



中信证券研究部

核心观点



徐涛

首席电子分析师  
S1010517080003



胡叶倩雯

电子分析师  
S1010517100004



苗丰

电子分析师  
S1010519120001



梁楠

电子分析师  
S1010520090005



联系人：夏胤磊

整体来看，预计电子板块各细分领域 2021 年上半年尤其是第二季度的业绩增速将出现分化，其中半导体板块受益供需紧张导致的缺货涨价，预计相关公司业绩同比、环比均将高速增长；消费电子板块受手机等销量低迷影响，相关公司业绩料将阶段性承压；其他电子零组件板块受益景气延续趋势，Q2 业绩具有高确定性。我们建议关注景气度持续及自下而上有公司成长逻辑的细分领域龙头。

**■ 半导体：21H1 产业景气，缺货涨价背景下，预计相关公司业绩同比、环比均将实现高速增长，下半年我们重点看好半导体的短中长期大逻辑。**2021 年上半年，包括 MCU、电源管理、MOSFET 与分立器件等芯片均出现明显缺货涨价、交期延长的状况。在此背景下，部分半导体公司盈利能力大幅改善，与此同时，本土厂商迎来国产替代加速推进的发展机遇，我们看好相关公司 Q2 业绩：如中芯国际（预计 Q2 收入同比+38%~40%），华虹半导体（预计 Q2 归母净利润同比+90%~120%），北方华创（公司预计 Q2 归母净利润同比 30~60%），华峰测控（预计归母净利润同比+50%~90%），斯达半导（预计归母净利润同比+60~90%），恒玄科技（预计 Q2 收入同比+90%~115%），韦尔股份（公司预计归母净利润同比+120~160%），卓胜微（预计 Q2 归母净利润同比+200~250%），兆易创新（预计 Q2 归母净利润同比+80~105%）。展望未来，我们认为行业缺货情况或在 Q3 达高峰，Q4 部分芯片缺货可能逐步缓解，手机、AIoT 将持续拉动后续需求。在当前中美硬科技分叉和海外大厂芯片缺货背景下，建议重点关注：1）设备国产化相关标的北方华创、中微公司、华峰测控等；2）受益 5G、AIoT、云计算、汽车电子等细分下游高增速和受益缺货和国产替代的设计公司恒玄科技、兆易创新、卓胜微、韦尔股份、富瀚微、晶晨股份、斯达半导等；（3）在特色工艺制造、先进封装等技术布局开拓的公司中芯国际、华虹半导体、长电科技、通富微电、华天科技等。

**■ 消费电子：Q2 手机销量相对低迷，料相关公司业绩阶段性承压，下半年看好苹果链拉货带来的高确定性。**2021 年上半年，手机销量 Q1 同比大幅提升，手机及耳机 Q2 销量相对低迷，在此背景下，预计部分产业链公司 Q2 业绩增速放缓：如立讯精密（预计 Q2 归母净利润同比+1%~25%），比亚迪电子（预计 Q2 归母净利润同比减少 40~50%），鹏鼎控股（预计 Q2 归母净利润同比减少约 17%~38%），东山精密（预计 Q2 归母净利润同比+0~10%），传音控股（预计 Q2 归母净利润同比+10~20%）。展望下半年，我们看好 2021H2 新品发布带动的消费电子板块整体表现。（1）手机端：2021 年苹果端 iPhone 新机预期将于三季度发布，产业链开始拉货料将带动相关公司稼动率提升、利润率上行，建议关注立讯精密、歌尔股份、鹏鼎控股、领益制造、瑞声科技、舜宇光学科技等；（2）AIoT 端：新品持续迭代发布，智能耳机方面安卓端品牌市场持续高增





联系人：王子源

长，建议关注恒玄科技、漫步者、歌尔股份等；智能手表行业加速成长，包括三星、小米、华为、OPPO 等均有新品迭代，2021 年有望成为安卓端元年，建议关注恒玄科技、歌尔股份等，苹果端持续产品迭代，同时产能向中国大陆转移，关注立讯精密、蓝思科技等；AR/VR 长期趋势确立，预计 2022 年苹果、索尼等均会发布新品，建议关注歌尔股份、舜宇光学科技、韦尔股份等。

- 电子零部件板块：受益景气延续趋势，Q2 业绩具有高确定性，具备中长期布局价值，建议逢低布局。**其中 1) **安防**：后疫情时代安防需求持续复苏，考虑基数问题，预计 2021 年龙头公司业绩增速前高后低，中长期来看，安防龙头积极进军数字化转型市场会打开更大空间，5~10 年维度看好安防龙头成长趋势，坚定推荐海康威视（预计 Q2 归母净利润同比+15%~25%）、大华股份（预计 Q2 归母净利润同比+0%~10%）。2) **被动元器件**：行业涨价趋势边际放缓，中长期来看本土公司正积极推动新产能落地，风华高科、三环集团、顺络电子等公司有望深度受益被动元器件的国产替代趋势，其中风华高科（预计 Q2 归母净利润同比+80~120%），三环集团（预计 Q2 归母净利润同比+50~90%），顺络电子（公司预计 Q2 归母净利润同比+30~60%）；3) **面板**：TV 面板价格 6 月持续上涨，环比 1.1%-2.5%，已显著收敛；短期来看，行业供需关系有所缓和，趋于均衡。未来，行业格局重塑背景下，双龙头有望稳步释放利润，我们中长期坚定看好，建议持续关注京东方、TCL 科技。4) **PCB**：短期，覆铜板涨价带来相关公司盈利水平高确定性提升，建议关注建滔积层板（预计 H1 归母净利润同比+380~450%）；长期，下游需求为核心驱动力，产品结构升级为主要成长动能，下半年重点关注通信基础设施建设回暖、服务器平台升级，更长周期建议关注汽车电子、HDI、半导体载板等结构性升级，建议关注生益科技（预计 Q2 归母净利润同比+50~55%）、深南电路等。
- 风险因素**：疫情反复，手机需求疲弱，国际关系变化，国产替代、5G 推广低于预期等。
- 投资策略**。半导体产业缺货现象持续，我们持续重点推荐半导体国产化机会（如设备、特色工艺等），并建议关注 AIoT 时代新技术布局。消费电子方面，我们看好下半年苹果链拉货带来的业绩高确定性以及估值修复会带来的弹性，建议布局。其他电子零部件板块，目前仍受益需求复苏趋势，且各细分领域龙头有望进一步整合份额，具备中长期布局价值，建议逢低布局。

电子行业

评级

强于大市（维持）

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
恒玄科技	303.88	1.65	4.20	6.13	9.06	184.2	72.4	49.6	33.5	买入
华峰测控	498.00	3.26	4.73	6.58	8.65	152.8	105.3	75.7	57.6	买入
韦尔股份	326.00	3.12	5.17	6.59	7.96	104.5	63.1	49.5	41.0	买入
立讯精密	45.80	1.03	1.28	1.71	2.38	44.5	35.8	26.8	19.2	买入
鹏鼎控股	36.44	1.23	1.68	2.01	2.27	29.6	21.7	18.1	16.1	买入
东山精密	20.52	0.89	1.14	1.47	1.80	23.1	18.0	14.0	11.4	买入
海康威视	65.14	1.43	1.72	2.14	2.61	45.6	37.9	30.4	25.0	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 7 月 1 日收盘价



## 插图目录

图 1: 各类芯片/元器件核心公司交期表 .....	3
图 2: DRAM 现货价格走势, 反映需求相对于供给的景气度 .....	3
图 3: 中国集成电路市场、产值及自给率 .....	4
图 4: 全球智能手机出货量 (百万部) .....	6
图 5: 中国手机出货量 (万台) .....	6
图 6: 消费电子新品展望: 2021H2 关注苹果端, 持续关注 AIoT 新品发布 .....	6
图 7: 政府安防项目数量月度统计 .....	7
图 8: 政府安防项目金额月度统计 .....	7
图 9: 国巨月度收入 (亿元 新台币) .....	8
图 10: 华新客月度收入 (亿元 新台币) .....	8
图 11: 电视面板价格及走势 (单位: 美元/片) .....	9
图 12: 监视器面板价格及走势 (单位: 美元/片) .....	9
图 13: 主要 CCL 公司在涨价周期的毛利率表现 (%) .....	10
图 14: 晶电近 12 个月当月营收 (单位: 亿 TWD) 及增速 .....	11
图 15: 亿光近 12 个月当月营收 (单位: 亿 TWD) 及增速 .....	11

## 表格目录

表 1: 电子行业部分公司 2021 年中报业绩预测汇总 .....	1
表 2: MLCC 领域主要公司的扩产情况测算 .....	8



## 即将进入 2021 年中报发布期，我们梳理了电子行业部分公司业绩预览，如下表：

表 1：电子行业部分公司 2021 年中报业绩预测汇总

细分板块	公司简称	2021 上半年净利润预测	2021 Q2 单季度净利润预测	备注
消费电子	立讯精密	29.18~32.99 亿元， 同比增长 15%~30%	15.68~19.49 亿元， 同比增长约 1%~25%	watch 代工同比增长，大客户耳机产品销量趋稳增势放缓，消费电子芯片缺货影响部分出货量节奏
	舜宇光学科技	20~30 亿元， 同比增长 14%~72%	公司未披露	手机行业总体持续复苏，光学模组格局改善，公司市占率持续提升，行业盈利能力改善，车载镜头同比放量
	歌尔股份	15.6~18 亿元， 同比增长 100~130%	6~8.3 亿元， 同比增长 20~70%	21 年公司高阶耳机及 VR 设备放量、游戏机产品爬坡。一季度归母包含 3.65 亿非经收益
	长盈精密	3~3.2 亿元， 同比增长 30%~40%	1.6~1.8 亿元， 约 10%~20%	21Q2 增速相对放缓，主要是受到汇兑、以及去年同期有口罩机贡献收入利润等影响
	比亚迪电子	17~19 亿元， 同比减少 20%~30%	9~11 亿元， 同比减少 40%~50%	去年同期口罩贡献较高收入和利润
	鹏鼎控股	6.5~7.5 亿元， 同比减少 5%~18%	3~4 亿元， 同比减少约 17%~38%	大客户产品高峰推迟至产生季节性变化，汇兑、原材料涨价、芯片缺货、需求变化等影响二季度利润
	小米集团-W	110~115 亿元， 同比增长 94%~103%	50~55 亿元， 同比增长约 48~63%	21H1 手机销量同比大幅提升，主要得益于国内份额提高、欧洲份额拓展，此外受益于高端机销量较好，21Q1 毛利率大幅上行，21Q2 由于促销可能毛利率环比略降
	传音控股	16~17 亿元， 同比增长 45%~55%	8~9 亿元， 同比增长约 10%~20%	21Q2 受到下游市场宗教节日影响需求、印度疫情影响生产出货等，增速相对放缓
	瑞声科技	传统行业淡季以及海外疫情影响，预计二季度智能手机出货量环比下降 10%-15%，其中苹果端环比下降 20%-30%，公司声学、马达等手机相关业务毛利率阶段承压；光学业务环比向好，模组业务占比稳步提升		
	东山精密	5.5~5.8 亿元， 同比增长 8%~14%	3~3.3 亿元， 同比增长约 0~10%	21Q2 受到同比高基数、汇兑、原材料涨价等影响
	漫步者	1.9~2.5 亿元， 同比增长 80%~130%	1.1~1.7 亿元，同比增长 90~200%	智能耳机市场品牌趋于集中，公司销量逐渐增长
	锐科激光	2~3 亿元， 同比增长 200~350%	0.9~1.9 亿元，同比增长 60%~240%	去年同期低基数，宏观环境回暖，设备采购增加
	横店东磁	5.4~5.8 亿元，同比增长 55%~70%	2.8~3.2 亿元，同比增长 10%~25%	Q2 经营性业务同比增长，非经营性部分有收缩，此外有原材料涨价，运费提升等因素
半导体	中芯国际	收入为 24 亿美元左右， 收入同比 30%左右	收入为 13 亿美元左右，收入同比 38%~40%，毛利率环比+4pcts，净利润由于出售子公司中芯长电股权，料将大幅提升	公司给予 21Q2 收入指引环比 17%~19%，考虑行业景气 and 国内客户回补，预计处于区间中上
	华虹半导体	收入 6.4~6.6 亿美元左右， 收入同比 50%~55%	收入为 3.4~3.6 亿美元左右，净利润 0.34~0.4 亿美元左右， 收入同比+50%~60%，净利润同比+90%~120%	公司指引 21Q2 收入 3.35 亿美元，预计 21Q2 行业景气涨价+新产能释放改善利润
	北方华创	收入 33~39 亿元，同比 +50~80%， 归母净利润 2.8~3.3 亿元，同比+50~80%	收入为 19~21 亿左右，同比 +50%~100%， 归母净利润 2.1~2.6 亿元，同比 +30%~60%	IC 设备订单确认，真空炉、军工电子元器件销售景气度高，预计 21 年国产设备销售继续放量



	恒玄科技	收入为 7-7.5 亿元， 同比增长 100%~120%	4~4.5 亿元（收入）， 同比增长 90%~115%	智能音频行业成长持续，公司产品性能及 份额领先
	韦尔股份	22~24 亿元， 同比+126%~147%	12~14 亿元， 同比+120%~160%	光学行业回暖，下游客户份额提升，产品 结构优化
	卓胜微	11~12 亿， 同比 210%~240%	6~7 亿， 同比 200~250%	LFEM 模组、开关和 Tuner 在国产 5G 手机 份额持续提升，产品上量继续拉动公司业 绩成长
	华峰测控	1.1~1.3 亿， 同比 20%~40%	0.8~1 亿， 同比 50%~90%	产能逐步释放，20Q4 以来订单销售需求 旺盛，陆续贡献至收入
	兆易创新	6.5~7 亿， 同比 80%~95%	3.5~4 亿， 同比 80%~105%	受海外竞争对手缺货以及需求强劲影响， MCU 表现强劲；下游需求恢复，NOR Flash 价格抬升；DRAM 自研新品推出
	中颖电子	1.5~1.7 亿， 同比 55~90%	0.8~1.0 亿， 同比 60~80%	2021 年迄今行业持续景气，公司有望将涨 价压力传导给下游；同时锂电和 OLED 突 破大客户，21 年有望放量
	芯海科技	0.37~0.47 亿，同比-18%~4%	0.4~0.5 亿，同比 40%~75%	2020 上半年疫情期间额温枪需求带来高 基数，2021Q1 通富微电投资损益影响归 母净利润，2021Q2 开始公司产品涨价
	全志科技	1.7~2.4 亿元， 同比增长 100~180%	0.84~1.54 亿元， 同比增长 40%~160%	2020 年上半年低基数，行业需求提升，公 司产能扩张，产品涨价
	闻泰科技	预计 13~13.5 亿	6.5~7 亿，环比持平	ODMQ2 持续承压，后续有望逐步企稳， 安世则受益行业景气环比持续上行
	睿创微纳	收入为 9.3~10.2 亿， 同比+35~50%	收入为 5.5~6.4 亿， 同比+20~40%	2021 年迄今军品与户外业务持续放量，高 基数下仍有望保持稳健增长
	斯达半导	1.6~1.75 亿元， 同比+100~120%	0.85~1.0 亿元， 同比+60~90%	电动车等需求持续复苏，叠加行业缺货背 景下国产替代加速
	扬杰科技	3.2~3.6 亿元， 同比+120%~150%	1.6~2 亿元， 同比+80~130%	新产能有序落地，同时国产替代驱动下稼 动率保持高水平，叠加产品价格上行带来 利润弹性
电子 零组	海康威视	57~60 亿元， 同比增长约 25%~30%	36~39 亿元， 同比增长约 15%~25%	国内三大 BG 同时回暖，海外也呈现复苏 趋势，收入增速快于利润增速，但汇兑会 有损失
	大华股份	14~15.1 亿元，同比约 +2%~10%	10.5~11.6 亿元，同比约 0%~10%，若 剔除汇兑影响，我们预计经营性增速 在 10%~30%	国内三大 BG 同时回暖，海外也呈现复苏趋 势，收入增速快于利润增速，但汇兑会有 损失，同时去年红外基数较大
	京东方 A	110~120 亿元， 同比增长约 880%~970%	60~70 亿元， 同比增长约 955%~1130%	各尺寸价格持续上涨，下游需求旺盛，面 板龙头份额持续提升
	TCL 科技	54~59 亿元， 同比增长约 350%~390%	30~35 亿元， 同比增长约 275%~340%	各尺寸价格持续上涨，下游需求旺盛，面 板龙头份额持续提升
	三环集团	10.5~11.8 亿元， 同比+90~110%	5.6~6.9 亿元， 同比+50~90%	行业景气+国产替代，公司新产能有序落 地；同时新业务多点开花
	顺络电子	3.9~4.4 亿元， 同比+60%~80%	2.0~2.4 亿元， 同比+30~60%	5G 手机&基站拉动需求放量，汽车、LTCC 等新业务加速放量
	风华高科	4.2~4.8 亿元， 同比+60~90%	2.3~2.9 亿元， 同比+80~120%	行业景气+国产替代，公司新产能有序落 地，叠加产品价格上行带来利润弹性
	建滔积层 板	35~40 亿元， 同比增长约 380%~450%	公司未披露	21H1 覆铜板涨价带来较强盈利弹性
	生益科技	12.7~12.9 亿元， 同比增长约 55%~58%	7.3~7.5 亿元， 同比增长约 50%~55%	21H1 覆铜板涨价带来较强盈利弹性
	兆驰股份	10.5~12 亿元， 同比增长约 70%~90%	6~7 亿元， 同比增长约 45%~70%	电视需求景气度高，led 芯片放量贡献业绩
	木林森	6~7 亿元，	3~4 亿元，	受益海外市场回暖、朗德万斯整合效果初



同比增长约 160%~204%

同比增长约 157%~242%

显利润率提升、LED 市场景气等

资料来源：相关公司公告，中信证券研究部预测

随全球逐步复工复产，电子板块下游需求持续复苏，带动上游半导体等细分板块景气提升，并助力相关公司业绩表现亮眼。整体来看，我们认为电子行业二季度业绩将延续一季度强劲趋势，个别公司因去年疫情存在基数效应；另一方面，部分细分板块高增长，如半导体设备、功率半导体、IoT、面板等，建议关注行业景气度好及自下而上有公司成长逻辑的细分领域龙头。下面，我们分板块详细论述：

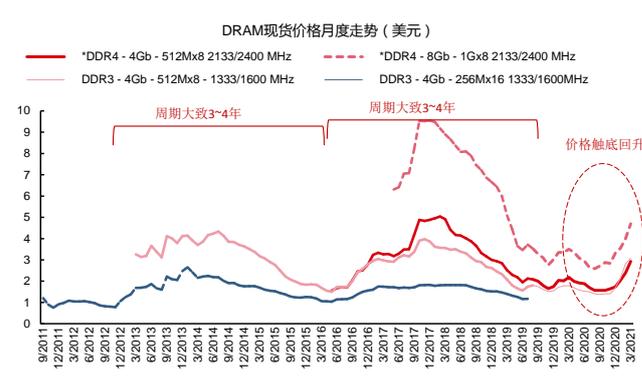
**半导体板块：21H1 产业景气缺货现象加剧，下半年持续重点看好半导体的短中长期大逻辑。**2021 上半年，包括 MCU、电源管理、MOSFET 与分立器件等芯片均出现明显缺货涨价、交期延长状况，以 MCU 为例，意法半导体的主流畅销型号相较于往年交期延长 4 倍以上，渠道价格上涨 10 倍以上。从大宗产品价格来看，DRAM 价格自 2020 年 11 月开始上涨，2021 上半年价格斜率进一步加大。在此背景下，部分半导体公司盈利能力大幅改善，同时行业缺货背景下本土厂商迎来国产替代加速推进的发展机遇，客户拓展节奏明显加快，两者叠加影响下我们预计相关公司 Q2 业绩会持续亮眼，其中 1) 制造端公司中中芯国际（预计 Q2 收入同比+38%~40%），华虹半导体（预计 Q2 归母净利润同比+90%~120%）；2) 设备公司中，北方华创（公司预计 Q2 归母净利润同比 30~60%），华峰测控（预计 Q2 归母净利润同比+50%~90%）；3) 功率器件领域中，扬杰科技（公司预计 Q2 归母净利润同比 80~130%），斯达半导（预计 Q2 归母净利润同比+60~90%）；4) IC 设计领域，恒玄科技（预计 Q2 收入同比+90%~115%），韦尔股份（公司预计 Q2 归母净利润同比+120~160%），卓胜微（预计 Q2 归母净利润同比+200~250%），兆易创新（预计 Q2 归母净利润同比+80~105%），中颖电子（预计 Q2 归母净利润同比+60~80%），全志科技（预计 Q2 归母净利润同比+40~160%）。

图 1：各类芯片/元器件核心公司交期表

存储器			MCU、电源		
供应商	当前交期	第一季度增加	供应商	当前交期	第一季度增加
美光	14-15周	6-8周	恩智浦	26-52周	8-12周
群联	14-15周	6-8周	瑞萨	24-52周	8-12周
威刚	14-15周	6-8周	意法	26-52周	8-12周
Greeliant	10-24周	8-10周	Microchip	16-40周	4-10周
旺宏电子	20-28周	8-10周	高通	24-52周	8-12周
创见	14-15周	6-8周	新唐	24-52周	8-12周
模拟IC			MOSFET、分立器件		
德州仪器	20-24周	8-12周	安森美	22-50周	8-12周
飞思卡尔	20-24周	8-12周	英飞凌	22-44周	8-12周
瑞萨	20-24周	8-12周	意法	22-40周	4-12周
东芝	20-24周	8-12周	安世	12-30周	6-14周
安森美	16-52周	4-10周	矽统	20-40周	8-20周
英飞凌	22-40周	4-10周	DIODES	18-30周	8-12周
被动元件			网络无线芯片		
Vishay	24-52周	8-12周	博通	24-52周	8-12周
村田	20-26周	6-10周	联发科	20-30周	8-10周
尼吉康	16-24周	6周	瑞昱	20-30周	8-10周
松下	16-30周	4-12周	Microchip	24-36周	6-8周
太阳诱电	18-20周	2周	英飞凌	26-30周	16-18周
TDK	22-44周	6-12周	u-blox	26-30周	16-18周
国巨	20-24周	2-4周	恩智浦	30-32周	6周

资料来源：富昌电子，芯三板，中信证券研究部预测 注：红色表示交期超过半年，

图 2：DRAM 现货价格走势，反映需求相对于供给的景气度



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部（注：存储芯片占半导体销售额约三分之一）

——聚焦当下：持续重点推荐半导体国产化机会，建议关注 AIoT 时代新技术布局。

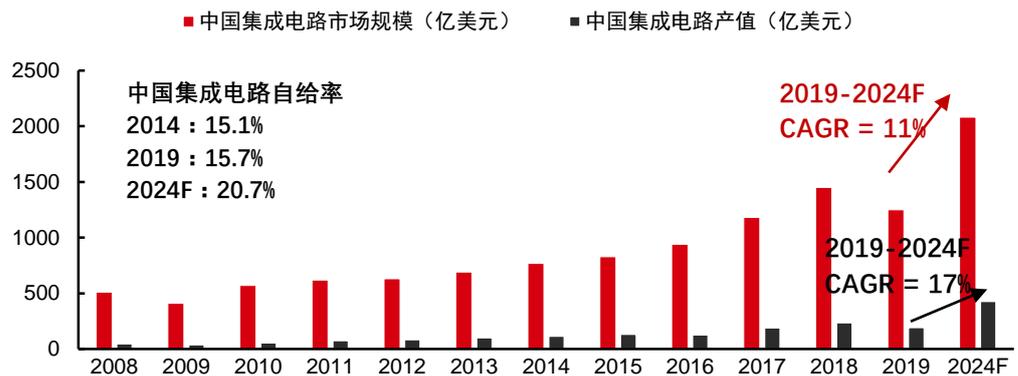
我们认为行业缺货或在 Q3 达到高峰，Q4 部分芯片缺货可能逐步有所缓解，一至两年维度手机、AIoT 持续拉动后续需求，例如鸿蒙系统的推出是终端大厂为了打通 AIoT 生态所做的布局，有望在未来带动 AIoT 领域的需求爆发。中美硬科技分叉和海外大厂芯片缺货背景下，国产化仍是板块核心逻辑，2021 年在国产设备材料领域有望看到积极进展，国产



芯片设计公司有望抓住缺货机遇，快速推进国产替代，同时在 AIoT 等新下游应用领域持续开拓市场。此外，在前沿技术布局方面，Chiplets 小芯片+3D 封装、第三代半导体等国内有望加快布局，建议**重点关注三个方向**：1) 设备国产化相关标的，主要是受益国内晶圆厂未来几年超全球平均增速的持续扩产，同时在自上而下推动以及华为等头部厂商推动作用下，国产设备加快导入，建议关注北方华创、中微公司、华峰测控等；2) 受益 5G、AIoT、云计算、汽车电子等细分下游高速增长和受益芯片缺货和国产替代的 IC 设计公司，包括恒玄科技、兆易创新、卓胜微、韦尔股份、富瀚微、晶晨股份、斯达半导等；3) 在特色工艺制造、先进封装等技术布局开拓的公司，建议关注中芯国际、华虹半导体、长电科技、通富微电、华天科技等。

——**长期维度：“基石产业，黄金十年”，看好国内半导体全产业链发展，梳理两条投资主线。**1) 重资产领域：“自顶而下，关注龙头”。制造、设备材料、封测等高投入重资产属性领域，需要长期资源投入，此类领域国内只需集中资源扶持一两家企业。预计政策扶持及资本支持将持续扩大，具有先发技术优势的龙头企业有望率先受益。此类企业产业地位稳固，长期业绩有望持续发展，适合中长期持有。如国内自主设备制造龙头北方华创、中微公司；晶圆代工龙头中芯国际、特色工艺龙头华虹半导体；国内先进封装测试平台公司长电科技、头部封测企业通富微电、华天科技等。2) 轻资产领域：“农村包围城市”，**建议关注（1）有全球竞争力的 IC 设计公司龙头；（2）国产化替代受益标的；（3）低估值高增长细分。**我们预计 IC 设计仍将是未来 10 年成长最快的半导体领域，伴随下游终端龙头转移至中国，需求将显著提升并且催化国产替代。细分领域龙头公司有望迅速成长，产品结构由低端走向高端，逐步实现国产化芯片替代，同时结合市场需求变化将不断有优秀公司涌现。建议关注恒玄科技、兆易创新、韦尔股份、卓胜微、睿创微纳、瑞芯微、晶晨股份、全志科技、中颖电子等。

图 3：中国集成电路市场、产值及自给率



资料来源：IC Insights（含预测），中信证券研究部

**消费电子：Q2 手机销量相对低迷，下半年看好苹果链拉货带来的高确定性。**回顾上半年，手机销量 Q1 同比大幅提升，Q2 预期相对低迷，全球范围内手机缺芯、延后换机等影响需求，此外印度疫情冲击 Q2 销量。根据 IDC 数据，2021Q1 全球/中国智能机出货分别为 344.7/86.3 百万部，同比+25%/+30%，主要由于：1) 苹果端 20 年新机延后带来的 21Q1 淡季不淡；2) 安卓各品牌新机发布提前带来的 21Q1 销量景气；3) 疫情缓解后购买力复苏；4) 20Q1 疫情影响生产销售带来的同比低基数。Q2 国内来看，根据中国信通



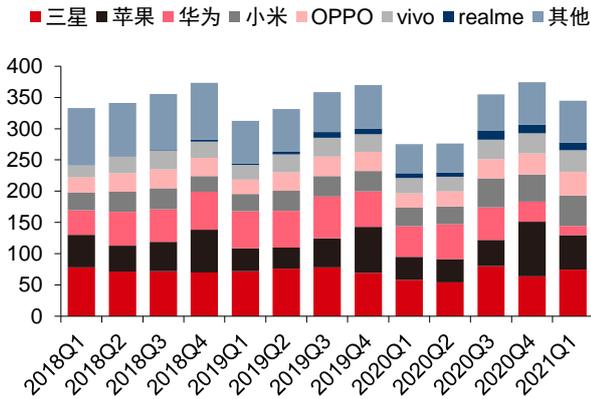
院数据，21 年 4/5 月国内手机出货 27.5/23.0 百万部，同比-34%/-32%，主要由于华为出货量大幅下滑且其他厂商未能完全弥补空缺所致；海外市场，5 月印度疫情二次爆发，目前已逐步趋缓，然有病毒变异且向其他国家扩散趋势；此外，产业链上手机芯片供货紧张，部分产品销售受到影响。在此背景下，消费电子产业链部分公司 Q2 业绩承压，如立讯精密（预计 Q2 归母净利润同比+1%~25%），比亚迪电子（预计 Q2 归母净利润同比减少 40~50%），鹏鼎控股（预计 Q2 归母净利润同比减少约 17%~38%），东山精密（预计 Q2 归母净利润同比+0~10%），传音控股（预计 Q2 归母净利润同比+10~20%）；与此同时部分公司受益细分需求仍保持较高增长，如歌尔股份（受益高端耳机和 VR 需求景气，预计 Q2 归母净利润同比+20~70%），小米集团（受益于国内外市场份额提升，预计 Q2 归母净利润同比+48%~63%），漫步者（受益于 TWS 需求，预计 Q2 归母净利润同比+90~200%）。

**——聚焦当下：看好下半年苹果链拉货带来的业绩高确定性以及估值修复带来的弹性，建议布局。**展望全年，我们维持预测全年智能手机销量 13.5 亿部，同比+5%，下半年销量有望好于上半年，我们预计上/下半年销量分别约 6.5/7.0 亿部。从品牌格局来看，由于苹果在品牌力、高端产品的独特性，华为高端机缺货背景下苹果份额有望进一步提升，我们认为苹果产业链确定性优于安卓。我们看好 2021H2 新品持续发布带动的消费电子板块整体表现。（1）2021 年苹果端 iPhone 新机预期将于三季度发布，产业链逐步开始拉货，带动相关公司稼动率提升、利润率上行，建议关注立讯精密、歌尔股份、鹏鼎控股、领益制造、瑞声科技、舜宇光学科技等；（2）AIoT 端新品持续迭代发布，智能耳机方面安卓端品牌市场持续高增长，建议关注恒玄科技、漫步者、歌尔股份等；智能手表行业加速成长，包括三星、小米、华为、OPPO 等均有新品迭代，2021 年有望成为安卓端元年，建议关注恒玄科技、歌尔股份等，苹果端持续产品迭代，同时产能向中国大陆转移，建议关注立讯精密、蓝思科技等；AR/VR 长期趋势确立，2022 年苹果、索尼等预计将发布新品，建议关注歌尔股份、舜宇光学科技、韦尔股份等。（3）汽车电子端，汽车新势力销量爆发带来的传感器端机会，建议关注舜宇光学科技、韦尔股份、欧菲光、联创电子等。**估值角度，**截止 2021H1，消费电子板块 PE-TTM 约为 45 倍，2019-2021H1 估值区间为 36-104 倍（历史中值约 70 倍）；静态角度，当前消费电子板块典型公司静态 PE（样本总市值/当年合计净利润）约为 27 倍（历史中值水平约 34 倍），估值低位，建议布局。

**——中长期维度：**手机端整体进入存量时代，优先关注下游品牌龙头集中，建议关注小米集团、传音控股，此外上游可关注仍有创新的细分赛道，包括光学、屏幕、充电等，建议关注舜宇光学科技、韦尔股份、京东方、奥海科技等，中游持续向龙头公司集中，建议关注立讯精密、比亚迪电子、蓝思科技等；AIoT 设备为新兴增量市场，智能耳机行业方兴未艾，智能手表进入加速成长阶段，AR/VR 长期趋势确立，建议关注恒玄科技、立讯精密、歌尔股份、漫步者、韦尔股份、舜宇光学科技、瑞芯微、全志科技等。

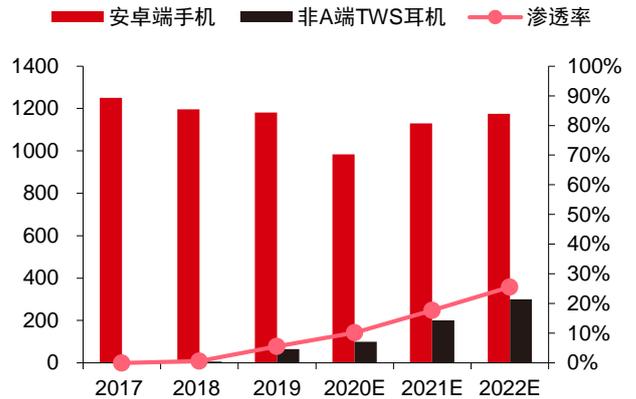


图 4：全球智能手机出货量（百万部）



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 5：中国手机出货量（万台）



资料来源：中国信通院，中信证券研究部预测

图 6：消费电子新品展望：2021H2 关注苹果端，持续关注 AIoT 新品发布



资料来源：中信证券研究部预测并绘制

**安防：后疫情时代需求持续复苏，考虑基数问题 21 年龙头公司业绩增速预计前高后低；中长期仍坚定看好。**复盘 2021 年上半年，疫情国内外安防需求整体处于持续复苏阶段，其中 1) 国内方面：2021 年是“十四五”开局之年，政府端在“新基建”政策带动下全年有望保持良好增长态势（21 年 1~5 月国内政府端招标及中标金额分别同比 +63%/+34%）；商业端大企业持续推进数字化转型，2021 年有望加速；渠道端与宏观经济高度相关，20Q3 以来需求快速反弹，2021 年若国内经济持续复苏则渠道端需求有望保持高景气；2) 海外：各地区疫情时有反复，然全球范围内疫苗接种有序推进，后续随着疫情进一步取得控制，看好海外传统安防需求复苏趋势。**整体来看，疫情影响正逐步消退，看好行业需求持续复苏。**落到龙头公司业绩层面，2020 年由于疫情影响，安防龙头经营性业绩整体呈现前低后高趋势：海康威视 20Q1~Q4 业绩增速分别为 -3%/17%/0.1%/13%，大华股份 20Q1~Q4 业绩增速分别为 1%/14%/128%/-18%（PS：2020 年汇兑、投资收益、减值等非经营性因素对两家公司业绩扰动较大）；**考虑基数问题，我们认为 2021 年龙头公司经营业绩增速将呈现前低后高趋势，我们预计海康威视 Q2 归母净利润同比 +15%~25%，大华股份 Q2 归母净利润同比 +0%~10%（若剔除汇兑影响，预计经营性增速在 10%~30%）。**中长期来看，智能物联时代下安防厂商利用视频数据的能力也随之提升，可基于大数据助



