



蓝思科技(300433.CH): 借助零部件垂直一体化打造组装平台, 推动公司持续成长

调整目标价至人民币 18.6 元, 潜在升幅 17%, 维持“买入”评级。

- 重申蓝思科技的“买入”评级:** 蓝思科技今年明年的利润有望取得确定性较高的成长, 预计净利润 2024 年同比增长 30%, 2025 年同比增长 15%。蓝思科技利润增量来源: 1) 组装业务高速增长, 释放利润; 2) 汽车电子依然保持较高成长动能。因此, 我们看到蓝思战略清晰, 一方面向下游拓展消费电子组装业务, 另一方面享受新能源车增量红利。目前, 蓝思科技 2024 年市盈率为 20x, 估值较为吸引人, 重申“买入”评级。
- 借助零部件垂直一体化加速拓展消费电子组装业务:** 蓝思组装业务开拓顺利, 进入放量增长阶段。得益于蓝思玻璃外观件以及金属结构件的零部件能力, 我们预期今年蓝思的安卓客户智能手机组装以及大客户的后盖组装都将取得较高速增长, 并且可以推动利润的增长。我们预计今年蓝思湘潭工厂利润增长较为显著, 下半年利润增量更为明显。展望 2025 年, 蓝思战略性持续拓展海外客户平板、AIPC 等多品类消费电子组装业务。因此, 我们认为蓝思组装今明两年增长确定性较高。
- 持续享受新能源车行业增长红利, 拓展动力电池结构业务。** 虽然海外新能源车龙头客户销量增速放缓, 但是蓝思的汽车电子业务未来 3-5 年仍然有望取得较高增长。这主要得益于蓝思单车价值量的提升, 以及拓展动力电池结构件业务带来的增量。展望 2025 年, 海外新能源车龙头有望在新车型带动下重回增长动能。因此, 我们对于蓝思汽车电子的短中长期增长保持乐观态度。
- 估值:** 结合蓝思 4Q23、1Q24 业绩, 我们预计蓝思 2024 年盈利人民币 39.3 亿元。同时, 我们调整目标价至人民币 18.6 元, 潜在升幅 17%, 对应 2024 年目标市盈率 23.5x。
- 投资风险:** 智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期, 下半年增长较为乏力。国内或海外新能源车行业增长弱于预期。上游成本上升压缩利润空间。行业竞争再次加剧, 玩家利润率承压。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	46,699	54,491	67,352	77,470	88,085
营收同比增速	3%	17%	24%	15%	14%
毛利率	19.2%	16.6%	15.5%	15.2%	14.8%
净利润	2,448	3,021	3,928	4,511	5,042
净利润同比增速	18%	23%	30%	15%	12%
基本每股收益 (元)	0.49	0.61	0.79	0.91	1.01
目标 P/E (x)	37.8	30.6	23.5	20.5	18.3

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

马智焱

科技分析师
 ivy_ma@spdbi.com
 (852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师
 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

2024 年 6 月 7 日

评级

买入

目标价 (人民币)	18.6
潜在升幅/降幅	+17%
目前股价 (人民币)	15.86
52 周内股价区间 (人民币)	9.8-16.14
总市值 (百万人民币)	78,357
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	496

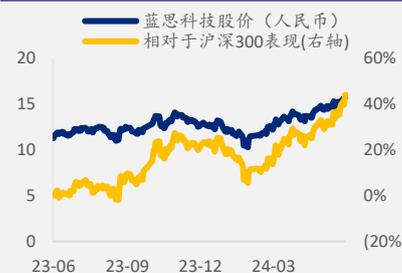
注: 截至 2024 年 6 月 6 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	46,699	54,491	67,352	77,470	88,085
营业成本	(37,730)	(45,429)	(56,922)	(65,732)	(75,013)
毛利润	8,969	9,062	10,429	11,739	13,072
经营支出	(5,538)	(5,552)	(5,852)	(6,618)	(7,302)
销售费用	(727)	(693)	(761)	(872)	(979)
管理费用	(2,706)	(2,543)	(2,711)	(3,063)	(3,371)
研发费用	(2,105)	(2,317)	(2,380)	(2,684)	(2,952)
经营利润	3,431	3,510	4,577	5,121	5,770
非经营收入	(516)	(256)	(365)	(165)	(165)
财务费用	(246)	(244)	(108)	(108)	(108)
投资收益	218	150	110	110	110
其他	(488)	(162)	(367)	(167)	(167)
税前利润	2,915	3,254	4,212	4,956	5,605
税务费用	(395)	(212)	(259)	(420)	(538)
税后利润含少数股东权益	2,520	3,042	3,954	4,536	5,067
少数股东权益	72	20	25	25	25
净利润	2,448	3,021	3,928	4,511	5,042
基本股数 (百万)	4,973	4,973	4,973	4,973	4,973
摊薄股数 (百万)	4,973	4,973	4,973	4,973	4,973
基本每股收益 (元)	0.49	0.61	0.79	0.91	1.01
摊薄每股收益 (元)	0.49	0.61	0.79	0.91	1.01

