

2021年05月14日

蓝黛科技 (002765.SZ)

深度分析

动力传动低谷已过，车载触控有望快速增长

投资要点

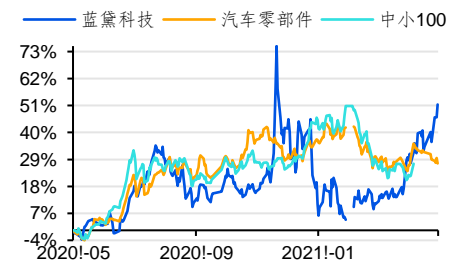
- ◆ 公司基本情况：**公司前身重庆市蓝黛实业有限公司成立于1996年5月，是国内汽车动力传动系统总成和零部件骨干企业。2018年收购深圳市台冠科技有限公司，并于2019年6月财务并表，正式进入触控显示业务，开始触控显示和动力传动业务双主业发展。截至2020年年报，触摸屏及触控显示模组等电子元器件制造业务营收占比为72.5%，动力传动系统及部件等汽车零部件制造业务营收占比为20.5%。公司2018-2020年营收分别为8.7亿元、11.4亿元和24.5亿元，同比增速分别为-28.6%、+31.1%和+116.0%；归母净利润分别为276.5万元、-14917.0万元和772.0万元，同比增速分别为-97.8%、-5495.9%和+105.2%；扣非净利润分别为-1482.3万元、-17818.6万元和-2746.6万元，同比增速分别为-113.4%、-1102.1%和+84.6%。公司营收和净利润正逐步走出低谷。
- ◆ 触控显示业务，消费电子为主，车载屏或为增量：**公司触控显示业务经营主体为深圳台冠科技和重庆台冠，产品包括电容触摸屏、触控显示模组、盖板玻璃、触控感应器等，主要应用于平板电脑、笔记本电脑、工控终端、汽车电子、物联网智能设备等信息终端领域。台冠科技2018-2020年累计扣非归母净利润为26301.7万元，累计承诺业绩完成率达109.6%，无需商誉减值。公司消费电子触控业务受行业渗透率已经很高及寡头格局基本形成的制约，将稳健增长；而随着汽车智能化、网联化的深入发展，车内触控屏需求将大幅增加，有望带动公司车载触控业务未来实现较快的增长。
- ◆ 动力传动业务，有望迎来业绩拐点：**公司动力传动业务主导产品包括变速器总成、新能源减速器及新能源传动系统零部件、汽车发动机平衡轴总成及齿轮轴零部件、纺织机械传动总成、汽车发动机缸体、转向器壳体等相关产品，汽车变速器总成、新能源减速器装配所需的主要零部件齿轮、轴、同步器及壳体等均自主研发生产。公司主导产品涵盖乘用车、商用车、新能源汽车三大门类，主要客户包括上汽、一汽、丰田、吉利、长城、福田、重汽、小康、比亚迪、邦奇等。受主要客户力帆、众泰等经营不善的影响，公司2018-2020年连续三年进行了资产减值计提，拖累了动力传动业务板块的盈利。随着力帆和众泰等车企破产重组的陆续完成，资产减值计提或将逐步结束；且公司平衡箱/轴等其它新业务的逐步开展，动力传动业务板块有望走出低谷，迎来业绩拐点。
- ◆ 投资建议：**我们预测公司2021年至2023年每股收益分别为0.27元、0.37元和0.45元，净资产收益率分别为8.1%、9.9%和10.9%。首次覆盖，给予“中性-A”的投资评级。
- ◆ 风险提示：**车载触控业务拓展不及预期；动力传动业务新产品配套不及预期；商誉计提的风险。

投资评级 中性-A(首次)
 股价(2021-05-13) 6.34元

交易数据

总市值(百万元)	3,646.61
流通市值(百万元)	2,340.15
总股本(百万股)	575.18
流通股本(百万股)	369.11
12个月价格区间	4.01/7.34元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.54	60.74	24.78
绝对收益	16.54	45.08	50.24

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号: S0910520120001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

郑超君
 zhengchaojun@huajinsec.cn
 021-20377169

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,136	2,455	3,057	3,571	4,124
YoY(%)	31.0	116.0	24.5	16.8	15.5
净利润(百万元)	-149	8	155	211	261
YoY(%)	-5495.9	-105.2	1906.5	36.3	23.6
毛利率(%)	8.8	12.9	13.5	14.2	14.5
EPS(摊薄/元)	-0.26	0.01	0.27	0.37	0.45
ROE(%)	-10.5	0.2	8.1	9.9	10.9
P/E(倍)	-22.0	424.7	21.2	15.5	12.6
P/B(倍)	2.2	1.8	1.7	1.5	1.3
净利率(%)	-13.1	0.3	5.1	5.9	6.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司基本情况.....	6
(一) 公司发展历程.....	6
(二) 公司的主要产品.....	6
(三) 公司的股权结构.....	7
(四) 公司的主要财务数据.....	8
二、触控显示业务：消费电子为基，车载应用为翼.....	9
(一) 收购台冠科技，入局触控显示.....	9
(二) 行业：触控显示短中长逻辑兼备.....	12
1、短期：疫情催生新形态，电脑需求高景气.....	12
2、中长期：消费电子稳定增长，车载应用“爆发”前夕.....	13
(1) 技术迭代，触摸屏轻薄化.....	13
(2) 消费电子类：触控笔电仍具备渗透空间.....	15
(3) 车载类：智能化加速车载触控显示普及.....	17
三、动力传动业务：迎来业绩拐点.....	20
(一) 动力传动业务主要产品.....	20
(二) 动力传动业务主要竞争优势.....	23
1、行业竞争格局.....	23
2、技术和人才优势.....	25
3、客户优势.....	26
4、积极的市场策略.....	26
5、产品制造及质量优势.....	26
6、区位及成本优势.....	26
(三) 动力传动业务有望迎来拐点.....	27
四、盈利预测与投资建议.....	28
(一) 可比公司财务比较.....	28
(二) 盈利预测.....	29
(三) 估值及投资建议.....	30
五、风险提示.....	30

