

电子

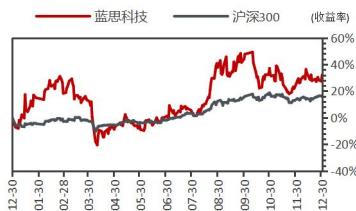
报告原因：

买入 (首次评级)

	2025年12月30日
收盘价(元)	29.66
一年内最高/最低(元)	33.87/16.4
市净率	2.9
股息率(分红/股价)	1.70
流通A股市值(百万元)	147,466
上证指数/深证成指	3,965/13,604
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产(元)	10.2
资产负债率%	35.47
总股本/流通A股(百万)	5,284/4,972
流通B股/H股(百万)	-/301.5952

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

许亮

S0820525010002

0755-83562506

xuliang@ajzq.com

联系人

朱俊宇

S0820125040021

021-32229888-25520

zhujunyu@ajzq.com

折叠屏或成为iPhone创新焦点

——蓝思科技(300433.SZ)首次覆盖报告

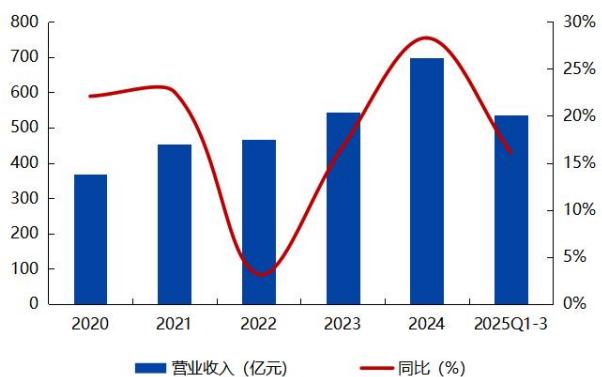
投资要点：

- **首次覆盖蓝思科技(300433.SZ)，给予“买入”评级。**我们预计公司2025E/2026E/2027E营业收入分别为906.57/1128.37/1349.03亿元，同比增长29.7%/24.5%/19.6%；归母净利润分别为54.24/67.05/79.31亿元，同比增长49.7%/23.6%/18.3%，对应市盈率分别为26.2/21.2/17.9倍。
- **业务介绍：**蓝思科技是全球智能终端全产业链一站式精密制造解决方案服务商，公司主要聚焦手机玻璃加工，同时具备多种材料的整合能力。1)随着iPhone手机步入创新周期，尤其是2026年折叠屏产品有望推出，我们预计这将给公司业绩带来较大的推动。Omdia与Canalys数据显示，2024年全球折叠屏手机销量已达1530万台。我们预计2026年iPhone首款折叠屏手机推出后销量有望达到1400万台。2)在AI眼镜领域，蓝思科技为Rokid Glasses提供从核心零部件到整机组装的全方位生产服务，未来有望在智能眼镜赛道抢占先发优势。3)除此之外，公司在人形机器人领域亦有布局：2025年蓝思科技承接灵犀X2机器人整机组装业务，并深度参与头部模组、关节模组、拟人十字轴交叉手腕、OmniHand灵巧手及夹爪等核心部件的研发与制造，为公司真身智能业务开辟了第二成长曲线。
- **有别于大众的认识：**1)市场普遍认为iPhone标准版的销量占比远高于Pro版本，但近三年Pro版本销售占比从65.2%提升至77.4%，市场需求升级趋势显著。因此iPhone折叠屏机型一旦推出，有望填补这一高端机型市场的需求缺口。2)由于iPhone折叠屏产品的推出节奏落后于行业竞品，市场普遍对其接受度存有担忧。我们发现三星、华为、vivo、小米等品牌的折叠屏机型销量与ASP成正相关，而iPhone手机的ASP显著高于其他品牌。我们认为，iPhone折叠屏的推出有望凭借其品牌溢价与高ASP优势，实现超预期的市场表现。
- **关键假设：**1)我们预测2025-2027年公司总营收同比增速约为29.7%、24.5%、19.6%，其中，智能手机与电脑类作为公司核心业务，2025-2027年收入增速约为30.0%、25.5%、20.0%；2)公司凭借产品结构优化、上游材料环节垂直整合及全球化产能布局降本等举措，公司毛利率将整体保持稳定。我们预测2025-2027年公司毛利率分别为16.1%、15.9%、15.8%。
- **催化剂：**2026年苹果及其他智能机品牌厂商推出折叠屏将对上游产业链产生显著推动。
- **风险提示：**客户集中风险、iPhone折叠屏手机推出存在不确定性、下游需求不及预期

