

行业龙头受益玻璃盖板量价齐升，多措并举 凸显平台型发展格局

买入（维持）

2019年11月04日

证券分析师 王平阳

执业证号：S0600519060001

021-60199775

wangpingyang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	27,717	37,751	44,203	50,913
同比（%）	16.9%	36.2%	17.1%	15.2%
归母净利润（百万元）	637	1,851	2,502	3,118
同比（%）	-68.9%	190.5%	35.2%	24.6%
每股收益（元/股）	0.16	0.47	0.64	0.79
P/E（倍）	83.84	28.86	21.35	17.13

投资要点

- 深耕玻璃盖板市场，行业龙头业绩拐点来临：**公司主要从事外观防护零部件的研发和销售，在玻璃盖板市场的出货量位居全国首位，龙头地位显著。凭借强大的研发储备创新能力以及高效的生产运营管理，公司市场份额进一步提升，随着5G换机潮的到来，公司未来业绩的成长动能充足。
- 5G和3D玻璃升级推动玻璃盖板量价齐升，市场规模有望持续增长：**5G智能手机有望成为全球智能手机产业发展的新动能，其中MIMO天线和毫米波通信的技术升级将推动智能手机机壳材料非金属化。玻璃盖板品质与性价比兼备，5G时代的产品用量有望显著增长。此外，玻璃盖板对无线充电功能的适配性较好，随着无线充电功能在智能手机市场的普及，玻璃盖板的市场需求有望进一步增加。同时，智能手机玻璃前盖防护由2D/2.5D向3D玻璃升级趋势明显，伴随着玻璃材料耐磨性和强度不断突破以及玻璃盖板的彩色光学效果的差异化设计，智能手机玻璃盖板的单机价值量有望持续提升，从而推动玻璃盖板市场持续增长。
- 深耕玻璃制造强化核心竞争优势，多元布局凸显平台型格局：**公司在手机玻璃盖板制造领域掌握核心技术，不断优化玻璃制程和工艺，提升产品品质和良率，市场领先优势显著。公司积极推进生产自动化和智能制造，显著提高公司在3D玻璃等玻璃盖板产品的工艺精度和生产效率，规模优势显著。同时，公司深耕消费电子产品防护玻璃领域，积累了众多优质、稳定的客户资源，对公司经营的稳定性和保证收入质量起到关键作用，也有利于公司投入更多资源用于研发，从而形成经营的良性循环，保证公司的市场竞争力。
- 多元化新材料布局，平台型发展格局开拓成长新空间：**公司积极拓展新兴业务，丰富产品布局，在蓝宝石、陶瓷、金属、生物识别、触控模组等制造及生产自动化领域投入了大量资源，逐步构建起平台型竞争优势。未来随着新品开发和市场拓展的稳步推进，公司长期成长动能充足。
- 盈利预测与投资评级：**公司深耕玻璃盖板领域，龙头地位显著，有望充分受益5G、无线充电以及3D玻璃升级等推动的防护玻璃市场的增长。我们预计公司2019-2021年营业收入分别为377.51、442.03、509.13亿元，增长36.2%、17.1%、15.2%；2019-2021年归母净利润分别为18.51、25.02、31.18亿元，增长190.5%、35.2%、24.6%，实现EPS为0.47、0.64、0.79元，对应PE为29、21、17倍。参考可比公司估值，给予蓝思科技2020年30倍目标PE，目标价19.20元，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游应用市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.60
一年最低/最高价	5.81/14.50
市净率(倍)	3.12
流通A股市值(百万元)	53191.35

基础数据

每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	61.62
总股本(百万股)	3926.87
流通A股(百万股)	3911.13

相关研究

内容目录

1. 深耕玻璃盖板市场，行业龙头业绩拐点来临	5
1.1. 深耕玻璃盖板市场，龙头地位显著	5
1.2. 立足防护产品业务，积极拓展产业链布局	5
1.3. 研发创新和精益管理显现成效，经营业绩拐点来临	6
2. 玻璃盖板市场迎来量价齐升，市场规模有望持续增长	9
2.1. 5G、无线充电推动玻璃盖板渗透率提升，产品用量有望显著增长	9
2.2. 3D 玻璃升级、玻璃性能优化和光学效果设计驱动产品价值量提升	11
3. 深耕玻璃制造强化核心竞争优势，玻璃盖板龙头强者恒强	14
4. 多元化新材料布局，平台型发展格局开拓成长新空间	16
4.1. 蓝宝石前景光明，公司积极推进产能扩张	16
4.2. 开拓陶瓷新材料，布局未来新市场	17
5. 盈利预测与投资评级	20
5.1. 核心假设	20
5.2. 估值与投资建议	20
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2019 年三季度)	5
图 3: 公司玻璃盖板产品	6
图 4: 公司产品多元化布局	6
图 5: 公司营业收入变化	7
图 6: 公司归母净利润变化	7
图 7: 2019 年 H1 公司营收结构	7
图 8: 公司毛利率变化	8
图 9: 公司净利率变化	8
图 10: 公司经营活动现金净流量变化	8
图 11: 全球智能手机出货量变化 (单位: 百万台)	9
图 12: 4x4 MIMO 技术示意图	10
图 13: 5G 采用了毫米波频段进行通信	10
图 14: 不同材质机壳材料对比	11
图 15: 玻璃盖板渗透率变化	11
图 16: 无线充电示意图	11
图 17: 无线充电渗透率变化	11
图 18: 3D 瀑布屏玻璃产品	12
图 19: 柔性 OLED 显示屏	12
图 20: 小米 9 配备康宁第六代大猩猩玻璃	12
图 21: Oppo Reno 配备康宁第六代大猩猩玻璃	12
图 22: 华为 P30 手机采用彩色玻璃盖板	13
图 23: iPhone 11 手机采用玻璃机身回归多彩设计	13
图 24: 全球智能手机盖板材料市场规模占比变化	13
图 25: 公司积极推进生产自动化和智能制造	14
图 26: 公司客户资源优质	15
图 27: 蓝宝石晶体	16
图 28: 蓝宝石晶体特性优良	16
图 29: 2017 年全球蓝宝石材料市场结构	16
图 30: 蓝宝石应用广泛	16
图 31: 公司蓝宝石产品	17
图 32: 氧化锆陶瓷手机盖板	17
图 33: 氧化锆陶瓷特性优良	17
图 34: 小米 MIX3 采用陶瓷盖板	18
图 35: Apple Watch Editions 采用陶瓷后盖	18
图 36: 公司精密陶瓷产品	18
图 37: 公司产品线不断丰富	19
图 38: 公司收入预测 (百万元)	20
图 39: 可比公司估值	21

