

蓝思科技 (300433)

精密制造平台化布局, AI 终端和汽车电子全面发展

买入 (首次)

2024 年 10 月 29 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书: S0600521080008

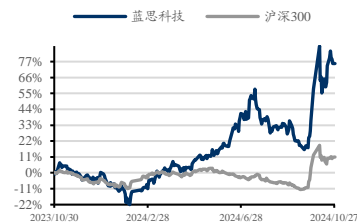
baoxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	46699	54491	67213	85929	105064
同比 (%)	3.16	16.69	23.35	27.85	22.27
归母净利润 (百万元)	2448	3021	4145	5463	6796
同比 (%)	18.25	23.42	37.18	31.82	24.39
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.49	0.61	0.83	1.10	1.36
P/E (现价&最新摊薄)	46.23	37.46	27.30	20.71	16.65

投资要点

- 玻璃结构件领先者, 打造电子行业精密制造平台型企业:** 蓝思科技是业内领先的智能设备结构件与功能件厂商, 公司在玻璃结构件基础上, 通过自研、收购及合作等方式, 开拓陶瓷、金属、蓝宝石、塑胶等结构及功能件产品以及智能手机组装业务, 同时从消费电子领域拓展至汽车行业, 目前已经积累出苹果、三星、小米、OPPO、华为、荣耀、特斯拉、宝马、奔驰、奥迪、大众、比亚迪、理想、蔚来、小鹏等行业知名客户。2023 年公司实现营业收入 544.91 亿元, YoY+16.69%; 实现归母净利润 30.21 亿元, YoY+23.42%。2024 年 1-3 季度, 公司业绩持续增长, 实现营业收入 462.3 亿元, YoY+36.7%, 实现归母净利润 23.7 亿元, YoY+43.7%。2015-2023 年, 随着智能手机等产品市场快速成长以及蓝思单机产品价值的提升, 蓝思科技对第一大客户苹果公司销售额从 83 亿元增至 315 亿元, CAGR 达 18%, 在公司营收占比始终在 50% 以上。
- 积极把握 AI 终端发展趋势, 垂直整合业务升级:** 随着 AI 技术的快速进步, 据 IDC 预测, 2024 年 AI 手机出货量将达 1.7 亿部, 渗透率达 15%, AIPC 新机出货渗透率将超过 50%。AI 软硬件市场的升级热潮, 有望使提前布局新材料应用、结构件、模组和组装的企业受益。蓝思科技在保持玻璃盖板业务领先地位的同时, 积极发展触控及蓝宝石、陶瓷等材料业务。2020 年 8 月公司收购可胜泰州与可利泰州切入大客户手机中框加工业务, 成为继玻璃盖板以后消费电子业务又一主线。2021 年公司投资 30 亿元, 在湘潭蓝思建设智能终端智造一期项目, 迈入智能手机整机组装市场, 并在当年即收获小米手机订单, 此后公司切入小米旗舰机代工业务, 先后代工小米 13ultra 以及小米 14 全系列型号, 2023 年整机组装业务大幅增长, 首次实现扭亏为盈。
- 汽车智能化推动车载显示屏持续增长:** 汽车智能化趋势下, 单车显示屏数量将稳步提升。根据群智咨询统计, 2024 年上半年全球车载面板市场总出货量为 1.1 亿片, 同比增长约 11%, Omdia 预计车载显示屏市场到 2030 年将达到 2.38 亿片。公司深入拓展汽车玻璃产品及其他车载产品, 并拓展充电桩、动力电池精密金属结构件等, 汽车业务增长迅速。2023 年, 公司新能源汽车与智能座舱类业务实现营业收入 49.98 亿元, 占公司总营收 9.2%, 同比增长 39.47%, 毛利率 15.47%; 公司已经与超过 30 家国内外新能源及传统豪华汽车品牌建立合作关系, 覆盖技术研发到产品供货全链条, 有望打造消费电子业务外第二增长曲线。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 672.1/859.3/1050.6 亿元, 同比增长 23.3%/27.8%/22.3%, 归母净利润为 41.5/54.6/68.0 亿元, 同比增长 37.2%/31.8%/24.4%, 对应 P/E 为 27.3/20.7/16.7 倍。公司作为苹果产业链最核心的供应商之一, 深度受益于 AI 终端创新升级及汽车电动化发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 消费电子复苏不及预期; AI 终端创新不及预期; 新能源车销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.72
一年最低/最高价	9.77/24.53
市净率(倍)	2.39
流通 A 股市值(百万元)	112,818.09
总市值(百万元)	113,215.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.49
资产负债率(% ,LF)	41.34
总股本(百万股)	4,983.07
流通 A 股(百万股)	4,965.58

相关研究

- 《蓝思科技(300433): 2021 年半年报点评: 垂直整合成效显著, 不断拓宽成长边界》**
2021-08-24
- 《蓝思科技(300433): 2021 年一季报点评: 垂直整合成效显著, 稳健增长通道延续》**
2021-04-28

内容目录

1. 玻璃赛道强者恒强，纵横布局增添业绩活力	5
1.1. 布局多类材料，覆盖消费电子、汽车领域知名客户	5
1.2. 业绩逐步修复，长期增长可期	6
1.3. 股权激励彰显公司发展信心	7
2. 积极把握 AI 终端发展趋势，垂直整合业务升级	9
2.1. 手机：AI 手机渐行渐近，折叠屏手机高速增长	9
2.1.1. AI 手机功能和应用场景日趋丰富	9
2.1.2. 折叠屏手机高速增长势头有望保持	11
2.2. AI 赋能各类消费电子产品长远发展	12
2.2.1. AIPC 加速电脑换机潮来临	12
2.2.2. XR 眼镜有望成为最受益的 AI 终端落地载体之一	13
2.2.3. 智能手表出货量稳健增长	13
2.3. 玻璃盖板受益 AI 终端趋势及外观创新	14
2.3.1. 5G 时代玻璃盖板性能占优	15
2.3.2. 玻璃盖板发展趋势：尺寸增大，曲面屏，硬度提升	16
2.4. 蓝思科技：玻璃盖板领先者，一体化平台型发展	18
2.4.1. 玻璃盖板引领者，伴随大客户共同成长	19
2.4.2. 收购可成泰州子公司，顺利切入金属机壳中高端市场	20
2.4.3. 依托垂直整合能力，积极拓展组装业务	21
3. 汽车智能化推动车载显示屏持续增长	23
3.1. 汽车智能化推动车载显示屏数量增长	23
3.2. 智能汽车屏幕尺寸及品质不断提升	24
3.3. 蓝思科技：车载业务高速成长，打造第二增长曲线	25
4. 盈利预测与投资建议	26
4.1. 盈利预测与业务拆分	26
4.2. 估值比较与投资建议	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	公司产品业务布局及主要客户	5
图 2:	公司股权结构图 (截至 2024 年 9 月 30 日)	5
图 3:	蓝思科技全球化生产基地布局	6
图 4:	公司营业总收入、归母净利润及同比增速	7
图 5:	2024 年上半年公司主要业务占比	7
图 6:	蓝思科技销售毛利率及净利率	7
图 7:	蓝思科技期间费用率	7
图 8:	全球智能手机出货量 (百万台) 及同比增速	9
图 9:	AI 影像、智能通话、智能搜索应用	10
图 10:	Apple Intelligence 根据描述文本挑选出最适合的照片和视频	10
图 11:	生成式 AI 手机出货量及渗透率	11
图 12:	全球折叠屏手机渗透率	11
图 13:	折叠屏手机出货节奏加快	12
图 14:	全球 PC 出货量 (百万台)	12
图 15:	AI PC 出货量预测	12
图 16:	全球 VR/AR 设备出货量	13
图 17:	全球 VR/AR 结构件及功能件市场规模 (亿美元)	13
图 18:	全球智能手表出货量 (亿只)	14
图 19:	全球智能手表结构件及功能件市场规模 (亿美元)	14
图 20:	玻璃盖板产业链	14
图 21:	视窗防护玻璃生产工序	15
图 22:	部分国家主流 5G 频段	15
图 23:	无线充电时金属背壳上将产生电磁感应	15
图 24:	2015 年至 2025 年全球智能设备外观结构及模块方案行业按材料划分的明细	16
图 25:	玻璃盖板示意图	16
图 26:	历代 iPhone 尺寸对比	17
图 27:	2D-2.5D-3D 盖板玻璃对比	17
图 28:	不同盖板材质参数对比	17
图 29:	iPhone16 系列采用的最新一代的超瓷晶面板	18
图 30:	Mate50 系列使用的昆仑玻璃	18
图 31:	公司手机类业务范围	18
图 32:	公司可穿戴类业务范围	18
图 33:	公司笔记本电脑类业务范围	18
图 34:	公司平板电脑类业务范围	18
图 35:	公司手机及平板电脑玻璃业务收入 (亿元)	19
图 36:	公司手机及平板电脑玻璃收入占比	19
图 37:	蓝思科技前五大客户销售收入 (亿元)	19
图 38:	蓝思科技对苹果公司及前五大客户营收占比	19
图 39:	蓝思科技蓝宝石材料	20
图 40:	蓝思科技陶瓷材料	20
图 41:	蓝思科技 (泰州) 有限公司精密部件生产项目及改扩建项目达产后新增产能	21
图 42:	子公司蓝思精密 (泰州) 营收过百亿	21

图 43:	蓝思科技（湘潭）营业收入大幅增长.....	22
图 44:	蓝思科技（湘潭）净利润已扭亏为盈.....	22
图 45:	显示器在智能汽车中的应用.....	23
图 46:	问界 M9 满配 10 块屏幕.....	24
图 47:	中国乘用车多联屏方案搭载量及占比.....	24
图 48:	全球车载显示面板前装市场出货量（亿片）.....	24
图 49:	全球车载显示面板市场规模（亿美元）.....	24
图 50:	代表车型中控屏对比.....	25
图 51:	2024 年 1-2 月中国乘用车中控屏尺寸占比.....	25
图 52:	蓝思科技车载业务布局.....	25
图 53:	蓝思新能源汽车及智能座舱类收入（百万元）.....	26
图 54:	蓝思科技车载业务占总收入比例.....	26
表 1:	蓝思科技 2023 年股权激励方案.....	8
表 2:	不同背板材料对比.....	15
表 3:	蓝思科技盈利预测.....	27
表 4:	可比公司估值比较.....	28

1. 玻璃赛道强者恒强，纵横布局增添业绩活力

1.1. 布局多类材料，覆盖消费电子、汽车领域知名客户

蓝思科技是业内领先的智能设备结构件与功能件厂商，公司在玻璃结构件基础上，通过自研、收购及合作等方式，开拓陶瓷、金属、蓝宝石、塑胶等结构及功能件产品以及智能手机组装业务，同时从消费电子领域拓展至汽车行业，目前已经积累出苹果、三星、小米、OPPO、vivo、华为、荣耀、特斯拉、宝马、奔驰、奥迪、保时捷、大众、比亚迪、广汽、上汽、理想、蔚来、小鹏等行业知名客户。

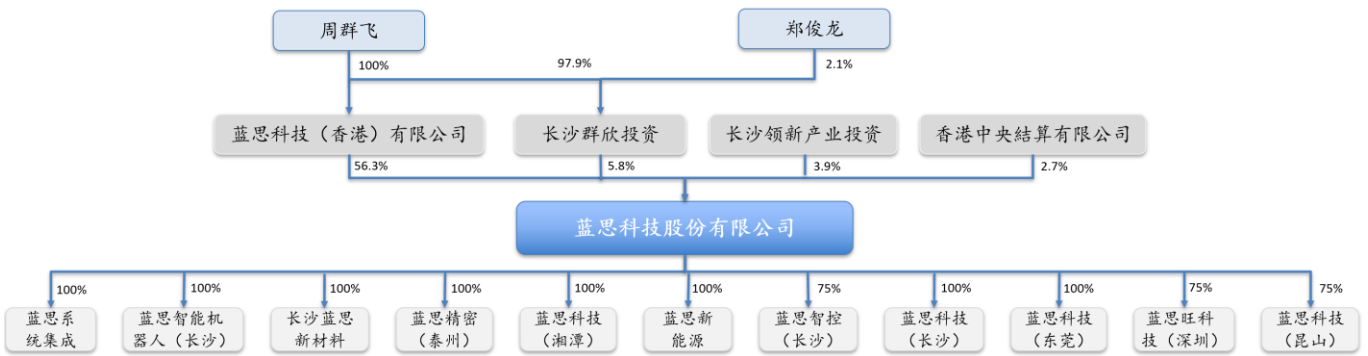
图1：公司产品业务布局及主要客户



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构稳定，由创始人掌舵。公司创始人周群飞、郑俊龙夫妇作为一致行动人共持有公司 62.25% 股份，其中周群飞女士为公司董事长及实控人。自公司创立以来，以周群飞、郑俊龙夫妇为核心的公司管理层带领公司不断发展，在规模、业绩及业务布局上均取得了长足发展。

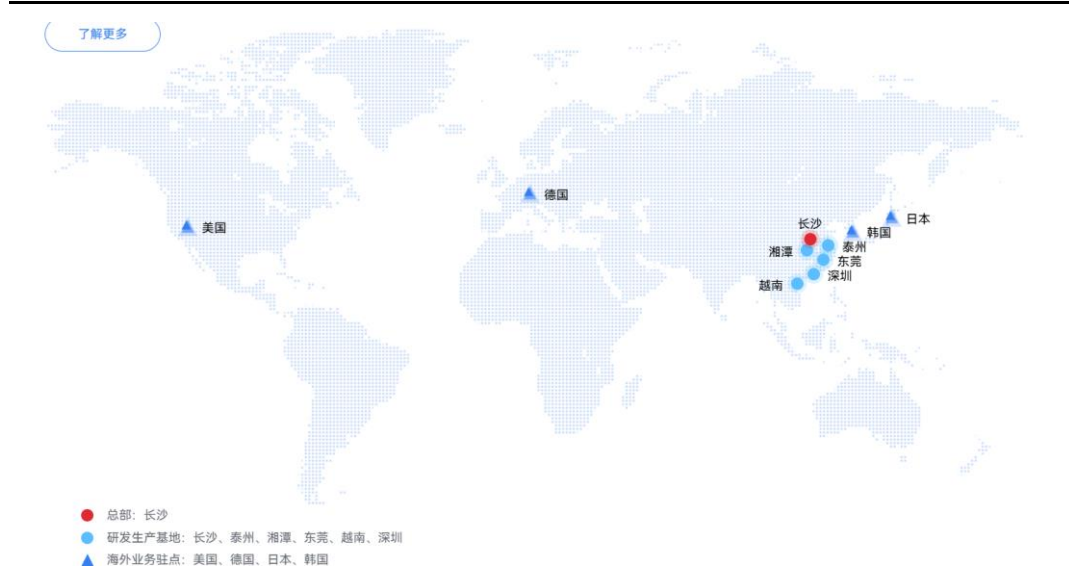
图2：公司股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

蓝思科技拥有全球化生产基地，在湖南浏阳、长沙县、湘潭，广东东莞，江苏泰州、越南等地设有研发生产基地，在中国香港、韩国、美国等地设立就近服务全球客户的办公驻点，以迅速响应和更好地满足客户在研发、生产和服务等方面的需求。

图3：蓝思科技全球化生产基地布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

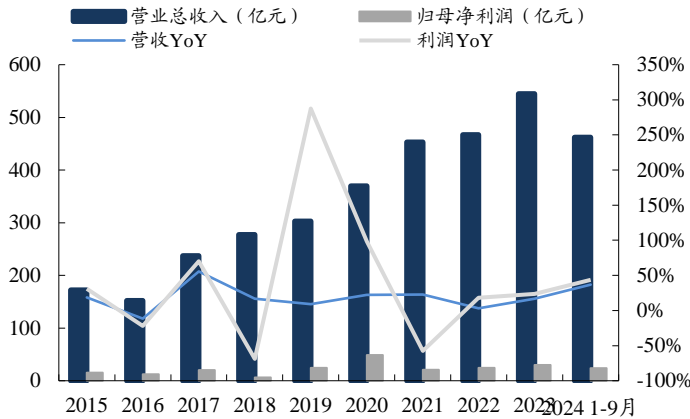
1.2. 业绩逐步修复，长期增长可期

公司自 2015 年上市以来，实现了收入快速增长，营业收入由 2015 年的 172.3 亿增长至 2023 年的 544.9 亿，CAGR 达 15.5%。利润方面，在 2021 年下半年至 2022 年初，在金属结构件业务的扩张组装业务方面的投入与建设，公共卫生事件对产品下游交付带来阻隔，限电、供应链缺芯缺货等负面因素的共同作用下，公司整体盈利能力承压。后续随着新业务产能的逐渐释放、公共卫生事件结束、缺芯缺料环境改善，公司 2022 年下半年起利润开始逐季好转，进入新的上行期。

2023 年，公司坚持研发创新、客户至上，以整机组装推进产业链垂直整合，不断提升核心竞争力，生产经营持续向好，2023 年实现营业收入 544.91 亿元，同比增长 16.69%；归属于上市公司股东的净利润 30.21 亿元，同比增长 23.42%。2024 年 1-3 季度，公司业绩持续增长，实现营业收入 462.3 亿元，同比增长 36.7%，实现归母净利润 23.7 亿元，同比增长 43.7%，其中 2024 年单三季度实现营业收入 173.6 亿元，同比增长 27.4%，实现归母净利润 15.1 亿元，同比增长 37.9%。

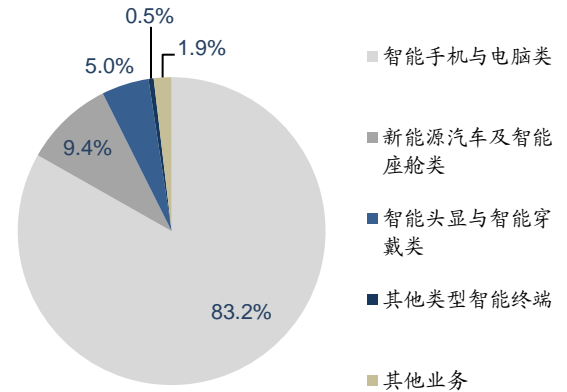
公司结合业务发展与产品创新情况，将主要业务分类披露口径进行了优化，优化后公司披露业务类别为智能手机与电脑类、新能源汽车及智能座舱类、智能头显与智能穿戴类、其他类型智能终端以及其他业务，2024 年上半年分别占比为 83.2%、9.4%、5.0%、0.5%、1.9%。

图4：公司营业总收入、归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

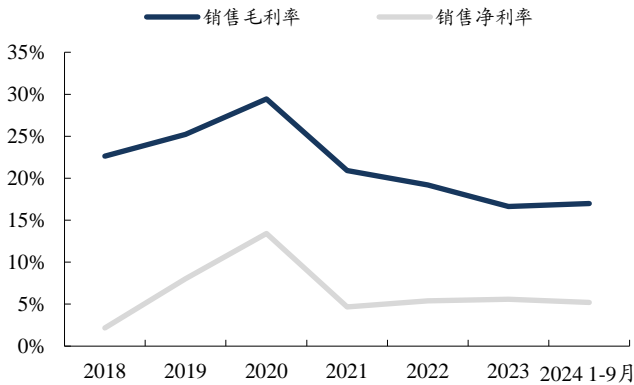
图5：2024年上半年公司主要业务占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

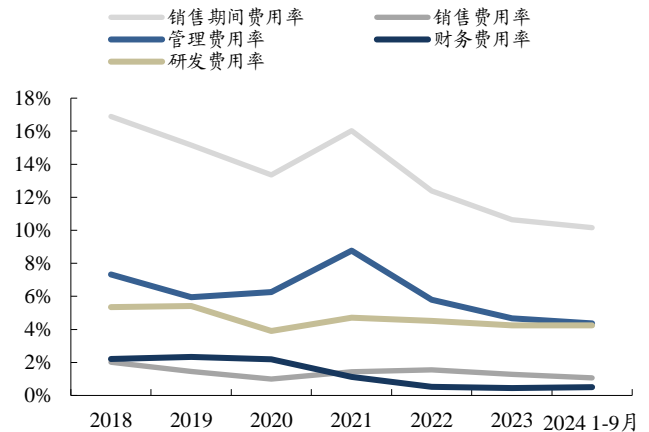
盈利能力方面，2023年，由于毛利率较低的组装业务在四季度开始起量，公司整体销售毛利率同比有所下滑，但公司坚持降本控费，期间费用率同比减少，2023年毛利率为16.63%，同比-2.58pcts；期间费用率10.64%，同比-1.74pct；净利率为5.58%，同比+0.18pcts。2024年前三季度，公司毛利率17.0%，同比-0.97pct，期间费用率10.2%，同比-2.05pct，净利率5.2%，同比+0.25pct。

图6：蓝思科技销售毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：蓝思科技期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 股权激励彰显公司发展信心

2023年7月，公司发布限制性股票激励计划，公司向公司董事、高级管理人员、核心骨干员工共计3097人授予限制性股票5315.99万股，约占激励草案公告时公司股本的1.07%，授予价格为6.34元/股。在业绩考核目标方面，以2022年度归属于上市公司股东的净利润为基数，2023/2024年度归母净利润增长率不低于20%/40%，对应2023/2024年归母净利润不低于29.4/34.3亿元。

表1: 蓝思科技 2023 年股权激励方案

解除限售期	业绩考核目标	解除比例
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%	50%
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%	50%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

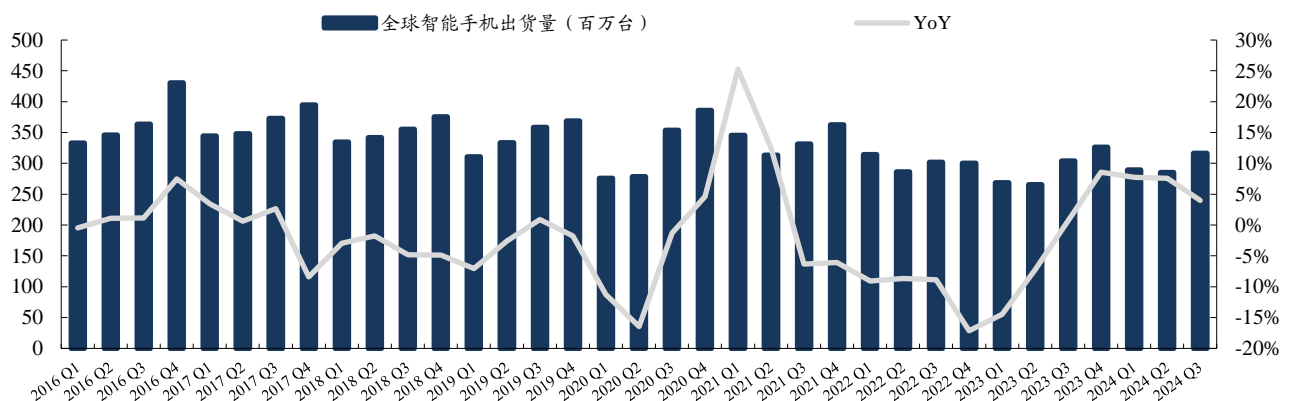
2. 积极把握 AI 终端发展趋势，垂直整合业务升级

随着大语言模型产品和生成式 AI 应用不断推出和升级，让市场对 AI 技术进入应用阶段充满期待。越来越多的品牌表示要加大对 AI 手机、AIPC 的研发并推向市场，为用户提供更个性化和智能化的人机交互、内容检索、内容生成与编辑、语音与文字翻译等功能，大大提升了智能设备的实用性与用户体验。据 IDC 预测，2024 年 AI 手机出货量将达 1.7 亿部，渗透率达 15%，AIPC 新机出货渗透率将超过 50%。AI 软硬件市场的升级热潮，有望使提前布局新材料应用、结构件、模组和组装的企业受益。

2.1. 手机：AI 手机渐行渐近，折叠屏手机高速增长

据市场研究机构 IDC 的数据，2024 年上半年全球智能手机出货量达到 5.748 亿部，同比增长超 7%，标志着智能手机市场在经历了近三年的下滑后重新步入增长轨道。AI 时代，随着智能手机软硬件的持续升级，以及折叠屏手机等新形态渗透率逐渐提升，行业有望进入新的上行周期。

图8：全球智能手机出货量（百万台）及同比增速



数据来源：IDC，东吴证券研究所

2.1.1. AI 手机功能和应用场景日趋丰富

AI 技术的快速发展加速了智能手机换机周期。IDC 和 OPPO 联合发布的《AI 手机白皮书》，用 4 种能力定义了“AI 手机”——算力高效利用、真实世界感知、自学习和创作能力。Counterpoint 和联发科发布的《生成式 AI 手机产业白皮书》则提出：生成式 AI 手机是利用大规模、预训练的生成式 AI 模型，实现多模态内容生成、情境感知，并具备不断增强的类人能力。硬件方面，Counterpoint 提出 5 点规格：基于领先工艺和先进架构设计的移动计算平台，拥有集成或者独立的神经网络运算单元（如 APU/NPU/TPU），大容量和高带宽的内存，以及稳定和高速的连接，硬件级和系统级的安全防御。

目前 AI 手机应用主要在 AI 影像、智能通话、智能搜索等应用场景已带来不错的应用体验。例如，三星 S24 系列手机搭载 AI 照片编辑功能，用户可以借助 AI 对背景中

的多余部分进行消除，同时生成式补全缺失内容，大幅降低修图门槛，后续也成为各款 AI 手机标配功能。智能通话主要功能为通话实时转文字、智能翻译以及智能通话纪要。智能搜索以三星 S24 搭载的一圈即搜为代表，同时手机端侧搭载的大模型提供了智能对话选择，使人机交互体验大幅改善。

图9: AI 影像、智能通话、智能搜索应用



数据来源：三星官网，东吴证券研究所

2024 年 6 月苹果 WWDC 重磅推出了苹果智能（Apple Intelligence）。苹果智能将以免费软件更新的形式提供，首批功能将于 10 月推出，发布时支持美国英语，并将于明年支持中文等语言。Apple Intelligence 深度集成于 iOS 18 和 iPadOS 18 中，充分运用 Apple 芯片对语言和图像的理解与创作能力，可做出多种跨 app 操作，同时结合个人场景，为用户简化和加快日常任务流程。语言方面，iPhone 配置了智能化的文本工具，可帮助用户自动处理输入的文本。视觉方面，苹果将视觉智能全面赋予了新一代 iPhone 系列手机，用户只需按下相机控制键，就能让 AI 分析照片中的内容并进一步检索相关信息、执行翻译、添加日程安排、查询 ChatGPT 等。作为苹果语音助手的 Siri 成为 Apple Intelligence 的一大主要入口。现已支持文本和语音输入的 Siri 还具备了屏幕感知能力，能分析用户当前屏幕上显示的内容，从而进一步提升其对用户个人语境的理解。

图10: Apple Intelligence 根据描述文本挑选出最适合的照片和视频

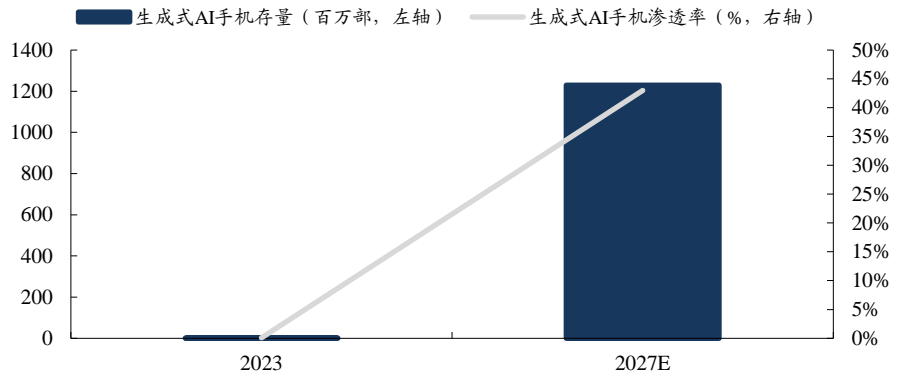


数据来源：Apple 官网，东吴证券研究所

随着 AI 大模型在端侧加速应用，智能手机行业正朝着更智能化、个性化的方向迅速发展。AI 手机处于渗透率高速增长阶段，23-27 年 CAGR 约 187%。根据联发科和 Counterpoint 在 24 年 5 月联合发布的“生成式 AI 手机产业白皮书”数据，生成式 AI 手机存量规模将会从 2023 年的百万部级别增长至 2027 年的 12.3 亿部，渗透率从 23 年的

不到 1% 增长至 27 年的 43%。

图11: 生成式 AI 手机出货量及渗透率

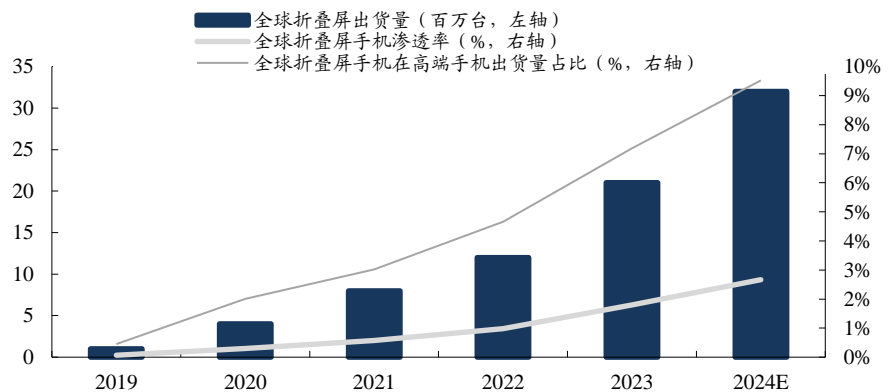


数据来源: 联发科, Counterpoint, 东吴证券研究所

2.1.2. 折叠屏手机高增长势头有望保持

折叠屏渗透率仍在低位，高增长势头有望保持。根据 Counterpoint 及 IDC 数据，2023 年全球折叠屏手机出货量占全球手机出货量比例仅 1.79%，占全球 600 美金以上高端手机出货量比例仅 7.18%，渗透率增长空间广阔，高增长势头有望继续保持。随着折叠屏手机价格、重量、厚度等参数接近直板机，叠加大屏体验优势，有望成为大部分安卓用户更换旗舰手机的选择，同时占领部分 iPhone 入门型号用户市场，行业天花板远未触及。根据 Counterpoint 预测，2024 年全球折叠屏手机出货量预计从 2019 年的 100 万台附近增长到 3200 万台，CAGR 达 100%。

图12: 全球折叠屏手机渗透率

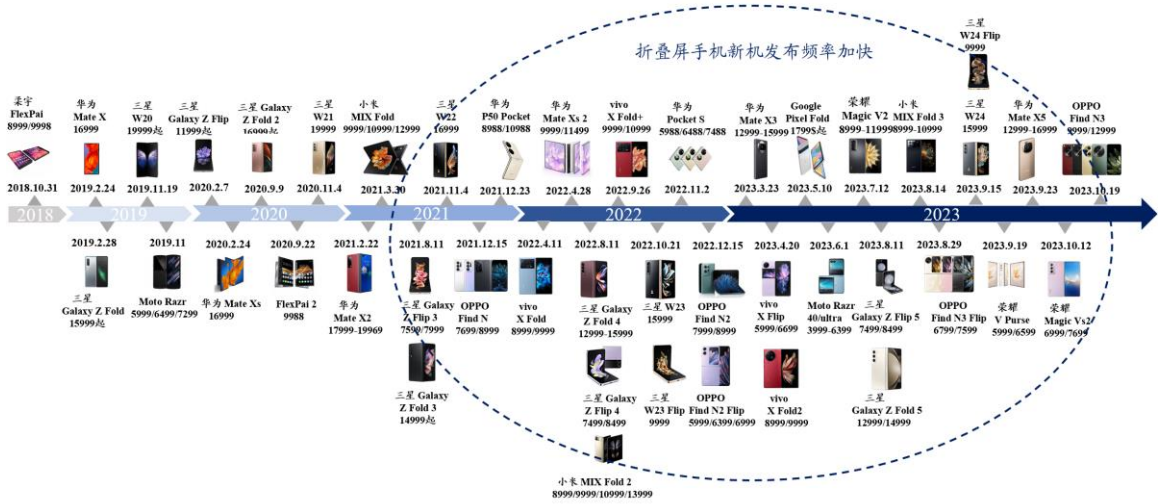


数据来源: Counterpoint, IDC, 东吴证券研究所

折叠屏手机出货节奏提速，主流厂商加速入局助力渗透率提升。2023 年起，各厂商折叠屏手机发布频率明显加快，供给端的投入加码有助于产业链成熟，产生规模效应进一步降低折叠屏成本以及产品性能迭代。同时加速发布的折叠屏手机也有助于提升行业

整体曝光度，促进消费者教育，使折叠屏触达更多消费者，铺垫渗透率进一步提升。

图13: 折叠屏手机出货节奏加快



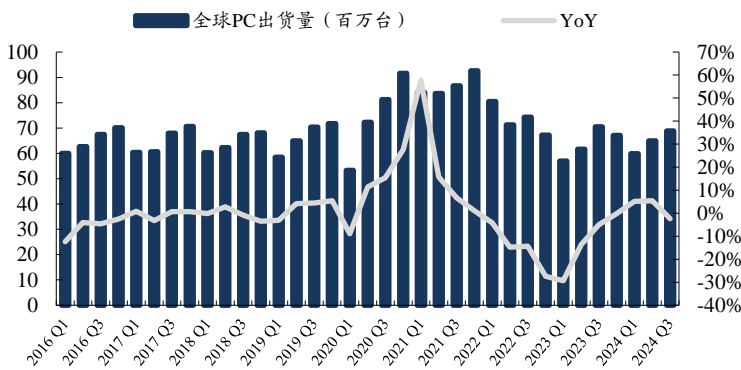
数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

2.2. AI 赋能各类消费电子产品长远发展

2.2.1. AIPC 加速电脑换机潮来临

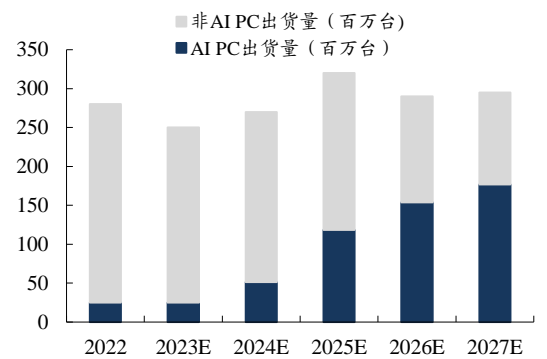
经历了2021-2023年的去库存下行周期,全球PC市场于2023年Q4逐渐恢复增长。据Counterpoint Research数据,2024年上半年全球PC出货量达到1.198亿台,同比增长超过3%。其中,多款AIPC在上半年集中高调发布,各大厂商在硬件和软件端积极发力,争抢AI迭代升级的新机遇。展望未来,2024年全年出货量预计达到2.67亿台,较2023年增长8%,这主要得益于Windows的更新周期,以及具备AI功能和采用Arm架构电脑的崛起。据Canalys预测,2024年全球AIPC出货量将占PC总出货量的18%,AI成为驱动PC市场增长的主要动力。预测到2027年,AIPC全球出货量预计超过1.7亿台,在总个人电脑出货量的占比超60%,23-27年AIPC出货量CAGR达63%。

图14: 全球PC出货量(百万台)



数据来源：Counterpoint Research，东吴证券研究所

图15: AIPC出货量预测



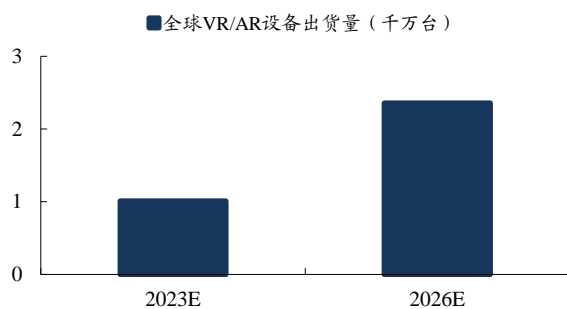
数据来源：Canalys，东吴证券研究所

2.2.2. XR 眼镜有望成为最受益的 AI 终端落地载体之一

当前来看，在智能眼镜设备的技术升级的几大方向中，AI 应用成熟以及发展速度可能会高于显示技术的进展，智能眼镜的价值也会因为 AI 的出现进一步被放大。眼镜+多模态 AI 是作为个人 AI Agent 最佳的形态之一，智能眼镜正在逐渐成为重要的 AI 硬件落地形式，尤其有望成为通用的多模态 AI 助手的重要载体。

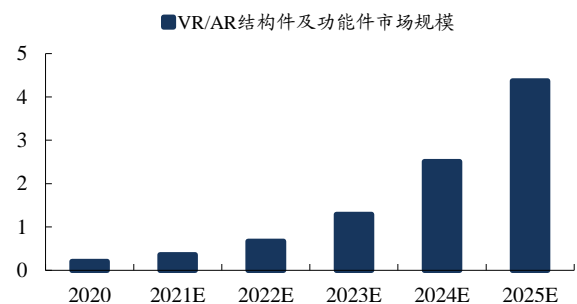
VR/AR 产业长期向上趋势不变，结构及功能件长期空间可期。VR 销量短期受制于海外通胀压力及头部品牌产品周期，Meta、Sony、苹果、Pico 等国内外头部品牌新一代 VR 硬件短期内将先后面市，同时内容也将加速成熟及多元化发展，短期内 VR/AR 设备销量有望迎拐点；中长期来看，应用场景拓展及科技巨头生态布局的完善推动 VR/AR 产业持续向上。根据 IDC，全球 VR/AR 出货量将从 2023 年的 1010 万台增长至 2026 年的 2355 万台，CAGR 达 33%，叠加整机产品规格性能提升趋势，相关结构及功能件也将量价齐升，根据 Frost & Sullivan，全球相关结构及功能件市场规模将从 2021 年的 0.4 亿美元增长至 2025 年的 4.4 亿美元，CAGR 达 87%，在 VR/AR 仍有广阔渗透空间的背景下，相关结构及功能件的长期空间值得期待。

图16: 全球 VR/AR 设备出货量



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图17: 全球 VR/AR 结构件及功能件市场规模(亿美元)



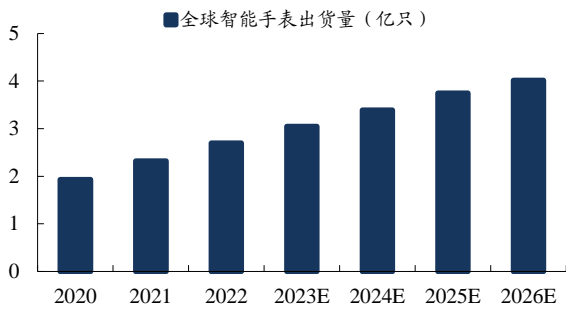
数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

2.2.3. 智能手表出货量稳健增长

智能手表出货量稳健增长，带动结构及功能件市场同步扩张。除了同步手机信息、GPS 导航外，智能手表提供的健康管理、健身辅助等功能逐渐吸引了越来越多的消费者购买此类产品，同时苹果等头部厂商也将不断推出血糖监测等新兴高附加值功能，推动智能手表市场扩张，根据 Statista，全球智能手表销量将从 2021 年的 2.3 亿只增长至 2026 年的 4.0 亿只，CAGR 达 12%。

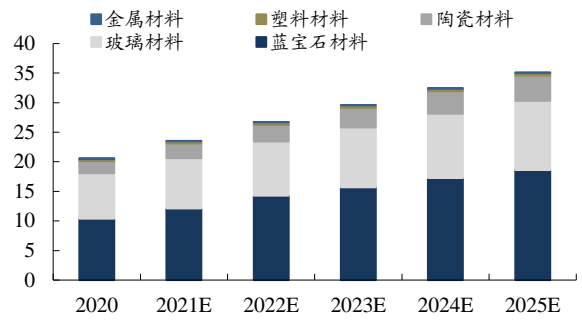
智能手表结构件及功能件市场也将随智能手表增长，根据 Frost & Sullivan，该市场空间将从 2020 年的 20.6 亿美元增长至 2025 年的 35.2 亿美元，CAGR 为 11.6%。其中蓝宝石材料价格高主要应用于高端产品，市场空间将从 2021 年的 12.1 亿美元增长到 2025 年的 18.6 亿美元，CAGR 达 11.3%；玻璃材料次之，市场空间将从 2021 年的 8.5 亿美元增长至 2025 年的 11.7 亿美元，CAGR 达 8.3%；陶瓷材料为第三大材料，市场空间将从 2021 年的 2.51 亿美元增长至 2025 年的 4.3 亿美元，CAGR 为 14.3%。

图18: 全球智能手表出货量 (亿只)



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

图19: 全球智能手表结构件及功能件市场规模 (亿美元)



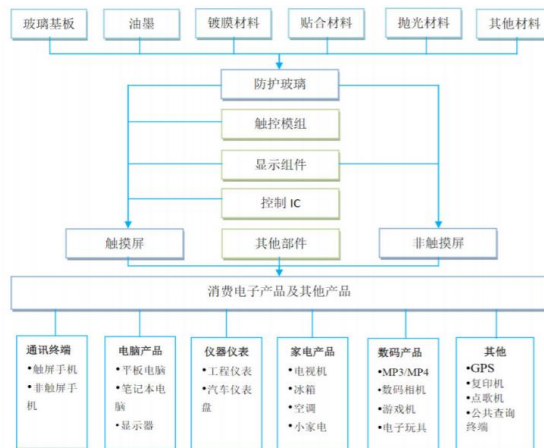
数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

2.3. 玻璃盖板受益 AI 终端趋势及外观创新

全球智能设备外观结构及模组方案市场高度集中, 根据弗若斯特沙利文报告, 2020年, 按出货价值计, 前五大参与者所占总市场份额约为 49.0%。智能手机、平板电脑及智能手表的外观结构及模组方案主要指前盖板及背板以及相关模组、摄像头盖板及其他最外层盖板产品。其中, 玻璃是智能设备外观结构及模组方案市场所使用的主要材料, 占市场逾 65.0%, 目前主要的玻璃盖板厂商包括蓝思科技、伯恩光学、比亚迪电子、信濠光电、欧菲光、星星科技等。

玻璃盖板行业上游供应链复杂, 下游覆盖千行百业。盖板玻璃行业的上游主要为玻璃基板、油墨、抛光材料、镀膜材料、贴合材料等原材料企业和热弯机、开料机、精雕机、研磨机等设备企业; 属于竞争性行业, 供应相对充足。下游应用广泛, 主要包括手机、平板电脑、笔记本电脑、家电、汽车仪表等领域。

图20: 玻璃盖板产业链

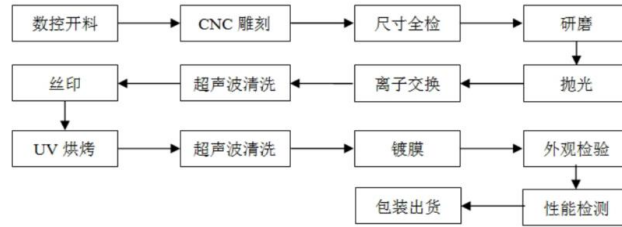


数据来源: 蓝思科技招股说明书, 东吴证券研究所

玻璃的制备可以分为前、后两道, 其中前道制作工艺主要是将原材料加工生产成玻璃胚材料, 虽然通过原材料配方优化、工艺参数的调整, 透光率、强度、硬度、弹性模量等本征属性能得到一定程度的强化, 但无法满足智能手机外观结构件的要求, 因此需要后道加工工艺进行进一步的裁切、整修、强化等等, 此外, 后道加工工艺还需要配合