图表目录

图 1：公司主要发展历程.....	6
图 2：公司股权结构.....	8
图 3：公司营业收入及增速（年度）.....	8
图 4：公司营业收入及增速（季度）.....	8
图 5：公司净利润及增速（归母，年度）.....	9
图 6：公司净利润及增速（扣非，季度）.....	9
图 7：公司资产减值计提（亿元）.....	9
图 8：公司毛利率及净利率.....	9
图 9：台冠科技主要产品.....	10
图 10：台冠科技核心客户.....	10
图 11：台冠科技主营业务收入构成（按产品）.....	11
图 12：台冠科技主营业务收入构成（按应用）.....	11

图 13: 台冠科技盈利能力.....	11
图 14: 全年平板电脑出货量 (年度)	12
图 15: 全年平板电脑出货量 (季度)	12
图 16: 全球 PC 出货量 (年度)	12
图 17: 全球 PC 出货量 (季度)	12
图 18: 中国智能移动办公市场规模及预测.....	13
图 19: 电容式触摸屏结构及工作原理.....	14
图 20: 电阻式触摸屏工作原理.....	14
图 21: GG / GF / GFF / GF2 结构示意图	14
图 22: OGS 结构及 OGS / TOL 工艺流程	15
图 23: On-Cell / In-Cell 方案示意图	15
图 24: 联想 Ideapad YOGA	16
图 25: 微软 Surface	16
图 26: 2019 年上半年笔记本电脑价格关注度	16
图 27: 2019 年上半年在售触控笔记本电脑	16
图 28: 全球智能网联汽车销量增速及占比预测.....	17
图 29: 蔚来 ES6 中控屏	19
图 30: 特斯拉中控大屏	19
图 31: 中国新能源乘用车月度销量及增速.....	19
图 32: 全球车载显示面板前装出货量及增速	19
图 33: 公司汽车业务合作客户	20
图 34: 公司主要产品 (手动变速器总成)	21
图 35: 公司主要产品 (自动变速器总成)	21
图 36: 公司主要产品 (新能源变速器总成)	22
图 37: 公司主要产品 (变速器壳/缸体)	22
图 38: 公司主要产品 (齿/轴)	23
图 39: 汽车销量及增速	24
图 40: 乘用车销量及增速.....	24
图 41: 各国别品牌乘用车销量占比 (月度)	24
图 42: 乘用车手动挡与自动挡车型占比 (国内制造)	24
图 43: 新注册民用汽车数量及占比	25
图 44: 新注册民用汽车数量增速	25
图 45: 新能源汽车销量及占比.....	25
图 46: 新能源汽车数量增速	25
图 47: 中国汽车销量 (月度)	27
图 48: 公司营收与扣非净利润 (季度)	27
图 49: 众泰汽车销量及增速	27
图 50: 力帆汽车销量及增速	27
图 51: 汽车业务竞争对手营收及增速对比.....	28
图 52: 触控业务竞争对手营收及增速对比.....	28
图 53: 可比公司毛利率对比	28
图 54: 可比公司净利率对比	28
图 55: 可比公司总资产周转率对比	29
图 56: 可比公司存货周转率对比	29

表 1: 公司主要产品分类.....	7
表 2: 台冠科技主要客户及供应产品.....	10
表 3: 品牌厂商触控笔记本电脑产品.....	16
表 4: 中国智能网联汽车行业发展相关政策汇总.....	17
表 5: “十四五”期间中国智能网联汽车行业发展主要任务.....	18
表 6: 中国智能网联汽车行业发展分阶段技术目标.....	18
表 7: 蓝黛科技各项业务盈利预测.....	29
表 8: 同类公司估值比较.....	30

