

蓝思科技 Lens Technology (6613 HK)

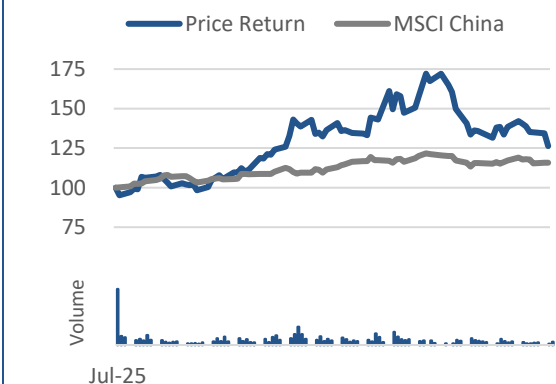
首次覆盖：垂直一体化持续精进，折叠屏/机器人/AR/AI 服务器/新能源汽车驱动新一轮扩张征程
Vertical Integration Deepens, Unlocking Growth Across Foldable Devices, Robotics, AR, AI Servers, and NEV: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$24.90
目标价	HK\$36.50
HTI ESG	4.5-4.6-4.5
E-S-G: 0-5; (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$162.99bn / US\$20.97bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$43.07mn
发行股票数目	301.60mn
自由流通股 (%)	96%
1 年股价最高最低值	HK\$33.52-HK\$18.62
注：现价 HK\$24.90 为 2025 年 11 月 04 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-23.7%	30.1%	
绝对值 (美元)	-23.6%	31.4%	
相对 MSCI China	-19.3%	19.2%	

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	69,897	87,407	110,547	133,141
Revenue (+/-)	28%	25%	26%	20%
Net profit	3,624	4,785	6,801	8,362
Net profit (+/-)	20%	32%	42%	23%
Diluted EPS (Rmb)	0.69	0.91	1.29	1.58
GPM	14.6%	16.2%	16.3%	16.3%
ROE	7.4%	9.3%	12.4%	14.2%
P/E	33	25	18	14

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

首次覆盖我们给予公司“优于大市”评级，对应目标价 36.5HKD，有 46.7% 的上行空间。公司作为智能终端全产业链平台型龙头，充分受益大客户创新周期，智能手机与电脑未来三年受益于大客户创新周期、业务可见度高、预计加速成长，智能汽车及座舱类业务战略级创新支点产品超薄汽车夹胶玻璃放量在即、且此前海外工厂毛利率拖累因素有望消弭，智能头戴与智能穿戴类产品已预定 AR 核心受益地位、静待行业爆发，人形机器人/AI 服务器未来可期。我们判断公司明后年业务有望加速成长，且将保持利润增速强于营收增速。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 874.07、1105.47、1331.41 亿元，归母净利润分别为 CNY 47.85、68.01、83.62 亿元（全文内容若无特别说明部分，默认币种为人民币）。参考可比公司并考虑公司未来两年的加速成长，我们给予蓝思科技 2026 年 26X PE，对应目标价 36.5HKD，有 46.7% 的上行空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

公司以玻璃后道加工起家，现已发展成全球智能终端全产业链平台化龙头。深耕行业三十余年，蓝思科技是业内领先的智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商。1993 年，公司前身成立于深圳。2006 年，公司总部落地湖南长沙，同年开始切入果链，次年为初代 iPhone 提供盖板玻璃。2015 年，公司在深交所创业板上市。此后，公司纵向实现原材料生产/功能模块贴合/整机组装的垂直整合，横向扩张智能汽车/机器人/智能眼镜等新领域。2025 年，公司完成在港交所的平行上市。经过数年的持续精进，公司垂直一体化推进工作已实现质变，公司业务已全面拓展至智能手机与电脑、智能汽车与座舱、智能头戴与智能穿戴、人形机器人等产品的结构件、功能模组、整机组装等。

消费电子创新周期再起，卡位高价值增量环节。（1）智能手机：折叠屏有望贡献重要增量。公司在超薄柔性玻璃（UTG）领域具备多年研发经验，积累了核心技术优势，有望深度受益北美大客户折叠创新机遇。公司结合 UTG 屏及配套产品（PET 保护膜+玻璃支撑板）、3D 玻璃后盖、铰链中轴等多环节，将显著提升单机 ASP。（2）智能眼镜：战略投资 Rokid，并在湘潭基地下线首款联合研发产品，积累整机供应经验。后续公司有望为北美相应大客户提供整机组装及相关结构件、功能模组工艺，并切入到光波导环节。AR 眼镜作为端侧 AI 重要载体，行业放量可期，公司作为核心参与者将充分受益。

智能汽车十年布局塑第二曲线，夹层玻璃放量在即。从下游客户角度，公司已覆盖特斯拉等 30+ 主流车企。从产品角度，公司中控模组、智能 B/C 柱、充电桩、座舱装饰件及无线充电模组等核心产

张晓飞 Xiaofei Zhang
xf.zhang@htisec.com

崔冰睿 Bingrui Cui
rachel.br.cui@htisec.com

品协同放量；通讯模组与域控制器同步突破，并实现批量交付。此外，公司战略级创新产品超薄夹胶车窗玻璃也已启动产能建设，即将进入批量生产阶段，后续有望带来较大利润增量。

人形机器人/AI 服务器业务未来可期，有望成为新成长极。（1）**机器人**：2016 年，公司于开始从事智能机器人、人工机器人的研发制造，为人形机器人奠定研发基础。2025 年，公司深度参与人形机器人关键部件、模组的研发和生产，承接智元机器人全系列多款人形机器人业务、成立合资公司并批量交付灵犀 X1 人形机器人相关产品。公司在具身智能领域已积累先发优势，预计 2025 年全年公司人形机器人出货量至少 3000 台，四足机器狗订单 2 万台（原规划 1 万台以上）。（2）**AI 服务器**：业务重点开拓进行时。与北美核心 AI 硬件客户深度协同，从机箱结构件（含导轨、托盘等）切入，逐步向液冷模组、固态硬盘组装等高附加值环节拓展。我们判断，AI 服务器领域，公司有望延展结构件、精密金属加工、整机组装等领域积累的经验，打造新的成长极。

风险：中美贸易摩擦，大客户集中度风险，消费电子下游需求不及预期，端侧 AI 发展不及预期，新技术落地节奏不及预期，行业竞争加剧。

目录

1. 公司概况：智能终端精益制造龙头	5
1.1 以玻璃起家，纵横延展业务布局	5
1.2 股权结构集中，创始人夫妇系实控人	6
1.3 以平台化能力，贯穿多应用场景	6
2. 行业情况：创新周期再起，精密制造不可或缺	7
2.1 消费电子：新技术创新重要载体，关注端侧 AI	7
2.2 汽车智能化程度加深，驱动电子企业深度参与	9
2.3 机器人赛道空间广阔，具身智能加速落地	10
3. 财务数据：多引擎驱动，营收净利双升动能强	10
3.1 各业务线齐头并进，具备强营收韧性	10
3.2 拓展组装+墨西哥工厂短暂拖累毛利率，但费用率管控得力	13
4. 财务预测与估值	14
4.1 财务预测	14
4.2 估值	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司业务布局	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 公司股权结构图	6
图 4: 公司下游应用场景	7
图 5: 全球智能手机出货量及增速	8
图 6: 中国大陆智能手机出货量及增速	8
图 7: 全球折叠屏各地区市场份额	8
图 8: 中国折叠屏出货量及增速	8
图 9: 全球消费电子出货量 (百万台)	8
图 10: 全球智能汽车销量 (百万辆)	9
图 11: 全球智能汽车核心系统渗透率	9
图 12: 车载智能玻璃应用示例	9
图 13: 全球智能机器人市场规模 (亿美元)	10
图 14: 全球人形机器人市场规模 (亿美元)	10
图 15: 智元灵犀 X1 全栈开源机器人	10
图 16: 蓝思科技深度参与智元 X1 相关产品	10
图 17: 公司营业收入情况 (亿元)	11
图 18: 公司按业务划分的营业收入, 1H25	11
图 19: 公司分业务毛利率	13
图 20: 结构件及功能模组/整机组装毛利率	13
图 21: 公司毛利率及经调整净利率	14
图 22: 公司研发费用情况	14
图 23: 公司收入拆分及盈利预测 (亿元)	15
图 24: 可比公司估值表	16

1. 公司概况：智能终端精益制造龙头

1.1 以玻璃起家，纵横延展业务布局

蓝思科技以科技创新为核心、智能智造为驱动，是业内领先的智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商。深耕行业三十余年，公司在消费电子精密结构件及模组综合解决方案中全球领先，在智能汽车交互系统综合解决方案中全球领先。蓝思以玻璃起家，截至目前，已实现全面平台化布局，业务涵盖智能手机与电脑、智能汽车与座舱、智能头显与智能穿戴、人形机器人等产品的结构件、功能模组、整机组装等。

图 1：公司业务布局



资料来源：公司公告，HTI

复盘公司发展历程，公司以一片玻璃起家，不断扩展业务版图：

- (1) **起步期（1993 年-2006 年）**：1993 年，公司前身恒生玻璃表面加工厂于深圳成立，生产手表玻璃。2001 年，公司突破性将手表玻璃工艺应用于手机防护屏生产上，促成次年发布的全球首款玻璃屏手机 TCL3188 的诞生。2003 年，深圳蓝思成立，进行手机防护视窗玻璃的研发、生产和销售，次年供货摩托罗拉 Razr V3 手机玻璃屏及摄像头保护玻璃。后续，蓝思亦成为诺基亚、夏普、索尼等国际品牌的供应商。
- (2) **高速发展期（2006 年-2014 年）**：2006 年，公司总部落地湖南长沙，并开始接触苹果客户。2007 年，公司为初代 iPhone 提供盖板玻璃。此后，公司成为苹果核心供应商。与此同时，蓝思在新材料应用领域持续突破，率先将蓝宝石、陶瓷等材料引入消费电子行业。
- (3) **多元化平台建设期（2015 年-今）**：2015 年，公司在深交所创业板上市。2025 年，公司在香港交易所二次上市，实现 A+H 双重上市。

纵向来看，公司实现材料/结构件/模组/组装的全产业链垂直整合。2016 年，公司以 12.2 亿元收购联胜，获得液晶显示器（LCD）、液晶显示模组（LCM）、触控面板的不动产及机器设备。同年，公司定增以投入 3D 曲面玻璃项目。2017 年，公司成立蓝思精密，开始从事消费电子金属结构件的研发、生产和销售。2020 年，公司以 99 亿元收购可成的 iPhone 金属外壳工厂（可胜泰州和可利泰州），导入金属机壳业务。2021 年，公司投建湘潭智能终端设备智造一期项目，进军整机组装。

横向来看，公司持续扩张智能汽车/机器人/智能眼镜等新领域。2015 年，公司布局新能源汽车业务。2016 年，公司成立蓝思智能机器人，自主研发生产工业机器人和高端智能制造装备。2017 年，公司成为特斯拉的车内显示屏供应商。2024 年，公司拓展智慧零售终端设备业务，亦开始 AI 服务器布局。2025 年，公司深度参与人形机器人关键部件、模组的研发和生产，承接智元机器人全系列多款人形机器人业务、成立合资公司并批量交付灵犀 X1 人形机器人相关产品。同年，公司投资 Rokid，并在湘潭基地下线首款联合研发产品 Rokid Glasses。

图 2：公司发展历程

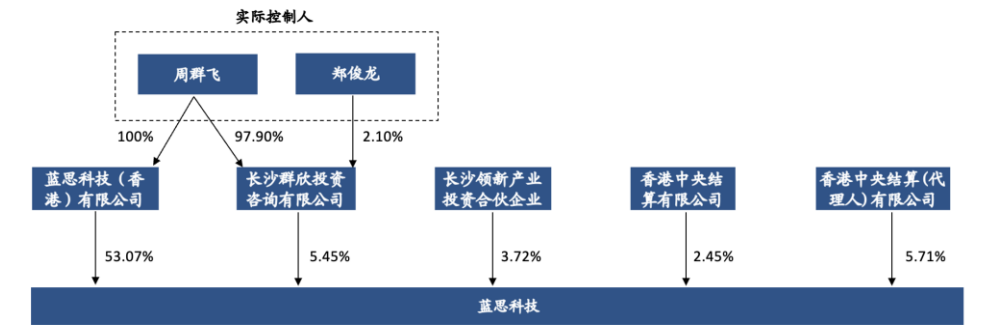


资料来源：公司公告，HTI

1.2 股权结构集中，创始人夫妇系实控人

公司股权结构集中。实控人周群飞及郑俊龙夫妇为一致行动人，通过蓝思科技（香港）有限公司及长沙群欣投资咨询有限公司，合计对公司持股占比达 58.52%。二者作为创始人，皆深耕行业 20 年以上，具备丰富的行业经验，掌握公司核心决策权。其中，周群飞担任董事长、郑俊龙担任副董事长。公司稳定且集中的股权结构，有助于战略的长期稳定推进。

图 3：公司股权结构图



注：截至 2025/10/31
资料来源：WIND，HTI

1.3 以平台化能力，贯穿多应用场景

公司具备全面配合客户完成从产品设计到结构件加工、模组配套，再到整机组装的垂直整合能力。从应用场景来看，公司主营业务涉及中高端智能手机、智能穿戴、平板电脑、笔记本电脑、一体式电脑、新能源汽车、人形机器人、AI 眼镜/XR 头显、智能家居家电、光伏产品等领域，产品涵盖玻璃、金属、陶瓷、塑胶、皮革、硅胶、玻纤、碳纤、化纤等材质的防护面板、触控模组、生物识别等外观结构及功能组件，以及配套辅料、工装夹具模具、生产设备、检测设备、自动化设备，和自主研发的运营系统。我们认为，积累于材料、拓展于模组、收束于组装，叠加全球化布局，蓝思的人才+技术+供应+智造平台化能力，是其最具穿透力的核心竞争力，也是其得以横跨消费电子、智能汽车、机器人等多个下游领域，且未来有望向更多领域拓展的根基。