终端品牌厂商的诉求，将玻璃毛坯加工成特定尺寸、形状、色彩的产品，以匹配和提升玻璃外观件的视觉美观程度。

图21: 视窗防护玻璃生产工序

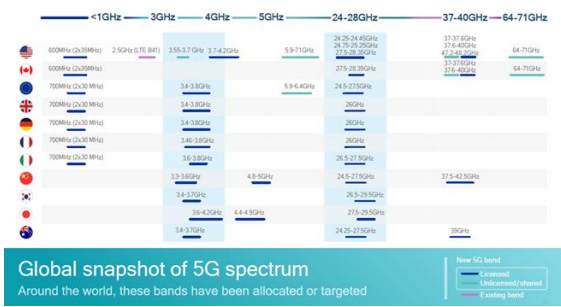


数据来源: 蓝思科技招股说明书, 东吴证券研究所

2.3.1. 5G 时代玻璃背板性能占优

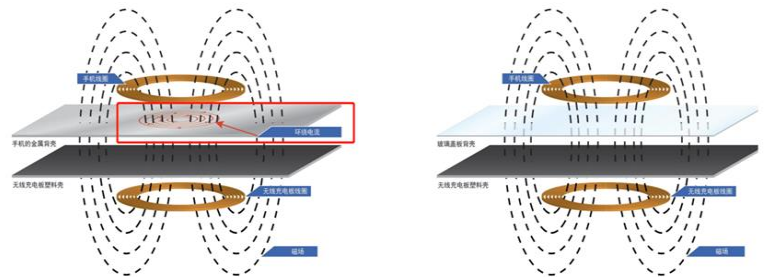
5G 通讯以及无线充电对消费电子产品背板材料有特殊要求，目前玻璃背板为最优选。在配置了 5G 及无线充电的手机中，金属材料已不再适用：1) 4G 主流频段均在 3GHz 以下，而 5G 主流频段均提升至 3GHz 以上，毫米波长度更短，金属背壳对通讯信号的干扰会很大程度上影响信号的有效传输；2) 无线充电时金属背壳上将产生电磁感应，在降低充电效率的同时还会使机体发热。

图22: 部分国家主流 5G 频段



数据来源: CSDN, 东吴证券研究所

图23: 无线充电时金属背壳上将产生电磁感应



数据来源: 康宁官网, 东吴证券研究所

玻璃、塑料、蓝宝石及陶瓷等不存在以上弊端的材料成为了潜在选择，由于陶瓷和蓝宝石量产成本较高，在市场竞争选择下，当前高端机型较常使用玻璃，中低端机型等低成本方案则使用 PMMA 等复合板材。

表2: 不同背板材料对比

材料	质地	韧性	5G 信号/无线充电干扰	耐磨性/耐刮性	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

数据来源: 伯恩光学招股说明书, Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

根据 Frost & Sullivan 预期，未来玻璃、蓝宝石及陶瓷及其他解决方案将继续保持强劲增长，相当于 2021 年至 2025 年的复合年增长率分别约为 7.9%、11.3%及 15.2%的复合年增长率，而金属及塑料在同期将于 2021 年至 2025 年按约 5.4%及 1.2%的复合年增长率减少。用作智能手机背板的玻璃之渗透率预期由 2020 年的 51.0%上升至 2025 年的 63.4%。

图24：2015年至2025年全球智能设备外观结构及模块方案行业按材料划分的明细

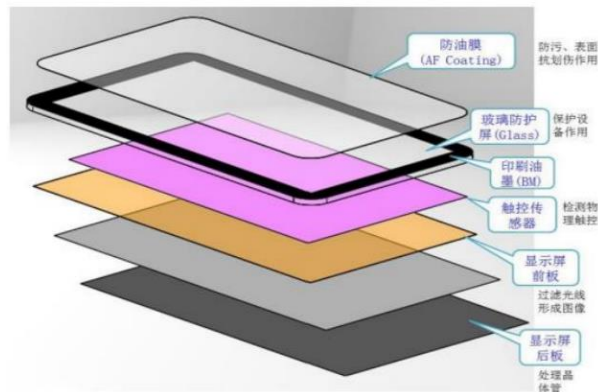
材料	2015年 (百万美元)	2015年 占比	2020年 (百万美元)	2020年 占比	2015~2020 年 GAGR	2025年 (百万美元)	2025年 占比	2021~2025 年 GAGR
玻璃	10307.3	47.0%	16130.7	66.2%	9.4%	24427.8	73.2%	7.9%
金属	8231	37.5%	4534.7	18.6%	-11.2%	3541.4	10.6%	-5.4%
塑料	3189.3	14.5%	1765.6	7.2%	-11.2%	1656.3	5.0%	-1.2%
蓝宝石	45.2	0.2%	1076.5	4.4%	88.5%	1927.1	5.8%	11.3%
陶瓷及其他	180.3	0.8%	860	3.5%	36.7%	1805	5.4%	15.2%
总计	21953.1	100.0%	24367.5	100.0%	2.1%	33357.6	100.0%	6.0%

数据来源：伯恩光学招股说明书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

2.3.2. 玻璃盖板发展趋势：尺寸增大，曲面屏，硬度提升

玻璃盖板是消费电子的重要零部件。一块玻璃盖板通常由导电层、加硬层、玻璃层、油墨层等多个层次构成。其性能要求包括高强度、卓越透光率、良好韧性、抗划伤和强聚水性等特点。其内表面必须紧密贴合触控模组和显示屏，而外表面则需具备足够的强度，以保护平板显示屏、触控模组等核心部件，同时实现产品的标识和装饰功能。

图25：玻璃盖板示意图



数据来源：蓝思科技创业板公开发行可转换公司债券募集说明书，东吴证券研究所

随着智能手机行业的发展，各大厂商为谋求差异化竞争优势纷纷寻找新的手机性能、挖掘新的需求点，以期实现销量和市占率的突破，外观设计成为各终端品牌的必争之地。如何更好地提升手机的外观颜值、握持舒适度、触控体验和显示效果，使产品外观更加具有设计的新颖性和差异化，进而得到消费者青睐，成为各大手机厂商竞相追逐的热点。

从外观上看，盖板玻璃主要沿着尺寸增大和曲面化趋势发展。由于大屏幕具有更好

的视觉效果及更能迎合娱乐需求，故智能手机用户偏爱大屏幕，因而智能手机屏幕尺寸显著增大，由 2016 年的普遍 4.7 至 5.9 英寸增大至 2020 年的普遍 6.7 至 6.9 英寸。另一方面智能手机视窗防护玻璃也从 2D 平面向 2.5D 曲面、3D 曲面转化，生产难度及逐步提升。

图26: 历代 iPhone 尺寸对比



数据来源: 苹果官网, 东吴证券研究所

图27: 2D-2.5D-3D 盖板玻璃对比



数据来源: 中玻网, 东吴证券研究所

从性能上看，玻璃盖板的抗摔性能也在不断提升，硬度更强的微晶玻璃在高端机型上开始渗透。玻璃是非晶体材料，内部没有规则排列的晶体结构亦是玻璃易碎的原因之一。微晶玻璃的制造其实是一种玻璃改质工艺，在玻璃的生产过程中加入了金属氧化物晶粒作为晶种，通过增加新的高温结晶步骤使玻璃基体内的陶瓷晶体生长晶体化，改变玻璃态的非晶体结构比例，来改变晶体与非晶体在玻璃本体里的比例，从而形成致密的微晶相与玻璃相结合的多相复合固体材料。

图28: 不同盖板材质参数对比

		第六代大猩猩玻璃	微晶玻璃	不锈钢	蓝宝石
弹性模量		77GPa	80-100GPa	190GPa	343-370GPa
维氏硬度	未强化	611kgf/mm ²	>700kgf/mm ²	<200kgf/mm ²	2300kgf/mm ²
	强化	678kgf/mm ²			
莫氏硬度	未强化	6	>6	<4	9
	强化	6			
膨胀系数	75.2*10 ⁻⁷ /°C (0~300°C)	-5~80*10 ⁻⁷ /°C (2*10 ⁻⁵ /°C (-40~70°C))	-	-	-
透光率	≥90.5%	>90%(5mm)	0%	>87%	0%

数据来源: 国际全触与显示展, 东吴证券研究所

2020 年，苹果自 iPhone12 首次采用“超瓷晶面板”，可以承受从两米高度跌落到粗糙表面的测试，抗划伤性能是第六代“Gorilla”玻璃产品的两倍。2024 年 9 月，苹果发布的 iPhone16 系列采用的最新一代的超瓷晶面板，采用了最先进的玻璃陶瓷配方，其硬度相较第一代提升 50%，并且比其它主流智能手机所使用的玻璃都要坚韧两倍。华为 Mate50 系列使用的昆仑玻璃经过 24 小时、108 道工序、1600 度熔炼工艺打造，一片手机面板玻璃中含有数亿个高强度纳米晶体，抗冲击阻开裂，获得业界首个瑞士 SGS 五星抗跌耐摔认证，使得华为 Mate50 Pro 昆仑玻璃版整机耐摔抗跌落能力比普通玻璃提升

10 倍。小米 14Pro 使用的龙晶玻璃、荣耀的巨犀玻璃等本质上也是微晶玻璃。

图29: iPhone16 系列采用的最新一代的超瓷晶面板



数据来源: 中关村在线, 东吴证券研究所

图30: Mate50 系列使用的昆仑玻璃

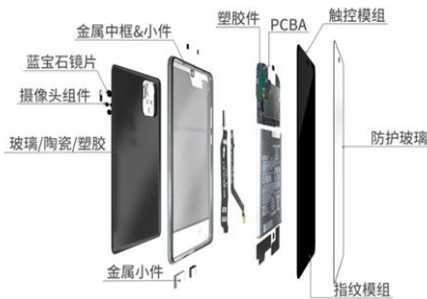


数据来源: 手机中国, 东吴证券研究所

2.4. 蓝思科技: 玻璃盖板领先者, 一体化平台型发展

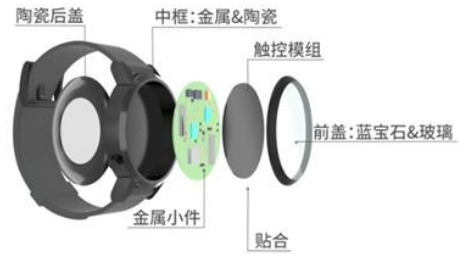
蓝思科技从玻璃业务起家, 发展至今, 业务涉及智能手机与电脑、智能头显与智能穿戴等智能终端的结构件、模组及组装, 涵盖了玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷、塑胶、碳纤维等新材料, 以及与之配套的辅料、工装夹具模具、生产设备、检测设备、自动化设备、自主研发的工业互联网系统。

图31: 公司手机类业务范围



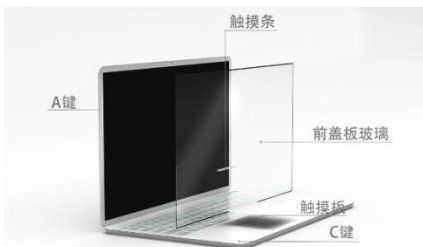
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图32: 公司可穿戴类业务范围



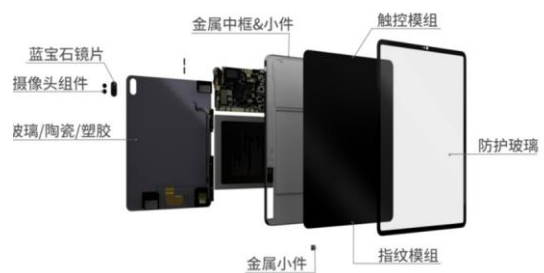
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图33: 公司笔记本电脑类业务范围



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图34: 公司平板电脑类业务范围

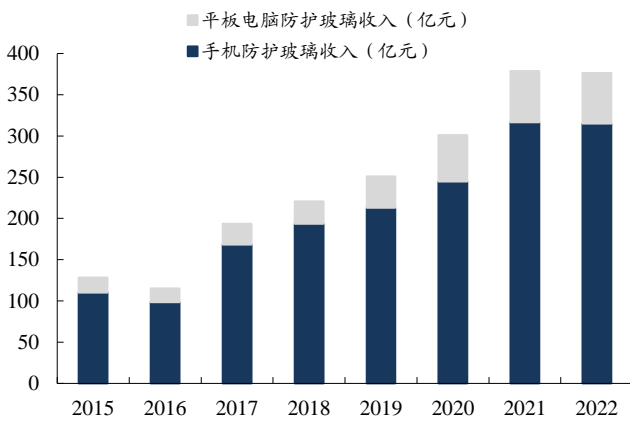


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.4.1. 玻璃盖板引领者，伴随大客户共同成长

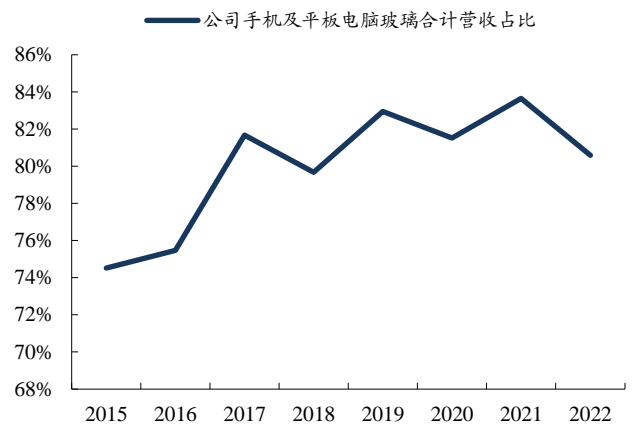
公司最初以及最核心的业务是盖板玻璃业务，从公司的营收结构来看，盖板玻璃业务是公司营收的最主要来源。按照此前业务分类口径，公司手机防护玻璃是第一大营收来源，自 2015 年上市以来，从 2015 年的 110 亿元增长至 2022 年的 315 亿元，营收占比始终在 60% 以上；同时平板电脑防护玻璃业务收入从 2015 年的 18.3 亿元增长至 2022 年的 60.2 亿元。2023 年，公司改变营收分类口径，其中智能手机与电脑类业务贡献营收 449.01 亿元，占公司总营收的 82.40%。

图35: 公司手机及平板电脑玻璃业务收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

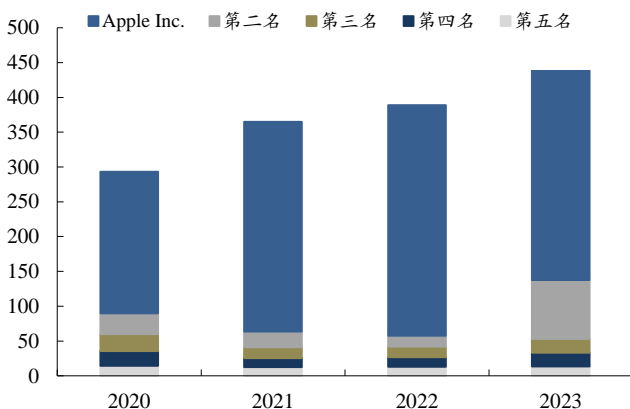
图36: 公司手机及平板电脑玻璃收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

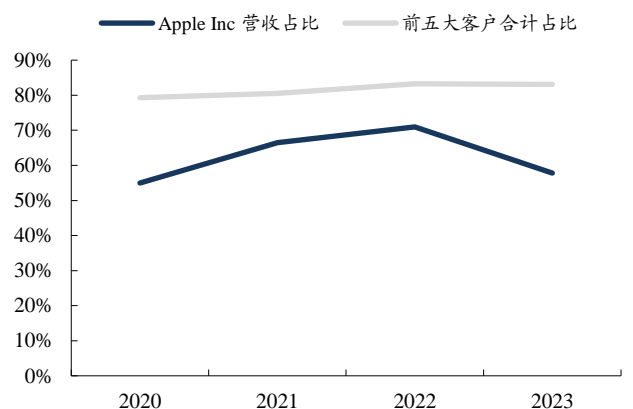
秉持大客户策略，伴随 A 公司等客户共同成长。2020 年以来，蓝思前五大客户合计营收占比位于 79%-83%。2015-2023 年，随着智能手机等产品市场快速成长以及蓝思单机产品价值的提升，蓝思科技对第一大客户苹果公司销售额从 83 亿元增至 315 亿元，CAGR 达 18%，在公司营收占比始终在 50% 以上。

图37: 蓝思科技前五大客户销售收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图38: 蓝思科技对苹果公司及前五大客户营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在玻璃主业之外，公司横向拓展至蓝宝石及陶瓷等材料。2012 年 6 月，公司与华联

陶瓷共同投资设立了蓝思华联，作为陶瓷产品生产基地；2017年12月，公司与国瓷材料成立合资公司蓝思国瓷，打通了从原材料到成品的全产业链，从事智能穿戴设备的特种精陶瓷材料应用；2012年7月，蓝思湘潭成立，自主生产人工蓝宝石，并开始蓝宝石类产品的研发与生产，2020年成立宁夏鑫晶盛电子材料，进一步提升蓝宝石产能规模。

精密陶瓷材料方面，公司与华联瓷业联合设立蓝思华联，与国瓷材料成立蓝思国瓷，当下已掌握多种精密陶瓷成型技术，涵盖干压成型、注塑成型和流延成型，在表面处理工艺方面亦有全面布局，包括高光处理、沙面、拉丝、雕刻字符、镀膜、镭射和抗指纹处理等。精密陶瓷具备高端产品特质，目前已被广泛应用于手机后盖、侧键、摄像模组圈口以及智能手表表壳、表圈等。

图39: 蓝思科技蓝宝石材料



蓝宝石类

公司最早于2012年投资研发、生产蓝宝石材料，具备从长晶设备制造到切、抛、磨、成品一条龙研发、生产能力。我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，产品透光率>91%，被广泛用作手机摄像头盖板、手机指纹识别盖板、手机显示屏盖板、LED衬底，为客户高端系列产品提供了优质选择。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图40: 蓝思科技陶瓷材料



陶瓷类

公司掌握精密陶瓷的多种成型技术，涵盖干压成型、注塑成型和流延成型，同时提供多种表面处理工艺，涵盖高光处理、沙面、拉丝、雕刻字符、镀膜、镭射和抗指纹处理等。生产的陶瓷硬度高、耐划伤，莫氏硬度达到9；耐高温、耐酸碱腐蚀、信号穿透性强，手感温润如玉，是高端产品的特质，被广泛应用于手机后盖、侧键、摄像头圈口、按键、手表的表壳、表圈、表带、表扣，以及汽车等部件上。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.4.2. 收购可成泰州子公司，顺利切入金属机壳中高端市场

2020年8月，蓝思科技收购可胜泰州和可利泰州，切入金属机壳中高端市场。可胜与可利之前属于中国台湾著名手机机壳加工厂可成科技，可成科技在消费电子金属制程积累深厚，特别是在铝合金挤型、锻造、CNC二次加工、阳极处理等领域技术领先。在2020年是苹果 iPhone、Macbook 等金属机壳的第二大供应商，泰州工厂是可成科技生产 iPhone 机壳的主要工厂，在2019年的收入占可成科技总营收的40%。

2021年，可胜科技（泰州）和可利科技（泰州）分别更名为蓝思旺精密（泰州）和蓝思精密（泰州），蓝思精密（泰州）随后吸收合并蓝思旺精密（泰州），成为蓝思旗下铝、镁、钛合金等各式新型合金材料手机中框及相关零组件的加工主体。

蓝思精密成立后成为公司重点发展方向并大力扩产。蓝思精密的一期改扩建项目于2021-2022年已经实施完成，产能效能提升和成本优化取得明显成效，改造后的产线动率相比并购前大幅提升。2023年，泰州蓝思精密在一期项目的基础上继续追加投资第二期，合金机壳、背盖组装件、产品模具、刀具等产品产能大幅提升，本次扩产项目全部达产后，预计可为公司带来超过80亿元的营收和4.2亿元的利润总额。

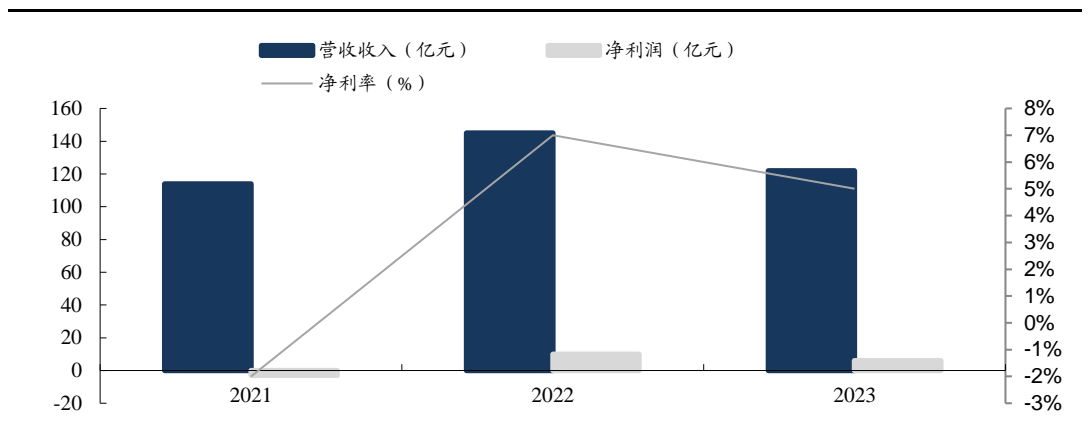
图41: 蓝思科技(泰州)有限公司精密部件生产项目及改扩建项目达产后新增产能

项目	年产能
消费类电子产品合金机壳	3300 万件
电子产品铝合金机壳背盖组装件	3200 万件
电子产品模具、检治具	65400 套
电子产品刀具	728.4 万片
汽车及新能源金属结构件	7500 万件

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2022 年蓝思精密(泰州)营收同比增加 27%, 达 145 亿元, 净利润 9.76 亿元; 2023 年营收达 122 亿元, 净利润 6.01 亿元。

图42: 子公司蓝思精密(泰州)营收过百亿



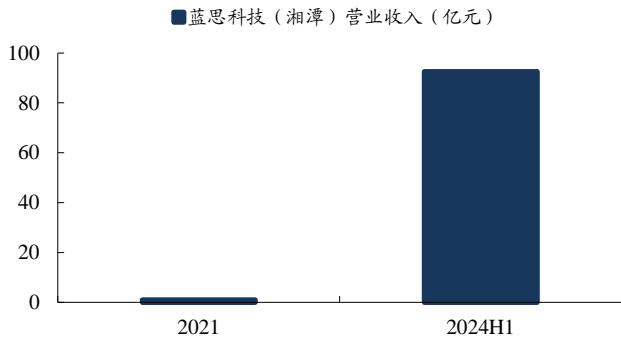
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.4.3. 依托垂直整合能力, 积极拓展组装业务

