

垂直整合加速，新兴龙头崛起

买入（维持）

2020年08月18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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	30,258	40,523	49,603	62,187
同比（%）	9.2%	33.9%	22.4%	25.4%
归母净利润（百万元）	2,469	4,537	5,548	6,949
同比（%）	287.6%	83.8%	22.3%	25.2%
每股收益（元/股）	0.56	1.03	1.27	1.59
P/E（倍）	53.33	29.92	24.47	19.54

投资要点

■ **5G 拉长行业景气度，周期属性削弱：**目前，5G 智能手机出货量显著增长，5G 换机进程加速推进，有望成为未来推动智能手机市场的主要驱动力，玻璃盖板成为 5G 时代兼顾性能与成本的主流机壳方案，相关产品量价齐升。公司在玻璃盖板市场龙头地位稳固，工艺、技术、规模稳居国际领先地位。随着智能手机市场对玻璃盖板需求的提升，公司加速聚拢全球消费电子客户资源和产品资源，市场份额持续扩大。

■ **玻璃赛道强者恒强，龙头份额持续提升：**苹果回归双玻璃盖板方案，公司与苹果等优质客户协同推进新品开发，供货份额和产品技术的领先优势逐步扩大。在安卓市场，3D 玻璃渗透率持续提升，应用市场空间广阔，公司率先商用智能手机 3D 玻璃盖板，有望充分受益于 3D 玻璃市场需求的提升。此外，公司积极布局智能穿戴产品防护零组件业务，在业内率先将蓝宝石等新材料应用于智能手表产品。未来，公司防护零组件产品在智能穿戴市场的应用推广，有望持续增厚公司业绩。

■ **垂直一体化加速，不断拓展成长边界：**在外观件领域，公司掌握了玻璃、蓝宝石等材料的核心技术，并通过收购可胜泰州和可利泰州切入金属机壳市场，在触控显示领域，公司在智能手机、智能手表和汽车电子等应用市场积极拓展，目前已实现车载电子设备、外观结构件向特斯拉等品牌客户的稳定供货，在智能装备领域，公司具备专用设备自主研发制造能力，智能制造水平不断提高，进一步扩大了公司的核心竞争优势。

■ **核心指标行业领先，盈利释放有望持续超预期：**目前，公司集聚优质市场资源，业绩实现高速增长；利润率水平回归高位，盈利能力明显改善；公司持续投入自主研发，推动玻璃产品升级和相关产业链垂直一体化整合，有序扩充产能和优化产能配置，扩大员工规模，从而带动公司经营规模的持续扩大，市场份额稳步提升。同时，公司精益化管理成效显著，期间费率逐步下降，收入结构逐渐优化，资产负债率明显下降，现金流状况持续改善，且经营效率显著提升，公司整体经营状况持续向好。

■ **盈利预测与投资评级：**蓝思科技对外外延扩张版图，对内加强管理治理，新一轮上升周期的发展质量已经不可同日而语，近期并购可胜&可利相关资产，进一步奠定了在大客户产业链的龙头地位，估值具备进一步提升的空间。不考虑此次收购，预计公司 2020-2022 年营收为 405.23、496.03、621.87 亿元，同比增长 33.9%、22.4%、25.4%；归母净利润为 45.37、55.48、69.49 亿元，同比增长 83.8%、22.3%、25.2%，实现 EPS 为 1.03、1.27、1.59 元，对应 PE 为 30、24、20 倍。公司通过内生外延双轮驱动，未来业绩增长动能充足，参考立讯精密等可比公司估值，给予公司 2021 年 45 倍目标 PE，目标价 57.15 元，目标市值约 2500 亿元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**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)	30.97
一年最低/最高价	8.27/36.50
市净率(倍)	5.58
流通 A 股市值(百万元)	135312.82

基础数据

每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	52.13
总股本(百万股)	4383.86
流通 A 股(百万股)	4369.16

相关研究

- 1、《蓝思科技（300433）：集聚优质市场资源，行业龙头业绩创新高》2020-08-18
- 2、《蓝思科技（300433）：垂直整合战略成效显著，H1 业绩创历史新高》2020-07-13
- 3、《蓝思科技（300433）：集聚优质市场资源，公司经营持续向好》2020-04-30

内容目录

1. 行业层面：5G 拉长行业景气度，周期属性削弱	5
1.1. 5G 换机周期开启，有望持续 5 年以上	5
1.2. 玻璃是手机大厂核心竞争赛道	7
1.2.1. 技术层面：5G 和无线充电推动机壳去金属化，玻璃盖板需求提升	7
1.2.2. 外观层面：中高端手机厂商大力投入外观创新，玻璃成为差异化竞争关键	9
1.3. 本轮行业复苏竞争格局更加优化	12
2. 业务层面 1：玻璃赛道强者恒强，龙头份额持续提升	14
3. 业务层面 2：垂直一体化加速，不断拓展成长边界	18
3.1. 外观件：从玻璃到金属件，从中框到组装	18
3.2. 收购优质金属机壳资产，垂直化整合实现突破	19
3.3. 触控显示：从手表到手机，从 3C 到汽车	21
3.4. 智能装备：支撑蓝思更轻更快的秘密武器	23
4. 财务层面：核心指标行业领先，盈利释放有望持续超预期	25
5. 盈利预测与投资评级	34
5.1. 核心假设	34
5.2. 估值与投资建议	34
6. 风险提示	36

图表目录

图 1: 中国智能手机月度出货量变化 (单位: 万部)	5
图 2: 中国智能手机市场上市新机型数量变化 (单位: 部)	5
图 3: 华为和小米等厂商已推出了千元价位的 5G 智能手机	6
图 4: 各制式智能手机份额 (2019 年第四季度)	6
图 5: 各制式智能手机份额 (2020 年第一季度)	6
图 6: 4x4 MIMO 技术示意图	7
图 7: 5G 采用了毫米波频段进行通信	7
图 8: 不同材质机壳材料对比	8
图 9: 玻璃盖板渗透率变化	8
图 10: 无线充电示意图	9
图 11: 无线充电渗透率变化	9
图 12: 全球智能手机盖板材料市场规模占比变化	9
图 13: 各代华为旗舰机型在外观设计上的创新变化	10
图 14: iPhone 11 手机采用玻璃机身回归多彩设计	10
图 15: iPhone 11 的玻璃盖板基于一件冷雕工艺加工	10
图 16: 玻璃盖板向 3D 玻璃升级	11
图 17: 3D 瀑布屏玻璃产品	11
图 18: 小米 10 双面配备玻璃盖板	12
图 19: 三星 Galaxy S20 Ultra 双面配备玻璃盖板	12
图 20: 2019 年全国玻璃盖板出货量前十五位厂商	12
图 21: 2020 年全国玻璃盖板出货量 (百万件)	12
图 22: 玻璃盖板市场格局 (2017 年)	13
图 23: 玻璃盖板市场格局 (2019 年)	13
图 24: iPhone11Pro 采用 CNC 加工一体式玻璃后盖	14
图 25: 公司摄像头玻璃盖板产品	14
图 26: 公司在苹果供应链的份额变化	14
图 27: 3D 玻璃盖板的优势	15
图 28: 公司 3D 玻璃盖板产品	16
图 29: 华为市场份额大幅增加至 14.7%	16
图 30: 智能手表出货总量同比增加 12%	16
图 31: Apple Watch Editions 采用陶瓷后盖	17
图 32: 蓝宝石应用广泛	18
图 33: 公司蓝宝石产品	18
图 34: 公司精密陶瓷产品	19
图 35: 公司 3D 陶瓷产品	19
图 36: 公司金属系列产品	19
图 37: 可胜泰州财务指标 (单位: 人民币万元)	20
图 38: 可利泰州财务指标 (单位: 人民币万元)	20
图 39: 智能手机金属机壳产品	20
图 40: 智能手机金属零组件产品	20
图 41: 公司业务版图	21
图 42: 公司触控显示产品	21

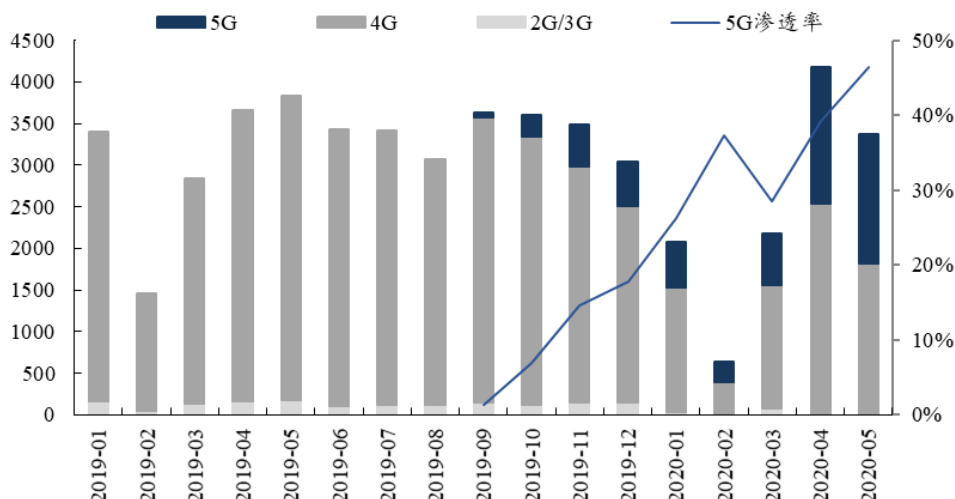
图 43: 智能手表触控显示模组产品.....	22
图 44: 公司智能穿戴客户.....	22
图 45: 车载中控屏产品.....	22
图 46: 公司汽车电子客户.....	22
图 47: 公司积极推进智能装备的自主研发.....	23
图 48: 公司产品阵列.....	23
图 49: 公司营收变化.....	25
图 50: 公司归母净利润变化.....	25
图 51: 公司毛利率净利率变化.....	26
图 52: 公司研发支出变化.....	26
图 53: 公司研发费用占营收比例（研发费用率）变化.....	26
图 54: 公司在建工程变化.....	27
图 55: 公司各类员工数量变化（单位：人）.....	27
图 56: 公司人均创收变化.....	28
图 57: 公司人均创利变化.....	28
图 58: 公司 ROE 变化.....	28
图 59: 公司资产负债率变化.....	28
图 60: 公司存货周转天数变化.....	29
图 61: 公司应收账款周转天数变化.....	29
图 62: 公司存货周转率变化.....	29
图 63: 公司应收账款周转率变化.....	29
图 64: 公司经营活动产生的现金流净额变化.....	30
图 65: 公司经营活动产生的现金流净额与购建固定无形长期资产支付的现金的对比.....	30
图 66: 公司产品结构变化.....	31
图 67: 公司产品毛利率变化.....	31
图 68: 公司固定费用变化.....	31
图 69: 公司期间费用率变化.....	32
图 70: 公司销售费用率变化.....	32
图 71: 公司管理费用率变化.....	32
图 72: 公司财务费用率变化.....	32
图 73: 公司产权比率变化.....	33
图 74: 公司收入预测（百万元）.....	34
图 75: 可比公司估值.....	35
表 1: 玻璃盖板由 2D、2.5D 向 3D 玻璃升级.....	11
表 2: 公司掌握玻璃盖板制造核心技术.....	15

1. 行业层面：5G 拉长行业景气度，周期属性削弱

1.1. 5G 换机周期开启，有望持续 5 年以上

随着 5G 在产业标准、基础设施和运营服务等方面建设的逐步完善，5G 智能手机出货量显著增长，5G 换机进程加速推进。根据工信部数据，2020 年 5 月中国 5G 智能手机出货量达 1564 万部，渗透率已达 46.34%，逐步逼近 4G 智能手机的渗透率 53.66%。

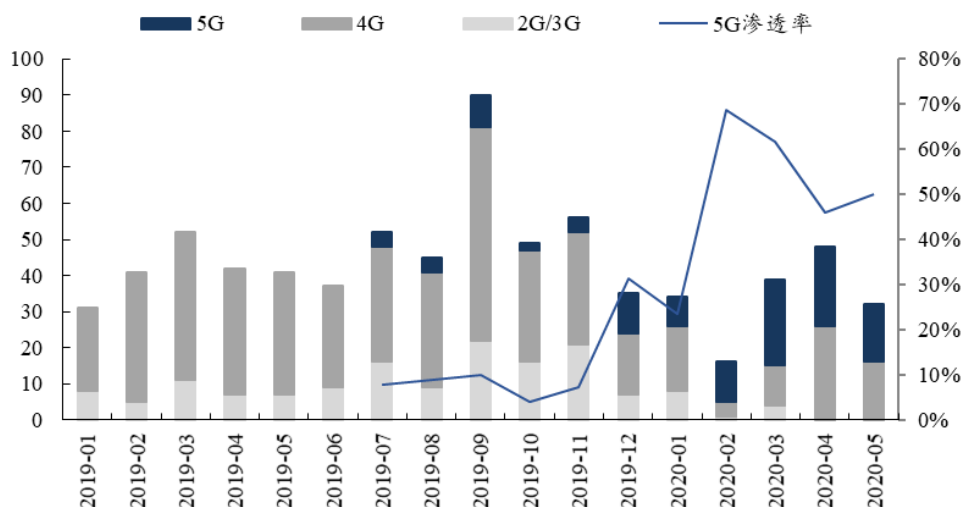
图 1：中国智能手机月度出货量变化（单位：万部）



数据来源：工信部，东吴证券研究所

目前，5G 智能手机已取代 4G 成为各大智能手机厂商研发投入和市场推广的重点，根据工信部的数据，自 2020 年 2 月以来，中国智能手机市场中 5G 智能手机的上市新机型数量已超过 4G，2020 年 5 月，5G 智能手机的上市新机型占比达 50%，新机品类的不断丰富有望显著带动 5G 智能手机的换机潮。

图 2：中国智能手机市场上市新机型数量变化（单位：部）



数据来源：工信部，东吴证券研究所

从终端产品价格上看，高性价比 5G 智能手机的推出，使 5G 智能手机市场下沉速度加快。各大智能手机厂商不断完善 5G 智能手机的产品结构，实现高、中、低价位的全面覆盖，目前，华为和小米等厂商已推出了千元价位的 5G 智能手机，有力地推动了 5G 智能手机渗透率的提升。

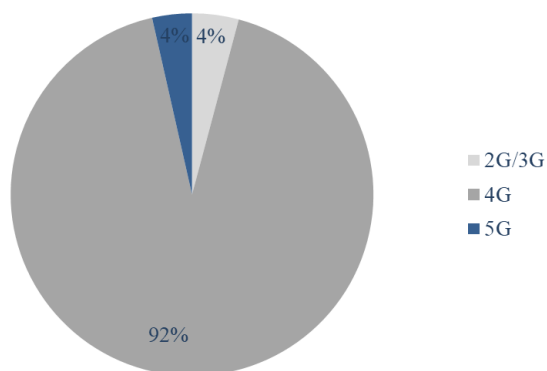
图 3：华为和小米等厂商已推出了千元价位的 5G 智能手机

	红米10X	荣耀30青春版
外观	 单打孔全面屏	 单打孔全面屏
产品重量	205g	192g
主屏幕尺寸	6.57	6.5
显示分辨率	2400*1080	2400*1080
芯片平台	联发科天玑820	联发科天玑800
前置摄像头	16M	16M
后置摄像头	48M+8M+2M	48M+8M+2M
电池容量	4520	4000
快充技术	22.5W	22.5W
产品售价	6+64G 1599元	6+64G 1699元

数据来源：中关村在线，东吴证券研究所

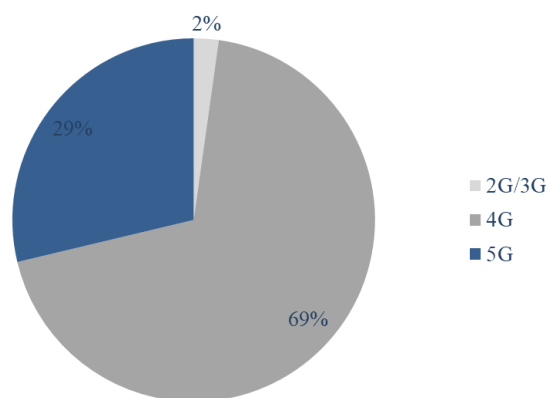
今年以来，5G 智能手机占智能手机出货总量的份额迅速提升。根据工信部的数据，2020 年第一季度，中国智能手机市场 5G 智能手机累计出货量 1406 万部，占智能手机出货总量的比重已达 29%，相比 2019 年第四季度的出货量份额（4%）显著提升。

图 4：各制式智能手机份额（2019 年第四季度）



数据来源：工信部，东吴证券研究所

图 5：各制式智能手机份额（2020 年第一季度）



数据来源：工信部，东吴证券研究所

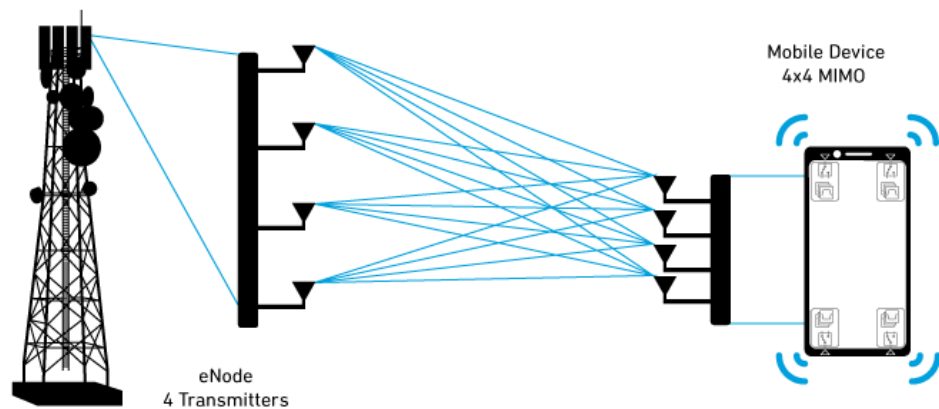
随着 5G 智能手机换机周期的启动，5G 有望成为未来几年推动全球智能手机产业发展的主要增长动力。根据群智咨询的数据，预计全球 5G 智能手机出货量约 2.31 亿部，其中，华为和苹果约占全球 5G 智能手机市场的半壁江山，而中国 5G 智能手机市场的出货量约为 1.46 亿部。根据 Canalys 的预测，2021/2022/2023 年 5G 智能手机出货量的渗透率可达 27.3%/39.5%/51.4%，到 2023 年 5G 智能手机的出货量将达到近 8 亿部，5G 智能手机将为全球智能手机市场贡献主要的出货增量。

1.2. 玻璃是手机大厂核心竞赛赛道

1.2.1. 技术层面：5G 和无线充电推动机壳去金属化，玻璃盖板需求提升

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 6：4x4 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 7：5G 采用了毫米波频段进行通信



数据来源：Ofweek，东吴证券研究所

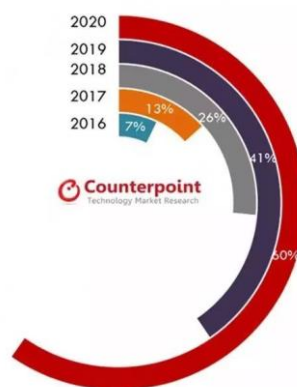
玻璃盖板品质与性价比兼备，5G 时代的产品用量有望显著增长。传统金属机壳受制于信号屏蔽等影响在 5G 手机市场的应用受限，非金属材质的机壳在 5G 手机市场的潜力凸显。在非金属材质的机壳中，玻璃盖板的电磁屏蔽效应较弱，并且相比陶瓷、塑料等其他非金属材料，玻璃具有足够的耐磨性、可塑性和强度，同时重量更轻，符合手机轻薄化的趋势。同时，玻璃盖板的产业链配套更为完善，原材料供给较为充足，生产工艺相对较为成熟，且良率较高，因而具备更优的产品性价比，适合于大规模商用。因此，在 5G 时代，玻璃材质成为了可兼顾品质与成本的主流机壳方案，未来有望在 5G 手机市场加速渗透，根据 Counterpoint 数据，2020 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 8：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

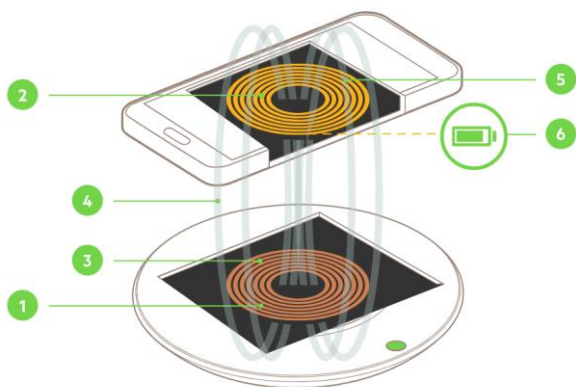
图 9：玻璃盖板渗透率变化



数据来源：Counterpoint，东吴证券研究所

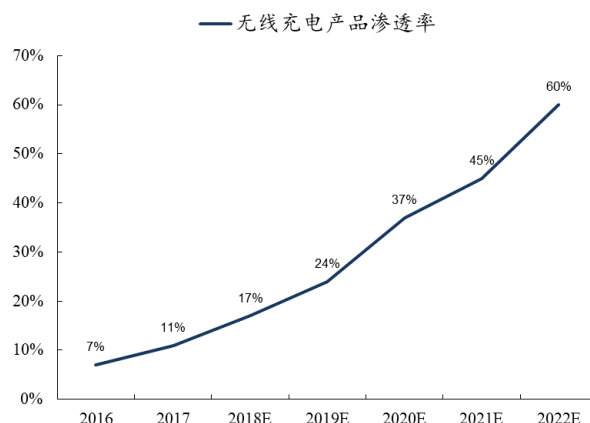
此外，作为一种便捷安全的无线电能传输技术，无线充电是传统终端设备在用户体验上的一次重大革新，在消费电子市场有着广阔的应用前景，未来有望在智能手机市场进一步普及。无线充电的原理是基于手机和充电器内部的电感线圈之间的电磁感应实现电能的传输，金属机壳由于存在电磁屏蔽，会增大无线充电过程中的能量损耗，从而影响充电速度。玻璃盖板对无线充电功能的适配性较好，随着无线充电功能在智能手机市场的普及，玻璃盖板的市场需求有望进一步增加。

图 10: 无线充电示意图



数据来源: Belkin, 东吴证券研究所

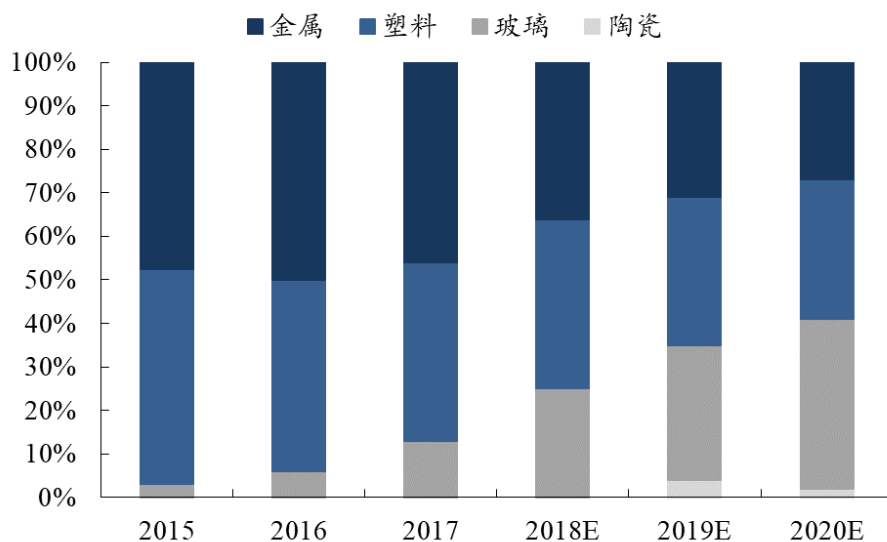
图 11: 无线充电渗透率变化



数据来源: 观研天下, 东吴证券研究所

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 5G、无线充电等对玻璃盖板在智能手机市场渗透率的推动, 玻璃盖板市场规模有望实现快速增长。

图 12: 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

1.2.2. 外观层面: 中高端手机厂商大力投入外观创新, 玻璃成为差异化竞争关键

玻璃盖板的外观设计已成为智能手机产品差异化竞争的关键。目前, 在安卓智能手机市场, 光学升级和外观设计是各大厂商构建竞争优势的两大关键领域。在光学领域, 多摄、高清、潜望式镜头变焦以及 TOF 镜头等创新应用陆续涌现, 已成为智能手机光学市场持续景气的主要动力。而在外观设计方面, 智能手机市场的中高端手机厂商大力投入产品的外观创新, 基于玻璃盖板和多种工艺技术的应用, 幻影效果、渐变多彩、磨砂质感、高硬度玻璃等外观的创新设计层出不穷, 已成为智能手机产品差异化竞争的关键。

图 13: 各代华为旗舰机型在外观设计上的创新变化

	华为P20	华为P30	华为P40
外观			
工艺	PVD溅射工艺	九层纳米真空光学镀膜、Inkjet微米级喷墨打印工艺	AG磨砂工艺
优点	表面形成渐变效果，工序简单，成本较低，	渐变更加自然且独特，在不同时间段不同光线下，能够呈现不同的光景效果	凹凸表面均衡细腻，拥有金属的些许质感，防指纹效果好，表面效果持久
发布时间	2018年4月	2019年4月	2020年3月

数据来源：华为官网，东吴证券研究所

华为在 2018 年发布的 P20 系列采用了渐变效果的外观设计，该设计采用 PVD 溅射成膜时改变玻璃基片上中下区域的成膜厚度，从而形成特定的彩虹色光带而实现。2019 年，华为发布的 P30 系列沿用了前代产品的渐变设计，其中，P30 系列的“天空之境”配色的开发，结合了九层纳米真空光学镀膜工艺和 Inkjet 微米级喷墨打印工艺两项关键技术，通过在不同区段调整工艺参数轰击不同靶材，改变镀膜的厚度和层数，实现了全新的外观效果。2020 年最新发布的 P40 系列，则是在玻璃盖板工艺中引入了全新的 AG 磨砂工艺，使智能手机在视觉和触感方面的产品体验进一步提升。

在苹果智能手机市场，目前最新款的 iPhone 11 也凭借玻璃机身回归多彩设计，同时，iPhone 11 的玻璃盖板基于一一体冷雕工艺加工而成，并且采用了双离子交换工艺强化处理，是迄今为止 iPhone 搭载的硬度最坚固的玻璃盖板，其全套加工工序约 110 道，相比之下，iPhone X 的玻璃盖板工序约 80 道，而 iPhone SE 的玻璃盖板的工序约 60 道，玻璃盖板加工工艺的升级，显著提升了其在智能手机应用中的材料性能，有望进一步扩展玻璃盖板在智能手机市场的应用规模。

图 14: iPhone 11 手机采用玻璃机身回归多彩设计



数据来源：Apple 官网，东吴证券研究所

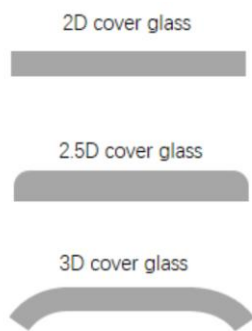
图 15: iPhone 11 的玻璃盖板基于一一体冷雕工艺加工



数据来源：Apple 官网，东吴证券研究所

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 16: 玻璃盖板向 3D 玻璃升级



数据来源: IHS, 东吴证券研究所

图 17: 3D 瀑布屏玻璃产品



数据来源: 华为官网, 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。美国康宁公司发布最新款大猩猩玻璃能从 1.6 米高度跌落至坚硬、粗糙的表面并保持完好，同时，新款玻璃的抗刮擦性能也比其它铝硅玻璃高出两倍，从而显著提升了玻璃盖板的材料特性，并在多款智能终端上获得规模化应用。

图 18: 小米 10 双面配备玻璃盖板



BACK: Gorilla® Glass 5 FRONT: Gorilla® Glass 5

数据来源: 小米官网, 东吴证券研究所

图 19: 三星 Galaxy S20 Ultra 双面配备玻璃盖板



BACK: Gorilla® Glass 6 FRONT: Gorilla® Glass 6

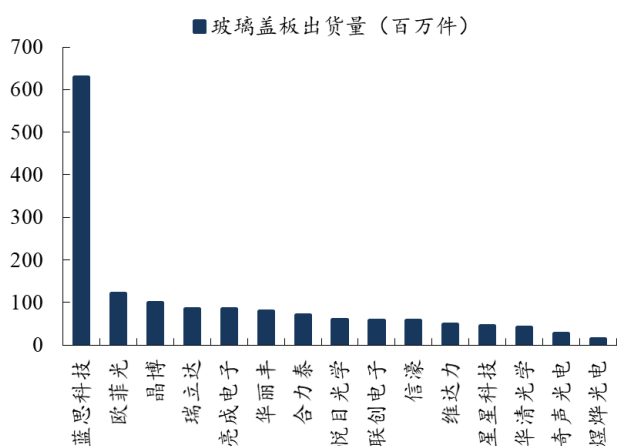
数据来源: OPPO 官网, 东吴证券研究所

随着新型 3D 玻璃的升级、玻璃材料属性的完善, 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。

1.3. 本轮行业复苏竞争格局更加优化

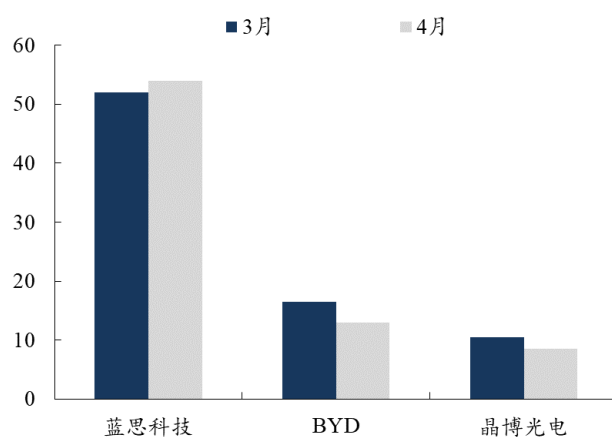
蓝思科技在玻璃盖板市场龙头地位稳固, 工艺、技术、规模一直稳居国际领先地位。公司深耕玻璃盖板市场, 凭借持续领先的研发投入, 具备了模具开发设计、机器设备研制、产品快速研发和规模生产的能力, 工艺、技术、规模一直稳居国际领先地位。公司在智能终端玻璃盖板领域持续推进新技术、新工艺、新材料及新产品的创新和研发, 为客户提供一站式的综合解决方案, 瀑布式 3D 玻璃、磨砂质感一体式玻璃后盖、幻影效果玻璃后盖等高端玻璃盖板产品获得全球众多知名智能终端厂商的规模商用, 进一步提升了公司的全面竞争优势和行业影响力。

图 20: 2019 年全国玻璃盖板出货量前十五位厂商



数据来源: 旭日大数据, 东吴证券研究所

图 21: 2020 年全国玻璃盖板出货量 (百万件)



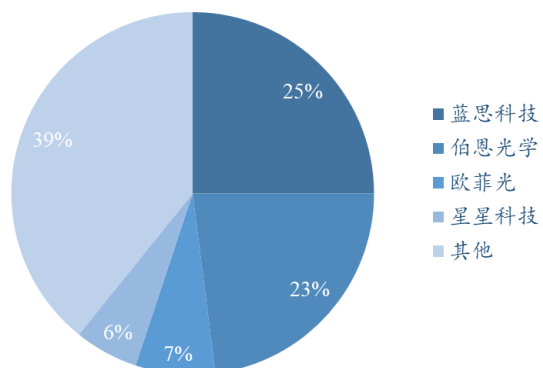
数据来源: 旭日大数据, 东吴证券研究所

目前, 随着智能手机市场对玻璃盖板产品需求的恢复, 公司加速聚拢全球消费电子中高端客户资源和产品资源, 各主要产品的订单充足、需求旺盛, 市场份额持续扩大。根据国际电子商情和 Leadleo Research 的数据, 2017 年, 公司在玻璃盖板的市占率约为

25%，2019 年，公司的市占率达到了 35%，且份额显著领先于其他厂商，龙头效应凸显。

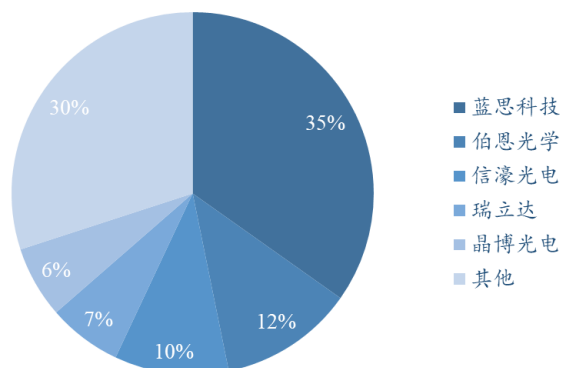
随着优质市场资源加速向公司聚拢，公司所处行业竞争格局将更加优化。

图 22：玻璃盖板市场格局（2017 年）



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

图 23：玻璃盖板市场格局（2019 年）



数据来源：Leadleo Research，东吴证券研究所

2. 业务层面 1：玻璃赛道强者恒强，龙头份额持续提升

(1) A 客户：与竞争对手拉开距离

自苹果恢复前后双玻璃的设计以来，智能手机玻璃盖板的市场需求进一步提升，同时玻璃盖板制造工艺也不断进步，工艺复杂度显著增加，提升了玻璃盖板的单机价值量。

图 24: iPhone11Pro 采用 CNC 加工一体式玻璃后盖



图 25: 公司摄像头玻璃盖板产品

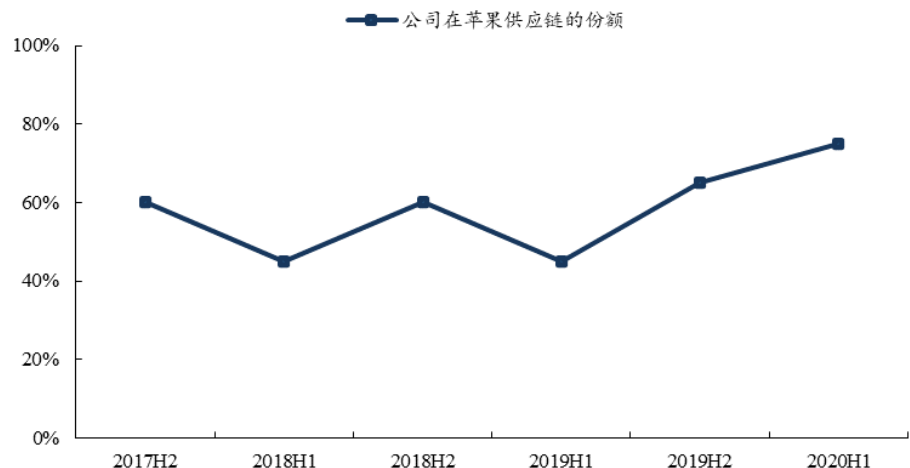


数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

与苹果等优质客户协同推进新品开发，玻璃盖板核心技术竞争力强，公司供货份额和产品技术的领先优势逐步扩大。公司作为苹果玻璃盖板的核心供应商，与苹果协同开发了多款玻璃盖板产品并实现大规模商用，在苹果供应链的供货份额稳步提升，2020 年上半年，公司的供货份额已达 75% 左右，市场领先地位明显。同时，玻璃盖板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。

图 26: 公司在苹果供应链的份额变化



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所（备注：数据由东吴证券电子组测算）

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

(2) 安卓客户：3D 玻璃带来广阔成长空间

在安卓客户方面，随着 OLED 技术在智能手机上的应用，“3D 防护+OLED 显示屏”凭借良好的视觉延展性、高屏占比等特性越来越受到消费者青睐，华为、小米等知名安卓智能手机品牌的高端机型也陆续应用了“3D 防护+OLED 显示屏”的产品方案。随着国内各大面板厂在 OLED 显示屏产能瓶颈方面的不断突破，OLED 显示屏价格有望下调，未来“3D 防护+OLED 显示屏”方案在智能手机市场的渗透率有望进一步提升。

图 27: 3D 玻璃盖板的优势



数据来源：电子工程专辑，东吴证券研究所

同时，在手机市场的竞争中，外观创新也成为各大智能手机品牌进行差异化竞争的关键。3D 防护产品具有轻薄、透明洁净、抗指纹、防眩光、耐候性佳等优点，不仅可以提升智能终端产品外观新颖性，还可以带来出色的触控手感，因此应用范围越来越广，市场空间十分广阔。

率先商用智能手机 3D 玻璃盖板，充分受益于 3D 玻璃市场需求的提升。公司是业内率先实现 3D 玻璃在智能手机市场大规模应用的厂商，掌握了 3D 玻璃加工过程中开料开孔、精雕、研磨、清洗、热弯、抛光、检测、钢化、UV 转印、镀膜（PVD）、印刷

(丝印、喷涂)和贴合等全套工艺技术,开发了以瀑布式 3D 玻璃为代表的系列 3D 玻璃产品并陆续获得规模化应用,积累了华为、小米、OPPO、vivo 等知名智能手机品牌客户资源,有望充分受益于 3D 玻璃市场需求的提升。

图 28: 公司 3D 玻璃盖板产品

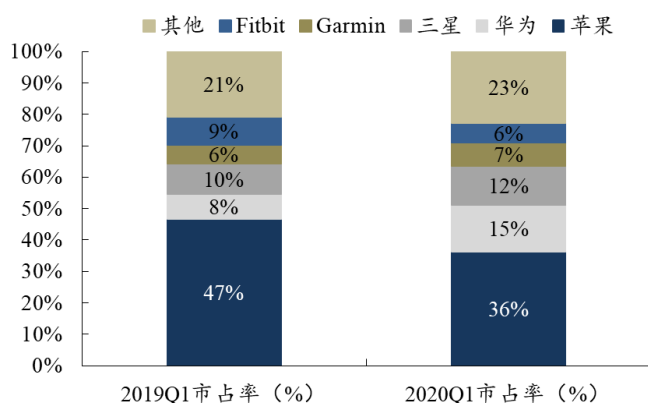


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

(3) 手机周边: 智能手表带来增量

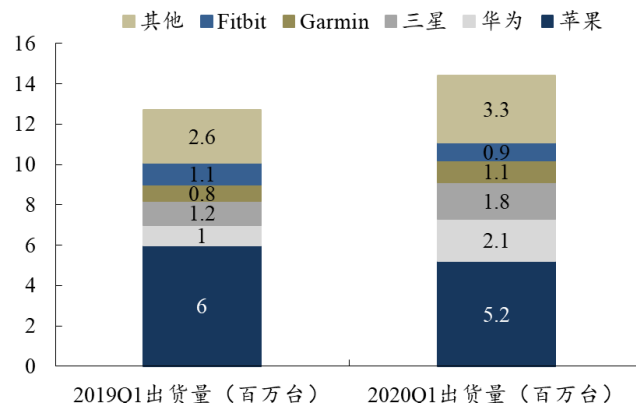
凭借着丰富的产品类别, 友好的用户体验, 以及集成移动通信、导航定位、健康管理等的多样化功能, 智能手表的市场热度不减, 出货量持续增长。根据 Canalys 的数据, 2020 年第一季度, 全球智能手表出货量达 1430 万台, 同比增长 12%。其中, 苹果智能手表的出货量为 520 万台, 同比下降 13%, 市占率为 36.3%, 尽管份额较去年同期下降了 10.4 个百分点, 但仍位居全球智能手表出货量及市占率首位。华为智能手表的出货量放量明显, 2020 年第一季度出货量达 210 万台, 同比大增 113%, 市占率达 14.7%, 同比提升了 7 个百分点, 超越三星和 Fitbit 位居全球智能手表出货量及市占率第二位。

图 29: 华为市场份额大幅增加至 14.7%



数据来源: Canalys, 东吴证券研究所

图 30: 智能手表出货总量同比增加 12%



数据来源: Canalys, 东吴证券研究所

公司积极布局以智能手表为代表的智能穿戴产品防护零组件业务, 在业内率先将蓝宝石等新材料应用于智能穿戴产品, 先发优势明显。目前, 公司在苹果智能手表的蓝宝石玻璃镜面、陶瓷背壳、触控显示等零组件供应上竞争优势明显, 同时公司积极开拓非

A 客户，智能手表防护零组件产品已进入 OPPO 等知名智能终端品牌的供应链。在消费电子产品防护屏领域，目前公司已累计获得逾千项专利，涵盖加工设备、夹治具、加工方法等诸多核心技术，已实现丰富的技术储备，有助于公司在智能手表防护件领域的产品开发和市场拓展。未来，公司防护零组件产品在智能手表市场的应用推广，有望持续增厚公司业绩。

图 31: Apple Watch Editions 采用陶瓷后盖



数据来源：Apple，东吴证券研究所

蓝思科技于 2018 年入股主营电声业务为主的豪恩声学。2010 年起，豪恩声学与雷蛇（Razer）、海盗船（Corsair）、罗技（Logitech）、软银（Softbank）、安克（Anker）、喜日科技（喜马拉雅小雅 AI 音箱）、搜狗、哈曼（Harman）、缤特力（Plantronics）、正威精密、宝凌电子、格力等国内外知名品牌厂商进行合作，相继推出音箱、耳机等产品，客户优势明显。豪恩声学于 2018 年推出的 TWS 蓝牙耳机获得荣获“德国红点奖”，随着 TWS 耳机市场高景气度延续，豪恩声学的产品有望充分受益于 TWS 市场的快速增长。

3. 业务层面 2：垂直一体化加速，不断拓展成长边界

3.1. 外观件：从玻璃到金属件，从中框到组装

在外观零组件市场，公司基于在玻璃盖板领域建立起的技术和市场优势，积极丰富产品布局，现阶段已系统和全面地掌握了玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属等材料在消费电子视窗与外观功能组件领域产品的生产、技术与工艺发展趋势。

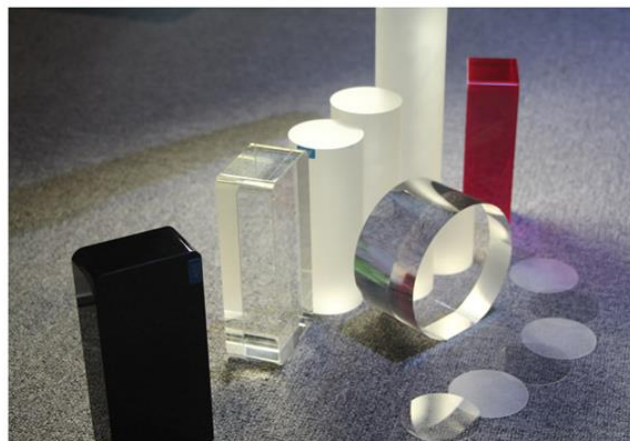
在蓝宝石领域，公司主要从事蓝宝石晶体材料、光学镜片等产品的生产制造，公司采用导模法生产蓝宝石，该生产工艺的材料利用率高，可免除对蓝宝石材料的切割、成型等工序，节省加工时间，有效降低成本。与此同时，公司积极自主研发长晶设备及控制系统，有效缩短晶体生产周期，大大降低能耗。目前，公司已打通从蓝宝石长晶设备开发、规模化长晶生产、晶体材料深加工到各种规格应用产品批量制造的全产业链，蓝宝石产品的长晶技术优良，已达到国际领先水平，相关产品广泛应用于蓝宝石摄像头保护晶片、指纹识别保护镜片、智能穿戴设备防护屏等领域中。

图 32：蓝宝石应用广泛



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

图 33：公司蓝宝石产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在精密陶瓷领域，公司早在 2012 年就已设立蓝思华联子公司从事精密陶瓷部件的研发，并于当年首次将陶瓷新材料应用到知名品牌客户的智能手机终端上，是最早进行消费电子产品陶瓷部件研发制造的企业。2017 年，公司与山东国瓷功能材料股份有限公司设立合资公司，进一步优化整合产业链资源，稳定和保障优质陶瓷原材料的供给与研发。通过在精密陶瓷各类工艺、模具与设备等核心技术领域的自主研发和创新，公司目前已具备独立完成从原材料、胚料、烧结及成品全流程生产加工能力，目前相关产品广泛应用于智能手机终端的防护后盖、智能可穿戴设备的结构件与重要零部件等领域，相关应用的市场空间十分广阔。凭借持续的技术创新、优秀的产品品质和高效稳定的规模量产能力，公司已成为精密陶瓷领域全球各大核心重要品牌客户的一级供应商，精密陶瓷产品得到了国内外品牌客户的广泛认可。

图 34: 公司精密陶瓷产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 35: 公司 3D 陶瓷产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

同时，公司在 2017 年设立蓝思精密（东莞）有限公司，夯实公司在中框、后盖等金属部件产品领域的生产制造实力，积极响应下游品牌客户对防护玻璃、金属部件的组装整合需求。目前，公司在中框、组装等业务领域大力布局，积极向产业链上下游整合延伸，着力为打造消费电子产品领域的一站式产品解决方案和技术服务平台，逐步构建起平台型竞争优势。

图 36: 公司金属系列产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 收购优质金属机壳资产，垂直化整合实现突破

2020 年 8 月 19 日，公司公告与 Lyra International Co., Ltd.和可成科技签署了《股权买卖契约》，蓝思国际以现金 99.00 亿元人民币收购 Lyra International Co., Ltd.持股的可胜泰州和可利泰州各 100%股权。

图 37: 可胜泰州财务指标 (单位: 人民币万元)

项目	2019年度	2020年1-3月
营业收入	548,200.3	117,766.9
营业成本	496,905.9	102,228.4
利润总额	15,043.3	6,512.1
净利润	5,384.8	3,317.7
经营活动产生的现金流量净额	98,624.3	128,971.5
资产总额	588,271.0	550,935.7
负债总额	412,806.1	372,153.1
净资产	175,464.9	178,782.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 38: 可利泰州财务指标 (单位: 人民币万元)

项目	2019年度	2020年1-3月
营业收入	271,333.1	90,926.8
营业成本	252,602.8	64,846.5
利润总额	7,905.0	22,181.2
净利润	3,703.9	16,191.3
经营活动产生的现金流量净额	74,943.7	45,086.3
资产总额	461,575.5	417,940.3
负债总额	316,213.7	256,387.2
净资产	145,361.9	161,553.1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

可胜泰州和可利泰州主要从事铝、镁和锌的新型合金材料及制品、高性能复合材料及制品、不锈钢材料及制品、金属冲压件、移动通信系统手机及相关零组件、便携式微型计算机及相关零组件,以及各类模具的研发、生产和加工,是业界领先的智能手机金属机壳供应商,能够为苹果等全球高端客户提供关键技术与制程的全方位解决方案。

图 39: 智能手机金属机壳产品



数据来源: 可成科技, 东吴证券研究所

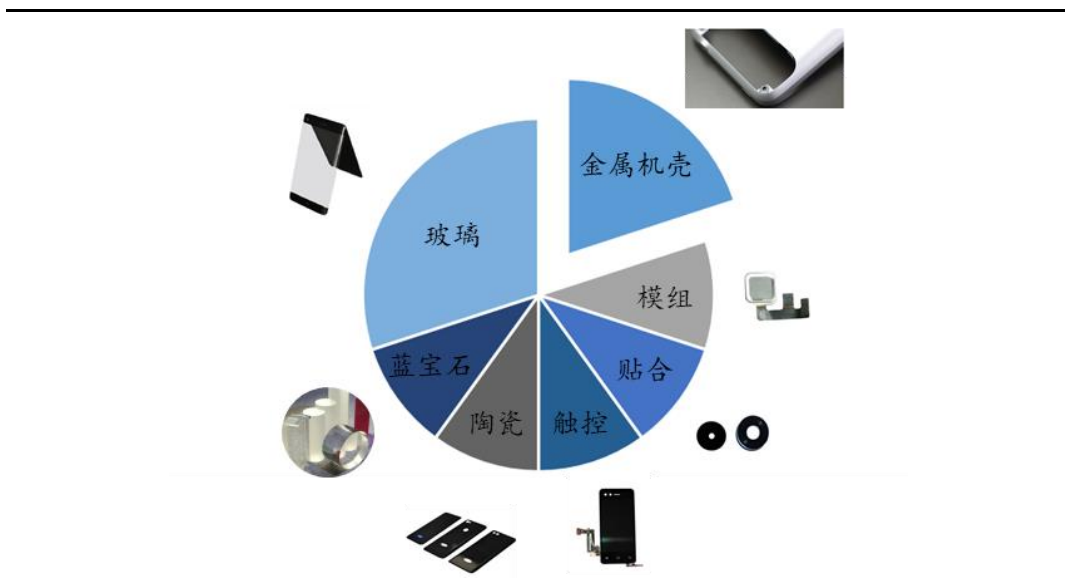
图 40: 智能手机金属零组件产品



数据来源: 可成科技, 东吴证券研究所

目前,公司在玻璃、蓝宝石、陶瓷、触控、贴合、模组等领域具有领先的技术和市场地位,与收购的可胜泰州和可利泰州是上下游业务关系。在智能手机金属机壳加工及组装领域,可胜泰州和可利泰州拥有业界技术领先、自动化程度高、经验丰富的技术管理团队及稳定的产能。公司与收购标的整合后,公司可为下游客户提供更完善的产品组合和垂直整合的一站式综合产品解决方案,同时也为公司进一步向下游供应链进行业务拓展奠定坚实的基础,持续增强公司的综合竞争力与盈利能力,大幅提升公司的行业地位。

图 41：公司业务版图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 触控显示：从手表到手机，从 3C 到汽车

公司积极拓展相关产品的应用市场，公司在智能手机、智能穿戴式设备、平板电脑、笔记本电脑、一体式电脑、智能家居家电和汽车电子等各业务板块均实现了高质量增长，产品结构持续优化，不断开拓新的业务增长点。

2017 年，公司与 NISSHA 株式会社合资成立的日写蓝思科技（长沙）有限公司，从事触摸传感器产品的生产与销售业务。公司在智能手机触控显示产品领域持续投入，积极扩充智能手机 3D 触控功能盖板的产能，有望受益于下游客户需求的提升。

图 42：公司触控显示产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司在智能穿戴市场与众多知名品牌客户建立了深厚、长期、稳定的战略合作关系，向苹果、三星、华为、OPPO、Fitbit 等品牌各款主流穿戴设备批量供货，客户资源优质，

市场占有率稳居行业领导地位。公司积极布局智能手表等智能穿戴产品的触控显示模组的研发与制造业务，并可提供部件贴合和组装等配套增值服务，市场优势地位突出。

图 43: 智能手表触控显示模组产品



数据来源：电子工程专辑，东吴证券研究所

图 44: 公司智能穿戴客户



数据来源：电子工程专辑，东吴证券研究所

公司近年在汽车电子的防护、触控显示零组件产业上积极布局，形成了汽车仪表、中控屏、B 柱等产品线并实现批量销售，相关业务收入不断扩大。同时，公司在车载产品领域大力投入，未来有望大幅提高车载玻璃、车载中控屏、装饰件、结构件、后视镜、导航仪等车载设备产能规模，向汽车客户提供更多的产品与整合配套服务。

目前，公司已成为特斯拉的全球一级供应商，同时，公司也与宝马、保时捷等国际知名汽车企业展开合作，开发产品均已实现量产。随着公司与上述客户合作的深入，新款汽车不断问世会对其他车企形成示范效应，有望导入更多大客户。随着公司在汽车电子等新兴业务领域的不断突破，公司业绩的增长动能充足。

图 45: 车载中控屏产品



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

图 46: 公司汽车电子客户



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

3.4. 智能装备：支撑蓝思更轻更快的秘密武器

图 47：公司积极推进智能装备的自主研发



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自 2010 年研究生产自动化、2014 年开始大规模导入，2016 年自主研发生产工业机器人和智能制造装备，是业内最早研发、制造、大规模应用自动化设备和智能制造工业体系的企业之一，目前拥有一支超 800 人的智能制造开发团队，将生产制造与工业互联网、大数据、云计算、人工智能等新技术进行深度融合，大幅提高数据自动化采集和分析水平，提高生产效率和良率，降低生产管理成本。目前，公司已在热弯、精雕、印刷（丝印、移印）、清洗等多项关键重要制造工序的智能化改造取得很大进步，数据自动化采集和控制水平大幅提高，用工和整体制造成本不断优化，公司在智能制造方面已达到消费电子产品制造业的行业领先水平。公司将在已有的自动化生产线及已搭建完成的“蓝思云”大数据平台基础上，持续向各个工厂全面导入自研的工业互联网平台，优化现有生产线，继续推进其他工序的智能升级与研发，不断提高公司的智能制造水平、生产效率和良率，扩大公司的核心竞争优势。

图 48：公司产品阵列



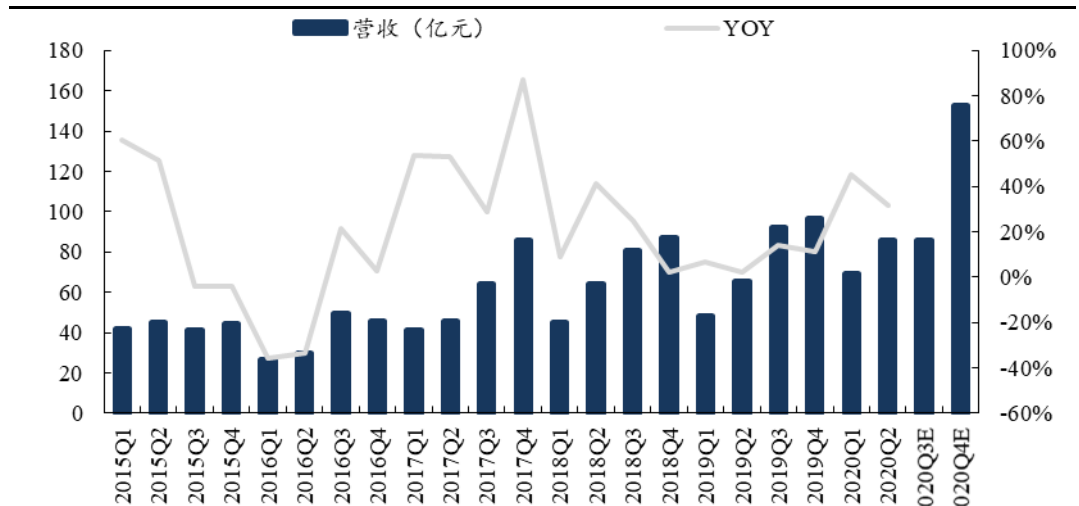
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司具备强大的专用设备自主研发制造能力,以及工装夹具、模具、辅材自制能力,自主研发的机器设备更好地适配公司生产线布局和工艺技术特点,关键性能、综合效率、自动化程度、能耗及造价成本等指标均大幅优于竞争对手的标准化设备,确保了公司生产效率与良率优势。公司根据生产部门需要,自主对老旧设备进行技术升级改造或回收利用,延长设备使用寿命,节省设备投资,成本优势突出。依托自身强大的技术优势、领先的智能制造实力、雄厚的资金支持,以及高度智能化的自动生产线,使公司早已具备全球领先的成熟、高效、先进的新产品研发与快速量产能力,能够很好地满足各大客户的需求,并降低产品的平均成本、提升产品价格竞争力,进一步巩固公司全球客户资源与市场份额。

4. 财务层面：核心指标行业领先，盈利释放有望持续超预期

公司在智能终端玻璃盖板领域持续推进新技术、新工艺、新材料的创新和研发，同时积极拓展新兴业务，在材料、触控显示、声学、金属结构件和智能制造装备等业务领域持续开拓，经营状况持续向好。

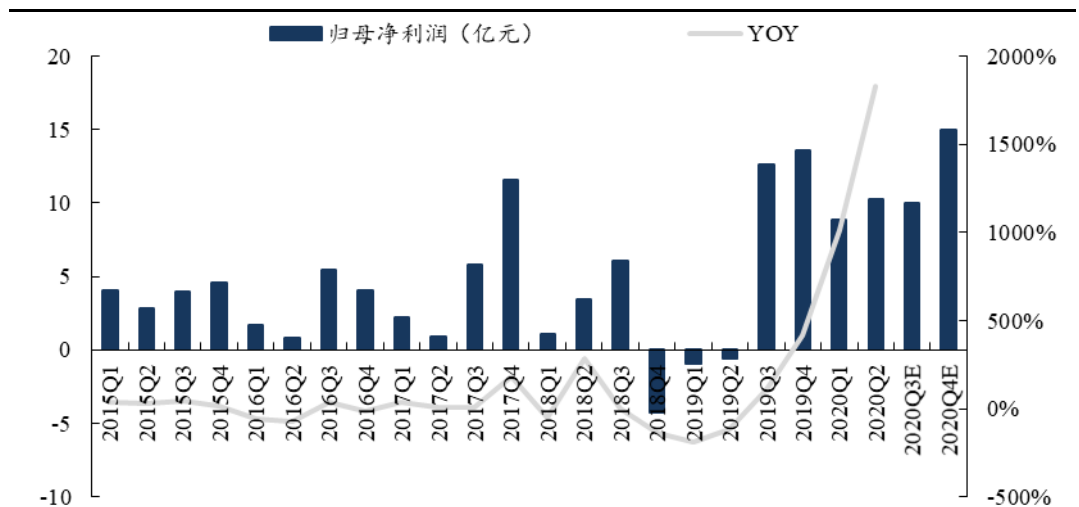
图 49：公司营收变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司集中优质市场资源，业绩实现高速增长。2020 年上半年公司营业收入 155.68 亿元，同比增长 37.05%，归母净利润 19.12 亿元，同比增长 1322.42%。主要得益于公司的生产经营高效、稳定运行，在行业内率先实现了全面复工复产，管理效率、生产效率和产品良率水平较去年进一步改善。凭借领先的智能制造实力以及快速打样和量产的生产优势，公司主要产品订单充足、需求旺盛，各产品线销售收入呈现同比大幅增长趋势，在全球优质客户和中高端细分产品领域的市场占有率显著提高，由此带动了公司经营业绩的高速增长。

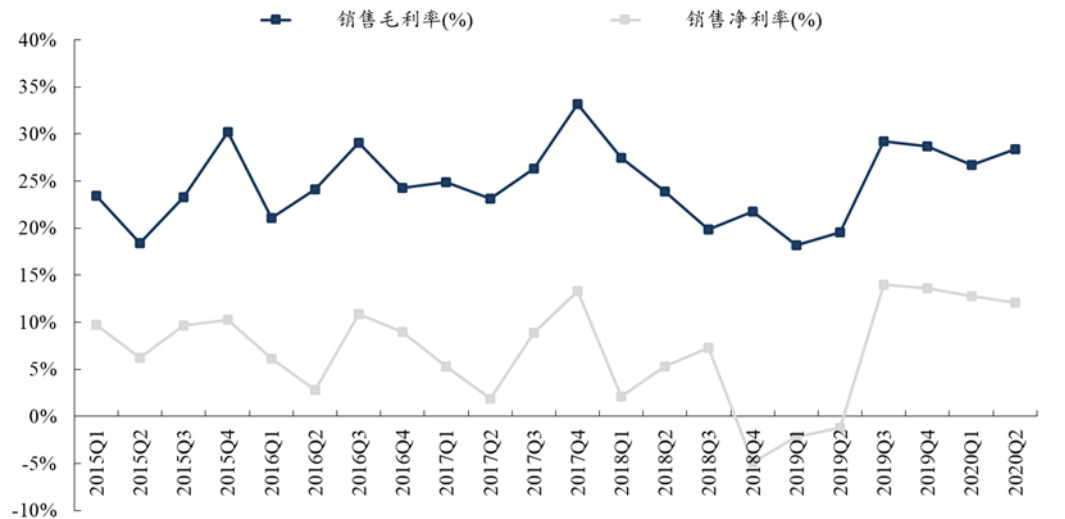
图 50：公司归母净利润变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司利润率水平回归高位，盈利能力明显改善。2020 年 Q2 公司产品毛利率为 28.38%，同比上升 8.81 个百分点，净利率为 12.07%，同比提升 13.27 个百分点。主要得益于公司在以中小尺寸防护玻璃为代表的业务领域持续推进产品升级和新品开发，在客户和产品结构方面实现了进一步的优化，同时，公司作为行业龙头的规模效应和自动化生产的优势逐步显现，显著提升了公司的盈利能力。

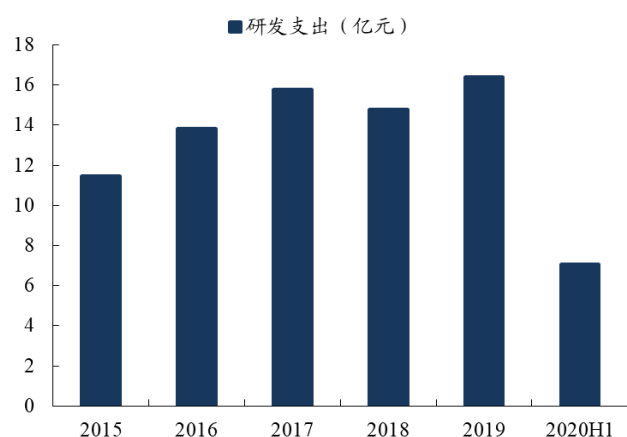
图 51：公司毛利率净利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

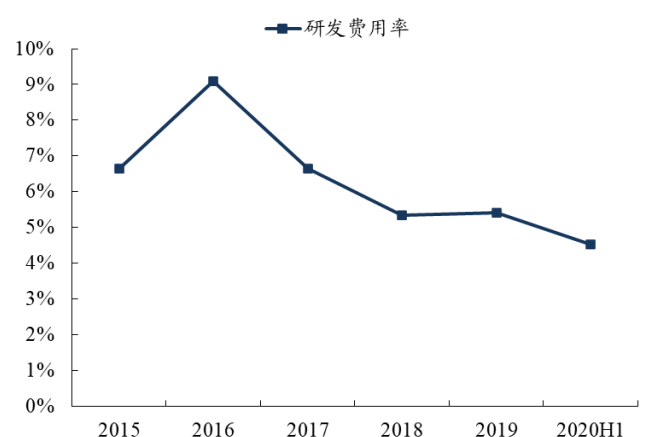
公司大力投入研发，推进产品升级和新品开发。2020 年 H1 公司研发支出为 7.07 亿元，占营收的比例为 4.54%。公司积极配合各大品牌客户为 5G 手机、智能可穿戴设备、车载产品等相关新品开展前瞻性的技术研发和布局，为抢占蓝海市场先机打下客户和技术基础。

图 52：公司研发支出变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 53：公司研发费用占营收比例（研发费用率）变化

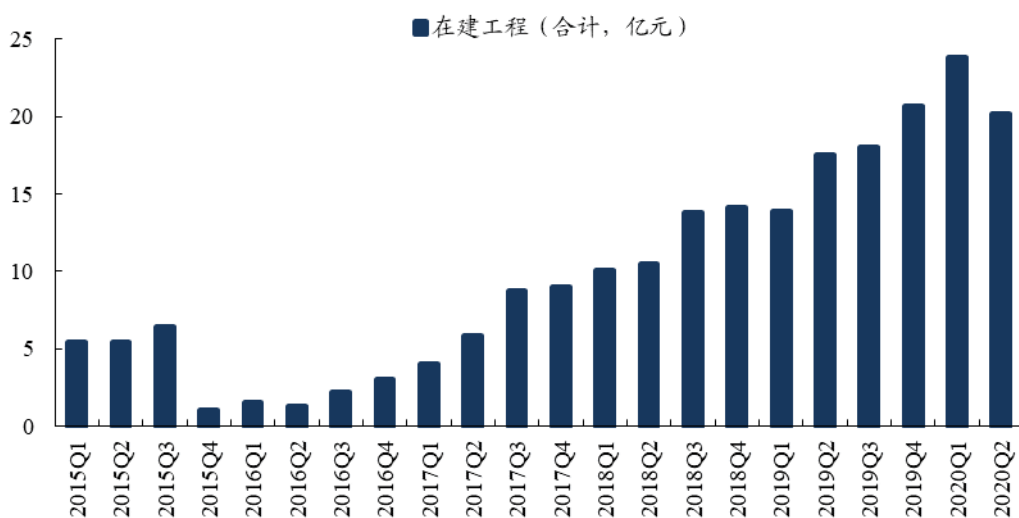


数据来源：Wind，东吴证券研究所

下游应用市场需求提升，公司积极扩充产能。2019 年公司在建工程合计 20.70 亿元，同比增长 46.45%，主要用于蓝思湘潭生产基地工程和星沙二园生产基地工程的建设，其中，蓝思湘潭子公司主要生产蓝宝石晶体材料和光学镜片，星沙厂区主要开展镀膜和车

载玻璃产品的生产。公司不断优化产能配置，为公司在细分领域市场份额的提升奠定了基础。

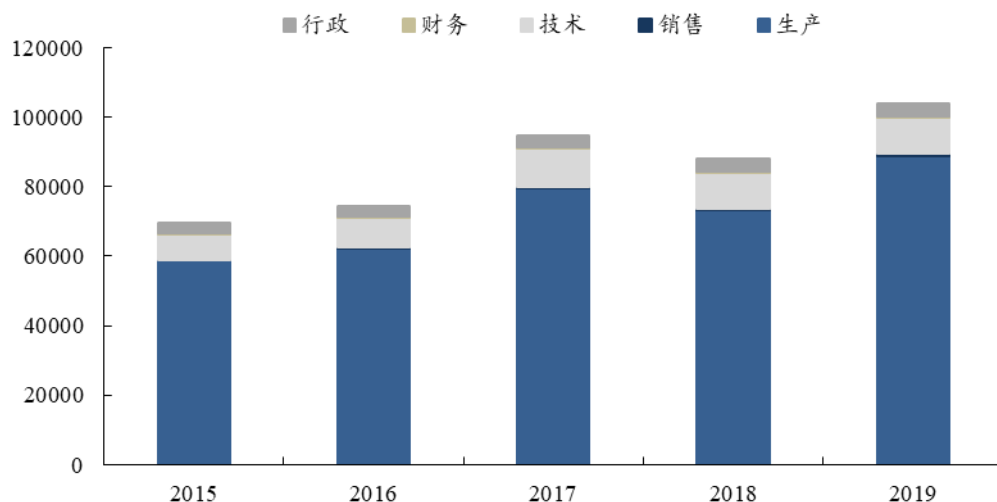
图 54: 公司在建工程变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

随着经营规模的持续扩大, 公司生产、技术员工数量稳步增长, 保障了公司响应市场需求的生产能力。2019 年生产员工数量达 8.89 万人, 占比 85.59%, 技术员工为 1.06 万人, 占比 10.25%。

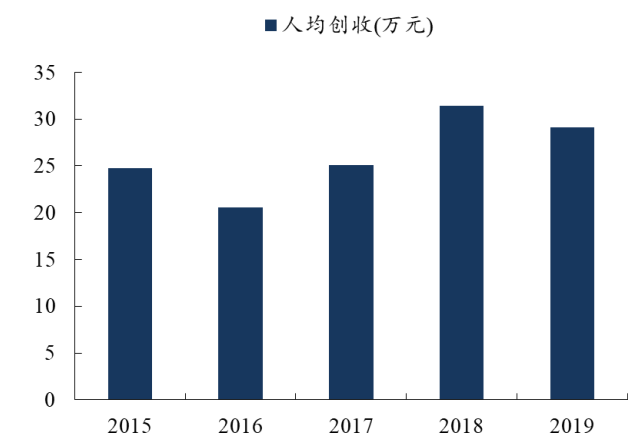
图 55: 公司各类员工数量变化 (单位: 人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

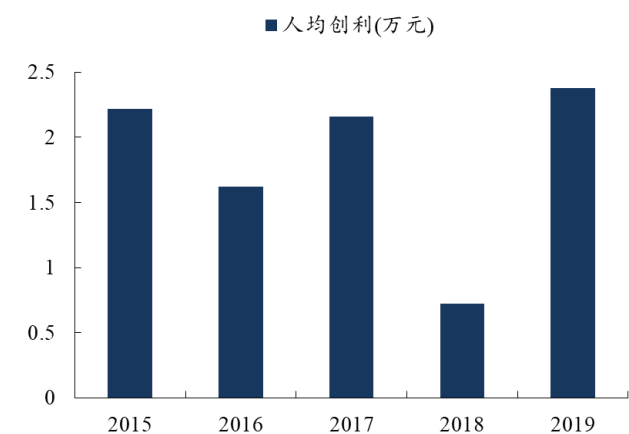
尽管公司的员工规模呈现扩增趋势, 但公司人均创收、人均创利整体保持稳中有升态势。2019 年, 公司人均创收 29.13 万元, 与去年相比较为接近, 处于公司上市以来的高位。2019 年公司人均创利 2.38 万元, 创公司上市以来新高。

图 56: 公司人均创收变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 57: 公司人均创利变化

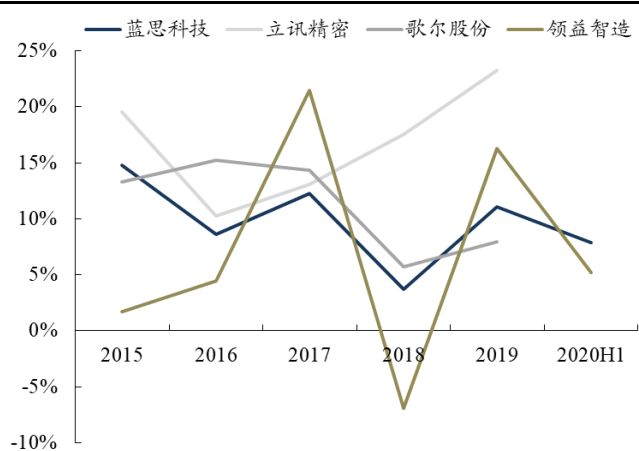


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司 ROE 水平改善显著, 2020 年 H1 公司 ROE 为 7.86%, 同比增长 8.79 个百分点。公司持续推进新品研发, 积极开展精益管理和智能制造, 同时行业龙头地位也加速了优质市场资源向公司的集中, 未来, 公司盈利能力持续改善。

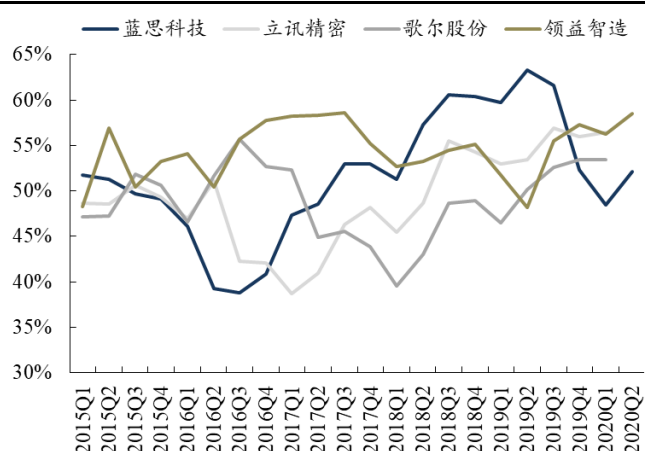
2019 年 Q2 开始公司资产负债率明显下降, 2020 年 H1 公司资产负债率为 52.13%, 同比下降 11.17 个百分点, 经营状况持续向好。

图 58: 公司 ROE 变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

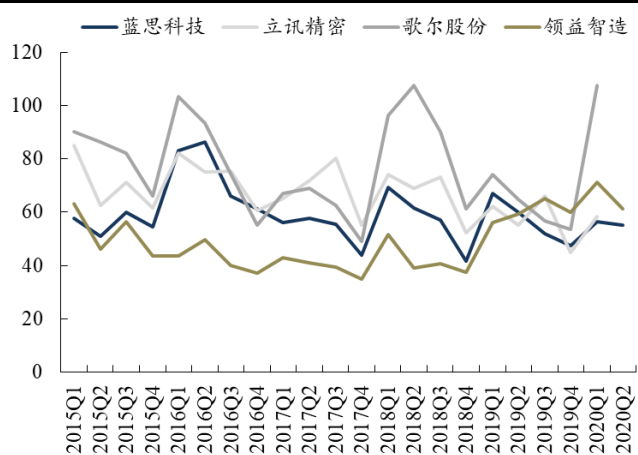
图 59: 公司资产负债率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

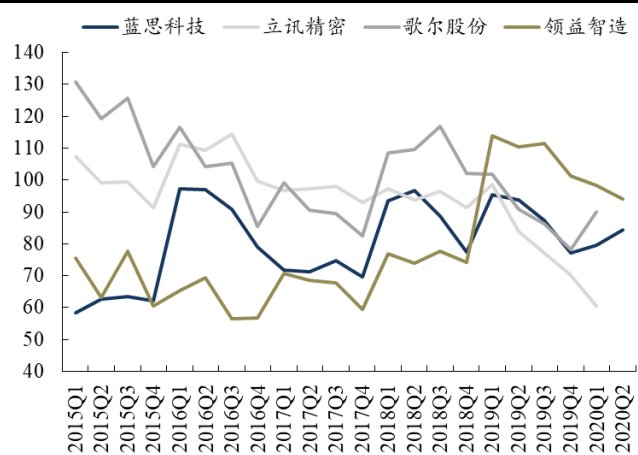
公司通过精益管理提升资产运营质量, 尽管近年来公司营收规模逐步扩大, 但存货周转天数和应收账款周转天数均基本保持稳定, 且在同行企业中处于较低水平, 表明公司存货和应收账款的管理较为完善, 运营效率较高。

图 60: 公司存货周转天数变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

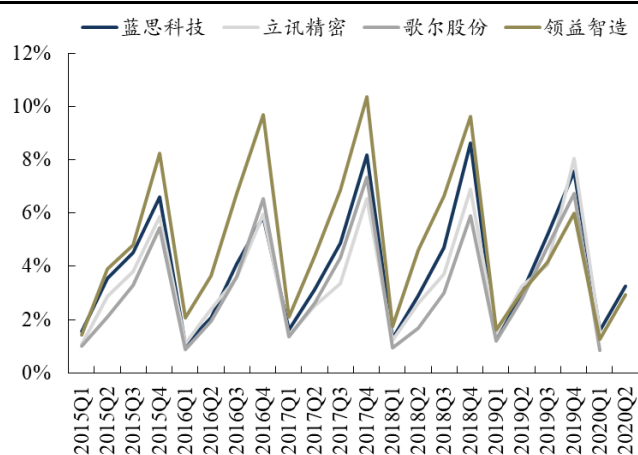
图 61: 公司应收账款周转天数变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

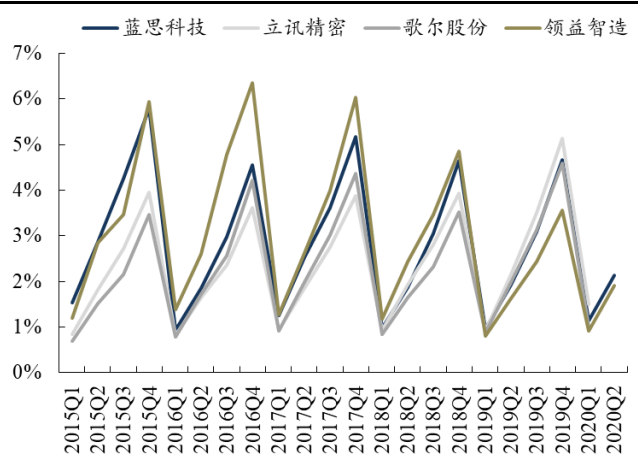
公司存货周转率和应收账款周转率在同行企业中处于较高水平，随着公司产销规模的逐步扩大，公司保持了较高的资产流动性，变现能力强，管理和经营效率稳步提升。

图 62: 公司存货周转率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

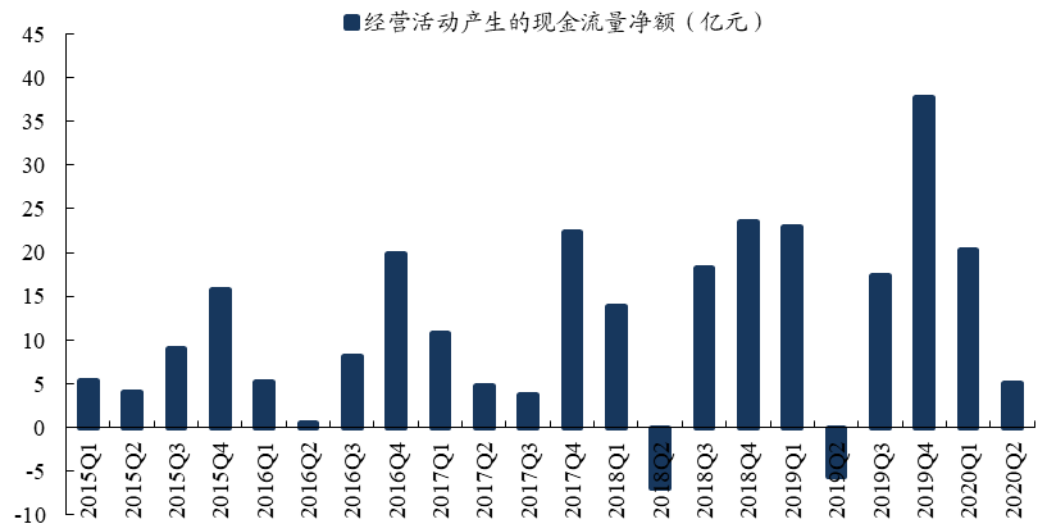
图 63: 公司应收账款周转率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司现金流稳中有升。除 2018Q2、2019Q2 淡季外，公司经营活动产生的现金流量净额整体呈现稳步增长，2020 年 Q2 经营活动产生的现金流量净额达 5.06 亿元。

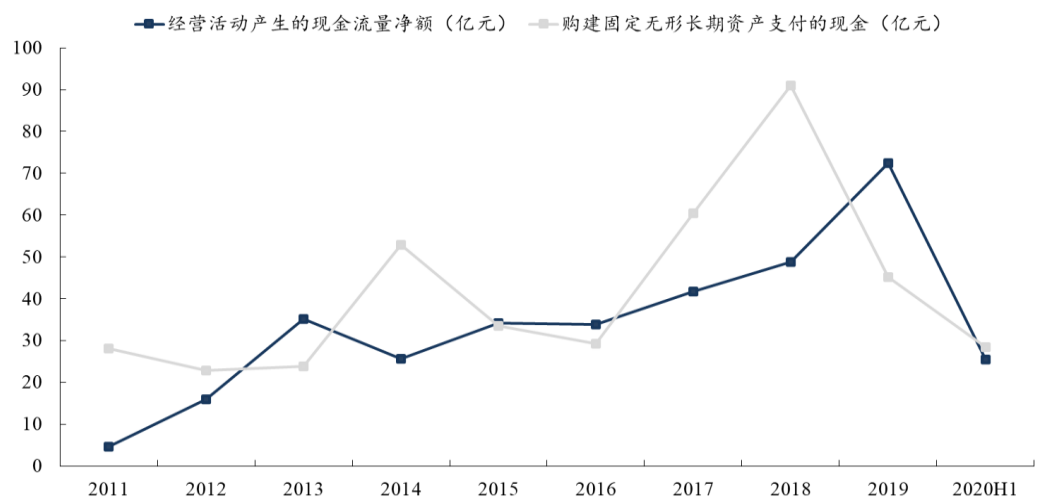
图 64：公司经营活动产生的现金流净额变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司现金流状况持续改善，并逐渐覆盖资产投资。公司 2020 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为 25.41 亿元，较上年同期增长 46.88%。

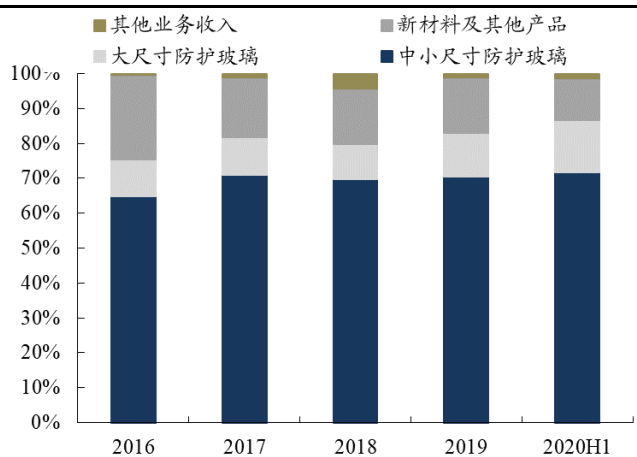
图 65：公司经营活动产生的现金流净额与购建固定无形长期资产支付的现金的对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

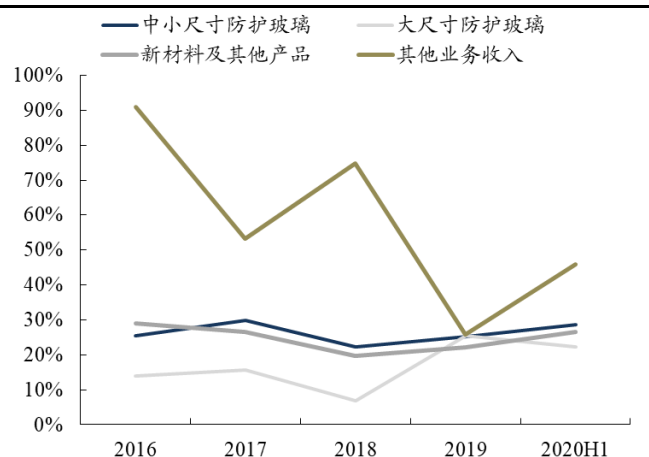
公司 2020 年 H1 各类产品营业收入稳步增长，产品结构持续优化。2020 年 H1，公司中小尺寸防护玻璃、大尺寸防护玻璃、新材料及金属营业收入分别为 111.64/23.29/18.53 亿元，同比增长 40.96%/40.22%/9.01%，其中，中小尺寸防护玻璃营收占比稳定处于 70%左右，2020 年 H1 毛利率达 28.57%，毛利率较去年同期提升 10.29 个百分点。大尺寸防护玻璃的营收占比为 14.96%，毛利率为 22.33%，毛利率去年同期提升 2.29 个百分点。新材料及金属的营收占比为 18.53%，毛利率为 26.59%，毛利率较去年同期提升 5.34 个百分点。

图 66: 公司产品结构变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

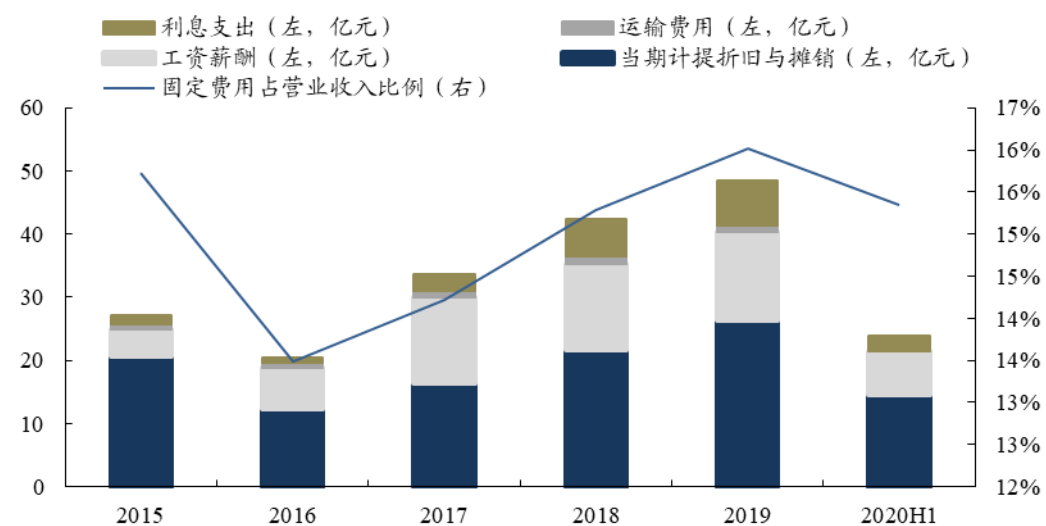
图 67: 公司产品毛利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

固定费用逐年提升，形成进入壁垒。以折旧与摊销、工资薪酬、运输费和利息支出对公司固定成本进行统计，2016-2019 年以来，公司固定费用逐年上升，由 2016 年的 20.54 亿元上升到 2019 年的 48.46 亿元，2020 年 H1 公司固定费用为 23.88 亿元，并且近年来公司固定费用占营收比例基本稳定在 15% 左右。高固定费用有助于形成进入壁垒，巩固公司龙头地位。

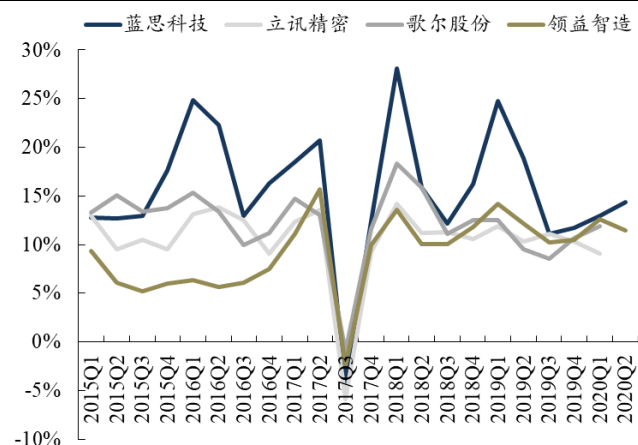
图 68: 公司固定费用变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

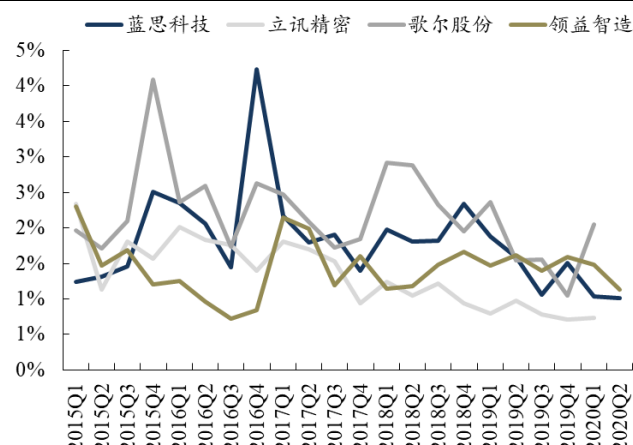
2019 年以来公司费用率呈下降趋势。2020 年 Q1，蓝思科技/立讯精密/歌尔股份/领益智造的期间费用率分别为 12.93%/9.12%/11.92%/12.57%。从费率结构来看，公司期间费用较高的主要原因是管理费用率和财务费用率较高。目前，公司费用管理能力持续提升，2020 年 Q2 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 1.01%/7.6%/1.08%，同比下降了 0.58/-0.32/1.87 个百分点，期间费用率由 2019Q2 的 18.87% 下降到 2020Q2 的 14.38%。

图 69: 公司期间费用率变化



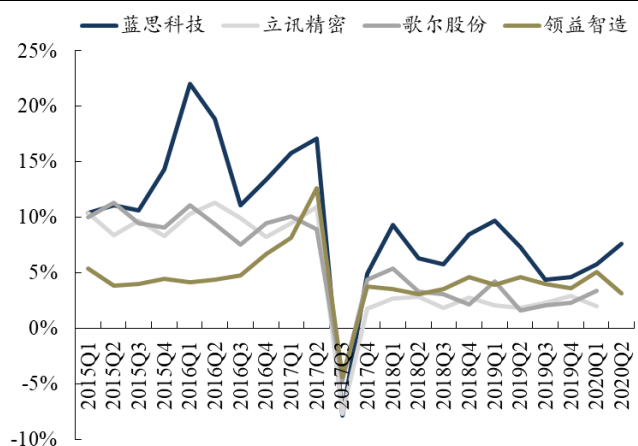
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 70: 公司销售费用率变化



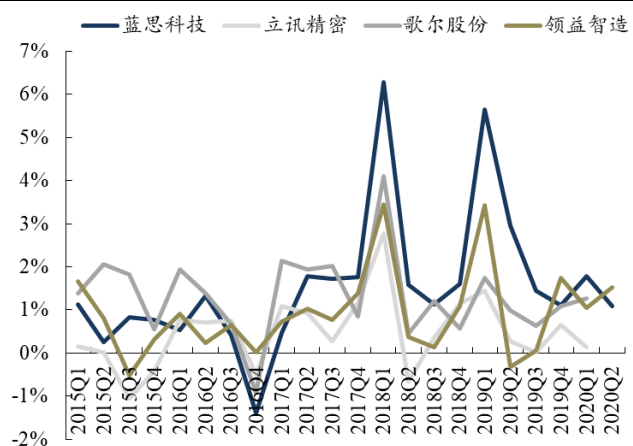
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 71: 公司管理费用率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

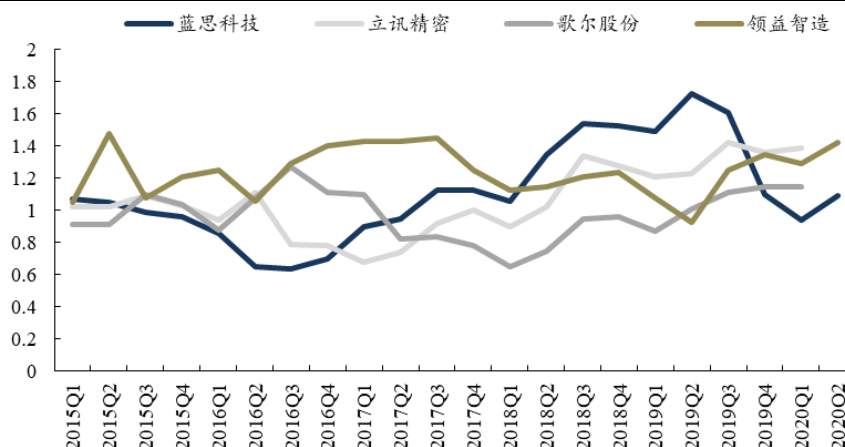
图 72: 公司财务费用率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司经营稳健，偿债能力良好。2020 年 Q1，蓝思科技/立讯精密/歌尔股份/领益智造的产权比率分别为 0.94/1.39/1.15/1.29，公司财务杠杆运用空间广阔。目前，公司财务结构趋于稳定，2020 年 Q2 产权比率为 1.09，同比微降 0.64 个百分点。

图 73: 公司产权比率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

总体而言,公司集聚优质市场资源,业绩实现高速增长,同时公司利润率水平回归高位,盈利能力明显改善。目前,5G 换机进程加速推进,玻璃盖板在智能手机市场的应用需求显著提升,公司作为玻璃盖板行业龙头,持续投入自主研发,推动玻璃盖板产品升级和相关产业链垂直一体化整合,有序扩充产能和优化产能配置,扩大员工规模,从而带动公司经营规模的持续扩大,市场份额稳步提升。同时,公司精益化管理成效显著,期间费率逐步下降,收入结构逐渐优化,资产负债率明显下降,现金流状况持续改善,且经营效率显著提升,公司整体经营状况持续向好。

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 2020-2022 年该业务实现营收 303.97/375.54/472.13 亿元，同比增长 42.20%/23.95%/25.72%。

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 2020-2022 年该业务实现营收 43.48/50.83/61.59 亿元，同比增长 14.60%/16.91%/21.17%。

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 2020-2022 年该业务实现营收 55.22/65.95/84.24 亿元，同比增长 14.68%/19.42%/27.73%。

图 74：公司收入预测（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
手机防护玻璃	21305.54	30296.67	37554.12	47213.20
YOY	10.05%	42.20%	23.95%	25.72%
毛利率	25.39%	26.02%	27.01%	28.05%
平板电脑防护玻璃	3793.70	4347.56	5082.65	6158.65
YOY	39.32%	14.60%	16.91%	21.17%
毛利率	22.14%	23.24%	23.65%	23.82%
新材料及金属	4815.55	5522.45	6594.75	8423.75
YOY	8.07%	14.68%	19.42%	27.73%
毛利率	25.75%	25.88%	26.74%	27.35%
其他	342.97	356.75	371.75	391.85
YOY	-70.90%	4.02%	4.20%	5.41%
毛利率	40.79%	41.04%	41.56%	42.12%
合计	30257.76	40523.43	49603.27	62187.45
YOY	9.16%	33.93%	22.41%	25.37%
毛利率	25.21%	25.83%	26.74%	27.62%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 估值与投资建议

蓝思科技对外外延扩张版图，对内加强管理治理，新一轮上升周期的发展质量已经不可同日而语，近期并购可胜&可利相关资产，进一步奠定了在大客户产业链的龙头地位，估值具备进一步提升的空间。不考虑此次收购，预计公司 2020-2022 年营收为 405.23、

496.03、621.87 亿元，同比增长 33.9%、22.4%、25.4%；归母净利润为 45.37、55.48、69.49 亿元，同比增长 83.8%、22.3%、25.2%，实现 EPS 为 1.03、1.27、1.59 元，对应 PE 为 30、24、20 倍。公司通过内生外延双轮驱动，未来业绩增长动能充足，参考立讯精密等可比公司估值，给予公司 2021 年 45 倍目标 PE，目标价 57.15 元，目标市值约 2500 亿元，维持“买入”评级。

图 75：可比公司估值

公司	总市值/亿元	收盘价	EPS			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
三环集团	478.96	27.56	0.67	0.88	1.03	41.41	31.46	26.84
立讯精密	3681.90	52.72	0.95	1.27	1.63	55.25	41.36	32.30
顺络电子	208.51	25.86	0.69	0.90	1.14	37.57	28.78	22.73
平均值	1456.46	35.38	0.77	1.02	1.27	44.74	33.87	27.29
蓝思科技	1357.68	30.97	1.03	1.27	1.59	29.93	24.47	19.54

数据来源：Wind，东吴证券研究所

（总市值、收盘价数据更新到 2020 年 8 月 18 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) 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。

3) 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,630	27,914	34,104	48,613	营业收入	30,258	40,523	49,603	62,187
现金	5,666	11,603	17,552	24,572	减:营业成本	22,629	30,072	36,354	44,999
应收账款	6,769	10,573	10,655	15,958	营业税金及附加	286	368	456	570
存货	3,212	4,725	4,870	7,006	营业费用	439	1,163	1,513	2,208
其他流动资产	983	1,014	1,027	1,076	管理费用	1,802	2,670	3,051	4,242
非流动资产	30,398	37,162	42,112	49,237	财务费用	706	728	1,451	1,689
长期股权投资	42	57	72	88	资产减值损失	-408	405	496	622
固定资产	23,992	31,052	35,969	42,759	加:投资净收益	12	1	5	4
在建工程	2,070	1,412	1,053	981	其他收益	0	-1	-0	-0
无形资产	2,938	3,312	3,696	4,085	营业利润	2,823	5,117	6,287	7,862
其他非流动资产	1,356	1,329	1,321	1,324	加:营业外净收支	16	0	0	0
资产总计	47,029	65,076	76,216	97,850	利润总额	2,839	5,117	6,287	7,862
流动负债	19,008	33,589	40,361	56,105	减:所得税费用	410	716	880	1,101
短期借款	8,259	19,000	25,000	35,000	少数股东损益	-39	-137	-141	-188
应付账款	7,894	11,942	12,038	17,644	归属母公司净利润	2,469	4,537	5,548	6,949
其他流动负债	2,855	2,646	3,323	3,461	EBIT	3,393	5,796	7,291	9,152
非流动负债	5,583	5,614	5,365	5,397	EBITDA	6,102	8,460	10,759	13,490
长期借款	3,373	3,404	3,155	3,188	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	2,210	2,210	2,210	2,210	每股收益(元)	0.58	1.03	1.27	1.59
负债合计	24,591	39,202	45,726	61,502	每股净资产(元)	5.26	5.92	7.00	8.38
少数股东权益	78	-58	-200	-387	发行在外股份(百万 股)	4251	4384	4384	4384
归属母公司股东权益	22,359	25,933	30,690	36,735	ROIC(%)	7.8%	9.7%	10.1%	10.0%
负债和股东权益	47,029	65,076	76,216	97,850	ROE(%)	10.8%	17.0%	17.7%	18.6%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	25.2%	25.8%	26.7%	27.6%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.2%	11.2%	11.2%	11.2%
经营活动现金流	7,251	6,262	10,702	10,783	资产负债率(%)	52.3%	60.2%	60.0%	62.9%
投资活动现金流	-4,463	-9,428	-8,414	-11,459	收入增长率(%)	9.2%	33.9%	22.4%	25.4%
筹资活动现金流	-1,820	9,102	3,661	7,698	净利润增长率(%)	287.6%	83.8%	22.3%	25.2%
现金净增加额	1,040	5,936	5,949	7,021	P/E	53.33	29.92	24.47	19.54
折旧和摊销	2,709	2,665	3,468	4,338	P/B	5.89	5.24	4.42	3.70
资本开支	4,521	6,749	4,934	7,110	EV/EBITDA	23.73	17.68	13.88	11.30
营运资本变动	802	-1,531	381	-2,002					

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>