

蓝思科技 (300433.SZ)

引领消费电子外观革新，全球外观件龙头整装再创新周期

消费电子玻璃盖板的开拓者和领先者。蓝思科技成立于2003年，2015年在深交所创业板挂牌上市，是全球消费电子智能终端外观防护零部件行业的开拓者和领先者。公司自成立以来，始终专注于消费电子产品功能视窗及外观防护零部件的研发、生产和销售，产品涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷等材质的外观防护零部件及组件，被广泛应用于中高端智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能可穿戴设备、智能汽车、智能家居等视窗及外观防护。发展至今，公司客户群已覆盖苹果、华为、小米、OPPO、VIVO、特斯拉、亚马逊等一众国内外知名优秀品牌。

3D玻璃引领外观革新，5G时代渗透率加速提升。玻璃盖板生产过程涉及机械设计、自动化、光学、化学、材料工程等多学科领域，各学科技术的综合应用意味着中高端外观零部件行业存在着较高的准入门槛，以及较强的竞争护城河。蓝思科技凭借业内领先的技术能力，能够迅速响应不同客户不同机型的定制化需求以及稳定、迅速的大量量产。外观设计成为各家终端品牌的必争之地，随着智能手机行业进入存量时代，各大手机为谋求差异化竞争优势纷纷寻找新的手机性能、挖掘新的需求爆点，据统计用户最关心的手机功能为相机，其次便是外观的功能和设计。5G渐行渐近，通信频段数量激增，手机中天线和射频器件的数量将大幅增加，且5G频率的提高使得终端天线对周边金属变得异常敏感，因此玻璃的需求将会成为必然趋势。此外，无线充电的广泛应用加大了对玻璃背板的需求将会随之增加，蓝思作为玻璃盖板的龙头将充分受益。

玻璃盖板增长新看点：可穿戴设备迎来井喷期，智能汽车快速发展。伴随着消费升级和5G商用的不断推进，可穿戴智能设备行业已然成为消费电子领域新蓝海。蓝思作为消费电子行业外观创新变革的引领者，首次将陶瓷、蓝宝石材料应用到智能可穿戴设备当中，近年生产效率和产品良率不断提高，成熟、高效、快速的研发与投产能力完全能够满足各大品牌客户新产品试制打样及定型后快速大批量生产的需求。智能汽车将出现一轮巨大的升级换代需求，公司积极布局汽车产业配套中控屏、外观装饰件以及其他部件，由于车载显示对工艺、技术和交付的稳定性要求较高，公司与主要国际主要品牌形成了稳定的合作关系，随着下游客户对公司主要产品需求将显著增加，蓝思科技的大尺寸产品在中高端汽车领域的防护玻璃市场份额得到进一步的稳步提升。

盈利预测与投资建议。2019年为5G时代来临的重要节点，智能手机、智能汽车等市场将出现一轮新周期的升级换代需求，下游客户对本公司主要产品需求将显著增加，蓝思将迎来新一轮重要发展机遇。我们预计2019E/2020E/2021E公司将实现营收307.34/373.90/457.96亿元，同比增长10.9%/21.7%/22.5%；归母净利润18.2/24/31.14亿元，同比增长163.2%/41.5%/31.2%。可比公司2019E/2020E/2021E的平均市盈率为37.92/28.36/22.14x，蓝思科技目前股价对应2019E/2020E/2021E的市盈率为23.4/16.5/12.6x，具有估值优势，首次覆盖给予“买入评级”。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧，国际形势的影响。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,703	27,717	30,734	37,390	45,796
增长率 yoy (%)	55.6	16.9	10.9	21.7	22.5
归母净利润(百万元)	2,047	637	1,677	2,373	3,114
增长率 yoy (%)	70.1	-68.9	163.2	41.5	31.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.52	0.16	0.43	0.60	0.79
净资产收益率 (%)	12.0	3.5	8.8	11.8	13.8
P/E(倍)	19.2	61.6	23.4	16.5	12.6
P/B(倍)	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9

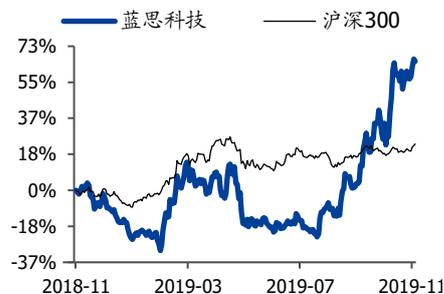
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	电子制造
最新收盘价	13.85
总市值(百万元)	54,387.14
总股本(百万股)	3,926.87
其中自由流通股(%)	99.60
30日日均成交量(百万股)	67.78

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com



内容目录

一、蓝思科技——创新引领消费电子外观创新变革	5
1.1 消费电子玻璃盖板的开拓者和领先者，积极拓展触控等业务	5
1.2 各项业务各具潜力，相得益彰	6
1.3 管理团队专注于主业，不断技术创新，长期稳定发展	7
1.4 三季度业绩反转，手机外观创新明显带来巨大弹性	8
二、3D 系列玻璃引领外观革新，5G 时代渗透率加速提升	11
2.1 3D 玻璃热潮来袭，渗透率加速提升，行业有望爆发	11
2.2 苹果和安卓阵营外观创新不断，带动 ASP 持续提升	13
2.3 5G 商用加速、无线充电的普及均推进视窗与防护玻璃渗透率的加速提升	17
三、视窗与防护玻璃增长新看点：可穿戴设备迎来井喷期	20
四、智能汽车为大尺寸产品带来机遇	21
五、参股豪恩声学，进一步垂直整合产业链	22
六、核心竞争优势显著	25
6.1 掌握国内外优质客户资源	25
6.2 持续适度的研发投入和领先的行业技术保障客户需求	27
6.3 专用设备自主研发，持续加大智能制造投入，降本提效	27
6.4 管理团队经验丰富，专注于主业，拓展垂直细分领域	29
盈利预测与投资建议	29
风险提示	30

图表目录

图表 1: 蓝思科技发展历史沿革	5
图表 2: 2019H1 营收结构	6
图表 3: 2018 年度营收结构	6
图表 4: 公司部分产品例图	6
图表 5: 公司股权结构（截止至三季报）	8
图表 6: 年度营收以及增长率	9
图表 7: 单季度营收以及增长率	9
图表 8: 公司毛利率以及净利率情况	9
图表 9: 公司三费情况（单位%）	10
图表 10: 研发情况（万元）	10
图表 11: 玻璃盖板通用生产工艺	11
图表 12: 玻璃盖板行业产业链	12
图表 13: 玻璃盖板形态演变	12
图表 14: 用户最关心的手机功能	12
图表 15: 第一部 3D 曲面屏手机——三星 S6 edge	13
图表 16: iPhone 4	14
图表 17: P30 天空之境	14
图表 18: 主要品牌采用 3D 玻璃盖板的手机型号	15
图表 19: 华为瀑布屏	15
图表 20: iPhone 11 Pro 背板采用磨砂玻璃材质	16
图表 21: iPhone 11、iPhone 11 Pro 背板玻璃配色	16
图表 22: 京东 iPhone 新机销量超预期	17

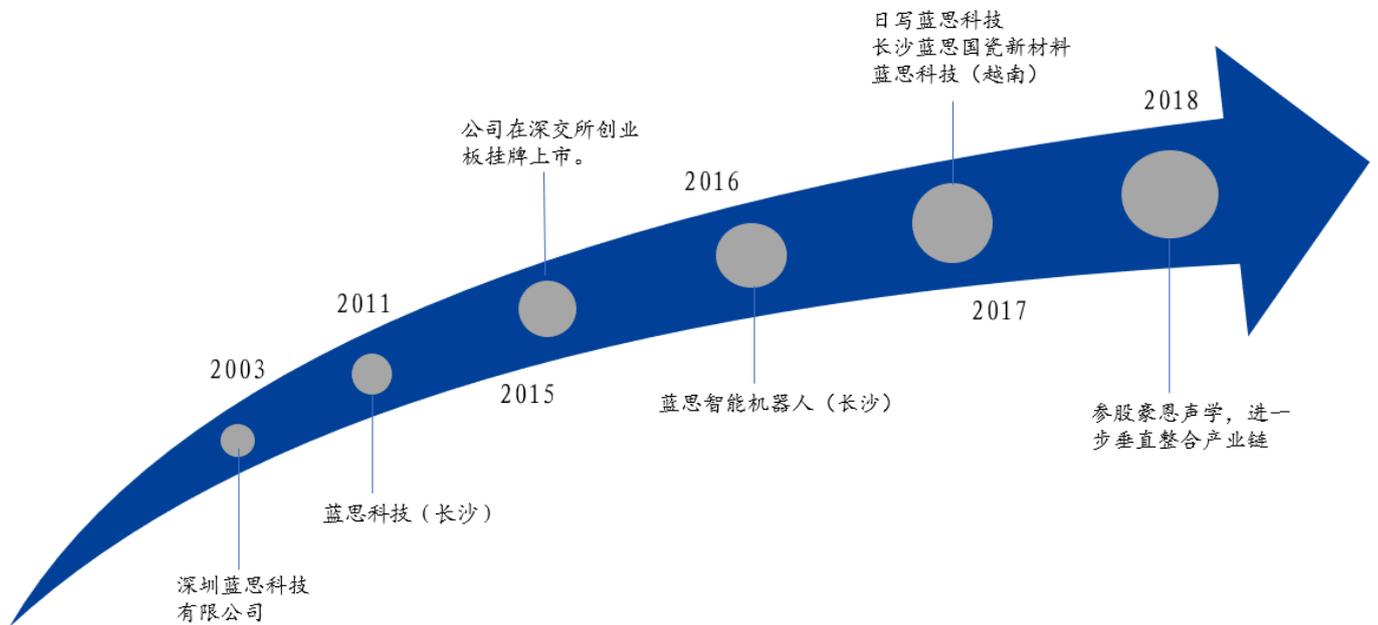
图表 23: 5G 智能手机出货量预测 (百万台)	18
图表 24: 中国智能手机前四大品牌国内市场市占率	18
图表 25: 无线充电功能应用日益广泛	19
图表 26: 无线充电器拆解	19
图表 27: 2018 年 5 月玻璃盖板 TOP11 企业出货量 (百万)	19
图表 28: 2017-2018 年各品牌智能穿戴设备出货量及其市场份额 (百万件)	20
图表 29: 2017-2019 和 2022 年全球智能穿戴设备的出货量预测 (百万台)	21
图表 30: 2022 年中国新能源汽车销量预测 (万辆)	21
图表 31: 2017 年全球电动汽车业销售情况 (万辆)	21
图表 32: Tesla 中控屏	22
图表 33: 公司产品以及发展历程	23
图表 34: TWS 耳机市场空间 (百万美金)	23
图表 35: 2018-2020 年全球 TWS 耳机市场销量预测	24
图表 36: 耳机市场关注度占比	24
图表 37: 豪恩股权结构	25
图表 38: 公司的主要客户	26
图表 39: 经营性现金流情况 (万元)	26
图表 40: 公司研发情况	27
图表 41: 蓝思科技生产车间一角	28
图表 42: 盈利预测	29
图表 43: 可比公司估值	30

一、蓝思科技——创新引领消费电子外观创新变革

1.1 消费电子玻璃盖板的开拓者和领先者，积极拓展触控等业务

蓝思科技成立于2003年，2015年在深交所创业板挂牌上市，是全球消费电子智能终端外观防护零部件行业的开拓者和领先者。公司自成立以来，始终专注于消费电子产品功能视窗、外观防护零部件以及触控模组的研发、生产和销售，产品涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷等材质的外观防护零部件以及生物识别、触控模组等，被广泛应用于中高端智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能可穿戴设备、智能汽车、智能家居等视窗及外观防护。发展至今，公司客户群已覆盖苹果、华为、小米、OPPO、vivo、特斯拉、亚马逊等一众国内外知名优秀品牌，并且连续七年入围“中国民营企业500强榜单”。

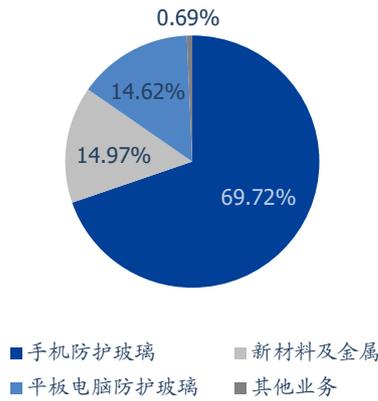
图表 1: 蓝思科技发展历史沿革



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

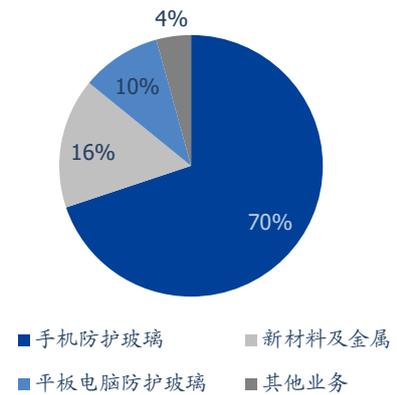
公司的主营产品包括视窗防护玻璃、蓝宝石、陶瓷、触摸屏单体、触摸屏模组、指纹模组、金属配件等。根据公司财务报表, 公司主营业务可分为手机防护玻璃、平板电脑防护玻璃、新材料以及金属和其他业务。2019年上半年手机防护玻璃的营收占比约为70%, 平板电脑防护玻璃营收占比约为15%, 新材料以及金属营收占比约为15%, 公司在专注于主业的同时不断地整合和渗透全产业链, 未来客户进行产业链整合也将是一个大趋势, 蓝思作为客户的核心供应商也将充分受益。

图表 2: 2019H1 营收结构



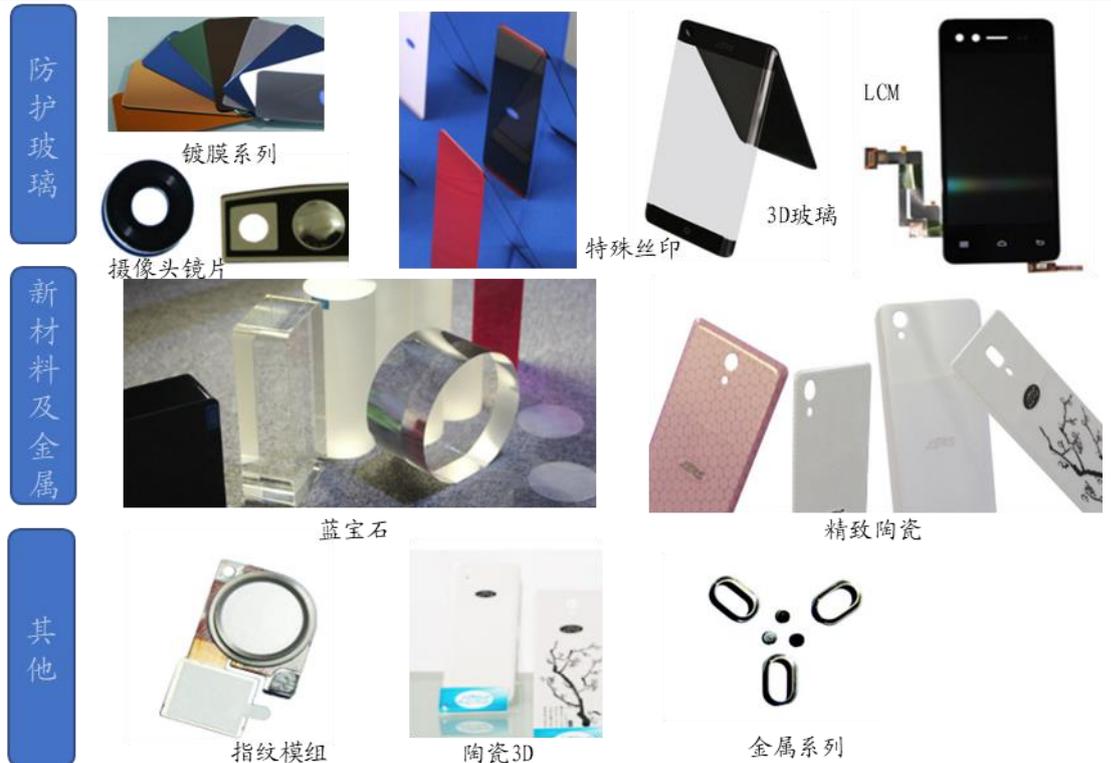
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 3: 2018 年度营收结构



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 4: 公司部分产品例图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.2 各项业务各具潜力，相得益彰

蓝思科技作为玻璃行业的开创者，较早地掌握核心工艺。公司是最早进入消费电子产品防护玻璃行业的企业，2014年即开始布局3D玻璃的研发和生产，公司已掌握视窗及后盖防护玻璃产品生产的核心技术及精密工艺，具有相当的领先优势。视窗玻璃通常被安装于显示屏外，内表面与内部触控模组和显示屏紧密贴合，起到保护触控和显示面板的

作用，因此需具备高强度、高透光度、抗划伤等特性，其之于消费电子的重要意义不言而喻。依其特性，防护玻璃的生产具有加工精度高、工艺难度大、高度定制化的特点，产品需求与消费电子的外观创新息息相关。

蓝思科技的新材料及金属业务板块中最引人注目之一的是其蓝宝石业务，目前已打通从蓝宝石长晶设备开发、规模化长晶生产、晶体材料深加工到各种规格应用产品批量制造的全产业链，未来可为全球市场提供高性价比、高普及率的蓝宝石产品。公司的前期投入和对行业的精准预判，使其能够卡位当前可穿戴设备高增长的行业趋势。近年来，各大消费电子产品厂商持续加大对智能手表、智能腕带等穿戴式设备的投入，消费者对随身可穿戴的具备独立通讯功能、健康监测功能的设备表现了浓厚的兴趣，蓝宝石和陶瓷材料正被越来越多地应用在可穿戴设备的防护盖板上，未来蓝思科技有望享行业成长红利。

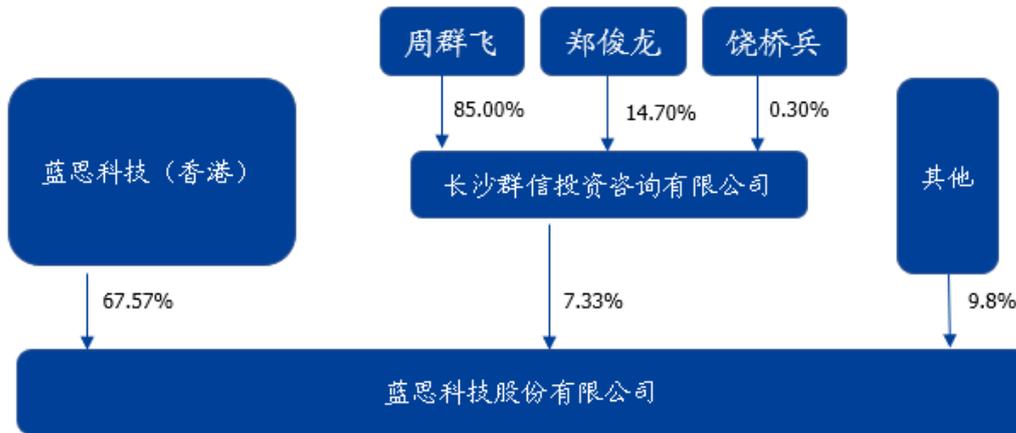
对精密陶瓷的加工生产，公司早在 2012 年就已设立子公司从事精密陶瓷部件的研究、开发，并于 2012 年首次将陶瓷新材料应用到客户的智能手机终端上，是最早进行消费电子产品陶瓷部件研发制造的企业。2017 年，公司与山东国瓷功能材料股份有限公司设立合资公司，进一步优化整合产业链资源。公司自主研发和掌握精密陶瓷的各项工艺、技术、模具与设备等核心竞争要素，具备独立完成从原材料、胚料、烧结及成品全流程生产加工的能力，拥有业界首发、技术领先、设备先进，以及规模宏大等领先优势。我们看到小米 MIX、小米 5 尊享版等手机智能终端的后盖以及如 A 客户最新陶瓷版 watch 的表壳、表冠等可穿戴设备等均采用陶瓷材料，蓝思科技作为核心供应商，凭借持续的技术创新、优秀的产品品质和高效稳定的规模量产能力，得到了市场和客户的广泛认可。

1.3 管理团队专注于主业，不断技术创新，长期稳定发展

蓝思科技股权较为集中，利于公司长远稳定发展与决策。公司董事长周群飞通过 100% 持股的蓝思科技（香港）有限公司和 85% 持股的长沙群信投资咨询有限公司间接合计持有上市公司 81.40% 股权，是上市公司的实际控制人，副董事长郑俊龙，个人直接持有上市公司 0.09% 股权，通过长沙群信投资咨询有限公司间接持有上市公司 1.17% 股权，周群飞、郑俊龙夫妻共持有上市公司 82.57% 股份。

