

蓝思科技 (300433.SZ)

玻璃盖板龙头企业，新能源领域业务快速成长

买入

核心观点

公司产品最大下游应用是智能手机与电脑，收入占比接近80%。公司产品涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属、塑胶等材质的防护面板、触控模组、生物识别等外观结构及功能组件，主要下游应用包括消费电子、新能源汽车及光伏等领域，2023年上半年，公司智能手机与电脑类产品营收161.35亿元，同比增长1.34%，占总营收的79.97%；新能源汽车与智能座舱类产品营收22.82亿元，同比增长54.98%，占总营收的11.31%；智能头显与智能穿戴类营收11.91亿元，同比减少4.48%，占总营收的5.90%。

智能手机是公司稳定收入的基础，材料升级提升价值量。公司第一大客户是苹果，多年来占公司总营收50%左右，苹果在智能手机、笔记本电脑、平板电脑等消费电子市场份额位居前列，是公司稳定收入的基本盘。根据IDC的数据，全球智能手机出货量同比降幅自4Q22连续收窄，3Q23实现环比增长，4Q23全球智能手机出货量3.24亿部，同比增长7.8%，环比增长6.7%。IDC预计2022-2027年全球VR出货量CAGR 24%，AR出货量CAGR 85%，智能手表出货量CAGR 7.31%。四季度作为消费电子传统旺季，叠加华为、苹果高端新机发布，智能手机市场整体有望进一步好转。玻璃盖板及手机中框材料升级，VR/AR、智能可穿戴等新兴市场将为玻璃盖板行业带来新的增量。

车载显示渗透率进一步提升带动智能座舱业务增长。公司自2015年开始布局新能源汽车相关业务，目前公司新能源汽车与智能座舱类产品包括新能源汽车中控屏、仪表盘、显示屏、B柱、C柱、充电桩、新型汽车玻璃、动力电池结构件等结构件与模组。根据盖世汽车的数据，2025年中国车载市场规模将达到1305亿元，2021-2025年CAGR 23.17%。新能源汽车及智能座舱的加速渗透将带动公司相关业务快速增长。

新能源汽车保持高速增长，充电桩和动力电池业务推动业绩增长。据中汽协数据，2023全年中国新能源汽车销量944万辆，同比增长37%。新能源汽车高速增长带动充电桩及动力电池市场增长。据EVCIPA，2023全年中国充电桩增量338.6万台，同比增长31%。据SNE research，2023年全球动力电池装车总量达到705.5GWh，同比增长38.6%。公司2023上半年开始为头部动力电池客户供应动力电池结构件，未来动力电池业务有望推动公司业绩增长。

盈利预测与估值：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为30.21/36.16/41.71亿元，参考可比公司PE估值，给予公司2023年28.0-30.0倍PE，对应股价16.98-18.19元，给予“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；汇率波动风险；客户集中的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,268	46,699	51,242	56,753	63,816
(+/-%)	22.5%	3.2%	9.7%	10.8%	12.4%
净利润(百万元)	2070	2448	3021	3616	4171
(+/-%)	-57.7%	18.3%	23.4%	19.7%	15.3%
每股收益(元)	0.42	0.49	0.61	0.73	0.84
EBIT Margin	5.2%	6.6%	7.9%	8.4%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	5.5%	6.6%	7.6%	8.3%
市盈率 (PE)	33.2	28.0	22.8	19.0	16.5
EV/EBITDA	15.6	13.5	12.9	11.0	9.8
市净率 (PB)	1.61	1.55	1.50	1.44	1.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·深度报告

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

合理估值

收盘价

总市值/流通市值

52周最高价/最低价

近3个月日均成交额

买入(首次评级)

16.98 - 18.19元

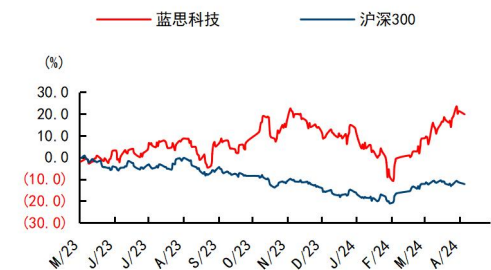
13.77元

68619/68309百万元

14.34/9.77元

406.31百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

玻璃盖板龙头，消费电子和新能源双轮驱动	5
聚焦消费电子和智能汽车的 ODM 企业，拥有优质品牌客户	5
公司股权结构稳定，实际控制人持有 62%的股权	6
玻璃盖板是营收的基本盘，新能源汽车业务增速亮眼	6
消费电子复苏叠加材料升级，手机零部件有望量价齐升	9
3D 玻璃应用于智能手机、智能可穿戴设备和智能汽车领域	9
手机玻璃盖板创始企业，VR/AR、智能穿戴是未来增量	11
手机中框材料升级，带动价值量提升	14
智能座舱、动力电池等新能源业务成长可期	17
新能源汽车渗透率提升，公司新能源汽车业务快速成长	17
2021 年布局新能源光伏，Topcon 双玻组件已成功下线	19
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	23
盈利预测的情景分析	24
估值与投资建议	25
估值分析	25
投资建议	25
风险提示	26
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图 1: 公司历史发展	5
图 2: 公司业务领域	5
图 3: 公司股权结构 (截止日期: 2023 年 9 月 30 日)	6
图 4: 公司营业收入 (亿元)	6
图 5: 公司归母净利润 (亿元)	6
图 6: 2023 上半年公司分产品收入占比	7
图 7: 公司研发人员占比	7
图 8: 公司研发费用 (亿元)	7
图 9: 公司分地区收入占比	8
图 10: 公司分地区毛利率	8
图 11: 公司净利率及毛利率	8
图 12: 公司主要费率	8
图 13: 公司业务布局	9
图 14: 3D 玻璃产业链	10
图 15: 2020 年中国 3D 玻璃市场规模细分行业占比	10
图 16: 公司外观及功能组件收入 (亿元)	10
图 17: 手机屏结构图	11
图 18: 盖板玻璃的结构与分类	11
图 19: 昆仑玻璃	12
图 20: 全球智能手机出货量 (百万部)	13
图 21: 全球智能手机出货额 (百万美元)	13
图 22: 全球手机显示技术渗透率	13
图 23: LCD 及 OLED 手机的平均售价 (美元)	13
图 24: 全球 AR、VR 出货量	14
图 25: 全球智能手表及 Apple Watch 出货量	14
图 26: 公司第一大客户销售收入占比及全球智能手机、笔记本电脑、平板电脑市场份额	14
图 27: iPhone15 Pro 采用钛合金边框	15
图 28: iPhone15Pro Max BoM 成本	15
图 29: 蓝思精密营业收入 (亿元)	16
图 30: 蓝思精密净利润 (亿元)	16
图 31: 智能座舱产业链	17
图 32: 2023 第一季度中国智能座舱渗透率 (按品牌类别)	17
图 33: 汽车座舱智能配置新车渗透率	17
图 34: 智能座舱核心配置装车率	18
图 35: 国内车载显示产品市场规模预测 (亿元)	18
图 36: 公司新能源汽车解决方案	18
图 37: 中国新能源汽车产销量 (万台)	19

图 38: 新能源充电桩增量 (万台)	19
图 39: 全球动力电池装车总量 (GWh)	19
图 40: 2023 年全球动力电池装车量市场份额	19
图 41: 光伏组件结构图	20
图 42: 光伏行业产业链	20
图 43: 普通组件与双玻组件结构比较	20
图 44: 子公司蓝思新能源 N 型高效 72 双玻组件	20
图 45: 全球新增光伏装机量 (GW) 及增速	21
图 46: 2023 年全球各区域前三大光伏装机量地区 (单位: GW)	21
表 1: 2D、2.5D、3D 玻璃优缺点对比	12
表 2: 公司营业收入及毛利率预测	22
表 3: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿元)	23
表 4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	24
表 5: 可比公司估值比较 (股价为 2024 年 4 月 2 日数据)	25

玻璃盖板龙头，消费电子和新能源双轮驱动

聚焦消费电子和智能汽车的 ODM 企业，拥有优质品牌客户

公司是全球领先的消费电子与高端智能汽车领域智能终端视窗、防护功能组件的 ODM 企业。创始人周群飞于 2003 年在深圳创立蓝思科技，专注手机视窗与防护玻璃的研发、生产和销售，2015 年公司在创业板挂牌上市。目前，公司业务涉及智能手机与电脑、智能头显与智能穿戴、新能源汽车及智能座舱等智能终端的结构件、模组及组装。公司多年来深耕消费电子和新能源汽车行业，拥有优质、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。

图1: 公司历史发展



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司产品的主要下游应用包括消费电子、新能源汽车及光伏等领域。公司主营业务涉及中高端智能手机、智能穿戴、平板电脑、笔记本电脑、一体式电脑、新能源汽车、智能家居家电、光伏产品等领域，产品涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属、塑胶等材质的防护面板、触控模组、生物识别等外观结构及功能组件，以及配套辅料、工装夹具模具、生产设备、检测设备、自动化设备，和蓝思自主研发的运营系统。2021 年，公司切入新能源光伏产业领域，主要业务包括生产光伏玻璃原片、光伏玻璃加工设备、光伏玻璃加工品等。公司具备全面配合客户完成从产品设计到结构件加工、模组配套，再到整机组装的垂直整合能力。

图2: 公司业务领域

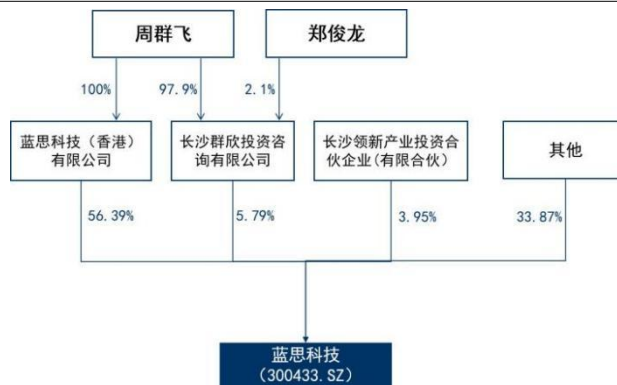


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构稳定，实际控制人持有 62% 的股权

公司实际控制人是周群飞和郑俊龙夫妇，总计持有公司 62.18% 的股份。截至 2023 年第三季度，周群飞持有 100% 蓝思科技（香港）有限公司股权和 97.9% 长沙群欣投资咨询有限公司股权，蓝思科技（香港）有限公司持有蓝思科技 56.39% 的股份，长沙群欣投资咨询有限公司持有蓝思科技 5.79% 的股份。副董事长郑俊龙持有长沙群欣投资咨询有限公司 2.1% 的股份，周群飞和郑俊龙夫妇共同持有蓝思科技股份有限公司 62.18% 的股权，是公司的实际控制人。

图3：公司股权结构（截止日期：2023 年 9 月 30 日）

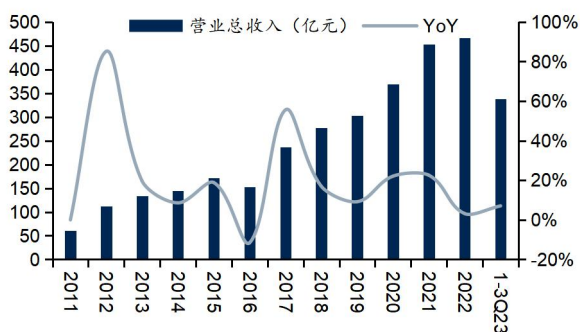


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

玻璃盖板是营收的基本盘，新能源汽车业务增速亮眼

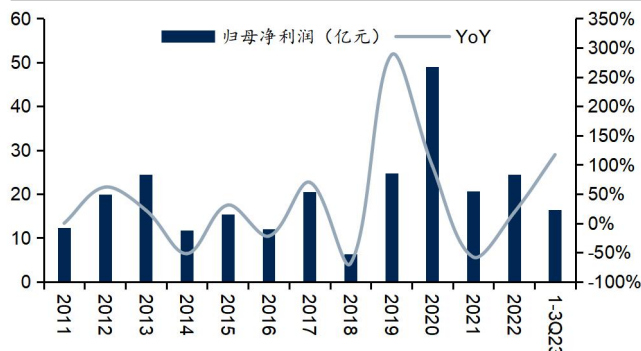
2017-2022 年公司营收呈上升趋势，净利润近五年波动较大。公司营收在 2011-2015 年持续增长；2016 上半年受全球经济持续低迷，需求疲软以及下游客户去库存等影响，公司接到的订单和产销量下滑，公司 2016 年营收下降；2018-2022 年营收保持持续增长，CAGR 13.93%。1-3Q23 公司营收 338.08 亿元，YoY +7.07%。公司归母净利润在 2017-2022 年波动较大，2018 年由于消费电子行业竞争加剧，客户对产品品质及工艺提出更高的要求使得公司产品的平均成本上升明显，费用相应增加，导致净利润同比下滑；2020 年公司下游市场需求旺盛，订单饱满，归母净利润同比增长 98.32% 至 48.96 亿元，2021、2022 年归母净利润分别为 20.70、24.48 亿元，1-3Q23 公司归母净利润 16.49 亿元，YoY +117.23%。

图4：公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

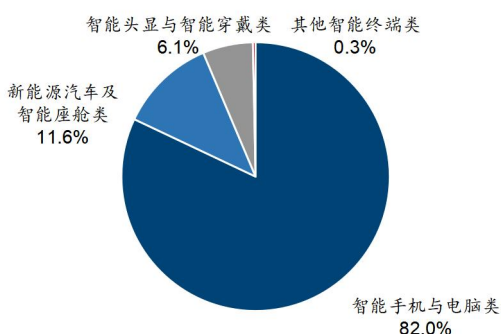
2023 年上半年，公司结合业务发展与产品创新情况，将主要业务分类披露口径进行了优化，优化后公司披露业务类别为智能手机与电脑类、新能源汽车及智能座舱类、智能头显与智能穿戴类。

智能手机与电脑类：应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、一体式电脑等产品的结构件、模组及组装，涵盖玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷、塑胶、碳纤维等新材料。2023 上半年营收 161.35 亿元，YoY +1.34%。

新能源汽车与智能座舱类：新能源汽车中控屏、仪表盘、显示屏、B 柱、C 柱、充电桩、新型汽车玻璃、动力电池结构件等结构件与模组。2023 上半年营收 22.82 亿元，YoY +54.98%。

智能头显与智能穿戴类：应用于 AR/VR/MR 等智能头显设备及智能手表、手环、眼镜等智能穿戴类产品结构件、模组及组装，涵盖玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷、塑胶、碳纤维等新材料。2023 上半年营收 11.91 亿元，YoY -4.48%。

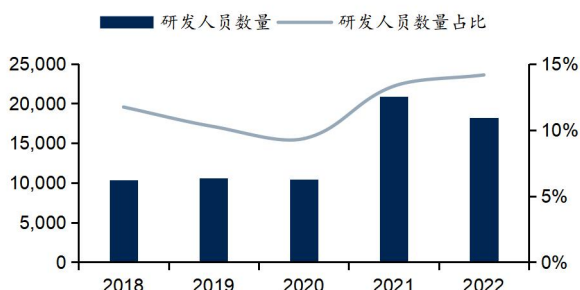
图6：2023 上半年公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

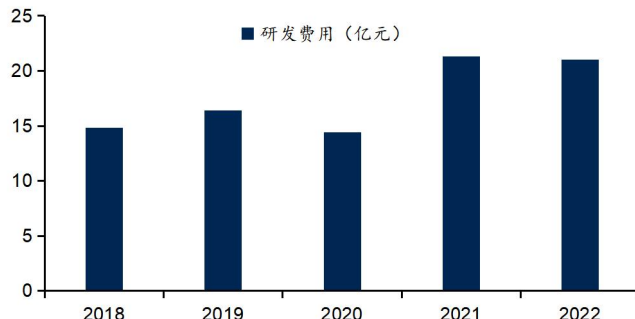
公司重视研发投入。2022 年公司研发人员 18256 人，占总人数的 14%，研发费用 21 亿元。截至 2023 上半年，公司已获得专利授权 2189 件，其中发明专利 389 件，实用新型专利 1659 件，外观设计专利 141 件，并获得软件著作权 94 件，涵盖加工工艺、产品检测、设备开发、新型材料、工业互联网、生产数据化、智慧园区、企业资源管理等多个领域。

图7：公司研发人员占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司研发费用（亿元）

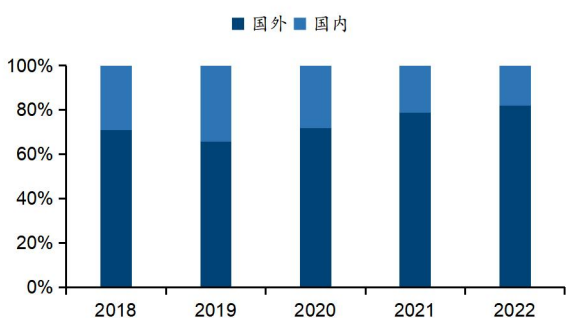


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司在国外的营收占比较高。分地区看，公司 2018-2022 年在国外的营收占总体营收均在 65%以上，2022 年国外营收占总营收 81.94%。从毛利率看，2018-2022 年国外毛

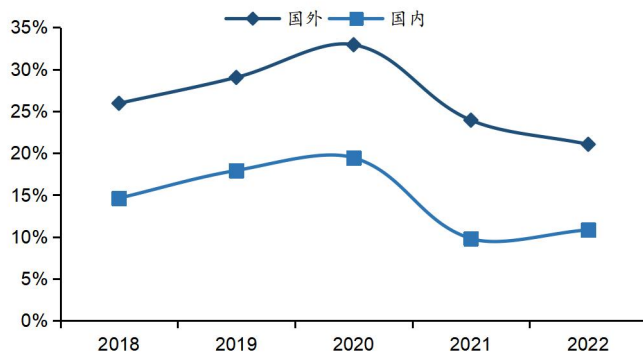
利率高于国内的毛利率。2022 年国内毛利率 10.84%，国外毛利率 21.05%。

图9: 公司分地区收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

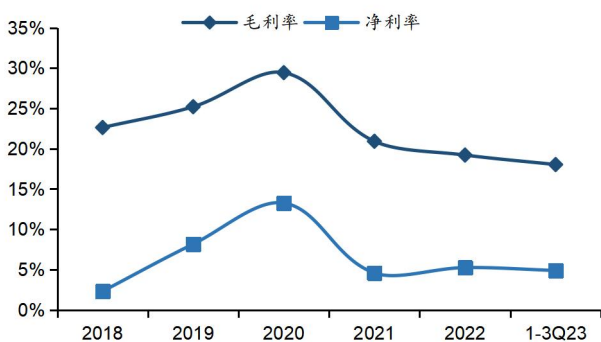
图10: 公司分地区毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

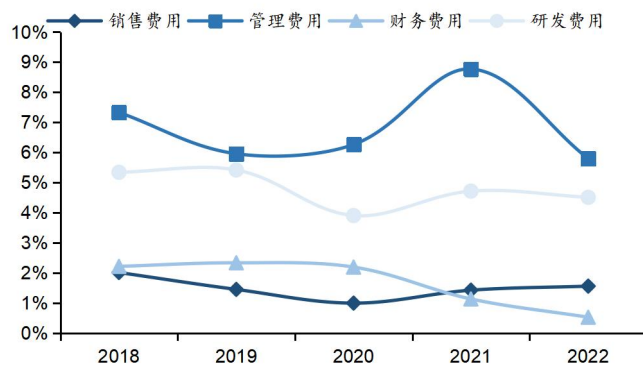
公司毛利率在 2021 年下跌后企稳，2022 年期间费用率下降。公司毛利率由 2018 年的 22.63% 增长至 2020 年的 29.44%，在 2021 年下跌至 20.92%，1-3Q23 公司毛利率 18.03%。2021 年由于运营园区增加以及人才市场竞争激烈，公司招聘费用及管理人员人力成本增加，导致管理费用同比增长 71% 至 39.69 亿元，公司管理费率上升至 8.77%。同时 2021 年公司资产减值损失 8.86 亿元，主要来自存货跌价损失。2022 年公司优化对员工招募管控，招聘费用减少，管理费用下降至 5.79%，2022 年公司期间费用率为 12.39%，同比下降 3.65pct。2023 年上半年公司管理费用 11.64 亿元，同比下降 12.55%，主要由于公司提升自动化水平，招募员工费用减少。

图11: 公司净利率及毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司主要费率



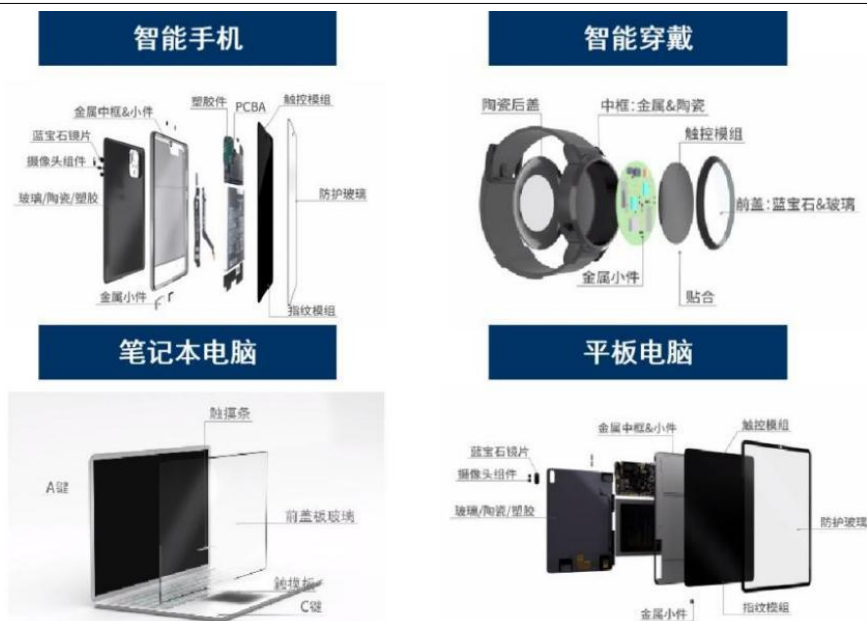
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

消费电子复苏叠加材料升级，手机零部件有望量价齐升

3D 玻璃应用于智能手机、智能可穿戴设备和智能汽车领域

公司是消费电子行业外观创新变革的引领者，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。消费电子产品视窗与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，公司掌握了视窗及防护玻璃、蓝宝石、精密陶瓷、精密金属等产品生产的核心技术和工艺诀窍，拥有雄厚的技术积淀与制造优势。当前，公司在消费电子领域布局手机、笔记本电脑、平板电脑和智能穿戴领域。

图13: 公司业务布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司位于 3D 玻璃产业链中游，是玻璃盖板加工龙头企业。3D 玻璃产业链上游是生产材料和设备，中游是 3D 玻璃加工企业，下游应用包含智能手机、智能可穿戴设备和智能汽车。根据智研咨询，玻璃盖板领域中，蓝思科技及伯恩光学为双龙头，营收规模及市场份额处于领先地位，其他主要厂商包含比亚迪电子、合力泰、沃格光电、华映科技、星星科技等，其中蓝思科技及伯恩光学合计占有行业一半以上的规模。

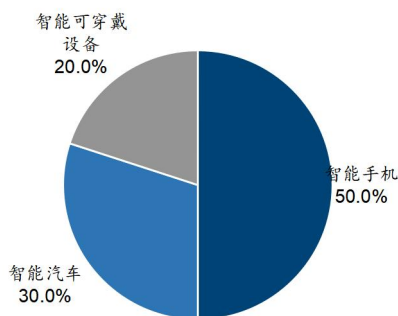
图14: 3D 玻璃产业链



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

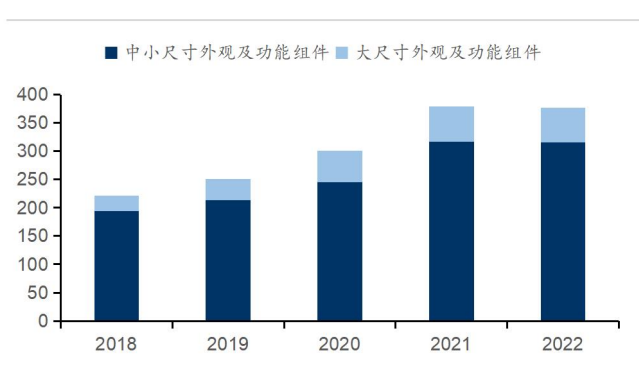
从下游需求看, 3D 玻璃最大的下游市场是智能手机。3D 玻璃主要应用于智能手机、智能可穿戴设备和智能汽车, 根据华经产业研究院的数据, 2020 年中国 3D 玻璃市场规模细分行业中, 智能手机、智能可穿戴设备及智能汽车分别占比为 50%、20%、30%。公司中小尺寸外观及功能组件营收自 2018 年的 193.6 亿元增长至 2022 年的 315.2 亿元, CAGR 12.96%; 大尺寸外观及功能组件营收自 2018 年的 27.23 亿元增长至 2022 年的 61.15 亿元, CAGR 22.42%。2023 上半年, 公司智能手机与电脑类产品营收 161.35 亿元, 智能头显与智能穿戴类产品营收 11.91 亿元。

图15: 2020 年中国 3D 玻璃市场规模细分行业占比



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司外观及功能组件收入(亿元)

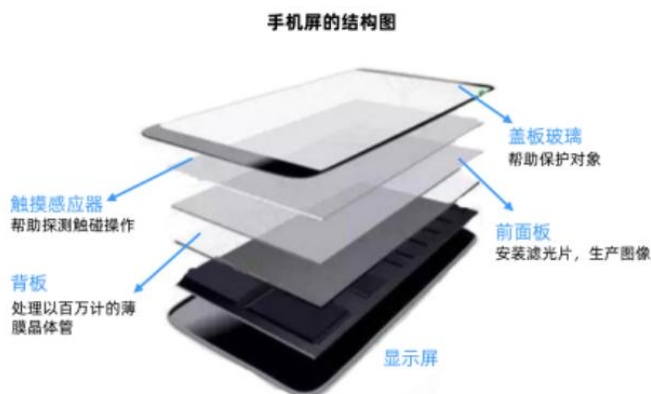


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

手机玻璃盖板创始企业，VR/AR、智能穿戴是未来增量

玻璃盖板在手机中位于最外层。玻璃盖板是触摸屏最外层起保护作用的一层材质，主要应用于触摸屏最外层，又称强化光学玻璃、玻璃视窗、强化手机镜片等。主要原材料为超薄平板玻璃，经过切割、CNC 精雕、减薄、强化、镀膜、印刷等工艺处理后，具有防冲击、耐刮花、耐油污、防指纹、增强透光率等功能。

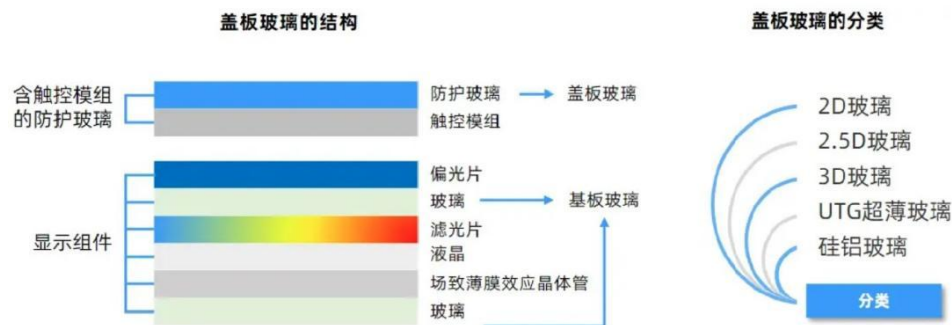
图17: 手机屏结构图



资料来源：行行查，国信证券经济研究所整理

盖板玻璃主要包括 2D 玻璃、2.5D 玻璃、3D 玻璃、UTG 超薄玻璃、硅铝玻璃。其中运用在智能手机中最多是 3D 玻璃、UTG 超薄玻璃、硅铝玻璃。3D 玻璃是指整个表面都具备弧度的屏幕玻璃；UTG 超薄玻璃是指通常指厚度小于 1.2mm 的玻璃；硅铝玻璃采用压延法生产，具有透明度高，适宜化学钢化等特点，和传统的钠钙玻璃相比有更好的物理、化学特性。盖板玻璃技术高度定制化、加工精度高、工艺难度大、需要多学科技术综合应用。

图18: 盖板玻璃的结构与分类



资料来源：行行查，国信证券经济研究所整理

3D 玻璃相比 2D 和 2.5D 玻璃可以更好的和 OLED 屏幕贴合。3D 玻璃可以完美配合 OLED，美观且手感好，具有性能轻薄、透明洁净、抗指纹、防眩光等特点。

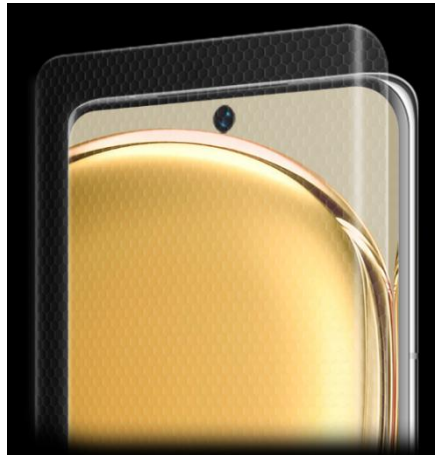
表1: 2D、2.5D、3D 玻璃优缺点对比

玻璃类型	特点	优点	缺点
2D	传统的平面玻璃，没有弧形设计	成本低，制造工艺简单，良率高	硬度、弹性一般，不够美观，无法与 OLED 完美搭配
2.5D	中间是平面，边缘是弧形设计	美观感与手感改善	手机贴膜不变，易破碎，成本上升，与 OLED 融合性差
3D	中间、边缘都采用弧形设计	完美配合 OLED，美观、手感好	制造工艺复杂，价格昂贵，耐用性差

资料来源：中华玻璃网，行行查，国信证券经济研究所整理

华为新品 Mate60 采用二代昆仑玻璃。昆仑玻璃是纳米微晶玻璃材质，通过在玻璃中生长出数量高达亿亿个高强度纳米晶体，使得玻璃的坚韧性获得大幅提升。因此昆仑玻璃与普通玻璃相比可以提升耐摔能力。根据华为官网，昆仑玻璃更换价格在 499-799 元不等，以华为 Mate 40 做对比，曲面屏维修价格为 429 元，曲面屏（昆仑玻璃）维修价为 799 元。

图19: 昆仑玻璃



资料来源：华为官网，国信证券经济研究所整理

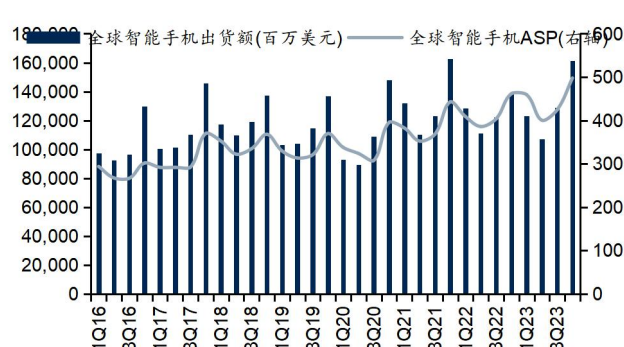
全球智能手机出货量 4Q23 同环比改善。根据 IDC 的数据，4Q23 全球智能手机出货量 3.24 亿部，同比增长 7.8%，环比增长 6.7%；从出货额看，全球智能手机 ASP 波动上行，四季度手机厂商发布新机，为传统旺季，4Q23 全球智能手机 ASP 达到 497.84 美元。

图20: 全球智能手机出货量 (百万部)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

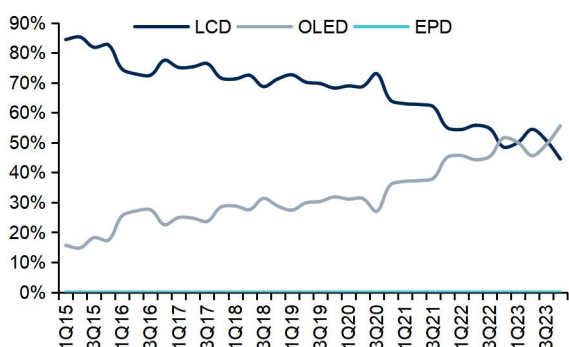
图21: 全球智能手机出货额 (百万美元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

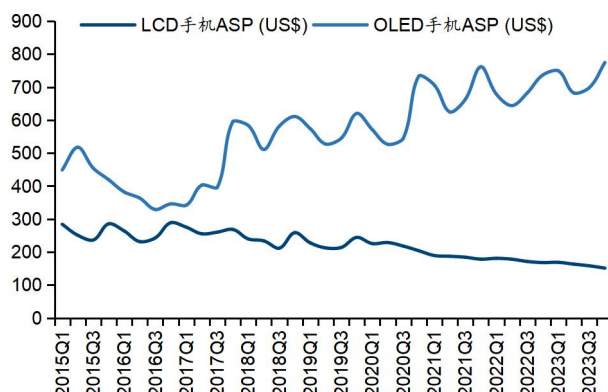
OLED 显示屏在手机端加速渗透, 近五年 OLED 显示屏手机量价齐升。根据 IDC 的数据, OLED 显示屏在手机的渗透率逐年提升, 4Q23 OLED 显示屏渗透率达到 55.5%。从平均单价看, OLED 手机的平均单价呈现波动上行的趋势, LCD 手机的平均单价平缓下行, 4Q23 OLED 手机平均单价为 774 美元, LCD 手机平均单价为 151 美元。

图22: 全球手机显示技术渗透率



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

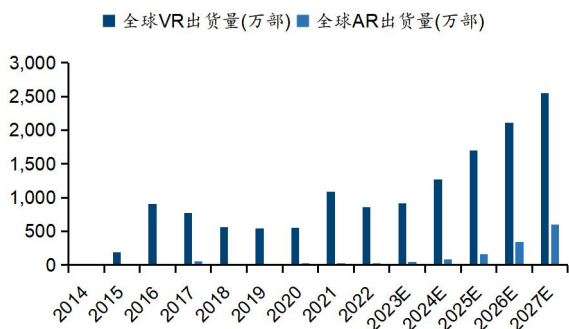
图23: LCD 及 OLED 手机的平均售价 (美元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

2022-2027 年 VR 出货量 CAGR 24.45%, AR 出货量 CAGR 85.06%。根据 IDC 的数据, 2022 年全球 VR 出货量 854 万部, AR 出货量 27 万部, 预计 2027 年全球 VR 出货量将达到 2552 万部, AR 出货量达到 604 万部。全球智能手表出货量将由 2022 年的 1.48 亿部增长至 2027 年的 2.11 亿部, 其中苹果手表出货量将由 2022 年的 4389 万部增长至 2027 年的 5294 万部, CAGR 3.82%。

图24: 全球 AR、VR 出货量



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图25: 全球智能手表及 Apple Watch 出货量



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

公司的第一大客户是苹果, 苹果在多个消费电子应用市占率排名靠前。2017-2021 年公司第一大客户的营收占总营收比例在 50%左右, 2022 年占比达到 70%。根据 IDC 的数据, 4Q23 苹果的 global 智能手机市场份额为 24.7%, 位于第一位; 在全球笔记本电脑的市场份额为 11.2%, 位于第四位; 在全球平板电脑的市场份额为 40.6%, 位于第一位。

图26: 公司第一大客户销售收入占比及全球智能手机、笔记本电脑、平板电脑市场份额



资料来源: 公司公告、IDC, 国信证券经济研究所整理

手机中框材料升级, 带动价值量提升

2023 年 10 月苹果推出新机 iPhone15 Pro 是首款在设计中采用航空级钛金属的 iPhone, 钛的强度重量优于大多数金属, 因此 iPhone15 Pro 也是迄今为止最轻的 Pro 机型。钛金属边框通过固态扩散技术与新的铝金属内框焊接在一起, 此类行业创新技术利用了热机械加工工艺, 实现两种金属的高强度结合。

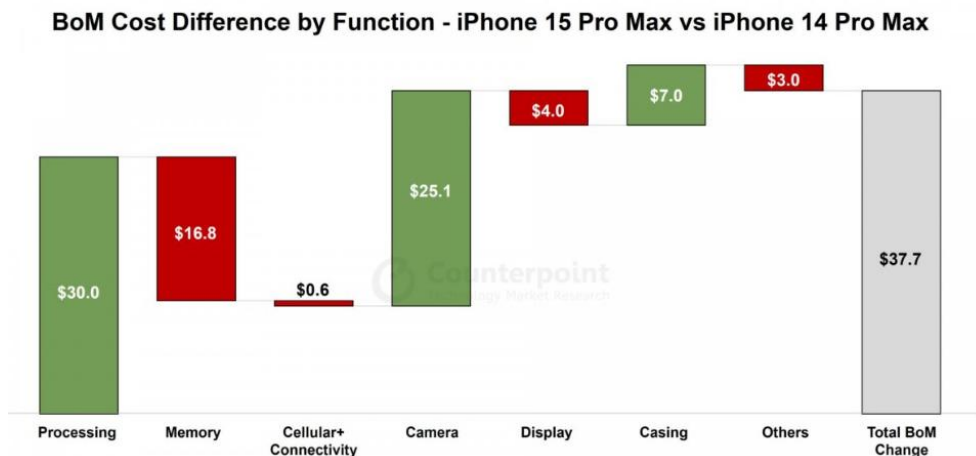
图27: iPhone15 Pro 采用钛合金边框



资料来源：苹果官网，国信证券经济研究所整理

苹果新机采用钛合金边框，新外壳成本比上一代高 18%。根据 CounterPoint 的 BoM 分析，iPhone15 Pro Max (8GB+256GB) 的 BoM 成本比 iPhone14Pro Max (6GB+256GB) 高出 8%，苹果在 iPhone 15 Pro Max 外壳框架中采用了钛合金，使设备重量减轻了约 20 克，成为有史以来最轻的 Pro Max 机型。iPhone15Pro Max 中的新外壳成本比 14Pro Max 高出 18%。

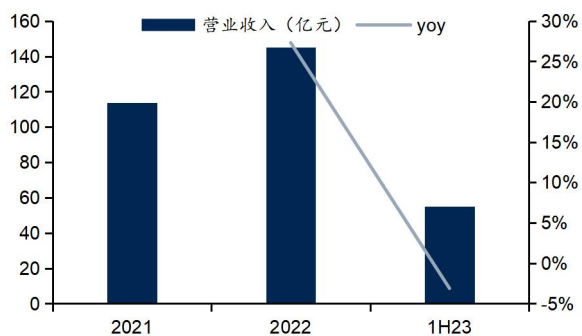
图28: iPhone15Pro Max BoM 成本



资料来源：CounterPoint，国信证券经济研究所整理

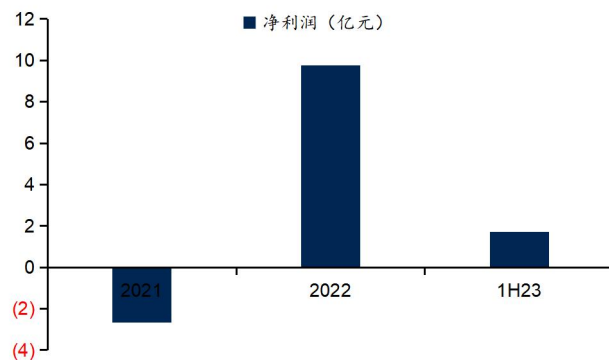
公司全资子公司蓝思精密（泰州）有限公司具备为全球客户提供包括铝、镁和锌、钛等各式新型合金材料及制品、高技术复合材料制品、不锈钢制品、金属冲压件等整合关键技术与制程的一站式全方位解决方案的整体实力和技术水平，覆盖智能手机、智能可穿戴设备、平板电脑、笔记本电脑、一体电脑等。2022 年蓝思精密（泰州）营收 144.98 亿元，同比增长 27%，净利润 9.76 亿元，同比扭亏为盈。手机中框材料升级，带动产品 ASP 上升，公司有望受益。

图29: 蓝思精密营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 蓝思精密净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

智能座舱、动力电池等新能源业务成长可期

新能源汽车渗透率提升，公司新能源汽车业务快速成长

随着技术的发展，汽车的传统座舱逐渐向智能座舱升级转变。智能座舱整合了液晶仪表、信息娱乐系统、HUD、流媒体后视镜等多种电子部件，可以实现多屏互动及语音识别。智能座舱产业链上游为车载地图、操作系统、车载语音、软件平台等软件及 PCB、显示面板、座舱芯片等硬件，中游为车载信息显示系统、车载通讯系统等软硬件供应商，下游为 OEM 主机厂。

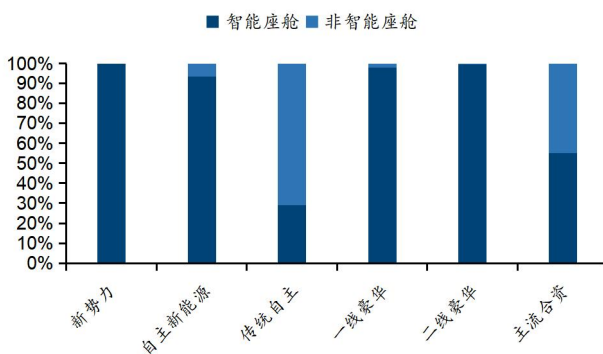
图31：智能座舱产业链



资料来源：亿欧汽车，国信证券经济研究所整理

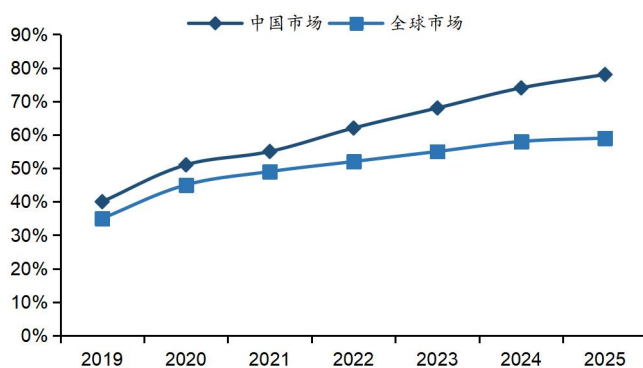
中国的智能座舱渗透率高于全球平均水平。根据 IHS Markit 的数据，预计 2030 年全球汽车智能座舱市场规模将达到 681 亿美元，中国汽车智能座舱市场规模将达到 1663 亿元。根据 Canalys 的数据，2023 年第一季度中国市场广义新能源乘用车前装标配智能座舱的批发量为 110 万辆，市场渗透率 82.7%，高于全球的 74.3%。其中，新势力品牌在智能座舱领域渗透率达到 100%，主流合资品牌转型较为保守，智能座舱整体渗透率为 55.1%。一线及二线豪华品牌渗透率较高，分别为 97.9%、99.5%。集微咨询预计 2025 年中国的智能座舱渗透率将达到 78%。

图32：2023 年第一季度中国智能座舱渗透率（按品牌类别）



资料来源：Canalys，国信证券经济研究所整理

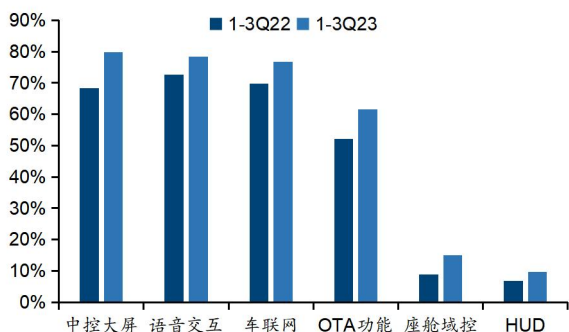
图33：汽车座舱智能配置新车渗透率



资料来源：集微咨询，国信证券经济研究所整理

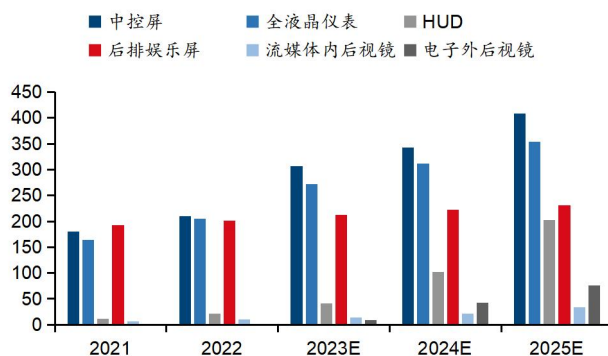
智能座舱装车率提升，2021-2025 年车载显示市场规模 CAGR 23.17%。根据盖世汽车的数据，1-3Q23 智能座舱核心配置装车率较 2022 年前三季度均实现同比增长，其中中控大屏装车率同比增长 11.50pct 至 79.90%。2025 年国内车载显示市场规模将近 1305 亿元，中控屏、全液晶仪表、HUD、后排娱乐屏、流媒体后视镜、电子外后视镜市场规模分别为 408、354、202、231、34、76 亿元。

图34: 智能座舱核心配置装车率



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

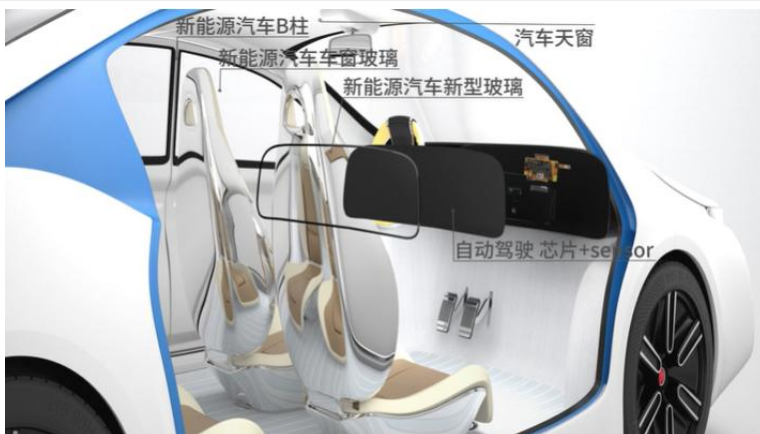
图35: 国内车载显示产品市场规模预测 (亿元)



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

公司自 2015 年开始布局新能源汽车相关业务。在智能座舱方面，公司围绕智能驾驶舱研发及批量生产车载电子玻璃及组件、车载中控屏（结构与功能零部件及组装）、前挡玻璃/车窗玻璃、仪表盘组件、B 柱、车载装饰件、车身结构件、后视镜及导航仪等诸多种类的汽车电子产品，与头部客户在多款全球畅销车型的汽车电子整部件开展技术创新、工艺研究和批量生产合作。此外，公司新能源汽车领域产品还包含 C 柱、充电桩、动力电池结构件等结构件与模组。

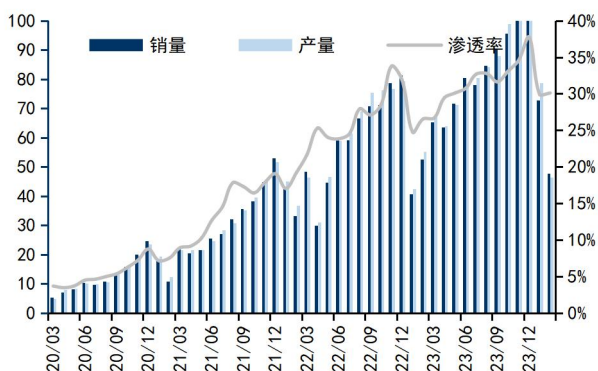
图36: 公司新能源汽车解决方案



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

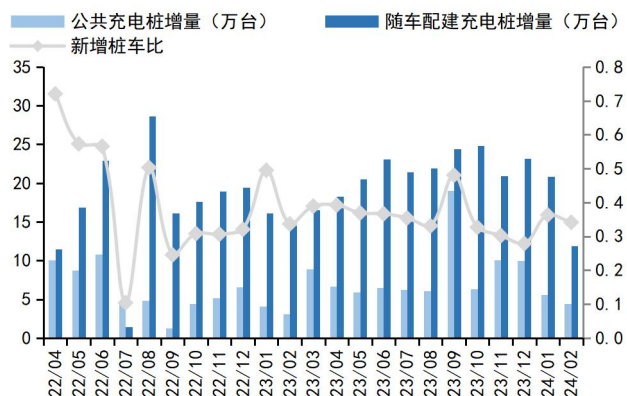
新能源汽车加速渗透，充电桩稳定增加。根据中汽协的数据，2024 年 2 月我国新能源汽车销量 47.6 万台，新能源汽车渗透率 30.1%。根据 EVCIPA，2023 全年，我国充电桩增量为 338.6 万台 (YoY+31%)，其中公共充电桩增加 92.6 万台 (YoY+42.7%)，随车配建私人充电桩增加 245.8 万台 (YoY+26.6%)；新增桩车增量为 1:2.4。随着新能源汽车渗透率的提升和充电桩的稳定增长，公司新能源汽车领域业务有望持续增长。

图37: 中国新能源汽车产销量 (万台)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

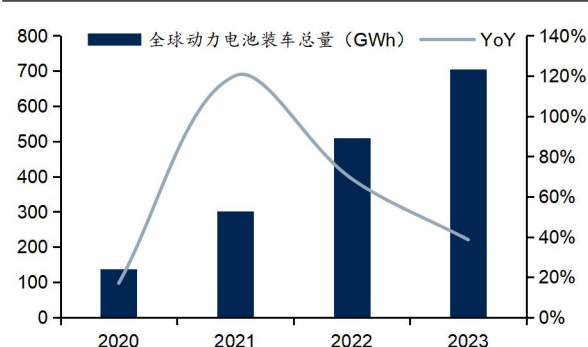
图38: 新能源充电桩增量 (万台)



资料来源: EVCIPA, 国信证券经济研究所整理

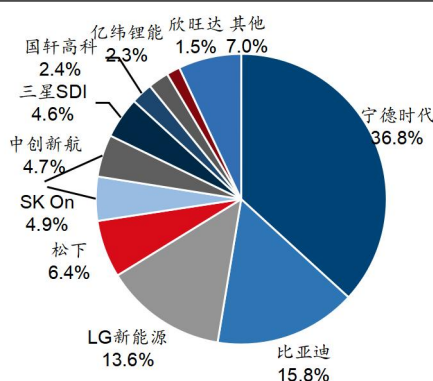
2023 上半年公司开始为头部动力电池客户供应动力电池结构件。根据 SNE research, 2023 年全球动力电池装车总量达到 705.5GWh, 同比增长 38.6%。从竞争格局看, 2023 年宁德时代、比亚迪、LG 新能源市占率位于前三位, 分别为 36.8%、15.8%、13.6%。公司 2023 上半年已经开始为头部动力电池客户供应动力电池结构件, 未来动力电池业务有望为公司业绩带来增量。

图39: 全球动力电池装车总量 (GWh)



资料来源: SNEresearch, 国信证券经济研究所整理

图40: 2023 年全球动力电池装车量市场份额



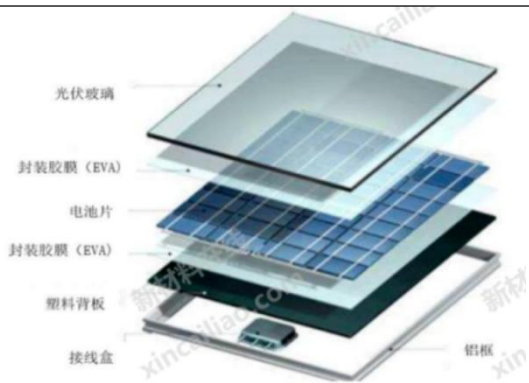
资料来源: SNEresearch, 国信证券经济研究所整理

2021 年布局新能源光伏, Topcon 双玻组件已成功下线

2021 年公司设立全资子公司, 布局新能源光伏相关业务。2021 年 11 月公司发布公告设立全资子公司湖南蓝思新能源有限公司, 注册资本 10 亿元, 主要从事光伏玻璃产品、光伏设备及元器件等业务。

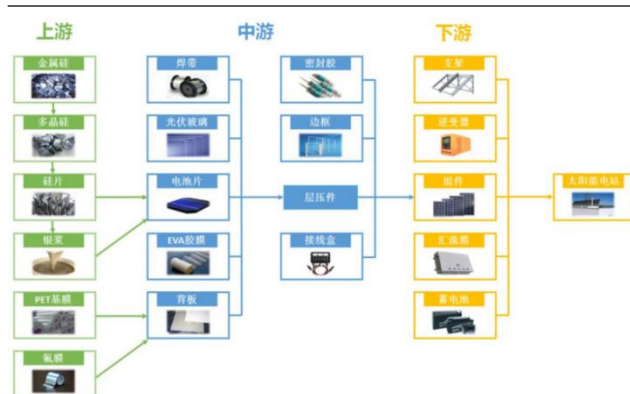
光伏产业上游包括单/多晶硅的冶炼、铸锭/拉棒、切片等环节, 中游包括太阳能电池生产、光伏发电组件封装等环节, 下游包括光伏应用系统的安装及服务。光伏玻璃位于光伏产业的中游, 由玻璃、太阳能电池片、胶片、背板玻璃、特殊金属导线构成, 是光伏组件的重要组成部分, 用于光伏组件的最外层, 光伏玻璃的质量会影响组件的发电效率和寿命。

图41: 光伏组件结构图



资料来源: 新材料在线, 国信证券经济研究所整理

图42: 光伏行业产业链

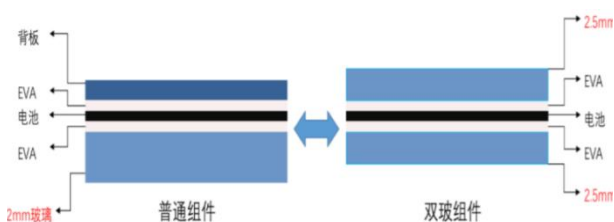


资料来源: 海优新材招股书, 国信证券经济研究所整理

光伏组件可以分为普通组件和双玻组件。光伏玻璃通常作为普通光伏组件的盖板玻璃、双玻组件的盖板和背板玻璃、以及薄膜组件的基板玻璃。与普通组件相比, 双玻组件具有生命周期长、生命周期内发电量更大、发电效率更高、衰减更慢的优点。

公司光伏业务进展顺利, 子公司蓝思新能源首片 N 型组件成功下线。2023 年 4 月, 公司子公司蓝思新能源首片 N 型高效 72 双玻组件成功下线, 此产品为 Topcon 182 73 双玻组件, 功率 575W, 具由更薄、更轻、转换效率高特点, 同时在重量、安装和运输等方面具有优势。

图43: 普通组件与双玻组件结构比较



资料来源: 海优新材招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图44: 子公司蓝思新能源 N 型高效 72 双玻组件



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2023 年全球新增光伏装机量增速超 50%。2021-2022 年光伏供应链受疫情冲击, 硅料供不应求导致光伏组件价格较高, 装机需求递延至 2023 年, TrendForce 预计 2023 年全球光伏装机量将同比增长 59.3%至 411GW, 2024 年新增装机量增速将放缓, 从高速增长回归至理性增长, 预计 2024 年将同比增长 16%至 474 GW。分区域看, 亚太地区 2023 年新增装机量最高, 达到 202.5 GW, 同比增长 55.4%, 中国新增装机量 148.9 GW, 同比增长 73.5%。光伏装机量的增长将拉动光伏组件的需求。

图45: 全球新增光伏装机量 (GW) 及增速



资料来源: TrendForce, 国信证券经济研究所整理

图46: 2023 年全球各区域前三大光伏装机量地区 (单位: GW)

区域	地区	装机量 (GW)	YoY
亚太	中国	148.9	73.50%
	印度	17.2	31.70%
	日本	8	13.60%
欧洲	德国	11.8	12.90%
	荷兰	6.5	11.60%
	西班牙	11.4	14.30%
美洲	美国	40.5	101.10%
	巴西	14.2	26.20%
	墨西哥	1.7	12.60%
中东非	阿拉伯联合酋长国	3.2	20.80%
	沙特阿拉伯	2.2	41.90%
	以色列	1.5	25.00%

资料来源: TrendForce, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

中小尺寸外观及功能组件：公司是消费电子玻璃基板龙头企业，主要客户市占率稳定，在 OLED 手机渗透率提升背景下，3D 玻璃基板需求上升。手机玻璃及中框的材料升级带来了价值量提升，同时公司积极开拓 VR、AR、智能穿戴领域市场。我们预计 2023-2025 年公司中小尺寸外观及功能组件营收同比增长 7.0%/6.0%/6.0%至 337.24/357.48/378.93 亿元，预计 2023-2025 年公司中小尺寸外观及功能组件毛利率为 20.9%/22.0%/23.1%。

新材料及其他产品：我们预计 2023-2025 年公司新材料及其他产品营收 99.11/130.69/176.24 亿元，同比增速分别为 25.9%/31.9%/34.9%，预计 2023-2025 年公司新材料及其他产品毛利率为 15.2%/16.0%/16.8%。

大尺寸外观及功能组件：我们预计 2023-2025 年公司大尺寸外观及功能组件营收 62.37/63.62/64.89 亿元，同比增速分别为 16.8%/15.1%/11.9%，预计 2023-2025 年公司大尺寸外观及功能组件毛利率为 16.0%/16.1%/16.1%。

表2：公司营业收入及毛利率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	369.39	452.68	466.99	512.42	567.53	638.17
中小尺寸外观及功能组件	244.79	316.43	315.18	337.24	357.48	378.93
新材料及其他产品	61.42	65.16	78.75	99.11	130.69	176.24
大尺寸外观及功能组件	56.34	62.24	61.15	62.37	63.62	64.89
其他	6.84	8.85	11.91	13.70	15.75	18.11
同比增速(%)	22.1%	22.5%	3.2%	9.7%	10.8%	12.4%
中小尺寸外观及功能组件	14.9%	29.3%	-0.4%	7.0%	6.0%	6.0%
新材料及其他产品	27.5%	6.1%	20.9%	25.9%	31.9%	34.9%
大尺寸外观及功能组件	48.5%	10.5%	-1.8%	16.8%	15.1%	11.9%
其他	100.0%	29.4%	34.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	29.4%	20.9%	19.2%	20.3%	21.1%	21.7%
中小尺寸外观及功能组件	30.7%	20.4%	19.9%	20.9%	22.0%	23.1%
新材料及其他产品	29.4%	19.3%	12.6%	15.2%	16.0%	16.8%
大尺寸外观及功能组件	22.2%	21.0%	15.8%	16.0%	16.1%	16.1%
其他	46.2%	51.3%	60.7%	61.3%	61.9%	61.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

公司在 2021 年出现资产减值 8.86 亿元，主要来源是存货跌价损失及合同履行成本减值 7.85 亿元。2022 年公司存货跌价损失及合同履行成本减值损失 3.04 亿元，资产减值损失 5.77 亿元，1-3Q23 资产减值损失 1.12 亿元，参考过去三年公司资产减值情况，我们预计公司 2023-2025 年资产减值损失分别为 7.93/8.75/8.57 亿元。

未来 3 年业绩预测

表3: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	452.68	466.99	512.42	567.53	638.17
营业成本	357.97	377.30	408.32	447.99	499.37
销售费用	6.44	7.27	6.79	8.14	9.18
管理费用	39.69	27.06	27.61	31.61	38.68
研发费用	21.34	21.05	23.15	25.61	28.82
财务费用	5.13	2.46	4.24	4.77	4.78
营业利润	21.63	29.66	36.15	43.30	49.97
利润总额	21.58	29.15	35.97	43.06	49.66
归母净利润	20.70	24.48	30.21	36.16	41.71
EPS (元)	0.42	0.49	0.61	0.73	0.84
ROE (%)	4.86%	5.54%	6.59%	7.55%	8.31%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上, 我们预计 2023-2025 年公司收入同比增长 9.7%/10.8%/12.4% 至 512.42/567.53/638.17 亿元, 对应综合毛利率为 20.3%/21.1%/21.7%。我们预计 2023-2025 年公司期间费用率为 12.06%/12.34%/12.77%, 归母净利润同比增长 23.4%/19.7%/15.3% 至 30.21/36.16/41.71 亿元。

盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为**中性情形**，则预计公司 2023-2025 年归母净利润同比增长 23.4%/19.7%/15.3%至 30.21/36.16/41.71 亿元。

悲观情形：若行业及公司出现不可预知的负面变化，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 2%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 2%，则预计公司 2023-2025 年归母净利润为 22.04/26.98/31.21 亿元（YoY -9.96%/22.38%/15.68%），较中性情形下归母净利润预测 30.21/36.16/41.71 亿元低出 27.0%/25.4%/25.2%。

乐观情形：若行业及公司出现不可预知的正面变化，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 2%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 2%，则预计公司 2023-2025 年归母净利润为 38.46/45.47/52.39 亿元（YoY 57.10%/18.23%/15.22%），较中性情形下归母净利润预测 30.21/36.16/41.71 亿元高出 27.3%/25.7%/25.6%。