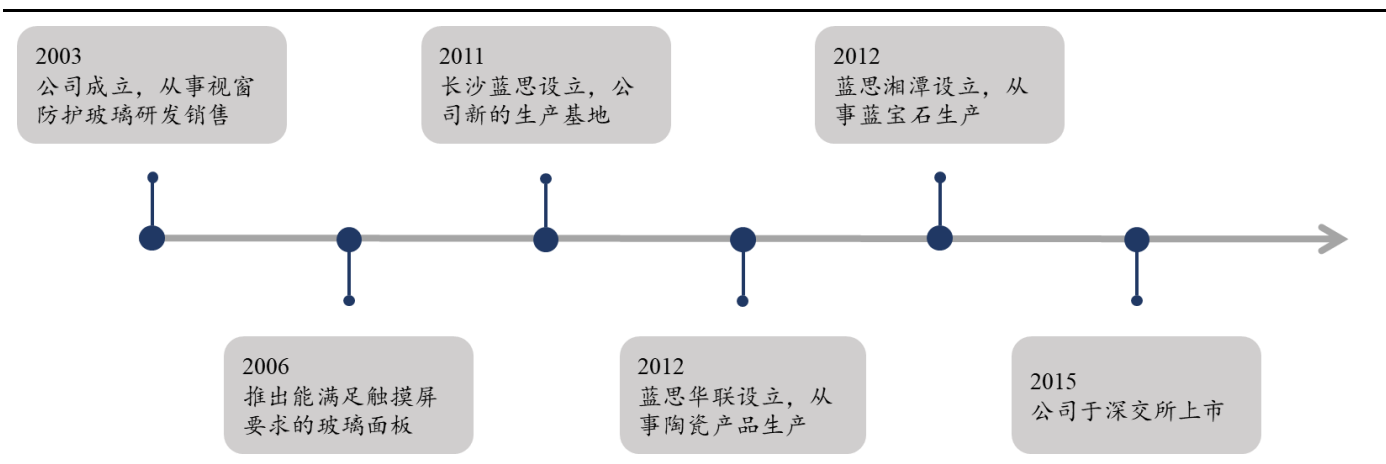
表 1：玻璃盖板由 2D、2.5D 向 3D 玻璃升级.....	12
表 2：公司掌握玻璃盖板制造核心技术	14

1. 深耕玻璃盖板市场，行业龙头业绩拐点来临

1.1. 深耕玻璃盖板市场，龙头地位显著

蓝思科技成立于2003年，2015年于创业板上市。公司主要从事外观防护零部件的研发和销售，主要产品包括玻璃、蓝宝石和陶瓷等材质的视窗和防护零部件，相关产品广泛应用于智能手机、平板电脑、可穿戴产品和智能汽车等领域。目前，公司在玻璃盖板市场的出货量位居全国首位，龙头地位显著。

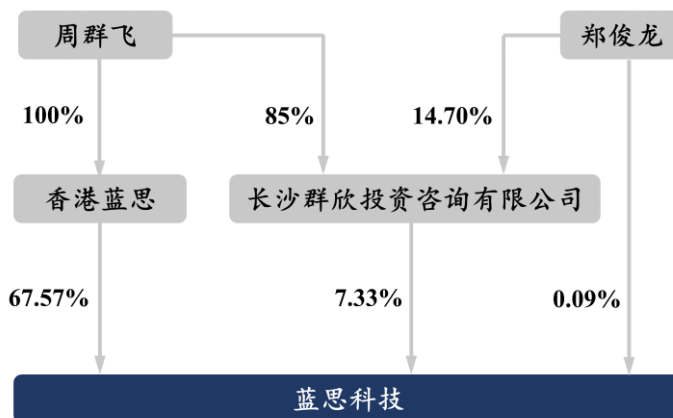
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

香港蓝思持有67.57%的公司股份，为公司控股股东。周群飞、郑俊龙夫妇通过香港蓝思和群欣公司合计持有74.97%的公司股份，为公司实际控制人。

图2：公司股权结构（截至2019年三季报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 立足防护产品业务，积极拓展产业链布局

公司目前形成了手机防护玻璃、平板电脑防护玻璃和新材料及金属等外观防护产品布局，凭借持续领先的研发投入，公司具备了从专用模具开发设计、专用生产设备研制

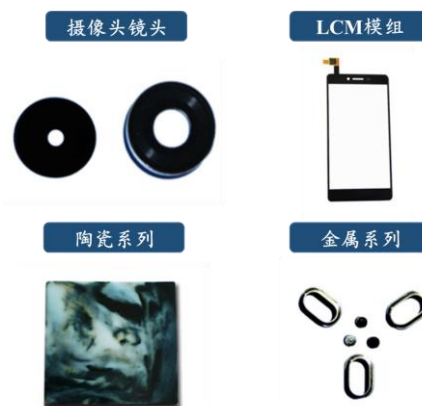
开发、专用产品快速研发和规模生产的能力，外观防护产品的工艺、技术和生产规模一直稳居国际领先地位。

图 3：公司玻璃盖板产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 4：公司产品多元化布局



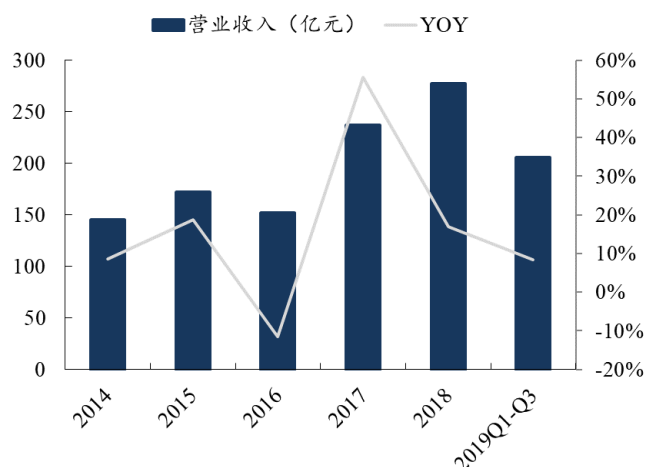
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

近年来，公司紧跟消费电子产品技术升级带来的整机更新热潮，积极跟踪各大品牌对上游技术要求的发展动态，抢先开发和率先投入，进一步延伸产业链，目前公司业务已经覆盖视窗防护玻璃、触摸屏单体、触摸屏模组、摄像头、按键、陶瓷和金属配件等。