周群飞女士作为防护玻璃行业龙头上市公司蓝思科技创始人和行业技术的带头人，始终热衷于技术的创新与产业的进步，带领蓝思不断发展的 20 余年创业历程，在她专业的战略布局下，蓝思专注研发创新和技术革新，进而推动了玻璃在手机领域应用的革新。例如 P30 系列搭配天空之境配色，由于颜色跨度大其镀膜膜厚相比以往有着明显增加，通过与客户通力合作，蓝思科技首创 inkjet 微米级喷墨打印工艺，首次实现最高膜厚镀膜量产。

图表 5: 公司股权结构 (截止至三季报)



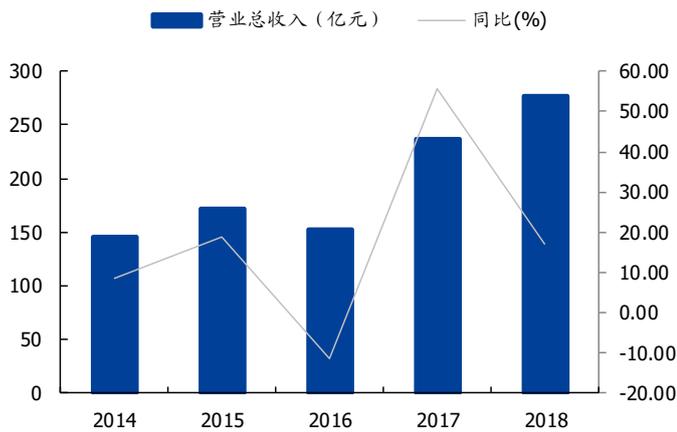
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司坚持高研发投入和人才储备, 巩固技术优势并不断将其扩大。经过数十年的耕耘, 公司建立了以创始人周群飞女士为核心的管理团队和核心技术人员团队, 现有团队成员多年稳定在公司工作、发展, 均长期持有本公司股票, 与公司为利益共同体。同时, 公司坚持以极具吸引力的薪酬待遇和职位广纳贤才, 为公司快速发展和实现长远规划奠定了坚实的人才基础。截止至 2019 年半年报, 公司已获得专利授权 1,404 件, 其中发明专利 100 件, 实用新型专利 1,223 件, 外观设计专利 81 件。对技术自主研发的不懈追求使公司能屡屡引领消费电子行业外观创新变革, 把握先发优势。

1.4 三季度业绩反转, 手机外观创新明显带来巨大弹性

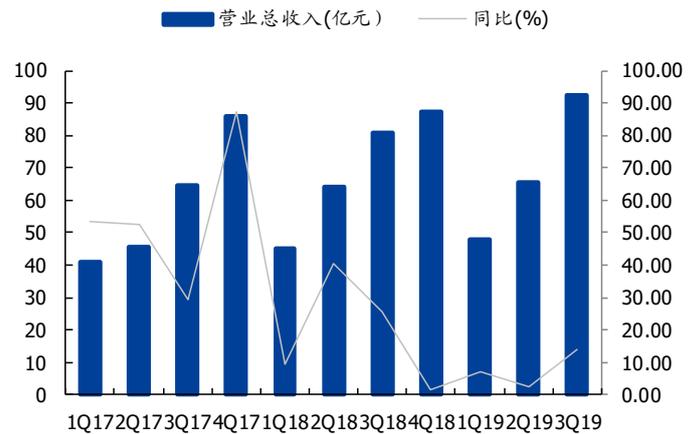
蓝思科技 2016 年度、2017 年度、2018 年度的营业收入分别为 1,523,611.69 万元、2,370,296.23 万元、2,771,749.68 万元, 2017 年营收较 2016 年增长 55.57%, 2018 年同比增长 16.94%。公司三季度业绩反转, 实现营业收入 92.36 亿元, 同比增长 14.03%, 实现归母净利 12.65 亿元, 同比大幅增长 108.61%, 主要得益于大客户产品销售量超预期, 后盖工艺升级使得 ASP 大幅提升, 公司掌握各类高技术门槛的核心产品, 如瀑布式 3D 玻璃、磨砂质感一体式玻璃后盖、幻影效果玻璃后盖等, 均获得了全球各大知名品牌客户的认可, 进一步提升了公司的全面竞争优势和行业影响力, 扩大了细分领域的市场占有率。

图表 6: 年度营收以及增长率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 单季度营收以及增长率

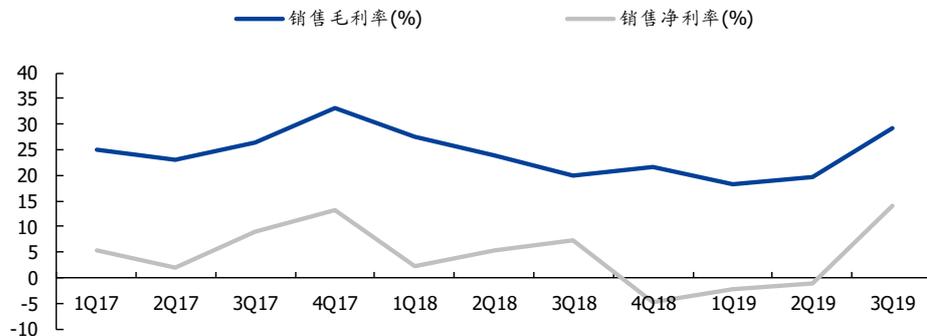


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2019 年行业正处于 5G 时代来临的重要节点, 5G 通信技术在全球各主要国家和地区加速大规模商用, 智能手机、智能汽车等市场将出现一轮巨大的升级换代需求。下游客户对本公司主要产品需求将显著增加, 行业将迎来新一轮重大发展机遇。

公司今年三季度毛利率为 29.22%, 环比提升 9.65%, 同比提升 9.34%, 我们认为随着公司产品规格的不断升级以及良率的提升, 整体毛利率仍会继续得到改善, 从而带动整个公司盈利能力的改善。

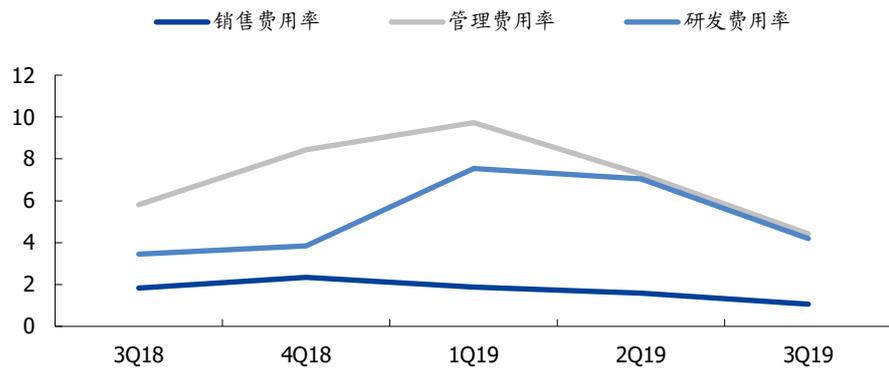
图表 8: 公司毛利率以及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三费控制效果显著。2018 年销售费用、管理费用、财务费用分别为 55,727.07 万元、203,058.27 万元、61375.41 万元。2017 年是公司收购越南胜华, 布局海外的关键一年, 三费尤其是管理费用出现一定幅度抬升, 2018 年公司对管理费用控制效果显著, 同比下降 30.56%。2019 年三季度, 公司三费情况均出现明显好转, 其中销售费用同比下降 33.70%, 管理费用下降 13.12%, 费用得到良好的管控。

图表 9: 公司三费情况 (单位%)

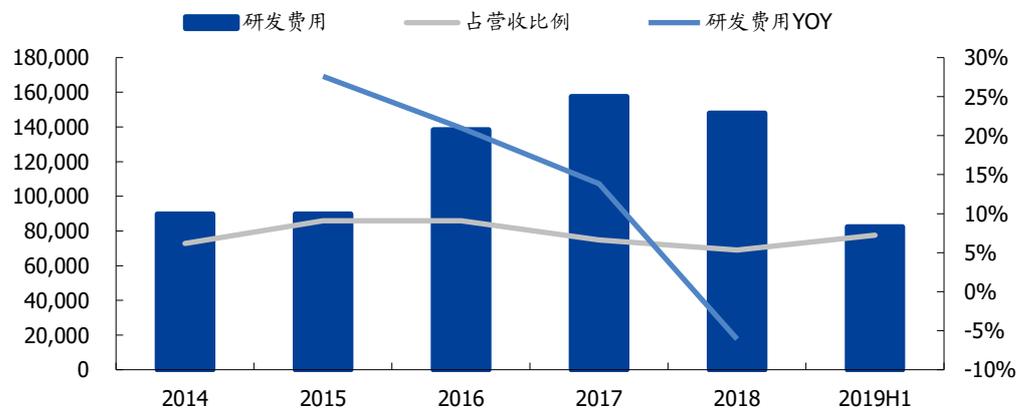


资料来源: Wind、国盛证券研究所

公司归母净利润 2016 年为 120,359.48 万元, 2017 年 204,697.74 万元, 2018 年为 63,700.74 万元, 2018 年归母净利润同比下降 23.65%。2018 年, 消费电子下游终端需求较为低靡, 但公司通过不断地技术升级和改造、主动地调整产品及市场结构, 拓展和提升新的产品终端市场和细分领域市占率, 持续加大智能制造投入, 提升内生动力。公司三季度业绩反转, 三季度实现归母净利 12.65 亿元, 同比大幅增长 108.61%, 2019 年随着公司之前的投入逐渐进入产出阶段, 预计整个公司的资本支持将在维持在可控的范围内, 随着 5G 在全球各主要国家和地区加速大规模商用, 智能手机、智能汽车等市场将出现一轮巨大的升级换代需求, 下游客户对本公司主要产品需求将显著增加, 公司将实现突围增长。

注重研发和创新。客户此前对新产品、新材料、新技术的研发和应用需求较大, 公司的汽车、智能家居相关产品等新项目当前处在稳步提升阶段, 2016 年、2017 年、2018 年公司的研发费用分别为 138,449.62 万元、157,572.38 万元、148,001.80 万元, 2017 年研发费用同比增长 13.81%, 2018 年小幅缩减 6.07%。公司整体的研发费用持续可控, 公司对新技术的不断研发和创新支撑了公司营收较快的增长, 对业绩驱动明显。

图表 10: 研发情况 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、3D 系列玻璃引领外观革新，5G 时代渗透率加速提升

