

## 公司研究

## 2020 及 21Q1 业绩符合预期，可成系并表后成长边界稳步扩张

## ——蓝思科技（300433.SZ）跟踪报告之二

## 买入（维持）

当前价：28.90 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

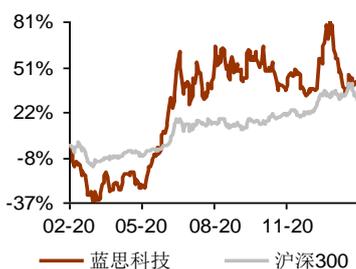
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

## 市场数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 总股本(亿股)    | 49.73       |
| 总市值(亿元)    | 1437.20     |
| 一年最低/最高(元) | 15.44/41.40 |
| 近3月换手率     | 50.00%      |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M    | 3M     | 1Y    |
|----|-------|--------|-------|
| 相对 | 11.42 | -10.03 | 48.05 |
| 绝对 | 12.20 | -17.94 | 80.87 |

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

2021年4月26日，蓝思科技发布2020年年报：公司2020年营业收入为369.39亿元，同比增长22.08%；实现归母净利润48.96亿元，同比增长98.32%；实现扣非归母净利润44.86亿元，同比增长122.97%。

公司2021Q1营业收入为119.9亿元，同比增长72.52%；实现归母净利润12.06亿元，同比增长36.57%；实现扣非归母净利润10.64亿元，同比增长48.91%。

## 点评：

**业绩符合预期，收入利润大幅增长。**公司2020年营业收入为369.39亿元，同比增长22.08%；实现归母净利润48.96亿元，同比增长98.32%，业绩符合预期，公司实现高速增长，主要系公司下游大客户订单饱满。公司扣非归母净利润44.86亿元，非经常性损益约4.10亿元，主要包括政府补助4.57亿元和应收账款、合同资产减值准备转回0.23亿元及其他项目-0.7亿元。

季度情况来看：公司2020Q4营业收入为108.56亿元，同比增长12.36%，环比增长3.25%；实现归母净利润14.64亿元，同比增长7.62%，环比下降3.72%；实现扣非归母净利润13.93亿元，同比增长21.57%，环比下降5.69%。

毛利率情况来看：公司2020年毛利率为29.44%，较上年增长4.23pcts，净利率为13.41%，较上年增长5.39pcts。公司2020Q4毛利率为31.62%，环比增长1.79pcts，同比增长2.90pcts，净利率为13.61%，环比下降1.12pcts，同比增长0.02pcts。

收入和拆分来看：公司2020年手机视窗防护屏收入为244.79亿元，同比增长14.89%，毛利率为30.66%。公司2020年平板电脑防护屏收入为56.34亿元，同比增长48.51%，毛利率为22.15%。公司2020年新材料及金属收入为61.42亿元，同比增长27.55%，毛利率为29.39%。公司2020年其他业务收入为6.84亿元，同比增长99.49%，毛利率为46.32%。

我们估计蓝思科技2020年Q1-Q4的汇兑损益分别为0亿元，0.24亿元，-1.09亿元，-2.26亿元；2020年汇兑损益为-3.11亿元。

**21Q1 业绩高速增长，可成系公司并表。**公司2021Q1营业收入为119.9亿元，同比增长72.52%，环比增长10.44%；实现归母净利润12.06亿元，同比增长36.57%，环比下降17.63%；实现扣非归母净利润10.64亿元，同比增长48.91%，环比下降23.63%。公司收入利润均实现同比大幅增长，主要系公司收购可成系公司可胜泰州和可利泰州二者并表所致。

公司2021Q1毛利率为21.25%，环比下降10.37pcts，同比下降5.48pcts，净利率为10.06%，环比下降3.56pcts，同比下降2.72pcts。毛利率下降的主要原因系主营智能手机金属机壳的可成系公司短期毛利率较低，该资产纳入合并报表所致。随着公司与标的资产的协同效应加强，平台化布局下，公司的综合竞争力将逐渐增强。

**收购可成系，平台化布局日趋完善。**2020 年公司收购了业界领先的智能手机金属机壳厂商可胜泰州和可利泰州（以下合称“泰州园区”），从事各类合金的生产、销售与研发，提供全球顶尖客户整合关键技术与制程的全方位解决方案。公司凭借集团在产线自动化软硬件领域的领先设计和量产能力，以及较强的生产辅助配套优势，进一步改造提升了泰州园区的产能效益，产线和成本结构进一步优化，同时在客户的大力支持下，泰州园区的生产、运营、协同均顺利推进，未来将对公司产生积极影响。

**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 2021 年出货量约 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可成系公司，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 2021、2022 年归母净利润为 69.55 亿元（+12%），86.96 亿元（+6%），预计 2023 年归母净利润为 109.70 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。

表 1：公司盈利预测与估值简表

|                | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）      | 30,257.76 | 36,939.13 | 60,130.24 | 74,113.62 | 91,383.01 |
| 营业收入增长率        | 9.16%     | 22.08%    | 62.78%    | 23.26%    | 23.30%    |
| 净利润（百万元）       | 2,468.79  | 4,896.17  | 6,954.78  | 8,696.00  | 10,969.68 |
| 净利润增长率         | 287.56%   | 98.32%    | 42.05%    | 25.04%    | 26.15%    |
| EPS（元）         | 0.58      | 0.98      | 1.40      | 1.75      | 2.21      |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 11.04%    | 11.61%    | 14.67%    | 15.86%    | 17.08%    |
| P/E            | 50        | 29        | 21        | 17        | 13        |
| P/B            | 5         | 3         | 3         | 3         | 2         |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-27。注：2019/2020 年股本分别为 42.51/49.73 亿股。

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 30,258 | 36,939 | 60,130 | 74,114 | 91,383 |
| 营业成本      | 22,629 | 26,065 | 44,659 | 54,525 | 67,186 |
| 折旧和摊销     | 2,701  | 3,002  | 142    | 190    | 229    |
| 税金及附加     | 286    | 289    | 481    | 519    | 640    |
| 销售费用      | 439    | 367    | 598    | 737    | 908    |
| 管理费用      | 1,802  | 2,313  | 2,405  | 3,854  | 4,752  |
| 财务费用      | 706    | 809    | 560    | 415    | 315    |
| 研发费用      | 1,639  | 1,442  | 2,706  | 3,854  | 4,752  |
| 投资收益      | 12     | 36     | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润      | 2,823  | 5,710  | 8,401  | 10,449 | 13,124 |
| 利润总额      | 2,839  | 5,711  | 8,241  | 10,289 | 12,964 |
| 所得税       | 410    | 755    | 1,236  | 1,543  | 1,945  |
| 净利润       | 2,429  | 4,955  | 7,005  | 8,746  | 11,020 |
| 少数股东损益    | -39    | 59     | 50     | 50     | 50     |
| 归属母公司净利润  | 2,469  | 4,896  | 6,955  | 8,696  | 10,970 |
| EPS       | 0.58   | 0.98   | 1.40   | 1.75   | 2.21   |

| 现金流量表 (百万元) | 2019   | 2020    | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 7,251  | 7,580   | 4,159   | 7,353  | 9,177  |
| 净利润         | 2,469  | 4,896   | 6,955   | 8,696  | 10,970 |
| 折旧摊销        | 2,701  | 3,002   | 142     | 190    | 229    |
| 净营运资金增加     | 691    | 3,836   | 8,797   | 4,794  | 5,840  |
| 其他          | 1,390  | -4,154  | -11,735 | -6,327 | -7,861 |
| 投资活动产生现金流   | -4,463 | -15,274 | -220    | -220   | -220   |
| 净资本支出       | -4,466 | -5,897  | -220    | -220   | -220   |
| 长期投资变化      | 42     | 78      | 0       | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | -39    | -9,455  | 1       | 0      | 0      |
| 融资活动现金流     | -1,820 | 22,019  | -11,189 | -4,336 | -3,788 |
| 股本变化        | 324    | 722     | 0       | 0      | 0      |
| 债务净变化       | -3,750 | 8,896   | -8,889  | -2,661 | -1,899 |
| 无息负债变化      | 2,288  | 3,769   | 1,617   | 2,982  | 3,859  |
| 净现金流        | 1,040  | 13,888  | -7,249  | 2,797  | 5,169  |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 25.2% | 29.4% | 25.7% | 26.4% | 26.5% |
| EBITDA 率 | 23.5% | 27.9% | 16.4% | 15.3% | 15.3% |
| EBIT 率   | 14.5% | 19.8% | 16.1% | 15.0% | 15.1% |
| 税前净利润率   | 9.4%  | 15.5% | 13.7% | 13.9% | 14.2% |
| 归母净利润率   | 8.2%  | 13.3% | 11.6% | 11.7% | 12.0% |
| ROA      | 5.2%  | 6.2%  | 9.0%  | 10.2% | 11.4% |
| ROE (摊薄) | 11.0% | 11.6% | 14.7% | 15.9% | 17.1% |
| 经营性 ROIC | 10.8% | 12.4% | 13.9% | 14.7% | 16.7% |

| 偿债能力      | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率     | 52%  | 47%  | 39%   | 35%   | 33%   |
| 流动比率      | 0.87 | 1.31 | 1.72  | 2.08  | 2.41  |
| 速动比率      | 0.71 | 1.06 | 1.26  | 1.53  | 1.80  |
| 归母权益/有息债务 | 1.79 | 1.98 | 3.80  | 5.59  | 8.12  |
| 有形资产/有息债务 | 3.50 | 3.26 | 5.48  | 7.77  | 11.09 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 47,029 | 79,576 | 77,568 | 85,375 | 96,780 |
| 货币资金        | 5,666  | 19,275 | 12,026 | 14,823 | 19,992 |
| 交易性金融资产     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收帐款        | 6,769  | 8,034  | 10,823 | 13,340 | 16,449 |
| 应收票据        | 0      | 180    | 0      | 0      | 0      |
| 其他应收款 (合计)  | 48     | 103    | 601    | 741    | 914    |
| 存货          | 3,212  | 6,779  | 8,932  | 10,905 | 13,437 |
| 其他流动资产      | 899    | 983    | 1,563  | 1,913  | 2,344  |
| 流动资产合计      | 16,630 | 35,419 | 33,946 | 41,722 | 53,136 |
| 其他权益工具      | 126    | 318    | 318    | 318    | 318    |
| 长期股权投资      | 42     | 78     | 78     | 78     | 78     |
| 固定资产        | 23,992 | 31,000 | 31,537 | 31,928 | 32,207 |
| 在建工程        | 2,038  | 1,953  | 1,569  | 1,282  | 1,067  |
| 无形资产        | 2,938  | 5,777  | 5,681  | 5,587  | 5,496  |
| 商誉          | 0      | 2,970  | 2,970  | 2,970  | 2,970  |
| 其他非流动资产     | 506    | 571    | 571    | 571    | 571    |
| 非流动资产合计     | 30,398 | 44,157 | 43,622 | 43,653 | 43,644 |
| 总负债         | 24,591 | 37,257 | 29,985 | 30,307 | 32,267 |
| 短期借款        | 8,259  | 13,436 | 4,559  | 1,899  | 0      |
| 应付账款        | 7,894  | 9,493  | 11,165 | 13,631 | 16,796 |
| 应付票据        | 221    | 360    | 447    | 545    | 672    |
| 预收账款        | 11     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债      | 114    | 124    | 124    | 124    | 124    |
| 流动负债合计      | 19,008 | 27,048 | 19,777 | 20,098 | 22,059 |
| 长期借款        | 2,171  | 6,909  | 6,909  | 6,909  | 6,909  |
| 应付债券        | 1,202  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动负债     | 635    | 925    | 925    | 925    | 925    |
| 非流动负债合计     | 5,583  | 10,209 | 10,209 | 10,209 | 10,209 |
| 股东权益        | 22,438 | 42,319 | 47,583 | 55,068 | 64,513 |
| 股本          | 4,251  | 4,973  | 4,973  | 4,973  | 4,973  |
| 公积金         | 6,525  | 22,459 | 23,154 | 23,156 | 23,156 |
| 未分配利润       | 11,154 | 14,626 | 19,145 | 26,578 | 35,974 |
| 归属母公司权益     | 22,359 | 42,181 | 47,395 | 54,831 | 64,226 |
| 少数股东权益      | 78     | 137    | 187    | 237    | 287    |

| 费用率   | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 1%   | 1%   | 1%    | 1%    | 1%    |
| 管理费用率 | 6%   | 6%   | 4%    | 5%    | 5%    |
| 财务费用率 | 2%   | 2%   | 1%    | 1%    | 0%    |
| 研发费用率 | 5%   | 4%   | 5%    | 5%    | 5%    |
| 所得税率  | 14%  | 13%  | 15%   | 15%   | 15%   |

| 每股指标    | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.26 | 0.35 | 0.25  | 0.32  | 0.40  |
| 每股经营现金流 | 1.71 | 1.52 | 0.84  | 1.48  | 1.85  |
| 每股净资产   | 5.26 | 8.48 | 9.53  | 11.02 | 12.91 |
| 每股销售收入  | 7.12 | 7.43 | 12.09 | 14.90 | 18.37 |

| 估值指标      | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 50   | 29   | 21    | 17    | 13    |
| PB        | 5.5  | 3.4  | 3.0   | 2.6   | 2.2   |
| EV/EBITDA | 19   | 15   | 16    | 14    | 11    |
| 股息率       | 1%   | 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE