



业绩大超市场预期，公司新周期成长拐点确立

2020.01.19

强烈推荐 (维持)

电子行业

肖明亮(分析师) 李峥嵘(研究助理)
电话: 020-88832290 020-88832290
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn li.zhengrong@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310118080006

事件:

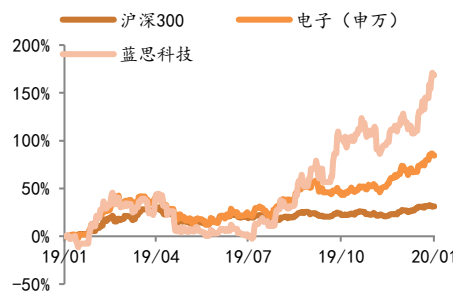
公司发布2019年业绩预告,报告期内实现归母净利润变动区间为24.52-26.12亿元,同比增长285%-310%。

核心观点:

■ **业绩大超预期,市场需求、公司竞争力及经营效率三要素显著提升。**按预告中值估计,2019年公司归母净利润约为25.32亿元,同比增长297.49%,2019Q4单季度归母净利润约为14.23亿元,环比增长12.49%,同比2018Q4扭亏为盈。从扣非后归母净利润角度,2019年公司扣非后归母净利润约为20.32亿元(取业绩预告中值),不仅同比扭亏为盈,且实现大幅盈利。**我们认为公司盈利大幅改善主要受益三大因素:1)市场需求向好**,产销两旺,产能利用率处在较高水平,使得盈利能力大幅改善。展望2020H1,A客户有望推出新款机型SE2,安卓端同样新机型推出,这将有利于维持公司2020H1合理的产能利用率,呈现“淡季不淡”的良好态势。展望2020H2,进入A客户手机销售旺季,5G换机周期将被正式掀起,因而我们认为公司市场需求持续向好态势不变。**2)公司竞争力显著提升。**我们在深度报告《蓝思科技:新周期开启,最为受益标的》认为市场并未意识到公司购买端议价权的提升,并通过波特五力模型进行阐述。公司作为全球外观件龙头企业,全球技术创新以公司为主,客户在终端方案上需与公司进行协同创新,这在提升公司与客户粘性同时,有利于构建公司竞争壁垒。比如,2019年公司率先推出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产品,公司在细分领域市占率进一步提升。因而,我们认为公司竞争力将会持续提升,产业链议价能力在加强。**3)精益管理优化全面推进,经营效率改善明显。**2019年公司在企业治理水平、管理与生产方式、资源与生产效率、客户与产品结构、成本与资产结构等多个方面取得阶段性成果,各园区生产效率、产品良率、综合成本等经营管理指标全面显著提升。我们认为公司具有15+年的行业经验和工艺积累,尤其拥有自研工艺技术、核心耗材及自动化设备,在智能制造水平及精益管理优化进展方面有望持续超越市场预期。

■ **确认判断,公司新周期上升通道已经打开。**我们在2019年10月底发布深度报告《蓝思科技:新周期开启,最为受益标的》,认为投资主线要从需求→产能利用率→利润弹性来把握,进而我们看好公司需求端产业周期、核心供应商地位、产业链议价及长期业务布局。2019年12月我们发布点评报告《可交债顺利落地,公司新周期上升通道》,认为公司新周期上升通道逐步打开,进一步阐述公司在全球可穿戴外观件及零部件

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
蓝思科技	17.67	32.91	170.29
电子行业	6.40	28.88	50.79
沪深300	3.03	7.38	10.26

基本资料

总市值(亿元)	750.30
总股本(亿股)	42.51
流通股比例	99.63%
资产负债率	52.98%
大股东	蓝思科技(香港)有限公司
大股东持股比例	65.97%

广证恒生-蓝思科技(300433)-公司深度-新周期开启,最为受益标的-20191031

广证恒生-蓝思科技(300433.SZ)-可交债顺利落地,公司新周期上升通道逐步打开-20191218

及智能汽车业务领域的龙头地位。当前我们确认判断，公司产品创新不断，价值提升明确，新周期上升通道已经打开。玻璃盖板价值量主要体现在外形（热弯）、工艺（镀膜、雾面、强化等）等，目前安卓端在外形方面创新不止，2D→2.5D→3D→3.5D，价值潜力不断增大。A 客户端主要体现在工艺方面，镀膜、火山口一体化等使其玻璃盖板价值量不断提升。随着 5G 及 OLED 普及，我们预计玻璃盖板潜力将会更大。