2.1 3D 玻璃热潮来袭，渗透率加速提升，行业有望爆发

持续创新和稳定的量产能力，成就蓝思科技独一无二的行业领先地位。视窗与防护玻璃在透光率、密度、硬度、耐热度、物理可塑性、可加工度、触控和美观度上有着天然、无可比拟的巨大优势，逐渐成为了各大智能终端厂商竞相追求的选择。视窗与防护玻璃的生产过程需要经过一百多道加工及检测程序，具有加工精度高、工艺难度大、高度定制化、多学科综合运用等较高的技术门槛。玻璃盖板生产过程涉及机械设计、自动化、光学、材料工程、图像识别、AI 人工智能、大数据运算等数十种学科及领域，各学科、门槛、技术和工艺的综合协同应用，对于玻璃盖板的研发、创新和稳定的千万级量产至关重要，这就意味着这个行业存在着相当高的准入及竞争门槛。面对智能终端每年的外观创新变化，蓝思科技凭借业内领先的技术能力，在每个研发创新周期和量产周期，持续迅速响应、满足和保障不同客户及市场的需求，精准研发、提升技术标准、稳定投产，进一步提高行业的准入及竞争门槛。

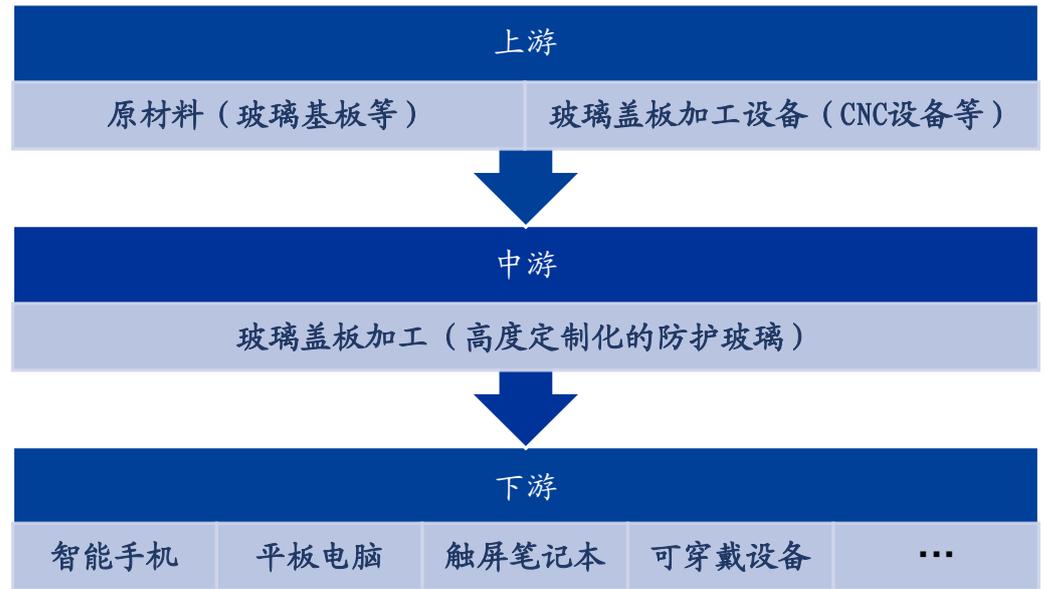
图表 11: 玻璃盖板通用生产工艺



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

蓝思充分利用优质客户资源，积极整合垂直产业链。视窗与防护玻璃产业链从上至下依次可分为：上游原料、辅料及加工设备厂商，中游玻璃深加工厂商，下游终端产品厂商。如今智能手机市场进入存量竞争阶段，各大厂商通过寻求外观等的新来创造新增长点，视窗与防护玻璃产品得到了突飞猛进的发展，造就了玻璃龙头企业的强者恒强。蓝思积极向上游延伸整合与发展，控制上游成本，及时掌握市场需求与发展趋势，快速响应客户需求变化，并及时优化生产安排。同时，进一步优化产品结构、产能结构和人员结构，最大限度地发挥产能效益。

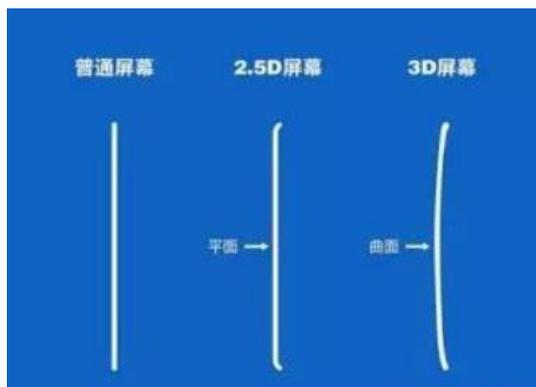
图表 12: 玻璃盖板行业产业链



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

视窗与防护玻璃经历了从 2D 到 2.5D 再到 3D 的形态演变过程。2D 玻璃即为传统的平面玻璃, 设计中不掺杂任何弧形因素; 2.5D 则是覆盖液晶面板的部分保持平面玻璃的形态, 边缘采用弧形设计, 3D 以及 3D+系列的玻璃则是屏幕弧度更大的玻璃, 采用 3D 以及 3D+系列玻璃盖板的智能手机需要更大弧度的形态, 对技术以及工艺的要求更高, 蓝思作为行业技术的领先者将充分发挥龙头的优势, 满足客户需求已经提到了多次, 这里要换个说法。例如, 保有强大的领先优势, 持续提升产品的议价能力和市场份额等。

图表 13: 玻璃盖板形态演变



资料来源: 全球玻璃网, 国盛证券研究所

图表 14: 用户最关心的手机功能



资料来源: 中关村在线, 国盛证券研究所

2.2 苹果和安卓阵营外观创新不断，带动 ASP 持续提升

外观设计成为各家终端品牌的必争之地。玻璃盖板形态的转变其实是与下游智能手机行业的需求风向转变相适应的。随着智能手机行业进入存量时代，各大手机为谋求差异化竞争优势纷纷寻找新的手机性能、挖掘新的需求爆点，以期实现销量和市占率的突破。根据中关村在线发布的《2019年上半年手机 ZDC 报告》显示，2019年上半年用户最关心的手机功能为相机，其次便是外观设计，占比高达 15.32%，另外可以注意到，屏幕显示也以 9.98%的比重排名第四。因此，如何更好地提升手机的外观颜值、握持舒适感、屏幕素质和显示效果，使产品外观更加具有设计的新颖性和差异化，进而更能得到消费者青睐，成为了各大手机厂商现在及未来相当长一段时间竞相追逐的“战略要点”。视窗与防护玻璃的创新与设计，也正在走出“曲面化”、“多维度防护化”、“多层次幻彩化”等具有相当技术含量的产品的路线。

图表 15: 第一部 3D 曲面屏手机——三星 S6 edge



资料来源: ZOL 中关村在线, 国盛证券研究所

蓝思凭借持续的技术革新以及领先的技术能力，多次为客户提供新型的技术方案，协助客户进行新的外观变革，使得公司能够长久的维护良好的客户关系，提升客户粘性。例如 P30 一度卖断货的天空之境，iphone11 pro 一体化磨砂玻璃，皆为蓝思主导设计。另外，蓝思领先于竞争对手的工艺能力也使其能够满足客户大批量交货的需求，巩固公司的行业领先地位及增强客户粘性，控制用工规模并全面提升生产效率。众所周知北美客户对产品的把控一直非常严格，在 iPhone4 时代，客户对白色玻璃盖板的长度允许公差仅为正负 0.02 毫米，厚度允许公差仅为正负 0.05 毫米，见光透光率为 93%到 97%，蓝思科技凭借卓越的技术能力在此款机型的设计和量产上都得到了大客户极高的赞誉。

图表 16: iPhone 4



资料来源：苹果、国盛证券研究所

图表 17: P30 天空之境



资料来源：华为、国盛证券研究所

安卓阵营：相比 2D 玻璃盖板和 2.5D 玻璃盖板，3D 玻璃盖板拥有更加优异的性能和用户体验。在外观、性能和触感上都要更胜一筹。从外观上看，3D 屏更加炫酷，拥有更强的视觉效果，从观感上实现了更窄的边框和更高的屏占比，从而契合了全面屏和大屏化趋势。从玻璃盖板性能上看，3D 玻璃可以被加工为更高的抗摔度和耐磨度，从而在屏幕防护上相较另外两种形态更胜一筹，优异的散热性和更贴合人手的弧度也能提供给使用者更加舒适的触控手感。各大安卓阵营品牌纷纷跟进，将 3D 形态由高端机型逐渐渗透到中端机型，3D 玻璃在中端海量机型渗透趋势较为明确。目前，3D 玻璃在视窗前盖和防护后盖都得到了广泛的应用，随着 3D 玻璃良率的进一步提升和成本回落，3D 玻璃的渗透率将会迅速提升，市场将不断被释放。

图表 18: 主要品牌采用 3D 玻璃盖板的手机型号

上市年份	品牌	型号	机身
2015	三星	S6 edge	前盖板 3D 曲面玻璃
	三星	S7 edge	双面 3D 曲面玻璃
	小米	小米 5 尊享版、小米 note2	背板\双面 3D 曲面玻璃
2016	Vivo	Xplay5、Xplay6	前盖板\双面 3D 曲面玻璃
	华为	Mate9 Pro、荣耀 Magic	前盖板\双面 3D 曲面玻璃
	努比亚	Z2 Pro	背板 3D 曲面玻璃
2017	华为	荣耀 9、mate10 系列	背板 3D 曲面玻璃
	小米	小米 6、note3	背板 3D 曲面玻璃
	华为	荣耀 10、P20pro、Nova4、mate20 Pro、保时捷系列	背板\背板\背板\双面\双面 3D 曲面玻璃
2018	Vivo	X21、X23、nex	背板 3D 曲面玻璃
	Oppo	R15 梦境版、R17pro、	背板 3D 曲面玻璃
	其他	小米 8、中兴天机 AXON 9Pro、一加 6	背板 3D 曲面玻璃
2019	华为	荣耀 20、p30、P30 pro	背板\背板\双面 3D 曲面玻璃
	小米	小米 CC9e、Redmi note8 Pro	背板 3D 曲面玻璃
	其他	Oppo findX、中兴天机 AXON 10 Pro、一加 7PRO	双面 3D 曲面玻璃

资料来源: 电子发烧友、国盛证券研究所

瀑布屏兴起，玻璃盖板形态进一步演变

随着华为、vivo 等厂商纷纷推出了瀑布屏外观的智能手机终端，使得整个手机的屏占比继续加大，外观变得更加亮眼，消费者体验感明显提升。例如，相比于目前大部分全面屏的超广 R 角，以瀑布直下的方式 R 角的度数伴随垂直向下的趋势，不会对游戏画面造成遮挡。同时瀑布屏手机在侧面的实体按键会被屏幕代替，将会采用按压感应式设计来取代实体按键，使得整个手机的外观更加夺人眼球，预计未来瀑布屏的渗透将会进一步加大，对于 ASP 将会带来可观的拉动，虽然瀑布屏的加工难度高，但是蓝思科技作为行业内的技术领军企业，能够迅速研发并且稳定量产，行业龙头的优势凸显。

图表 19: 华为瀑布屏



资料来源: 华为，国盛证券研究所

iPhone 新机后盖工艺明显提升

苹果秋季发布会向来被看作是智能手机未来创新趋势的一个重要风向标，最新一代 iPhone 对于玻璃的应用，显示出玻璃盖板更广阔的发展前景。2019年9月，北美大客户秋季发布会正式发布了第十一代 iPhone，全系列后盖沿用玻璃材质，由一整片玻璃精准打磨，并在分子层面采用了双离子交换工艺对玻璃进行强化处理，据悉为 iPhone 迄今为止最坚固的玻璃面板。新一代 iPhone 在外观上的创新点在于，玻璃后盖的颜色新加入了暗夜绿（Pro 系列）、紫色、黄色、绿色（iPhone 11），并且 Pro 系列后盖玻璃质感也由光面升级为更上档次的磨砂质感。立体玻璃背板由一整块玻璃打磨而成，意味着实现了突出的摄像头部分玻璃与背板为一体，这一设计不仅弱化了高于平面的摄像头的突兀感，提升了美观度，而且强化了机身防水性能。新玻璃工艺不仅使该系列外观更具艺术感，更是赋予了其不沾指纹、防水、抗污、保护摄像头漏光率、更抗摔的优良属性，价值量有了明显的大幅提升。

图表 20: iPhone 11 Pro 背板采用磨砂玻璃材质



资料来源：苹果官网，国盛证券研究所

图表 21: iPhone 11、iPhone 11 Pro 背板玻璃配色



资料来源：苹果官网，国盛证券研究所

根据之前线上平台预售的数据，iPhone 11 系列手机的市场关注度和预售量数据均大超预期。京东商城为此次 Apple 中国区官方授权预售渠道，根据其发布的 iPhone 新品首发预售的战报数据，iPhone 11 系列预售量同比增长高达 480%，iPhone 11 系列新品关注量超过 1600 万人，首单仅在 1 秒内成交，售价 8699 元人民币起起的 iPhone 11 Pro 系列也在 5 分钟内售罄。值得注意的是，iPhone 11 Pro 系列最受欢迎单品为暗夜绿版本，可见北美大客户的外观创新已收获显著成效。

国庆期间根据《日经亚洲评论》报道，苹果要求供应商将 iPhone11 的产量增加 10%，原因是市场对新款低价手机的需求强于预期。我们预计此次订单增加主要来自价位相对低廉的 iPhone 11 和 iPhone 11 Pro 机型，可见苹果的低价以及 24 期免息等价格战略取得了不小的成功。另外对于 iPhone 7 或之前的使用者而言，iPhone 11 或是一个优质的换机选择。

此次苹果新发布的 iPhone 产品市场反应超预期，不仅对于苹果产业链整体是一个乐观的信号，而且也会进一步带动玻璃在手机上应用的潮流趋势，进一步推动玻璃盖板渗透率的提升。

图表 22: 京东 iPhone 新机销量超预期



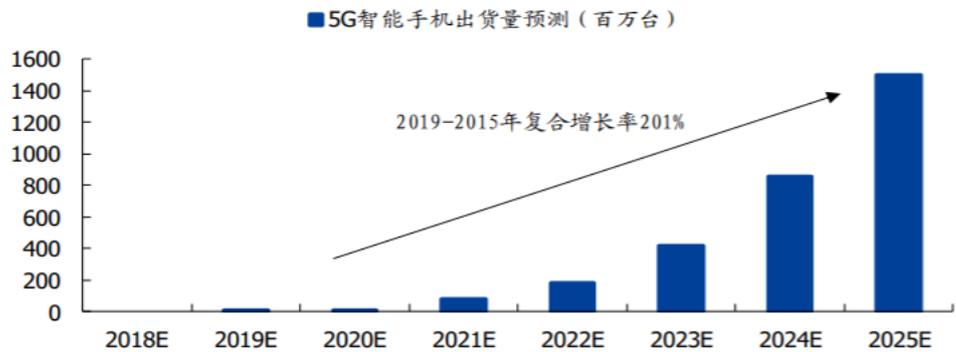
资料来源: 京东, 国盛证券研究所

2.3 5G 商用加速、无线充电的普及均推进视窗与防护玻璃渗透率的加速提升

随着 5G 通信的发展日渐明朗以及智能手机无线充电功能的加速渗透, 当下智能手机机身非金属化趋势已成定局, 金属机身或将逐渐退出历史舞台。

5G 网络作为第五代移动通信网络, 其峰值理论传输速度可达每秒数十 Gb, 比 4G 网络的传输速度快了数百倍, 在 5G 时代, 下载一部完整的超高画质电影只需不到 1 秒的时间。Strategy Analytics 预测 5G 智能手机出货量将从 2019 年的 200 万增加到 2025 年的 15 亿, 年复合增长率达 201%。回看 4G 时代, 中国智能手机出货量市场份额由 2014 年初的 10% 增长至 90%, 仅仅用了两年左右的时间, 我们认为 5G 采用率也将和 4G 类似, 在中国会迅速提升。

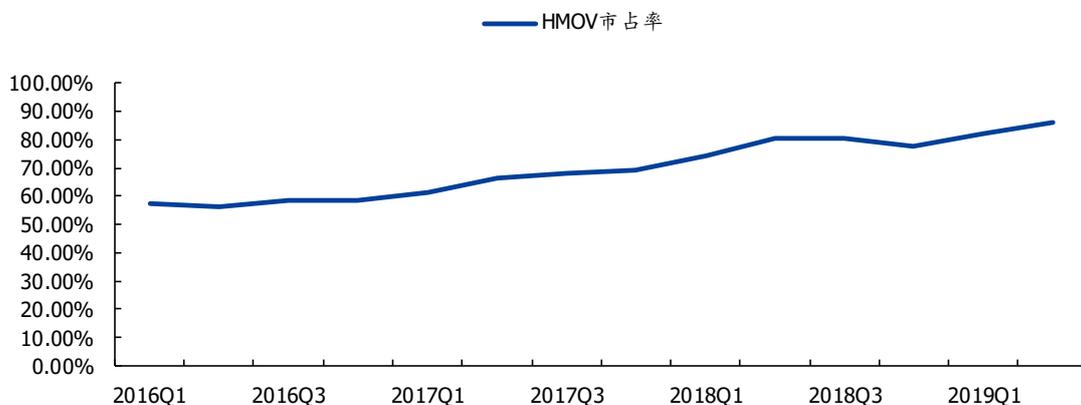
图表 23: 5G 智能手机出货量预测 (百万台)



资料来源: Strategy Analytics, 国盛证券研究所

根据 Gartner 的出货量数据, 2014 年一季度中国本土手机厂商华为、小米、OPPO、vivo 市场份额合计仅为 26.5%, 彼时手机市场百花齐放, 经过近 3 年的洗牌期, 截止至 2019 年二季度, 中国前四大手机厂商华为、小米、OPPO、vivo 市占率合计高达 86.3%、手机品牌的集中化, 带动了供应链的进一步集中, 经过多年发展, 公司已经成为苹果、华为、小米、OPPO、vivo 国内外知名优秀品牌的金牌合作供应商, 凭借在行业内较高的知名度和美誉度, 公司的持续获客能力不断提升, 在不断加深与现有客户战略合作的同时, 也与其他新客户不断建立良好的合作关系。

图表 24: 中国智能手机前四大品牌国内市场市占率



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

5G 频率的提高增加手机终端非金属化的趋势。 由于金属材质具有电磁屏蔽效应, 手机信号难以通过金属外壳, 会大大阻碍了手机的信号传输。4G 时代主流金属机壳手机通过在一整块金属机身背面的上下开槽出天线区域来解决该问题, 这种方案的弊端是分段式、白带影响了外观美感。5G 时代到来后, 通信频段数量激增, 手机中天线和射频器件的数量将大幅增加, 且 5G 频率的提高使得终端天线对周边金属变得异常敏感, 其 PCB 金属路板需要与有金属的物体之间保持 1.5mm 的空间。现有的技术方案对于解决金属机壳的屏蔽效应不再奏效, 此时机身非金属化将成为必选。

无线充电的增加使得玻璃后盖成为较佳选择。无线充电是利用电磁感应原理来实现，即通过发射端通电线圈产生磁场，在电磁效应作用下在手机接收端线圈中产生电流，进而实现无线充电功能。目前无线充电技术已十分成熟，小米更是于2019年9月宣布，其在5G时代将能实现超越有线充电的闪充功率，相应的新产品即将发布。无线充电普及使得非金属机身成为标配。同样因金属材质机壳具有电磁屏蔽特性，而且金属背壳本身将消耗由无线充电板而来的部分能量，并把这部分能量转化成热，使得手机温度上升，因此金属材质将被排除手机盖板的选择范围，玻璃背板的需求将会随之增加，蓝思作为玻璃盖板的龙头将充分受益。

图表 25: 无线充电功能应用日益广泛



资料来源: 科技耳目, 国盛证券研究所

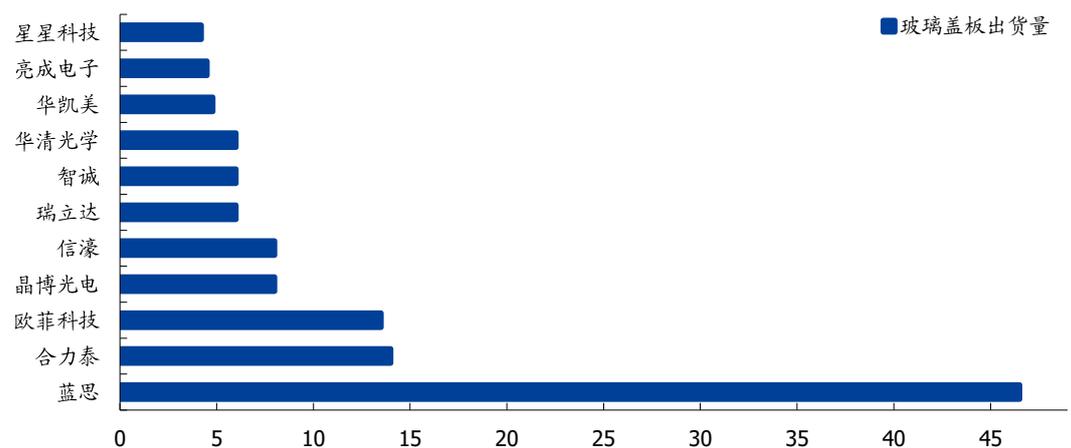
图表 26: 无线充电器拆解



资料来源: 新浪众测, 国盛证券研究所

蓝思科技作为行业内的龙头，是多个国际大客户的核心供应商，产能规模均远超行业其他竞争者，根据旭日大数据统计，2018年5月玻璃盖板TOP20企业出货量超过138KK，蓝思科技依旧牢牢占据行业主导地位，以46.5KK的出货量位居榜首。

图表 27: 2018年5月玻璃盖板TOP11企业出货量(百万)



资料来源: 旭日大数据, 国盛证券研究所

三、视窗与防护玻璃增长新看点：可穿戴设备迎来井喷期

除了应用在智能手机和平板电脑上，3D玻璃还可用于智能手表、头戴式AR、VR设备等可穿戴设备，而伴随着消费升级和5G商用的不断推进，可穿戴智能设备行业已然成为消费电子领域新蓝海。蓝思作为消费电子行业外观创新变革的引领者，首次将陶瓷、蓝宝石材料应用到智能可穿戴设备当中，近年生产效率和产品良率不断提高，成熟、高效、快速的研发与投产能力完全能够满足各大品牌客户新产品试制打样及定型后快速大批量生产的需求。

以 Watch 为例，我们看到每一代的产品在外观上都会加入新的元素，刚刚发布的 Watch 5 有银色，金色，太空灰色三款，材质为 100% 再生铝。除此之外，苹果还推出了全新的天然拉丝钛金属款式和陶瓷款式。目前，国内消费电子防护玻璃领域龙头蓝思科技为 Watch 供应蓝宝石盖板、陶瓷后盖以及其他结构件，并正加大在智能穿戴设备上的研发、生产投入。智能穿戴上游产业链将随下游需求的井喷式增长而持续受益。

2018 年，全球可穿戴设备市场实现了迅猛增长，TOP 厂商中，除 Fitbit 外，其余品牌均实现了大幅增长。根据 IDC 调研数据显示，2018 年全球智能穿戴设备已经达到 1.722 亿件，同比 2017 年增长 27.5%。苹果以 46.2 百万件的年出货量，占据全球可穿戴设备市场的 26.8%，牢牢占据行业榜首位置，并实现了 39.5% 的年增长率，其旗舰产品 Watch 的出货量在全球范围内也始终遥遥领先，据 Strategy Analytics 的调研数据，2018 年 Watch 出货量同比增加 140 万台，总出货量高达 920 万台。与此同时，国内智能手机大厂在该领域的展示出了更为强劲的增长势头。华为的智能穿戴设备出货量增幅甚至达到了 147.3%，超过了三星位居全球第四。全球第二名的小米也实现了年增长 44.6% 的不俗表现，进一步拉大了与 Fitbit 的差距。

图表 28: 2017-2018 年各品牌智能穿戴设备出货量及其市场份额 (百万件)

品牌名称	2018 年出货量	2018 年市场份额	2017 年出货量	2017 年市场份额	YOY
Apple	46.2	26.8%	33.1	24.5%	39.5%
小米	23.3	13.5%	16.1	11.9%	44.6%
Fitbit	13.8	8.0%	15.4	11.4%	-10.0%
华为	11.3	6.6%	4.6	3.4%	147.3%
三星	10.7	6.2%	5.8	4.30%	85.1%
其他	66.8	38.8%	60	44.4%	11.2%
总额	172.2	100.0%	135.0	100.0%	27.5%

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

未来可穿戴设备领域将继续保持高速增长，行业成长空间巨大。调研机构 Gartner 的给出的 2018 年全球智能穿戴设备总出货量为 1.79 亿台，其预测 2019 年这一数字将达到 2.25 亿台，同比增长 2022 年智能穿戴设备总的出货量将达到 4.53 亿台，同比增长 25.8%，预计到 2022 年全球智能穿戴市场出货量将达到 4.53 亿，实现 4 年年均复合增长 26.2%。其中智能手表将由 2018 年的 5300 万件增长至 2022 年的 1.15 亿件，预计全球消费者在可穿戴设备上的支出额会达到 420 亿美元，其中来自于智能手表的部分将达到 162 亿美元。

图表 29: 2017-2019 和 2022 年全球智能穿戴设备的出货量预测 (百万台)

产品	2017	2018	2019E	2022E
智能手表	41.5	53	74.09	115.2
头戴式显示器	19.08	28.4	34.83	80.18
智慧服饰	4.12	5.65	6.94	19.91
耳戴式	21.49	33.44	46.12	158.43
智能腕带	36	38.97	41.86	51.73
运动手表	18.63	19.46	21.28	27.74
总计	140.82	178.91	225.12	453.19

资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

四、智能汽车为大尺寸产品带来机遇

各国纷纷推广新能源汽车, 我国有望弯道超车, 市场空间巨大。在气候变化与能源制约的背景下, 各国都在积极研发自家的新能源汽车。德国 2009 年发布电动汽车计划, 以纯电为重点提出了 2020 年的产业化和市场化目标, 德国车企也纷纷制定了汽车电动化时间表; 美国 2007 年就针对新能源汽车消费者实行个人所得税减免。

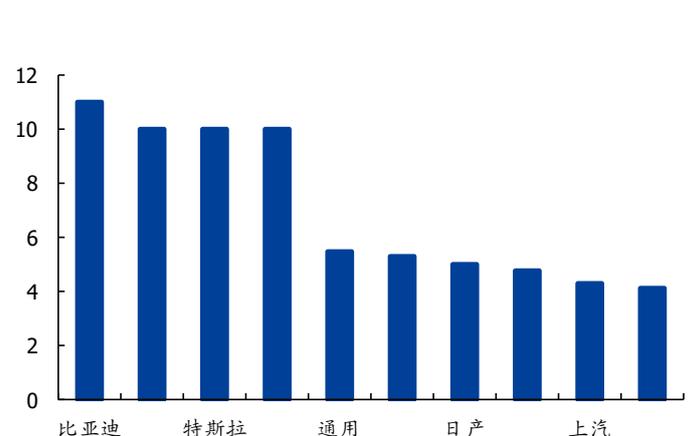
从 2001 年开始, 我国就开始研发电动汽车, 并推出一些列国家及地方政府配套政策支持新能源汽车的发展。经过 10 多年的研发, 我国新能源汽车实现了产业化和规模化的飞跃式发展。2011 年我国新能源汽车产量仅为 8000 辆, 到了 2017 年产量已经达到 79.4 万辆, 占全国汽车产量比重的 2.7%。2017 年工信部推出了《汽车产业中长期发展规划》, 剔除 2020 年我国新能源汽车年产量将达到 200 万辆, 2025 年新能源汽车销量占总销量的比例达到 20% 以上。

图表 30: 2022 年中国新能源汽车销量预测 (万辆)



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 31: 2017 年全球电动汽车业销售情况 (万辆)



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

智能汽车将出现一轮巨大的升级换代需求, 公司积极布局汽车产业配套中控屏、外观装饰件以及其他部件, 由于车载显示对工艺、技术和交付的稳定性要求较高, 公司与特斯拉等国际主要品牌形成了稳定的合作关系, 随着下游客户对公司主要产品需求将显著增

加，蓝思科技的大尺寸产品在中高端汽车领域的防护玻璃市场份额得到进一步的稳步提升。

图表 32: Tesla 中控屏

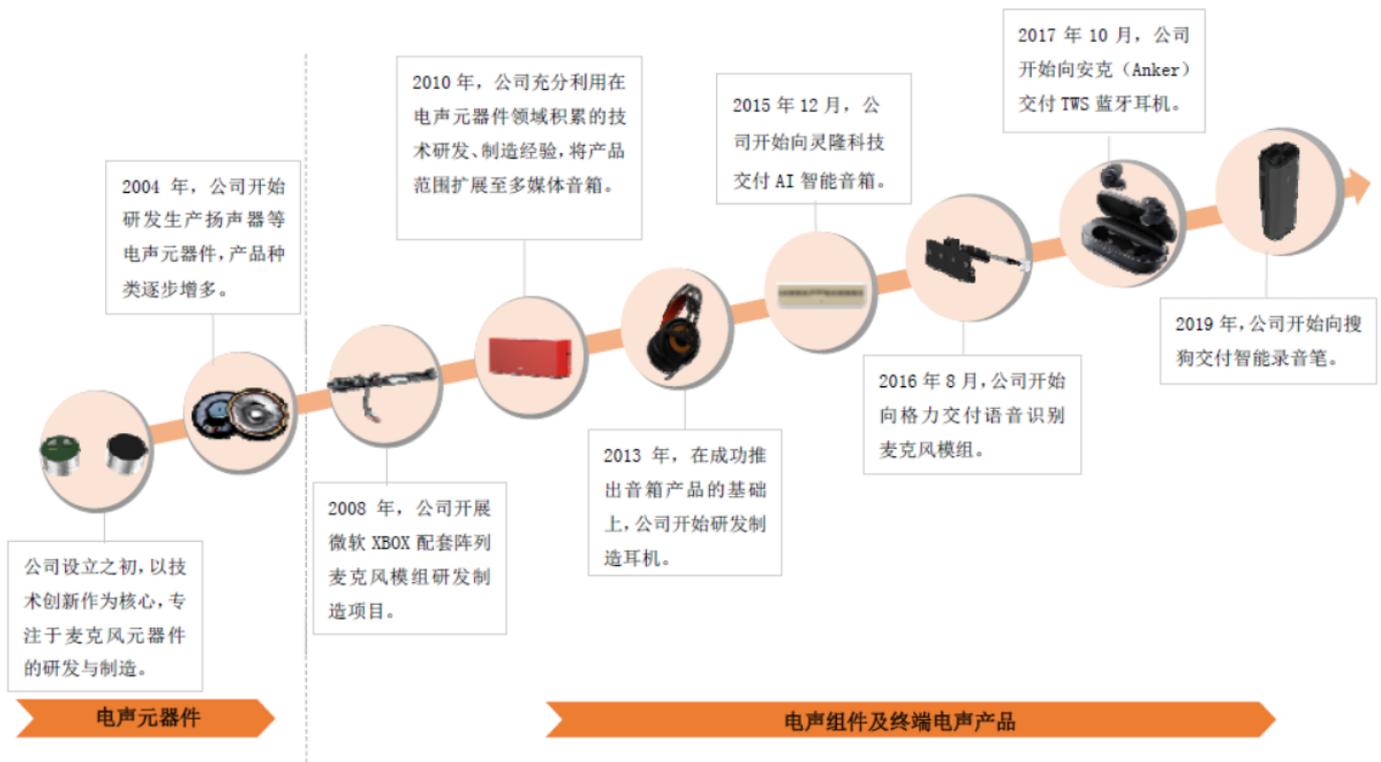


资料来源: Tesla, 国盛证券研究所

五、参股豪恩声学，进一步垂直整合产业链

豪恩声学的主营业务为电声产品的设计研发、生产和销售，具体有耳机、音箱、麦克风、扬声器等，产品主要定位于：音效丰富、延时低、佩戴舒适的头戴式耳机，科技感强的真无线立体声(TWS)蓝牙耳机，以及识别度高的语音交互类产品等三大类产品。公司凭借不断创新的技术和高品质的产品，在业内赢得了良好的口碑，积累了雷蛇(Razer)、海盗船(Corsair)、罗技(Logitech)、软银(Softbank)、安克(Anker)、喜日科技(喜马拉雅小雅 AI 音箱)、搜狗、哈曼(Harman)、缤特力(Plantronics)、正崴精密、宝凌电子、格力等国内外知名企业客户资源，尤其是在游戏耳机领域受到了客户的广泛认可，取得了较高的市场知名度及竞争地位。

图表 33: 公司产品以及发展历程

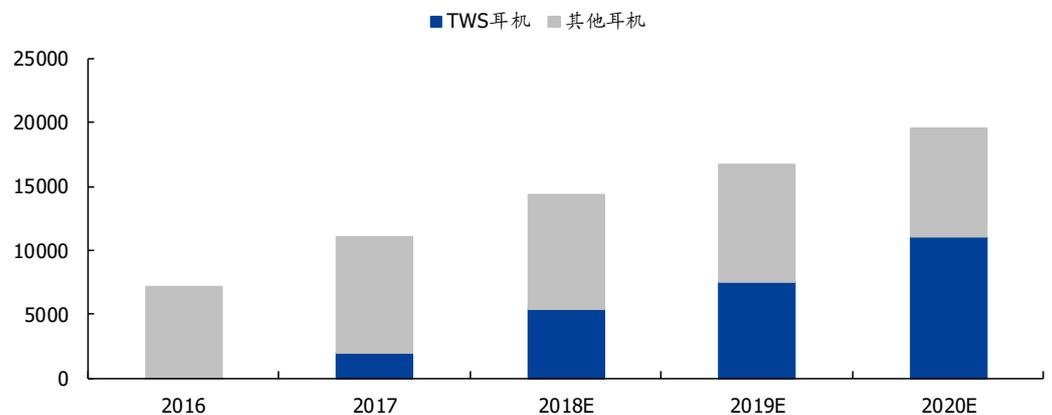


资料来源：豪恩声学，国盛证券研究所

TWS 无线耳机市场空间广阔

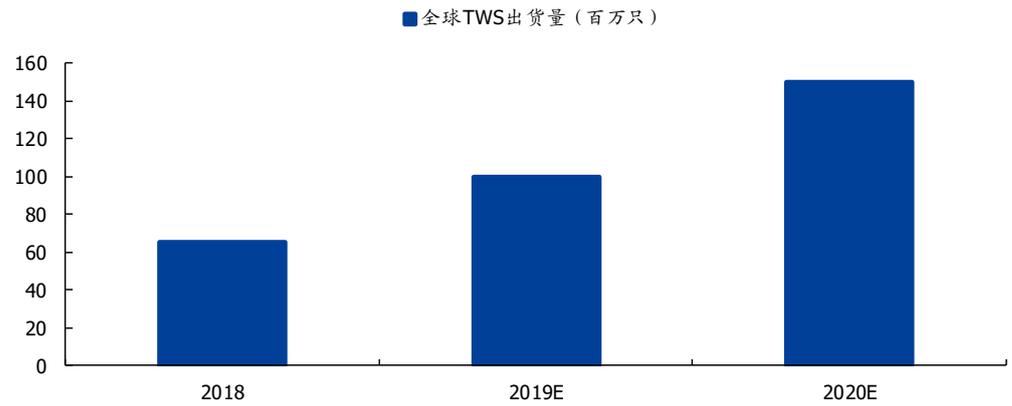
根据 GFK 数据，2016 年无线耳机出货量仅 918 万台，市场规模不足 20 亿元。GFK 预计 2018 年无线耳机出货量同比增加 41%，市场规模将达 54 亿美金。到了 2020 年 TWS 无线耳机的市场规模将达到 110 亿美金。智研咨询预计 2018-2020 年全球 TWS 耳机将实现高速增长，出货量分别达到 6500 万台，1 亿台和 1.5 亿台，年复合增速达 51.9%。预计随着无线耳机音质以及功能性持续改善，未来无线耳机的渗透率有望继续提升。

图表 34: TWS 耳机市场空间 (百万美金)



资料来源：GFK，国盛证券研究所

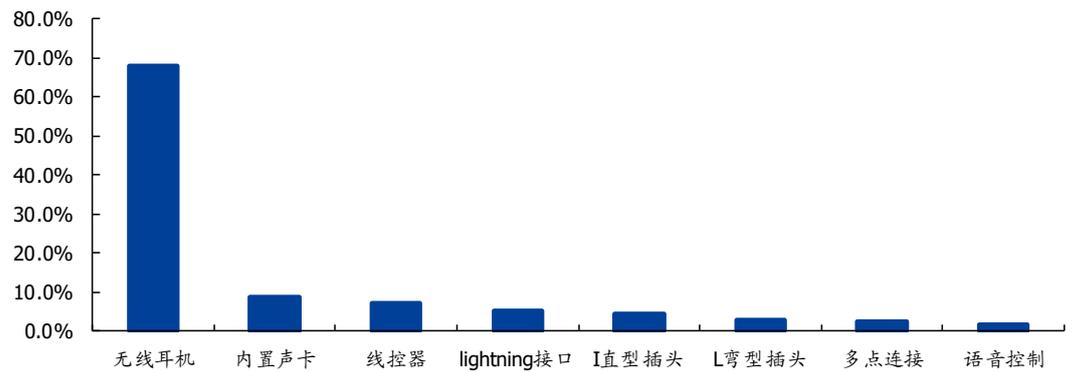
图表 35: 2018-2020 年全球 TWS 耳机市场销量预测



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

根据 ZDC 的数据显示, 目前市场上对无线耳机的关注度高达 68%, 远远高于其他功能的关注度。同时, 之前制约真无线耳机发展的续航、传输、音质、价格等痛点都出现了较大的边际改善。

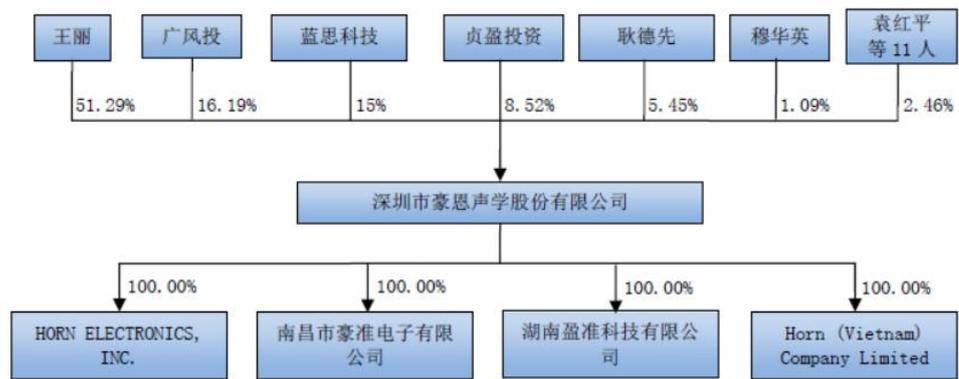
图表 36: 耳机市场关注度占比



资料来源: ZDC, 国盛证券研究所

2018年7月12日, 蓝思科技发布公告以自有资金 9,047.0116 万元认缴深圳市豪恩声学新增股本 735.5294 万股, 其中 735.5294 万元计入注册资本, 其余计入资本公积金, 增资完成后, 蓝思科技对豪恩声学持股比例为 15%。

图表 37: 豪恩股权结构



资料来源：豪恩声学，国盛证券研究所

蓝思科技此次参股豪恩声学，看好声学以及可穿戴尤其是 TWS 耳机行业未来的发展，并且在目标市场和潜在客户拓展方面，公司与豪恩声学双方有着很好的协同价值，有利于充分发挥两家公司的客户和资源优势，多点开花，进一步提高公司的服务能力与核心竞争力。

六、核心竞争优势显著

6.1 掌握国内外优质客户资源

公司多年深耕消费电子防护玻璃领域，树立起良好的品牌形象和业界口碑，因而积累了一批优质、稳定的国内外优质客户资源。客户中国外厂商包括苹果、三星、特斯拉、亚马逊等，国内也实现了对包含智能手机 TOP4 品牌厂商华为、OPPO、vivo、小米在内的知名终端品牌厂商覆盖。凭借在行业内较高的知名度和美誉度，公司对新的优质客源的吸引力也持续上升，在不断加深与现有客户战略合作的同时，也与其他新客户陆续建立起良好的合作关系。由于消费电子防护玻璃高度定制化的特征，公司与下游客户深度绑定、紧密合作，共同推进技术、产品的创新，与客户共成长，确保公司能够紧跟消费电子产品行业的快速变化，准确把握行业未来发展方向，保证公司始终处于行业领先地位。公司作为国内外知名客户的核心供应商，通过技术研发与创新，得到了客户的信任与认可，与客户建立了长期、深厚的战略合作关系，客户粘性较强。同时公司积极开拓优质客户，拓展垂直细分领域的产品业务，优化生产周期，控制生产与用工成本，提升智能制造水平与产能效率，赢得更多客户和市场的认可。

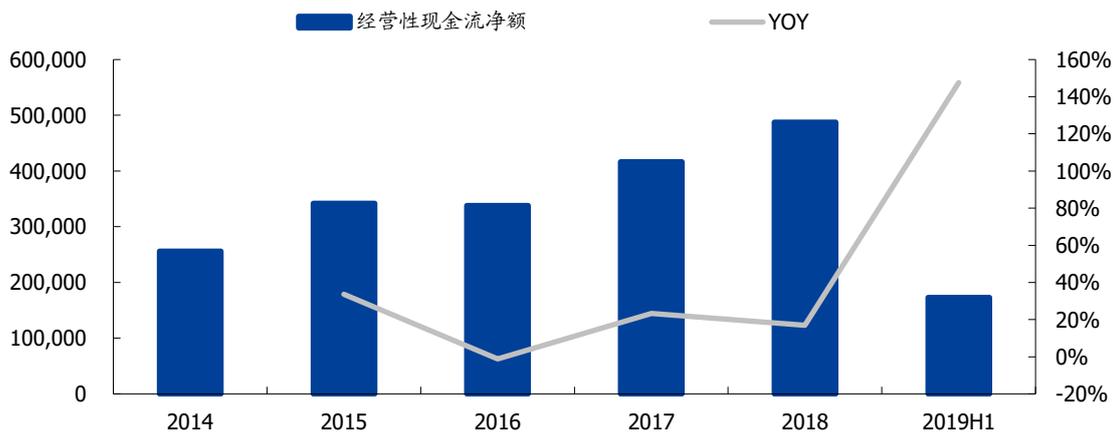
图表 38: 公司的主要客户



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司下游主要为消费电子领域, 该行业经过近几年的整合, 品牌集中度不断提升, 少数知名品牌厂商占有大部分市场, 进入这些知名终端品牌客户供应链意味着相对稳定且大额的订单。近年来, 公司的经营性现金流保持状况良好, 2017、2018、2019 年上半半年经营现金流净额稳步上升, 同比分别增长 23.33%、16.3%、147.56%。扎根优质的客户资源加持公司良好的管理, 确保了公司强大充裕的经营性现金流, 使得公司可以更好地抵御财务风险, 有能力承接大量的业务订单, 有更多的资金用于再投资和技术研发等, 助推公司发展壮大, 提升企业核心竞争优势与投资价值。

图表 39: 经营性现金流情况 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

6.2 持续适度的研发投入和领先的行业技术保障客户需求

蓝思在 2.5D 和 3D 防护玻璃、蓝宝石、精密陶瓷等领域拥有雄厚的技术积淀与优势。蓝思也是首次将玻璃屏引入高端智能手机及平板电脑，首次将陶瓷、蓝宝石材料应用到手机和智能可穿戴设备，首次将 3D 玻璃应用到手机的企业。公司凭借对技术研发持续稳定投入、卓越的人才吸引和培养机制，研发创新屡创佳绩。作为消费电子行业外观创新变革的引领者，公司是行业中将玻璃屏引入高端智能手机及平板电脑、将陶瓷和蓝宝石材料应用到手机和智能可穿戴设备、将 3D 玻璃应用到手机的“第一人”。

公司研发投入占营业收入比重始终保持适度 and 稳定，17 年研发投入达 15.76 亿，占营收 6.65%，18 年研发投入为 14.8 亿，占营收比重为 5.34%。2019 年上半年度，公司的研发投入共计 8.24 亿，占营收比重大幅上升至 7.25%。蓝思科技经过十余年的发展，立足产品的研发和技术储备，顺应市场发展趋势，建立起成熟的技术人才培养机制，研发团队不断发展壮大。公司研发人员数量由 2015 年的 7,383 人增加至 2018 年的 10,338 人，研发人员占比提升至 11.73%。

图表 40: 公司研发情况

	2014	2015	2016	2017	2018
研发费用 (万元)	89,679.00	114,431.45	138,449.62	157,572.38	148,001.80
研发人员数量	9,556	7,383	8,734	10,996	10,338
研发人员占比	11.60%	10.61%	11.78%	11.62%	11.73%
研发费用/营业收入	6.19%	6.64%	9.09%	6.65%	5.34%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

消费电子产品防护玻璃等外观防护零部件的生产具有加工精度高、工艺难度大的特点，公司具备行业先入优势，掌握了视窗及后盖防护玻璃、蓝宝石、精密陶瓷等产品生产的核心技术和工艺诀窍，在 2.5D、3D 和 3D+ 系列视窗与防护玻璃、蓝宝石、精密陶瓷等领域拥有雄厚的技术积淀与优势。优秀的核心研发团队以及持续稳定的研发投入确保了公司技术优势不断扩大，积累了深厚的技术底蕴。截至 2019 年半年报，公司已累计获得专利授权 1,404 件，其中发明专利 100 件，实用新型专利 1,223 件，外观设计专利 81 件。凭借强大的研发创新储备能力、领先的工艺技术水平、先进的智能制造生产线、深厚的行业资源及品牌口碑等优势，公司满足和保障了全球各大品牌客户对大量新产品高品质、顺利交付的需求，进一步赢得了客户的信任与支持。

公司对生产线进行智能化、信息化改造，生产效率和产品良率不断提高，公司成熟、高效、快速的研发与投产能力，有能力满足各大品牌客户新产品试制打样及定型后快速大批量生产的需求。通过推进各项管理变革，完善制度建设，提高物联网技术应用和智能制造水平，优化资产配置与园区产线安排等措施，公司已在企业治理水平、管理与生产方式、资源与生产效率、客户与产品结构、成本与资产结构等多个方面取得了阶段性成果，为 5G 时代的新周期发展夯实了深厚的基础。

6.3 专用设备自主研发，持续加大智能制造投入，降本提效

为满足客户大批量交货的需求，并降低产品的平均成本、提升产品价格竞争力，巩固公

司的行业领先地位及增强客户粘性，公司高度重视智能制造建设，不断追求更高的发展战略位置。公司投入大量资源自主研发所需的非行业通用标准生产设备，自主研发的专用设备可以适配公司生产线摆布和工艺技术特点，自主开发的关键设备性能、效率、自动化程度、能耗等指标相比竞争对手的标准化设备具有一定优势，确保公司生产效率与良率优势，同时控制大规模量产所带来的用工规模的迅速提升，将有效大幅提升并优化生产规模与整体用工规模的比率。

公司持续加大智能制造投入，提升内生动力，努力保持公司平稳运行。近年来公司在生产信息化、自动化、智能化的道路上不断前进。公司于2014年成立了设备互联团队，截至目前已经拥有一支超过500人的信息化队伍，主要分工项目有系统集成、弱电施工、软硬件开发、系统实施、项目管理、物联网、工业互联网、信息安全、工业视觉以及工业大数据、3D仿真、人工智能等等。目前，团队已经完成了对企业上万台工业互联设备的改造和部分设备的视觉改造，实现了部分机器的深度学习，并利用人工智能助力企业找到更优的工艺曲线和工艺管控。

图表 41: 蓝思科技生产车间一角



资料来源: 扩展咨询,全球玻璃网,国盛证券研究所

公司的研发管理团队可以根据生产部门需要，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，减少设备投资。公司生产所用大部分工装夹具、模具、辅材也多为自制，研发优势明显。公司雄厚的资金支持、强大的技术优势以及遍布各地的生产基地使公司可以实现规模化生产，通过规模效应，公司能够满足客户大批量交货的需求，并降低产品的平均成本、提升产品价格竞争力，巩固公司的行业领先地位及增强客户粘性，控制用工规模并全面提升生产效率。

6.4 管理团队经验丰富，专注于主业，拓展垂直细分领域

公司的管理团队和核心技术团队拥有近 30 年的行业经验，团队人员来自中国香港、中国台湾、韩国、美国等国家或地区，多年稳定在公司工作、发展，公司董事、监事、高级管理人员均长期持有本公司股票，与公司为利益共同体。公司坚持以极具吸引力的薪酬待遇和职位广纳贤才，持续为公司补充新鲜血液和后备力量，为公司可持续发展奠定坚实的人才基础。

近年来，公司充分发挥产业节点优势，在现有的业务平台基础上不断开辟新的产品市场，积极布局原辅材料、专用设备、智能制造等上游产业，投资培育了蓝思智能、东莞蓝思、越南蓝思、蓝思新材料等多家具有良好成长潜力的子公司或业务模块。新业务的孵化拓展不仅促进公司团队发展壮大，同时也为公司持续、健康、快速发展和收入增长注入了新的动力。

盈利预测与投资建议

2019 年为 5G 时代来临的重要节点，智能手机、智能汽车等市场将出现一轮新周期的升级换代需求，下游客户对本公司主要产品需求将显著增加，蓝思将迎来新一轮重要发展机遇。凭借强大的研发创新储备能力、领先的工艺技术水平、先进的智能制造生产线、深厚的行业资源及品牌口碑等优势，公司满足和保障了全球各大品牌客户对大量新产品高质、顺利交付的需求，进一步赢得了客户的信任与支持，优质资源加速向公司集中。2019 年前三季度，公司在智能手机、智能穿戴式设备、平板电脑、笔记本电脑、一体式电脑、智能家居家电、智能汽车等各业务板块均实现了高质量增长，各主要生产园区在第三季度均进入满负荷运行状态，因此我们预计 2019E/2020E/2021E 公司将实现营收 307.34/373.90/457.96 亿元，同比增长 10.9%/21.7%/22.5%；公司毛利率继续攀升至 24.0%/24.5%/25.0%，因此 2019E/2020E/2021E 公司将实现归母净利润 16.77/23.73/31.14 亿元，同比增长 163.2%/41.5%/31.2%。

图表 42: 盈利预测

财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	27,717	30,734	37,390	45,796
增长率 yoy（%）	16.9	10.9	21.7	22.5
归母净利润（百万元）	637	1,677	2,373	3,114
增长率 yoy（%）	-68.9	163.2	41.5	31.2

资料来源：公司财报、国盛证券研究所预测

我们选取了行业内的几家可比公司京东方、立讯精密、鹏鼎控股以及歌尔股份，可比公司 2019E/2020E/2021E 的平均市盈率为 37.92/28.36/22.14x，蓝思科技目前股价对应 2019E/2020E/2021E 的市盈率为 23.4/16.5/12.6x，具有估值优势，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 43: 可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润			市盈率 PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000725.SZ	京东方 A	1,290.67	39.14	57.34	80.07	32.97	22.51	16.12
002475.SZ	立讯精密	1,506.28	38.63	52.10	66.11	38.99	28.91	22.79
002938.SZ	鹏鼎控股	1,000.85	30.59	37.08	45.26	32.72	26.99	22.11
002241.SZ	歌尔股份	585.42	12.46	16.72	21.24	47.00	35.02	27.56
	平均	1,095.80	30.21	40.81	53.17	37.92	28.36	22.14

资料来源: Wind、国盛证券研究所

风险提示

下游需求不及预期: 由于受到外部环境的影响, 若手机市场的增速不及预期, 手机供应链公司的经营业绩将受到不利影响。

行业竞争加剧: 随着各零部件市场的不断扩大, 行业竞争将会更加激烈。

国际形势的影响: 中美贸易摩擦的影响导致市场的负面情绪。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com