1 全球消费电子市场未明显复苏，公司基本盘业务智能手机与电脑类业务逆势实现平稳增长，新能源汽车业务保持较高增长势头，实现营收 22.82 亿元，YOY+54.98%。Q3 消费电子旺季来临，大客户新机拉货，稼动率提升；同时，自动化建设驱动降本增效，湘潭园区手机组装业务多款高端旗舰手机量产，新能源汽车业务持续高增，带动营收和净利润显著回暖。2023 年实现营业收入 544.91 亿元，同比增长 16.69%；归母净利润 30.21 亿元，同比增长 23.42%。2024 年一季度实现营业收入 154.98 亿元，同比增长 57.52%；归母净利润 3.09 亿元，同比增长 379.02%。

图6：2015-2024Q1 公司营收 (亿元) 及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

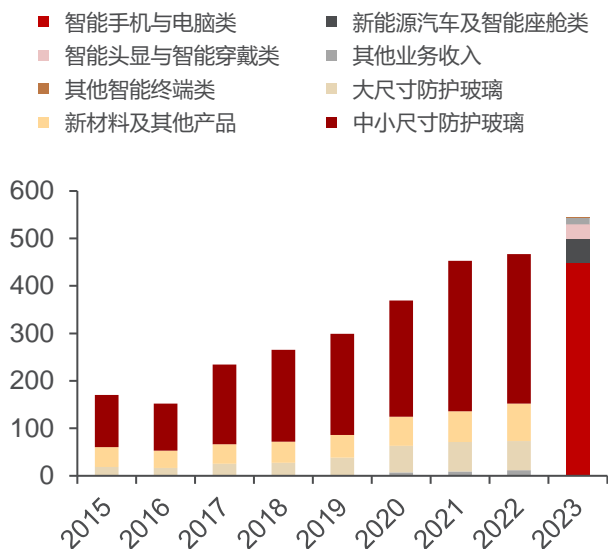
图7：2015-2024Q1 公司归母净利润 (亿元) 及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

消费电子基本盘业务稳健，新能源业务高速增长。公司的主营产品为手机防护玻璃，是公司最主要的营业收入来源。2015-2022 年，手机防护玻璃营业收入稳定增长，从 110.04 亿元增长至 315.18 亿元，CAGR 约为 16.22%，2022 年手机防护玻璃营收占比为 67.49%，其次为新材料及其他产品、大尺寸防护玻璃和其他业务，营业收入分别约为 78.75 亿元、61.15 亿元和 11.90 亿元。

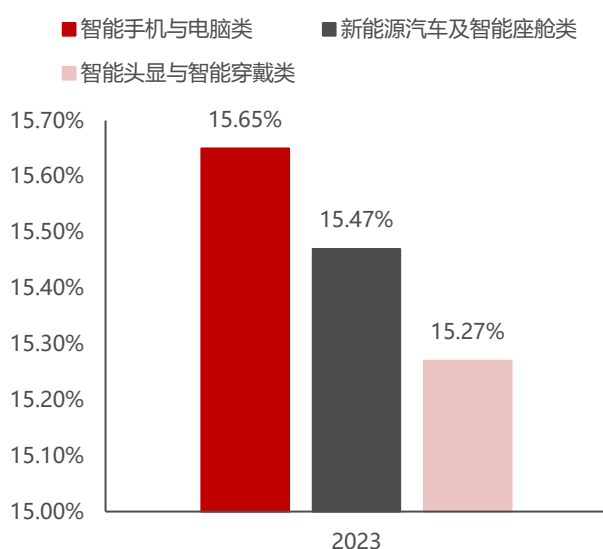
2023 年，公司智能手机与电脑类业务实现营收 449.01 亿元，YOY+17.50%，占比 82.40%；新能源汽车及智能座舱类实现营业收入 49.98 亿元，YOY+39.47%，占比 9.17%。公司不断深化与新能源汽车品牌的合作，持续投入资源，产品订单与收入呈快速增长态势。

图8: 2015-2023 年公司分产品营收 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院
注: 2023 年起公司调整分业务披露口径

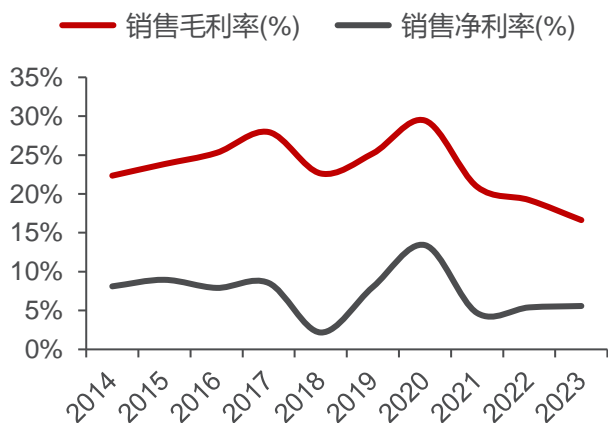
图9: 2023 年公司分产品毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

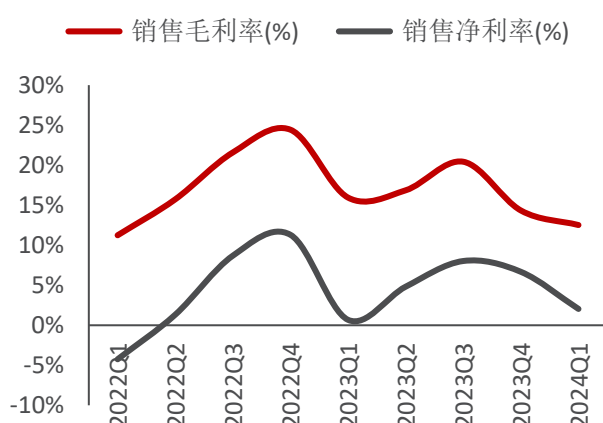
伴随消费电子旺季, 公司盈利能力持续恢复。2018 年, 消费电子产品市场需求整体下滑、行业竞争加剧, 客户对产品品质及工艺提出了更高要求, 公司产品的平均成本上升比较明显, 公司为保持产能利用率, 采取积极的销售策略应对市场波动, 净利率和毛利率有所下降。2020 年 5G、物联网、人工智能等技术迅速发展, 消费电子产品的市场需求呈现大幅增长的态势, 公司垂直整合战略效果显著, 带动公司净利率和毛利率迅速增长。2021 年的供应链波动、全球公共卫生事件、限电使得毛、净利率下跌。2023 年三季度以来进入消费电子传统旺季, 公司整体稼动率提升、开源节流成果明显, 盈利能力持续提升。2023 年毛利率为 16.63%, 同比-2.58pcts; 净利率为 5.58%, 同比+0.18pcts。2024 年一季度毛利率为 12.52%, 同比-3.43pcts; 净利率为 2.04%, 同比+1.36pcts。

图10: 2014-2023 年公司毛利率及净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2022-2024Q1 公司单季度毛利率及净利率

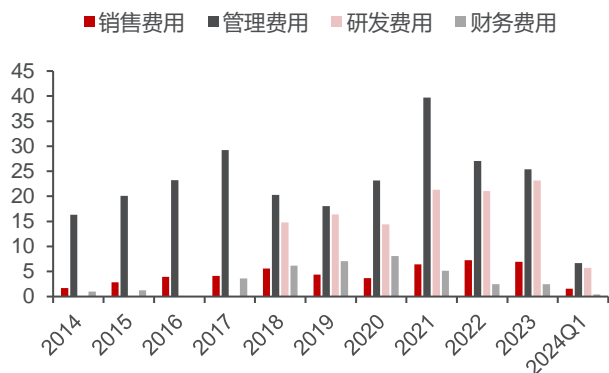


资料来源: wind, 民生证券研究院

降本增效成果显著, 为公司持续发展注入动力。2023 年销售、管理、财务费用率分别为 1.27%、4.67%、0.45%, 同比分别 -0.19pct、-0.76pct、

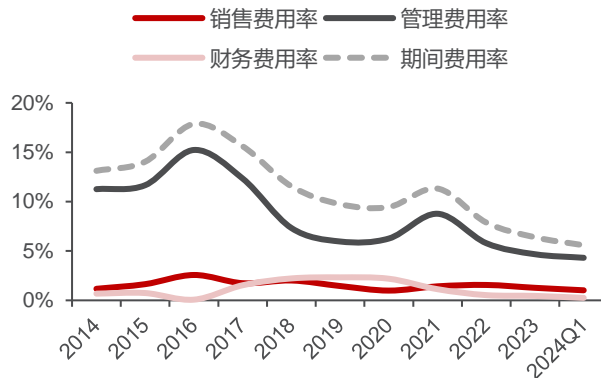
+0.10pct; 2024 年一季度销售、管理、财务费用率分别为 1.02%、4.31%、0.25%，同比分别-0.50pct、-1.61pct、-2.48pct，整体期间费用率有所降低，公司降本增效成果显著。

图12: 2014-2024Q1 公司期间费用 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

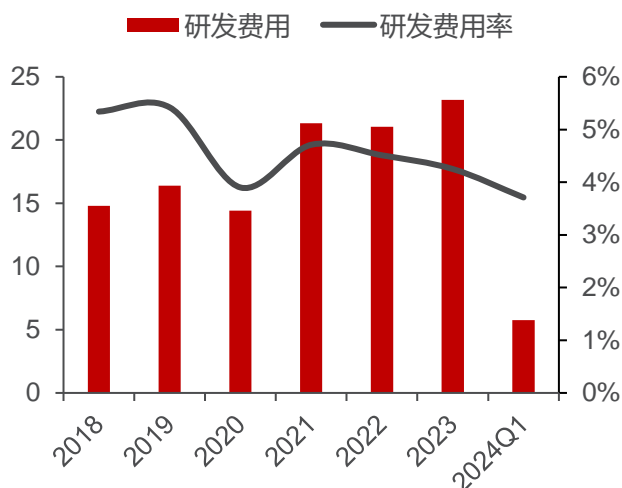
图13: 2014-2024Q1 公司期间费用率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

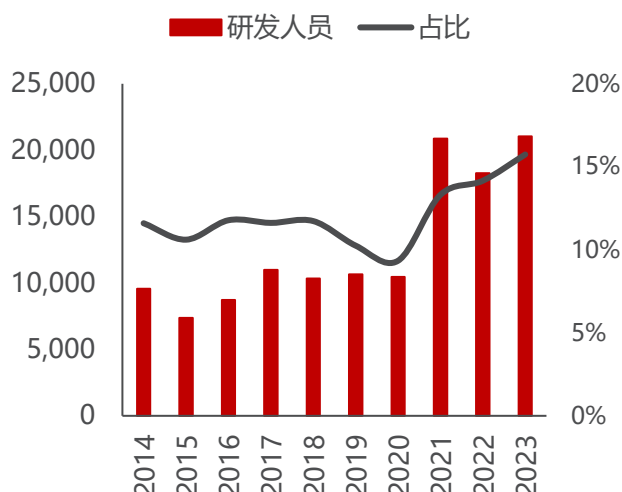
技术创新打造核心竞争力。公司在消费电子及新能源汽车行业首创了多种专用设备、专有技术，引领行业标准不断迭代，研发了大量的玻璃、蓝宝石、精密陶瓷、精密金属等核心前沿制造技术，确保了公司技术优势不断扩大。2023 年，公司研发支出为 23.17 亿元，研发费用率为 4.25%，同比-0.26pct，主要因为公司加强研发管理，节约物料消耗与人员开支。此外，公司在 2023 年 10 月建立蓝思创新研究院，全面统筹科研布局，加强研发管理，提高研发转化率，整合集团研发资源综合降低成本，持续推动公司精益化管理。

图14: 研发费用及研发费用率 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 研发人员数量及占比 (人)



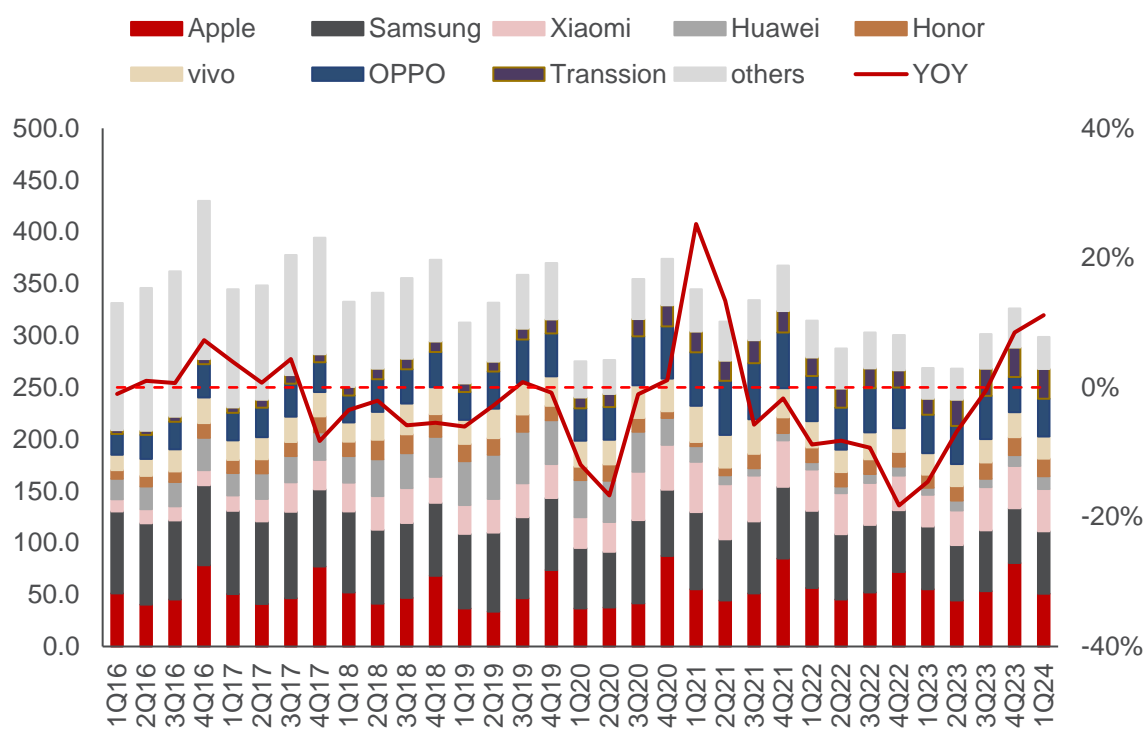
资料来源: wind, 民生证券研究院

2 消费电子：玻璃+金属+组装，迈入新成长周期

2.1 智能手机市场转暖，玻璃盖板工艺和价值量持续提升

全球智能手机市场呈现复苏态势。据 IDC 数据，随着全球宏观经济的复苏，以及消费需求回升，2024 年第一季度全球智能手机出货量同比增长 11%。在 Galaxy AI 的积极推动下，三星以 20% 的市场份额重归榜首。苹果位居第二，市场份额为 17%，在其战略重点市场上面临挑战。由于小米新品走量机型红米 A3 的竞争优势，其以 14% 的市场份额位居第三，OPPO 以 12% 的市场份额位居第四，传音以 10% 的市场份额位居前五。

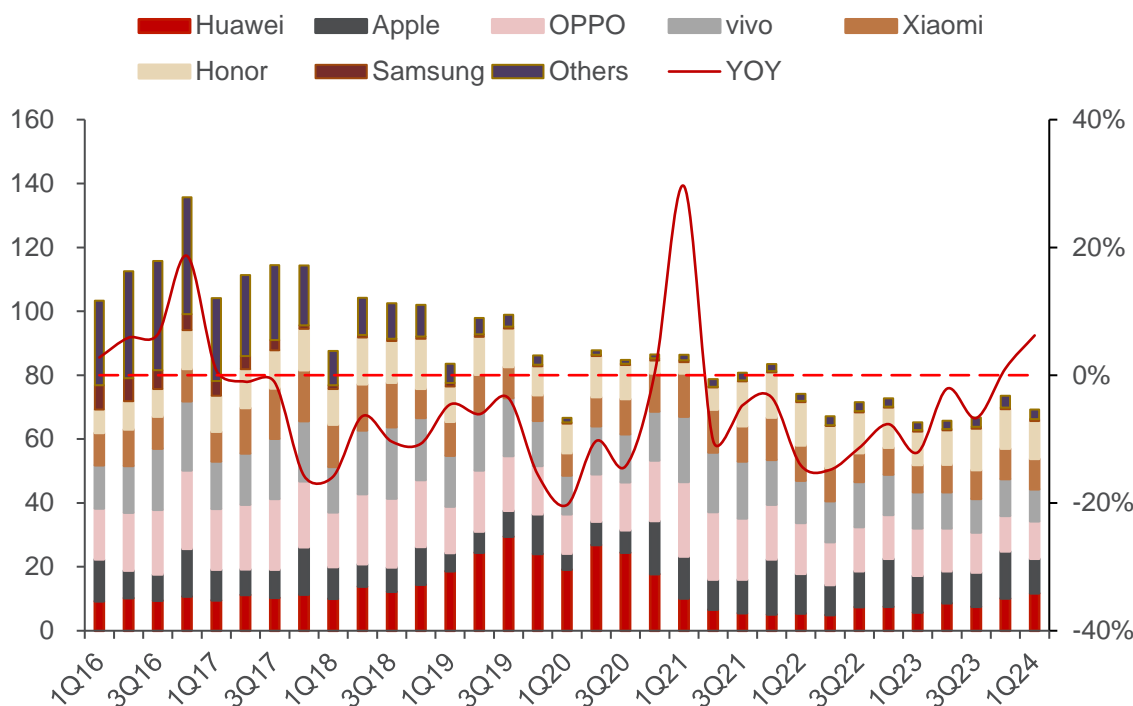
图16：1Q16-1Q24 全球智能手机出货量（百万台）及同比增速



资料来源：IDC，民生证券研究院

国内市场：智能手机市场回暖，华为重回首位。根据 IDC 数据，2024 年第一季度，中国大陆智能手机市场时隔两年再次回暖，出货量与去年同期相比增长 6.2%，达 6926 万台。其中，据 Canalyt 数据，华为经历了 13 个季度，重夺中国大陆市场第一，凭借 Mate 及 nova 系列热烈的市场反响，出货量达 1170 万台，市场份额达 17%。

图17: 1Q16-1Q24 中国市场智能手机销量 (百万台) 及同比增速



资料来源: IDC, 民生证券研究院

玻璃作为主流后盖方案在兼顾品质与成本方面表现出色。 智能手机外壳的材质有塑料、玻璃、金属、陶瓷、蓝宝石等不同材料。相对于金属背板存在的信号屏蔽问题, 玻璃、陶瓷及其他非金属材质的需求逐渐增加。玻璃质地较好, 电磁屏蔽效应较弱, 同时具备出色的耐磨性、可塑性和强度, 相较于塑料等材料更为优越。陶瓷目前主要应用于智能手机、智能穿戴产品的高端机型, 加工工艺复杂、加工难度高、耗费大, 玻璃重量轻具有更高性价比, 因此玻璃在手机、电脑、手表等终端设备中广泛应用。

表2: 主要手机后盖材料对比

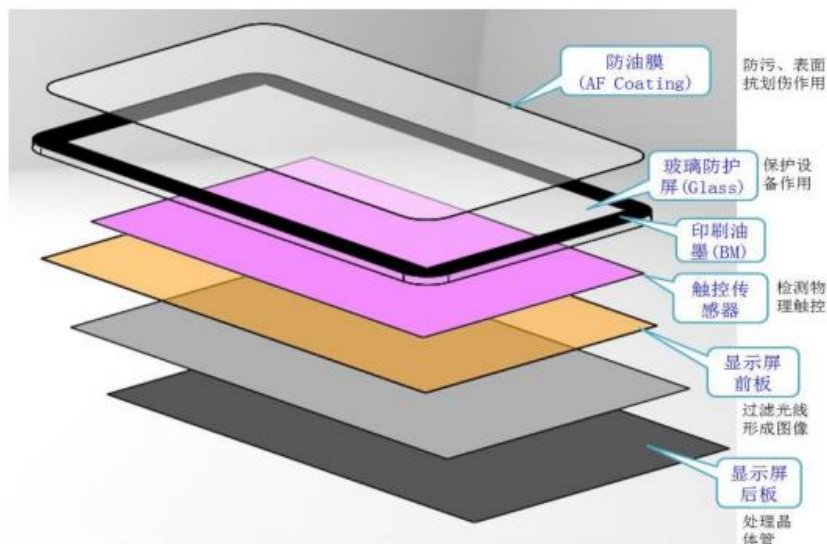
	氧化锆陶瓷	康宁玻璃	镁铝合金	聚碳酸酯塑料
耐磨性	最好	较好	较差	最差
脆性	材料改性后塑料显著增强, 满足跌落实验	最差, 但仍能满足跌落实验	最好, 全属塑性	较好, 材料有较强塑性
刚性	最好, 塑形变形小	最好, 塑形变形小	居中, 有一定塑形变形	差, 塑形变形明显
电磁屏蔽性	无影响, 可一体成型	无影响, 可一体成型	极大影响, 需上下天线处嵌入塑料释放信号	无影响, 可一体成型
着色性能	简单, 可做多种表面图案	图难, 一般贴膜增加纹理	居中, 容易出现油漆脱落	简单, 可做多种表面图案
感官档次	最高	一般	较高	最低
制造成本	最高	居中	较高	最低
重量	厚度控制, 一般	厚度较厚, 重	厚度最薄, 轻	厚度较厚, 较重

资料来源: 立鼎产业研究院, 民生证券研究院

玻璃盖板是消费电子的重要零部件。 一块玻璃盖板通常由导电层、加硬层、玻璃层、油墨层等 7 个层次构成。其性能要求包括高强度、卓越透光率、良好韧

性、抗划伤和强聚水性等特点。其内表面必须紧密贴合触控模组和显示屏，而外表面则需具备足够的强度，以保护平板显示屏、触控模组等核心部件，同时实现产品的标识和装饰功能。

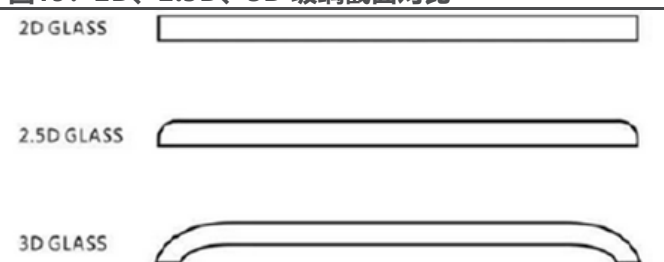
图18：玻璃盖板在手机中的组成显示图



资料来源：蓝思科技创业板公开发行可转换公司债券募集说明书，民生证券研究院

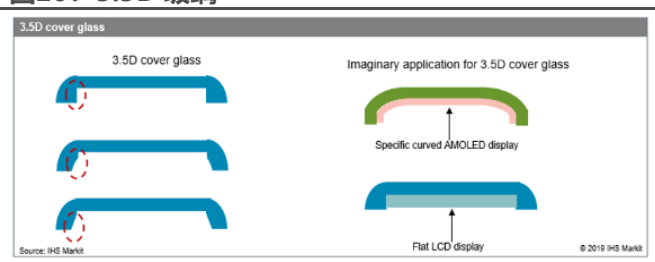
玻璃盖板工艺逐渐迭代。2D 玻璃是普通的纯平面玻璃，没有任何弧形设计。2.5D 玻璃中间是平面的，但边缘有一定的弧形设计，即在 2D 玻璃的基础上对边缘进行了弧度处理。3D 玻璃则在中间和边缘均采用了弧形设计，弧度贴合手掌，提供更出色的手感体验，而 3D 曲面显示则增加了可视面积，更符合人眼视网膜的曲度，为观影和游戏提供更优越的视觉享受。进一步升级的 3.5D 玻璃采用玻璃熔融粘接和 CNC 精雕工艺，经过长时间抛光和内腔喷涂上色等复杂工艺，实现了外观的流畅衔接，呈现出真正一体化的外观效果。

图19：2D、2.5D、3D 玻璃截面对比



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图20：3.5D 玻璃



资料来源：IHS Markit，民生证券研究院

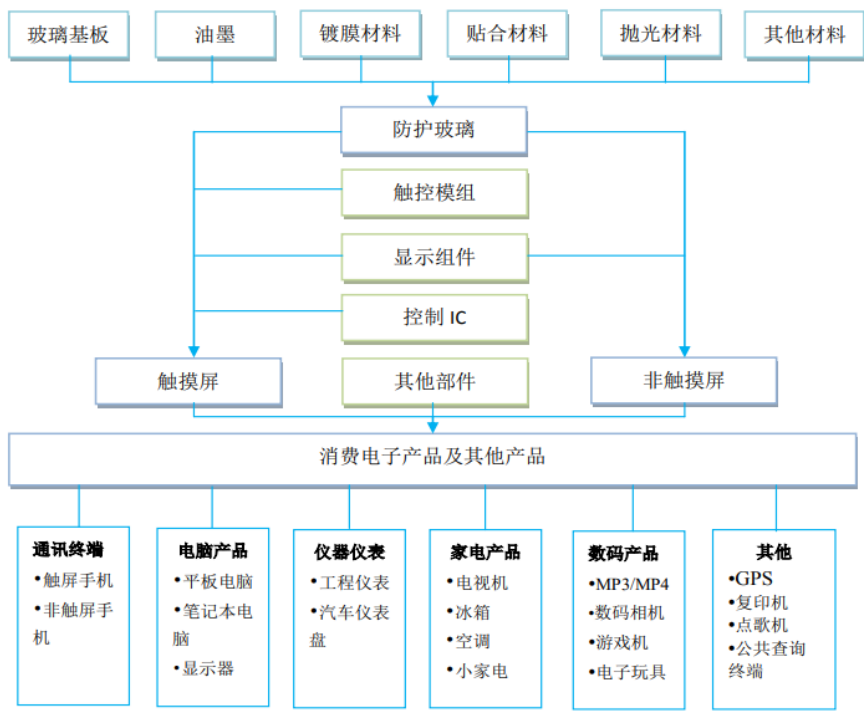
2.2 垂直整合优势凸显，基本盘迈入新周期

2.2.1 玻璃盖板业务优势显著，专利+生产工艺构筑壁垒

盖板玻璃产业链完善。上游主要是可分为生产材料和生产设备，其中作为关键材料和设备的玻璃基板 and 热弯机长期受海外企业垄断。上游行业基本属于竞争

性行业，目前市场供应相对充足。中游主要由玻璃的加工企业组成，主要包括蓝思科技、星星科技、欧菲光和伯恩光学等。下游应用主要覆盖各类智能设备，包括智能手机、智能可穿戴设备和智能汽车。

图21：盖板玻璃产业链



资料来源：蓝思科技创业板公开发行可转换公司债券募集说明书，民生证券研究院

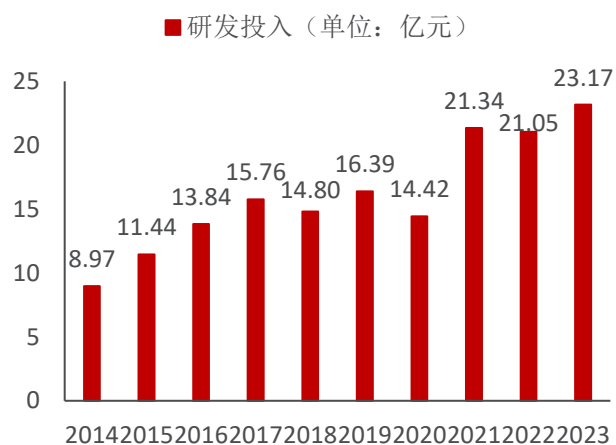
蓝思科技掌握着盖板玻璃核心技术，引领行业发展。玻璃盖板市场主要厂商包括蓝思科技、伯恩光学、比亚迪电子、欧菲光、星星科技等，伯恩光学和蓝思科技 3D 玻璃盖板在国内占有主导地位。作为业内最早研发、制造并大规模应用自动化设备和智能制造工业体系的企业之一，蓝思科技不仅是消费电子行业外观创新变革的引领者，更是首家将玻璃屏引入高端智能手机及平板电脑，率先将陶瓷、蓝宝石材料成功应用于手机和智能可穿戴设备，首次将 3D 玻璃引入手机的企业。

图22：盖板玻璃上中下游产业链主要厂商

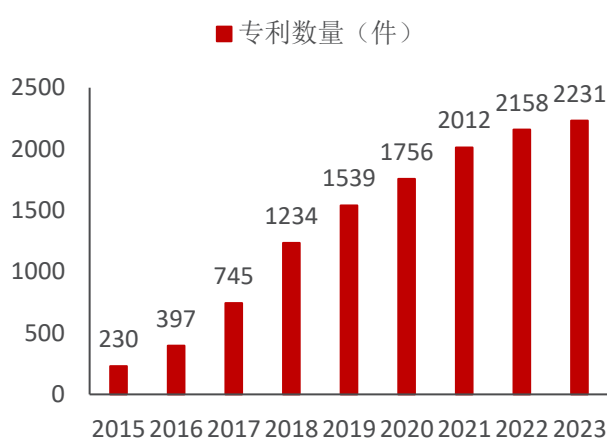


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

加大研发投入，推动技术创新和专利积累。2022 年公司研发投入为 21.05 亿元，2023 年研发投入为 23.17 亿元。截至 2023 年，公司拥有 21046 名研发人员，获得专利授权 2231 件，其中包括发明专利 418 件，实用新型专利 1670 件，外观设计专利 143 件，并获得软件著作权 118 件，涵盖加工工艺、产品检测、设备开发、新型材料、工业互联网、生产数据化、智慧园区、企业资源管理等多个领域。公司持续推进铝合金材料创新研发与应用，并加强对不锈钢、钛合金等新材料的研发。针对智能汽车行业客户提出的新需求，公司升级了智能汽车事业部，加大对智能汽车业务的投入，组建独立的研发、管理、业务团队。同时，公司与主要客户建立联合研发中心，以优化研发模式，把握行业发展潮流。

图23：蓝思科技历年研发投入


资料来源：wind，民生证券研究院

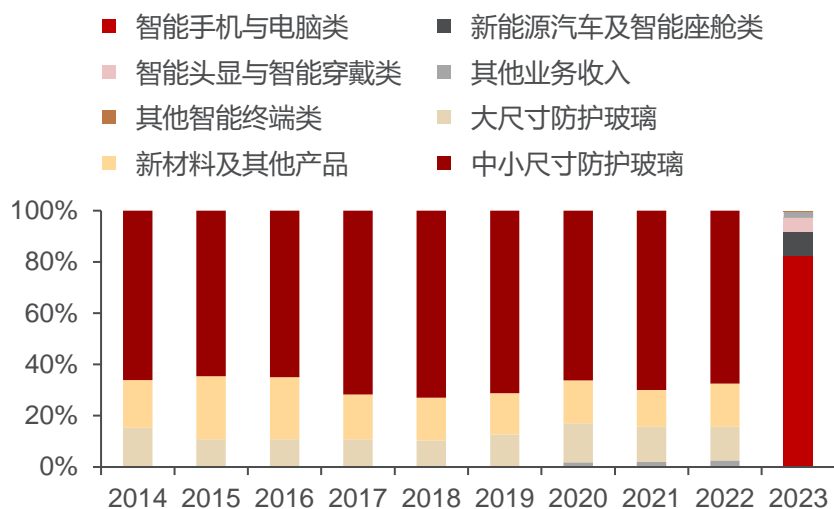
图24：蓝思科技历年获得专利情况


资料来源：wind，民生证券研究院

技术竞争力凸显，持续推进新品开发。作为玻璃盖板市场领军企业，蓝思科技凭借多年深耕经验，通过持续的研发投入和高效的研发创新，已掌握了玻璃盖板加工制造的所有关键技术，包括雕刻、抛光、强化、丝印、镀膜、热弯和检测等工序。公司防护玻璃产品主要分为中小尺寸、大尺寸不同规格，尺寸范围从 3mm 到 2500mm，精度可达纳米级别。

玻璃盖板业务与国内外知名品牌深度合作。公司与国际知名品牌客户深度合作，并积极开拓新客户，其中包括苹果、三星、小米、OPPO、vivo、华为、荣耀、特斯拉等。2022 年公司中小尺寸防护玻璃和大尺寸防护玻璃营收占比达到了 67%和 13%，毛利率为 19.95%和 15.82%；2023 年公司智能手机与电脑类业务营收占比达 82.4%。

图25：2014-2023 年公司各业务营收占比 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：2023 年起公司调整分业务披露口径

2.2.2 基本盘开疆拓土迈入新周期，覆盖智能制造及整机组装

产品横向层面：1) 拓展陶瓷、蓝宝石等新材料：2012 年 6 月，公司与华联陶瓷共同投资设立了蓝思华联，作为陶瓷产品生产基地；2017 年 12 月，公司与国瓷材料成立合资公司蓝思国瓷，打通了从原材料到成品的全产业链，从事智能穿戴设备的特种精密陶瓷材料应用；2012 年 7 月，蓝思湘潭成立，自主生产人工蓝宝石，并开始蓝宝石类产品的研发与生产，2020 年成立宁夏鑫晶盛电子材料，进一步提升蓝宝石产能规模；**2) 其他：**2017 年 3 月，成立蓝思智控，从事触控传感器项目。

图26：蓝思科技横向业务领域



资料来源：公司官网，民生证券研究院

产业链纵向层面：1) 拓展下游组装业务：2019 年公司开始布局智能终端组装业务，2021 年湘潭新园区投产，成为小米中高端手机的核心组装供应商；**2)**

智能制造+自动化: 2010 年开始生产设备的自动化改造, 2016 年 7 月, 成立蓝思智能机器人, 2019 年 3 月, 成立蓝思系统集成, 实现了智能制造设备全产线的高度自主研发、设计和量产。 **3) 上游材料:** 2018 年 10 月, 成立蓝思新材料, 前十大主要辅料辅具的内部高比例自供与配套。

垂直整合供应链, 提供整机组装服务。 自 2021 年开始拓展整机组装业务, 湘潭蓝思成为整机组装的重要发展方向, 其整机组装良率已达到行业平均水平以上, 已率先实现物联网、智能仓储、单片流、产线全线自动化和在线检测等技术。未来, 公司将持续推进自动化技术, 提升整体生产制造水平, 降低人力成本。同时, 加强 ODM 的能力, 以整机组装为突破口, 向上游延伸, 实现上游零部件的垂直整合, 进一步提升盈利水平。

图27: 蓝思科技组装业务领域



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图28: 蓝思科技自动化设备

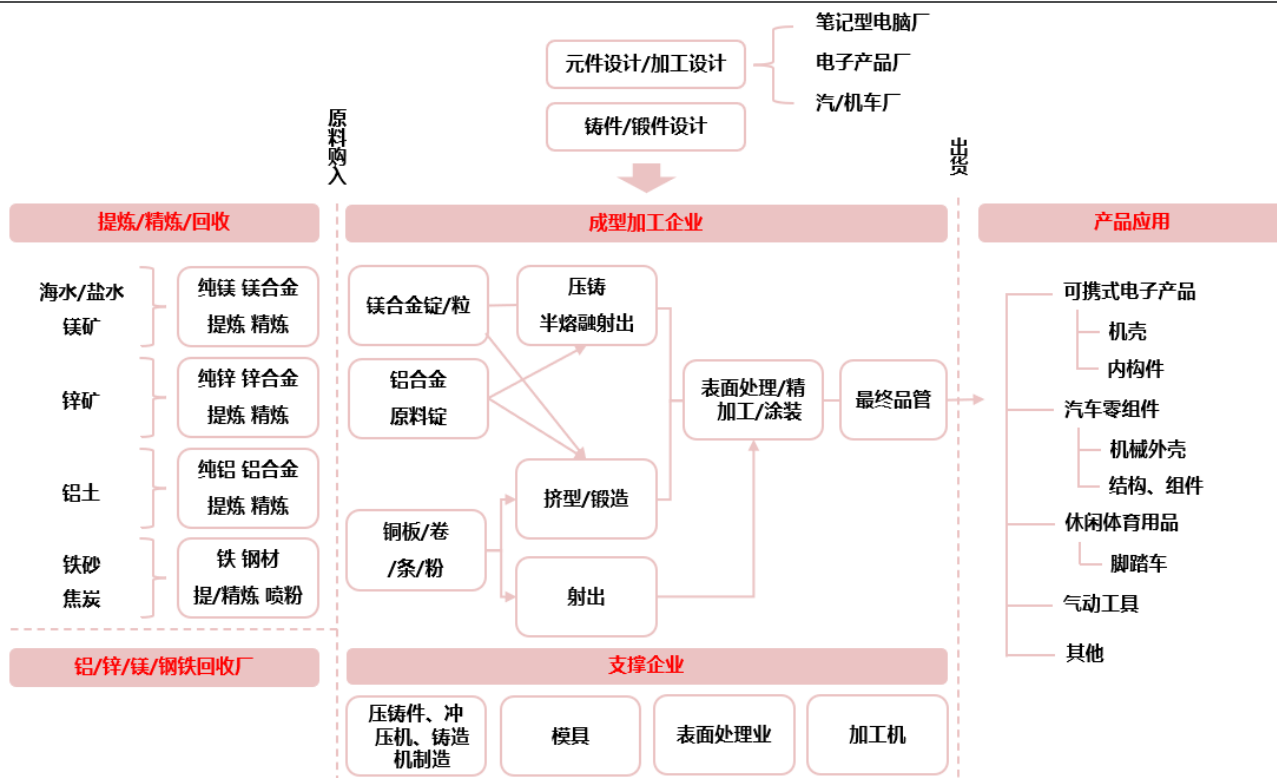


资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

2.2.3 收购可成补齐金属业务短板, 切入大客户金属结构件体系

金属合金产业链涵盖金属材料提炼、加工以及应用领域。 在上游阶段, 主要涉及镁、铝、锌、铁矿等金属的提炼过程。中游阶段则涉及金属模具制造、加工成型和表面处理等环节, 中游代表性厂商包括鸿海、凯胜、华孚、宏晖等。下游应用领域, 涵盖了几乎所有轻薄化产品的应用, 如电子设备、汽车、医疗器材、体育用品等。

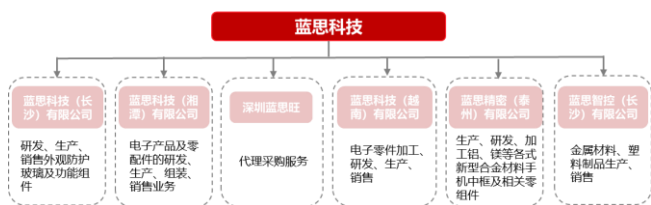
图29：金属产业上中下游结构



资料来源：工研院 IEK-ITIS 计划，可成科技，民生证券研究院

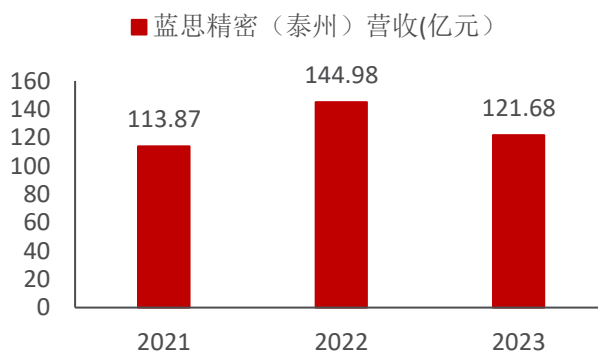
拓展金属件业务：2017 年 2 月，成立蓝思精密，主要从事消费电子金属结构件研发、生产和销售；2020 年 8 月，公司以现金约 93 亿元人民币收购可胜泰州和可利泰州并于 2021 年成立蓝思精密（泰州）有限公司，切入金属机壳中高端市场。2022 年蓝思精密（泰州）营收同比增加 27%，达 145 亿元，净利润近 10 亿元，2023 营收达 121.68 亿元。

图30：蓝思科技主要子公司



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：2021-2023 年蓝思精密（泰州）营收（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 新能源：汽车业务多点开花

3.1 智能化和娱乐化助力，车载屏幕迎来新机遇

对比传统汽车，智能车屏幕的种类繁多。根据汽车屏在座舱内的功能，车载屏可分为驾驶屏和信息娱乐屏，前者包括仪表盘、中控显示屏、流媒体后视镜，以及透明 A 柱和虚拟后视镜；后者主要是副驾驶娱乐显示屏和后座娱乐屏。

- 1) **电子仪表盘**：给驾驶者提供车速里程表、转速表、水温表、燃油表、车辆指示灯及警示灯等辅助驾驶信息，使驾驶员及时了解车辆参数是否正常。
- 2) **中控显示器**：主要控制车内的空调温度、音频大小，带有一定视频娱乐功能，同时提供倒车影像、导航等驾驶辅助。
- 3) **流媒体后视镜**：连接前后车载摄像头，提供行车记录、导航、盲点清除等功能，驾驶员获得比传统后视镜更广的视角。
- 4) **“透明 A 柱”和电子后视镜**：扩大驾驶人员的视觉广度，消除车窗位置的汽车连接柱（A 柱）带来视觉盲区影响。标准法规的进一步健全和试验标准的发布将推动“透明 A 柱”和电子后视镜的应用速度。
- 5) **副驾和后排娱乐显示器**：为前后排乘客提供娱乐功能从而提高乘坐体验。

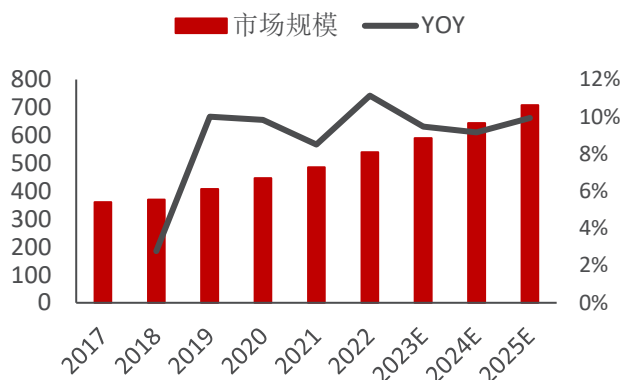
图32：智能化进程下的所有车载显示屏幕



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

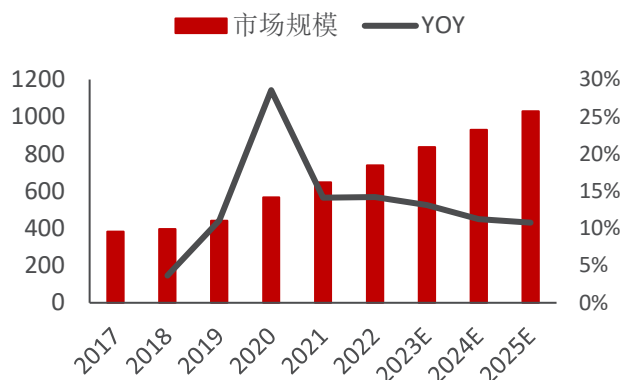
智能座舱市场空间扩大，车载屏大有可为。根据伟世通数据，全球智能座舱预计将从 2022 年的 539 亿美元增长到 2025 年的 708 亿美元，复合增长率达 10.4%，届时，ICVTank 预计中国智能汽车座舱市场规模突破 1000 亿元，达到 1030 亿元。2022 年-2025 年中国汽车智能座舱市场规模 CAGR 达到 12.7%，增幅高于全球市场。智能座舱的市场空间测算是以其各个部件为基础的总和，中控屏幕、液晶仪表盘、HUD、流媒体后视镜等车载屏幕在其中占比较高；从功能上说，车载屏幕为驾驶人员与座舱沟通和交互的重要终端和纽带，在座舱系统中不可或缺。综上所述，车载中控屏幕、车载液晶仪表、HUD 等汽车屏幕均会受益于智能座舱的市场规模不断增长。

图33: 全球汽车智能座舱市场规模及增速 (亿美元)



资料来源: 观研报告网, 民生证券研究院

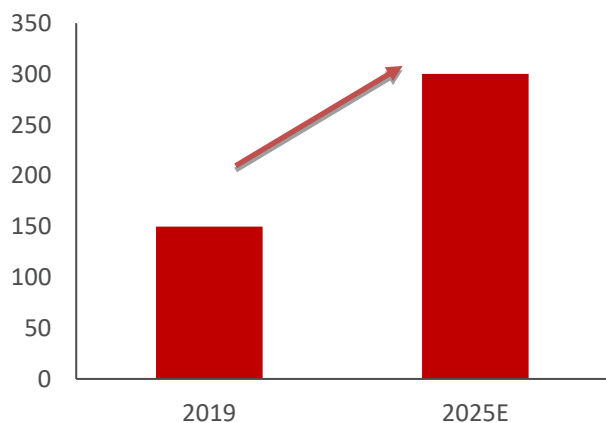
图34: 中国汽车智能座舱市场规模及增速 (亿元)



资料来源: ICVTank, 民生证券研究院

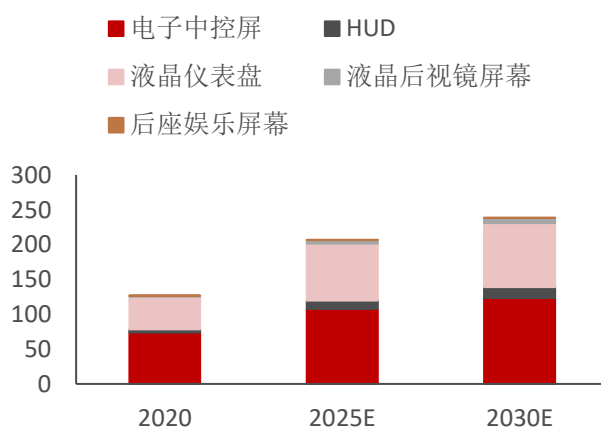
车载显示屏市场规模不断扩大, 新兴显示屏快速增长。根据 Global Market Insights 数据, 2019-2025 年全球车载显示屏市场规模将从 150 亿美元翻倍增长到 300 亿美元, 对应 2019-2025 年 CAGR 为 12.25%。根据 Omdia 统计数据, 2020 年全球汽车用显示屏出货量达到 1.27 亿片, 其中中控显示屏和仪表盘分列第一二位, 分别出货 7380 万片和 4680 万片, 电子后视镜、HUD 抬头显示出货量占比较低。Omdia 预计车载显示屏市场到 2030 年将达到 2.38 亿片, 其中作为新型显示屏的电子后视镜和 HUD 抬头显示的增长率最快。

图35: 2019&2025E 全球汽车显示屏市场规模 (亿美元)



资料来源: Global Market Insights, 民生证券研究院

图36: 2020-2030E 全球车载显示屏出货量 (百万片)



资料来源: Omdia, 民生证券研究院

车载显示屏大屏化、多屏化、交互化、复杂化、高清化趋势明显。随着新能源汽车和智能座舱的普及, 车载显示屏不仅是信息显示的平台, 还成为了人车交互的关键接口。车载显示面板确实正逐步向更大尺寸发展, 展示更多的信息和功能; 除了传统的中控显示屏和仪表盘显示屏外, 还出现了一系列新的显示屏产品, 如副驾显示屏、后排娱乐显示屏、电子后视镜以及透明 A 柱等; 优化交互体验, 设计可旋转可位移的车载显示屏。多种发展趋势将促使汽车触控屏产业向更高水平发展, 推动整个行业的创新和进步, 提升显示屏的稳定性、安全性和可靠性, 进一步提升整个产业链的价值。

3.2 开拓布局汽车业务，打开新增长点

深入拓展汽车玻璃产品及其他车载产品，具备全方位优势。公司目前围绕汽车智能驾驶舱及周边结构件研发、批量生产了包括车载中控屏（结构与功能零部件及组装）、仪表盘组件、B 柱、C 柱、其他智能座舱显示屏组件、车载装饰件、车身结构件、后视镜、导航仪、充电桩等在内的诸多种类产品。此外蓝思科技还拓展了车窗、天幕与挡风等汽车外观玻璃领域，并且实现减薄增透，在减轻重量的同时赋予更多的功能性，符合汽车轻量化趋势。

图37：特斯拉后排控制屏



资料来源：特斯拉官网，民生证券研究院

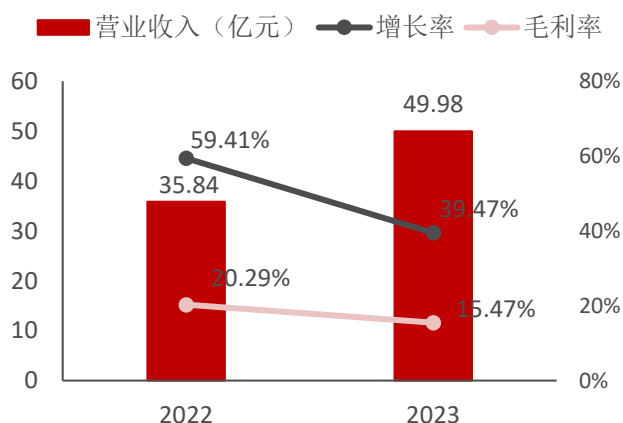
图38：蔚来全景数字座舱



资料来源：蔚来官网，民生证券研究院

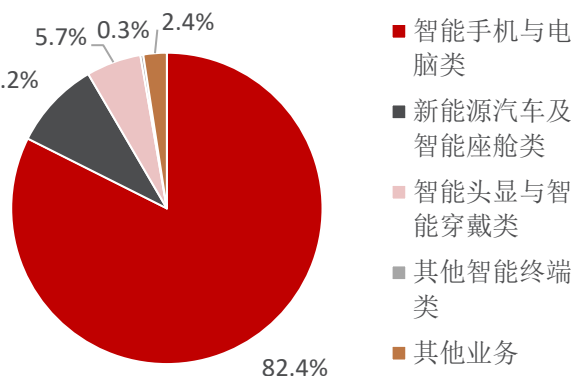
汽车业务增长迅速，业绩持续放量。公司新能源汽车与智能座舱类业务 2023 年实现营业收入 49.98 亿元，占公司总营收 9.17%，同比增长 39.47%，毛利率 15.47%。蓝思科技汽车业务营收维持高速增长，占公司业务比重逐步提高，技术实力和市场竞争力不断提升，为公司未来的发展开拓第二成长曲线。

图39：公司汽车业务营收及毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：2023 年公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

蓝思科技与国内外汽车企业深度合作，切入大厂供应链。蓝思科技已经与超过 30 家国内外新能源及传统豪华汽车品牌建立了合作关系，包括特斯拉、宾利、保时捷、奔驰、宝马、奥迪、现代等高端智能汽车厂商和传统汽车豪华品牌，并持续获得了蔚来、理想、比亚迪等国内外品牌汽车客户。蓝思科技与客户合作

覆盖技术研发到产品供货全链条，公司在新能源汽车轻量化、电子化、功能化、环保等方面拥有充足的储备，并持续与客户协同研发、创新。

公司未来会持续拓展产品品类，目前已围绕智能座舱，研发、生产中控屏、仪表盘、显示屏、B 柱、C 柱、充电桩等模组。同时，公司还配合客户对侧窗、挡风、天幕等大尺寸新型汽车玻璃等新产品进行创新优化和验证，有望实现单车价值量进一步突破。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2024-2026 年整体营收为 660.39 亿元、775.62 亿元和 917.74 亿元，同比增速分别为 21%、17%和 18%，毛利率分别为 17.65%、18.23%和 18.53%。分业务来看：

智能手机与电脑类：该产品为公司主要收入来源，消费电子行业自 2023 年下半年开始逐步回暖，各大手机厂商新品的发布提振了市场需求，市场对 2024 年全球智能手机市场继续保持乐观，IDC 预估全年出货量将达 12 亿部，同比增长 2.8%。2024 年一季度，公司实现营收 154.98 亿元，同比增长 57.52%，随着下游消费电子需求复苏，以及公司新产品、新客户拓展，预计收入和毛利率都将逐步恢复，预计 2024-2026 年公司智能手机与电脑类收入将保持 20%/15%/15%增长；毛利率方面，公司手机防护玻璃及平板电脑防护玻璃 20-22 年毛利率均值为 19.95%，预计 24 年随着消费电子需求逐步复苏，叠加公司新产品放量带来产品结构改善，预计公司智能手机与电脑类业务毛利率将逐步恢复，2024-2026 年分别为 17%/17.5%/18%。

智能头显与智能穿戴类：智能头显业务方面，公司研发和生产的外观、结构、光学等部件在多款高端头显产品实现了深度应用，2023 年，相关业务尚处于研发与量产爬坡阶段，前期投入效益将逐步体现。智能手表业务方面，行业层面，IDC 预计 2024 年智能头显出货量同比增加 44.2%，可穿戴设备同比增长 10.5%。再叠加公司相关的玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷等结构件发展潜力进一步释放。预计 2024-2026 年智能头显与智能穿戴类收入同比增速分别为 10%/5%/5%。毛利率方面，随着新产品放量与爬坡毛利率有望稳步提升，预计 2024-2026 年产品毛利率分别为 16%/17%/17%。

新能源汽车及智能座舱类：公司新能源汽车及智能座舱类业务 2023 年实现营业收入 49.98 亿元，同比增长 39.47%。公司已与超过 30 家国内外新能源汽车及传统豪华汽车品牌建立了合作关系，客户结构持续优化，中控模组、仪表面板、智能 B 柱与 C 柱等新产品得到了更多客户的认证，陆续进入批量生产阶段。新增的动力电池精密结构件业务在年内快速完成了研发、认证、量产，市场份额实现突破，将进一步分享动力电池市场增长机遇。考虑到公司新产品和新客户不断开拓，预计公司新能源汽车及智能座舱类将加速成长，预计 2024-2026 年公司该产品营收增速分别为 45%/45%/45%。毛利率方面，伴随新产品放量带来产品结构改善，预计 2024-2026 年毛利率分别为 16%/18%/18%，毛利率有望稳步提升。

其他类型智能终端业务和其他业务：公司其他业务占营收比重较小，主要提供配套服务以及其他智能终端类业务，预计跟随主业成长而成长，预计 2024-

2026 年二者合计营收分别为 14.96/15.05/15.14 亿元，2024-2026 年其他类型智能终端和其他业务的毛利率分别稳定在 15%和 58%的水平。

表3：公司分业务销售收入预测

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	54,490.73	66,038.79	77,561.76	91,773.69
智能手机与电脑类	44,900.63	53,880.76	61,962.87	71,257.30
智能头显与智能穿戴类	3,103.75	3,414.13	3,584.83	3,764.08
新能源汽车及智能座舱类	4,998.46	7,247.77	10,509.27	15,238.44
其他类型智能终端	164.87	173.12	181.77	190.86
其他业务	1,323.01	1,323.01	1,323.01	1,323.01
营收增长率	19.74%	21.19%	17.45%	18.32%
智能手机与电脑类	17.50%	20.00%	15.00%	15.00%
智能头显与智能穿戴类	-12.29%	10.00%	5.00%	5.00%
新能源汽车及智能座舱类	39.47%	45.00%	45.00%	45.00%
其他类型智能终端	-4.04%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	16.63%	17.65%	18.23%	18.53%
智能手机与电脑类	15.65%	17.00%	17.50%	18.00%
智能头显与智能穿戴类	15.27%	16.00%	17.00%	17.00%
新能源汽车及智能座舱类	15.47%	16.00%	18.00%	18.00%
其他类型智能终端	13.24%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	57.99%	57.99%	57.99%	57.99%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 费用率预测

随着公司销售模式和管理模式趋于成熟，预计未来公司各费用率水平随着收入规模增长而逐步摊薄，同时参考 2023 年公司各项费用率水平，预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 1.3%、1.3%、1.3%。后续随公司产品线布局逐步完善，人员配置逐步齐全，同时伴随公司经营规模的扩大，预计 2023-2025 年管理费用率逐步摊薄，管理费用率分别为 4.7%、4.6%、4.6%，研发费用率伴随新业务开拓，小幅提升，研发费用率分别为 4.3%、4.5%、4.5%。

表4：费用率预测

项目/年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用率	5.8%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%
研发费用率	4.5%	4.3%	4.3%	4.5%	4.5%
财务费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.3 估值分析与投资建议

预计公司 24-26 年营收分别为 660.39/775.62/917.74 亿元，归母净利润分别为 42.27/53.80/67.12 亿元，对应 PE 分别为 18/14/11 倍。可比公司方面，

选择国内领先的精密制造公司立讯精密、领益智造与歌尔股份，三者有智能手机与电脑类、智能头显等多项业务重合，其中，立讯精密作为消费电子精密制造的行业龙头，实现“零件-模组-系统”的垂直整合布局，与蓝思智能手机与电脑类业务有相似处；领益智造在消费电子领域的精密功能件和结构件，与蓝思供应的下游产品相同；歌尔股份主营业务包括精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务，与蓝思智能头显与智能穿戴类有相似之处，因此选择三者作为可比公司。可比公司 23-25 年 PE 平均水平分别为 31/20/15 倍，蓝思科技是国内消费电子玻璃盖板龙头，业务纵向拓展金属+组装，横向发展汽车及光伏业务，PE 低于可比公司均值水平，对标可比公司当前低估，且公司消费电子基本盘持续开疆拓土，横向拓展陶瓷、蓝宝石等新材料以及触控传感器项目，纵向拓展下游组装业务，良率已超过行业平均水平，得到客户高度认可，取得良好盈利表现，同时拓展上游材料，实现主要辅料辅具内部高比例自供与配套，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002475	立讯精密	32.73	1.53	1.92	2.41	21	17	14
002600	领益智造	4.85	0.29	0.33	0.44	17	15	11
002241	歌尔股份	17.47	0.32	0.61	0.83	55	29	21
	平均					31	20	15
300433	蓝思科技	15.43	0.61	0.85	1.08	25	18	14

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价时间为 2024 年 6 月 4 日

5 风险提示

1) 下游需求不及预期的风险。目前公司产品的下游主要以消费电子为主，同时积极拓展汽车、工业等领域应用，如果下游消费电子需求复苏不及预期，或者汽车、工业市场需求增长不及预期，可能导致公司收入增长不及预期。

2) 市场竞争加剧的风险。若公司所处的 MEMS 行业不断有新的竞争者进入，或者竞争者采取激进的竞争策略，则将影响公司的市场拓展或导致公司产品毛利率产生较大波动。

3) 新产品和新市场开拓不及预期的风险。公司的增长主要靠新产品开发以及新市场开拓，若公司的研发内外部因素影响不及预期，将直接影响公司的收入增长。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	54,491	66,039	77,562	91,774
营业成本	45,429	54,380	63,423	74,769
营业税金及附加	471	570	670	793
销售费用	693	839	986	1,167
管理费用	2,543	3,081	3,542	4,191
研发费用	2,317	2,808	3,453	4,085
EBIT	3,440	5,352	6,655	8,149
财务费用	244	291	273	231
资产减值损失	-447	-620	-723	-852
投资收益	107	129	152	180
营业利润	3,277	4,576	5,817	7,252
营业外收支	-23	-23	-23	-23
利润总额	3,254	4,553	5,794	7,229
所得税	212	297	378	471
净利润	3,042	4,256	5,416	6,758
归属于母公司净利润	3,021	4,227	5,380	6,712
EBITDA	8,431	10,438	11,786	13,291

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,519	11,661	14,235	17,422
应收账款及票据	9,308	11,336	13,314	15,754
预付款项	126	151	177	208
存货	6,683	7,380	8,607	10,146
其他流动资产	1,444	1,579	1,730	1,918
流动资产合计	28,081	32,107	38,063	45,448
长期股权投资	375	375	375	375
固定资产	36,027	36,360	36,594	36,755
无形资产	5,227	5,227	5,227	5,227
非流动资产合计	49,389	49,618	49,646	49,689
资产合计	77,470	81,725	87,708	95,137
短期借款	1,417	1,417	1,417	1,417
应付账款及票据	11,132	13,310	15,523	18,300
其他流动负债	6,507	6,930	7,358	7,890
流动负债合计	19,056	21,657	24,298	27,608
长期借款	9,588	9,588	9,588	9,588
其他长期负债	2,304	1,207	1,207	1,207
非流动负债合计	11,892	10,796	10,796	10,796
负债合计	30,948	32,453	35,094	38,403
股本	4,983	4,983	4,983	4,983
少数股东权益	183	211	248	293
股东权益合计	46,522	49,272	52,615	56,734
负债和股东权益合计	77,470	81,725	87,708	95,137

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.69	21.19	17.45	18.32
EBIT 增长率	3.92	55.58	24.33	22.46
净利润增长率	23.42	39.92	27.26	24.77
盈利能力 (%)				
毛利率	16.63	17.65	18.23	18.53
净利率	5.54	6.40	6.94	7.31
总资产收益率 ROA	3.90	5.17	6.13	7.06
净资产收益率 ROE	6.52	8.62	10.27	11.89
偿债能力				
流动比率	1.47	1.48	1.57	1.65
速动比率	1.09	1.11	1.18	1.25
现金比率	0.55	0.54	0.59	0.63
资产负债率 (%)	39.95	39.71	40.01	40.37
经营效率				
应收账款周转天数	60.53	56.23	57.17	56.97
存货周转天数	52.97	46.55	45.37	45.15
总资产周转率	0.70	0.83	0.92	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.85	1.08	1.35
每股净资产	9.30	9.85	10.51	11.33
每股经营现金流	1.87	1.86	2.03	2.27
每股股利	0.30	0.42	0.53	0.66
估值分析				
PE	25	18	14	11
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.73	7.86	6.96	6.17
股息收益率 (%)	1.94	2.70	3.43	4.28

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,042	4,256	5,416	6,758
折旧和摊销	4,991	5,085	5,131	5,142
营运资金变动	774	-848	-1,399	-1,664
经营活动现金流	9,300	9,292	10,131	11,307
资本开支	-5,372	-5,047	-5,148	-5,174
投资	-100	0	0	0
投资活动现金流	-5,367	-5,078	-4,996	-4,994
股权募资	62	0	0	0
债务募资	-3,693	-1,065	0	0
筹资活动现金流	-5,137	-3,072	-2,561	-3,126
现金净流量	-1,189	1,142	2,573	3,187

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 蓝思科技发展历程	4
图 2: 蓝思科技业务领域 (2023 年业务占比)	4
图 3: 蓝思科技战略合作伙伴	5
图 4: 蓝思科技全球化生产基地布局	5
图 5: 蓝思科技股权结构 (截至 2023 年年报)	6
图 6: 2015-2024Q1 公司营收 (亿元) 及增速	7
图 7: 2015-2024Q1 公司归母净利润 (亿元) 及增速	7
图 8: 2015-2023 年公司分产品营收 (亿元)	8
图 9: 2023 年公司分产品毛利率	8
图 10: 2014-2023 年公司毛利率及净利率	8
图 11: 2022-2024Q1 公司单季度毛利率及净利率	8
图 12: 2014-2024Q1 公司期间费用 (亿元)	9
图 13: 2014-2024Q1 公司期间费用率 (%)	9
图 14: 研发费用及研发费用率 (亿元)	9
图 15: 研发人员数量及占比 (人)	9
图 16: 1Q16-1Q24 全球智能手机出货量 (百万台) 及同比增速	10
图 17: 1Q16-1Q24 中国市场智能手机销量 (百万台) 及同比增速	11
图 18: 玻璃盖板在手机中的组成显示图	12
图 19: 2D、2.5D、3D 玻璃截面对比	12
图 20: 3.5D 玻璃	12
图 21: 盖板玻璃产业链	13
图 22: 盖板玻璃上中下游产业链主要厂商	13
图 23: 蓝思科技历年研发投入	14
图 24: 蓝思科技历年获得专利情况	14
图 25: 2014-2023 年公司各业务营收占比 (%)	15
图 26: 蓝思科技横向业务领域	15
图 27: 蓝思科技组装业务领域	16
图 28: 蓝思科技自动化设备	16
图 29: 金属产业上中下游结构	17
图 30: 蓝思科技主要子公司	17
图 31: 2021-2023 年蓝思精密 (泰州) 营收 (亿元)	17
图 32: 智能化进程下的所有车载显示屏幕	18
图 33: 全球汽车智能座舱市场规模及增速 (亿美元)	19
图 34: 中国汽车智能座舱市场规模及增速 (亿元)	19
图 35: 2019&2025E 全球汽车显示屏市场规模 (亿美元)	19
图 36: 2020-2030E 全球车载显示屏出货量 (百万片)	19
图 37: 特斯拉后排控制屏	20
图 38: 蔚来全景数字座舱	20
图 39: 公司汽车业务营收及毛利率	20
图 40: 2023 年公司各业务营收占比	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司股权激励考核目标	6
表 2: 主要手机后盖材料对比	11
表 3: 公司分业务销售收入预测	23
表 4: 费用率预测	23
表 5: 可比公司 PE 数据对比	24
公司财务报表数据预测汇总	26

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026