

中报业绩再创新高，垂直整合平台优势初显

投资要点

- **业绩总结:** 公司披露 2020 年中报业绩, 2020H1 营收 155.7 亿元, 同比增长 37.1%; 归母净利润 19.1 亿元 (去年同期亏损 1.6 亿元), 位于中报业绩预告中值水平, 符合预期。归母扣非净利润 16.1 亿元 (去年同期亏损 3.5 亿元)。
- **2020H1 业绩增长靓丽, Q2 同比及环比均有显著提升。** 营收: 公司 2020H1 实现营收 155.7 亿元, 其中 Q2 单季营收 86.2 亿元, 同比增长 31.5%, 环比增长 24.0%; 归母净利润: 2020H1 归母净利润 19.1 亿元, 其中 Q2 单季 10.3 亿元, 去年同期亏损 0.6 亿元, 同比扭亏且有较大提升, 环比增长 16.5%。公司 Q2 营收及归母净利润同比及环比增长提升显著。同时, 公司自 2019Q3 起已连续实现 4 季度盈利同比增长。
- **多因素共振, 助推公司盈利强劲增长。** 公司 2020H1 业绩增长靓丽, 我们认为主要为以下因素共同作用: 1) **外部需求旺盛:** 疫情催化及 5G 提速作用下, 手机、智能手表、平板等终端设备需求旺盛, 同时新能源汽车销量持续走高带动汽车电子需求旺盛。2) **内部运营提升:** 公司垂直整合进一步推进, 各类终端产品集成度持续提高, 同时发挥对内配套优势, 子公司经营稳步改善, 供应链管理有积极成效。3) **应对疫情积极:** 公司在疫情期间, 积极主动率先实现全面复工复产, 凭借精益生产、高效运营为客户顺利完成半年度交付任务, 使得公司在细分领域市场占有率进一步提升, 同时客户及产品机构也得到进一步优化。
- **消费电子及汽车电子市场需求将持续带动公司增长。** 消费电子端: 伴随 5G 提速随之而来的换机潮 (终端设备更迭), 公司将持续受益新机带来的业绩增长, 公司深度参与苹果供应链, 供应包括手机、平板及大份额供应 apple watch 玻璃蓝宝石、陶瓷组件及触控贴合等; 同时叠加安卓链的需求迭新。汽车电子端: 公司当前已进入特斯拉供应链, 是中控屏及 B 柱的主要配套商, 将持续受益特斯拉放量增长, 同时有望切入其他核心客户的汽车座舱领域供应。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.91 元、1.17 元、1.34 元, 未来三年归母净利润将保持 33.8% 的复合增长率, 考虑到公司玻璃盖板领域龙头企业, 上下游不断延伸, 产业链布局逐渐完善, 协同效应逐渐加强, 为客户提供一站式解决方案, 有望发展成为平台型智能制造公司, 给予公司 2020 年 45 倍 PE, 目标价 41 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 贸易摩擦影响下 3C 需求下滑及订单递延风险; 外观防护升级的新品渗透不及预期; 汽车电子需求不及预期。

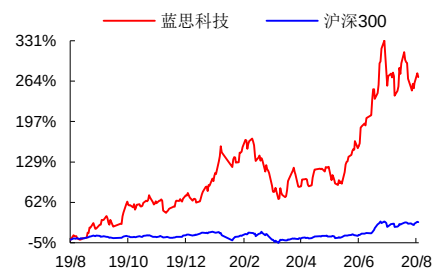
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	30257.76	37841.46	45447.58	52909.79
增长率	9.16%	25.06%	20.10%	16.42%
归属母公司净利润 (百万元)	2468.79	3976.34	5111.89	5878.32
增长率	287.56%	61.06%	28.56%	14.99%
每股收益 EPS (元)	0.56	0.91	1.17	1.34
净资产收益率 ROE	10.83%	9.98%	11.84%	12.57%
PE	56	35	27	23
PB	6.17	3.47	3.20	2.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
 执业证号: S1250517050002
 电话: 021-58351932
 邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

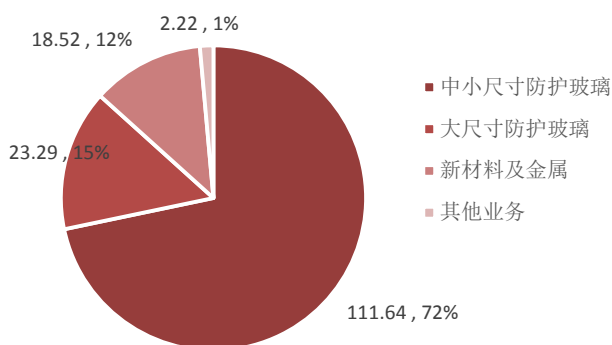
总股本(亿股)	43.84
流通 A 股(亿股)	43.69
52 周内股价区间(元)	8.46-36.0
总市值(亿元)	1,357.68
总资产(亿元)	510.31
每股净资产(元)	5.55

相关研究

1 公司为全球领先的消费电子防护玻璃龙头

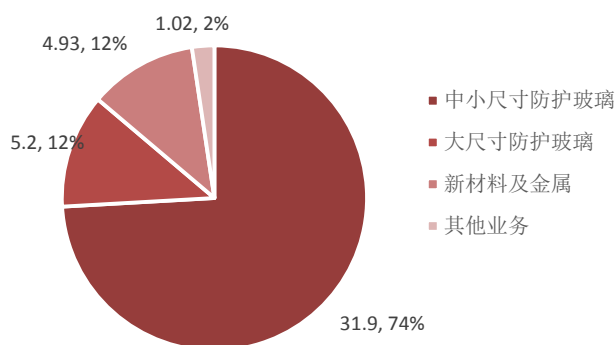
公司创始于 2003 年，于 2015 年深交所创业板挂牌上市。公司主营业务始终专注于中高端视窗防护玻璃面板、外观防护新材料，产品包括蓝宝石、精密陶瓷、玻璃等材质的外观防护面板材料及组件。产品广泛应用于手机、平板、笔记本电脑、智能穿戴设备、智能家居、车载设备等领域，客户群体覆盖一线主流消费电子品牌：苹果、华为、小米、OPPO、VIVO、特斯拉、亚马逊等。

图 1：2020H1 公司各业务营收占比情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

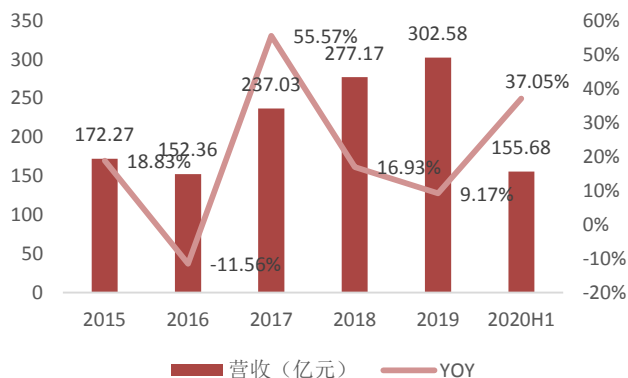
图 2：公司 2020H1 各业务毛利占比（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

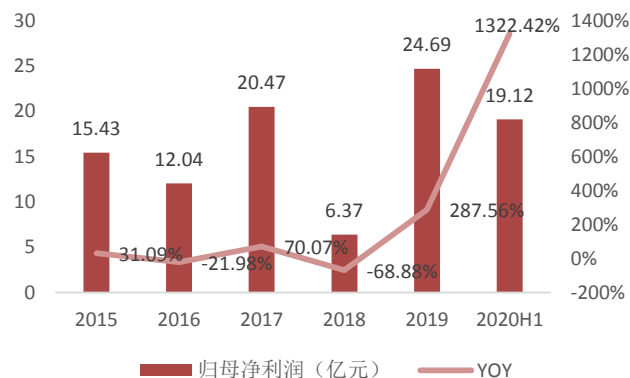
公司业务结构：公司当前营收主要三大块为：中小尺寸防护玻璃、新材料及金属、大尺寸防护玻璃。**营收结构：**2020H1 公司中小尺寸防护玻璃业务收入为 111.6 亿元，同比增长 41.0%，占总营收 71.7%，为公司当前营收的主要来源；大尺寸防护玻璃收入为 23.3 亿元，同比增长 40.2%，营收占比为 15.0%；新材料及金属收入达 18.5 亿元，同比增长 9.0%，营收占比为 11.9%。**毛利占比：**公司中小尺寸防护玻璃业务毛利为 31.9 亿元，毛利占比 74.1%，为公司毛利大头；大尺寸防护玻璃业务毛利为 5.2 亿元，占比 12.1%；新材料及金属毛利为 4.9 亿元，占比为 11.5%，由于三项业务毛利率水平相近，因此毛利占比较营收占比差别不大。

图 3：公司 2015 年至今营收增长情况（亿元）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：公司 2015 年至今归母净利润增长情况（亿元）



数据来源：Wind、西南证券整理

公司业绩情况：2015 以来，公司营收及归母净利润整体保持增长态势，2018 年归母净利润短期下滑系受市场需求整体下滑，行业竞争加剧导致。公司营收自 2015 年的 172.3 亿到 2019 年的 302.6 亿，CAGR 达到 15.1%，营收稳健提升。公司归母净利润从 2015 年的 15.4 亿元到 2019 年的 24.7 亿元，CAGR 为 12.5%，增长迅速。期间 2018 年归母净利短暂大幅下降，主要系受 2018 年消费电子产品市场整体需求下滑影响，行业竞争有所加剧，公司为保证产能利用率，采取降价销售的积极策略以应对市场波动对公司的影响。

2 盈利预测及估值

关键假设：

假设 1：中小尺寸防护玻璃：业务受益 5G 换机潮影响下新机销量增长（包括苹果系及安卓系手机；其中苹果由秋季发布变成春秋两季发布新款手机，同时手机型号款数也较 2019 年 3 款增长至预期中的 5 款）及单机玻璃面板的价值量提升，考虑到该项业务营收高基数的基础上，我们预期公司 2020-2022 年中小尺寸防护玻璃订单需求仍将有较快增长，但增速逐年放缓。假设 2020-2022 年毛利率水平维持在 28.5%的水平。

假设 2：大尺寸防护玻璃：主要用于平台电脑及车控电子显示设备，受益疫情影响带动移动终端设备需求大幅增长，以及高端智能汽车升级换代需求下以汽车端客户特斯拉的需求放量代表，预期 2020-2022 年大尺寸防护玻璃订单将保持高速增长，预期为 45%/40%/35%，同时假设 2020-2022 年毛利率水平维持在 22.5%的水平。

假设 3：新材料及金属：公司精密陶瓷及蓝宝石晶片等材料已获得广泛应用，将伴随智能穿戴设备（智能手表）应用场景拓展传导至需求增长而带动公司业务增长，预期 2020-2022 年均保持 10%的订单增长，毛利率水平维持在 26.5%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
中小尺寸防护玻璃	收入	21305.54	26631.93	31425.67	35511.01
	增速	10.05%	25.00%	18.00%	13.00%
	毛利率	25.39%	28.50%	28.50%	28.50%
大尺寸防护玻璃	收入	3793.70	5500.87	7701.21	10396.63
	增速	39.32%	45.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	22.14%	22.50%	22.50%	22.50%
新材料及金属	收入	4815.55	5297.11	5826.82	6409.50
	增速	8.07%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	25.75%	26.50%	26.50%	26.50%
其他业务	收入	342.97	411.56	493.88	592.65
	增速	-70.90%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	40.79%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	收入	30,257.76	37,841.46	45,447.57	52,909.79
	增速	9.16%	25.06%	20.10%	16.42%
	毛利率	25.21%	27.53%	27.41%	27.26%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取同为精密制造行业的立讯精密、领益智造、歌尔股份作为可比公司，可比公司当前平均 PE 为 50 倍，我们认为公司当前具有一定的估值优势。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.91、1.17、1.34 元，对应 PE 分别为 35、27、23 倍，未来三年归母净利润将保持 33.8%的复合增长率。考虑到公司上下游不断延伸，产业链布局逐渐完善、协同效应逐渐加强，后续将能为客户提供一站式解决方案，有望发展成为平台型智能制造公司，长期看好公司发展，给予公司 2020 年 45 倍 PE，目标价 41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（取 8 月 17 日公司收盘价，）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300433.SZ	蓝思科技	31.47	0.58	0.91	1.13	24	35	27
002600.SZ	领益智造	11.72	0.27	0.33	0.51	39	36	23
002475.SZ	立讯精密	53.87	0.88	0.95	1.27	41	57	42
002241.SZ	歌尔股份	41.19	0.39	0.61	0.84	50	58	49
平均							50	38

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据取 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30257.76	37841.46	45447.58	52909.79	净利润	2429.31	3976.34	5111.89	5878.32
营业成本	22628.82	27424.73	32992.14	38484.70	折旧与摊销	2709.49	2007.12	2267.15	2463.16
营业税金及附加	286.13	343.41	418.21	484.64	财务费用	705.94	324.96	94.06	89.98
销售费用	438.52	2573.22	2954.09	3386.23	资产减值损失	-408.44	200.00	300.00	400.00
管理费用	1801.97	2426.49	2845.00	3339.00	经营营运资本变动	-47.69	-413.27	-479.17	-393.71
财务费用	705.94	324.96	94.06	89.98	其他	1862.00	-98.76	-365.67	-398.39
资产减值损失	-408.44	200.00	300.00	400.00	经营活动现金流净额	7250.61	5996.38	6928.28	8039.34
投资收益	12.25	20.00	20.00	20.00	资本支出	-2812.62	-5300.00	-6300.00	-2300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1650.37	288.76	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-4462.99	-5011.24	-6290.00	-2290.00
营业利润	2823.11	4618.65	5914.06	6795.25	短期借款	-1316.11	-8258.02	1.00	1.00
其他非经营损益	16.35	5.00	30.00	40.00	长期借款	785.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	2839.46	4623.65	5944.06	6835.25	股权融资	3557.04	15000.00	0.00	0.00
所得税	410.14	647.31	832.17	956.94	支付股利	-98.17	-1130.95	-1789.35	-2300.35
净利润	2429.31	3976.34	5111.89	5878.32	其他	-4748.07	-1581.26	-93.06	-88.58
少数股东损益	-39.48	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1820.08	4029.76	-1881.42	-2387.93
归属母公司股东净利润	2468.79	3976.34	5111.89	5878.32	现金流量净额	1040.13	5014.91	-1243.14	3361.41
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5666.23	10681.14	9438.00	12799.42	成长能力				
应收和预付款项	6852.84	8520.72	10271.02	11945.54	销售收入增长率	9.16%	25.06%	20.10%	16.42%
存货	3212.29	3842.80	4832.37	5745.64	营业利润增长率	152.87%	63.60%	28.05%	14.90%
其他流动资产	899.04	1076.68	1277.83	1493.57	净利润增长率	304.48%	63.68%	28.56%	14.99%
长期股权投资	42.06	42.06	42.06	42.06	EBITDA 增长率	60.71%	11.42%	19.06%	12.97%
投资性房地产	278.76	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	26030.23	29248.15	33206.04	32967.92	毛利率	25.21%	27.53%	27.41%	27.26%
无形资产和开发支出	2938.47	3015.48	3092.49	3169.51	三费率	9.74%	14.07%	12.97%	12.88%
其他非流动资产	1108.63	1116.58	1124.52	1132.47	净利率	8.03%	10.51%	11.25%	11.11%
资产总计	47028.55	57543.61	63284.34	69296.11	ROE	10.83%	9.98%	11.84%	12.57%
短期借款	8259.02	1.00	2.00	3.00	ROA	5.17%	6.91%	8.08%	8.48%
应付和预收款项	9216.50	11163.01	13423.35	15658.26	ROIC	9.99%	12.88%	13.65%	14.44%
长期借款	2171.39	2171.39	2171.39	2171.39	EBITDA/销售收入	20.62%	18.37%	18.21%	17.67%
其他负债	4944.13	4354.43	4511.27	4709.18	营运能力				
负债合计	24591.04	17689.83	20108.01	22541.82	总资产周转率	0.67	0.72	0.75	0.80
股本	4251.02	4383.86	4383.86	4383.86	固定资产周转率	1.30	1.46	1.53	1.65
资本公积	5028.63	19895.79	19895.79	19895.79	应收账款周转率	4.67	4.97	4.88	4.81
留存收益	12650.66	15496.04	18818.58	22396.54	存货周转率	6.12	6.54	6.57	6.45
归属母公司股东权益	22359.40	39775.68	43098.23	46676.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.39%	—	—	—
少数股东权益	78.10	78.10	78.10	78.10	资本结构				
股东权益合计	22437.51	39853.78	43176.33	46754.29	资产负债率	52.29%	30.74%	31.77%	32.53%
负债和股东权益合计	47028.55	57543.61	63284.34	69296.11	带息债务/总负债	47.30%	19.08%	16.80%	14.99%
					流动比率	0.87	1.99	1.78	1.89
					速动比率	0.71	1.67	1.44	1.55
					股利支付率	3.98%	28.44%	35.00%	39.13%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.91	1.17	1.34
					每股净资产	5.10	9.07	9.83	10.65
					每股经营现金	1.65	1.37	1.58	1.83
					每股股利	0.02	0.26	0.41	0.52
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	6238.54	6950.73	8275.28	9348.38					
PE	55.88	34.70	26.99	23.47					
PB	6.17	3.47	3.20	2.96					
PS	4.56	3.65	3.04	2.61					
EV/EBITDA	22.22	18.64	15.81	13.63					
股息率	0.07%	0.82%	1.30%	1.67%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn