



2020-08-18

公司点评报告

买入/维持

蓝思科技(300433)

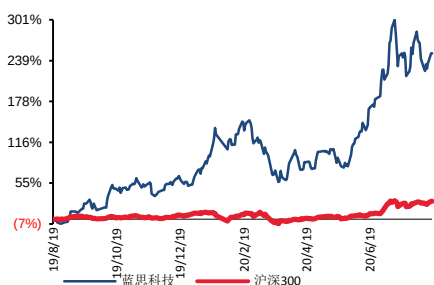
目标价: 41.90

昨收盘: 31.47

信息技术 技术硬件与设备

蓝思科技：可成系机壳资产收购落地，平台型布局蓝图已然展开

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,384/4,369
总市值/流通(百万元)	137,960/137,497
12 个月最高/最低(元)	36.00/8.46

相关研究报告：

蓝思科技(300433)《蓝思科技：数据成长体现竞争优势，创新求异保障行业成长》—2020/08/18

蓝思科技(300433)《从部分核心财务指标看蓝思科技的王者归来》—2020/07/08

蓝思科技(300433)《积土成山，非斯须之作》—2020/04/30

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

事件：公司及其全资子公司蓝思国际与 Lyra International Co., Ltd.、可成科技股份有限公司于 2020 年 8 月 18 日签署了《股权买卖合同》，蓝思国际以现金 99 亿元人民币收购卖方持有的可胜科技（泰州）有限公司以及可利科技（泰州）有限公司（各 100% 的股权。公司为蓝思国际履约提供担保，可成科技为卖方履约提供担保。

收购意义重大，平台型布局蓝图已然展开。本次收购对蓝思而言意义重大，市场之前对于蓝思与可成的收购传闻已久，台湾不少媒体对于这件事情也是先前就有报道，但是之前很多报道的主角并不是蓝思，整个市场不少机构其实并不看好蓝思能否拿下可成的收购。因此，这次顺利拿下可成旗下可胜与可利两家金属机壳与结构件公司，也是蓝思证明自身在苹果供应链中核心地位的重要之战。苹果在全球 G2 格局下，必然要重塑不同体系的供应链，而蓝思和立讯一样，在苹果大中华区的战略部署中取得了非常重要的首发位置。

拿下可成的重要意义之二，在于为蓝思导入手机金属机壳加工及组装的业务，至此，蓝思平台型公司的行业地位不再会有任何质疑，这个定义对于蓝思而言非常重要。过去市场机构庸俗且狭隘的观点去观察蓝思往往诟病其重资产与玻璃盖板行业周期性的问题，我们也曾发布多篇报告辩驳这类负面观点。在导入可成之后，蓝思与某行业一线标的站在了相似的起跑线上：在自身起家的细分领域中是无可质疑的龙头企业，从玻璃盖板跨入金属机壳，并且引入后续成长空间明确的手机组装业务，据我们行业了解，一旦资产交割完成，很快大客户就会为蓝思导入相关的组装业务，公司平台型布局的蓝图已经展开。

收购对价合理，看好蓝思和可胜、可利整合后的协同效应。就本次收购而言，公司最终 99 亿的对价也非常合理，可成旗下可胜与可利两家工厂设备资产完整，运营体系成熟，从公告报表来看，今年一季度已经完成近 2 亿净利润，年化收益应在 8 亿以上，本次收购的估值亦在合理范围之内。

从我们所了解到的过去的调研信息来看，可胜与可利产线自动化水平虽然与蓝思相比尚有差距，但在整个苹果体系的金属机壳多家工厂中横向比较还是较为领先的，尤其是这样一家具备“入场券”效应的关键资产，这个价格站在买家视角来看其实非常合理。

据我们了解，包括最近几周也曾有媒体报道，本次参与可成收购谈判

的另外某家公司曾报价达到一百余亿，但最终并未成功，易见，蓝思管理团队对于这次收购的掌控与谈判能力，以及日常业务中实际与可成的上下游协同，起到了非常重要的作用。

运营渠道上，在过去多年的 iPhone 机型的供应上，蓝思与可成已经有相当长时间的合作，特别是今年上半年，在疫情与中美贸易战双重影响的背景下，蓝思与可成较好地配合完成了核心客户多款新品的外观件供应，彼此间的订单承接非常顺畅，因此接下来蓝思与可胜、可利这两块资产的整合、交接，以及未来的重启运营，并不会有太多的阻力。