表4: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	45268	46699	51333	56964	64195
(+/-%)	22.55%	3.16%	9.92%	10.97%	12.70%
归母净利润(百万元)	2070	2448	3846	4547	5239
(+/-%)	-57.72%	18.25%	57.10%	18.23%	15.22%
摊薄 EPS	0.42	0.49	0.77	0.91	1.05
中性预测					
营业收入(百万元)	45268	46699	51242	56753	63816
(+/-%)	22.55%	3.16%	9.73%	10.75%	12.45%
归母净利润(百万元)	2070	2448	3021	3616	4171
(+/-%)	-57.72%	18.25%	23.41%	19.70%	15.34%
摊薄 EPS(元)	0.42	0.49	0.61	0.73	0.84
悲观的预测					
营业收入(百万元)	45268	46699	51151	56542	63439
(+/-%)	22.55%	3.16%	9.53%	10.54%	12.20%
归母净利润(百万元)	2070	2448	2204	2698	3121
(+/-%)	-57.72%	18.25%	-9.96%	22.38%	15.68%
摊薄 EPS	0.42	0.49	0.44	0.54	0.63
总股本(百万股)	4973	4973	4983	4983	4983

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

估值分析

我们选择同样从事结构件制造的立讯精密、领益智造、歌尔股份，同样从事汽车电子业务的均胜电子作为公司的可比公司。其中：

- **立讯精密**：公司在消费电子、汽车、通信、医疗产业深度聚焦和发展，通过从零件、模组到系统，顺向或逆向的垂直整合，不断挖掘价值的深度，致力于在不同应用场景下多元化布局各类产品线。
- **领益智造**：公司业务覆盖精密功能件、结构件、模组以及精品组装业务的全产业链，涉及产品应用于多个下游市场，包括消费电子产品、汽车及光伏储能等，在生产技术工艺、产品品质及综合运营效率等多方面均已达到世界先进水平，在行业内处于领先地位。
- **歌尔股份**：公司的主营业务包括精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务，聚焦于消费电子和汽车电子等行业领域，主要产品包括声学、光学、微电子、结构件等精密零组件，以及 VR 虚拟现实/AR 增强现实、TWS 智能无线耳机、智能可穿戴、智能家用电子游戏机及配件、智能家居等智能硬件产品。
- **均胜电子**：公司专注于智能座舱/网联系统、智能驾驶、新能源管理系统和汽车安全系统的研发和制造，已在上述领域具备完备的研发体系、较强的技术创新能力、丰富的供应链渠道、大规模量产化经验与客户响应能力，处于行业领先地位。

表5: 可比公司估值比较（股价为 2024 年 4 月 2 日数据）

代码	简称	股价 (元)	EPS(元)				CAGR (22-25E)	PE(倍)				PEG (2023E)	总市值 (亿元)
			2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		
300433	蓝思科技	13.80	0.49	0.61	0.73	0.84	19.4%	28.04	22.76	19.02	16.49	1.18	688
可比公司:													
002475	立讯精密	28.64	1.29	1.54	2.00	2.49	24.6%	22.20	18.60	14.33	11.49	0.76	2056
002600	领益智造	5.53	0.23	0.33	0.41	0.53	32.2%	24.04	16.97	13.44	10.40	0.53	388
002241	歌尔股份	16.43	0.52	0.41	0.63	0.91	20.4%	31.60	40.44	25.90	18.12	1.99	561
600699	均胜电子	17.33	0.29	0.74	1.02	1.33	66.1%	59.76	23.46	16.99	13.03	0.35	244
均值		-	0.58	0.75	1.02	1.32	35.8%	34.40	24.87	17.66	13.26	0.91	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

投资建议

我们看好公司作为玻璃盖板龙头企业绑定头部客户带来的稳定盈利，手机零部件价值量提升以及开拓 VR、AR 及智能可穿戴领域带来的业绩增量；看好公司布局新能源汽车相关业务带来的业绩增长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 30.21/36.16/41.71 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期下 2023 年 PE 均值（24.87 倍），给予公司 2023 年 28-30 倍预期 PE，对应公司的合理估值区间为 845-906 亿元，对应 16.98-18.19 元/股，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法得出公司的合理估值在 16.98-18.19 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加入了很多主观的判断：

- 1、可能由于对公司未来三年收入和利润增长估计偏乐观，导致未来三年 EPS 值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司作为玻璃盖板龙头企业绑定头部客户带来的稳定盈利，开拓 VR、AR 及智能可穿戴领域带来的业绩增量；看好公司布局新能源汽车相关业务带来的业绩增长，预计 2023-2025 年公司归母净利润 30.21/36.16/41.71 亿元，同比增速分别为 23.4%/19.7%/15.3%。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

下游需求不及预期的风险：公司业务下游涉及智能手机与电脑、智能头显与智能穿戴及新能源汽车等领域，其中消费电子、新能源汽车等对公司业绩增长有较明显的拉动，存在相关市场客户需求不及预期导致公司盈利不及预期的风险。

客户集中的风险：公司主要客户为全球消费电子和智能汽车的知名中高端终端品牌，客户集中度相对较高。如果全球消费电子和新能源汽车行业发展同时发生较大变化，将对公司经营业绩产生一定影响。

市场管理融合的风险：近年来，公司一直处于高速发展阶段，在玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷、触控、指纹识别、智能制造设备等领域持续进行研发、创新与生产，不断领跑行业。2020 年公司以股权收购的方式快速奠定了在金属领域的竞争优势，进一步增强了公司的核心竞争力，以及一站式产品与服务能力。与此同时，快速发展也带来了一定的管理难度。

宏观经济波动风险。电子产品行业与宏观经济息息相关，易受到国际贸易和区域贸易波动的影响。如果公司业务覆盖范围内的国家及地区经济发生衰退或宏观环境发生变化，将直接影响该国家及地区的终端消费水平，进而影响客户端的需求，导致公司的营业收入等降低。

财务风险

汇率波动风险：公司的主要客户为消费电子行业全球各大知名品牌，公司出口商品、采购进口原材料主要使用美元结算，汇率大幅波动将会对公司经营业绩产生一定影响，存在对公司经营业绩造成不利影响的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10217	11686	13993	12223	12948	营业收入	45268	46699	51242	56753	63816
应收款项	10176	9397	10311	11420	12841	营业成本	35797	37730	40832	44798	49936
存货净额	6137	6685	8362	8249	9375	营业税金及附加	371	356	404	448	498
其他流动资产	2687	844	1778	2010	1825	销售费用	644	727	679	814	918
流动资产合计	29217	28611	34444	33902	36990	管理费用	3969	2706	2969	3369	4076
固定资产	34698	36983	39696	41986	43840	研发费用	2134	2105	2315	2561	2882
无形资产及其他	5502	5186	4978	4771	4563	财务费用	513	246	424	477	478
其他长期资产	6609	7087	7069	6991	6897	投资收益	312	76	141	177	132
长期股权投资	585	480	625	808	882	资产减值及公允价值变动	(879)	(436)	(744)	(809)	(771)
资产总计	76611	78346	86814	88458	93173	其他	889	496	599	678	609
短期借款及交易性金融负债	7474	9862	14484	13274	13801	营业利润	2163	2966	3615	4330	4997
应付款项	10194	10130	11094	12077	13413	营业外净收支	(4)	(51)	(18)	(25)	(31)
其他流动负债	2406	2175	3105	2972	3348	利润总额	2158	2915	3597	4306	4966
流动负债合计	20074	22167	28683	28323	30562	所得税费用	39	395	487	584	673
长期借款及应付债券	11020	9123	9123	9123	9123	少数股东损益	50	72	89	106	122
其他长期负债	2717	2674	2829	2672	2656	归属于母公司净利润	2070	2448	3021	3616	4171
长期负债合计	13737	11797	11952	11795	11779	现金流量表（百万元）					
负债合计	33812	33964	40634	40118	42341	净利润	2120	2520	3110	3722	4293
少数股东权益	168	209	322	466	631	资产减值准备	634	533	793	875	857
股东权益	42631	44173	45857	47874	50200	折旧摊销	4195	4539	4410	5137	5865
负债和股东权益总计	76611	78346	86814	88458	93173	公允价值变动损失	(6)	(141)	(49)	(66)	(85)
						财务费用	634	1114	424	477	478
						营运资本变动	(3364)	316	(987)	(108)	(631)
						其它	1825	300	(1217)	(1352)	(1335)
						经营活动现金流	6039	9181	6483	8686	9442
						资本开支	(6843)	(6852)	(7075)	(7328)	(7632)
						其它投资现金流	(1706)	1276	(411)	(357)	190
						投资活动现金流	(8549)	(5577)	(7486)	(7685)	(7442)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	4111	(1897)	0	0	0
						支付股利、利息	(2252)	(1083)	(1312)	(1561)	(1802)
						其它融资现金流	(8260)	563	4622	(1210)	527
						融资活动现金流	(6402)	(2416)	3310	(2772)	(1275)
						现金净变动	(9008)	1466	2307	(1770)	726
						货币资金的期初余额	19225	10216	11682	13990	12219
						货币资金的期末余额	10216	11682	13990	12219	12945
						企业自由现金流	(3701)	661	(157)	1818	2363
						权益自由现金流	(7850)	(673)	4099	195	2476

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032