2019 年公司开始布局智能终端组装业务, 2021 年湘潭新园区投产, 至此形成智能手机精密加工平台型巨头, 横跨材料、零部件与组装环节, 未来有望切入更多智能手机品牌客户整机组装。2021 年刚投产时即获得小米手机代工订单, 后获得小米旗舰机型 13ultra 订单, 在小米 14 系列更是导入全部三款机型, 同时获得魅族 21pro 的代工订单。

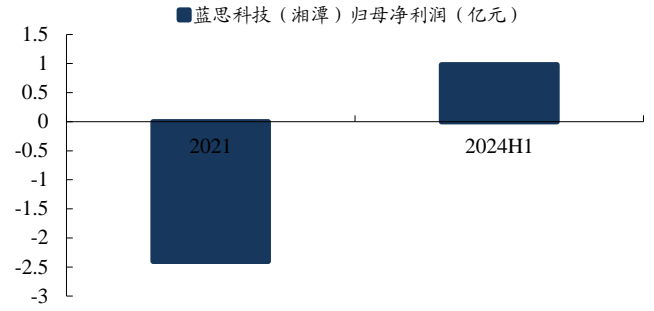
目前公司已能为客户提供垂直整合的端到端解决方案, 提供从设计、工程、制造、物流以及售后的一站式服务, 具备全面的 ODM 和 OEM 能力, 并全力推进智能制造, 目前产线自动化率高达 70%以上, 良率超过 99%, 已达到组装业界一线水准。2023 年起, 公司手机组装业务大幅增长, 从 2021 年刚开工亏损 2.4 亿元到 2023 年首次实现扭亏为盈, 团队和技术越来越成熟, 规模效应开始体现, 从 2024 前三季度数据, 毛利率逐季提升将为公司业绩做出更大贡献。

图43: 蓝思科技(湘潭)营业收入大幅增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图44: 蓝思科技(湘潭)净利润已扭亏为盈



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

以整机组装为抓手, 进行产业链的垂直整合是公司的战略方向。经过近几年的努力, 公司的行业垂直整合能力处于领先地位, 依托在玻璃、金属、模组等关键领域的领先优势, 对组装业务进行重点推进, 湘潭公司作为整机组装基地, 进入了高速发展期, 组装效率、良率在行业达到先进水平, 获得客户的高度认可, 向更多客户提供了垂直整合方案, 开发及量产智能手机、支付终端、医疗、智能家电等产品。未来公司会进一步发展组装业务, 带动公司结构件、外观件、功能模组业务的增长, 提升公司总体稼动率和利润水平, 也有利于和客户持续深度绑定。

3. 汽车智能化推动车载显示屏持续增长

3.1. 汽车智能化推动车载显示屏数量增长

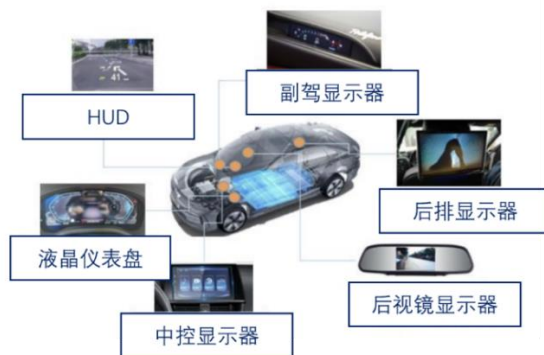
汽车智能化趋势下,单车显示屏数量将稳步提升。显示屏数量的提升体现在两方面:

(一)显示器在智能汽车中的应用场景越来越多。对比传统汽车一般只在中控区安装显示屏,智能车屏幕的种类繁多。根据汽车屏在座舱内的功能,车载屏可分为驾驶屏和信息娱乐屏,前者包括仪表盘、中控显示屏、流媒体后视镜,以及透明A柱和虚拟后视镜;后者主要是副驾驶娱乐显示屏和后座娱乐屏。

- 电子仪表盘: 给驾驶者提供车速里程表、转速表、水温表、燃油表、车辆指示灯及警示灯等辅助驾驶信息,使驾驶员及时了解车辆参数是否正常。
- 中控显示器: 主要控制车内的空调温度、音频大小,带有一定视频娱乐功能,同时提供倒车影像、导航等驾驶辅助。
- 流媒体后视镜: 连接前后车载摄像头,提供行车记录、导航、盲点清除等功能,驾驶员获得比传统后视镜更广的视角。
- “透明A柱”和电子后视镜: 扩大驾驶人员的视觉广度,消除车窗位置的汽车连接柱(A柱)带来视觉盲区影响。标准法规的进一步健全和试验标准的发布将推动“透明A柱”和电子后视镜的应用速度。
- 副驾和后排娱乐显示器: 为前后排乘客提供娱乐功能从而提高乘坐体验。

根据群智咨询统计,2024年上半年全球车载面板市场总出货量为1.1亿片,同比增长约11%。

图45: 显示器在智能汽车中的应用



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

(二)中控布局逐渐向多屏/联屏发展。随着域控制、车机系统及车载芯片逐渐升级,多屏、联屏在车辆中应用的客观条件已经满足,车企与供应商也逐渐推出多屏、联屏方案,多屏、联屏渗透率也不断提升。根据佐思汽车统计,2023年,中国乘用车多屏联屏

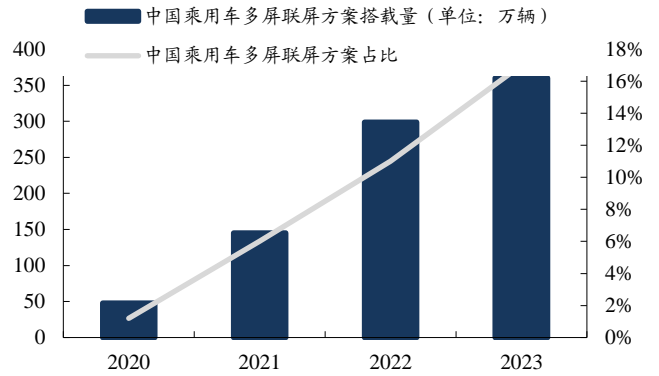
方案搭载量接近 360 万辆，方案占比超过 17%，同比增加 6.5%。在品牌搭载上，2023 年中国乘用车市场（不含进口车型）在售车型中，共有 43 个品牌布局多屏车型，52 个品牌布局联屏车型，选择多屏联屏方案的品牌大幅增加。（作为对比，2022 年仅 21 个品牌布局多屏车型，44 个品牌布局联屏车型）。

图46: 问界 M9 满配 10 块屏幕



数据来源：佐思汽车，东吴证券研究所

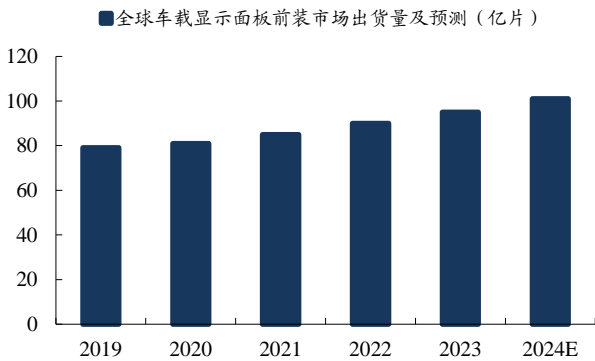
图47: 中国乘用车多联屏方案搭载量及占比



数据来源：佐思汽车，东吴证券研究所

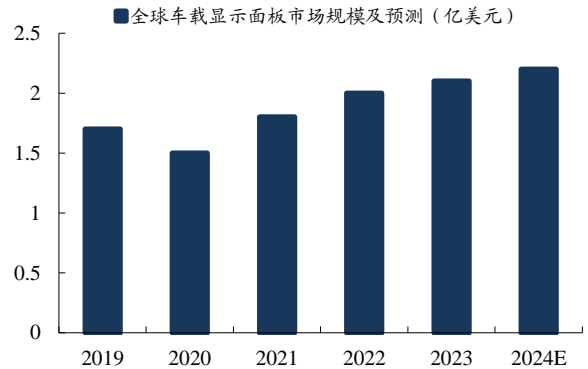
在车内显示屏应用场景增加及中控布局向多屏/联屏发展的趋势下，汽车显示屏出货量有望持续增加。根据中商产业研究院预测，2024 年全球车载显示面板前装市场出货将达 2.2 亿片，市场规模 101 亿美元。

图48: 全球车载显示面板前装市场出货量 (亿片)



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图49: 全球车载显示面板市场规模 (亿美元)



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

3.2. 智能汽车屏幕尺寸及品质不断提升

屏幕尺寸增大趋势逐渐明晰，新能源汽车的屏幕大尺寸化趋势也将逐渐在汽车行业扩散。一体屏具备超大视觉、多任务处理、主副驾协同/共享等优势，已成为高端车型的首选，同时屏幕品质也将不断提升，传统低端 a-Si 屏幕将逐渐被 LTPS、OLED 及 Mini、Micro LED 取代。

根据佐思汽研数据，2024 年 1-2 月，国内乘用车中控彩色大屏装配量为 307.6 万辆，

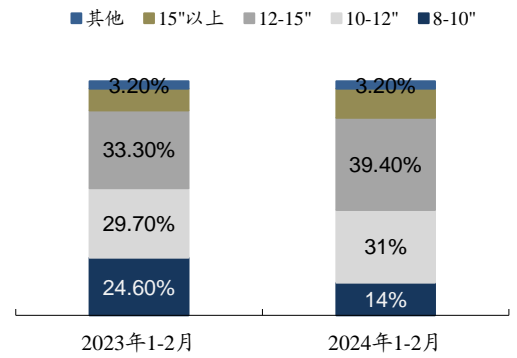
同比增长 36.1%。其中，10 英寸以上占比达 82.8%，较上年同期增加 10.5 个百分点。分尺寸段看，10-12 英寸占比增长最快，从 33.3% 上升至 39.4%，同比增加 6.1 个百分点。从应用车型看，截至 2024 年 2 月，10 英寸以上中控彩色大屏已覆盖国内近 150 家汽车品牌的 700+ 车型。其中，自主品牌 15 英寸以上占比超过 18%，代表车型有问界 M7 (15.6 英寸)、理想 L7/L8/L9 (15.7 英寸)、深蓝 S7 (15.6 英寸)、腾势 D9 (15.6 英寸) 等。

图50：代表车型中控屏对比

车型	极越01	银河E8	小鹏X9	理想MEGA	小米SU7
上市时间	2023.10	2024.01	2024.01	2024.03	2024.03
座舱芯片	8295	8295	8295	8295	8295
前舱屏幕	35.6英寸一体屏	45英寸一体屏	17.3英寸中控+10.25英寸仪表	双15.7英寸连屏	16.1英寸中控+7.1英寸仪表
中控分辨率	6K	8K	3K	3K	3K
中控供应商	华星光电	京东方	京东方	三星	华星光电
图					

数据来源：佐思汽研，东吴证券研究所

图51：2024年1-2月中国乘用车中控屏尺寸占比



数据来源：佐思汽研，东吴证券研究所

3.3. 蓝思科技：车载业务高速增长，打造第二增长曲线

蓝思科技于 2018 年开始布局汽车领域，目前公司已经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，合作客户已超过 30 家国内外新能源、传统豪华汽车品牌以及动力电池头部企业。