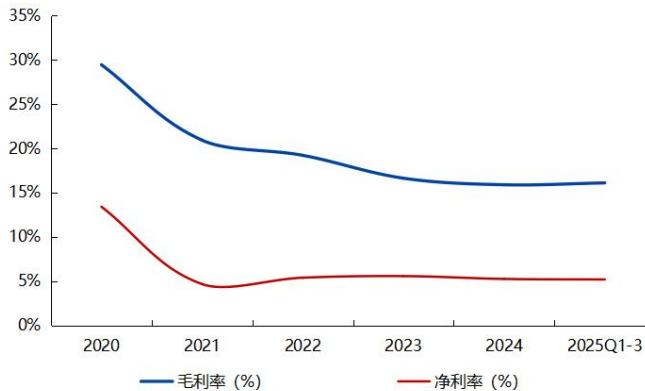
财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	54,491	69,897	90,657	112,837	134,903
同比增长率(%)	16.7%	28.3%	29.7%	24.5%	19.6%
归母净利润(百万元)	3,021	3,624	5,424	6,705	7,931
同比增长(%)	23.4%	19.9%	49.7%	23.6%	18.3%
每股收益(元/股)	0.57	0.69	1.09	1.35	1.59
毛利率(%)	16.6%	15.9%	16.1%	15.9%	15.8%
ROE(%)	6.5%	7.4%	10.0%	11.0%	11.5%
市盈率	47.0	39.2	26.2	21.2	17.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图表 1：蓝思科技营业收入整体呈上升趋势

资料来源：蓝思科技公司公告，爱建证券研究所

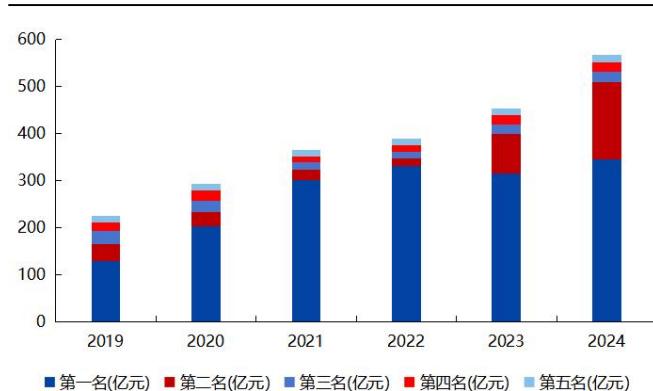
图表 2：蓝思科技毛利率、净利率

资料来源：蓝思科技公司公告，爱建证券研究所

图表 3：iPhone 前后盖板材料变动相应机型

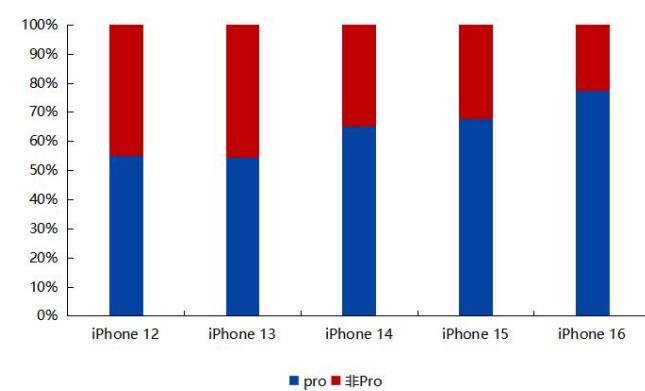
iPhone 型号	发布年份	前盖材质与设计	后盖材质与设计
iPhone 4/4S	2010-2011	2D 玻璃，3.5 英寸视网膜屏 (960×640 像素)	2D 玻璃，双面玻璃+不锈钢边框设计
iPhone 5	2012	2D 玻璃，4 英寸 1136×640 像素屏幕	铝合金金属后盖，一体化机身设计
iPhone 6/6 Plus	2014	2.5D 弧面玻璃，4.7/5.5 英寸 1334×750 像素屏幕	铝合金金属后盖，2.5D 弧面过渡
iPhone X	2017	2.5D 玻璃（刘海屏），5.8 英寸 OLED 全面屏	2.5D 玻璃，双面玻璃+不锈钢中框
iPhone 12 系列	2020	超瓷晶玻璃 (2D)，OLED 屏幕 (Pro 系列支持 HDR)	2D 玻璃，MagSafe 磁吸区域集成
iPhone 14 Pro 系列	2022	超瓷晶玻璃（灵动岛交互），全天候显示 (1Hz 刷新率)	玻璃，摄像头模组一体化设计
iPhone 16	2024	进一步优化超瓷晶玻璃，硬度相较第一代提升 50%	
iPhone 17 系列	2025	超瓷晶 2 代玻璃，户外峰值亮度 3000 尼特	超瓷晶 2 代玻璃，

