



2019-12-12

公司点评报告

买入/维持

蓝思科技(300433)

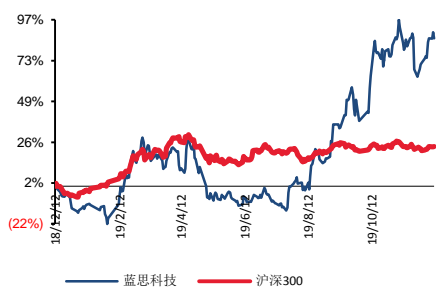
目标价: 17.40

昨收盘: 13.90

信息技术 技术硬件与设备

## 风物长宜放眼量，来年春起见真章

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,155/4,139
总市值/流通(百万元)	57,751/57,532
12 个月最高/最低(元)	14.70/5.83

### 相关研究报告:

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

**短期调整与媒体报道不应过度解读。**公司 11 月 22 日前后出现了一定程度的调整，市场传闻颇多，对公司正常的公告进行了不必要的臆断和曲解。近期我们参与了公司的联合调研，公司在投资者交流中也正面回答了市场上的各种疑问。我们认为对这类自媒体的文章并不应该过多的解读，任何个股都会有短期波动，但长维度的变化一定还是由公司的内在实力和长期成长性决定。

截至本报告发布日，公司市值已经自调整后再度回到 580 亿以上，我们预测公司今年利润有望上升至 20 亿左右，明年成长至 28 亿左右，当下市值即使摊薄剩余可转债的未来可能转股稀释，对明年的动态估值也在 20 倍左右，具备足够安全边际。

**也谈“重”资产：在技术领先的前提下，核心资产的有效、有序从来都是最好的竞争护城河。**在我们推荐蓝思的过程中，市场一直有一些声音质疑它“重”资产的特性。而我们认为，有效的“重”，有序地变“重”是核心竞争力的根本保障。对于蓝思科技而言，要成为行业及细分领域的全球冠军，并持续领航行业，适当的“重”，是现在与未来的保障。玻璃盖板的制造，涉及到上百道不同的工序，不同的工艺需求，对应着不同的制程设备。消费电子动辄上百万上千万片的玻璃需求，以及对上游越来越短的交付周期，供应商不仅要能满足日益苛刻的玻璃表面工艺需求提升，还必须能超快速交付，供应垂直起量。从蓝思创新研发，稳定量产的多款幻影、渐变、多彩、磨砂背盖玻璃，以及 3.5D 前盖等产品来看，在过去三年逆周期阶段，蓝思在土地、厂房、设备等方面持续进行战略性资本投入，充分奠定了公司在长周期竞争的领先优势，也设置了行业中长周期较高的准入门槛，进一步拉大与各个细分领域竞争者的领先距离。蓝思高效而有序地执行战略布局，也是其他竞争对手难以短期逾越或复制的高墙。

**外观件，对于消费者来说，是智能手机终端品牌价值最直接的体现：**

从今年开始，我们明显感觉到各大品牌厂商对外观件的重视程度非常高，周期性战略投入意图明显，尤其是炫彩、幻影、磨砂等全新背板元素的出现，使得手机外观的表现形式与色彩出现了很大的改观，这种变化尤其在今年下半年的机型中得到了淋漓尽致的体现。通过在玻璃表面将镀膜、UV 转印等技术与 3D 光刻全面融合，在渐变色的基础上可以做出非常复杂的 3D 幻影的纹路，而以 iPhone11 背盖为代表的磨砂化处理，不仅能够打造均衡细腻的凹凸表面，拥有金属的质感，

同时还能防指纹，这类工艺所需要的喷砂、或 AG 刻蚀以及前述处理，虽然直接加大了手机的外观件成本，但能给产品的在手直观感触与品质效果带来立竿见影的提升。

**核心客户价格策略、销售策略与备货策略的改进，是我们看好公司持续成长的边际变化：**蓝思近几年不断在优化自身的客户结构，公司各大安卓客户随着品牌美誉度的持续提高，整体地位也随之凸显。但在全球范围内，大客户对于蓝思来说，仍然是核心且不可替代的。大客户 2019 重点机型的热销与 2020 年初廉价机型的快速推进，似乎是蓝思科技 2019 年 Q3 实现业绩大幅增长以及接下来的 Q4、Q1 高增长的重要原因之一，不是一个短期现象，而是大客户在价格、销售周期等方面顺应市场而作出的积极战略变化，蓝思作为大客户长期的核心重要供应商，将充分受益于这种变化。如果我们联动地分析蓝思 2018 年各个阵营客户的情况：2018 年核心客户单机定价太高，以及多年以来的上下半年分布不均，安卓系客户高端占比不足，机型多且出货量不高；而这正是当下我们透过问题与现状去看到大客户正在发生的变化。

根据网络汇总的销售结果：2019 年，Iphone11 基础版售价下调至前所未有的 4998 元，性价比大幅提升，让该款手机在国内乃至全球都达到前所未有的热度，一度缺货，双 11 稳稳拿下全平台销量冠军。另一方面，Iphone SE2 将在 2020Q1 以极高性价比的价格对外销售，不少分析平台给出的出货预期都将超过 3000 万台。这些数字背后的本质是大客户在定价策略、销售周期等方面的积极变化，即大客户希望产品覆盖更多维度的受众，且积极调整生产和销售周期，满足受众全年度对产品购买需求。大客户这样的积极变化，有益于蓝思在上半年淡季生产稼动率的有效提升、全年度用工成本优化、成本费用支出的有效改善，以及年度盈利能力的有效平衡与提升，是蓝思边际变化的重要因素。

依据行业经验，对于大客户而言，将发布节奏分拆为每年两次（上下半年各一）的好处显而易见：顺利地改变其传统的季节性，使大客户在六个月的时间框架内有更大的灵活性来改变产品，与其他全年都在推出新手机的品牌商竞争，而且未来几年内这种模式都将持续。我们再次强调，大客户的战略改变对于蓝思而言，毫无疑问均衡了过往因为淡旺季所带来的上下半年不平衡的周期波动问题，对于企业招工、产能安排与资源投入都有很大的裨益。蓝思在初步解决了上下半年盈利均衡问题的基础上，其业务规模和盈利能力的弹性将得到可观地释放，发展潜力很大。

**盈利预测和评级：首次覆盖，给予买入评级。**在直板机设计雷同度高度相仿的当下市场，手机外观件与表现形式的设计与工艺创新已然成为所有品牌都非常重视的核心课题。蓝思在玻璃、陶瓷、蓝宝石、塑料等外壳材料上均有非常深厚的经验积累，在手机、可穿戴、汽车等

终端领域建树颇丰，其核心竞争力的优势不言而喻，而过去两年行业内持续在新研发、新工艺、新制程方面做了大规模逆势投入的公司只有蓝思。在这一格局下，蓝思的竞争力优势在快速扩大，下游品牌核心产品对蓝思的设计与生产的依赖度也在持续提升，我们看好蓝思科技的持续成长可能，预计2019-2021年的净利润分别为19.81亿、27.72亿和34.48亿元，当前股价对应PE 29.16、20.84和16.75倍，给予公司买入评级。

**风险提示：**1) 下游客户出货量受多重因素影响不及预期；2) 公司产线稼动率提升受阻；3) 中美贸易摩擦再次出现负面波动。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	27717	30664	40853	45923
(+/-%)	16.93	10.63	33.23	12.41
净利润(百万元)	637	1981	2772	3448
(+/-%)	(0.70)	2.23	0.41	0.25
摊薄每股收益(元)	0.15	0.48	0.67	0.83
市盈率(PE)	90.66	29.16	20.84	16.75

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表(百万)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,604	4,497	5,484	8,663	11,361
应收和预付款项	5,887	6,295	6,165	11,117	9,142
存货	2,210	2,760	2,442	4,489	3,302
其他流动资产	660	845	822	589	746
流动资产合计	14,361	14,397	14,914	24,858	24,551
长期股权投资	36	34	34	34	34
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	16,914	22,730	20,189	16,114	12,982
在建工程	901	1,414	1,233	1,684	838
无形资产	1,787	2,599	2,321	2,044	1,766
长期待摊费用	17	28	14	0	0
其他非流动资产	1,705	1,939	1,597	985	1,667
资产总计	35,722	43,140	40,302	45,719	41,838
短期借款	4,176	9,575	9,562	9,546	9,525
应付和预收款项	5,876	7,961	6,583	12,239	8,738
长期借款	6,724	5,257	5,257	5,257	5,257
其他负债	2,150	3,259	1,745	1,415	917
负债合计	18,926	26,053	23,148	28,458	24,437
股本	2,629	3,927	3,927	3,927	3,927
资本公积	2,981	1,796	1,796	1,796	1,796
留存收益	11,120	11,332	11,441	11,593	11,782
归母公司股东权益	16,730	17,055	17,163	17,315	17,504
少数股东权益	67	32	(9)	(54)	(103)
股东权益合计	16,796	17,087	17,155	17,261	17,401
负债和股东权益	35,722	43,140	40,302	45,719	41,838

**现金流量表(百万)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	4,266	4,917	5,360	6,293	7,413
投资性现金流	(7,223)	(9,201)	(1,789)	172	(851)
融资性现金流	6,628	2,809	(2,584)	(3,286)	(3,865)
现金增加额	3,453	(1,217)	987	3,179	2,697

**利润表(百万)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,703	27,717	30,664	40,853	45,923
营业成本	17,077	21,445	22,446	29,905	33,616
营业税金及附加	157	230	251	327	331
销售费用	413	557	573	846	1,070
管理费用	2,924	3,511	3,879	5,311	5,998
财务费用	363	614	784	761	735
资产减值损失	502	833	500	621	788
投资收益	(88)	(21)	0	0	0
公允价值变动	(25)	23	18	21	14
营业利润	2,459	1,110	2,285	3,126	3,419
其他非经营损益	(45)	(184)	(24)	77	510
利润总额	2,414	926	2,261	3,203	3,929
所得税	391	325	321	477	529
净利润	2,023	601	1,940	2,726	3,399
少数股东损益	(24)	(36)	(41)	(46)	(49)
归母股东净利润	2,047	637	1,981	2,772	3,448

**预测指标**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	0.28	0.23	0.27	0.27	0.27
销售净利率	0.09	0.02	0.06	0.07	0.07
销售收入增长率	0.56	0.17	0.11	0.33	0.12
EBIT 增长率	0.84	(0.44)	0.98	0.30	0.17
净利润增长率	0.68	(0.70)	2.23	0.41	0.25
ROE	0.12	0.04	0.12	0.16	0.20
ROA	0.08	0.03	0.07	0.08	0.11
ROIC	0.14	0.05	0.09	0.12	0.14
EPS (X)	0.49	0.15	0.48	0.67	0.83
PE (X)	28.21	90.66	29.16	20.84	16.75
PB (X)	3.45	3.39	3.36	3.34	3.30
PS (X)	2.44	2.08	1.88	1.41	1.26
EV/EBITDA (X)	9.75	17.85	9.58	8.04	6.97

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。