



Research and
Development Center

消费电子平台型企业，AI 时代海阔天空

—蓝思科技(300433)公司首次覆盖报告

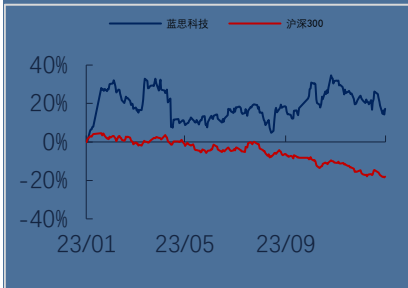
2024 年 01 月 12 日

莫文字
S1500522090001
电子行业首席分析师

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
蓝思科技(300433)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	11.98
52周内股价波动区间(元)	14.07-10.52
最近一月涨跌幅(%)	-7.56
总股本(亿股)	49.83
流通A股比例(%)	99.55
总市值(亿元)	597.0

资料来源：ifind，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

消费电子平台型企业，AI 时代海阔天空

2024年01月12日

报告内容摘要：

➤ **蓝思科技：消费电子外观件龙头，深耕多年业绩放量加速。**蓝思科技系全球消费电子智能终端视窗与外观防护功能部件行业龙头，产品方向包括智能手机与电脑、新能源汽车及智能座舱类、智能头显与智能穿戴类及其他智能终端类，能够提供各类产品的结构件、模组及组装，涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷、塑胶、碳纤维等新材料。公司2023Q1-3的营业收入为339.08亿元，yoy+7.07%；归母净利润为16.49亿元，yoy+117.23%。尽管2023年上半年消费电子行业需求仍然萎靡，但进入Q3以来，华为及小米新机发布带动市场回暖，大客户新机也进入生产旺季。叠加公司新能源汽车业务进展顺利，产能利用率持续攀升，盈利能力改善明显。Q1及Q2毛利率均明显同比改善，Q3单季毛利率/净利率同比有所降低主因2023年大客户新机发布较往年有所推迟，部分订单滞后所致，但环比有所改善。2023年9月24日公司《关于向激励对象授予限制性股票的公告》推出股权激励计划，作为行权条件，以2022年为基准，公司2023年归母净利润增长率需达20%，2024年则为40%。

➤ **消费电子：复苏趋势明朗，创新动力不竭。**全球智能手机Q3出货同比转正，复苏趋势有望持续。据ifind数据，全球智能手机2023Q3出货量达到3.03亿部，同环比+0.3%/+14.1%。2023Q3同比增速转正，且2024年AI、潜望镜、5.5G、卫星通讯等多重助力，市场有望从复苏转为成长。此外，AI大模型突破以来，AIPC、平板电脑等系重要终端，2024年有望推出新品。

消费电子外观材质多样，玻璃质地较好，对5G的干扰小，同时成本不高，因而被手机、电脑、手表等终端广泛应用。盖板玻璃主要分为2D、2.5D和3D，各有不同的应用场景。伴随消费需求走向高端，出于对材质、性能等方面追求，手机等终端的应用也从2D向2.5D、3D演化。3D触控防护玻璃盖板与OLED屏幕的适配程度更高，搭配在OLED屏幕上可以使屏幕尺寸看起来更大，具备更好的视觉效果。OLED快速渗透，3D玻璃盖板的应用有望进一步加速。而折叠屏、VR等市场正处于快速发展通道，公司有望持续受益。

智能手机行业复苏背景之下，公司核心客户销量增长明显。三季度以来，华为Mate60系列及小米14系列新机发布，在终端市场中引起强烈反响。苹果方面，尽管2023年新机发售日期较往年稍晚，且在中国市场遭遇华为和小米的竞争压力，但苹果在全球有良好的客户基础和强大的创新实力，iPhone的收入份额在2023年三季度达到43%，是有史以来三季度最高收入份额记录。公司系消费电子玻璃领域龙头，玻璃业务系公司最主要收入来源，凭借多年深耕积淀的技术实力，已切入苹果、华为、小米等公司产业链。公司继续精研横向拓展，材质上形成玻璃、蓝宝石、金属、陶瓷、塑胶为一体的矩阵，可以满足智能手机、智能手表、笔记本电脑、平板电脑等多个终端不同需求。2023年上半年，在消费电子行业需求萎靡、汽车行业竞争较激烈的背景之下，公司逆势实现利润增长，足见垂直整合、降本增效、产能利用率提升带来的盈利能力改善力度之强。展望未来，随着黄花园区、湘潭园区产品逐步导入，量产逐步开启，其他园区产能利用率持续提升，降本增效步履不停，公司业绩有望持续放量。

➤ **汽车：电动智能化打开增量空间，公司渐迎放量时点。**在技术底层逐步

完善，商业及政策环境趋于明朗的背景下，各主流车厂先后转型电动汽车。据乘联会数据，2023年11月中国新能源车销量达84.0万辆，同比+40.5%；中国新能源车渗透率达40.4%，同比+4.16pct。全球市场方面，市场研究公司Rho Motion的最新数据显示，2023年11月全球电动汽车销量创造了新的历史纪录，达到140万辆。玻璃在汽车中有广泛的运用，包括外部玻璃、保护盖板、内部玻璃、新应用等。伴随汽车智能化，中控屏、仪表盘等迎来较大升级，此外HUD等增量市场亦逐步落地。消费体验驱动汽车行业消费电子化，一体屏等创新不辍。电动汽车动力源从燃油更换为电能之后，避免了油电转换，电气化赋予汽车娱乐属性释放的空间。

公司汽车业务增长迅速，业绩持续放量。公司布局汽车领域已久，2023年上半年，公司新能源汽车及智能座舱类业务收入22.82亿，同比增加55.0%。此外，尽管2023年上半年新能源汽车整车竞争较为激烈，但公司通过加深与优质客户的合作，同时提高自身管理能力，优化成本，毛利率同比上涨4.29pct。新能源汽车行业贝塔依然强势，公司切入大厂供应链。新能源汽车逐步渗透过程中，比亚迪及特斯拉两大车企较为强势，此外传统车厂积极转型，新势力打造差异化。公司已切入特斯拉、比亚迪等大厂供应链，同时与传统车厂及新势力合作密切，客户包括宁德时代、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来等。展望未来，公司有望跟随核心客户一起成长，收入增长过程中产能利用率渐渐提升，同步改善盈利能力。

- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2023E/2024E/2025E营业收入分别为556.84/638.07/709.97亿元，分别同比+19.2%/+14.6%/+11.3%。归母净利润分别为31.06/40.24/50.41亿元，分别同比+26.9%/+29.5%/+25.3%。综合考虑产品结构、主要下游、客户结构、发展历程等因素，我们选取立讯精密、歌尔股份、徕木股份作为可比公司。截至最新交易日（1月12日），公司股价对应2023E/2024E/2025E的PE为19.22x/14.84x/11.84x，低于可比公司均值，成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济波动风险；消费电子行业发展不及预期风险；汽车业务拓展不及预期风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	45,268	46,699	55,684	63,807	70,997
增长率 YoY %	22.5%	3.2%	19.2%	14.6%	11.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,070	2,448	3,106	4,024	5,041
增长率 YoY%	-57.7%	18.3%	26.9%	29.5%	25.3%
毛利率%	20.9%	19.2%	19.2%	20.0%	19.9%
净资产收益率ROE%	4.9%	5.5%	6.6%	7.9%	9.0%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.49	0.62	0.81	1.01
市盈率 P/E(倍)	28.84	24.39	19.22	14.84	11.84
市净率 P/B(倍)	1.40	1.35	1.26	1.17	1.07

资料来源：ifind，信达证券研发中心预测；股价为2024年01月12日收盘价

目 录

投资逻辑	6
蓝思科技：消费电子外观件龙头，多点布局助力业绩成长	8
多年制造经验，持续产品技术创新缔造龙头企业	8
创新驱动业务拓展，精益智造更添业绩增益	10
财务：盈利能力逐步攀升，业绩改善明显	12
股权架构稳定，股权激励彰显信心	14
消费电子：复苏趋势明朗，创新动力不竭	15
终端需求复苏明显，行业周期低点已过	15
外观进化趋势明确，折叠屏等创新更添增量	17
格局：竞争格局清晰，公司已建立一定优势	22
公司：消费电子玻璃领域龙头，多元化矩阵完善	24
汽车：电动智能化打开增量空间，公司渐迎放量时点	28
多年制造经验，持续产品技术创新缔造龙头企业	28
车载业务放量加速，与大客户一道成长	31
盈利预测与估值	33
风险因素	34

表 目 录

表 1：公司股权激励考核目标	14
表 2：主要材料对比	17
表 3：华为昆仑玻璃更换价格	19
表 4：玻璃盖板产业链主要企业	23
表 5：中游玻璃背板/盖板企业	23
表 6：公司主要子公司（2023 年上半年）	27
表 7：玻璃在汽车的主要应用	29
表 8：汽车玻璃售价及数量情况	29
表 9：公司盈利拆分	33
表 10：公司主要财务指标	34
表 11：可比公司估值	34

图 目 录

图 1：公司发展历程	8
图 2：公司优势工艺	9
图 3：公司全球布局	9
图 4：公司客户资源	10
图 5：公司主营产品	11
图 6：自动化装备	12
图 7：智能制造	12
图 8：公司年度营业收入及同比	12
图 9：公司季度营业收入及同比	12
图 10：公司年度归母净利润及同比	12
图 11：公司季度归母净利润及同比	12
图 12：公司年度销售毛利率/销售净利率	13
图 13：公司季度销售毛利率/销售净利率	13
图 14：公司年度费用率	13
图 15：公司季度费用率	13
图 16：公司年度经营性现金流净额	13
图 17：公司资产负债率	13
图 18：公司股权架构	14
图 19：全球智能手机出货量及同环比	15
图 20：各品牌厂商出货量同比增速拐点明显	15
图 21：2023 年 10 月全球智能手机出货量同比转正	15
图 22：中国智能手机出货量及同环比	16
图 23：各品牌厂商中国市场智能手机出货量	16
图 24：全球 PC 出货量及同比	16
图 25：各品牌厂商 PC 全球出货量（千台）	16
图 26：全球平板出货量及同比	16
图 27：中国平板出货量及同比	16

图 28: 盖板玻璃是消费电子终端重要组成, 通常由七层构成.....	17
图 29: 智能手机应用.....	17
图 30: 智能手表应用.....	17
图 31: 平板电脑应用.....	18
图 32: 盖板玻璃主要分为 2D、2.5D 和 3D.....	18
图 33: OLED 智能手机渗透率.....	18
图 34: 不同材质特性.....	19
图 35: 华为昆仑玻璃实物图.....	19
图 36: 华为昆仑玻璃提供 10 倍耐摔抗跌.....	19
图 37: 折叠屏市场排名 (2023Q3).....	20
图 38: 苹果 Vision Pro.....	21
图 39: 盖板玻璃产业链.....	22
图 40: 2022 年 3D 玻璃成本结构.....	22
图 41: 2023 年 11 月中国智能手机激活量.....	24
图 42: iphone 收入及同比.....	25
图 43: 苹果收入及份额.....	25
图 44: 玻璃业务系公司主要收入来源.....	26
图 45: 公司消费电子业务矩阵完备.....	27
图 46: 中国新能源汽车销量及同比.....	28
图 47: 中国新能源汽车渗透率.....	28
图 48: 蔚来 ET7 智能座舱.....	30
图 49: 飞凡 R7 三联屏.....	30
图 50: 华为光场屏.....	30
图 51: 2023H1 公司营收结构.....	31
图 52: 公司新能源汽车解决方案.....	31
图 53: 玻璃在汽车中的应用.....	31
图 54: 比亚迪全球销量及同比.....	32
图 55: 比亚迪“王朝”和“海洋”.....	32
图 56: 特斯拉全球销量及同比.....	32
图 57: 特斯拉主要工厂及产能.....	32

投资逻辑

1、现有业务怎么看？

蓝思科技系全球消费电子智能终端视窗与外观防护功能部件行业龙头，已形成玻璃、蓝宝石、陶瓷、塑胶、碳纤维等材料矩阵，面向智能手机、PC、智能穿戴、VRAR、汽车等潜力下游。公司在外则以创新驱动业务拓展，在内则精益生产提升自动化水平，成长动能充足。

- **垂直整合：**垂直整合是近两年公司发展的重要成绩和突破，借助整机组装能力的提升，可以进一步巩固和提升公司精密金属结构件和防护模组的市场份额。湘潭蓝思目前已经有数款高端手机在量产，并且 2023 年新增大客户后盖组装业务。湘潭蓝思目前已渡过前期研发和投入阶段，生产经营逐个季度改善，预期将成为公司未来业绩的重要增长点。
- **研发驱动：**公司大力布局基于未来的技术研发，具备玻璃、蓝宝石、精密陶瓷、精密金属等产品加工的前沿核心技术和工艺，近两年公司研发支出占营业收入比例、研发投入金额绝对值以及研发人员占比在行业内较高水平。近年来随着原色玻璃、3D 玻璃、钛合金等新产品、新技术、新材料的不断推出，带来了价值量和利润率的不断提升，公司雄厚的研发积淀未来将成为驱动业绩增长的核心动力。
- **精益生产：**近年来公司持续提升精益管理水平，从采购、生产、人工、费用开支、研发等各个方面进行优化，生产效率及良率不断改善，产品交付和质量连续获得客户嘉奖，降本增效成效显著，2022 年度管理费用同比下降 31.83%，2023 年前三季度销售费用下降了 6.32%，管理费用下降了 7.25%，整体费用下降趋势较为明显，精益管理水平的提升预期将对业绩的增长起到促进作用。
- **智能制造：**公司通过深化产能体系的自动化、智能化改造，公司自有智能化设备公司，自研的 Delta 并联机器人、六轴机器人、工业物联网系统等产品已在多处产线投入使用，大幅降低了人工成本、提升了生产效率和良率水平。从事整机组装业务的子公司蓝思科技（湘潭）有限公司荣获 2023 年度湖南省智能制造标杆企业，从事金属加工业务的子公司蓝思精密（泰州）有限公司荣获 2023 年江苏省智能制造示范车间。

2、增长点在哪里？

- **消费电子相关业务。**量的维度，终端回暖趋势明确，智能手机、PC 等消费电子终端销量改善驱动玻璃等需求提升；价的维度：第一，消费走向高端，“玻璃盖板+玻璃背板”有望进一步下沉；第二，OLED 有望进一步渗透，3D 玻璃盖板更适配 OLED 屏幕，或将同步受益；第三，折叠屏、VRAR 等有望打开增量市场。
- **汽车业务：**新能源汽车逐步渗透过程中，比亚迪及特斯拉两大车企较为强势，公司已切入特斯拉、比亚迪等大厂供应链，同时与传统车厂及新势力合作密切，客户包括宁德时代、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来等。展望未来，公司有望跟随核心客户一起成长，收入增长过程中产能利用率渐渐提升，同步改善盈利能力。
- **产能利用率提升有利于盈利能力增强，控本增效进一步促进业绩边际改善。**2023 年上半年公司子公司中，蓝思科技（长沙）亏损减小，蓝思科技（泰州）降本增效及产能利用率提升引致利润大幅改善，展望未来，黄花园区、湘潭园区产品逐步导入，量产逐步开启，其他园区产能利用率持续提升，降本增效步

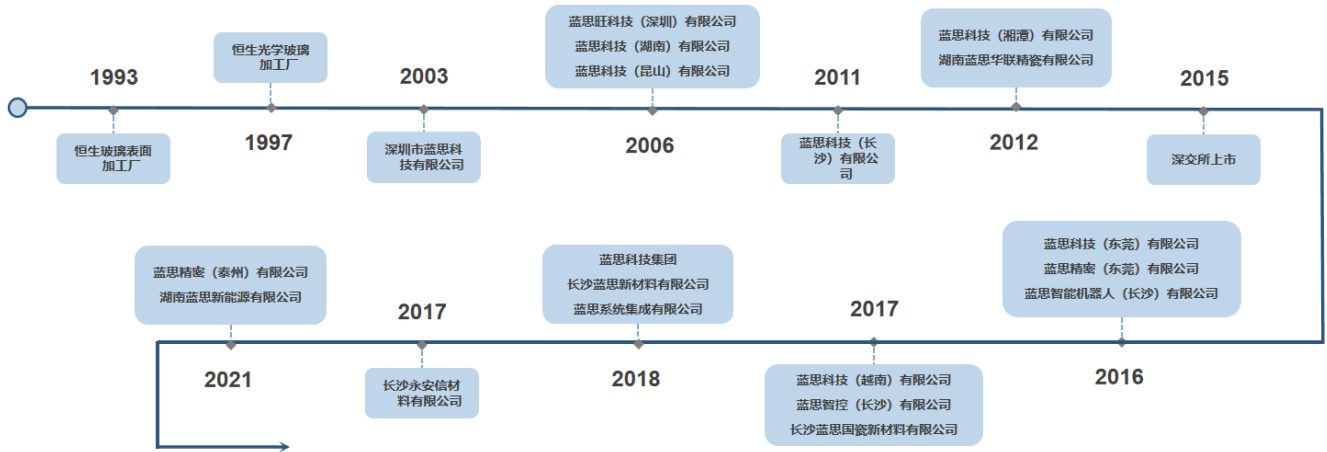
履不停，公司盈利能力有望大幅提升。这一点在 2023 年已有验证，上半年销售毛利率/销售净利率均同比改善，Q3 因大客户订单有所递延因此同比小幅下滑但 Q4 有望加速回升。展望未来，我们认为公司具备充足的利润释放能力，看好公司的投资潜力。

蓝思科技：消费电子外观件龙头，多点布局助力业绩成长

多年制造经验，持续产品技术创新缔造龙头企业

消费电子外观件龙头，发展多年实力强劲。蓝思科技作为全球消费电子智能终端视窗与外观防护功能部件行业龙头，已实现多元化业务格局。公司产品方向包括智能手机与电脑、新能源汽车及智能座舱类、智能头显与智能穿戴类及其他智能终端类，提供各类产品的结构件、模组及组装，涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷、塑胶、碳纤维等新材料。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

重视技术积淀，研发持续深入。蓝思科技的技术一直是核心竞争力，拥有九大行业首创，制定三大行业标准。公司注重技术创新。截至 2023Q2，公司已获得专利授权 2189 件，其中发明专利 389 件，实用新型专利 1659 件，外观设计专利 141 件，并获得软件著作权 94 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。2023 年，成立蓝思工业研究院，研究院由脆性材料、金属材料、化学材料、光学应用、新能源、镀膜、触控模组、智能制造、人工智能、整机设计及组装等十个研究所组成，重点研究脆性材料、新能源应用、光学应用、人工智能等十大领域，持续加码创新。

图 2: 公司优势工艺

率先将玻璃应用到手机屏幕上
 九大行业首创成为行业通用技术
 编制的《产品设计指引》、《产品加工极限》、《产品检验标准》成为行业通用标准

- | | | |
|---|---|--|
| <p>01 采用特殊化学钢化工艺，通过离子交换法形成表面应力用以提升玻璃强度</p> | <p>02 首家将CNC技术应用于视窗防护玻璃行业的企业</p> | <p>03 独创的高附着超薄油墨成为行业通用油墨</p> |
| <p>04 发明的防指纹镀膜技术在业内得到全面应用</p> | <p>05 率先突破白色油墨印刷技术，并率先量产四曲面3D玻璃盖板</p> | <p>06 将特种玻璃、精密陶瓷和蓝宝石导入高端手机、平板电脑、智能手表等消费电子产品领域</p> |
| <p>07 率先发明玻璃孔位抛光与截面抛光技术，提升手机抗摔性</p> | <p>08 首家将黄光工艺导入到3D玻璃前盖的制造，从而使四曲面3D手机得以成功面市</p> | <p>09 最早开发渐变工艺从而助推了手机行业多彩的发展方向</p> |

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司进行积极的海外布局，拥有子公司越南蓝思、美国蓝思、Lens Technology Japan 株式会社等。公司在中国香港、越南、美国等地均设有子公司，就近服务全球客户。越南蓝思主要是消费电子、新能源汽车、显示模组等相关业务，目前在盖板玻璃方面也有规划。

图 3: 公司全球布局


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

创新驱动业务拓展，精益智造更添业绩增益

客户资源丰富，引领消费电子行业外观变革。公司是消费电子行业外观创新变革的引领者，首次将玻璃屏引入高端智能手机及平板电脑，首次将陶瓷、蓝宝石材料应用到智能手机和智能可穿戴设备，首次将 3D 玻璃应用到智能手机的企业。凭借优质的产品和卓越的技术，公司已与一批优质客户建立了稳定合作，包括苹果、三星、小米、OPPO、vivo、华为、荣耀、特斯拉、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来、比亚迪等。

图 4: 公司客户资源



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

加速产业链垂直整合，面向多个细分下游领域。公司主营业务涉及中高端智能手机、智能穿戴、电脑、新能源汽车、智能家居、光伏等多个下游，目前已形成玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属、塑胶等材质的多元矩阵，具体产品形态包括：

- **玻璃前盖和后盖：**公司视窗防护玻璃、后盖玻璃等系列产品具有质感轻薄、透明洁净、抗划伤、抗指纹等特性，通过双面 AR 工艺前盖透光率最高可达 98%。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。
- **金属：**公司金属材质加工能力较强，包括不锈钢、太空铝、镁铝合金、钛合金等多种新型复合材料；产品加工采用国内外先进设备，加工精度可以稳定在 0.01mm。
- **蓝宝石：**公司具备从长晶设备制造到切、抛、磨、成品一条龙研发、生产能力。公司生产的蓝宝石纯度达 99.999%，莫氏硬度达到 9，接近于钻石，其晶格结构决定了强度高、硬度大、超耐磨等特性，产品透光率>91%。
- **精密陶瓷：**公司掌握多种成型技术，同时提供多种表面处理工艺，具备硬度高、耐划伤、莫氏硬度达到 9、耐高温、耐酸碱腐蚀、信号穿透性强、手感温润等优点。
- **塑胶模具：**公司成型设备为全球顶级注塑机，产品类型多样，可满足不同终端差异化需求。
- **触控：**公司拥有世界一流的电容式触控屏（GF/GFF/OGS/GG）、柔性触控技术、FILM SENSOR（10/10um Narrow Border）、高精度 2.5D/3D 精密贴合工艺、全自动化技术和生产能力。
- **生物识别：**公司技术自主研发，可为客户提供多样化解决方案，包括前置电容模组、后置电容模组、侧边电容模组、屏下光学模组等。

- **组装：**公司致力于为全球客户提供垂直整合的端到端解决方案，具有全面的 ODM & OEM 能力，实现了自动化率达到 70% 以上、良率 99% 以上的组装业界领先水平。

公司在现有的业务平台基础上，不断开辟新市场，积极布局原辅材料、专用设备、智能制造等上下游产业，培育或投资了蓝思智能、蓝思集成、东莞蓝思、蓝思新材、泰州蓝思、越南蓝思、豪恩声学等多家具有良好成长潜力与核心竞争力的子公司或业务模块。

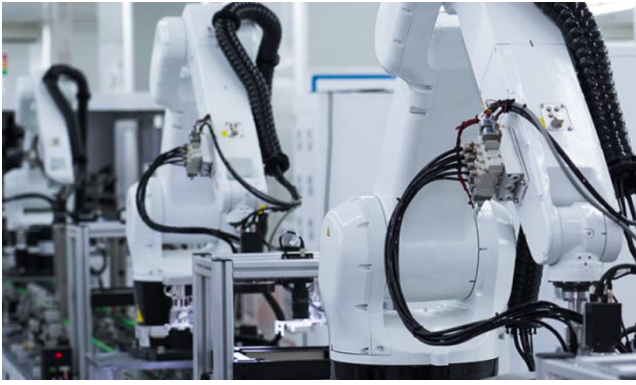
图 5：公司主营产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

精益生产控本增效，智能制造优化工艺。公司是业内最早研发、制造、大规模应用自动化设备和智能制造工业体系的企业之一，截至 2022H1，目前拥有一支超 1200 人的智能制造开发团队，将生产制造与工业互联网、大数据、云计算、人工智能等新技术进行深度融合，大幅提高数据自动化采集和分析水平，提高生产效率和良率，降低生产管理成本。公司具备强大的专用设备自主研发制造能力，以及工装夹具、模具、辅材自制能力，自主研发的机器设备更好地适配公司生产线布局和工艺技术特点，关键性能、综合效率、自动化程度、能耗和排放等指标均行业领先。公司根据生产部门需要，自主对老旧设备进行技术升级改造或回收利用，延长设备使用寿命，节省设备投资，成本优势突出。

- **自动化装备：**公司设立蓝思智能机器人（长沙）有限公司，自主研发生产高精度、高性价比、高通用性工业机器人和高端智能制造装备。
- **智能制造：**以物联网、人工智能、大数据与工业的全方位系统集成，自我感知、自我分析判断、自我决策和人机协同一体化的先进控制与优化技术，聚焦效率提升、品质改善和成本管理变革，助力构建数字化与透明化的智能制造新体系，迈向智能化高速发展，打造了行业工业 4.0 的新高度。

图 6：自动化装备


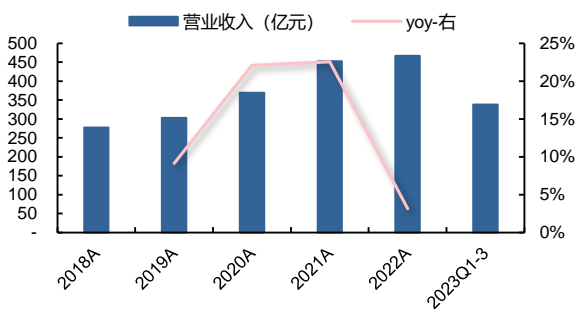
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 7：智能制造

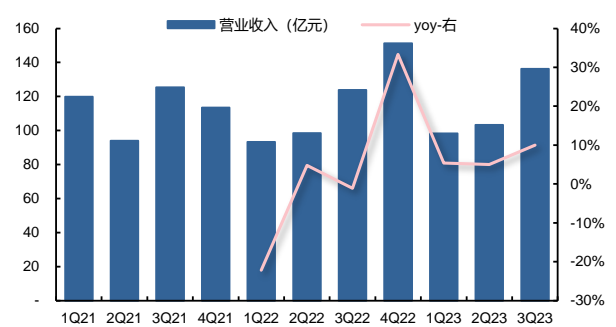

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

财务：盈利能力逐步攀升，业绩改善明显

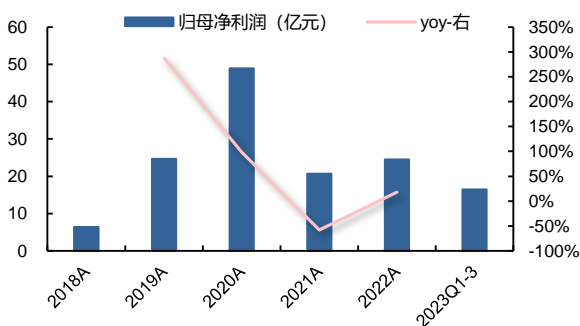
业绩大幅改善，2023 年前三季度净利润翻倍增长。公司 2023Q1-3 的营业收入为 338.08 亿元，yoy+7.07%。公司 2023Q1-3 的归母净利润为 16.49 亿元，yoy+117.23%。公司业绩改善明显，尽管 2023 年上半年消费电子行业需求仍然萎靡，但进入 Q3 以来，华为及小米新机发布带动市场回暖，大客户新机也进入生产旺季。叠加公司新能源汽车业务进展顺利，产能利用率持续攀升，盈利能力改善明显。

图 8：公司年度营业收入及同比


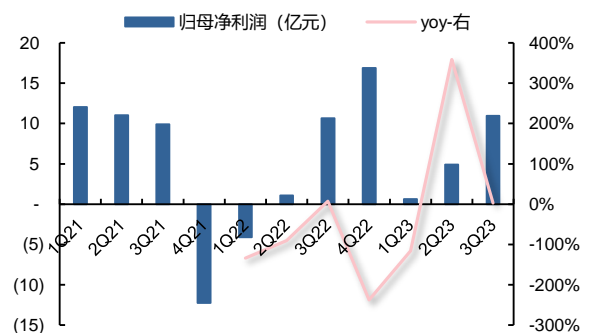
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 9：公司季度营业收入及同比


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 10：公司年度归母净利润及同比


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 11：公司季度归母净利润及同比


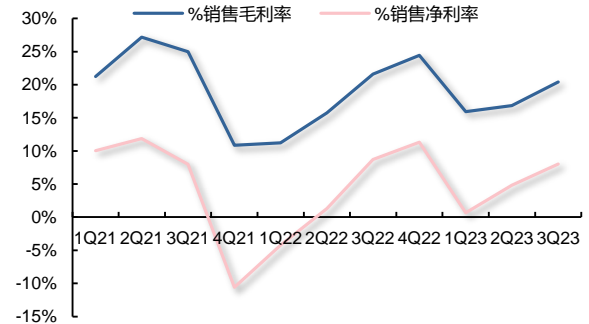
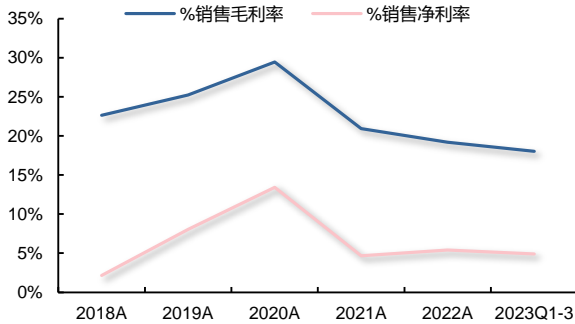
资料来源：ifind，信达证券研发中心

费率总体稳定，盈利能力稳步提高。公司 2023Q1-Q3 毛利率为 18.03%，yoy +1.33pct。公司 2023Q1-3 净利率为 4.91%，yoy+2.34pct。伴随消费电子业务稼动率逐步提高，

公司盈利能力环比改善明显。Q3 单季毛利率/净利率同比有所降低主因 2023 年大客户新机发布较往年有所推迟，部分订单滞后所致。此外公司通过精益管理，持续提升自动化水平，控制费用性开支方面持续取得成效，2023Q1-3 公司销售费用下降了 6.32%，管理费用下降了 7.25%，财务费用仅 1.17 亿元。

图 12: 公司年度销售毛利率/销售净利率

图 13: 公司季度销售毛利率/销售净利率

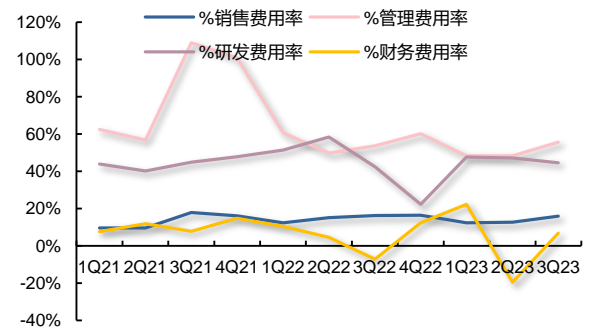
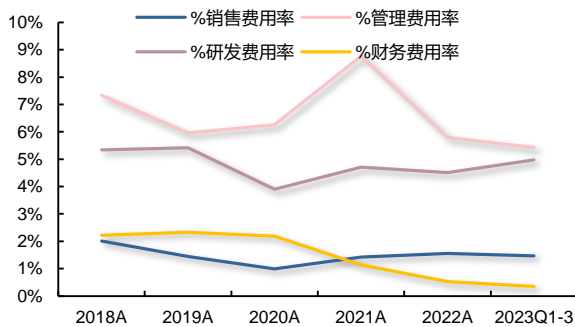


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 14: 公司年度费用率

图 15: 公司季度费用率



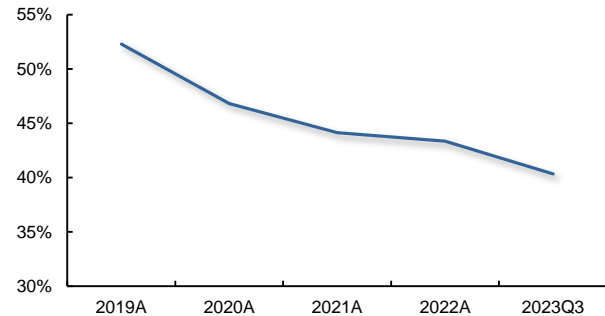
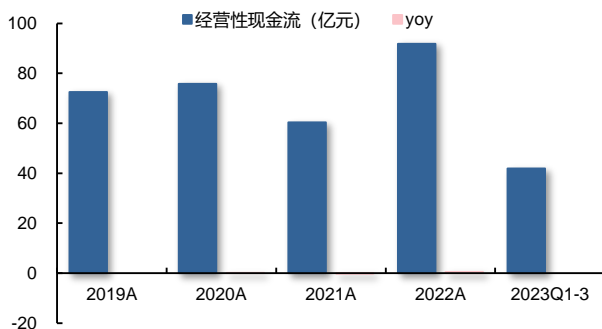
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

经营性现金流提升明显，资产负债率持续降低。受益于公司垂直整合、大力研发创新，经营性现金流改善明显。2022 年公司经营性现金流净额达 91.81 亿元，yoy+52%。2023 年来，苹果在 iPhone、VisionPro 等产品的创新反馈良好，华为、小米等厂商销量有所复苏，公司经营状况有望持续改善。此外，公司稳健经营策略，积极降低财务杠杆，截至 2023 年三季报，公司资产负债率已降至 40%。

图 16: 公司年度经营性现金流净额

图 17: 公司资产负债率



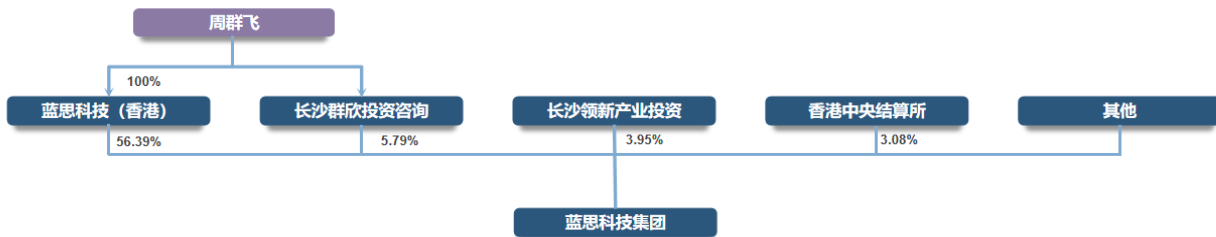
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

股权架构稳定，股权激励彰显信心

公司股权结构明晰，周群飞女士及其一致行动人是公司实际控制人。蓝思科技（香港）有限公司持有蓝思科技集团 56.39% 股份，此外长沙群欣投资咨询、长沙领新产业投资、香港中央结算所分别持有公司 5.79%、3.95%、3.08% 股份。公司实际控制人周群飞女士及其一致行动人郑俊龙通过蓝思科技（香港）、长沙群欣投资咨询控股公司。周群飞女士分别持有蓝思科技（香港）及长沙群欣投资咨询控股公司 100% 和 97.9% 的股份。

图 18：公司股权架构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心（截至 2023 年三季度）

股权激励计划颁布，未来信心充足。2023 年 9 月 24 日《关于向激励对象授予限制性股票的公告》推出股权激励计划，本激励计划拟向激励对象授予的权益合计 5315.99 股，约占草案公告时公司股本总额的 1.07%。作为行权条件，以公司 2022 年度归母净利润为基准，2023 年归母净利润增长率需达 20%，2024 年则为 40%。

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 年度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 年度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，信达证券研发中心

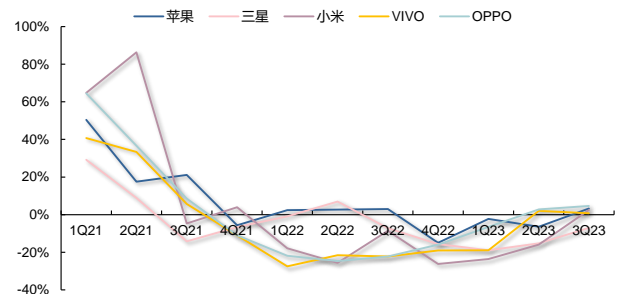
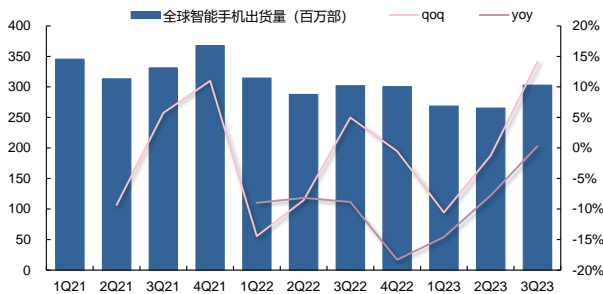
消费电子：复苏趋势明朗，创新动力不竭

终端需求复苏明显，行业周期低点已过

全球智能手机 Q3 出货同比转正，复苏趋势有望持续。据 ifind 数据，全球智能手机 2023Q3 出货量达到 3.03 亿部，同环比+0.3%/+14.1%。智能手机市场因宏观经济等因素拖累已连续多个季度下滑，终于 2023Q3 同比增速转正，且 2024 年或有 AI、潜望镜、5.5G、卫星通讯等多重助力，市场有望从复苏转为成长。

图 19：全球智能手机出货量及同环比

图 20：各品牌厂商出货量同比增速拐点明显

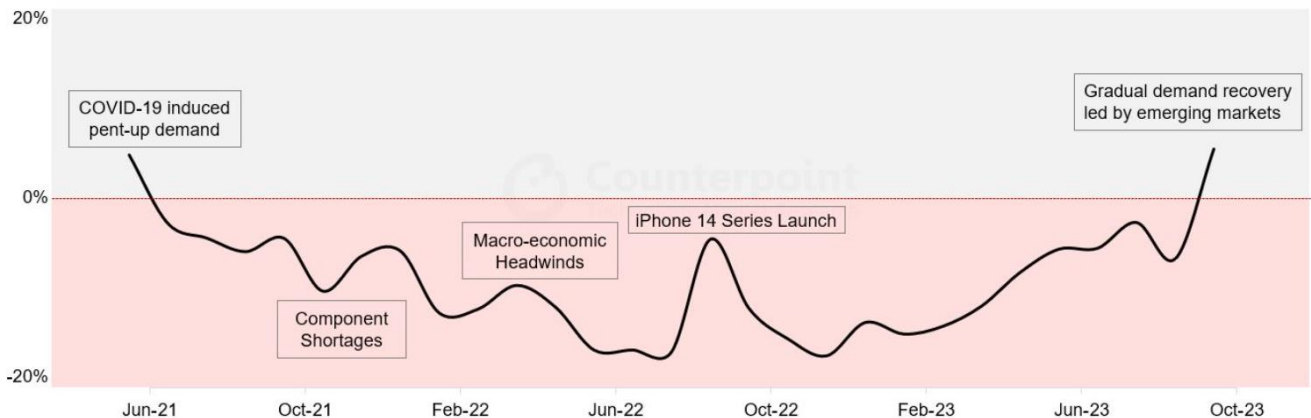


资料来源：ifind，信达证券研发中心

资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 21：2023 年 10 月全球智能手机出货量同比转正

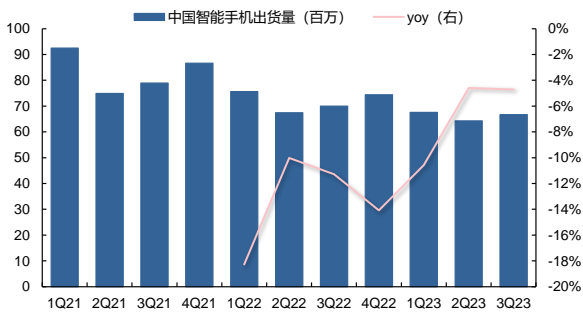
Global Monthly Smartphone Sell-Through returns to YoY growth after 2 years



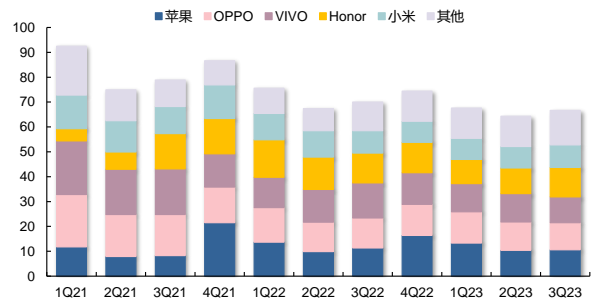
Source: Counterpoint Research Market Pulse Early Look Report, October 2023

资料来源：Counterpoint，信达证券研发中心

国内方面，Q3 智能手机出货跌幅企稳，华为、小米表现超出预期。据 canalys 数据，2023Q3 国内智能手机出货 0.67 亿部，同环比-4.7%/+3.7%。Q3 以来华为 mate 系列及小米 14 系列发售，销量超出预期，尤其华为回归带来产业链上较多个股大幅上涨。展望 2024 年，新机持续发布，创新动能不减，且 2021 年 5G 小高潮的购机者或迎换机需求，智能手机市场有望迎来增长。

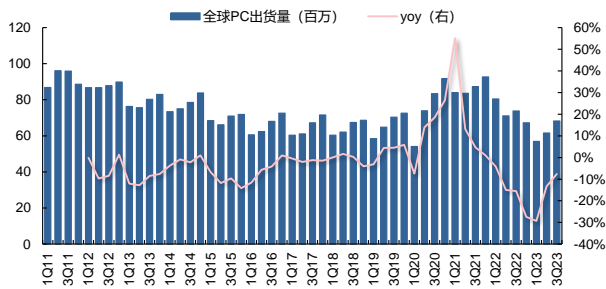
图 22: 中国智能手机出货量及同环比


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

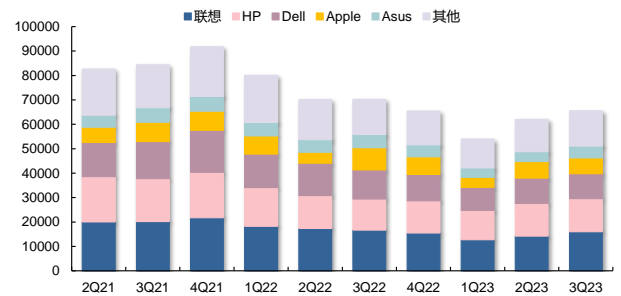
图 23: 各品牌厂商中国市场智能手机出货量


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

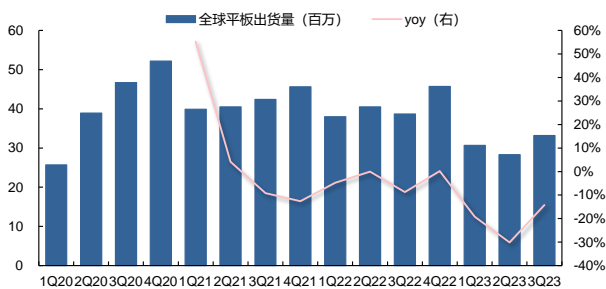
电脑市场, PC 及平板电脑跌幅快速收窄。 PC 方面, 2023Q3 全球出货 0.68 亿台, 同环比-7.6%/+10.7%。平板电脑出货 0.33 亿台, 同环比-14.2%/+17.3%。PC 方面, 2021Q4 同比增幅过半, 此后增速下滑, 2023 年 Q1 触底回暖。AI 大模型突破以来, AIPC 系重要终端, 2024 年有望推出新品。平板方面, 2023 年因宅经济需求下降, 平板电脑出货骤减, 2024 年有望复苏。

图 24: 全球 PC 出货量及同比


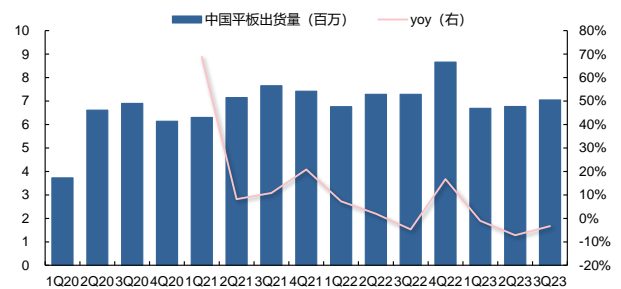
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 25: 各品牌厂商 PC 全球出货量 (千台)


资料来源: canalis, 信达证券研发中心

图 26: 全球平板出货量及同比


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 27: 中国平板出货量及同比


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

外观进化趋势明确，折叠屏等创新更添增量

##1: 玻璃盖板应用广泛，是消费电子中重要组件

消费电子外观材质多样，常见的包括玻璃、金属、塑料、蓝宝石、陶瓷等。其中，玻璃质地较好，对 5G 的干扰小，同时成本不高，因而被手机、电脑、手表等终端广泛应用。此外，蓝宝石相对玻璃而言材料优点更为突出，随着工艺层面的问题逐步解决，成本也踏入可接受区间，应用场景逐步落地。

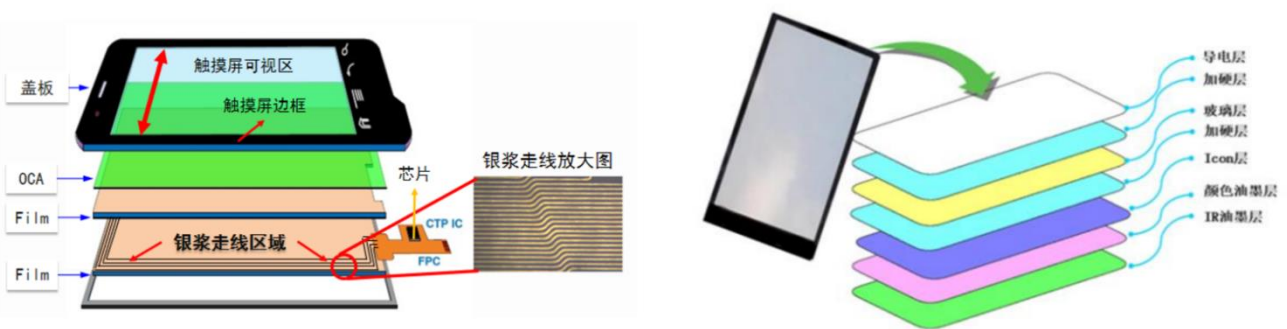
表 2: 主要材料对比

材料	质地	韧性	5G/无线充电干扰	耐磨/耐刮	弯曲性	加工复杂性	成本
玻璃	很好	坚韧	否	一般	是	高	中
金属	良好	很坚韧	是	高	是	中	中
塑料	一般	一般	否	差	是	低	低
蓝宝石	良好	很坚韧	否	高	否	很高	很高
陶瓷	很好	坚韧	否	高	否	很高	很高

资料来源: 伯恩光学招股说明书, 信达证券研发中心

盖板玻璃组成较为复杂，是消费电子核心组件。盖板玻璃通常由七层组成，即导电层、加硬层、玻璃层、加硬层、Icon 层、颜色油墨层、IR 油墨层等，具有强度高、透光性好、韧性好、抗划伤、憎污性好、聚水性强等特征。

图 28: 盖板玻璃是消费电子终端重要组成，通常由七层构成

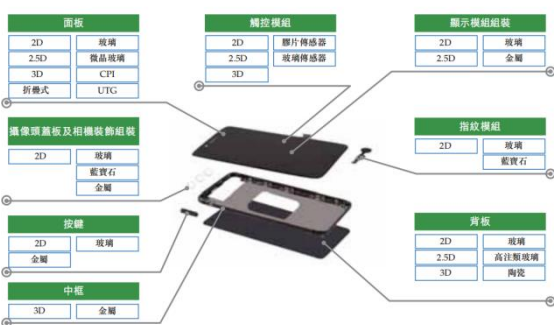


资料来源: 中科纳通官网, 信濠光电招股说明书, 信达证券研发中心

##2: 消费需求变化，OLED 屏幕渗透，3D 玻璃盖板/玻璃背板进一步打开增量空间

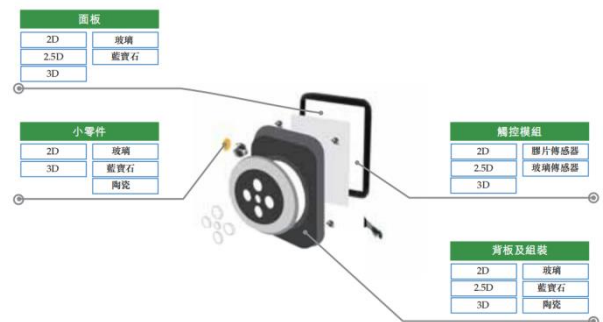
盖板玻璃主要分为 2D、2.5D 和 3D，各有不同的应用场景。2D 玻璃是一块平整的玻璃，2.5D 玻璃在侧面具有一定的弧度，3D 玻璃整个面都有弧度设计。伴随消费需求走向高端，出于对材质、性能等方面追求，手机等终端的应用也从 2D 向 2.5D、3D 演化。

图 29: 智能手机应用

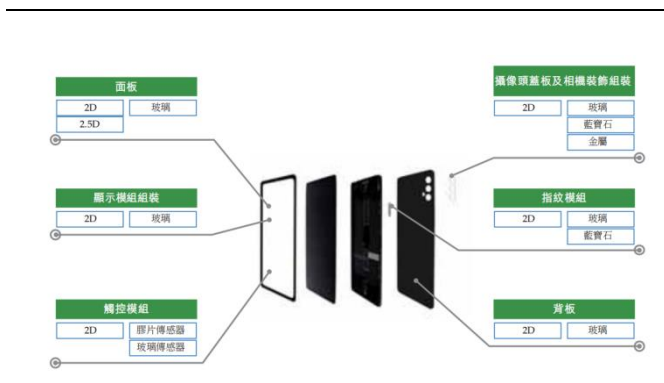


资料来源: 伯恩光学招股说明书, 信达证券研发中心

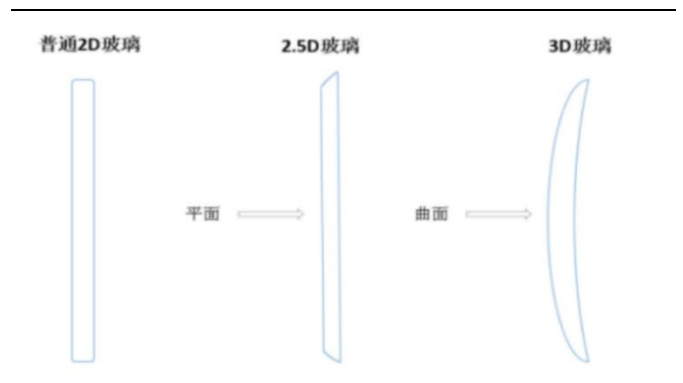
图 30: 智能手表应用



资料来源: 伯恩光学招股说明书, 信达证券研发中心

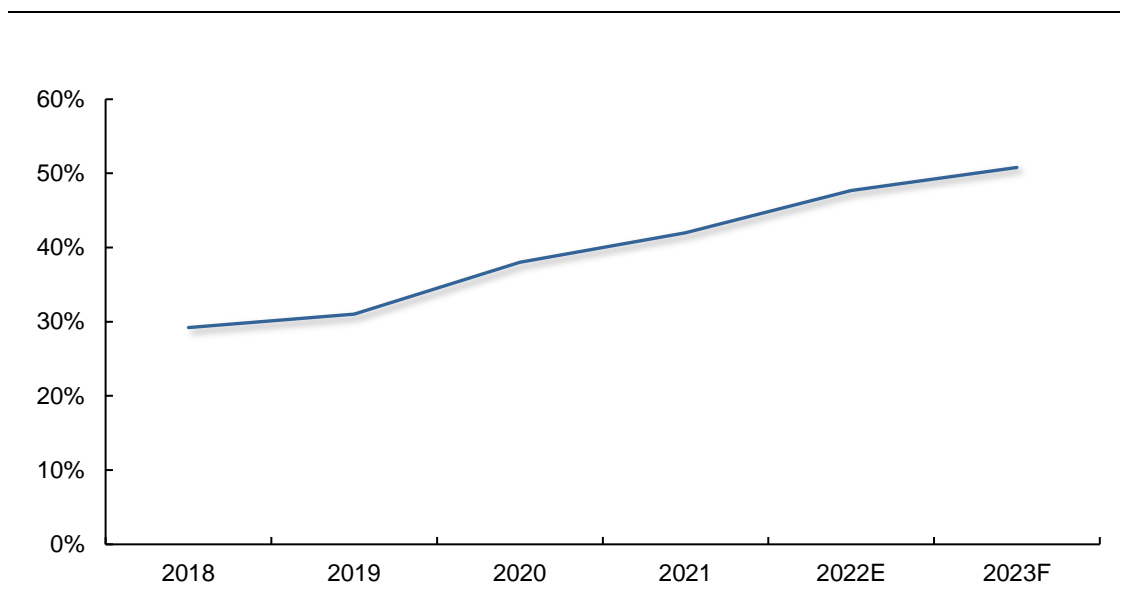
图 31: 平板电脑应用


资料来源: 伯恩光学招股说明书, 信达证券研发中心

图 32: 盖板玻璃主要分为 2D、2.5D 和 3D


资料来源: 信濠光电招股说明书, 信达证券研发中心

3D 玻璃盖板更适合 OLED, 伴随 OLED 同步渗透。 OLED 是新一代显示技术, 具备低功耗、轻薄、可柔性化的特点, OLED 柔性面板在智能手机上的应用及普及, 为防护玻璃外观设计带来更多可能。3D 触控防护玻璃盖板与 OLED 屏幕的适配程度更高, 搭配在 OLED 屏幕上可以使屏幕尺寸看起来更大, 具备更好的视觉效果。3D 防护产品具有轻薄、透明洁净、抗指纹、防眩光、耐候性佳等优点, 应用范围越来越广。据 Trendforce 集邦咨询数据, 预计 2022 年 OLED 智能手机渗透率为 47.7%, 2023 年有望突破 50.8%。与此同时, 3D 玻璃盖板的应用有望进一步加速。

图 33: OLED 智能手机渗透率


资料来源: TrendForce 集邦咨询, 信达证券研发中心

玻璃材质优势突出，背板渗透有望更进一步。玻璃的优势不仅局限于质感等特性，且玻璃是绝缘体故对信号无干扰，5G 在目前手机的渗透率已经较高，展望未来，5. 5G 乃至 6G 或将进一步打开玻璃背板的应用，使其在中低端机型中搭载。

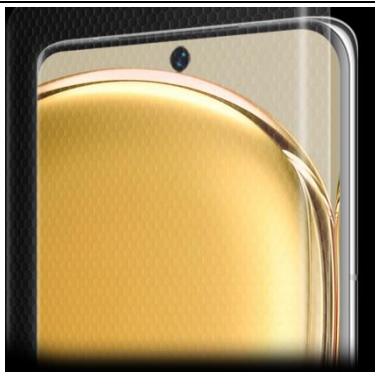
图 34: 不同材质特性

	莫氏硬度	介电常数 ($F \cdot m^{-1}$)	热导率 ($W \cdot (m \cdot K)^{-1}$)	密度 (g/cm^3)	电磁 屏蔽性	着色性	化学性质
氧化铝陶瓷	8.5	32.0~35.0	1.000~2.000	>6.0	无影响,可一体成形	简单	惰性
聚碳酸酯塑料	3.0	2.9~3.0	0.192	1.2	无影响,可一体成形	简单	易老化
康宁玻璃	7.0	6.5	1.090	2.5	无影响,可一体成形	困难	惰性
铝镁合金	6.0	导体不适用	201.000	1.8	影响极大,三段式	居中	较好

资料来源: 粉体网, 信达证券研发中心

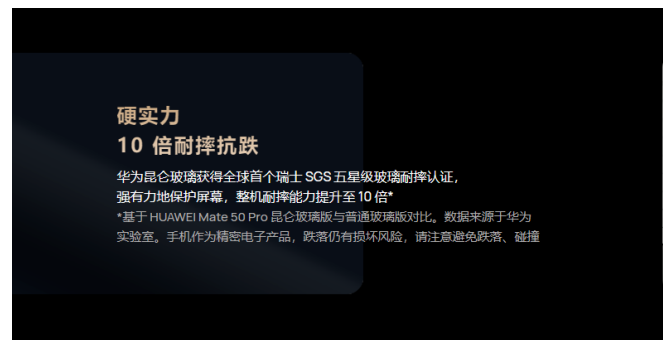
玻璃工艺创新仍未停歇，头部品牌新品迭出，玻璃价值量不断提升。华为最新推出的昆仑玻璃获得全球首个瑞士 SGS 五星级耐摔认证，耐摔能力提升 10 倍。且据官网披露，华为昆仑玻璃的价格较高，更换玻璃的价格需 589-799 元不等。小米也推出了自己的龙晶玻璃，在石英砂中加入特殊材料，加热到 1600 摄氏度熔炼，加上长晶整个工艺支撑需要 80 小时以上时间，维氏硬度达到 860 HV0.025，同时保持了良好的透光性能。

图 35: 华为昆仑玻璃实物图



资料来源: 华为官网, 信达证券研发中心

图 36: 华为昆仑玻璃提供 10 倍耐摔抗跌



资料来源: 华为官网, 信达证券研发中心

表 3: 华为昆仑玻璃更换价格

产品系列	产品型号	更换昆仑玻璃价格 (元)
HUAWEI Mate 系列	HUAWEI Mate X3	619
	HUAWEI Mate 50 RS 保时捷设计	799
	HUAWEI Mate 50 Pro	799
	HUAWEI Mate 50	589
	HUAWEI Mate 50E	589
	HUAWEI Mate 40	799
	HUAWEI Mate 40E	799
	HUAWEI Mate 40 Pro	799
	HUAWEI Mate 40 Pro+	799
	HUAWEI Mate 40 RS 保时捷设计	799
	HUAWEI Mate 40E Pro	799
	HUAWEI Mate 30 Pro	799
	HUAWEI Mate 30 RS 保时捷设计	799

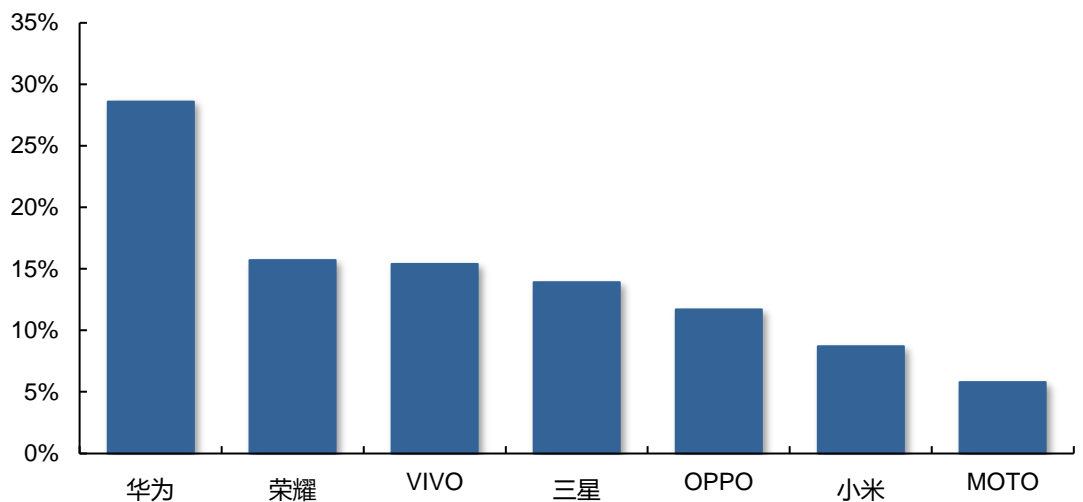
	HUAWEI Mate 30E Pro	799
HUAWEI P 系列	HUAWEI P60 Art	719
	HUAWEI P60 Pro	719
	HUAWEI P60	719
	HUAWEI P50	589
	HUAWEI P50E	589
	HUAWEI P50 Pro	799
	HUAWEI P40	589
	HUAWEI P40 Pro	799
	HUAWEI P40 Pro+	799
	HUAWEI nova 系列	HUAWEI nova 11 Pro
HUAWEI nova 10 Pro		799

资料来源：华为官网，信达证券研发中心

##3: 折叠屏需求加倍，外观材质件市场空间边际改善

折叠屏保持增长态势，外观材质件需求边际改善。根据 CINNO Research 数据显示，2023 年第三季度，中国市场折叠屏手机销量达 198 万部，同比增长 175%，环比增长 70%，且已连续第十二个季度同比正增长。其中，得益于 Mate X3/ Pocket S/ Mate X5 的表现，华为折叠屏销量居榜一，荣耀紧随其后。折叠屏手机的成本和售价一直在降低，当前部分机型已下探到高端直板手机的价格区间，折叠屏有望逐步替代高端直板旗舰机型。由于折叠屏对于盖板和背板需求翻倍，CPI 和 UTG 用量有望同步增加，整机价值量快速成长。

图 37: 折叠屏市场排名 (2023Q3)

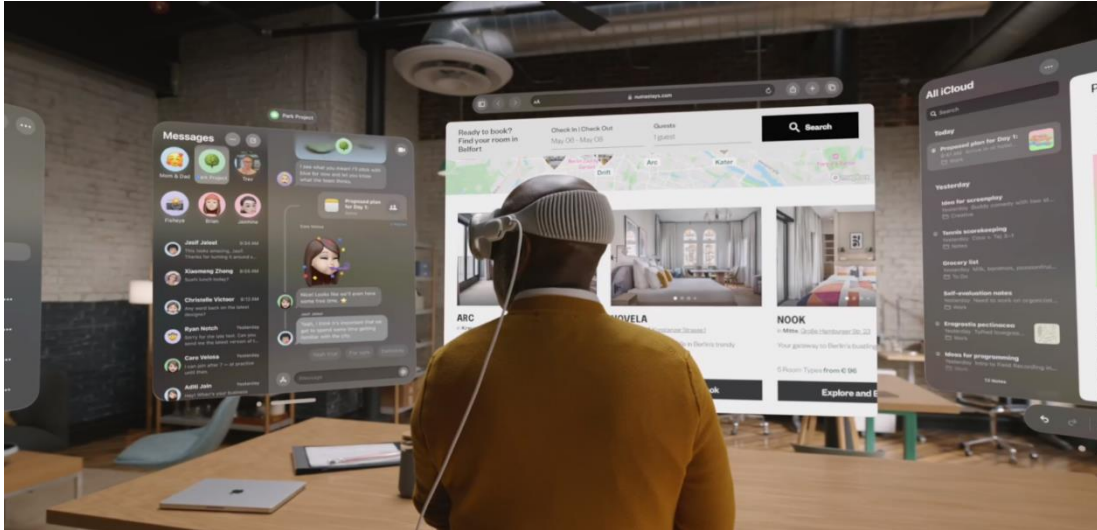


资料来源：CINNO research，信达证券研发中心

##4: 苹果 Vision Pro 发布，消费电子行业有望开启新周期

苹果孕育多年的 Vision Pro 在 2023 年 Q2 发布，2024 年有望快速放量。我们认为，作为消费电子龙头企业，苹果十年磨剑推出的 Vision Pro 是 VR 行业进程上里程碑级的产品，其创新力度之大或大幅推动 VR 行业进程。且空间计算概念被推出以后，消费电子终端包括手机、电脑、iPad 等展现融合趋势，通过 Vision Pro 进一步协同，消费电子行业展现新的发展方向，我们坚定看好 VR 行业的未来。

图 38: 苹果 Vision Pro

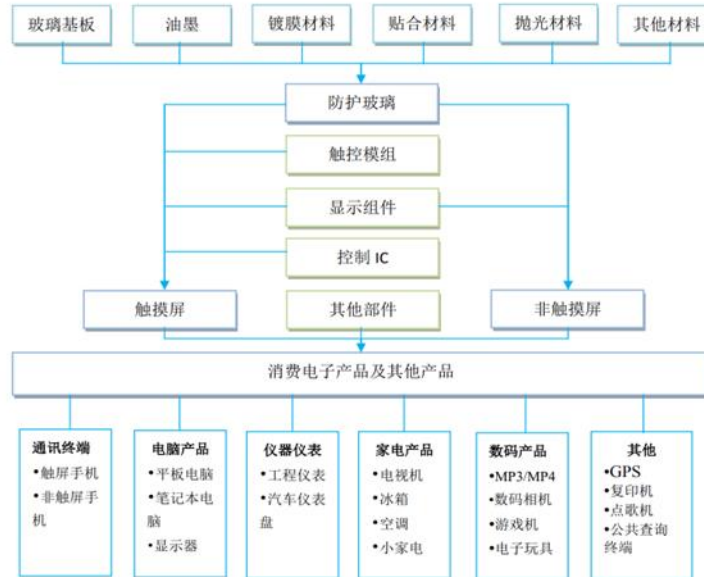


资料来源: apple 官网, 信达证券研发中心

格局：竞争格局清晰，公司已建立一定优势

从产业链来看，盖板玻璃上游主要为玻璃基板、镀膜材料、抛光材料、贴合材料等原材料及各类设备，中游系玻璃盖板及背板等，最终应用于智能手机、智能穿戴、平板电脑、车载显示、数码产品、医疗设备等各类下游。

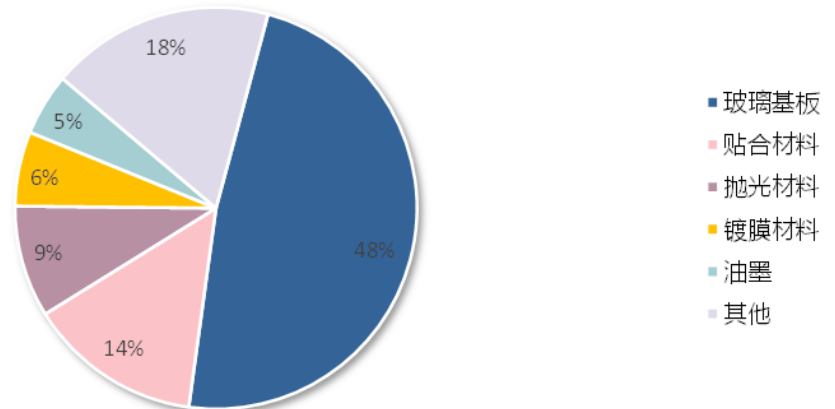
图 39：盖板玻璃产业链



资料来源：蓝思科技创业板发行可转债募集说明书，信达证券研发中心

从 3D 玻璃的成本看，玻璃基板、贴合材料、抛光材料、镀膜材料、油墨分别占比 48%、14%、9%、6%、5%。玻璃基板占比最高，但目前仍主要为国外企业如康宁、肖特、旭硝子等所垄断，国内的东旭集团、彩虹股份有一定进展。在所需的设备方面，涉及的产业链较为复杂，国内企业布局广泛。

图 40：2022 年 3D 玻璃成本结构



资料来源：新材料，中商产业研究院，信达证券研发中心

表 4: 玻璃盖板产业链主要企业

原材料及设备	企业名称
玻璃基板	康宁、电气硝子、肖特、旭硝子、科立视、旭虹光电、南波、洛玻、彩虹电子、东丽华等
玻璃切割设备	山东精辉、深圳鸿博、大族激光、德龙激光、盛雄激光、泰德激光、耀德利科技等
CNC 设备	北京精雕、创世纪、佳铁、沈阳机床、大连机床、洽脑机电、远洋翔瑞、君泰精雕、迪奥数控、鼎泰智能、大宇精雕等
研磨抛光设备	宇晶机器、宇环数控、龙恩康、深圳普盛旺、遂联自动化、春草研磨、新航科技、西可实业、赛贝尔、佳顺达、创世纪、晶日智能、赫瑞特等
镀膜耗材	大金氟化工、PPG、佳能、晟通纳米、瑞宝新材料、奥百通、宇晶封装、禾信天成、威帝佳电子、深圳照宇恒、深圳中氟科技、深圳汉能化工等
镀膜设备	新柯隆、日本光驰、北京创世威纳、一脉科技、汇成真空、沈阳百乐真空、振华科技、中山凯旋真空、华宇真空、伟创真空、正达真空、同盛达精密、三束镀膜等

资料来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

中游的玻璃背板/玻璃盖板主要生产企业为蓝思科技、伯恩光学、星星科技、合力泰、信濠光电、欧菲光、长信科技等。其中，蓝思科技在玻璃领域已形成较大优势。展望未来，玻璃工艺复杂程度不断提高，技术壁垒有望进一步加强，客户资源也将成为业内领先企业显著优势。

表 5: 中游玻璃背板/盖板企业

主要参与者	简介
蓝思科技股份有限公司	公司多年来在消费电子和新能源汽车行业的深耕细作及口碑，赢得了优质、稳定的国际知名品牌客户，如：苹果、三星、华为、小米、OPPO、vivo、荣耀、谷歌、Meta，特斯拉、宁德时代、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来、比亚迪等。凭借在行业内较高的知名度和深厚的技术沉淀，公司不断拓展与现有客户合作领域，并不断发展新客户，进一步丰富公司的客户资源、产品结构。与此同时，公司在海外设立研发生产基地、分支机构，能够快速响应和更好地满足客户的研发、生产、服务等需求。
伯恩光学有限公司	伯恩光学有限公司为在中国香港注册的有限公司，伯恩光学在中国大陆投资设立了伯恩光学（深圳）有限公司、伯恩光学（惠州）有限公司及多家下属公司，生产基地主要分布于深圳、惠州、内蒙古等地，主营产品包含各类玻璃盖板、触摸屏、手机金属结构件及蓝宝石组件等。
浙江星星科技股份有限公司	浙江星星科技股份有限公司为深交所创业板上市公司（股票代码：300256.SZ），成立于 2003 年，注册资本 9.58 亿元，主要生产和销售手机、平板电脑等视窗防护屏、精密结构件以及车载电子。星星科技拥有多条生产线用于生产各类手机玻璃视窗防护屏和结构件等产品。
合力泰科技股份有限公司	合力泰科技股份有限公司为深交所中小板上市公司（股票代码：002217.SZ），成立于 2003 年，注册资本 31.16 亿元，主要生产和销售液晶显示、触控模组、智能硬件产品。产品广泛应用于通讯设备、消费电子、家用电器、办公设备、数码产品、汽车电子、财务金融、工业控制、医疗器械、智能穿戴、智能零售等诸多领域。
欧菲光股份集团有限公司	欧菲光集团股份集团有限公司为深交所中小板上市公司（股票代码：002456.SZ），成立于 2001 年，注册资本 26.95 亿元，主营产品为触摸屏、影像模组、指纹识别模组等，并积极布局智能汽车领域，现有员工近 4 万人。
芜湖长信科技股份有限公司	芜湖长信科技股份有限公司为深交所创业板上市公司（股票代码：300088.SZ），成立于 2006 年，注册资本 24.40 亿元，主要生产和销售 TFT 减薄面板、ITO 导电玻璃、平板显示模组及全贴合产品、LCD 手机触控显示模组、智能可穿戴模组以及车载触控、盖板和触显一体化模组等。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司：消费电子玻璃领域龙头，多元化矩阵完善

智能手机行业复苏背景之下，公司核心客户销量增长明显。智能手机市场已连续多个季度销量下调，当前行业拐点已现，尤其安卓市场整体复苏趋势明朗。三季度以来，华为 Mate60 系列及小米 14 系列新机发布，在终端市场中引起强烈反响。据 BCI 数据，2023 年 11 月苹果、小米、荣耀、华为在中国的激活量分别达 604.4、524.3、403.1、401.4 万部，分别同比+2.2%、+44.1%、+12.6%、+75.6%。

图 41：2023 年 11 月中国智能手机激活量

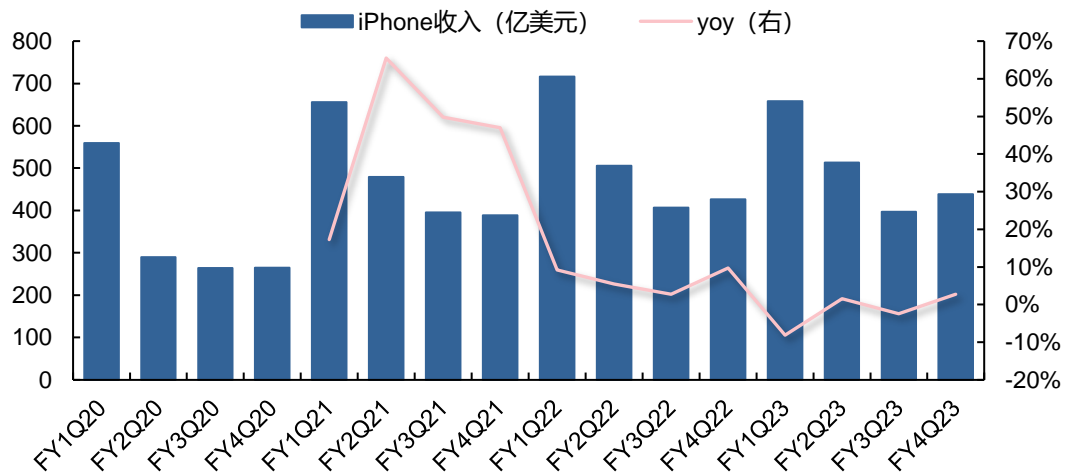
排名	品牌	当月激活量(万台)	同比增速	同比激活量(万台)
NO.1	苹果	604.4	2.2%	13.0
NO.2	小米 (含Redmi)	524.3	44.1%	160.5
NO.3	荣耀	403.1	12.6%	45.0
NO.4	华为	401.4	75.6%	172.9
NO.5	vivo (含iQOO)	383.3	-11.0%	-47.5
NO.6	OPPO (含一加, realme)	376.3	-10.6%	-44.8
Others	其他	178.3	18.7%	28.0

趋势统计(万台)					
品牌	W44	W45	W46	W47	W48
苹果	164.0	148.9	126.5	86.1	78.9
小米 (含Redmi)	149.9	111.6	101.0	74.6	87.2
荣耀	87.9	85.3	80.3	69.0	80.5
华为	89.1	87.8	78.8	75.3	70.4
vivo (含iQOO)	76.1	75.4	80.1	82.0	69.6
OPPO (含一加, realme)	80.9	79.7	74.3	68.9	72.5
其他	36.1	37.8	36.6	33.2	34.6

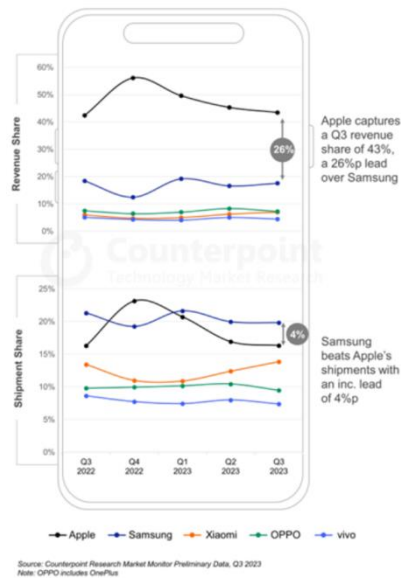
4K+市占率			
排名	品牌	份额	同比
NO.1	苹果	50.8%	-21.2%
NO.2	华为	22.3%	+8.8%
NO.3	小米	14.4%	+11.8%
NO.4	vivo	3.8%	+1.4%
NO.5	荣耀	2.7%	+0.9%
NO.6	OPPO	1.8%	+0.9%
NO.7	iQOO	1.5%	-1.3%
NO.8	一加	0.1%	-0.7%
Others	其他	2.6%	-0.7%

资料来源：BCI，天天 IC，集微网，信达证券研发中心

三季度 iPhone 收入增长，苹果打破有史以来最高的第三季度收入份额记录。2023 年第四财季（对应第三季度）苹果 iPhone 收入为 438.05 亿美元，同比+2.77%。尽管苹果 2023 年新机发售日期较往年晚一周，且在中国市场遭遇华为和小米的竞争压力，但苹果在全球有良好的客户基础和强大的创新实力，据 counterpoint 的数据，iPhone 的收入份额在 2023 年三季度达到 43%，是有史以来三季度最高收入份额记录，遥遥领先第二名 26%。

图 42: iphone 收入及同比


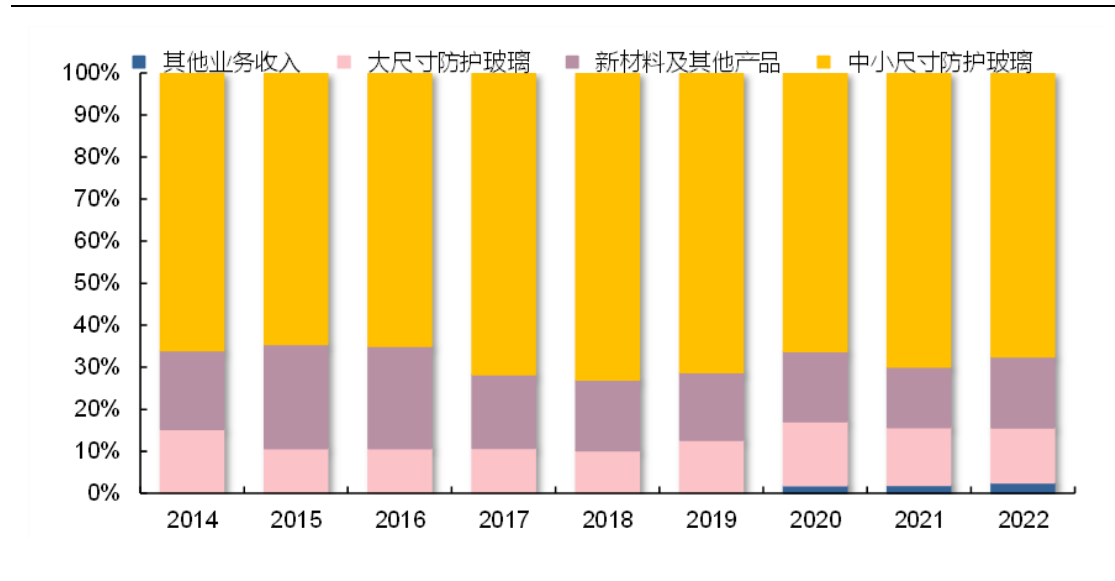
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 43: 苹果收入及份额


资料来源: counterpoint, 信达证券研发中心

公司系消费电子玻璃领域龙头，玻璃业务系公司最主要收入来源。从公司营业结构看，2022 年中小尺寸防护玻璃占比达 67.49%，大尺寸防护玻璃占比达 13.09%。公司防护玻璃主要应用于手机、智能手表、平板电脑及笔记本电脑等终端，凭借多年的深耕，公司已在消费电子玻璃领域建立较大优势。

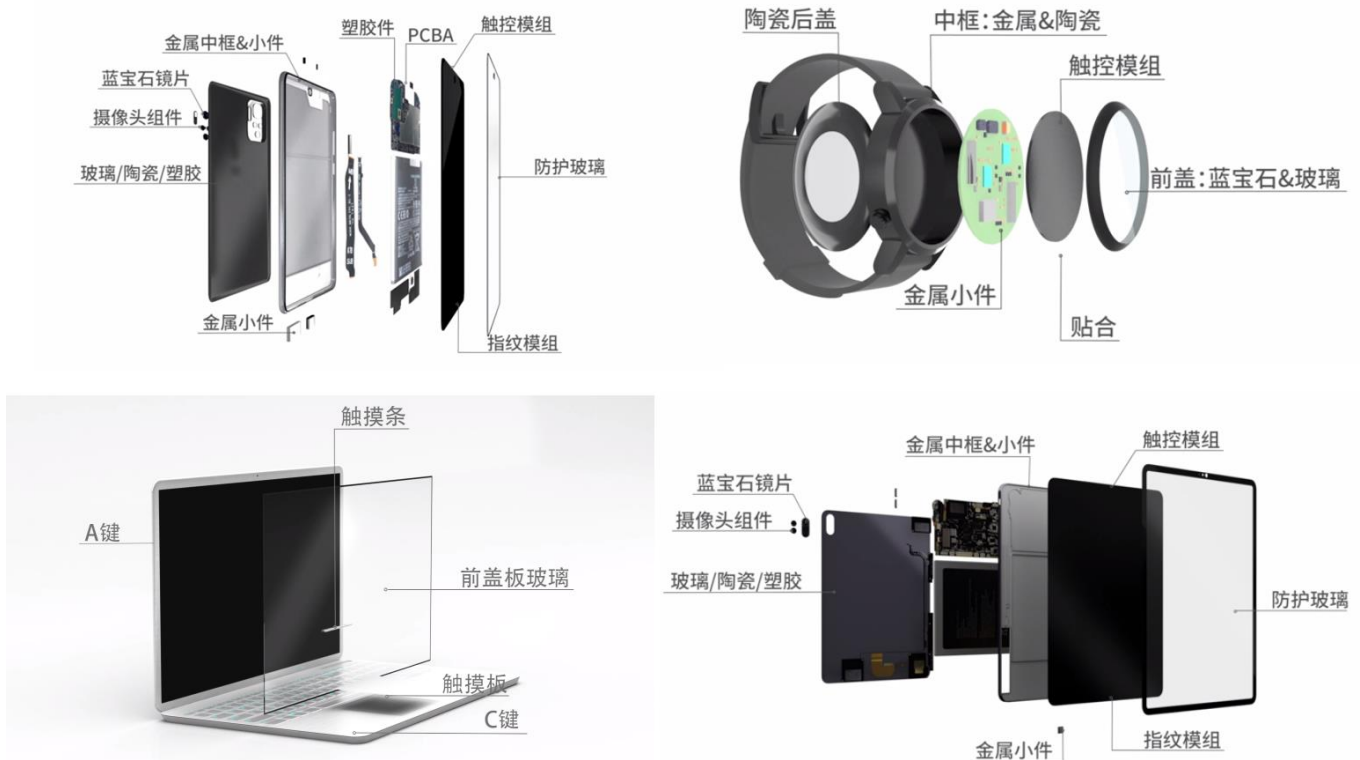
图 44：玻璃业务系公司主要收入来源



资料来源：ifind，信达证券研发中心

凭借多年深耕积淀的技术实力，公司继续精研横向拓展，材质上形成玻璃、蓝宝石、金属、陶瓷、塑胶为一体的矩阵，可以满足智能手机、智能手表、笔记本电脑、平板电脑等多个终端客户不同需求。

- **整机组装：**公司成功向蓝宝石、陶瓷、金属等结构件和触控、指纹、天线及摄像头模组延伸，已经形成结构件+模组的一站式供货，实现了智能手机端到端的供应链垂直整合；
- **智能手表：**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；
- **笔记本电脑：**公司提供基于不同金属材质的 A、C、D 键解决方案，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战略合作，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。

图 45: 公司消费电子业务矩阵完备


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司主要子公司包括蓝思科技(长沙)、蓝思科技(湘潭)、蓝思智控(长沙)、蓝思科技(越南)、蓝思精密(泰州)等。2023年上半年,在消费电子行业需求萎靡、汽车行业价格战激烈的背景之下,公司逆势实现利润增长,足见降本增效、产能利用率提升带来的盈利能力改善力度之强。从子公司来看,蓝思科技(长沙)亏损减小,蓝思科技(泰州)降本增效及产能利用率提升引致利润大幅改善,展望未来,黄花园区、湘潭园区产品逐步导入,量产逐步开启,其他园区产能利用率持续提升,降本增效步履不停,公司业绩有望持续放量。

表 6: 公司主要子公司 (2023 年上半年)

公司名称	主要业务	营业收入 (亿元)	yoy	净利润 (亿元)	yoy
蓝思科技(长沙)有限公司	研发、生产、销售外观防护玻璃及功能组件	52.31	-11%	(4.17)	4%
蓝思科技(湘潭)有限公司	电子产品及零配件的研发、生产、组装、销售业务	19.01	857%	(1.10)	-2%
蓝思智控(长沙)有限公司	金属材料、塑料制品生产、销售	4.52	33%	0.60	80%
蓝思科技(越南)有限公司	电子零件加工、研发、生产、销售	13.70	10%	0.84	-5%
蓝思精密(泰州)有限公司	生产、研发、加工铝、镁等各式新型合金材料手机中框及相关零组件	54.99	-3%	1.72	340%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

汽车：电动智能化打开增量空间，公司渐迎放量时点

多年制造经验，持续产品技术创新缔造龙头企业

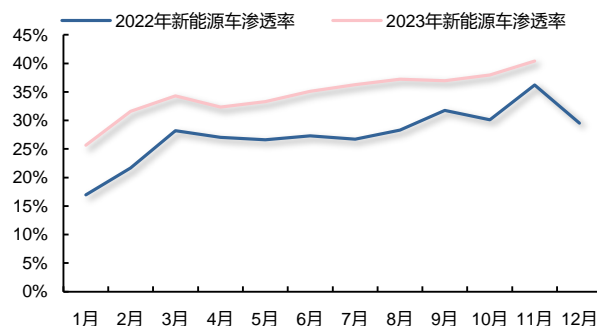
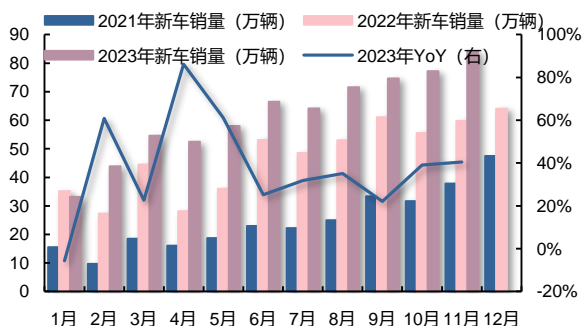
##1: 电动智能化持续，头部厂商优势明显

中国新能源汽车销量稳步上升，渗透率再创新高。在技术底层逐步完善，商业及政策环境趋于明朗的背景下，各主流车厂先后转型电动汽车。据乘联会数据，2023年11月中国新能源车销量达84.0万辆，同比+40.5%；中国新能源车渗透率达40.4%，同比+4.16pct。

全球市场方面，2023年11月电动车销量创新纪录。市场研究公司 Rho Motion 的最新数据显示，2023年11月全球电动汽车销量创造了新的历史纪录，达到140万辆。从车型上看，在11月份售出的电动汽车中，纯电动汽车占70%，插电式混合动力车占30%。从市场来看，中国电动汽车的销量上涨25%，美国和加拿大的销量增长43%，而欧洲的销量与2022年同期相比下降3%。

图 46: 中国新能源汽车销量及同比

图 47: 中国新能源汽车渗透率



资料来源：乘联会，信达证券研发中心

资料来源：乘联会，信达证券研发中心

##2: 玻璃在汽车中应用场景多样，价值量较高

玻璃在新能源车中应用场景丰富。玻璃在汽车中有广泛的运用，包括外部玻璃、保护盖板、内部玻璃、新应用等。伴随汽车智能化，中控屏、仪表板等迎来较大升级，此外 HUD 等增量市场亦逐步落地。据 Frost&Sullivan 数据，保护盖板、内部玻璃及车辆相机感应器/激光雷达、AR HUD 等具体场景的玻璃 ASP 约在 4-60 美金之间，市场空间较大。

表 7: 玻璃在汽车的主要应用

	外部玻璃	保护盖板	内部玻璃	新应用
产品类型	挡风玻璃 门玻璃 汽车支柱	仪表盘 后座娱乐显示屏 车辆显示屏 数码镜	内饰玻璃 HUD	激光雷达 AR HUD
功能性	保障汽车乘客	保护汽车电子用品	保护汽车电子用品 允许在车辆内使用一系列颜色及效果, 以获得更好的质感和美感	保护汽车电子用品
特征	厚实、坚固及抗碎	坚固及抗碎 对感应触摸而言较薄, 并创造较高清晰度	灵活的形状、颜色、灯光效果、质感, 以及改善车内体验	耐用、不受所有天气条件影响 对高吸光而言为薄
估计渗透率 (2025 年)	100%	仪表盘 ⁻ 65%; 后座娱乐显示屏 ⁻ 30%; 车辆显示屏 ⁻ 100%; 数码镜 ⁻ 15%.	10%	>5%
增长潜力	低	高	非常高	非常高

资料来源: Frost&Sullivan, 伯恩光学招股书, 信达证券研发中心

表 8: 汽车玻璃售价及数量情况

	估计平均售价 (美元)	高端汽车 (2025 年前)		
		目前?	玻璃数目	
保护盖板	仪表盘及显示屏	25-60	✓	1-2
	后座娱乐显示屏	8-10	✓	1-2
	数码镜盖板	5-8	✓	1-3
内部玻璃	装饰玻璃	15-35	✓	4-8
	HUD	4-5	✓	1-2
新应用	车辆相机/感应器/激光雷达	20-40	✓	1-5
	AR HUD	8-10	✓	1-2

资料来源: Frost&Sullivan, 伯恩光学招股书, 信达证券研发中心

##3: 消费体验驱动汽车行业消费电子化，一体屏等创新不辍

电动汽车动力源从燃油更换为电能之后，避免了油电转换，电气化赋予汽车娱乐属性释放的空间。主流的电动车型多数有一块中控屏承担智能驾驶、车载影音等功能。随着电动智能化深入，车厂不得不挖掘差异化特征打造品牌特色，车内的双联屏、三联屏不断出现。智能座舱方面类似华为的光场屏创新也陆续推出，该产品融合了液晶显示技术与空间光学技术，基于空间光学系统设计，突破车内物理空间限制，可以实现 40 英寸超大画幅。

图 48: 蔚来 ET7 智能座舱



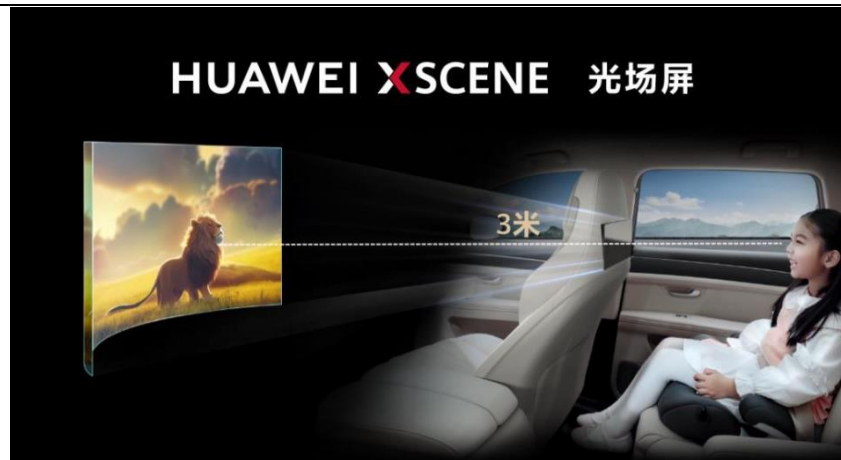
资料来源: 蔚来官网, 信达证券研发中心

图 49: 飞凡 R7 三联屏



资料来源: 飞凡汽车官网, 信达证券研发中心

图 50: 华为光场屏

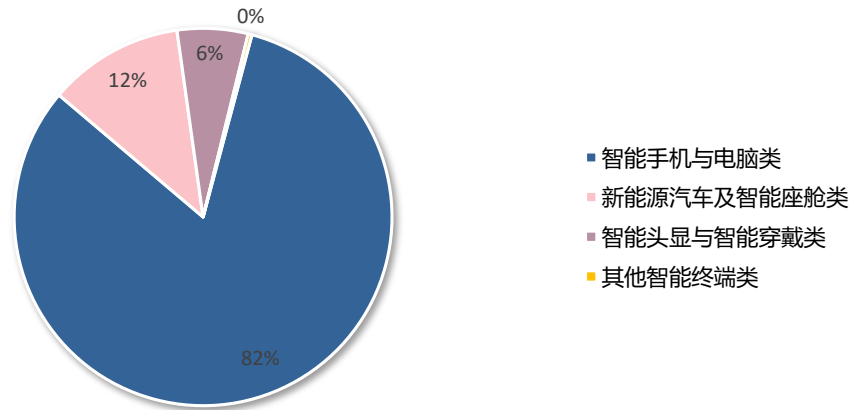


资料来源: 新华网, 华为, 信达证券研发中心

车载业务放量加速，与大客户一道成长

公司汽车业务增长迅速，业绩持续放量。公司布局汽车领域已久，2023年上半年，公司新能源汽车及智能座舱类业务收入 22.82 亿，同比增加 55.0%。尽管 2023 年上半年新能源汽车整车竞争较为激烈，但公司通过加深与优质客户的合作，同时提高自身管理能力，优化成本，毛利率同比上涨 4.29pct。

图 51：2023H1 公司营收结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

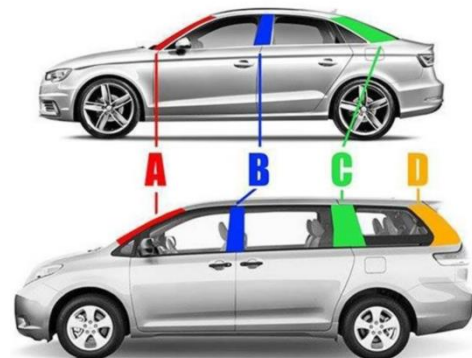
公司从玻璃业务逐步拓展，车载产公司产品矩阵日趋完善。包括车载电子玻璃及组件、车载中控屏（结构与功能零部件及组装）、车窗玻璃、充电桩盖板、仪表盘组件、B 柱、车载装饰件、车身结构件、后视镜及导航仪等诸多种类的汽车电子产品，能够满足不同客户的差异化需求。

图 52：公司新能源汽车解决方案



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 53：玻璃在汽车中的应用



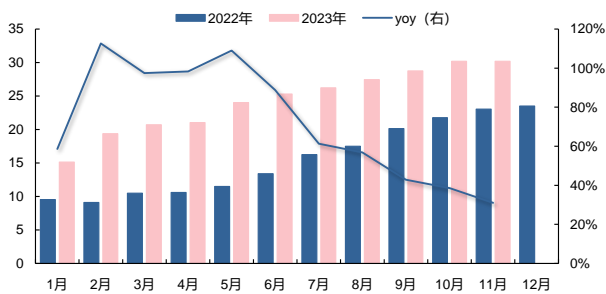
资料来源：车主指南，信达证券研发中心

新能源汽车行业贝塔依然强势，公司切入大厂供应链。新能源汽车逐步渗透过程中，比亚迪及特斯拉两大车企较为强势，此外传统车厂积极转型，新势力打造差异化。

- 比亚迪方面，目前形成王朝和海洋两大系列，其中具体车型多以朝代、动物等命名，针对不同消费群体推出产品，是传统车企转型的典范。2022 年公司公告停产燃油车型，同时其刀片电池等技术消费终端形成良好反馈。
- 特斯拉方面，作为新能源车发展的领头羊，销量保持较高增长。公司主要工厂分布在加利福尼亚州、德克萨斯州、德国柏林及中国上海。

公司已切入特斯拉、比亚迪等大厂供应链，同时与传统车厂及新势力合作密切，客户包括宁德时代、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来等。展望未来，公司有望跟随核心客户一起成长，收入增长过程中产能利用率渐渐提升，同步改善盈利能力。

图 54: 比亚迪全球销量及同比



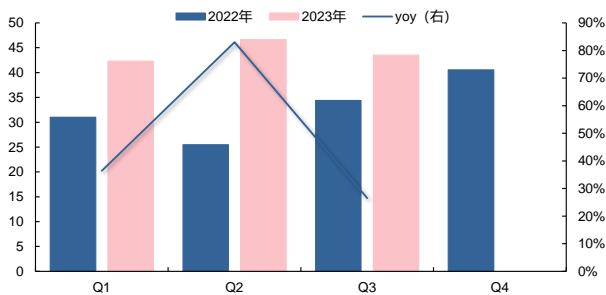
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 55: 比亚迪“王朝”和“海洋”



资料来源: 比亚迪官网, 信达证券研发中心

图 56: 特斯拉全球销量及同比



资料来源: 特斯拉公司公告, 信达证券研发中心

图 57: 特斯拉主要工厂及产能

Current Installed Annual Vehicle Capacity			
Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>950,000	Production
Berlin	Model Y	375,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	>125,000	Pilot production
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot production
Various	Next Gen Platform	-	In development
TBD	Roadster	-	In development

资料来源: 特斯拉公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测与估值

伴随消费电子行业持续回暖，外观结构件不断进化，此外公司新能源车相关业务不断回暖，我们预计公司 2023E/2024E/2025E 营业收入分别为 556.84/638.07/709.97 亿元，分别同比+19.2%/+14.6%/+11.3%。归母净利润分别为 31.06/40.24/50.41 亿元，分别同比+26.9%/+29.5%/+25.3%。其中：

- **智能手机与电脑类**：预计 2023E/2024E/2025E 营业收入分别为 462.55/519.94/565.38 亿元，分别同+19.3%、+12.4%、+8.7%；毛利率分别为 18.4%、19.2%、19.0%。
- **新能源汽车与座舱类**：预计 2023E/2024E/2025E 营业收入分别为 52.82/73.90/87.00 亿元，分别同比+47.3%、+39.9%、+17.7%；毛利率分别为 22.7%、23.6%、23.7%。
- **智能头显与智能穿戴类**：预计 2023E/2024E/2025E 营业收入分别为 28.28/31.03/44.40 亿元，分别同比-6.8%、+9.7%、+43.1%；毛利率分别为 15.9%、16.9%、17.9%。

表 9：公司盈利拆分

		2022	2023E	2024E	2025E
智能手机与电脑类	营业收入（亿元）	387.59	462.55	519.94	565.38
	%yoy		19.3%	12.4%	8.7%
	毛利（亿元）	69.77	85.28	99.80	107.56
	%yoy		22.2%	17.0%	7.8%
	%毛利率	18.0%	18.4%	19.2%	19.0%
新能源汽车及智能座舱类	营业收入（亿元）	35.85	52.82	73.90	87.00
	%yoy		47.3%	39.9%	17.7%
	毛利（亿元）	7.53	11.97	17.46	20.60
	%yoy		58.9%	45.9%	18.0%
	%毛利率	21.0%	22.7%	23.6%	23.7%
智能头显与智能穿戴类	营业收入（亿元）	30.35	28.28	31.03	44.40
	%yoy		-6.8%	9.7%	43.1%
	毛利（亿元）	5.00	4.48	5.23	7.94
	%yoy		-10.3%	16.7%	51.8%
	%毛利率	23.0%	15.9%	16.9%	17.9%
其他	营业收入（亿元）	13.19	13.19	13.19	13.19
	%yoy		0	0	0
	毛利（亿元）	7.39	5.28	5.28	5.28
	%yoy		-28.6%	0.0%	0.0%
	%毛利率	56%	40%	40%	40%
总计	营业收入（亿元）	466.99	556.84	638.07	709.97

	%yoy		19%	15%	11%
营业成本 (亿元)	377.30	449.84	510.31	568.60	
毛利 (亿元)	89.69	107.00	127.76	141.37	
	%yoy		19.3%	19.4%	10.7%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 10: 公司主要财务指标

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,268	46,699	55,684	63,807	70,997
同比 (%)	22.5%	3.2%	19.2%	14.6%	11.3%
归属母公司净利润	2,070	2,448	3,106	4,024	5,041
同比 (%)	-57.7%	18.3%	26.9%	29.5%	25.3%
毛利率 (%)	20.9%	19.2%	19.2%	20.0%	19.9%
ROE (%)	4.9%	5.5%	6.6%	7.9%	9.0%
EPS (摊薄) (元)	0.42	0.49	0.62	0.81	1.01
P/E	28.84	24.39	19.22	14.84	11.84
P/B	1.40	1.35	1.26	1.17	1.07
EV/EBITDA	18.11	7.47	9.43	7.58	6.34

资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心（截至 2024 年 1 月 12 日）

综合考虑产品结构、主要下游、客户结构、发展历程等因素，我们选取立讯精密、歌尔股份、徕木股份作为可比公司。截至最新交易日（1 月 12 日），公司股价对应 2023E/2024E/2025E 的 PE 为 19.22x/14.84x/11.84x，低于可比公司均值，成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值

股票简称	归母净利润 (亿元)			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
立讯精密	111.20	142.98	179.21	19.71	15.33	12.23
歌尔股份	17.01	25.78	31.70	36.79	24.28	19.75
徕木股份	1.01	1.49	2.09	37.82	25.64	18.28
均值				31.44	21.75	16.75
蓝思科技	31.06	40.24	50.41	19.22	14.84	11.84

资料来源：信达证券研发中心（可比公司数据为 ifind 一致预期，截至 2024 年 1 月 12 日）

风险因素

宏观经济波动风险：若宏观经济波动，或导致居民消费欲降低，公司相关业务可能受损。

消费电子行业发展不及预期风险：若消费电子行业复苏或不及预期，可能导致产业链需求不足，从而影响公司业绩。

汽车业务拓展不及预期风险：汽车业务是公司主要成长点之一，若公司汽车业务进展不及预期，可能导致公司成长性不足。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	29,217	28,611	28,380	35,647	43,824
货币资金	10,217	11,686	8,573	13,065	19,074
应收票据	11	1	3	5	8
应收账款	9,712	9,021	10,527	12,247	13,408
预付账款	71	60	90	102	114
存货	6,137	6,685	7,897	8,872	9,808
其他	3,068	1,158	1,290	1,356	1,413
非流动资产	47,394	49,734	49,781	48,043	46,370
长期股权投资	585	480	480	480	480
固定资产(合计)	32,419	35,813	35,565	33,406	31,228
无形资产	5,502	5,186	5,217	5,237	5,242
其他	8,888	8,256	8,520	8,920	9,420
资产总计	76,611	78,346	78,161	83,690	90,194
流动负债	20,074	22,167	18,872	20,553	22,160
短期借款	4,447	2,815	1,815	1,515	1,215
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	10,194	10,130	12,121	13,750	15,321
其他	5,433	9,223	4,937	5,288	5,625
非流动负债	13,737	11,797	11,723	11,723	11,723
长期借款	11,020	9,123	9,123	9,123	9,123
其他	2,717	2,674	2,600	2,600	2,600
负债合计	33,812	33,964	30,595	32,276	33,883
少数股东权益	168	209	305	430	586
归属母公司股东权益	42,631	44,173	47,260	50,984	55,725
负债和股东权益	76,611	78,346	78,161	83,690	90,194

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,268	46,699	55,684	63,807	70,997
同比(%)	22.5%	3.2%	19.2%	14.6%	11.3%
归属母公司净利润	2,070	2,448	3,106	4,024	5,041
同比(%)	-57.7%	18.3%	26.9%	29.5%	25.3%
毛利率(%)	20.9%	19.2%	19.2%	20.0%	19.9%
ROE%	4.9%	5.5%	6.6%	7.9%	9.0%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.49	0.62	0.81	1.01
P/E	28.84	24.39	19.22	14.84	11.84
P/B	1.40	1.35	1.26	1.17	1.07
EV/EBITDA	18.11	7.47	9.43	7.58	6.34

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,268	46,699	55,684	63,807	70,997
营业成本	35,797	37,730	44,984	51,031	56,860
营业税金及附加	371	356	423	485	540
销售费用	644	727	863	989	1,100
管理费用	3,969	2,706	3,230	3,701	4,118
研发费用	2,134	2,105	2,617	2,999	3,337
财务费用	513	246	302	325	247
减值损失合计	-886	-577	-100	-100	-100
投资净收益	312	76	0	0	0
其他	896	637	537	618	690
营业利润	2,163	2,966	3,702	4,795	5,386
营业外收支	-4	-51	0	0	0
利润总额	2,158	2,915	3,702	4,795	5,386
所得税	39	395	500	647	189
净利润	2,120	2,520	3,202	4,148	5,197
少数股东损益	50	72	96	124	156
归属母公司净利润	2,070	2,448	3,106	4,024	5,041
EBITDA	6,768	7,995	6,827	7,859	8,406
EPS(当年)(元)	0.42	0.50	0.62	0.81	1.01

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,039	9,181	5,919	6,546	8,152
净利润	2,120	2,520	3,202	4,148	5,197
折旧摊销	4,314	4,684	2,823	2,738	2,773
财务费用	634	1,114	477	454	443
投资损失	-312	-76	0	0	0
营运资金变动	-930	412	-529	-914	-382
其它	214	526	-54	120	120
投资活动现金流	-8,549	-5,577	-2,756	-1,000	-1,100
资本支出	-6,810	-6,755	-2,906	-1,000	-1,100
长期投资	-1,794	969	0	0	0
其他	54	209	150	0	0
筹资活动现金流	-6,402	-2,416	-6,535	-1,054	-1,043
吸收投资	0	0	12	0	0
借款	16,460	17,584	-1,000	-300	-300
支付利息或股息	-2,252	-1,083	-777	-754	-743
现金流净增加额	-9,008	1,466	-3,373	4,492	6,009

研究团队简介

莫文宇，毕业于美国佛罗里达大学，电子工程硕士，2012-2022 年就职于长江证券研究所，2022 年入职信达证券研发中心，任副所长、电子行业首席分析师。

郭一江，电子行业研究员。本科兰州大学，研究生就读于北京大学化学专业。2020 年 8 月入职华创证券电子组，后于 2022 年 11 月加入信达证券电子组，研究方向为光学、消费电子、汽车电子等。

韩宇杰，电子行业研究员。华中科技大学计算机科学与技术学士、香港中文大学硕士。研究方向为半导体设备、半导体材料、集成电路设计。

吴加正，电子行业研究员。复旦大学工学学士、理学博士，德国慕尼黑工业大学 2 年访问研究经验。2020 年 9 月入职上海微电子装备(集团)股份有限公司，任光刻机系统工程师，于 2022 年 12 月加入信达证券电子组，研究方向为精密电子仪器、半导体设备及零部件、半导体工艺等。

王义夫，电子行业研究员。西南财经大学金融学士，复旦大学金融硕士，2023 年加入信达证券电子组，研究方向为存储芯片、模拟芯片等。

李星全，电子行业研究员。哈尔滨工业大学学士，北京大学硕士。2023 年加入信达证券电子组，研究方向为服务器、PCB、消费电子等。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。