1.3. 研发创新和精益管理显现成效，经营业绩拐点来临

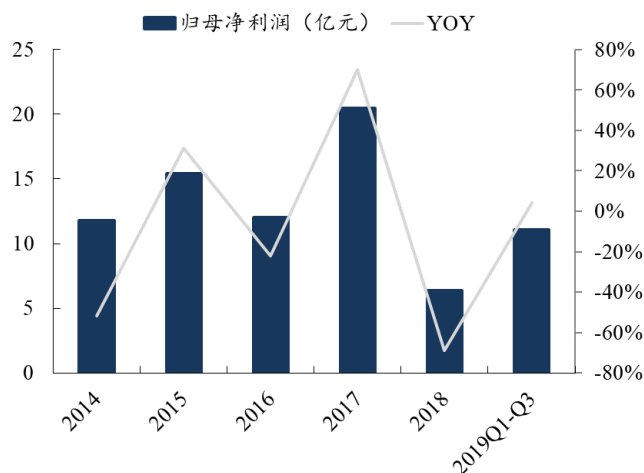
2018 年，公司实现营业收入 277.17 亿元，同比增长 16.94%，归母净利润 6.37 亿元，同比下降 68.88%。2019 年前三季度，公司实现营业收入 205.95 亿元，同比增长 8.43%，归母净利润 11.09 亿元，同比增长 4.11%。三季度公司业绩实现大幅度反转，主要得益于：2019 年第三季度前后，全球消费电子各大知名品牌客户陆续发布了新一代中高端智能消费电子产品，市场销售情况向好。公司各类高技术门槛核心产品，如瀑布式 3D 玻璃、磨砂质感一体式玻璃后盖、幻影效果玻璃后盖等，均获得了全球各大知名品牌客户的使用，市场份额稳步提升。凭借强大的研发储备创新能力以及高效的生产运营管理，公司保障了全球各大品牌客户对大量新产品的顺利交付，产能利用率进一步提升，在智能手机、智能穿戴式设备、平板电脑、笔记本电脑、智能家居家电、智能汽车等各业务板块均实现了高质量增长，从而推动业绩增长。

图 5：公司营业收入变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：公司归母净利润变化

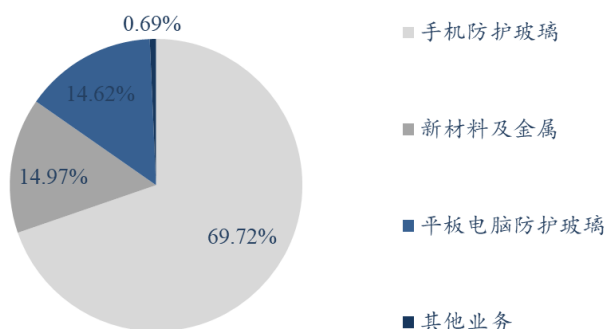


数据来源：Wind，东吴证券研究所

随着下半年消费电子旺季的到来，公司主要国内外客户的新产品将陆续发布，公司的产能和高交付率的优势将逐渐显现，同时公司持续提升产线的智能制造水平，降低生产成本，提高产能效率，公司未来业绩的成长动能充足。

从收入构成来看，公司主营业务突出。2019 年上半年手机、平板电脑防护玻璃占营收比重达 84.34%，此外，新材料及金属业务在营收中的比重为 14.97%。

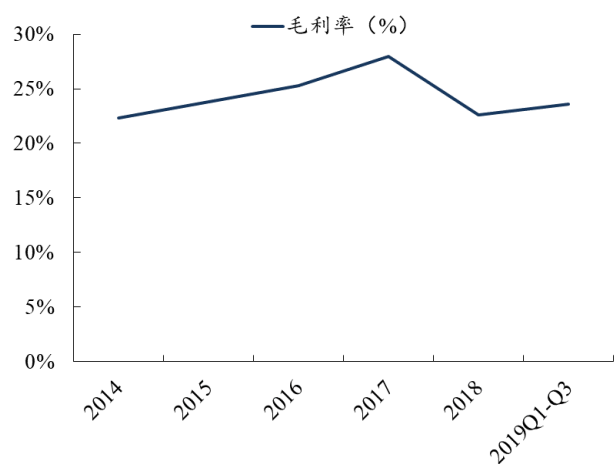
图 7：2019 年 H1 公司营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

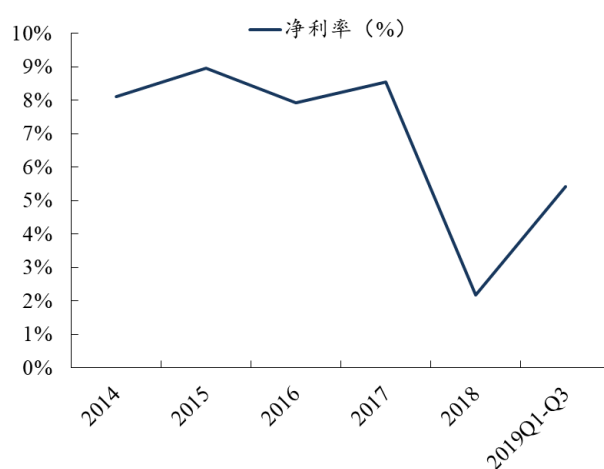
2018 年，公司毛利率为 22.63%，同比下降 5.33 个百分点，净利率为 2.17%，同比下降 6.37 个百分点。2019 年前三季度，公司毛利率为 23.57%，同比增长 0.53 个百分点，净利率为 5.42%，同比增长 0.01 个百分点。公司盈利能力逐步改善，随着 2019 年下半年消费电子旺季的到来，公司国际大客户新品有望逐步放量，同时公司持续优化玻璃、陶瓷等产品的制造工艺，提升产品附加值，有望带动高毛利产品占比提升，此外，公司产线自动化水平不断提升，有望显著改善公司的生产和管理成本，从而提升公司盈利能力。