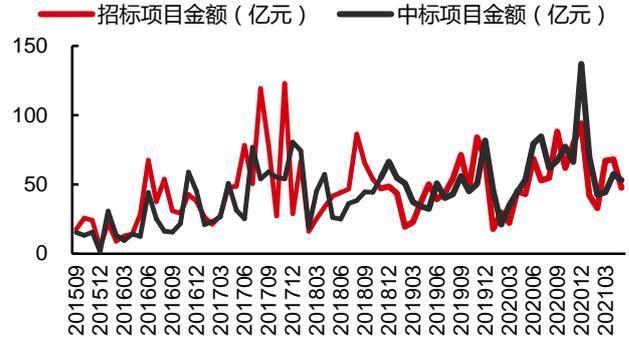
力客户实现数字化转型。海康威视与大华股份在多个细分领域头部客户端已有标杆项目落地，并相应进行内部组织架构改革（统一软件构架等）提升长期竞争力，预计后续将进一步渗透不断打开成长空间。我们 5~10 年维度长期看好安防龙头成长趋势，坚定推荐海康威视与大华股份。

图 7：政府安防项目数量月度统计



资料来源：智慧交通网，中国政府采购网，中信证券研究部 注：考虑数据可得性，本报告只统计了金额为千万级别的安防项目

图 8：政府安防项目金额月度统计

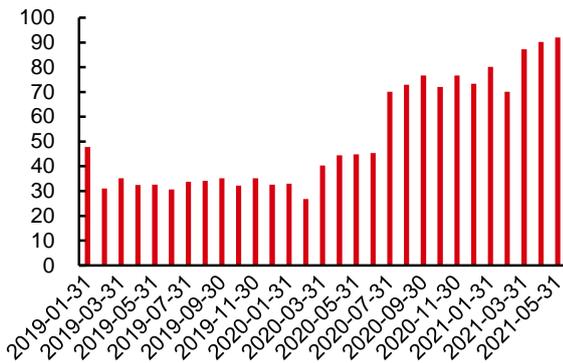


资料来源：智慧交通网，中国政府采购网，中信证券研究部 注：考虑数据可得性，本报告只统计了金额为千万级别的安防项目

**被动元件：行业高景气与本土厂商扩产节奏相匹配，国产替代持续推进。**回顾 2021 年上半年，受益于 5G、汽车等需求复苏，被动元器件行业景气度整体回暖。Q2 由于手机销量相对低迷导致相关需求略承压，阻容感涨价趋势边际放缓，然汽车等下游需求仍高度景气，叠加马来西亚封国导致被动元件转单，我们认为后续被动元件整体供需格局仍然偏紧，在此背景下料相关公司业绩持续高增长，其中**风华高科**（预计 Q2 归母净利润同比+80~120%），**三环集团**（预计 Q2 归母净利润同比+50~90%），**顺络电子**（公司预计 Q2 归母净利润同比+30~60%）。中长期来看，目前被动元器件领域国产替代趋势明确，本土厂商均大力扩产，且推动产品从中低端向中高端升级，有望在国产替代背景下实现跨越式发展。MLCC 领域，当前中国大陆厂商市占率仍较低，受益需求增长和国产替代，标杆企业有望进入快速发展阶段：（1）**风华高科**：目前 MLCC 月产能~200 亿颗/月，目前正大力推进产能扩张，预计明年 MLCC&电阻产能均有望扩张至 600+亿颗/月，此前拖累公司业绩的奈电剥离也正有序推进。（2）**三环集团**：电子陶瓷专家，确立 MLCC 作为长期战略，2020 年底产能 100 亿/月，我们预计 2021 年有望达到 240 亿/月。我们认为公司 MLCC 产能扩张有望超预期，电阻基片&浆料快速放量，其他业务百花齐放。**电感行业**逻辑与 MLCC 基本同步，顺络电子已经进入全球手机精密电感第一梯队，行业规模化应用的技术和产品与村田基本可比，在安卓厂商的份额持续提升，手机 01005、设备功率电感、基站 LTCC 等新产品有望提供更强劲的增长动力。

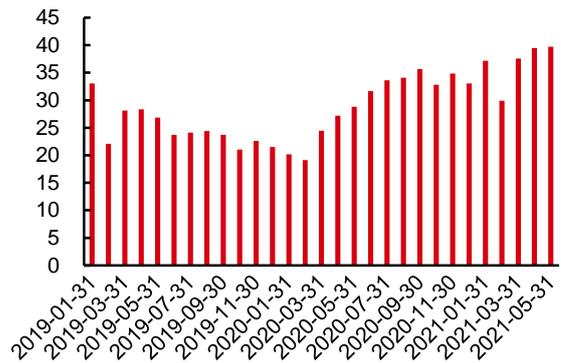


图 9: 国巨月度收入 (亿元 新台币)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 10: 华新客月度收入 (亿元 新台币)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 2: MLCC 领域主要公司的扩产情况测算

公司	扩产力度	2021 年产能 (亿颗/月)	2022 年产能 (亿颗/月)	2021 年扩产 幅度	2020 年扩产 幅度	2021 年份额 (按产能)	2022 年份额 (按产能)
村田	每年扩产 5~10%	1400	1500	8%	7%	25%	23%
太阳诱电	每年扩产 10~15%	500	550	11%	10%	9%	8%
TDK		120	120	0%	0%	2%	2%
三星电机	天津扩产车规产品	800	850	7%	6%	15%	13%
国巨	高雄大发三厂扩产 200 亿颗/月, 22 年 8 月投产	800	1000	6%	25%	15%	15%
华新科	规划于 2021 年于高雄设立车用 MLCC 专厂	500	550	11%	10%	9%	8%
风华高科	投资 75 亿元扩产 450 亿颗/月, 21~22 年陆续投产	300	650	67%	117%	5%	10%
三环	投资 23 亿元扩产 5G 通信用 MLCC 200 亿颗/月; 21 年计划再投资 41 亿元扩产 MLCC 250 亿颗/月	240	350	140%	46%	4%	5%
宇阳	5 年内产能扩张 5 倍	140	200	75%	43%	3%	3%
微容	3 年内产能扩至 500~550 亿颗/月	300	400	50%	33%	5%	6%

资料来源: 各公司公告, 产业调研, 中信证券研究部测算

**面板: TV 面板价格持续上涨, 供不应求情况有望于下半年缓解。**回顾 2021 年上半年, 21Q1 各尺寸面板价格超预期上涨, 21Q2 由于海外部分地区疫情反复, 各尺寸面板涨幅呈现收敛态势、价格逐步趋稳。分尺寸来看:

**(1) 小尺寸方面:** 20 年小尺寸价格整体稳定, 各尺寸变动分化; 21 年年初至今 5.71”/6.22” 上涨 15.8% 以内, 6.52” 持平, 6.8” 微跌, 短期或有所调整, 主要源于: 需求端, 21Q1 需求复苏叠加厂商备货积极, 淡季不淡, Q2 新兴市场疫情反复影响终端需求, 库存压力显现; 供给端, 部分面板厂逐步调整各类产品的产能占比。短期看, 手机端销量低于年初预期, 同时备货充足, 价格或将面临小幅回调; 中长期, 小尺寸显示技术升级路径成熟, OLED/LTPS/a-Si 技术依次迭代, 我们看好 OLED 未来的发展。

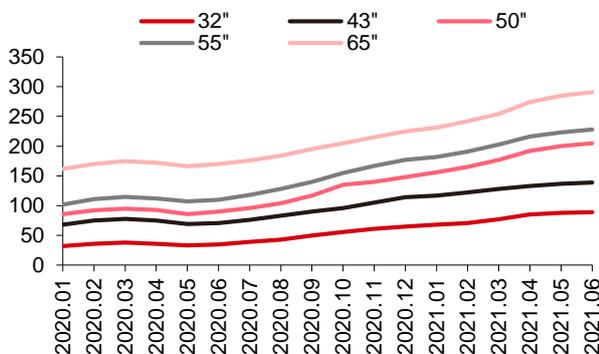


(2) 中大尺寸方面：平板/笔电/监视器面板价格 20 年 5 月至今涨幅 19.8-67.5%，21 年初至今上涨 10.8%-39.0%，目前涨势收敛，供需缓和下价格趋稳。需求端，在线教育/办公需求持续拉动笔电、平板出货增长；供给端，TCON 及 TDDI 缺货限制实际产能。往未来看，需求逐渐降温，厂商转产及新增产线投建增加供给，预计供需逐渐走向均衡，价格将趋于稳定；同时厂商竞争加剧毛利率承压，未来行业格局或将重构。

(3) 大尺寸方面：2020 年 TV 面板价格先涨后跌，21H1 超预期上涨，目前涨幅已有所收敛。自 20 年 5 月低点至 21 年 6 月已连续 13 个月全面上涨，期间 32"/43"/50"/55"/65" 涨幅分别为 169.7%/101.4%/138.4%/113.1%/75.3%，年初至今分别上涨 30.9%/18.8%/31.4%/25.3%/26.0%，32" 已超过 17Q2 价格高位。行业大尺寸化趋势下，我们预计 32" 随供需均衡价格趋稳，Q4 或面临小幅调整；55" 及以上短期仍具涨价动力，将逐步趋稳。需求端，2020 年初以来疫情影响需求节奏，目前需求逐步回归正常。供给端，上游驱动 IC、玻璃基板等材料价格上涨，供给缺口仍在，但面板厂新增产能爬坡，整体有效供应持续复苏，整体供需关系已逐渐缓和趋于均衡；产品结构来看，头部整机厂聚焦 55" 以上大尺寸 TV 面板，供不应求下较大尺寸 TV 面板短期仍具涨价动力，行业景气有望持续至 Q3，32"/43" 供需关系松动，价格短期或面临震荡及小幅下滑，但波动幅度相较此前周期有望大幅收窄。中长期而言，价格有望在较高水平稳定，并随季节性变化小幅波动。

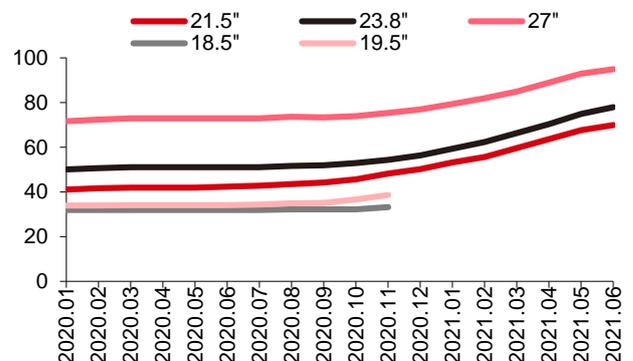
受益于涨价趋势，面板双雄业绩迎来爆发式增长，其中京东方（我们预计 Q2 业绩同比+95%~1130%），TCL 科技（我们预计 Q2 业绩同比+275%~340%）。展望未来，经济恢复和产能退出料都具有趋势性，上游 IC 及玻璃基板等材料缺口仍在，供给受限叠加海外终端需求仍好，厂商采购积极，我们认为大尺寸 LCD 价格景气度有望延续至 Q3；但随疫情影响减弱需求回归正常，同时新增产能爬坡，21H2 供需有望缓解，行业大尺寸趋势下，较小尺寸面板价格 Q4 或有所回调。但长期而言，韩厂产能退出，中国大陆面板厂新产线逐年爬坡，加之国内产能持续向龙头集中，我们认为中国大陆厂商市占率将进一步提升，中长期来看，大尺寸面板格局向好趋势不改。小尺寸方面，折叠屏商业化后有望驱动屏幕替换潮，利好小尺寸柔性 OLED 产业发展。我们持续看好国产替代趋势下国内面板龙头份额提升，建议关注面板龙头。

图 11：电视面板价格及走势（单位：美元/片）



资料来源：IHS，中信证券研究部 【注】液晶电视面板：均为 Open-Cell；除 32" 外均为 60Hz；32" HD；43" FHD；50" UHD；55" UHD；65" UHD

图 12：监视器面板价格及走势（单位：美元/片）

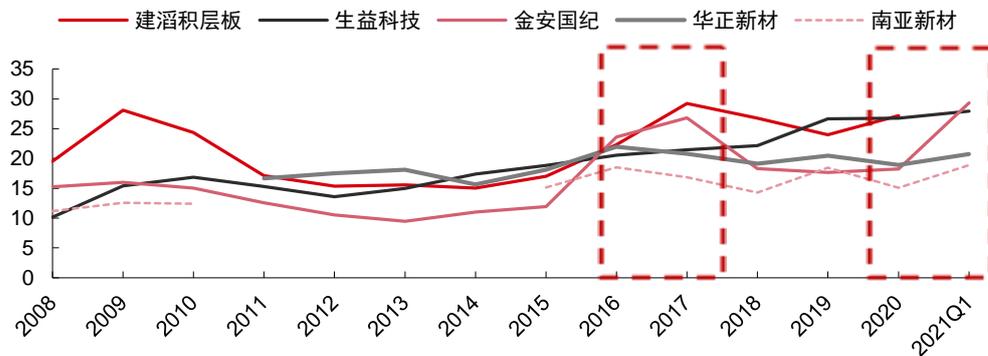


资料来源：IHS，中信证券研究部 【注】液晶监视器：21.5" LED FHD (16:9)；23.8" WVA LED FHD Borderless；27" WVA LED FHD (16:9)



**PCB：上游覆铜板涨价带来龙头公司盈利高确定性上行，下半年持续关注通信、服务器等需求拉动的 PCB 需求提升。**2020H2 开始，汽车、家电等下游需求在疫情后快速复苏，对 PCB 及 FR4 覆铜板需求快速拉升；同时，由于铜箔压辊设备、玻纤布织布机等产能不足，导致覆铜板扩产有限；供需双侧驱动下，覆铜板价格已从 2020 年初约 110 元/张上涨至 2021 年 6 月约 250 元/张；在此背景下，我们相对看好中游覆铜板公司盈利弹性：由于覆铜板行业竞争格局相对优于下游印刷电路板行业，覆铜板公司普遍可将成本转嫁至下游，且龙头公司可借助产能规模优势、上游主材自制等实现盈利水平上行，其中建滔积层板（预计 H1 归母净利润同比+380~450%），生益科技（预计 Q2 归母净利润同比+50~55%）；而下游 PCB 公司上半年普遍成本承压。往未来看，覆铜板涨价节奏趋缓，下游 PCB 公司盈利水平有望回暖。覆铜板领域，建议关注 21 年盈利高确定性大年的建滔积层板，以及产品结构持续优化的生益科技；PCB 领域，下半年通信端静待 sub6 宏基站招标，服务器端 intel 芯片平台升级带来的 PCB 规格提升确定性较强，此外关注汽车电子、HDI、半导体载板等行业升级逻辑，建议关注深南电路、沪电股份、兴森科技等。

图 13：主要 CCL 公司在涨价周期的毛利率表现（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

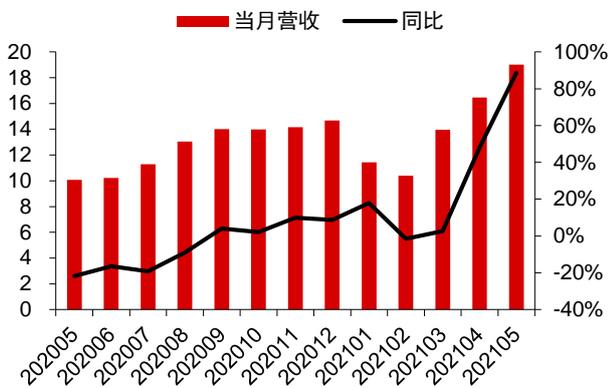
**LED：传统 LED 市场持续复苏，Mini LED 新品推动产业链升级。**

——2021 年 5 月，传统 LED 下游持续复苏，Mini LED 量产进程加快，大部分厂商业绩仍然向好，今年 5 月多数厂商同比增幅较大。上游芯片厂晶电 5 月营收同比+88.63%，产品价格调涨同时加速扩产 Mini LED；中游封装厂亿光 5 月营收同比+18.19%，光耦合器等产品需求持续强劲，部分产品价格调涨，量价齐升；荣创 5 月营收同比-27.85%，主要系 IC 等缺货限制公司实际产能；台表科 5 月营收同比+70.00%，受益于 MiniLED 订单、面板控制板与记忆体模组相关应用稳健成长与出货稳定；下游应用中，隆达 5 月营收同比+20.87%，主要系去年 5 月疫情期间需求低迷，且产品价格随原材料涨价而调涨；富采 5 月营收环比+8.86%，系产品价格调涨；主营 LED 车灯照明的联嘉光电 5 月营收同比+133.88%，受益于全球 LED 车灯渗透率提升及新单加入；主营 LED 车灯模块的丽清 5 月营收同比+26.58%，中国大陆车市需求强劲带动车灯模组产品需求上升。目前，虽上游原材料缺货短期难解，但整体看全球经济长期复苏趋势不改，下游需求持续回暖，料将促进各公司业绩回暖，如兆驰股份（预计 Q2 归母净利润同比+45%~70%），木林森（预计 Q2 归母净利润同比+157%~242%）



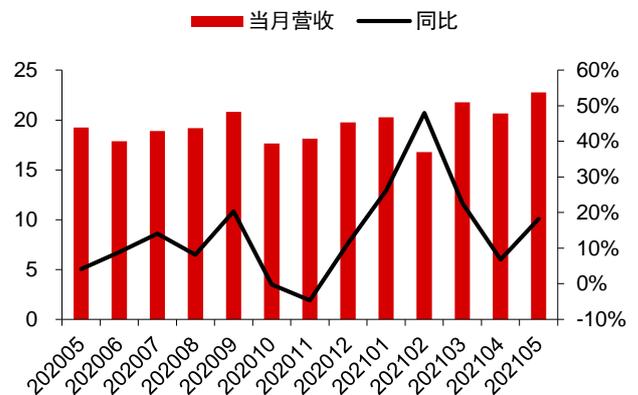
——展望 2021 年，Mini/Micro LED 布局稳步推进，Mini LED 产品相继问世，相关厂商进入量产备货阶段，我们认为 21 年 Mini LED 订单能见度高，有望带动产业链各环节相关厂商持续增长。其中，北美大客户搭载 Mini LED 背光的产品已于 4 月推出，晶电、隆达等中国台湾厂商有望受益于供应链带来的增长机会，中国大陆厂商也正积极准备；韩国客户目前也正积极投资扩产，相关中大尺寸 Mini LED 已正式发布，我们预计 2021 年出货量将超 200 万台，中国大陆相关面板、背光模组厂商等有望受益；TCL 在 CES 2021 期间推出全新 Mini LED 显示技术，并应用于新消费级电子产品，中国大陆相关厂商有望充分受益。我们同时看好中国台湾、大陆厂商在 Mini/Micro LED 领域的发展机会，以及 Mini/Micro LED 技术为显示领域带来的革命性变化以及为 LED 产业链带来的增长机会。

图 14：晶电近 12 个月当月营收（单位：亿 TWD）及增速



资料来源：Wind，晶电公司官网，中信证券研究部 【注】晶电主营高亮度 LED 芯片研发、制造、销售。2020 年营收 143.79 亿新台币，晶粒占比 91.85%，晶片占比 1.09%，其他 7.06%。

图 15：亿光近 12 个月当月营收（单位：亿 TWD）及增速



资料来源：Wind，亿光公司官网，中信证券研究部 【注】亿光业务涵盖 LED、LCD、照明等。2020 年营收 216.37 亿新台币，LED 业务占比 86.66%，照明占比 9.98%，LCD 占比 2.87%，其他 0.49%。

**风险因素：**疫情反复，下游需求疲弱，国际关系变化，国产替代、5G 产业化低于预期。



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。