盈利预测和评级：维持买入评级。从公告的交割时间上来看，可胜与可利的资产交割应在今年 12 月 31 日前完成，因此客观而言这次收购对于蓝思科技今年的利润影响并不大，而明年我们预估可胜与可利将有效扩增公司销售收入百亿以上，增厚利润规模也应是 10 亿元以上级别，公司 2021 年的利润预期与盈利水平（因为上下游协同）将能得到明确提升，我们预估公司 2020-2022 年将分别 46.47 亿、60.46 亿和 76.96 亿元，当前股价对应 PE 29.22、22.46 和 17.64 倍，通过可成资产的收购导入中框与组装业务后，公司平台型布局的蓝图已然展开，未来估值显然有明确的提升空间，维持买入评级。

风险提示：（1）部分核心客户因疫情遏制需求等原因，延缓新品发布；（2）竞争对手恶性降价导致行业利润率下滑。（3）下游客户 Q2Q3 订单受宏观经济波动不确定的风险；（4）蓝思与可胜、可利整合不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30258	39870	54646	72289
(+/-%)	9.17	31.77	37.06	32.29
净利润(百万元)	2469	4647	6046	7696
(+/-%)	304.48	89.11	29.38	27.58
摊薄每股收益(元)	0.56	1.06	1.38	1.76
市盈率(PE)	54.99	29.22	22.46	17.64

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)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,497	5,666	7,974	12,279	25,122	营业收入	27,717	30,258	39,870	54,646	72,289
应收和预付款项	6,295	6,921	8,164	11,439	12,818	营业成本	21,445	22,629	28,447	38,957	51,499
存货	2,760	3,212	4,244	5,967	5,968	营业税金及附加	230	286	319	393	600
其他流动资产	845	830	1,057	1,683	1,733	销售费用	557	439	578	956	1,598
流动资产合计	14,397	16,630	21,439	31,368	45,640	管理费用	2,031	1,802	4,226	5,902	8,118
长期股权投资	34	42	42	42	42	财务费用	614	706	679	762	858
投资性房地产	0	279	246	212	179	资产减值损失	833	(408)	321	788	760
固定资产	22,730	23,992	21,847	17,165	13,621	投资收益	(21)	12	0	0	0
在建工程	1,414	2,070	1,233	1,684	838	公允价值变动	23	0	0	0	0
无形资产	2,599	2,938	2,620	2,301	1,983	营业利润	1,110	2,828	5,322	6,907	8,880
长期待摊费用	28	21	10	0	0	其他非经营损益	(184)	11	83	86	41
其他非流动资产	1,939	1,056	2,032	2,383	2,456	利润总额	926	2,839	5,405	6,993	8,921
资产总计	43,140	47,029	49,468	55,156	64,760	所得税	325	410	811	1,049	1,338
短期借款	9,575	8,259	5,255	(0)	(0)	净利润	601	2,429	4,594	5,944	7,583
应付和预收款项	8,924	9,806	10,862	16,290	18,718	少数股东损益	(36)	(39)	(53)	(102)	(113)
长期借款	5,257	3,373	3,373	3,373	3,373	归母股东净利润	637	2,469	4,647	6,046	7,696
其他负债	2,296	3,153	3,223	3,246	3,315	预测指标					
负债合计	26,053	24,591	22,713	22,909	25,406		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	3,927	4,251	4,251	4,251	4,251	毛利率	22.63%	25.21%	28.65%	28.71%	28.76%
资本公积	1,796	5,029	5,029	5,029	5,029	销售净利率	2.17%	8.03%	11.52%	10.88%	10.49%
留存收益	11,332	13,080	17,451	23,044	30,264	销售收入增长率	16.94%	9.16%	31.77%	37.06%	32.29%
归母公司股东权益	17,055	22,359	26,730	32,323	39,544	EBIT 增长率	(44.15%)	138.10%	62.93%	22.30%	22.48%
少数股东权益	32	78	25	(77)	(190)	净利润增长率	(70.31%)	304.48%	89.11%	29.38%	27.58%
股东权益合计	17,087	22,438	26,756	32,246	39,354	ROE	0.04	0.11	0.17	0.19	0.19
负债和股东权益	43,140	47,029	49,468	55,156	64,760	ROA	0.03	0.08	0.12	0.13	0.13
现金流量表(百万)						ROIC	0.05	0.10	0.14	0.17	0.21
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(X)	0.15	0.56	1.06	1.38	1.76
经营性现金流	4,917	7,233	8,055	10,824	13,450	PE(X)	213.13	54.99	29.22	22.46	17.64
投资性现金流	(9,201)	(4,463)	(2,068)	(705)	(358)	PB(X)	7.96	6.07	5.08	4.20	3.43
融资性现金流	2,809	(1,820)	(3,680)	(5,814)	(249)	PS(X)	4.90	4.49	3.41	2.48	1.88
现金增加额	(1,217)	1,023	2,308	4,305	12,843	EV/EBITDA(X)	37.38	22.86	13.95	11.77	9.51

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。