图 8：公司毛利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

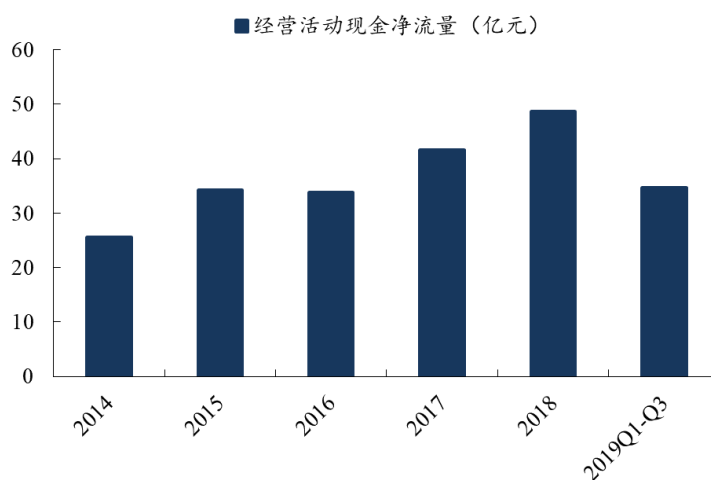
图 9：公司净利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 48.73 亿元，2019 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 34.70 亿元，总体经营状况呈现良性发展。

图 10：公司经营活动现金净流量变化



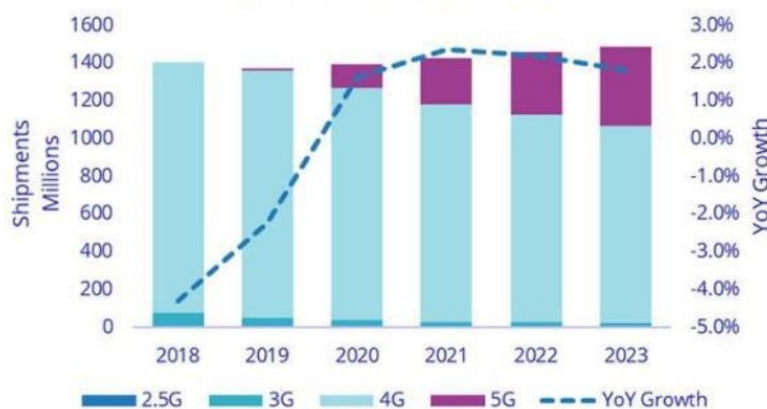
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 玻璃盖板市场迎来量价齐升，市场规模有望持续增长

2.1. 5G、无线充电推动玻璃盖板渗透率提升，产品用量有望显著增长

随着 5G 商用进程的加速推进，5G 手机将成为全球智能手机产业发展的新动能。5G 相对于 4G 在大带宽、低延时和广域连接等方面有大幅革新，对移动设备应用的影响更为深远。根据 IDC 的数据，2019 年全球 5G 手机渗透率仅为 0.5% 左右，未来有望加速渗透，带动 5G 手机销量快速增长，根据 IDC 的预测，2023 年全球 5G 手机出货量有望达到 4.01 亿台，同比增长 23.9%。

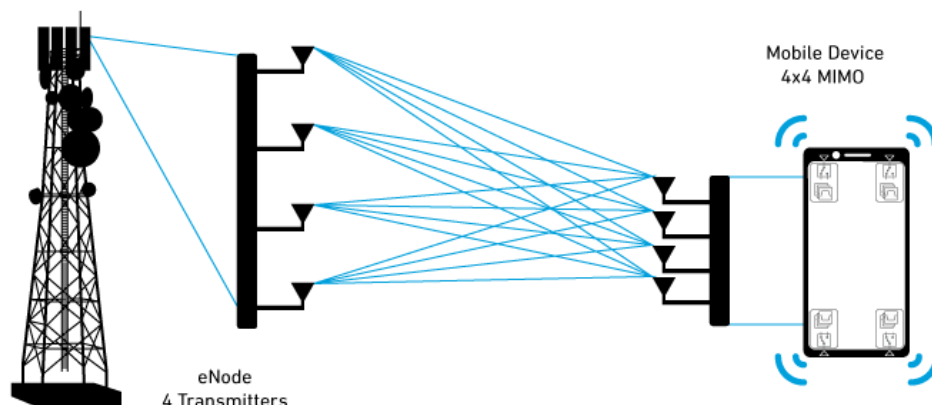
图 11：全球智能手机出货量变化（单位：百万台）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

5G 时代 MIMO 天线和毫米波通信的升级推动手机机壳材料非金属化。5G 高频、高速和大带宽特性的实现有赖于 MIMO 天线、毫米波通信等无线通信技术的升级。MIMO 天线技术使用多天线组合实现宽频带范围内的无线通信，根据 Qorvo 的估算，在 Sub-6G 频段，5G NR 使用 4x4 MIMO 技术，因而需要 4 根天线，LTE 也需要配置 4 根天线，同时，Wi-Fi 使用 2x2 MIMO 技术，需要两根天线，此外，GPS 系统也需配置一定数量的天线，因此，5G 手机内部天线数量将大幅增加，天线系统设计复杂度显著提升。MIMO 天线系统的升级对电磁干扰的敏感度更高，需要在信号传输过程中尽可能减少干扰。而金属机壳在天线传输信号的过程中会形成较强的电磁干扰，导致手机收发信号的强度不均，进而影响 MIMO 天线的性能。

图 12: 4x4 MIMO 技术示意图



数据来源: Qorvo, 东吴证券研究所

此外, 5G 采用了毫米波频段的通信技术, 而毫米波的波长较长, 其穿透性较差, 对智能手机在无线通信过程中的介电损耗、插入衰减等性能提出了更高的要求, 而金属机壳的电磁屏蔽效应会严重影响毫米波的通讯信号强度。

图 13: 5G 采用了毫米波频段进行通信



数据来源: Ofweek, 东吴证券研究所

玻璃盖板品质与性价比兼备, 5G 时代的产品用量有望显著增长。传统金属机壳受制于信号屏蔽等影响在 5G 手机市场的应用受限, 非金属材质的机壳在 5G 手机市场的潜力凸显。在非金属材料材质的机壳中, 玻璃盖板的电磁屏蔽效应较弱, 并且相比陶瓷、塑料等其他非金属材料, 玻璃具有足够的耐磨性、可塑性和强度, 同时重量更轻, 符合手机轻薄化的趋势。同时, 玻璃盖板的产业链配套更为完善, 原材料供给较为充足, 生产工艺相对较为成熟, 且良率较高, 因而具备更优的产品性价比, 适合于大规模商用。因此, 在 5G 时代, 玻璃材质成为了可兼顾品质与成本的主流机壳方案, 未来有望在 5G 手机市场加速渗透, 根据 Counterpoint 数据, 2020 年, 玻璃盖板在智能手机市场的渗透率将达到 60%。受益于 5G 手机出货量的增长的驱动, 玻璃盖板的用量有望显著增长。

图 14：不同材质机壳材料对比

材质	性能	应用趋势
金属	易屏蔽高频信号，也会阻挡无线充电传输。	5G应用受限
塑料	手感与外观较差，但成本低，加工效率高，易形成较大产能。	中低端机型
陶瓷	手感和外观较好，工艺难度大，产能和良率较低，成本较高。	高端机型
玻璃	良好的质感及光泽度，加工工艺与产能好于陶瓷材质。	主流高端机型

数据来源：电子工程世界，东吴证券研究所

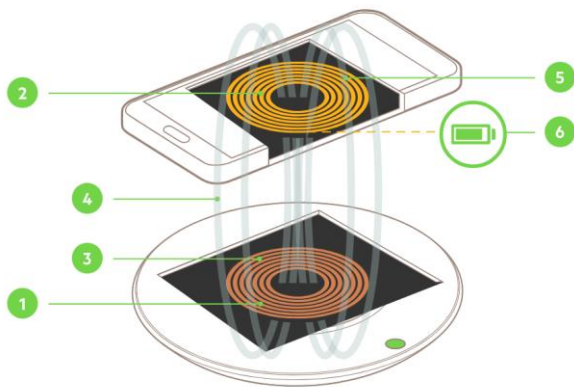
图 15：玻璃盖板渗透率变化



数据来源：Counterpoint，东吴证券研究所

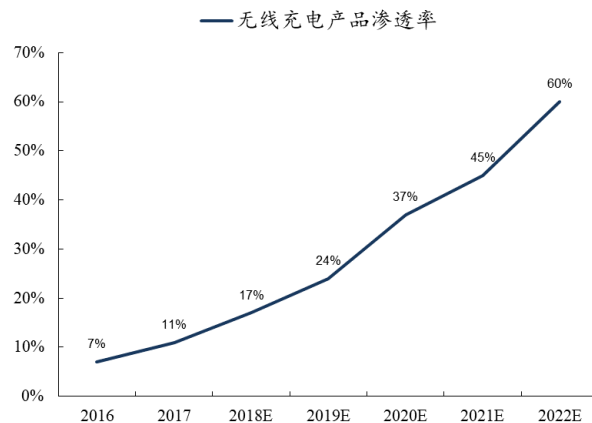
此外，作为一种便捷安全的无线电能传输技术，无线充电是传统终端设备在用户体验上的一次重大革新，在消费电子市场有着广阔的应用前景，未来有望在智能手机市场进一步普及。无线充电的原理是基于手机和充电器内部的电感线圈之间的电磁感应实现电能的传输，金属机壳由于存在电磁屏蔽，会增大无线充电过程中的能量损耗，从而影响充电速度。玻璃盖板对无线充电功能的适配性较好，随着无线充电功能在智能手机市场的普及，玻璃盖板的市场需求有望进一步增加。

图 16：无线充电示意图



数据来源：Belkin，东吴证券研究所

图 17：无线充电渗透率变化



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

2.2. 3D 玻璃升级、玻璃性能优化和光学效果设计驱动产品价值量提升

玻璃前盖防护由 2D/2.5D 向 3D 玻璃升级趋势明显。一方面，3D 玻璃外观新颖，有助于智能手机实现更高的屏占比，符合当前“全面屏”的设计潮流，同时 3D 玻璃弯曲的设计可以带来出色的触控和握持手感，用户体验更佳；另一方面，柔性 OLED 显示屏具有轻薄、色彩表现力强、适合全面屏以及新增侧边显示功能等诸多优势，有望成为新一代显示技术的主流方案。由于柔性 OLED 显示屏的左右两侧呈弯曲状，无法使用传统 2.5D 玻璃作为盖板，因而 3D 玻璃成为柔性 OLED 显示的首选盖板方案，随着 OLED 显

示在智能手机市场的逐步渗透，3D 玻璃有望进一步普及；同时，相比传统的 2.5D 和 2D 玻璃，3D 玻璃在弹性、硬度和散热性等方面具有更好的性能。随着玻璃前盖防护由 2D、2.5D 向 3D 玻璃升级，相应的玻璃盖板的价值量也逐步提升。

图 18: 3D 瀑布屏玻璃产品



数据来源: vivo, 东吴证券研究所

图 19: 柔性 OLED 显示屏



数据来源: vivo, 东吴证券研究所

表 1: 玻璃盖板由 2D、2.5D 向 3D 玻璃升级

特性	2D	2.5D	3D
弹性	低	中	高
硬度	高	中	高
散热性	低	中	高
价值量	约 20 元	约 23 元	约 70 元

数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

玻璃硬度等材料属性不断突破。玻璃材料属性的不断优化，为玻璃盖板的大规模商用进一步扫清障碍。2018 年美国康宁公司发布第六代大猩猩玻璃，通过引入新的玻璃原子团晶体结构改善玻璃的材料特性，第六代大猩猩玻璃产品硬度测试表现比第五代玻璃翻倍，显著提升了玻璃盖板的硬度特性，并在多款智能终端上获得规模化应用。

图 20: 小米 9 配备康宁第六代大猩猩玻璃



数据来源: 小米, 东吴证券研究所

图 21: Oppo Reno 配备康宁第六代大猩猩玻璃



数据来源: OPPO, 东吴证券研究所

玻璃盖板的彩色光学效果设计推动了智能手机产品的差异化。目前，智能手机玻璃盖板的彩色光学效果设计已成为产品差异化的热点。华为在 P30 上采用 9 层纳米光学镀膜技术，实现了丰富的产品配色设计，增强手机带来的视觉体验；此外，iPhone 11 也凭借玻璃机身回归多彩设计。未来，玻璃盖板的彩色设计有望在智能手机市场进一步渗透。

图 22：华为 P30 手机采用彩色玻璃盖板



数据来源：华为，东吴证券研究所

图 23：iPhone 11 手机采用玻璃机身回归多彩设计

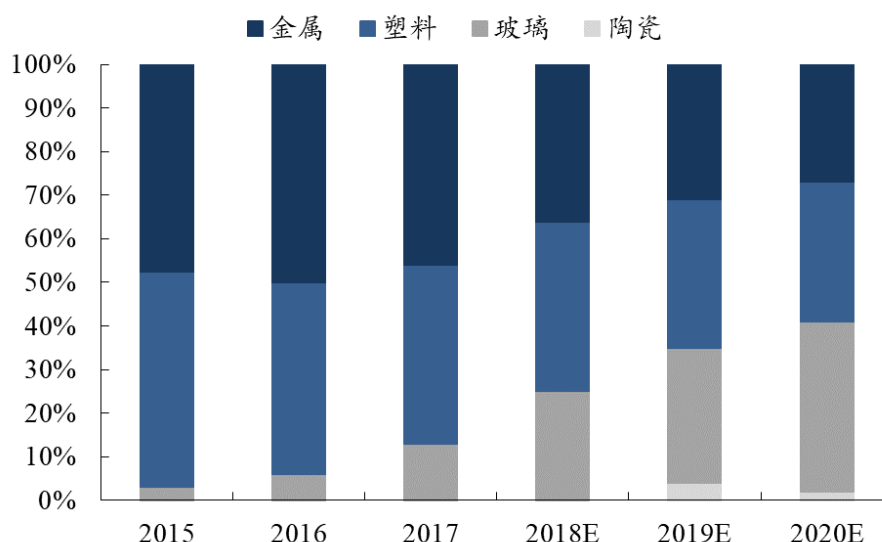


数据来源：Apple，东吴证券研究所

随着新型 3D 玻璃的升级、玻璃材料属性的完善以及彩色玻璃盖板的渗透，玻璃盖板的单机价值量有望持续提升，从而推动玻璃盖板市场持续增长。

2016 年我国手机机壳市场规模约 391.62 亿元，同比增长 11.59%，其中在玻璃、陶瓷、塑料和金属等材质中，玻璃盖板的占比逐渐提升，随着玻璃盖板在 5G、无线充电以及 3D 玻璃升级等推动下迎来量价齐升，玻璃盖板市场规模有望实现快速增长。

图 24：全球智能手机盖板材料市场规模占比变化



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

3. 深耕玻璃制造强化核心竞争优势，玻璃盖板龙头强者恒强

研发创新储备能力叠加领先的工艺技术水平，公司在手机玻璃盖板制造领域的技术领先优势显著。公司在玻璃盖板市场深耕多年，凭借持续、高效、精准的研发创新，公司新品迭代稳步推进，并发布了瀑布式 3D 玻璃、磨砂质感一体式玻璃后盖、幻影效果玻璃后盖等多款新品，产品竞争力显著。同时，3D 曲面玻璃生产过程中面临易变形、易崩边、易破裂等问题，同时玻璃制造工序多，生产难度非常大。公司作为最早进入曲面玻璃行业的企业之一，经过多年的积累和创新，在玻璃盖板制造的多道工序上掌握核心技术，不断优化玻璃制程和工艺，提升产品品质和良率，市场领先优势显著。

表 2：公司掌握玻璃盖板制造核心技术

工艺	核心技术
雕刻	公司雕刻机加工精度可达 0.01mm，且自主开发 CNC 雕刻机。
抛光	将孔位抛光和截面抛光相结合，解决玻璃由于微裂纹而易破碎的问题。
强化	热处理进行钠钾离子交换工艺，大幅提高玻璃的硬度和韧性。
丝印	采用 CCD 成像技术自动定位，实现高精度印刷。
镀膜	在真空状态下，通过离子源辅助按镀膜程序在玻璃表面进行镀膜，使玻璃表面无电荷残留。
热弯	公司从 2014 年即开始进行热弯工艺的生产，积累了丰富的经验。
检测	自主开发 LOGO 偏位检测技术及 CCD 快速检测台技术。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

积极推进生产自动化和智能制造。在 3D 曲面玻璃领域，公司基于丰富的研发和量产经验，开发了全新的自动化生产设备，显著提高公司在 3D 玻璃等玻璃盖板产品的工艺精度和良率。同时，公司在已有的自动化生产及大数据平台的基础上，加速推进生产设备的数字化连接，实现设备数据、工艺数据、检测数据的采集和分析，以及各类生产设备的高度协同，全面提升智能制造水平和生产效率，生产规模优势显著。

图 25：公司积极推进生产自动化和智能制造



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司深耕消费电子产品防护玻璃领域，积累了众多优质、稳定的客户资源。凭借在玻璃制造领域的技术、产品和生产规模的优势，公司与三星、LG、亚马逊、微软、诺基亚、华为、OPPO、VIVO、小米、联想等国内外知名品牌建立了稳定的合作关系。通过与优质客户的合作，公司能够紧跟消费电子产品行业的快速变化，准确把握行业未来的发展动向，有利于公司业务的前瞻性布局。同时，稳定、优质的客户资源对公司经营的稳定性和保证收入质量起到至关重要的作用，也有利于公司投入更多资源用于研发，从而形成经营的良性循环，保证公司的市场竞争力。

图 26：公司客户资源优质



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 多元化新材料布局，平台型发展格局开拓成长新空间

4.1. 蓝宝石前景光明，公司积极推进产能扩张

蓝宝石晶体是最硬的氧化物晶体，具有防划痕、微波透过、高耐磨性、高光学性能等特点，是优良的透红外材料。蓝宝石晶体耐高温，可在接近 2000 摄氏度高温的恶劣条件下工作，并且具有优异的导热功能，是理想的耐高温材料。

图 27：蓝宝石晶体



数据来源：Brilliant，东吴证券研究所

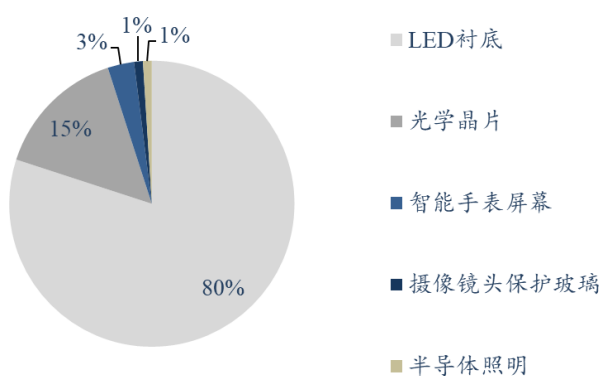
图 28：蓝宝石晶体特性优良

蓝宝石晶体特性	
耐高温	熔点2050摄氏度。
机械硬度高	莫氏硬度9级，仅次于最硬的金刚石。
化学特性稳定	不受酸碱侵蚀。
透红外	广泛应用于耐高温红外窗口材料。

数据来源：中国科学院，东吴证券研究所

蓝宝石材料具有广泛的应用前景。蓝宝石是制造大规模和超大规模集成电路的理想材料，制成的集成电路具有高速、低功耗、高集成度和抗辐射等优点，在超大规模集成电路、微波介质材料、红外窗口等领域有着广泛的应用。目前，蓝宝石主要应用于 LED、手表镜面、窗口片等领域。

图 29：2017 年全球蓝宝石材料市场结构



数据来源：中国粉体网，东吴证券研究所

图 30：蓝宝石应用广泛

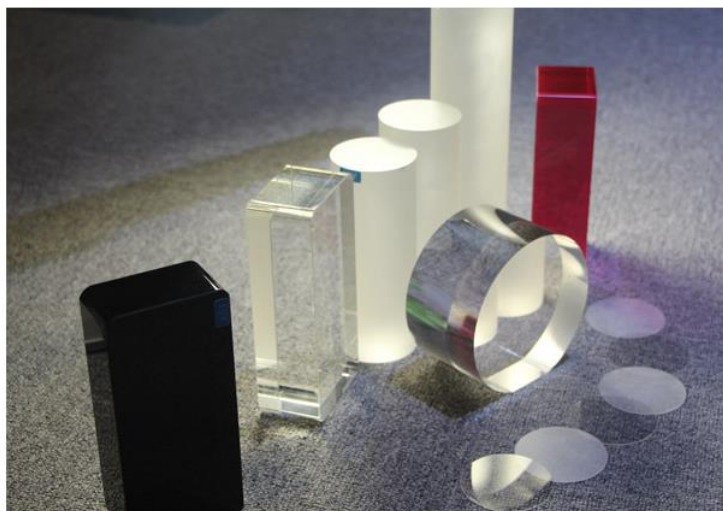


数据来源：Zoomking，东吴证券研究所

公司 2012 年设立蓝思湘潭子公司，主要以生产制造蓝宝石晶体材料、光学镜片为主。公司采用导模法生产蓝宝石，该生产工艺的材料利用率高，可免除对蓝宝石材料的切割、成型等工序，节省加工时间，有效降低成本。与此同时，公司积极自主研发长晶

设备及控制系统，有效缩短晶体生产周期，大大降低能耗。公司蓝宝石产品长晶技术优良，已达到国际领先水平，并开发出多项高端应用产品，应用于蓝宝石摄像头保护晶片、指纹识别保护镜片、智能穿戴设备防护屏等领域中。

图 31：公司蓝宝石产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

目前，公司已打通从蓝宝石长晶设备开发、规模化长晶生产、晶体材料深加工到各种规格应用产品批量制造的全产业链，未来可为全球市场提供低成本、高普及率的蓝宝石产品。同时，公司蓝宝石项目建设稳步推进，预计建成后将具备年产 3 亿片蓝宝石摄像头保护镜片、2.4 亿片指纹识别保护镜片和 3000 万片智能穿戴设备防护屏的能力，规模优势显著。

4.2. 开拓陶瓷新材料，布局未来新市场

智能终端的防护件材料除了玻璃和蓝宝石，氧化锆陶瓷材料也有广泛应用。氧化锆陶瓷的强度、耐磨性、韧性、可塑性等物理特性均属上乘，同时具备出色的外观和产品体验，是一种上佳的电子终端外观件材料。

图 32：氧化锆陶瓷手机盖板



数据来源：通州湾新材料科技，东吴证券研究所

图 33：氧化锆陶瓷特性优良

氧化锆陶瓷特性	
机械特性	耐磨损、硬度高。
温度特性	≤1000°C 不变形、不扭曲。
化学稳定性	抗氧化，不受酸碱侵蚀。
物理特性	硬度接近天然钻石，比金属轻。

数据来源：德澳美陶瓷，东吴证券研究所

当前，陶瓷材料主要用于智能手机和可穿戴设备中。在智能手机中，陶瓷材料用于制造指纹识别模组盖板和手机后盖，具有极佳的外观效果，受到消费者的热捧。由于氧化锆陶瓷材料具有极佳的亲肤性，所以也大量用于可穿戴设备中，例如 Apple Watch 的后盖就是采用氧化锆陶瓷材料。

图 34：小米 MIX3 采用陶瓷盖板



数据来源：小米，东吴证券研究所

图 35：Apple Watch Editions 采用陶瓷后盖



数据来源：Apple，东吴证券研究所

公司 2012 年成立蓝思华联子公司，致力于开拓消费电子陶瓷业务。公司采用外购氧化锆粉体的模式，然后自行完成胚料制造、烧结到后段加工的全制程，并于 2015 年上半年开始逐步量产。经过多年的工艺优化，公司有效改善了陶瓷的易碎缺陷，并通过调整传统配方、创新成型烧制工艺来增强陶瓷耐磨、抗摔伤、抵冲击的性能。目前，公司已经可以量产用于消费电子外壳、按键、保护片的陶瓷器件，并已成功向终端用户供货。随着氧化锆陶瓷产品成本的进一步下降，公司将有望迎来新的业绩增长。

图 36：公司精密陶瓷产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

新业务不断开拓，平台型公司格局显现。基于在防护玻璃领域的技术积累，公司积极拓展新兴业务，丰富产品布局，在蓝宝石、精密陶瓷、精密金属、生物识别、触控模组等制造及生产自动化领域投入了大量资源。目前，公司已经具备了成熟的蓝宝石长晶设备制造、蓝宝石生产、后段加工的全产业链生产制造能力，精密陶瓷粉体原材料及胚

料制造、烧结、后段加工能力，精密金属结构件、生物识别模组、触控模组等批量生产能力，逐步构建起平台型竞争优势。未来随着新品开发和市场拓展的稳步推进，公司长期成长动能充足。

图 37：公司产品线不断丰富



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 核心假设

手机防护玻璃：公司在手机防护玻璃领域掌握核心技术，产品线布局完善，产品迭代稳步推进，龙头地位显著。受益于下游 5G 手机换机潮对高品质 3D 防护玻璃的需求增长，公司手机防护玻璃产品的价值量和出货量有望快速增长，从而带动营收规模快速增长。预计 2019-2021 年该业务实现营收 268.03/313.84/361.48 亿元，同比增长 38.45%/17.09%/15.18%。

平板电脑防护玻璃：公司在平板电脑防护玻璃领域技术储备深厚，相关产品在品质和成本等方面的竞争优势显著。受益于 5G 对消费电子市场需求的带动，公司平板电脑防护玻璃业务的营收规模有望持续增长。预计 2019-2021 年该业务实现营收 33.95/39.28/45.12 亿元，同比增长 24.67%/15.72%/14.86%。

新材料及金属：公司在新材料及金属领域积极开拓，新品推出稳步推进，产品竞争力显著。受益于消费电子市场对新材料及金属制品需求的增长，公司该项业务的营收规模有望持续增长。预计 2019-2021 年该业务实现营收 60.42/71.23/82.06 亿元，同比增长 35.59%/17.88%/15.21%。

图 38：公司收入预测（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
手机防护玻璃	19359.69	26803.32	31384.31	36148.46
YOY	15.02%	38.45%	17.09%	15.18%
毛利率	22.32%	25.42%	26.41%	27.52%
平板电脑防护玻璃	2722.95	3394.61	3928.29	4512.22
YOY	7.68%	24.67%	15.72%	14.86%
毛利率	6.94%	14.95%	15.15%	15.55%
新材料及金属	4456.12	6042.18	7122.52	8206.13
YOY	8.81%	35.59%	17.88%	15.21%
毛利率	19.79%	21.56%	22.56%	22.76%
其他	1178.74	1511.05	1768.13	2046.53
YOY	377.90%	28.19%	17.01%	15.75%
毛利率	74.72%	74.56%	75.26%	75.84%
合计	27717.50	37751.16	44203.25	50913.34
YOY	16.94%	36.20%	17.09%	15.18%
毛利率	22.63%	25.83%	26.74%	27.63%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 估值与投资建议

公司深耕以防护玻璃为代表的外观防护零部件领域，市场竞争力显著，有望充分受益 5G、无线充电以及 3D 玻璃升级等推动的防护玻璃市场的增长。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 377.51、442.03、509.13 亿元，增长 36.2%、17.1%、15.2%；

2019-2021 年归母净利润分别为 18.51、25.02、31.18 亿元，增长 190.5%、35.2%、24.6%，实现 EPS 为 0.47、0.64、0.79 元，对应 PE 为 29、21、17 倍。参考可比公司估值，给予蓝思科技 2020 年 30 倍目标 PE，目标价 19.20 元，给予“买入”评级。

图 39：可比公司估值

公司	总市值/亿元	收盘价	EPS			PE		
			19E	20E	21E	19E	20E	21E
三环集团	323.71	18.57	0.59	0.74	0.89	31.40	25.00	20.94
长盈精密	137.39	15.10	0.46	0.68	0.83	32.63	22.22	18.14
顺络电子	170.78	21.18	0.59	0.79	1.01	35.83	26.87	21.02
平均值	210.62	18.28	0.55	0.74	0.91	33.29	24.70	20.03
蓝思科技	534.05	13.60	0.47	0.64	0.79	28.86	21.35	17.13

数据来源：Wind，东吴证券研究所

（总市值、收盘价数据更新到 2019 年 11 月 3 日；除蓝思科技外，其余公司 EPS、PE 数据均来自 wind 一致预期）

6. 风险提示

1) 下游应用市场需求不及预期: 若消费电子市场需求不及预期, 公司产品销售可能受到影响, 从而影响公司营收的增长。

2) 新品推出不及预期: 3D 玻璃等产品研发的专业化程度较高, 存在一定技术壁垒, 技术开发难度和研发投入大, 若新一代产品研发进度不及预期, 公司核心业务的营收规模和增速可能受到影响。

2) 客户开拓不及预期: 由于下游需求放缓, 导致公司与主要客户的稳定合作关系发生变动或客户开拓不及预期, 将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,397	16,933	16,079	21,754	营业收入	27,717	37,751	44,203	50,913
现金	4,497	2,026	2,339	2,880	减:营业成本	21,445	28,015	32,396	36,841
应收账款	6,180	10,069	8,957	12,957	营业税金及附加	230	292	351	401
存货	2,760	3,733	3,776	4,763	营业费用	557	1,661	1,494	2,054
其他流动资产	960	1,106	1,007	1,155	管理费用	2,031	4,738	5,340	6,318
非流动资产	28,743	35,303	38,437	41,283	财务费用	614	563	1,416	1,320
长期股权投资	34	35	35	36	资产减值损失	833	378	442	509
固定资产	22,730	29,409	32,468	35,072	加:投资净收益	-21	-43	-1	-15
在建工程	1,414	1,024	739	587	其他收益	23	-1	7	5
无形资产	2,599	2,910	3,288	3,679	营业利润	1,116	2,061	2,771	3,460
其他非流动资产	1,967	1,925	1,907	1,909	加:营业外净收支	-191	0	0	0
资产总计	43,140	52,236	54,516	63,037	利润总额	926	2,061	2,771	3,460
流动负债	19,993	27,872	29,008	35,766	减:所得税费用	325	288	388	484
短期借款	9,575	15,000	16,000	20,000	少数股东损益	-36	-79	-119	-143
应付账款	7,032	9,148	9,562	11,714	归属母公司净利润	637	1,851	2,502	3,118
其他流动负债	3,386	3,725	3,446	4,052	EBIT	1,718	2,873	3,789	4,587
非流动负债	6,060	5,602	4,730	3,795	EBITDA	3,870	5,167	6,677	7,949
长期借款	5,257	4,800	3,927	2,993					
其他非流动负债	802	802	802	802	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	26,053	33,475	33,738	39,561	每股收益(元)	0.16	0.47	0.64	0.79
少数股东权益	32	-46	-165	-308	每股净资产(元)	4.34	4.79	5.33	6.06
归属母公司股东权益	17,055	18,807	20,943	23,784	发行在外股份(百万股)	3927	3927	3927	3927
负债和股东权益	43,140	52,236	54,516	63,037	ROIC(%)	3.3%	6.1%	7.6%	8.1%
					ROE(%)	3.5%	9.4%	11.5%	12.7%
					毛利率(%)	22.6%	25.8%	26.7%	27.6%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	2.3%	4.9%	5.7%	6.1%
经营活动现金流	4,873	2,298	7,902	5,204	资产负债率(%)	60.4%	64.1%	61.9%	62.8%
投资活动现金流	-9,201	-8,897	-6,016	-6,219	收入增长率(%)	16.9%	36.2%	17.1%	15.2%
筹资活动现金流	2,809	4,129	-1,573	1,555	净利润增长率(%)	-68.9%	190.5%	35.2%	24.6%
现金净增加额	-1,260	-2,471	314	540	P/E	83.84	28.86	21.35	17.13
折旧和摊销	2,152	2,294	2,888	3,363	P/B	3.13	2.84	2.55	2.25
资本开支	9,094	6,559	3,134	2,846	EV/EBITDA	17.01	14.13	10.90	9.47
营运资本变动	-56	-2,375	1,222	-2,464					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