■ **可穿戴行业景气度高企，公司为全球可穿戴外观件及零部件龙头企业。**

依据 IDC 预计，2023 年可穿戴设备全球出货量有望突破 3.02 亿台，2019-2023 年 CAGR 为 12%，整体处在增量市场中。其中智能手表和 TWS 耳机出货量预计占比 78.48%，占据可穿戴市场主要份额。公司是全球主要可穿戴设备品牌厂商的核心战略一级供应商，公司的玻璃、蓝宝石、陶瓷、触控等产品均大份额地应用在中高端可穿戴设备上，同时，公司结合行业最完备的贴合技术与业务量产实力，不断深化一体化制造优势，不断提高可穿戴设备外观及零部件的交付门槛，客户涵盖 A 客户、H 客户及三星等头部优质客户，持续领跑可穿戴设备细分领域。下游客户角度看，依据 IDC 及 Strategy Analytics 数据，A 客户的 iWatch 及 AirPods 分别占据智能手表及 TWS 耳机市场 50% 以上份额。公司是 A 客户蓝宝石材料和陶瓷的核心战略供应商，其中蓝宝石材料主要应用于 Apple watch 防护面板，陶瓷材料应用在 Apple watch 表背、表壳及表冠。公司现在拥有这两种材料全产业链制造能力，蓝宝石方面已具备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，陶瓷方面已具备精密陶瓷粉体原材料及胚料制造、烧结、后段加工能力。TWS 耳机领域，公司投资 9047 万元增资入股豪恩声学，占股 15%。豪恩声学是终端电声成品领域重要的 ODM/OEM 公司，客户涵盖 Vivo、雷蛇、罗技、海盗船、安克等一批优质客户。综合公司业务布局及客户优势，公司有望持续受益可穿戴设备高景气度。

■ **智能汽车业务订单稳健，把握优质客户未来成长可期。**

公司凭借消费电子领先的玻璃盖板技术，布局智能汽车业务，并凭借玻璃盖板在产业链中的优势地位，向下游组装业务拓展，作为模块供应商，成为 OEM 厂商中控屏的一级供应商。相比消费电子业务，智能汽车业务上游供应商的份额较为稳定，这主要因为汽车产业认证周期较长，厂商基于安全性和稳定性考量一般不会随意更换供应商。公司从消费电子业务横向拓展至智能汽车业务，本就可以获得稳定的订单和收入。公司同时将零部件供应商身份转变为模块供应商身份，使得公司可以有效控制总成本，放大产品价值量，提高公司在供应链中的影响力。客户方面，公司是特斯拉全球核心一级战略供应商，而特斯拉在智能汽车行业地位，类似消费电子中的苹果，引领行业的创新和发展。另一方面，公司也会推动与德系、美系等全球高端智能汽车厂商的深度战略合作，形成强大的客户矩阵。公司把握住这优质客户，一方面将会充分受益其进步发展。另一方面也会对其他智能汽车厂商形成强烈的示范作用，业务将会更容易开拓。因而，我们看好公司智能汽车业务的发展前景，随着智能汽车销量回暖，我们预计公司智能汽车业务将在明后年进一步增长。

■ **盈利预测：** 我们预计公司 2019/2020/2021 年营收为 321.05、374.97、443.08 亿元，YoY 15.83%、16.80%、18.16%，归母净利润为 25.85、38.00、47.43 亿元，YoY 305.74%、47.05%、24.80%，最新股本摊薄 EPS 为 0.61、0.89、1.12 元，当前股价对应 PE 分别为 29.03、19.74、15.82，我们给予



2020 年 25-30PE，对应目标价 22.2-26.7 元，合理估值空间为 26.06%-51.27%，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：** 行业竞争趋紧、3D 及 3.5D 玻璃盖板渗透不及预期、出口税收返还政策变化、公司新品拓展及产能爬坡不及预期、大客户订单流失风险。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	27717.50	32105.21	37497.37	44307.81
同比(%)	16.94%	15.83%	16.80%	18.16%
归属母公司净利润（百万元）	637.01	2584.59	3800.59	4743.15
同比(%)	-68.88%	305.74%	47.05%	24.80%
毛利率(%)	22.63%	25.47%	25.76%	26.73%
ROE(%)	3.74%	13.53%	17.23%	18.33%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.15	0.61	0.89	1.12
P/E	117.79	29.03	19.74	15.82



盈利预测模型：

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2232.62	5603.58	4496.85	3210.52	5182.20	12052.42	营业收入	15236.12	23702.96	27717.50	32105.21	37497.37	44307.81
应收票据及账款	3472.66	5788.84	6213.77	7451.93	8703.51	10284.27	营业成本	11384.86	17076.50	21444.81	23928.32	27839.64	32463.19
预付账款	11.13	31.35	30.52	33.76	39.43	46.59	营业税金及附加	149.70	156.51	230.39	264.76	289.50	358.59
其他应收款	36.15	66.89	51.12	75.33	87.65	96.42	销售费用	391.04	413.27	557.27	610.00	524.96	642.46
存货	1958.20	2210.26	2760.24	3088.50	3593.35	4190.13	管理费用	2320.52	2924.19	2030.58	2231.31	2343.59	2791.39
其他流动资产	727.27	660.25	844.50	936.24	1093.49	1292.09	研发费用	0.00	0.00	1480.02	1733.68	1987.36	2348.31
流动资产总计	8438.02	14361.18	14397.00	14796.29	18699.62	27961.92	财务费用	10.99	363.42	613.75	556.41	383.33	309.70
长期股权投资	44.92	35.74	34.22	34.22	34.22	34.22	其他经营损益	-112.18	-501.62	-832.72	-234.23	-237.40	-323.75
固定资产	12076.89	16914.43	22729.57	21195.95	20181.30	17659.81	投资收益	23.22	-87.64	-21.38	0.00	0.00	0.00
在建工程	307.38	901.25	1413.67	2206.84	1000.00	1000.00	公允价值变动损益	17.13	-25.34	23.50	10.00	10.00	10.00
无形资产	1459.26	1742.41	2598.78	2165.65	1732.52	1299.39	营业利润	907.19	2154.47	530.06	2556.50	3901.59	5080.42
长期待摊费用	21.94	17.15	27.78	13.89	0.00	0.00	其他非经营损益	475.70	259.61	395.72	453.62	474.57	464.73
其他非流动资产	1460.93	1750.10	1939.01	1939.01	1939.01	1939.01	利润总额	1382.89	2414.08	925.78	3010.11	4376.16	5545.15
非流动资产合计	15371.32	21361.07	28743.03	27555.55	24887.04	21932.43	所得税	177.93	391.02	325.18	456.92	621.74	859.61
资产总计	23809.34	35722.25	43140.02	42351.84	43586.67	49894.35	净利润	1204.96	2023.06	600.60	2553.20	3754.42	4685.54
短期借款	4225.84	4175.54	9575.13	3788.94	0.00	0.00	少数股东损益	1.37	-23.92	-36.40	-31.40	-46.17	-57.62
应付票据及账款	3795.95	5716.61	7248.88	8025.64	9355.91	10923.78	归属母公司股东净利润	1203.59	2046.98	637.01	2584.59	3800.59	4743.15
其他流动负债	1176.88	1630.90	3169.12	2780.59	3205.51	3783.58	EBITDA	2646.45	4421.47	3691.31	7754.00	9427.99	10809.46
流动负债合计	9198.67	11523.05	19993.13	14595.17	12561.42	14707.36	NOPLAT	785.12	2131.29	726.81	2631.86	3667.59	4546.13
长期借款	100.00	6724.33	5257.35	6257.35	6757.35	7257.35	EPS(元)	0.28	0.48	0.15	0.61	0.89	1.12
其他非流动负债	432.23	678.53	802.46	2402.46	2252.46	2152.46	主要财务比率						
非流动负债合计	532.23	7402.85	6059.80	8659.80	9009.80	9409.80	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	9730.90	18925.91	26052.93	23254.97	21571.22	24117.16	成长能力						
股本	2181.60	2629.03	3926.80	4926.80	5926.80	6926.80	营收增长率	-11.56%	55.57%	16.94%	15.83%	16.80%	18.16%
资本公积	3206.86	2981.26	1795.80	795.80	-204.20	-1204.20	EBIT增长率	-25.30%	99.26%	-44.57%	131.66%	33.45%	23.01%
留存收益	8612.88	11119.50	11332.12	13373.29	16338.04	20157.40	EBITDA增长率	-33.58%	67.07%	-16.51%	110.06%	21.59%	14.65%
归属母公司权益	14001.35	16729.79	17054.72	19095.89	22060.64	25880.00	净利润增长率	-21.87%	67.89%	-70.31%	325.11%	47.05%	24.80%
少数股东权益	77.10	66.55	32.37	0.98	-45.19	-102.81	盈利能力						
股东权益合计	14078.45	16796.34	17087.09	19096.86	22015.45	25777.19	毛利率	25.28%	27.96%	22.63%	25.47%	25.76%	26.73%
负债和股东权益合计	23809.34	35722.25	43140.02	42351.84	43586.67	49894.35	净利率	7.91%	8.54%	2.17%	7.95%	10.01%	10.57%
现金流量表							估值倍数						
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	4.92%	12.06%	2.97%	8.75%	12.64%	16.70%
税后经营利润	1169.86	2193.86	807.86	2158.67	3337.43	4282.98	估值倍数						
折旧与摊销	1252.58	1643.98	2151.78	4187.48	4668.51	4954.62	P/E	62.34	36.65	117.79	29.03	19.74	15.82
财务费用	10.99	363.42	613.75	556.41	383.33	309.70	P/S	4.92	3.17	2.71	2.34	2.00	1.69
其他经营资金	945.84	-33.74	1299.89	-1297.39	-176.47	-246.13	P/B	5.36	4.48	4.40	3.93	3.40	2.90
经营性现金净流量	3379.27	4167.51	4873.27	5605.17	8212.79	9301.16	股息率	0.29%	0.81%	0.13%	0.72%	1.11%	1.23%
投资性现金净流量	-3277.64	-7223.14	-9201.26	-2605.47	-1583.01	-1597.44	EV/EBIT	30.26	19.49	53.48	27.17	23.06	20.78
筹资性现金净流量	191.14	6628.45	2808.79	-4286.02	-4658.11	-833.49	EV/EBITDA	15.94	12.24	22.30	12.50	11.64	11.26
现金净流量净额	292.77	3572.83	-1519.20	-1286.32	1971.68	6870.22	EV/NOPLAT	53.73	25.40	113.28	36.81	29.93	26.76

数据来源：同花顺iFinD



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值。

李峥嵘：华北电力大学工科学士，上海国家会计学院硕士。目前担任电子行业研究员，持续跟踪覆盖电子产业领域。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。