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,686	10,519	12,082	13,901	15,793
短期投资	355	350	432	497	565
应收账款和应收票据	9,022	9,308	11,505	13,234	15,047
存货	6,685	6,683	8,373	9,669	11,035
其他流动资产	360	817	1,010	1,162	1,321
流动资产合计	28,611	28,081	33,807	38,867	44,165
物业、厂房及设备	36,983	36,876	38,973	41,808	45,341
使用权资产	51	52	52	52	52
无形资产	5,186	5,227	4,790	4,390	4,023
长期投资收益	480	375	412	454	499
商誉	2,970	2,970	2,970	2,970	2,970
其他非流动资产	4,065	3,889	3,889	3,889	3,889
总资产	78,346	77,470	84,893	92,430	100,938
短期借贷	2,815	1,417	1,752	2,015	2,291
应付账款和应付票据	10,130	11,132	13,949	16,107	18,382
其他流动负债	9,223	6,507	7,808	9,370	11,244
流动负债合计	22,167	19,056	23,509	27,492	31,917
长期借款	9,123	9,588	9,588	9,588	9,588
其他非流动负债	2,674	2,304	2,304	2,304	2,304
总负债	33,964	30,948	35,401	39,384	43,808
股本	4,973	4,983	5,045	5,107	5,169
储备	20,700	20,808	23,717	27,208	31,231
少数股东权益	209	183	183	183	183
其他	18,499	20,548	20,548	20,548	20,548
股东权益总额	44,382	46,522	49,492	53,046	57,130
总负债和股东权益	78,346	77,470	84,893	92,430	100,938

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9,181	9,300	9,409	10,721	11,834
税前利润	2,520	3,042	3,954	4,536	5,067
折旧	4,299	4,557	4,544	4,802	5,152
摊销	386	433	437	400	367
营运资金变动	546	541	37	544	810
应收账款减少 (增加)	701	(286)	(2,197)	(1,729)	(1,813)
库存减少 (增加)	(105)	101	(1,691)	(1,296)	(1,365)
应付账款增加 (减少)	(65)	1,002	2,816	2,159	2,274
其他经营资金变动	15	(277)	1,108	1,410	1,715
利息收入 (支出)	1,114	437	437	437	437
其他	702	723	-	-	-
投资活动现金流	(5,577)	(5,367)	(6,760)	(7,744)	(8,798)
资本支出	(6,755)	(5,372)	(6,640)	(7,638)	(8,684)
取得或购买长期投资	-	-	(37)	(41)	(45)
短期投资	1,151	6	(83)	(65)	(68)
其他	27	(1)	-	-	-
融资活动现金流	(2,416)	(5,137)	(1,086)	(1,157)	(1,144)
借款	(394)	(3,693)	334	263	276
发行股份	-	62	62	62	62
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(986)	(1,482)	(1,482)	(1,482)	(1,482)
其他	(1,036)	(24)	-	-	-
外汇损益	278	15	-	-	-
现金及现金等价物净流量	1,466	(1,189)	1,563	1,819	1,892
期初现金及现金等价物	10,216	11,682	10,494	12,057	13,876
期末现金及现金等价物	11,682	10,494	12,057	13,876	15,767

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	3.2%	16.7%	23.6%	15.0%	13.7%
毛利润增速	(5.3%)	1.0%	15.1%	12.6%	11.4%
营业利润增速	25.9%	2.3%	30.4%	11.9%	12.7%
净利润增速	18.3%	23.4%	30.0%	14.8%	11.8%
盈利能力					
净资产收益率	5.6%	6.6%	8.2%	8.8%	9.2%
总资产报酬率	3.2%	3.9%	4.8%	5.1%	5.2%
投入资本回报率	5.3%	5.7%	7.1%	7.3%	7.6%
利润率					
毛利率	19.2%	16.6%	15.5%	15.2%	14.8%
营业利润率	7.3%	6.4%	6.8%	6.6%	6.6%
净利润率	5.2%	5.5%	5.8%	5.8%	5.7%
营运能力					
现金循环周期	37	30	24	25	25
应收账款周转天数	73	61	56	58	59
存货周转天数	62	54	48	50	50
应付账款周转天数	98	85	80	83	84
净债务 (净现金)	252	486	(742)	(2,298)	(3,914)
自由现金流	1,441	3,440	2,674	2,796	2,861
目标 P/E (x)	37.8	30.6	23.5	20.5	18.3
目标 P/B (x)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

● 蓝思科技估值

我们采用分部加总估值法对蓝思进行估值。我们分别给予蓝思 2024 年智能手机与电脑类、新能源汽车及智能座舱、智能头显与智能穿戴类 24.0x、30.0x、20.0x 市盈率，得到 18.6 元的目标价，潜在升幅 17%，对应 2024 年目标市盈率 23.5x。我们重申蓝思的“买入”评级。

我们预计 2024 年，伴随蓝思组装业务、汽车电子业务高速增长，市场将会给予蓝思更高的估值。。

图表 2：蓝思分部加总估值法（2024 年）

人民币百万	收入	毛利率	净利润	净利润增速	目标市盈率 (x)	估值
智能手机与电脑类	55,897	15.1%	3,177	36%	24.0	76,246
新能源汽车及智能座舱	5,903	15.1%	336	30%	30.0	10,066
智能头显与智能穿戴类	4,066	15.0%	195	23%	20.0	3,893
其他智能终端	250	10.0%	9	30%	20.0	189
其他业务	1,236	38.1%	212	(17%)	10.0	2,119
合计	67,352	15.5%	3,928	30%	23.5	92,512
股数 (百万)						4,973
目标价 (元)						18.6

资料来源：浦银国际预测

图表 3：蓝思市盈率估值



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 蓝思科技 (300433.CH)

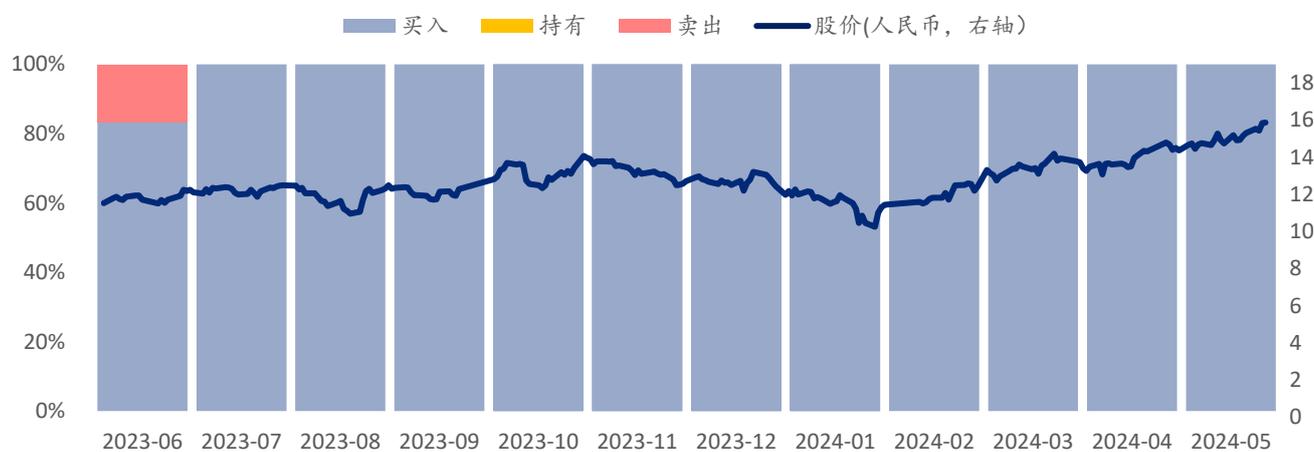


注: 截至 2024 年 6 月 6 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 蓝思科技市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 蓝思科技 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 21.1 元（概率：15%）

- 智能手机等消费电子产品需求复苏高于预期。
- 组装业务份额持续提升。
- 下游大客户新车型销量好于预期。
- 蓝思汽车电子业务份额及利润提升好于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 14.5 元（概率：15%）

- 智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期，下半年增长较为乏力。
- 组装业务份额提升乏力。
- 下游大客户新车型销量不及预期。
- 新能源汽车供应链竞争格局恶化，蓝思汽车电子业务份额及利润率不及预期。

资料来源: 浦银国际

图表 7: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	18.0	买入	23.6	13/5/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	125.3	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	37.6	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	29.3	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	33.1	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	15.9	买入	18.6	7/6/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	26.0	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	49.0	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.7	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	100.2	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.9	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	41.2	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.4	买入	12.4	21/3/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	32.8	买入	48.6	21/3/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	19.8	买入	40.8	23/3/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	79.0	买入	159.5	23/3/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	27.4	买入	29.8	26/3/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	177.9	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	229.2	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	238.5	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	18.1	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	46.8	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	22.6	买入	20.6	10/5/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	36.4	买入	43.6	10/5/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	37.8	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	17.7	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	38.1	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	47.7	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	29.9	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	90.8	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	38.2	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	21.5	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注: 截至 2024 年 6 月 6 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