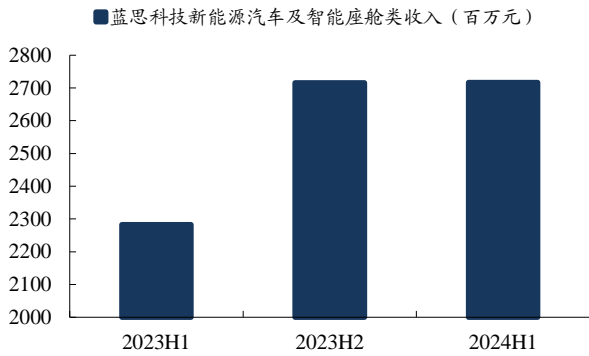
图52：蓝思科技车载业务布局



数据来源：蓝思科技官网，东吴证券研究所

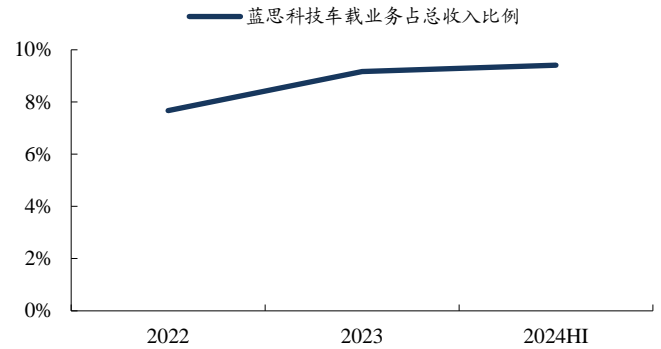
2023 年新能源汽车及智能座舱业务实现收入 49.98 亿元，同比增长 39.5%，营收占比达 9.2%，2024H1 营收 27.2 亿元，同比增长 19.0%，是公司持续成长的重要支撑。

图53: 蓝思新能源汽车及智能座舱类收入(百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图54: 蓝思科技车载业务占总收入比例



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测与业务拆分

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 672.1/859.3/1050.6 亿元, 同比增长 23.3%/27.8%/22.3%, 归母净利润为 41.5/54.6/68.0 亿元, 同比增长 37.2%/31.8%/24.4%, 对应 P/E 为 27.3/20.7/16.7 倍。

具体看几项主要业务:

智能手机与电脑类: 消费电子行业自 2023 年下半年开始逐步回暖, 随着 AI 大模型的快速发展, AI 终端落地速度加快, 进一步推进下游消费电子需求复苏, 同时公司新产品、新客户拓展, 预计收入和盈利能力将逐步恢复。公司与各大客户在玻璃、金属、陶瓷、蓝宝石等结构件和模组领域保持深度合作, 市场份额稳居领先地位。在组装领域, 湘潭蓝思不断优化效率、良率、品质, 得到国内外客户的认可和信赖, 批量组装了多款高端手机及零部件, 并如期完成扭亏为盈的年度经营目标。预计 2024-2026 年公司智能手机与电脑类收入为 590/756/920 亿元, 同比增长 31.4%/28.1%/21.7%。

毛利率方面, 随着消费电子需求逐步复苏, 叠加公司新产品放量带来产品结构改善, 预计公司智能手机与电脑类单一业务毛利率将逐步恢复, 而与此同时由于组装业务的毛利率低于玻璃、金属中框, 随着组装业务收入占比的不断提升, 综合来看智能手机与电脑类业务的整体毛利率小幅下滑, 预计 2024-2026 年分别为 15.5%/15.0%/15.0%。

新能源汽车及智能座舱类: 公司已实现对特斯拉、宝马、奔驰、保时捷等全球头部车企的供货, 可批量生产车载电子玻璃及组件、车载中控屏结构件与功能零部件、前挡风玻璃/车窗玻璃、仪表盘组件、B 柱、车载装饰件、车载结构件、后视镜及导航仪等, 且

正积极开拓车载中控屏等的组装业务，未来随着汽车智能化、电子化趋势的不断演进，公司新能源汽车及智能座舱业务有望迎来高质量成长，预计 2024-2026 年收入分别为 65.0/84.5/109.8 亿元，毛利率分别为 15.5%/15.8%/16.0%。

智能头显与智能穿戴类：公司研发和生产的外观、结构、光学等部件在多款高端头显产品实现了深度应用，前期投入效益将逐步体现。智能手表相关的玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷等结构件亦保持稳健，发展潜力有望进一步释放，预计 2024-2026 年收入分别为 37.4/44.9/53.4 亿元，毛利率分别为 16.0%/16.5%/16.5%。

表3: 蓝思科技盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
分业务营收				
智能手机与电脑类				
收入 (百万元)	44,901	59,000	75,600	92,000
YoY	17.5%	31.4%	28.1%	21.7%
毛利率	15.7%	15.5%	15.0%	15.0%
新能源汽车及智能座舱类				
收入 (百万元)	4,998	6,497	8,447	10,981
YoY	39.5%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	15.5%	15.5%	15.8%	16.0%
智能头显与智能穿戴类				
收入 (百万元)	3,104	3,740	4,492	5,341
YoY	-12.3%	20.5%	20.1%	18.9%
毛利率	15.3%	16.0%	16.5%	16.5%
其他类型智能终端				
收入 (百万元)	165	326	424	551
YoY	-4.0%	98.0%	30.0%	30.0%
毛利率	13.2%	20.7%	20.5%	20.5%
其他业务收入				
收入 (百万元)	1,323	1,389	1,459	1,532
YoY	11.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	58.0%	60.0%	60.0%	60.0%
营业总收入 (百万元)	54,491	67,213	85,929	105,064
YoY	16.7%	23.3%	27.8%	22.3%
销售毛利率	16.6%	17.3%	16.7%	16.6%
归母净利润 (百万元)	3,021	4,145	5,463	6,796
YoY	23.4%	37.2%	31.8%	24.4%
净利率	5.5%	6.2%	6.4%	6.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 估值比较与投资建议

我们选取苹果产业链核心供应商的立讯精密、鹏鼎控股和领益智造作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2023-2025 年的平均估值为 27.8/24.9/18.9 倍，蓝思科技对应 2023-2025 年估值为 37.5/27.3/20.7 倍，略高于行业平均水平。公司作为苹果产业链最核心的供应商之一，受益于未来两年苹果手机的创新升级，收入及利润有望实现较快成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值比较

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			P/E		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002475.SZ	立讯精密	3,132.6	109.5	137.3	173.7	28.6	22.8	18.0
002938.SZ	鹏鼎控股	844.2	32.9	37.1	45.2	25.7	22.7	18.7
002600.SZ	领益智造	597.1	20.5	20.5	29.7	29.1	29.1	20.1
	均值					27.8	24.9	18.9
300433.SZ	蓝思科技	1,131.7	30.2	41.5	54.6	37.5	27.3	20.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中市值、P/E 数据对应 2024/10/25 日收盘价, 可比公司 2024-2025 年盈利预测来自万得一致预期。

5. 风险提示

- 1、消费电子行业需求复苏不及预期: 公司业绩与手机、PC、可穿戴等消费电子产品出货量高度相关, 若消费电子行业需求恢复不及预期, 将影响公司智能手机与电脑类、智能头显与智能穿戴类业务收入及利润率。
- 2、AI 终端创新进展不及预期: AI 终端的普及是消费电子行业重要的换机推动力, 若 AI 终端创新力度不及预期, 将影响消费电子行业的整体成长性。
- 3、新能源车销量不及预期: 新能源汽车及智能座舱类是公司重点开拓的业务方向之一, 若新能源车销量不及预期, 将影响公司车载产品出货量及利润率水平。

蓝思科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	28,081	31,689	37,529	44,759	营业总收入	54,491	67,213	85,929	105,064
货币资金及交易性金融资产	10,869	9,303	9,497	10,892	营业成本(含金融类)	45,429	55,561	71,552	87,593
经营性应收款项	9,547	12,695	15,921	19,417	税金及附加	471	553	602	735
存货	6,683	8,656	10,878	13,004	销售费用	693	807	859	1,051
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,543	3,361	4,125	4,917
其他流动资产	982	1,035	1,233	1,446	研发费用	2,317	3,125	3,861	4,413
非流动资产	49,389	50,504	50,765	50,608	财务费用	244	197	192	282
长期股权投资	375	372	318	273	加:其他收益	774	1,075	1,246	1,366
固定资产及使用权资产	36,079	36,551	36,678	36,358	投资净收益	107	180	194	247
在建工程	849	949	1,049	1,149	公允价值变动	43	10	18	30
无形资产	5,227	5,097	4,993	4,904	减值损失	(446)	(313)	(215)	(305)
商誉	2,970	2,970	2,970	2,970	资产处置收益	4	7	(7)	1
长期待摊费用	213	213	213	213	营业利润	3,277	4,567	5,976	7,410
其他非流动资产	3,676	4,352	4,544	4,740	营业外净收支	(23)	(77)	(42)	(29)
资产总计	77,470	82,193	88,295	95,366	利润总额	3,254	4,490	5,934	7,381
流动负债	19,056	22,172	24,708	27,346	减:所得税	212	314	415	517
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,698	4,716	2,607	407	净利润	3,042	4,176	5,519	6,865
经营性应付款项	11,132	14,417	18,329	22,373	减:少数股东损益	20	31	55	69
合同负债	8	11	13	16	归属母公司净利润	3,021	4,145	5,463	6,796
其他流动负债	2,219	3,028	3,758	4,550	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.83	1.10	1.36
非流动负债	11,892	10,774	10,774	10,774	EBIT	3,440	4,688	6,126	7,663
长期借款	9,588	9,588	9,588	9,588	EBITDA	8,431	9,701	11,412	13,258
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.63	17.34	16.73	16.63
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	5.54	6.17	6.36	6.47
其他非流动负债	2,283	1,165	1,165	1,165	收入增长率(%)	16.69	23.35	27.85	22.27
负债合计	30,948	32,945	35,482	38,119	归母净利润增长率(%)	23.42	37.18	31.82	24.39
归属母公司股东权益	46,339	49,034	52,544	56,909					
少数股东权益	183	214	269	338					
所有者权益合计	46,522	49,248	52,813	57,247					
负债和股东权益	77,470	82,193	88,295	95,366					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9,300	7,736	9,526	10,984	每股净资产(元)	9.30	9.84	10.54	11.42
投资活动现金流	(5,367)	(5,770)	(5,390)	(5,184)	最新发行在外股份(百万股)	4,983	4,983	4,983	4,983
筹资活动现金流	(5,137)	(3,481)	(3,943)	(4,404)	ROIC(%)	5.14	6.95	8.86	10.77
现金净增加额	(1,189)	(1,566)	194	1,395	ROE-摊薄(%)	6.52	8.45	10.40	11.94
折旧和摊销	4,991	5,013	5,287	5,595	资产负债率(%)	39.95	40.08	40.19	39.97
资本开支	(5,372)	(5,467)	(5,393)	(5,241)	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.46	27.30	20.71	16.65
营运资本变动	774	(1,377)	(1,212)	(1,306)	P/B(现价)	2.44	2.31	2.15	1.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>