资料来源：苹果，中关村在线，C-Touch&Display，爱建证券研究所

图表 4：蓝思科技前五大客户销售收入

资料来源：蓝思科技公司公告，爱建证券研究所

注：Wind 显示：Apple Inc. 为蓝思科技最大客户

图表 5：iPhone 标准款与 Pro 机型销量比例结构变化图

资料来源：Mixpanel，爱建证券研究所

图表 6：全球折叠屏手机出货量及同比

资料来源：Omdia, Canalys, 爱建证券研究所

图表 7：苹果 2026 年折叠屏手机市场空间预测

品牌	2023 年智能手机出货量 (百万台)	2023 年折叠屏手机出货量 (百万台)	2023 年折叠屏出货比例 (%)
华为	34.93	2.25	6.44%
三星	226.70	8.43	3.72%
荣耀	56.80	1.06	1.86%
小米	146.00	0.28	0.19%
折叠屏手机出货比例			
平均值 (%)		2.59%	
最大值 (%)		6.44%	
最小值 (%)		0.19%	
苹果 2026 年折叠屏手机出货量预测			
假设 iPhone2026 手机出货量 (百万台)	200	210	220
乐观预测 (万台)	1288.00	1352.40	1416.80
中性预测 (万台)	517.62	543.50	569.39
悲观预测 (万台)	38.00	39.90	41.80

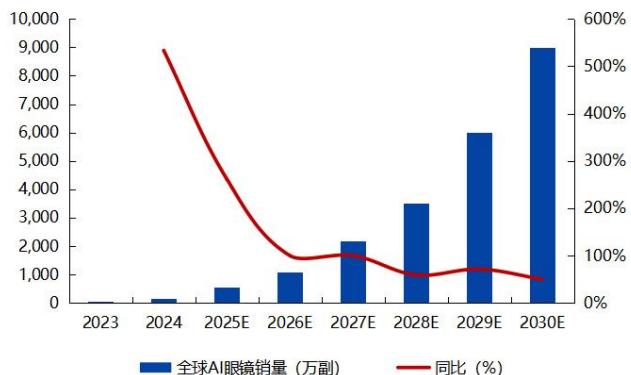
资料来源：IDC, Counterpoint, TechInsight, 爱建证券研究所

注：据 Counterpoint 统一统计口径，本次苹果折叠屏手机市场空间预测，选取 2023 年全年数据作为核心依据。

图表 8：蓝思科技积极开拓 UTG 超薄玻璃产品研发

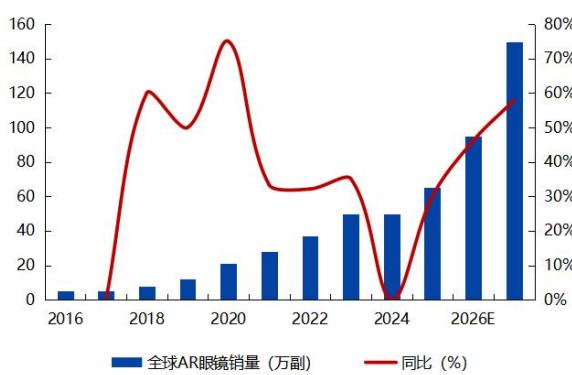
研发项目	项目进度	预计对公司的影响
一种折叠屏的 UTG 玻璃产品	开发阶段	可巩固公司在超薄玻璃盖板深加工领域的领先地位，引领行业技术发展

资料来源：蓝思科技 2024 年年报，爱建证券研究所

图表 9：全球AI眼镜销量及同比

资料来源：wellseenn XR，爱建证券研究所

注：sell out口径统计，不含音频眼镜、投屏观影类AR等

图表 10：全球AR眼镜销量及同比

资料来源：wellseenn XR，爱建证券研究所

注：sell out口径统计，不含无屏AR

图表 11：蓝思科技与Rokid联合开发AI+AR眼镜 Rokid Glasses

资料来源：ITBEAR 科技咨询，爱建证券研究所

风险提示：

- 1) **客户集中风险：**公司对第一大客户苹果的销售额占比长期保持50%以上，客户集中度较高。若未来苹果自身产品迭代节奏放缓、订单分配策略调整，可能直接导致公司营收和利润出现波动。
- 2) **iPhone折叠屏手机推出存在不确定性：**iPhone折叠屏手机目前仍未有官方计划，推出时间仍有不确定性。
- 3) **下游需求不及预期：**公司业务深度绑定消费电子、真身智能等赛道，若折叠屏手机及AI眼镜等产品推广不及预期，将导致下游订单不足，进而影响公司业绩增长。

财务预测摘要：

资产负债表					现金流量表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,519	10,988	7,445	19,285	17,856	净利润	3,042	3,677	5,515	6,791	8,047
应收款项	9,421	10,876	19,926	16,312	26,292	折旧摊销	4,806	4,957	4,125	4,349	4,545
存货	6,683	7,161	14,384	11,106	18,534	营运资本变动	-1,077	6,088	25,153	-6,616	26,979
流动资产	28,081	30,773	43,360	48,566	64,661	经营活动现金流	9,300	10,889	3,341	17,437	3,817
长期股权投资	375	326	239	159	87	资本开支	5,443	6,332	5,888	6,110	5,999
固定资产	36,027	36,379	38,949	41,348	43,320	投资变动	-100	-140	-387	-251	-317
在建工程	849	1,319	880	586	391	投资活动现金流	-5,367	-6,050	-5,594	-5,937	-5,767
无形资产	5,227	5,075	4,736	4,420	4,126	银行借款	11,005	9,369	7,808	7,808	7,808
非流动资产	49,389	50,243	51,916	53,512	54,791	筹资活动现金流	-5,137	-4,454	-1,539	110	185
资产合计	77,470	81,016	95,277	102,078	119,452	现金净增加额	-1,189	443	-3,543	11,840	-1,430
短期借款	1,417	1,561	0	0	0	期初现金	11,686	10,519	10,988	7,445	19,285
应付款项	11,132	14,097	21,978	21,346	30,073	期末现金	10,519	10,988	7,445	19,285	17,856
流动负债	11,132	14,097	21,978	21,346	30,073						
长期借款	9,588	7,808	7,808	7,808	7,808						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	11,892	9,105	10,390	10,382	10,254						
负债合计	30,948	32,170	40,916	40,926	50,253						
股本	4,983	4,983	4,983	4,983	4,983						
资本公积	20,808	20,919	20,919	20,919	20,919						
留存收益	20,735	22,856	28,280	34,985	42,916						
归母股东权益	46,339	48,657	54,080	60,786	68,716						
少数股东权益	183	189	280	366	482						
负债和权益总计	77,470	81,016	95,277	102,078	119,452						
利润表											
	单位:百万元					财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	54,491	69,897	90,657	112,837	134,903	成长能力指标					
营业成本	45,429	58,789	76,037	94,946	113,628	营业收入增速	16.7%	28.3%	29.7%	24.5%	19.6%
税金及附加	471	542	725	917	1,074	营业利润增速	10.5%	18.1%	56.0%	20.6%	18.4%
销售费用	693	706	1,160	1,339	1,563	归母净利润增速	23.4%	19.9%	49.7%	23.6%	18.3%
管理费用	2,543	2,825	3,663	4,560	5,451	盈利能力指标					
研发费用	2,317	2,785	3,851	4,695	5,573	毛利率	16.6%	15.9%	16.1%	15.9%	15.8%
财务费用	244	-47	-169	-257	-466	净利率	5.6%	5.3%	6.1%	6.0%	6.0%
资产减值损失	-447	-926	0	0	0	ROE	6.5%	7.5%	10.1%	11.1%	11.6%
公允价值变动	43	-38	49	18	10	ROIC	4.9%	5.8%	8.2%	9.2%	9.8%
投资净收益	107	261	99	80	50	偿债能力					
营业利润	3,277	3,871	6,038	7,280	8,619	资产负债率	39.9%	39.7%	42.9%	40.1%	42.1%
营业外收支	-23	-22	-32	-26	-27	净负债比率	0.67	0.66	0.75	0.67	0.73
利润总额	3,254	3,849	6,006	7,254	8,593	流动比率	1.47	1.33	1.42	1.59	1.62
所得税	212	172	491	463	545	速动比率	1.10	0.98	0.92	1.19	1.12
净利润	3,042	3,677	5,515	6,791	8,047	营运能力					
少数股东损益	20	53	91	85	117	总资产周转率	0.70	0.86	0.95	1.11	1.13
归母净利润	3,021	3,624	5,424	6,705	7,931	应收账款周转率	5.78	6.43	4.55	6.92	5.13
EBITDA	8,550	9,190	10,575	12,107	13,745	存货周转率	8.15	9.76	6.30	10.16	7.28
						每股指标					
						每股收益	0.61	0.73	1.09	1.35	1.59
						每股经营性现金流	1.87	2.19	0.67	3.50	0.77
						每股净资产	9.34	9.80	10.91	12.27	13.89
						估值比率					
						市盈率	47.01	39.19	26.18	21.18	17.91
						市销率	2.61	2.03	1.57	1.26	1.05
						市净率	3.05	2.91	2.61	2.32	2.05
						EV/EBIT	43.40	38.55	27.21	21.10	18.96
						EV/EBITDA	19.00	17.76	16.59	13.52	12.69

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888 传真：021-68728700 服务热线：956021

邮政编码：200124 邮箱：ajzq@ajzq.com 网址：<http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内公司的股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。