

## 垂直整合战略初见成效，长期成长属性逐步凸显

——蓝思科技（300433.SZ）跟踪报告之一

### 要点

**可成系收购完成交割，平台化布局日趋完善。**2020年8月，公司及全资子公司蓝思国际与Lyra International Co., Ltd.、可成科技股份有限公司签署了《股权买卖合同》，蓝思国际以现金99.00亿元人民币收购可胜科技（泰州）有限公司以及可利科技（泰州）有限公司各100%的股权。截至2020年12月31日，公司已完成本次交易的交割工作，自2021年起可胜泰州和可利泰州将被纳入公司合并财务报表范围。可胜泰州和可利泰州为业界领先的智慧型手机金属机壳厂商。通过此次收购，蓝思科技切入A客户金属机壳供应链，并迈向金属大结构件市场，进一步完善平台化布局并提升供应链地位。

**并购标的资质优良，公司业绩有望高增。**可胜泰州和可利泰州资质优良，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。通过此次交易，双方在技术、设备、产品等多个方面具有较强的协同效应，有望实现‘1+1>2’的双赢局面。2019年，可胜泰州实现营业收入54.82亿元，净利润5385万元；可利泰州实现营业收入27.13亿元，净利润3704万元，并表后将增厚蓝思科技业绩，持续增强蓝思科技的综合竞争力与盈利能力。

**垂直整合战略初见成效，成长边界稳步扩张。**蓝思科技在现有的业务平台基础上，不断开辟新市场，积极布局原辅材料、专用设备、智能制造等上下游产业。通过外延并购与内生发展，目前公司业务已经覆盖视窗与外观防护玻璃、蓝宝石、精密陶瓷、精密金属、触控模组、摄像头、按键配件、组装等，实现了效率、良率及成本的进一步优化。通过收购可成系工厂，公司成长边界进一步扩张，有利于为客户提供更完善的产品组合和全方位解决方案。

**拥抱5G换机周期，受益汽车电子化浪潮。**为减少5G高频信号衰减，玻璃盖板已成为5G时代中高端机型主流外壳解决方案。2020年新推出的4款iPhone机型均支持5G，我们预计iPhone在2020和2021年出货量约1.95、2.30亿台，出货量同比增速于2020年由负转正，2021年预计可达18%。公司为A客户玻璃盖板主要供应商，将显著受益。公司在汽车电子领域深度布局，已与包括特斯拉在内的众多国际中高端汽车品牌厂商和新能源汽车厂商建立了长期稳定的合作。作为特斯拉的主力供应商，公司有望深度受益于特斯拉销量提升和汽车电子智能化浪潮。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司外延并购实现业务边界稳步扩张，经营管理效率提升费用端控制加强，成长属性进一步突显，我们上调蓝思科技2020、2021年归母净利润预测为48.48和61.90亿元（原预测为35.48和44.46亿元），新增2022年归母净利润预测为82.03亿元，维持‘买入’评级。

**风险提示：**新业务拓展不及预期，智能手机出货量不及预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	27,717.50	30,257.76	40,468.24	49,823.12	60,248.00
营业收入增长率	16.94%	9.16%	33.74%	23.12%	20.92%
净利润（百万元）	637.01	2,468.79	4,848.39	6,189.56	8,202.65
净利润增长率	-68.88%	287.56%	96.39%	27.66%	32.52%
EPS（元）	0.16	0.58	1.14	1.46	1.93
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.74%	11.04%	18.57%	19.70%	21.31%
P/E	247	69	35	27	21
P/B	9	8	7	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-21

### 买入（维持）

当前价：40.02元

### 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

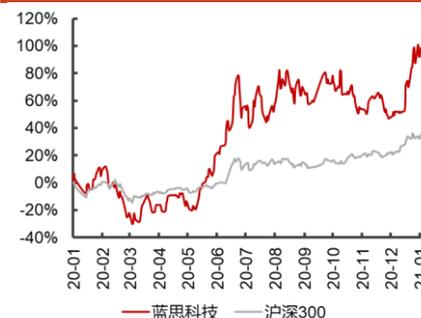
021-52523849

kailiu@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	49.73
总市值(亿元)	1990.39
一年最低/最高(元)	13.50/41.40
近3月换手率	96.83%

### 股价相对走势



资料来源：Wind

### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	37.38	1.33	63.15
绝对	49.97	20.08	98.41

资料来源：Wind

### 相关研报

业绩超预期，全球外观防护件龙头拐点已现——蓝思科技（300433.SZ）2019年业绩预告点评（2020-01-24）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	27,717	30,258	40,468	49,823	60,248
营业成本	21,445	22,629	29,739	36,178	43,212
折旧和摊销	2,145	2,701	3,589	3,639	3,681
税金及附加	230	286	324	349	422
销售费用	557	439	586	722	873
管理费用	2,031	1,802	2,023	2,491	3,012
财务费用	614	706	370	253	61
研发费用	1,480	1,639	2,023	2,491	3,012
投资收益	(21)	12	0	0	0
营业利润	1,116	2,823	5,923	7,501	9,869
利润总额	926	2,839	5,763	7,341	9,709
所得税	325	410	864	1,101	1,456
净利润	601	2,429	4,898	6,240	8,253
少数股东损益	(36)	(39)	50	50	50
归属母公司净利润	637	2,469	4,848	6,190	8,203
EPS(按最新股本计, 元)	0.16	0.58	1.14	1.46	1.93

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,873	7,251	4,353	8,854	10,404
净利润	637	2,469	4,848	6,190	8,203
折旧摊销	2,145	2,701	3,589	3,639	3,681
净营运资金增加	(72)	691	6,371	3,149	3,675
其他	2,163	1,390	(10,455)	(4,124)	(5,155)
投资活动产生现金流	(9,201)	(4,463)	(220)	(220)	(220)
净资本支出	(9,085)	(4,466)	(220)	(220)	(220)
长期投资变化	34	42	0	0	0
其他资产变化	(150)	(39)	1	0	0
融资活动现金流	2,809	(1,820)	(1,707)	(6,763)	(3,403)
股本变化	1,298	324	0	0	0
债务净变化	5,009	(3,750)	(240)	(5,628)	(2,219)
无息负债变化	2,118	2,288	(502)	2,021	2,058
净现金流	(1,260)	1,040	2,427	1,871	6,781

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	22.6%	25.2%	26.5%	27.4%	28.3%
EBITDA 率	14.0%	23.5%	22.2%	23.2%	22.9%
EBIT 率	6.2%	14.5%	13.4%	15.9%	16.8%
税前净利润率	3.3%	9.4%	14.2%	14.7%	16.1%
归母净利润率	2.3%	8.2%	12.0%	12.4%	13.6%
ROA	1.4%	5.2%	9.8%	12.0%	14.0%
ROE (摊薄)	3.7%	11.0%	18.6%	19.7%	21.3%
经营性 ROIC	3.3%	10.8%	12.1%	17.9%	22.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	60%	52%	48%	39%	34%
流动比率	0.72	0.87	1.25	1.91	2.65
速动比率	0.58	0.71	0.93	1.42	2.06
归母权益/有息债务	1.05	1.79	2.14	4.77	8.80
有形资产/有息债务	2.46	3.50	3.81	7.34	12.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	43,140	47,029	50,088	51,839	58,807
货币资金	4,497	5,666	8,094	9,965	16,745
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6,180	6,769	7,284	8,968	10,845
应收票据	34	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	51	48	405	498	602
存货	2,760	3,212	5,948	7,236	8,642
其他流动资产	845	899	1,154	1,388	1,649
流动资产合计	14,397	16,630	22,885	28,055	38,484
其他权益工具	0	126	126	126	126
长期股权投资	34	42	42	42	42
固定资产	22,730	23,992	21,046	17,948	14,733
在建工程	1,392	2,038	1,634	1,330	1,103
无形资产	2,599	2,938	2,899	2,861	2,824
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,218	506	506	506	506
非流动资产合计	28,743	30,398	27,204	23,784	20,323
总负债	26,053	24,591	23,849	20,242	20,080
短期借款	9,575	8,259	7,847	2,219	0
应付账款	7,032	7,894	7,435	9,044	10,803
应付票据	217	221	297	362	432
预收账款	24	11	0	0	0
其他流动负债	115	114	114	114	114
流动负债合计	19,993	19,008	18,266	14,659	14,497
长期借款	1,386	2,171	2,171	2,171	2,171
应付债券	3,871	1,202	1,202	1,202	1,202
其他非流动负债	668	635	635	635	635
非流动负债合计	6,060	5,583	5,583	5,583	5,583
股东权益	17,087	22,438	26,239	31,597	38,727
股本	3,927	4,251	4,251	4,251	4,251
公积金	3,160	6,525	7,010	7,154	7,154
未分配利润	8,916	11,154	14,421	19,585	26,664
归属母公司权益	17,055	22,359	26,111	31,419	38,498
少数股东权益	32	78	128	178	228

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	1%	1%	1%	1%
管理费用率	7%	6%	5%	5%	5%
财务费用率	2%	2%	1%	1%	0%
研发费用率	5%	5%	5%	5%	5%
所得税率	35%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.03	0.26	0.21	0.26	0.35
每股经营现金流	1.24	1.71	1.02	2.08	2.45
每股净资产	4.34	5.26	6.14	7.39	9.06
每股销售收入	7.06	7.12	9.52	11.72	14.17

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	247	69	35	27	21
PB	9.2	7.6	6.5	5.4	4.4
EV/EBITDA	45	26	20	15	12
股息率	0%	1%	1%	1%	1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