

蓝思科技(300433)

报告日期: 2024 年 09 月 26 日

智能终端外观创新周期再起，平台化布局迎接 AI 浪潮

——蓝思科技点评报告

投资要点

□ 一句话逻辑

蓝思科技是全球领先的外观结构件龙头公司，并且以结构件+模组+组装的平台式延展，实现了智能终端产业的供应链垂直整合，未来几年我们认为公司有望在规模化的基础上实现 35% 以上的平台化复合成长，有望持续超越市场预期，而 Apple Intelligence 的发布和迭代则将带动成长幅度进一步超预期。

□ 公司的预期差在哪里？

过去两个月市场对 iPhone 16 的预期很低，持续了近两个月的调整，时间上已经相对充分。投资机构对于苹果的心理博弈，在 9.9 苹果发布会后基本告一段落。整体而言，目前市场股价已经反映了这种负面预期。

AI 发展到当下，向 2C 端走，最大的两个应用是手机和汽车，其前沿最直接的代表品牌则是苹果和特斯拉，本轮果链上行本来预期的核心点并非单纯是今年的 iPhone 16，更为重要的其实是明年的 iPhone 17，现在就拿 iPhone 16 的预购量看空，可能预期之锚有所偏差，且过于悲观。而且 AI 应用的落地本身也是一个手机端和应用端累积的过程，应当对果链有信心，同时更要有耐心。

对于蓝思科技，我们判断公司今明两年利润复合增速有望超过 35%，超预期增长驱动机理如下：

1. 北美重要客户在 AI 需求的带动下，在同质化竞争激烈的环境下，对于外观、散热的进化与迭代要求持续升级。
2. 公司自身品类覆盖从玻璃到金属、到组装业务的持续延展，进而带动公司产品 ASP 总价值量提升，以及抗周期波动能力加强。
3. 组装业务在新客户的引入下，未来的整体份额持续提升，规模效应不断扩大。
4. 智能手机从直板机型向折叠机型逐渐进化，在 UTG 的这个细分领域中，公司毫无疑问是具备极强的竞争优势。
5. 从行业角度来看，芯片里玻璃基板的应用是未来重要的推进方向，而在玻璃的微孔、通孔、边缘、材料等方向的处理上来看，蓝思都具备非常扎实的功底与基础。

□ 检验与催化

检验指标： Apple Intelligence 发布后对 iPhone 16 出货量的影响；公司下半年的收入业绩表现；iPhone 17 外观件创新变化落地及供应商份额情况

催化剂： Apple Intelligence 发布后对 iPhone 出货量的正向带动

□ 研究价值

当下市场对 iPhone 16、17 出货量以及 Apple Intelligence 具体功能的预期出现分歧，我们认为 AI 发展到当下，向 2C 端走，智能手机是最大的应用之一，最前沿的代表品牌则是苹果，而且 AI 终端的落地是一个应用端不断积累的过程，因此今年下半年到明年正是跟踪 Apple Intelligence 落地情况的最佳时间窗口，亦是蓝思为代表的果链核心供应商业绩不断成长的阶段。

□ 盈利预测与估值

预计 2024-2026 年营业收入分别为 712.00 亿、1067.00 亿和 1402.00 亿元，同比增长 30.66%、49.86% 和 31.40%，对应归母净利润分别为 40.72 亿、59.62 亿和 74.95 亿元，同比增长 34.78%、46.40% 和 25.72%，当下市值对应的 PE 分别为 19.85、13.56 和 10.78 倍，我们预计公司 2024-2026 年净利润的复合增速超过

投资评级：买入(维持)

分析师：王凌涛

执业证书号：S1230523120008
wanglingtao@stocke.com.cn

分析师：沈钱

执业证书号：S1230524020001
shenqian01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 16.22
总市值(百万元)	80,825.39
总股本(百万股)	4,983.07

股票走势图



相关报告

- 1 《淡季高增奠定全年成长基调，平台布局迎接外观创新周期》 2024.08.26
- 2 《平台初成规模起，外观新创增量多》 2024.07.08
- 3 《平台初成规模起，外观新创增量多》 2024.04.24

35%，给予公司 2025 年 20 倍 PE 估值，对应市值为 1192.4 亿，现价空间为 48%，维持买入评级。

□ 风险提示

1、受制于全球经济复苏缓慢，智能手机景气度回暖不及预期，关键客户机型出货不及预期；2、公司关键客户外观与功能创新推进不及预期；3、金属结构件、整机组装业务客户拓展及订单获取受阻。