图 4：公司下游应用场景

应用场景	公司产品
智能手机	产品涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属、塑胶等材质的防护面板、触控模组、生物识别等外观结构及功能组件。
智能穿戴	公司在智能手表、AR/VR 等 AIoT 品类拥有玻璃、蓝宝石、陶瓷（背盖组件、表壳、表冠）、金属（表壳、表冠）、触控、贴合、镀膜（玻璃、蓝宝石）等在内的一站式供应及组装能力，为客户提供一站式的智能穿戴产品解决方案。 蓝思提供基于不同金属材质的 A、C、D 壳解决方案，同时拥有成熟高端玻璃、陶瓷、蓝宝石替代解决方案。
笔记本电脑	笔记本电脑业务可以满足客户的多元化需求：从笔记本触控面板解决方案，到 GF2、OGS、GFF 等结构，固态光学胶、液态光学胶与 LCM、OLED 贴合，再到笔记本上触控板、触摸条和主动笔等触控定制需求均可满足。
平板电脑	凭借强大的技术研发实力、精密加工能力及量大稳定的产品供应能力和良好的行业口碑，公司已经与国内外头部品牌深度合作，通过集成防护玻璃、指纹模组、蓝宝石镜片、触控模组、金属结构件等零组件，为客户提供一站式解决方案。
智能汽车	公司已经围绕智能驾驶舱研发及批量生产车载电子玻璃及组件、车载中控屏（结构与功能零部件及组装）、前挡玻璃/车窗玻璃、仪表盘组件、B 柱、车载装饰件、车身结构件、后视镜及导航仪等诸多种类的汽车电子产品，与头部客户在多款全球畅销车型的汽车电子整部件开展技术创新、工艺研究和批量生产合作。
人形机器人	公司在人形机器人领域提供一站式垂直整合服务，涵盖设计到量产全流程。已与国内外头部人形机器人企业建立合作，组建专门团队研发生产关节、灵巧手、躯干、头部壳体及表情面罩等模组及整机组装。在核心技术突破上，蓝思已成功量产六维力矩传感器、行星滚柱丝杠等机器人核心零部件，并创新研发曲面玻璃显示技术、纳米微晶玻璃技术，为人形机器人打造兼具轻量化、高强度与未来感的外观解决方案。
AI 眼镜/XR 头显	蓝思科技依托全球领先的产线布局与自动化设备，覆盖 AI 眼镜/XR 头显的镜架、镜片、功能模组等核心环节，实现从光学模组研发到整机组装的垂直整合。自主研发的纳米微晶玻璃技术提升了镜片的抗摔性、透光率，实现轻量化设计。
智慧零售	公司凭借强大的整机设计、精密制造、精湛工艺和自动化整机组装能力，在智慧零售领域展现出卓越的制造实力。如支付宝碰一下支付终端和电子价签等核心产品上，公司充分发挥技术优势，为客户提供高效、可靠的智慧零售解决方案。
智能家居家电	智能家居行业零部件配套生产商，具备快速、大批量、持续的供货能力，涵盖智能音响、视频监控、智能门锁、白色家电等智能家居家电的视窗防护及结构件产品。
光伏新能源	致力于新材料、新技术、新产品的探索和新应用的实践，主要布局光伏玻璃、光伏组件、光伏电站等领域的研发、生产和应用。集团自有园区已建成运营多个屋顶光伏电站。 研发的 1.1mm 超轻薄玻璃领先业界，较市面厚度 2.0mm 减重 45%，已获得权威认证和量产，适用于水面光伏、屋顶光伏和柔性支架光伏等需要轻量化的应用场景。

资料来源：公司官网，HTI

2. 行业情况：创新周期再起，精密制造不可或缺

2.1 消费电子：新技术创新重要载体，关注端侧 AI

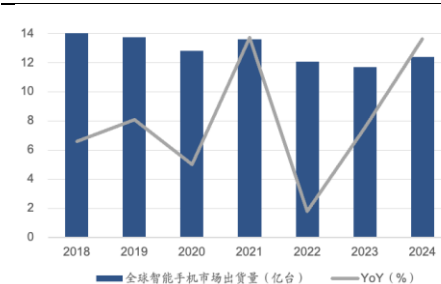
2024 年以来，受益于新的换机周期、生成式 AI 等技术创新驱动、积极的以旧换新及补贴政策落地等影响，以智能手机为代表的消费电子终端需求温和回暖。根据 IDC 数据，在 2022-2023 年的衰退后，2024 年，全球智能手机出货量达 12.4 亿台，同比增长 6.4%，呈现强劲复苏。其中，得益于过去几年挤压的换机需求逐渐释放，2024 年全年中国智能手机市场出货量约 2.86 亿台，同比增长 5.6%。具体而言，1H24 承接 2023 年末开始的市场复苏趋势，Gen AI、屏幕以及电池续航等技术创新驱动消费者换机需求释放明显；但下半年尤其临近年末，市场需求有逐渐放缓。

2025 年，高端市场带动智能手机延续复苏态势。2025 年 Q1-Q3，全球智能手机出货量持续回暖，同比增速分别+0.2%/+1.4%/+2.6%。具体而言，3Q25，全球智能手机出货量达 3.227 亿部。其中，苹果新款 iPhone 17 系列需求旺盛，预订单量超过上一代产品；与此同时，三星 Galaxy Z Fold 7 与 Galaxy Z Flip 7 的表现超越所有前代折叠屏机型，为折叠屏细分市场注入新活力。创新的外观设计与更具性价比的 AI 智能手机吸引消费者升级设备，成为市场增长的关键动力。

中国大陆高端市场需求表现强韧性，折叠屏渗透率持续提升。相比全球智能手机市场，中国大陆增长相对乏力，部分受到国补提前释放需求及后期政策收紧、消费者趋于理性的影响。但结构性来看，高端市场需求仍然表现出强韧性，600 美元以上高端手机市场份额持续增长，折叠屏渗透率持续提升。

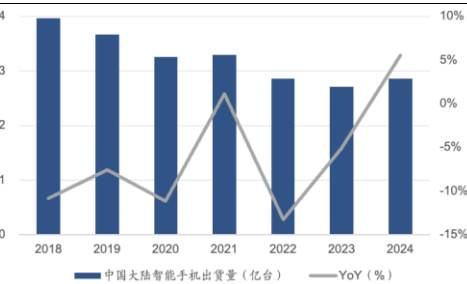
苹果有望为折叠屏行业注入新动能。根据 TrendForce 数据，在市场预期苹果于 2026 年下半年推出折叠产品的带动下，将助力折叠手机渗透率从 2025 年的 1.6%提升至 2027 年的 3%以上。根据 IDC 数据，2025 年全球折叠屏手机市场出货量将达 1983 万台，同比增长 6.0%；至 2029 年，全球折叠屏手机出货量预计将会接近 2729 万台，CAGR 为 7.8%。其中，2023 年起，中国成为全球最大的折叠屏手机市场。2025-2029 年，中国市场占全球折叠屏手机市场的比例将稳定在 45%及以上。

图 5：全球智能手机出货量及增速



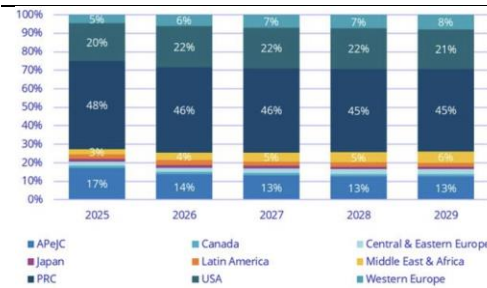
资料来源：IDC, HTI

图 6：中国大陆智能手机出货量及增速



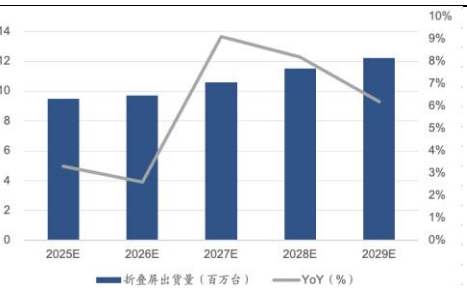
资料来源：IDC, HTI

图 7：全球折叠屏各地区市场份额



资料来源：IDC, HTI

图 8：中国折叠屏出货量及增速



资料来源：IDC, HTI

端侧 AI 持续驱动消费电子行业长期成长，AI 眼镜/XR 头显分支增速最快。根据弗若斯特沙利文数据，2025-2029 年，全球消费电子合计出货量将由 19.05 亿台上升至 22.96 亿台，CAGR 为 4.8%。其中，AI 眼镜/XR 头显出货量将由 1820 万台增长至 1.06 亿台，CAGR 为 55.5%。我们认为，端侧 AI 是消费电子未来几年最重要的叙事，而智能眼镜作为端侧 AI 的重要载体，享有爆发式增长空间。

图 9：全球消费电子出货量（百万台）

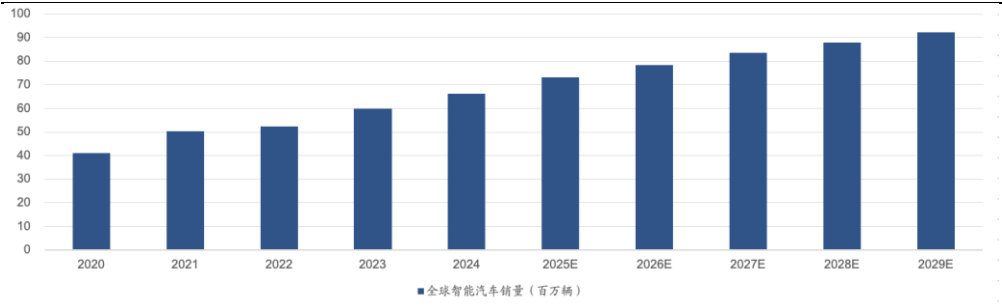
产品类型	2020 年	2024 年	2025E	2029E	CAGR (2020 – 2024)	CAGR (2025E – 2029E)
智能手机	1,292.2	1,238.8	1,295.0	1,463.9	-1.0%	3.1%
平板电脑	164	140.1	151	180	-3.9%	4.5%
笔记本电脑	303.9	262.7	268	305.1	-3.6%	3.3%
智能穿戴	110.9	159.7	171.8	240.4	9.5%	8.8%
AI 眼镜/XR 头显	6.8	9.6	18.2	106.3	8.9%	55.5%
合计	1,877.8	1,810.9	1,904.8	2,295.7	-0.9%	4.8%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，HTI

2.2 汽车智能化程度加深，驱动电子企业深度参与

政策支持+技术进步驱动智能汽车市场快速增长。根据弗若斯特沙利文数据，2025-2029 年，智能汽车销量预计将从 7320 万辆增长至 9210 万辆，CAGR 为 5.9%。汽车智能化程度不断加深，对于包括中控屏、智能 B 柱、智能仪表盘、HUB 等需求持续增长。2024 年，智能汽车核心系统中的 HUD/流媒体后视镜/智能 B 柱渗透率仍低，分别为 11%/4%/15%，尚具备高成长空间。

图 10: 全球智能汽车销量（百万辆）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，HTI

图 11: 全球智能汽车核心系统渗透率

交互系统	2020	2024	2029 E
中控屏	70.0%	90.0%	98.5%
智能仪表盘	12.0%	40.0%	65.0%
HUD	4.2%	11.0%	50.0%
流媒体后视镜	0.7%	4.0%	25.0%
智能 B 柱	0.8%	15.0%	29.0%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，HTI

此外，具备智能化与功能化服务的多功能玻璃成为智能汽车重要结构件。车载智能玻璃可以集成遮阳、变色、车窗显示等各种功能，与触摸、语音、手势等各种交互方式，从而进一步提升驾乘者的用户体验。以蓝思的超薄夹胶玻璃为例，其采用 5 层纳米镀膜工艺，前挡风玻璃紫外线阻隔率超 99%，红外线隔热率提升 30%，可有效降低空调能耗，全车玻璃减重可达 30 公斤；侧窗玻璃增加金属氧化物夹层，在保证透光率的同时增强隐私性，并降低 5 至 8 分贝的风噪，提升 NVH（汽车噪声振动）表现；天幕玻璃支持 PDLC（液晶调光膜）电致变色技术，透光率可在 10%至 80%间智能调节，满足不同场景下的舒适需求。

图 12: 车载智能玻璃应用示例



资料来源：智能汽车俱乐部，HTI

2.3 机器人赛道空间广阔，具身智能加速落地

人形机器人赛道持续火热，产业化加速落地。智能机器人按用途可分为工业机器人与服务机器人。其中，人形机器人属于服务机器人，亦是行业关注度与增速预期最高的细分板块。根据弗若斯特沙利文数据，预计全球人形机器人市场规模将由 2025 年的 23 亿美元增长至 2029 年的 129 亿美元，CAGR 高达 54.4%。其中，核心载体结构件与功能模组技术壁垒高、工艺复杂难度大，整机厂商倾向于将关节模组、灵巧手、驱干等结构件外包至专业供应商。

图 13: 全球智能机器人市场规模 (亿美元)

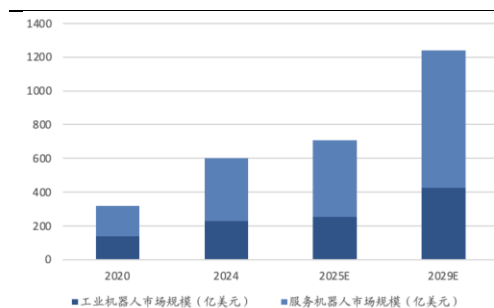
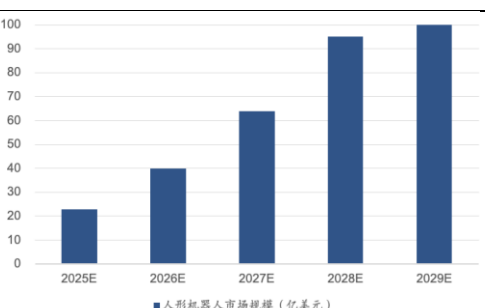


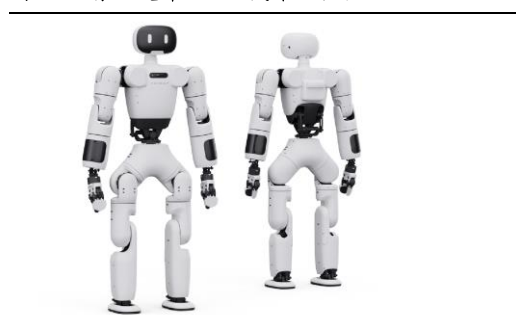
图 14: 全球人形机器人市场规模 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司公告, HTI

资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司公告, HTI

图 15: 智元灵犀 X1 全栈开源机器人



资料来源: 智元机器人官网, HTI

图 16: 蓝思科技深度参与智元 X1 相关产品



资料来源: 公司官方公众号, HTI

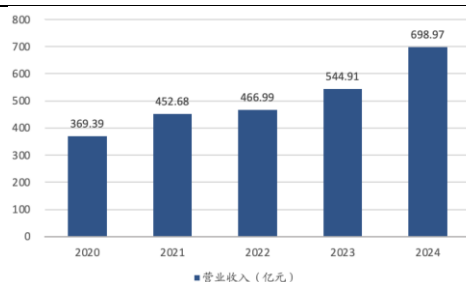
3. 财务数据: 多引擎驱动，营收净利双升动能强

3.1 各业务线齐头并进，具备强营收韧性

根据公司三季报，2025 年前三季度，公司实现营业收入 536.63 亿元，+16.08%YoY；实现归母净利润 28.43 亿元，+19.91%YoY。其中，3Q25，公司实现营业收入 207.02 亿元，YoY+19.25%，创历史同期新高；实现归母净利润 17 亿元，+12.62%YoY。智能手机与电脑仍是公司主要收入来源，1H25 营收占比达 82%。

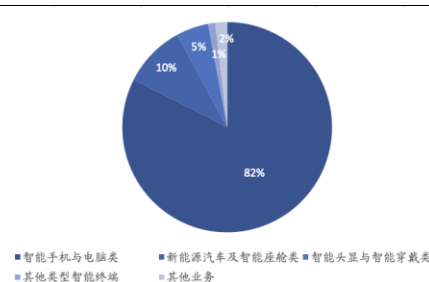
3Q25 旺季较往年略有后移，北美大客户加单将在 4Q25 逐步体现。自九月份北美大客户新机上市后，市场认可度高，公司持续获得加单，我们分析主要系普通款性价比高（中国大陆售价，同等 256G 内存，本代版本较前代版本发售时便宜 1000 元）+Pro 系列外观改变。从节奏上看，公司从九月份开始收到加单，十月份延续获得加单，且加单交付将逐步进行。截至目前，为应对订单增长，公司大力强化自动化能力、优化工艺流程的背景下，生产人员总数亦达历史最高峰。

图 17: 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, HTI

图 18: 公司按业务划分的营业收入, 1H25



资料来源: 公司公告, HTI

具体而言, 分业务来看:

- (1) **智能手机与电脑类:** 仍为公司第一大营收来源, 营收占比超 80%。1H25, 公司智能手机与电脑类业务实现营业收入 271.85 亿元, +13.19%YoY。在消费电子创新复苏的背景下, 公司持续巩固在玻璃、陶瓷、蓝宝石及金属等外观件、结构件与功能模组市场领先地位, 完成了多款年度旗舰手机的研发和量产准备, 配合头部客户量产了多款新品高端机型金属中框, 市场份额与盈利较上年快速增长。市场需求回暖亦驱动电脑业务产销与盈利同步提升。此外, 随着组装业务的经营规模还在继续扩大, 规模效应逐步体现。整体而言, 公司以整机组装为抓手, 通过高度的垂直整合能力, 带动自有外观件、结构件业务持续发展的战略, 取得了良好效果。

我们对智能手机与电脑类业务持乐观态度。据观察, iPhone 17 销售周期强劲, 表现远超市场预期。根据 Counterpoint 数据, iPhone 17 系列在中国与美国市场开卖首 10 天的销量, 较 iPhone 16 系列同期成长 14%。其中, 标准版 iPhone 17 在中国市场的销量较 iPhone 16 标准版几乎翻倍成长, 而在中美两地的整体销量则较前代成长 31%。与此同时, 根据苹果指引, iPhone 收入创历史新高, iPhone 17 系列的需求远超预期, 门店客流量显著增长, 消费者反响相当强劲, 创下九月季度升级用户数量的新纪录。考虑到 4Q 作为海外的节日周期以及中国的购物季, 新机销量有望进一步大涨, iPhone 销售有望实现两位数的同比增速, 对应单季营收料将增长 10%-12%。蓝思今年新机的规模量产工作已在 6 月开始, 已达满产状态, 正按客户的生产规划和订单指引快速推进。蓝思作为外观件和结构件的核心供应商, 今明两年产品的单机价值量增长弹性最大, 市场份额同步提升, 促进营收及业绩增长。

- (2) **智能汽车与座舱:** 收入稳步增长, 新产品和新客户导入持续取得进展。1H25, 公司智能汽车与座舱业务实现营业收入 31.65 亿元, +16.45%YoY。持续深化智能座舱产品矩阵的技术纵深与市场渗透。中控模组、智能 B/C 柱、充电桩、座舱装饰件及无线充电模组等核心产品线协同放量, 通讯模组与域控制器同步突破, 已实现批量交付。

值得注意的是, 公司开发数年的多功能超薄夹胶汽车玻璃取得突破。超薄夹胶汽车玻璃以战略级创新支点定位, 成功导入国内头部车企新车型量产体系, 同步深化与全球科技品牌及欧美传统车企合作, 即将进入批量生产阶段。其具备轻量化、隔音、隔热、隔紫外线、防水、防污特性, 可以广泛应用在车窗、前后挡风玻璃以及天幕玻璃上。目前产品已完成美规、欧规、中规认证, 国内头部汽车品牌将率先采用, 客户导入后将因减重提升续航、集成隔音隔热隔紫外线及变色/显示功能(无需贴膜)形成示范效应, 推动其他客户跟进。今年产线正式投产运营, 供应国内头部客户, 更大规模园区产线建设今年底完成, 明年通过客户认证后投产, 从而覆盖更多头部客户需求。

此外，公司作为特斯拉全球一级核心供应商，亦深度受益 Robotaxi 产业趋势。Robotaxi 更复杂的中控和负责导航的 B 柱等环节，为公司提供充分价值量空间。若 Robotaxi 放量，我们预计年内存在数十万增量，且公司单车 ASP 有望进一步提升，量价齐升夯实公司增长动能。

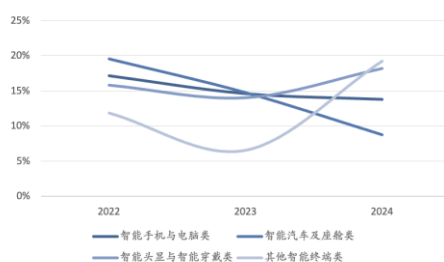
- (3) **智能头显与智能穿戴：**收入保持增长，公司具备已经在智能头显与智能穿戴相关产品的光学镜片、结构件、功能模组及整机组装积累前瞻式解决方案能力。公司在光波导和光学引擎领域深耕多年，已配合国际大客户完成多代智能眼镜核心组件研发，并在光波导材料、微纳结构加工等关键技术路线上取得突破。自主研发的纳米微晶玻璃技术可提升镜片抗摔性与透光率，为 AI 眼镜提供轻量化、高画质显示方案。蓝思创新研究院开发的轻量化高强度材料，为未来 AI 眼镜的多模态交互、脑机接口传感器集群提供支撑，将成为更多国际头部品牌的核心供应商。

1H25，公司智能头显与智能穿戴类业务实现营业收入 16.47 亿元，+14.74%YoY。在光波导镜片良率优化与高精度自动化组装等核心工艺领域实现突破，并成功实现对国内头部客户 AI 眼镜整机的规模化量产交付。2025 年 2 月，公司与 AI 交互领军企业杭州灵伴科技（Rokid）达成深度战略合作，通过整机组装与全产业链整合，为 2025 年全球 AI 眼镜出货量爆发式增长（可达 400 万-1200 万台）提供核心支撑。蓝思作为 Rokid AI 眼镜全系产品的整机组装合作伙伴，从镜架、镜片、功能模组到全自动组装线实现全链条覆盖，依托全球领先的智能制造体系助力 Rokid 突破产能瓶颈，加速产品规模化交付。构建从光学模组研发到整机组装的垂直整合能力，推动轻量化、低功耗显示技术突破，实现产品向“无感佩戴”演进。2025 年 6 月，公司与在湘潭基地成功下线首款联合研发产品 Rokid Glasses。

- (4) **其他智能终端：**1H25 实现营业收入 3.64 亿元，+128.2%YoY。1) **机器人：**2025 年，公司与国内外头部具身智能企业的合作都取得实质进展，实现关节模组、灵巧手、外骨骼设备等核心部件及整机组装的批量交付，规模效应逐步显现。国内角度，公司承接智元机器人全系列多款人形机器人业务、成立合资公司并批量交付灵犀 X1 人形机器人相关产品，在具身智能领域已积累先发优势。海外角度，与北美客户配合进展顺利，关键模组及整体金属结构件正在送样和开发中，公司预计明年客户产品定型后开展招标，公司有望成为重要供应商，预计 2025 年全年公司人形机器人出货量至少 3000 台，四足机器狗订单 2 万台（原规划 1 万台以上）。整体而言，公司战略目标定位为全球最大智能机器人制造平台，采取整机组装、关键功能模组及结构件并驾齐驱的发展模式。目前，国内客户普遍欢迎整机组装，已有五六家国内头部机器人公司合作人形机器人和机器狗；关键模组（如关节模组、灵巧手模组）技术先进、经验丰富，北美客户已接受相关模组方案。考虑到单纯组装拖累毛利率，通过整机组装与功能模组、结构件的相辅相成，有望获取更高毛利水平。下一阶段，重点观察机器人产业规模化放量节点。2) **AI 服务器：**公司从 2024 年开始布局服务器，推动相关开发和客户对接。目前同步对接包括北美客户在内的国内外服务器客户。今年三季度以来已逐步开展对国内头部客户的机箱结构件出货，从机箱结构件（含导轨、托盘）做起，明年逐步向业务模组、固态硬盘等组装领域拓展，最终目标是整机组装。与客户合作、配合开发及认证准备工作按部就班开展，年内可有进一步信息落地。3) **智慧零售产品：**营收同比显著提升，协同智能家居等业务形成多元增长引擎。

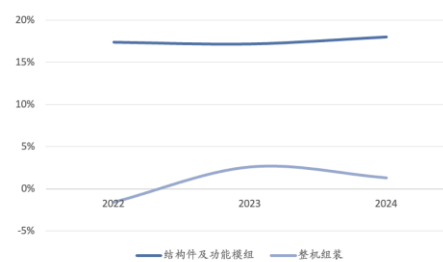
AI 从云到端，公司核心受益，远期增长可期。成本、能耗、时延、隐私合规等多重因素驱动 AI 从云到端，以 Open AI 为代表的 AGI 龙头亦官宣开发 AI 硬件。2025 年 5 月，Open AI 以 65 亿美元收购前苹果首席设计师 Jony Ive 创办的 AI 硬件初创公司 io，并预计于 2026 年底或 2027 年初发布首批硬件产品，包括无显示屏的智能音箱、智能眼镜、数字语音记录器以及可穿戴胸针。蓝思作为垂直整合零部件/模组/精密组装一体化的公司，将进一步拓展为 AI 时代的智能硬件制造商。公司在 AI 端侧硬件领域早已领先布局并开展深入研究，很早就与全球领先的 AI 平台公司建立了紧密的合作关系，是最早的硬件开发合作伙伴之一。目前，公司正作为核心供应商，深度参与新一代 AI 硬件产品的原型开发与设计阶段，提供关键的功能模组和精密制造解决方案。公司的开发团队与客户的硬件核心团队拥有长期默契的合作基础，从前端研发阶段就深度介入，充分发挥公司在研发设计、精益生产及供应链垂直整合方面的优势，积极配合客户，致力于满足未来 AI 时代对硬件升级和整机组装业务的爆发式需求。我们预计，在端侧 AI 领域，公司未来将获得可期增长空间。

图 19: 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，HTI

图 20: 结构件及功能模组/整机组装毛利率



资料来源：公司公告，HTI

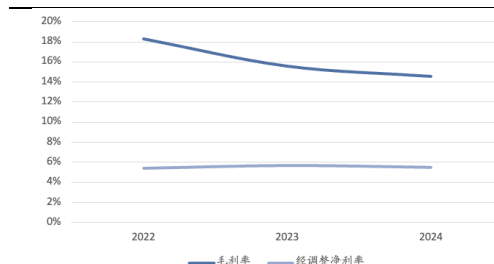
3.2 拓展组装+墨西哥工厂短暂拖累毛利率，但费用率管控得力

2022-2024 年，公司毛利率分别为 18.3%/15.6%/14.6%。我们分析，公司毛利率下滑主要系：（1）组装业务拉低智能手机与电脑整体毛利率：buy&sell 模式下，组装业务毛利率相对较低：2022-2024 年，组装业务毛利率分别为 -1.6%/2.6%/1.3%；结构件及功能模组毛利率分别为 17.4%/17.2%/18%。3Q25，公司毛利率环比改善但同比下滑，亦是受此结构性影响，整机组装业务增长幅度大但毛利率较低，其产能目前基本饱满。主要作用是引导结构件业务发展。而结构件和功能模组作为利润增长点，毛利率实际为增长态势。（2）墨西哥工厂导致智能汽车及座舱类业务毛利率下滑：2023 年，海外生产基地投资导致设备折旧及摊销成本增加；2024 年，海外生产基地生产的智能汽车及座舱的结构件及功能模组比例增加，而其所生产产品的运输成本及原材料成本较高。2022-2024 年，智能汽车及座舱类毛利率分别为 19.5%/14.7%/8.7%。2025 年，墨西哥拖累因素已经消除，我们预计后续毛利率会有所恢复。

但得益于费用率管控得力，公司净利率基本维稳。2022-2024 年，公司销售费用率分别为 1.5%/1.2%/1%，行政费用率分别为 6.9%/5.3%/4.8%，研发费用率分别为 4.5%/4.3%/4%，经调整净利率分别为 5.4%/5.7%/5.5%。

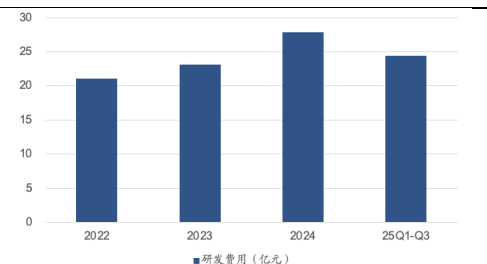
2025 年，新项目/新客户/新产品众多，研发费用有序上涨。2025 年 Q1-Q3 研发费用共 24.4 亿元，为后续客户及订单增长奠定基础。2025 年 Q1-Q3，公司销售/行政/研发费用率分别为 0.8%/3.9%/4.5%，销售及行政费用率仍然保持下降趋势，研发费用率有所上涨。研发费用增长主因系今年公司接到的新项目、新客户、新产品均数量众多。具体而言，在消费电子、AI 眼镜、人形机器人、汽车玻璃等方面，公司今年有超硬镀膜，3D 玻璃、BPA 以及 UTG 等新项目落地量产，产生较大前期研发和打样费用。研发费用既有对应的新产品开发，也有公司主动开展的前沿技术和基础研究，均为公司未来的业务增量转化奠定基础。针对当前竞争背景，在合理管控研发费用的前提下，与客户同研共创，引领产品创新是公司得以与客户深度绑定的基础。蓝思与客户的合作往往始于产品研发初期阶段，可以保证公司较大的市场份额，其他新供应商进入的成本和难度大大提升。

图 21: 公司毛利率及经调整净利率



资料来源：公司公告，HTI

图 22: 公司研发费用情况



资料来源：公司公告，HTI

4. 财务预测与估值

4.1 财务预测

智能手机与电脑类：受益于大客户创新周期，我们预计明年加速成长。公司作为全球领先的消费电子精密结构件及模组综合解决方案提供商，目前已经在玻璃、陶瓷、蓝宝石及金属等外观件、结构件与功能模组占据市场领先地位，且已完成了多款年度旗舰手机的研发和量产准备。我们判断，公司充分受益大客户创新周期。考虑到 2025 年 iPhone17 销量超预期/2026 年折叠机推出/2027 年 iPhone20 周年外观设计创新预期，公司营收增长动能持续增强。且我们积极看待创新性高端款式中，公司单机 ASP 提升对于毛利率上涨的促进作用。

智能汽车及座舱类：公司目前在智能汽车交互系统综合解决方案中全球领先，中控模组、智能 B 柱、充电桩及无线充电模组等核心产品线协同放量，通讯模组与 ECU 控制器同步突破。此外，超薄夹胶车窗玻璃以战略级创新支点定位，成功导入国内头部车企新车型量产体系，同步深化与全球科技品牌及欧美传统车企合作，即将进入批量生产阶段。我们判断 超薄汽车夹胶玻璃车窗放量在即，看好其对于公司营收的驱动作用，及其作为高价值单品对于毛利率的推动。产能角度，目前首条汽车玻璃产线已通过客户认证，我们预计在今年年底到明年年初实现量产，满足数十万辆汽车的客户需求。另外三条产线预计在今年年底完成基础建设，并在明年一季度通过客户认证后快速投入量产。这四条线全部投产后，年产能可匹配上百万辆车。此外，此前墨西哥工厂存在所生产产品的运输成本及原材料成本较高问题，拖累公司毛利率，但年内墨西哥因素已经消除。我们判断，生产基地调整，驱动毛利率恢复。

智能头戴与智能穿戴类：公司是智能眼镜行业增长的核心受益方，目前已经在光波导镜片良率优化与高精度自动化组装等核心工艺领域实现突破，并成功实现对国内头部客户 AI 眼镜整机的规模化量产交付。我们看好 AR 眼镜作为端侧 AI 重要载体的潜力，假设公司智能头戴与智能穿戴类业务 25/26/27 年收入增速分别为 50%/30%/20%，毛利率维持稳中有增的趋势。

其他智能终端类：关注人形机器人/AI 服务器等业务突破。公司作为目前已经深度参与人形机器人关键部件、模组的研发和生产，并批量交付部分相关产品，在具身智能领域已积累先发优势。此外，公司已重点开拓 AI 服务器业务，与北美核心 AI 硬件客户深度协同，从机箱结构件（含导轨、托盘等）切入，逐步向液冷模组、固态硬盘（SSD）组装等高附加值环节拓展。我们目前对其他智能终端类业务贡献假设较为保守，但对其增长空间持乐观态度，重点关注后续客户进展与订单情况。

基于以上，我们预测公司 2025-2027 年盈利如下表：

图 23：公司收入拆分及盈利预测（亿元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	544.91	698.97	874.07	1,105.47	1,331.41
营业成本	459.99	597.13	732.86	925.47	1,113.90
毛利润	84.92	101.83	141.22	180.00	217.51
营业费用	62.66	68.09	100.19	121.62	144.27
营业利润	32.77	38.71	51.25	70.82	86.51
利润总额	32.54	38.49	50.93	70.56	86.24
所得税	2.12	1.72	2.60	2.15	2.15
净利润	30.42	36.77	48.34	68.41	84.09
少数股东损益	0.20	0.53	0.48	0.41	0.47
归母净利润	30.21	36.24	47.85	68.01	83.62

资料来源：Wind，HTI 预测

4.2 估值

首次覆盖我们给予公司“优于大市”评级，对应目标价 36.5HKD，有 46.7%的上行空间。公司作为智能终端全产业链平台型龙头，充分受益大客户创新周期，智能手机与电脑未来三年受益于大客户创新周期、业务可见度高、预计加速成长，智能汽车及座舱类业务战略级创新支点产品超薄汽车夹胶玻璃放量在即、且此前海外工厂毛利率拖累因素有望消弭，智能头戴与智能穿戴类产品已预定 AR 核心受益地位、静待行业爆发，人形机器人/AI 服务器未来可期。我们判断公司明后年业务有望加速成长，且将保持利润增速强于营收增速。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 874.07、1105.47、1331.41 亿元，归母净利润分别为 47.85、68.01、83.62 亿元（全文内容若无特别说明部分，默认币种为人民币）。参考可比公司并考虑公司未来两年的加速成长，我们给予蓝思科技 2026 年 26X PE，对应目标价 36.5HKD，有 46.7%的上行空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

图 24: 可比公司估值表

代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002475.SZ	立讯精密	4,408.6	133.66	168.5	212.6	257.0	33.0	26.2	20.7	17.2
002241.SZ	歌尔股份	1,125.7	26.65	33.5	42.1	51.2	42.2	33.6	26.7	22.0
601138.SH	工业富联	14,593.8	232.16	328.4	510.1	615.1	62.9	44.4	28.6	23.7
均值							46.0	34.7	25.4	21.0

注：收盘价为 2025 年 11 月 03 日价格，PE 基于 WIND 一致预期。
资料来源：WIND，HTI

5. 风险提示

中美贸易摩擦，大客户集中度风险，消费电子下游需求不及预期，端侧 AI 发展不及预期，新技术落地节奏不及预期，行业竞争加剧。

财务报告分析和预测

利润表						财务指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54,490.7	69,896.8	87,407.3	110,546.9	133,140.5	成长性					
销售成本	-45,998.9	-59,713.3	-73,285.6	-92,547.3	-111,389.9	营业收入增长率	16.7%	28.3%	25.1%	26.5%	20.4%
毛利润	8,491.9	10,183.5	14,121.7	17,999.6	21,750.7	营业利润增长率	10.5%	18.1%	32.4%	38.2%	22.2%
其他收入	1,017.2	567.0	754.3	779.5	700.3	净利润增长率	23.4%	19.9%	32.0%	42.1%	23.0%
其他收益及亏损净额	218.7	384.4	308.0	303.7	332.0	EBITDA增长率	0.4%	22.7%	17.7%	21.2%	15.3%
销售开支	-674.1	-705.6	-1,096.8	-1,284.6	-1,509.7	EBIT增长率	-6.0%	48.5%	23.9%	29.8%	19.3%
行政开支	-2,910.3	-3,369.0	-4,981.6	-5,946.6	-7,094.3	NOPLAT增长率	18.5%	11.0%	40.0%	39.0%	21.4%
研发开支	-2,316.6	-2,784.8	-3,712.8	-4,710.5	-5,677.6	投资资本增长率	-0.4%	0.8%	3.6%	0.5%	-5.0%
其他开支	-6.8	-8.2	-22.9	198.9	352.9	净资产增长率	4.8%	5.0%	6.0%	6.6%	7.5%
分账使用权益法入帐的投资业绩	-57.3	3.9	-16.5	-23.3	-12.0	利润率					
财务成本	-510.0	-388.4	-263.9	-251.3	-204.9	毛利率	15.6%	14.6%	16.2%	16.3%	16.3%
除税前利润	3,253.9	3,848.9	5,093.3	7,055.9	8,624.3	营业利润率	6.0%	5.5%	5.9%	6.4%	6.5%
所得税开支	-212.1	-172.1	-259.7	-214.6	-215.5	净利润率	5.5%	5.2%	5.5%	6.2%	6.3%
年度利润	3,041.8	3,676.9	4,833.6	6,841.2	8,408.8	EBITDA/营业收入	15.5%	14.8%	14.0%	13.4%	12.8%
归母净利润	3,021.3	3,623.9	4,785.2	6,800.6	8,361.5	EBIT/营业收入	6.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.8%
资产负债表						运营效率					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
货币资金	10,519.0	10,988.1	12,778.1	15,572.2	22,121.1	固定资产周转天数	237	186	148	114	90
交易性金融资产	349.7	354.9	354.9	354.9	354.9	流动营业资本周转天数	27	17	18	24	22
应收账款	9,924.6	11,353.1	15,255.1	20,244.6	21,027.2	流动资产周转天数	187	152	144	146	146
应收票据	6.2	7.5	9.6	9.9	15.3	应收账款周转天数	64	55	55	58	56
预付账款	126.5	174.3	195.2	240.8	308.6	存货周转天数	44	36	35	38	36
存货	6,682.7	7,160.6	9,845.9	13,417.5	13,148.4	总资产周转天数	515	408	347	301	270
其他流动资产	472.1	734.4	545.0	583.8	621.0	投资资本周转天数	311	243	199	160	130
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.5%	7.4%	9.3%	12.4%	14.2%
长期股权投资	375.0	325.7	325.7	325.7	325.7	ROA	3.9%	4.5%	5.5%	7.0%	8.2%
投资性房地产	1,020.3	900.8	900.8	900.8	900.8	ROIC	7.0%	7.8%	10.8%	14.5%	17.5%
固定资产	36,027.3	36,378.7	35,672.0	34,369.8	32,475.1	费用率					
在建工程	778.6	1,280.5	1,152.5	1,037.2	933.5	销售费用率	1.5%	1.2%	1.0%	1.3%	1.2%
无形资产	5,227.3	5,074.5	4,658.9	4,293.3	3,885.6	管理费用率	6.9%	5.3%	4.8%	5.7%	5.4%
其他流动资产	5,960.6	6,283.1	5,916.1	5,927.3	5,997.0	研发费用率	4.5%	4.3%	4.0%	4.2%	4.3%
资产总额	77,469.7	81,016.0	87,609.7	97,277.8	102,114.2	偿债能力					
短期债务	1,417.2	1,561.4	1,483.3	1,522.3	1,502.8	资产负债率	39.9%	39.7%	40.9%	43.3%	41.9%
应付账款	11,582.5	14,426.6	17,525.7	24,211.8	24,910.5	负债权益比	66.5%	65.9%	69.2%	76.3%	72.1%
应付票据	13.0	91.6	36.9	80.0	97.2	流动比率	1.47	1.33	1.48	1.55	1.72
其他流动负债	6,043.7	6,985.6	7,270.8	6,769.9	7,008.7	速动比率	1.12	1.02	1.11	1.14	1.33
长期借款	9,588.3	7,807.9	7,417.5	7,612.7	7,515.1	利息保障倍数	14.91	-114.35	25.35	34.55	50.55
其他非流动负债	2,303.5	1,297.0	2,091.5	1,897.4	1,762.0	分红指标					
负债总额	30,948.1	32,170.1	35,825.7	42,094.1	42,796.3	DPS(元)	0.28	0.38	0.43	0.65	0.81
少数股东权益	182.6	189.3	237.7	278.3	325.6	分红比率	49.1%	54.7%	48.0%	50.6%	51.1%
股本	4,983.2	4,982.9	5,284.3	5,284.3	5,284.3	股息收益率	1.0%	1.3%	1.5%	2.2%	2.7%
留存收益	41,542.8	43,774.9	46,261.9	49,621.0	53,707.9	业绩和估值指标					
股东权益	46,521.6	48,845.9	51,783.9	55,183.7	59,317.9		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表						EPS(元)	0.57	0.69	0.91	1.29	1.58
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	BVPS(元)	8.77	9.21	9.75	10.39	11.16
净利润	3,041.8	3,676.9	4,785.2	6,800.6	8,361.5	PE(X)	39.9	33.3	25.2	17.7	14.4
加:折旧和摊销	4,962.7	5,112.4	5,505.7	6,095.8	6,676.5	PB(X)	2.6	2.5	2.3	2.2	2.0
公允价值变动损失	-42.9	37.6	349.4	315.1	200.7	P/FCF	-257.8	51.7	39.4	19.3	11.1
财务费用	437.5	195.2	263.9	251.3	204.9	P/S	2.2	1.7	1.4	1.1	0.9
投资收益	-106.6	-261.0	-261.0	-261.0	-261.0	EV/EBITDA	7.9	10.4	12.5	10.1	8.4
少数股东损益	20.5	53.0	48.4	40.6	47.3	EV/EBIT	18.3	20.0	22.9	17.3	13.8
营运资金的变动	506.9	-37.6	-2,588.1	-2,056.1	-39.6	CAGR(%)	31.0%	31.8%	24.3%	31.0%	31.8%
经营活动产生现金流量	9,300.2	10,888.8	8,103.5	11,186.4	15,190.4	PEG	1.3	1.0	1.0	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-5,367.4	-6,050.3	-4,124.8	-4,399.3	-4,254.7	ROIC/WACC	0.7	0.8	1.1	1.5	1.8
融资活动产生现金流量	-5,136.9	-4,454.4	-2,188.7	-3,992.9	-4,386.8	REP	2.0	2.9	2.9	2.1	1.7

资料来源: WIND, HTI

APPENDIX 1

Summary

Initiate Coverage with "Outperform" Rating and HKD 36.50 Target Price. We are initiating coverage of Lens Technology with an "Outperform" rating and a target price of HKD 36.50 (CNY 33.50), implying 46.7% upside from the current price. We project an acceleration in growth over the next two years, with margin expansion driving profit growth that outpaces revenue. Our forecasts indicate revenues of RMB 87.4/110.5/133.1 billion and net profits of RMB 4.83/6.84/8.41 billion for 2025-2027, respectively. Our target price is derived from a 26x P/E multiple on our 2026 earnings estimate, justified by peer valuations and the company's acceleration in growth over the next two years.

From Glass Specialist to a Vertically Integrated Intelligent Device Powerhouse. With over three decades of industry leadership, Lens Technology has evolved into a premier one-stop precision manufacturing partner across the smart terminal value chain. Founded in 1993 and eventually establishing its headquarters in Changsha, Hunan, the company became a key supplier to Apple, providing cover glass for the first-generation iPhone. Following its 2015 listing on the ChiNext Board of the Shenzhen Stock Exchange, Lens has relentlessly pursued a strategy of vertical integration—from raw materials to functional modules and final assembly—while expanding horizontally into high-growth sectors such as smart vehicles, robotics, and smart glasses. The company completed its dual listing on the Hong Kong Stock Exchange in 2025. This strategic execution has culminated in a qualitative leap, with its business now spanning structural components, functional modules, and complete device assembly for a diversified portfolio including smartphones, PCs, smart vehicles, AR/VR headsets, and humanoid robots.

Consumer Electronics Re-enters Innovation Cycle; Lens Positioned in High-Value Segments.

1) Smartphones: Foldable devices represent the next major incremental growth driver. The company's multi-year R&D in ultra-thin flexible glass (UTG) provides a distinct technological advantage, positioning it to capitalize on the anticipated foldable product cycle from its primary North American client. By supplying an integrated solution—including UTG screens with related components (PET protective films, glass support plates), 3D glass back covers, and hinge spindles—Lens is poised to capture a significantly higher average selling price (ASP) per device.

2) Smart Glasses: A strategic investment in Rokid, a leader in AR, has provided Lens with invaluable full-device manufacturing experience, culminating in the joint-development and launch of a product at its Xiangtan facility. We anticipate Lens will secure a key role in the complete assembly, structural component supply, and functional module processing for its major North American client's future AR endeavors, with potential to extend into the optical waveguide segment. As AR glasses emerge as a critical end-side platform for AI, the industry is set for exponential growth, and Lens is positioned as a core beneficiary.

A Decade-Long Automotive Endeavor Yields a Second Growth Engine. Lens Technology's strategic ten-year investment in the smart vehicle sector is now bearing fruit, establishing a robust second growth curve. The company's automotive customer base has expanded to include over 30 mainstream automakers, including Tesla. Its product portfolio, featuring center control modules, intelligent B/C pillars, charging piles, and cockpit trim, is gaining widespread adoption. Critically, the company has achieved breakthroughs and mass delivery of higher-value communication modules and domain controllers. Furthermore, its strategically vital ultra-thin laminated automotive glass has entered the capacity expansion phase, with mass production imminent, promising to be a significant contributor to profitability.

New Growth Frontiers Emerge in Humanoid Robots and AI Servers.

1) Robotics: Building on robotics R&D that began in 2016, Lens has deepened its engagement in the humanoid robot supply chain. In 2025, the company took over the full range of humanoid robot business of Zhiyuan Robotics and formed a joint venture, achieving mass delivery of components for the Lingxi X1 humanoid robot. The company has established a first-mover advantage in the embodied intelligence sector. For the full year 2025, humanoid robot shipments are projected to reach at least 3,000 units, complemented by orders for 20,000 quadruped robotic dogs, an increase from the original projection of over 10,000 units.

2) AI Servers: Lens is aggressively expanding its AI server business in collaboration with major North American AI hardware clients. The company has progressed from supplying chassis structural components to developing higher-value liquid-cooling modules and SSD assembly. We believe Lens will successfully leverage its core competencies in structural design precision metal processing, and complete device assembly to carve out a significant share of the AI server market, creating another powerful growth driver.

Key Risks: The primary risks to our thesis include potential escalations in U.S.–China trade tensions, significant customer concentration, weaker-than-anticipated consumer electronics demand, slower-than-expected adoption of on-device AI, delays in the commercialization of new technologies, and intensified industry competition.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

注重碳排放和产品碳足迹，关注水资源压力、生物多样性和土地利用，有污染与废物管理，可再生能源机遇关注。

Social:

全球视野，具备劳工管理、符合健康和安全、人力资本发展和供应链劳工标准，关注服务欠发达地区和弱势人群的机遇。

Governance:

公司治理优质，体系化制度化管理，董事会、薪酬、所有权和控制权以及会计等公司治理结构完善。

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，张晓飞，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的30个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaofei Zhang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，崔冰睿，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的30个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Bingrui Cui, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项(以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com)

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义(从2020年7月1日开始执行):

海通国际(以下简称“HTI”)采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况(比如投资者的现有持仓)以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.3%	7.5%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	2.9%	4.1%	0.0%

Haitong International Equity Research Ratings Distribution,
as of September 30, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%

Haitong International Equity Research Ratings Distribution,
as of June 30, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	2.9%	4.1%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