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	54490.73	71199.65	106699.48	140199.31
(+/-) (%)	16.69%	30.66%	49.86%	31.40%
归母净利润	3021.34	4072.27	5961.90	7495.30
(+/-) (%)	23.42%	34.78%	46.40%	25.72%
每股收益(元)	0.61	0.82	1.20	1.50
P/E	26.75	19.85	13.56	10.78

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	28081	39333	53349	68293
现金	10519	14930	19072	21540
交易性金融资产	350	350	350	350
应收账款	9308	12746	18290	24032
其它应收款	622	813	1219	1601
预付账款	126	132	228	284
存货	6683	9746	14189	19272
其他	472	616	0	1213
非流动资产	49389	48007	48379	48459
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	375	480	445	433
固定资产	36027	34876	35064	35063
无形资产	5227	4773	4347	3976
在建工程	779	543	354	203
其他	6981	7336	8168	8784
资产总计	77470	87340	101727	116751
流动负债	19056	25062	34494	43022
短期借款	1417	1417	1417	1417
应付款项	11132	15434	23025	30887
预收账款	0	0	0	0
其他	6507	8211	10052	10718
非流动负债	11892	12153	12102	12049
长期借款	9588	9588	9588	9588
其他	2304	2565	2514	2461
负债合计	30948	37216	46597	55071
少数股东权益	183	210	251	301
归属母公司股东权益	46339	49915	54880	61379
负债和股东权益	77470	87340	101727	116751

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9300	5631	7188	6826
净利润	3042	4100	6002	7546
折旧摊销	4963	2680	2804	2963
财务费用	244	318	326	406
投资损失	(107)	(92)	(99)	(95)
营运资金变动	393	1525	3091	1130
其它	765	(2900)	(4936)	(5124)
投资活动现金流	(5367)	(910)	(2310)	(2396)
资本支出	106	(958)	(2466)	(2465)
长期投资	38	(105)	35	12
其他	(5512)	153	120	57
筹资活动现金流	(5137)	(310)	(736)	(1962)
短期借款	(1397)	0	0	0
长期借款	465	0	0	0
其他	(4205)	(310)	(736)	(1962)
现金净增加额	(1204)	4411	4142	2468

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	54491	71200	106699	140199
营业成本	45429	60110	91767	121681
营业税金及附加	471	580	868	1165
营业费用	693	890	1344	1752
管理费用	2543	2706	3201	3785
研发费用	2317	2777	3094	3505
财务费用	244	318	326	406
资产减值损失	446	214	320	561
公允价值变动损益	43	0	0	0
投资净收益	107	92	99	95
其他经营收益	778	762	757	765
营业利润	3277	4459	6634	8204
营业外收支	(23)	(37)	(30)	(34)
利润总额	3254	4422	6605	8170
所得税	212	322	602	624
净利润	3042	4100	6002	7546
少数股东损益	20	28	40	51
归属母公司净利润	3021	4072	5962	7495
EBITDA	8389	7370	9612	11287
EPS (最新摊薄)	0.61	0.82	1.20	1.50

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	16.69%	30.66%	49.86%	31.40%
营业利润	10.47%	36.08%	48.79%	23.65%
归属母公司净利润	23.42%	34.78%	46.40%	25.72%
获利能力				
毛利率	16.63%	15.58%	13.99%	13.21%
净利率	5.58%	5.76%	5.63%	5.38%
ROE	6.65%	8.43%	11.33%	12.83%
ROIC	5.11%	6.51%	8.55%	9.82%
偿债能力				
资产负债率	39.95%	42.61%	45.81%	47.17%
净负债比率	49.39%	42.43%	35.14%	28.72%
流动比率	1.47	1.57	1.55	1.59
速动比率	1.12	1.18	1.14	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.86	1.13	1.28
应收账款周转率	5.95	6.40	6.72	6.38
应付账款周转率	4.28	4.53	4.78	4.52
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.82	1.20	1.50
每股经营现金	1.87	1.13	1.44	1.37
每股净资产	9.30	10.02	11.01	12.32
估值比率				
P/E	26.75	19.85	13.56	10.78
P/B	1.74	1.62	1.47	1.32
EV/EBITDA	8.52	11.21	8.23	6.74

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>