一、公司基本情况

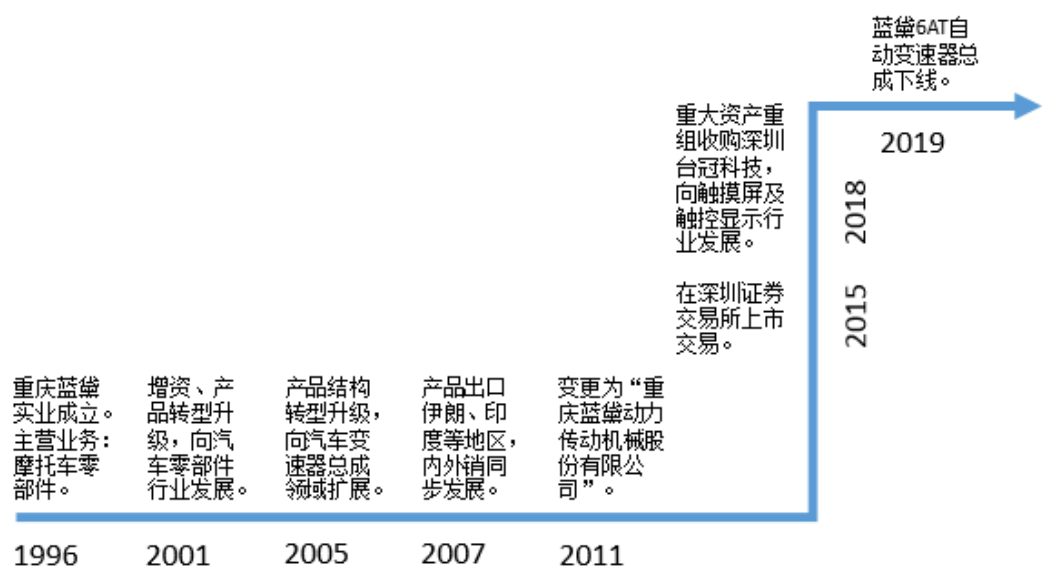
蓝黛科技集团股份有限公司原名重庆蓝黛动力传动机械股份有限公司，其前身重庆市蓝黛实业有限公司于1996年5月在重庆市璧山县成立，是国内汽车动力传动系统总成和零部件骨干企业之一。公司于2015年6月在深交所挂牌上市，2020年10月变更为现名，股票代码(002765)保持不变。

(一) 公司发展历程

1996年5月公司前身重庆市蓝黛实业有限公司在重庆市璧山县注册成立，主营业务为生产和销售摩托车零部件，依托重庆嘉陵、宗申、隆鑫、力帆、建设、望江、银钢等“摩托帮”的崛起，企业快速发展，赚取了第一桶金。进入21世纪初，搭乘私家车逐步普及进入家庭的东风，重庆长安和力帆等汽车厂家开始迅速发展，随着自身实力的壮大及汽车行业带来的新机会，公司于2001年前后开始产品转型升级，由摩托车零部件拓展至汽车零部件领域，主攻方向为汽车变速器等动力传动系统零部件，又一次抓住了良好的发展机遇。2005年，公司继续坚持产品结构转型升级战略，在不断增加汽车变速器零部件市场份额的基础上，产品向汽车变速器总成领域扩展，多款手动变速器配套国内多款自主品牌车型，并于2019年正式下线6AT自动变速器。

2015年6月12日公司在深圳证券交易所上市交易，正式登陆资本市场。2018年公司通过配套融资实施重大资产重组收购深圳台冠科技，切入触摸屏及触控显示行业，正式进入双主业发展时代。

图1：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，华金证券研究所

(二) 公司的主要产品

公司双主业发展，当前主营业务为触控感应器、触摸显示模组、电容触摸屏、盖板玻璃，汽车变速器、变速器齿轮、缸体、壳体，摩托车主副轴组件等的研发、生产和销售。2019年6月并表深圳台冠科技后触控业务规模超过以前的动力传动业务，至2020年底，触摸屏及触控显示模组等电子元器件制造业务营收占比已达72.5%，动力传动系统及部件等汽车零部件制造业务营收占比仅20.5%。

公司触摸屏及触控显示模组业务、汽车动力传动系统及部件业务主要产品如下：

表 1：公司主要产品分类

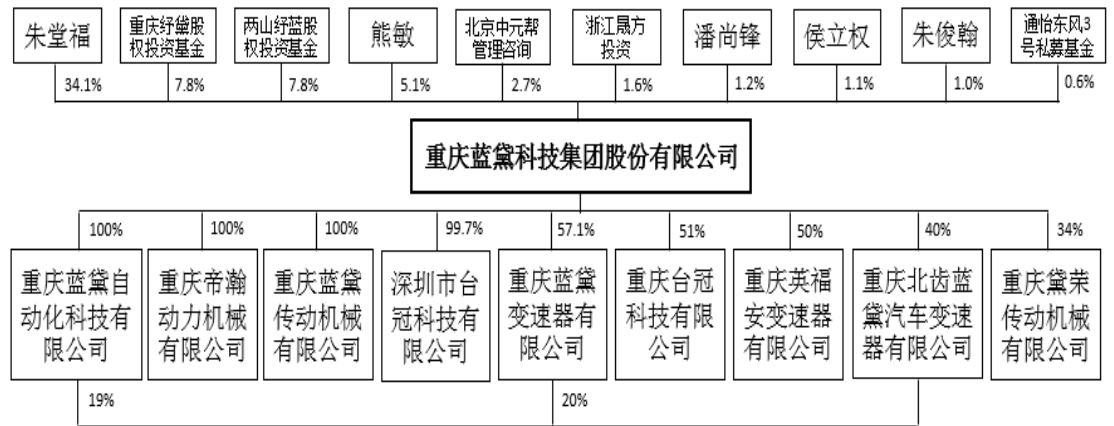
深圳台冠科技/重庆台冠科技	重庆蓝黛科技
平板类应用： 消费类应用（4.2-15.6 英寸，平板电脑/笔记本电脑）	手动变速器总成： LD516/LD525/LD626MFA/ LD513/LD515/LD516
车载工控类： 车载类应用（7.0-15.6 英寸，车载影音导航/仪表触摸显示） 工控类应用	自动变速器总成： 6AT
穿戴式应用： 穿戴类应用（1.2-4.0 英寸，VR/手表类 TP+AMOLED 全贴）	新能源变速器总成： LD220ERA/48V 混合动力 /LD117ERA/LD135EFA/LD130EFC
模组类： 消费类应用 车载类应用	平衡箱/平衡轴 变速器壳/缸体： 下壳体/缸体/飞轮壳/冷却器盖 齿/轴： AT 齿/轴、CVT 齿/轴、MT 齿/轴、 发动机齿/轴、电动车齿/轴

资料来源：公司官网，华金证券研究所

（三）公司的股权结构

截至 2020 年末，朱堂福持有公司 34.1% 的股份，为控股股东，实际控制人为朱堂福与熊敏夫妇，朱俊翰为朱堂福、熊敏夫妇之子。公司前十大股东中，北京中元帮管理咨询有限公司、浙江晟方投资有限公司、潘尚锋为一致行动人，为公司持股 5% 以上的股东；中新互联互通投资基金管理有限公司—重庆纾黛股权投资基金合伙企业（有限合伙）、中新互联互通投资基金管理有限公司—重庆两山纾蓝股权投资基金合伙企业（有限合伙）为一致行动人，为公司持股 5% 以上股东。

图 2：公司股权结构



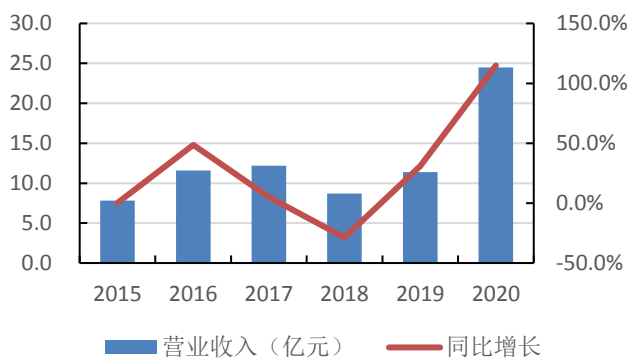
资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）公司的主要财务数据

公司于 2021 年 4 月 27 日发布 2020 年年报和 2021 年一季报。2020 年实现营收 24.5 亿元，同比增长 116.0%；实现归母净利润 772.0 万元，同比增长 105.2%；实现扣非净利润-2746.6 万元，同比增长 84.6%。2021 年一季度公司实现营收 7.7 亿元，同比增长 177.4%；实现归母净利润 4013.1 万元，同比增长 305.7%；实现扣非净利润 2979.5 万元，同比增长 208.9%。

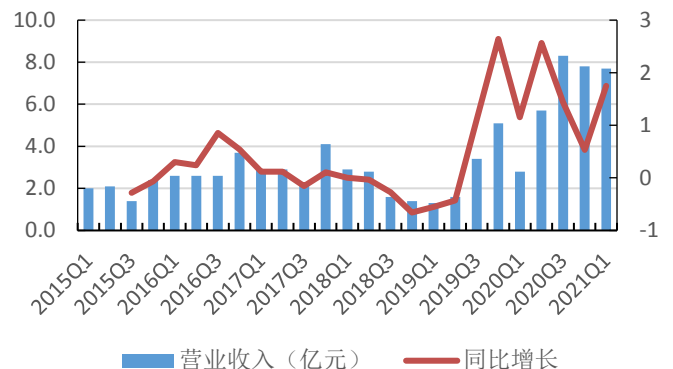
2018-2020 年，公司营收分别为 8.7 亿元、11.4 亿元和 24.5 亿元，同比增速分别为-28.6%、31.1%和 116.0%；归母净利润分别为 276.5 万元、-14917.0 万元和 772.0 万元，同比增速分别为-97.8%、-5495.9%和 105.2%；扣非净利润分别为-1482.3 万元、-17818.6 万元和-2746.6 万元，同比增速分别为-113.4%、-1102.1%和 84.6%。近三年公司毛利率分别为 17.4%、8.8%和 12.9%，净利率分别为 0.33%、-14.1%和 0.12%。公司近三年业绩表现不佳，扣非净利润均为亏损，主要系资产减值计提所致。但自 2019 年 6 月收购并表深圳台冠科技以来，公司营收和净利润增长正走出低谷。

图 3：公司营业收入及增速（年度）



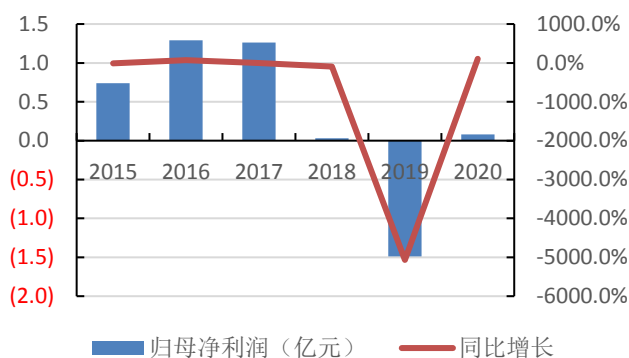
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司营业收入及增速（季度）



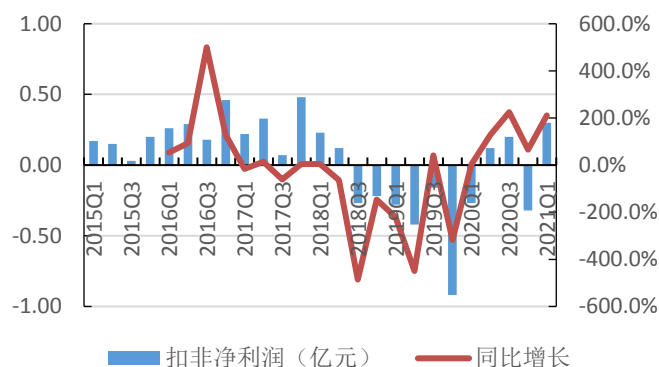
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司净利润及增速（归母，年度）



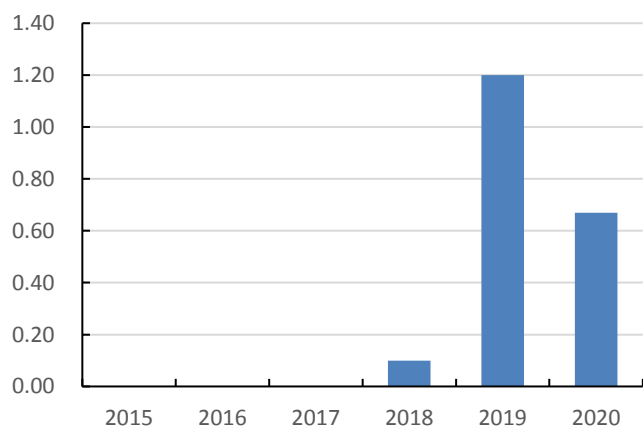
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：公司净利润及增速（扣非，季度）



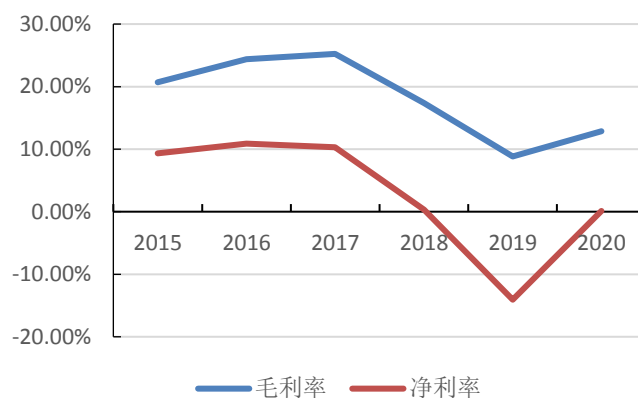
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：公司资产减值计提（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、触控显示业务：消费电子为基，车载应用为翼

公司入局触控显示业务始于 2018 年收购台冠科技，自此公司形成了动力传动和触控显示双主业协同发展的格局。台冠科技触控显示业务以消费电子类产品为主，车载应用占比不断提升。同步于终端产品所在行业的发展，触控显示业务将以消费电子为基，以车载应用为翼，短期内消费电子提供业绩的支撑，而未来的高成长性则将得益于车载触控显示的开拓。

（一）收购台冠科技，入局触控显示

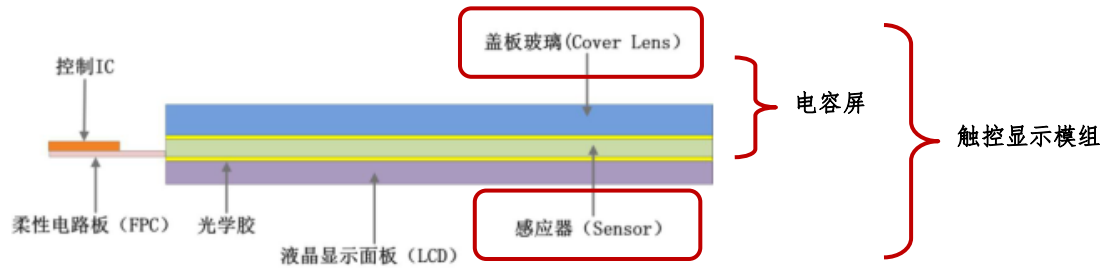
2018 年公司以自有资金向台冠科技（深圳市台冠科技有限公司）增资取得 10% 股权，台冠科技成为公司参股公司。2019 年，公司通过发行股份及支付现金方式收购台冠科技后于 6 月正式纳入合并报表范围，成为控股子公司，公司业务由原有的动力传动转变成动力传动和触控显示双主业协同发展的业务格局。

同时，公司于 2018 年投资设立子公司重庆黛信科技（后更名为“重庆台冠”，于 2019 年末

投入生产) 布局触控显示一体化模组生产基地, 与台冠科技形成上下游协同效应, 扩大触控显示产能。当前, 公司触控显示业务经营主体包括台冠科技和重庆台冠。

公司触控显示业务主要从事触摸屏及触控显示一体化相关产品的研发、生产和销售, 产品包括电容触摸屏、触控显示模组、盖板玻璃、触控感应器等, 主要应用于平板电脑、笔记本电脑、工控终端、汽车电子、物联网智能设备等信息终端领域。

图 9: 台冠科技主要产品



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

触摸屏行业充分竞争, 绑定终端头部客户成为重要的竞争力之一, 台冠科技经过多年经营, 积累了一批优质的行业头部客户, 包括亚马逊、谷歌、微软、LG、宏碁、仁宝、广达、京东方、华勤通讯等知名企业的供应商, 产品最终应用于国际知名品牌电子产品, 如亚马逊、联想平板、宏碁笔记本等, 为公司开发新客户提供了良好的技术背书。

图 10: 台冠科技核心客户



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

表 2: 台冠科技主要客户及供应产品

直接客户	终端客户/品牌	对应产品类型
仁宝工业	Amazon	平板、智能音箱
广达电脑	Acer、zoisk、Clover、Google、ASUS、Verizon、Pelton	POS 机、运动器材、平板
华勤通讯	Amazon、Lenovo、Google、ASUS、Acer	笔电、平板、电子书

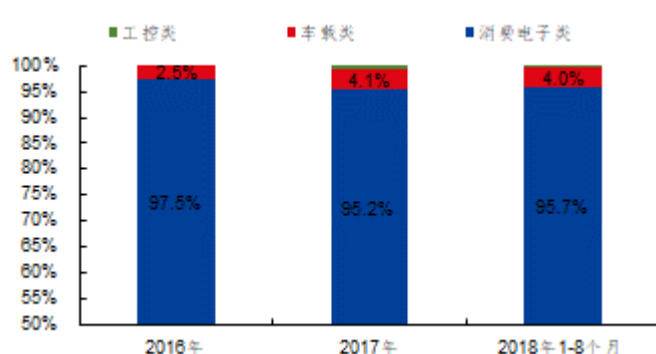
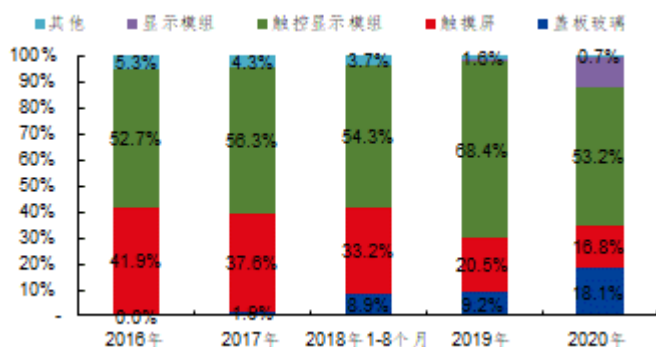
直接客户	终端客户/品牌	对应产品类型
群创光电	ASUS	平板
京东方	Amazon	平板、智能音箱

资料来源：公司公告，华金证券研究所

自从苹果公司将电容式触摸屏应用于 iPhone 引爆需求后，触摸屏被广泛应用于消费电子产品，包括手机、平板、笔记本电脑等。根据公司重组报告书，台冠科技主营业务构成中触摸屏和触控显示模组的占比超过 80%，应用场景以消费电子类产品为主，收入占比超过 95%，符合行业需求的特点。另一方面，车载类应用的占比逐年提升，2018 年前 8 个月的销售收入中车载类占比提升到 4.0%，凸显出车载应用的趋势性变革以及台冠科技对于车载触摸屏的前瞻性布局。

图 11：台冠科技主营业务收入构成（按产品）

图 12：台冠科技主营业务收入构成（按应用）

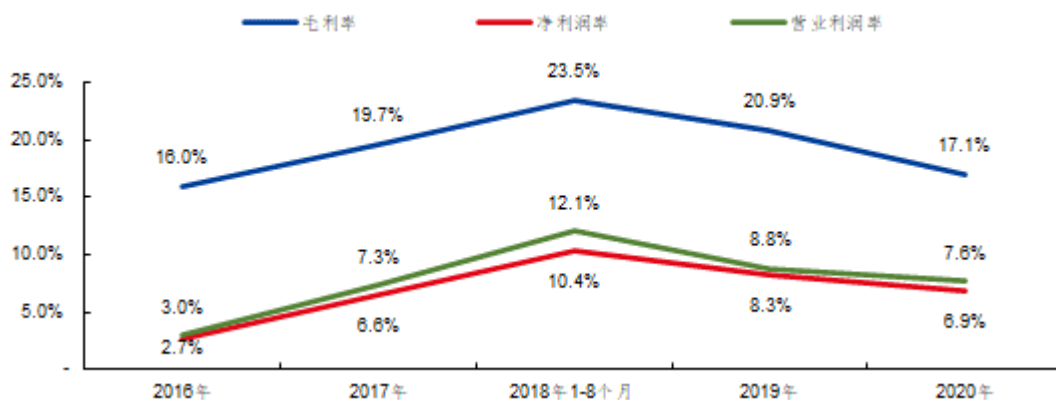


资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

尽管触控显示行业竞争激烈，但台冠科技的盈利能力仍不断提升，得益于头部客户的开拓、产品应用的拓展以及一体化的持续推进等。2019 年及 2020 年盈利能力有所下降主要来自于重庆台冠产能处于爬坡阶段。台冠科技在细分市场保持了良好的成长性以及盈利能力，重庆台冠产能提升后一体化布局深化，上下游协同程度更高，成本有望进一步优化，同时，受益车载端的布局，车载触摸屏技术附加值高于消费电子类产品，利润率水平仍有提升空间。

图 13：台冠科技盈利能力



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）行业：触控显示短中长逻辑兼备

当前触控显示产品仍以消费电子需求为主，短期疫情带来的在线办公/学习新形态催生了对于包括平板、笔记本电脑的新需求，当前叠加上游元器件供应紧缺使得个人电脑产品需求持续景气，触控产品供应商因此受益。中长期来看，消费电子类产品以稳健增长为主，触控笔电受益于 Win8/10 系统被普遍接受、手机厂商加入竞争等原因将进一步渗透。车载触控显示将是未来提供高成长性的应用领域，智能化趋势下车载端的应用正处于大规模放量的前夕。

1、短期：疫情催生新形态，电脑需求高景气

2020 年疫情促成的居家办公、在线教育需求激增，刺激了包括平板、笔记本电脑等的 IT 类产品需求逆市增长，2020 年全球平板电脑出货量 1.6 亿台，同比增长 13.9%，是 2015 年需求衰退以来首次正增长，从季度数据来看，自 2020Q2 以来季度出货量均实现同比两位数的增长。

图 14：全年平板电脑出货量（年度）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：全年平板电脑出货量（季度）



资料来源：Wind，华金证券研究所

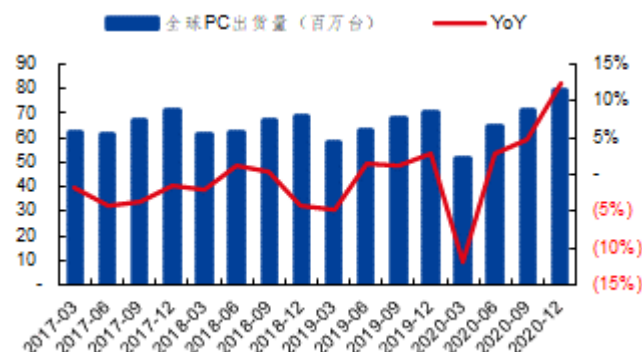
2020 年全球 PC（包括笔记本电脑、工作站、台式机）出货量达 2.8 亿台，同比增长 4.8%，季度出货量同比增速从 2020Q2 逐季提升，2020Q4 同比增长 12.4%。其中，笔记本电脑的需求增长最为显著，根据 TrendForce 统计，2020 年全球笔记本电脑出货量首次超过 2 亿台，创下 22.5% 的年增长率，2021 年预计将达到 2.17 亿台，仍将保持 8.1% 的增速。

图 16：全球 PC 出货量（年度）



资料来源：Gartner，Wind，华金证券研究所

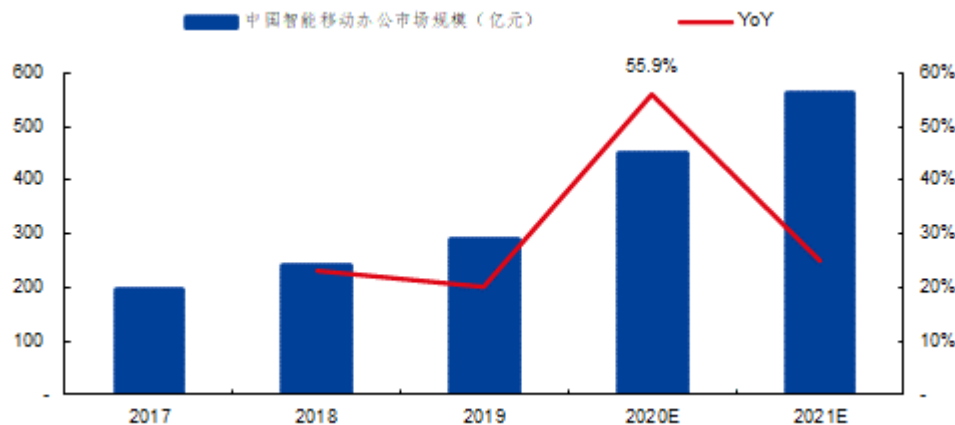
图 17：全球 PC 出货量（季度）



资料来源：Gartner，Wind，华金证券研究所

新冠疫情影响已经超过 1 年，对人们工作、生活方式带来了深远的影响，出于办公、学习的升级换代和新增需求将全球 PC、平板电脑的出货量提高到了新的水平。疫情限制了人口流动，远程办公成为跨国企业的刚性需求，2020 年 5 月，Twitter 首先宣布允许员工永久居家工作，10 月微软宣布部分员工可永久居家办公，以及在线上课普及、居家娱乐升级等，当前对于 IT 类产品的需求景气度并未下降，叠加今年以来上游元器件供应的紧缺，使得 PC 等出货量居高不下。

图 18：中国智能移动办公市场规模及预测



资料来源：艾媒网，华金证券研究所

在工作、生活新常态下，我们预期平板、PC 类产品在短期内仍维持较好的需求，公司触控显示业务当前主要供应 IT 类终端产品，因此将充分受益需求端的增长。未来，移动办公、远程教育的形态将扮演重要角色，首次拥有个人电脑的平均年龄将进一步年轻化，个人电脑的渗透率有望提升，全球平稳需求量相比以往迈入新的台阶。

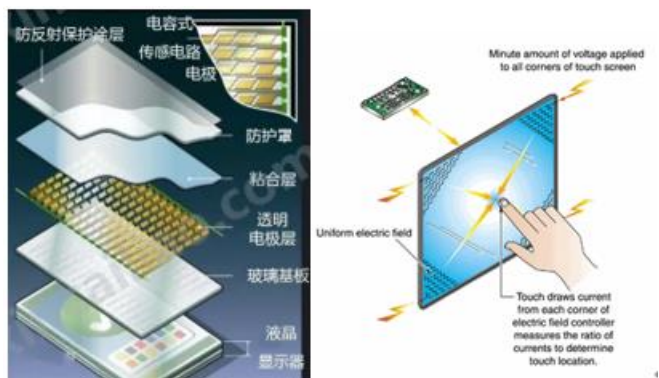
2、中长期：消费电子稳定增长，车载应用“爆发”前夕

中长期趋势下，消费电子类增长偏稳健，平板电脑因为形态的特性触控渗透率为 100%，而笔记本电脑目前正在向可触控化发展，随着触控技术轻薄化、Win8 & Win10 系统普及、手机终端厂商入局，触控笔电的渗透率有望进一步下沉，成为未来稳健增长的基石。而车载触控显示的应用将成为高增长的动力来源，汽车智能化趋势势不可挡，未来车载显示应用将更加多样化，触控渗透率也将持续下沉，车载领域正处于“爆发”前夜。

(1) 技术迭代，触摸屏轻薄化

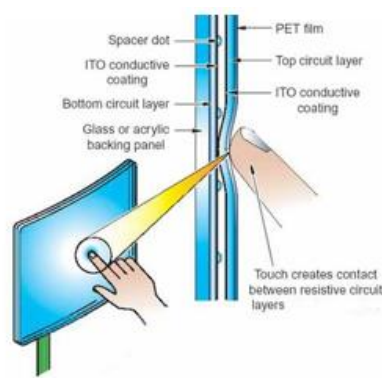
触控显示技术经历了由电阻式到电容式的技术迭代，2007 年苹果推出首款 iPhone 采用了可实现多点触控的电容式触摸屏，使得电容触摸屏技术重新塑造了智能终端产品的人机交互体验。电容式触摸屏利用了人体的电流感应进行工作，不同于电阻式触摸屏的压力感应原理，当手指触摸电容式触摸屏时，在工作面接通高频信号，此时手指与触摸屏工作面形成一个耦合电容，手指触摸时在触摸点吸走一小部分电流，此时触摸屏四个角上的电极有电流流出补充这部分电流，控制器通过四个电流的计算得出接触点坐标。由于较高的透光率、性能稳定、使用寿命长、触感灵敏度高，电容式触摸屏广泛应用于智能手机、电脑、工控、车载等领域。

图 19：电容式触摸屏结构及工作原理



资料来源：新材料在线，华金证券研究所

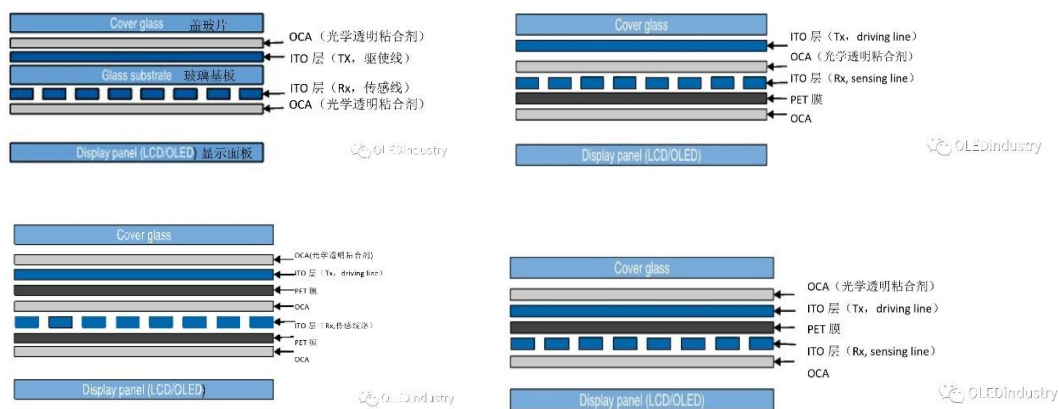
图 20：电阻式触摸屏工作原理



资料来源：全屏网，华金证券研究所

电容式触摸屏起初是外挂在液晶显示模组（LCM）上的结构，由保护玻璃和触控层构成，触控层表面镀有 ITO 层实现导电功能。根据触控层基础材料的不同可以分为玻璃基（Glass-Glass）和薄膜基（Glass-Film），相比而言，GF 结构因厚度轻薄、材料成本低等优势实现了批量使用。在基础 GF 结构的工艺之上，通过技术优化又发展出了 GFF、GF2（GF DITO）结构的触控层以实现多点触控。GFF 结构通过双层 ITO Film 来实现精准触点定位，GF2 则是将两层 ITO 镀在一层 Film 的正反面来实现，GF2 技术最先应用于苹果 2012 年推出的 iPad mini 上，2017 年应用于 iPhone X。

图 21：GG / GF / GFF / GF2 结构示意图



资料来源：OLEDindustry，华金证券研究所

出于对屏幕轻薄化的追求，产业链将触摸显示屏的三层结构（保护玻璃+触控层+显示模组）优化为两层，一方面降低屏幕厚度，另一方面减少生产工序降低成本。目前主流的方案主要分为外挂式和内嵌式，触控模组厂商在原先基础上推出了外挂式的 OGS 全贴合方案，而面板厂商则将触控层内嵌在显示模组内，推出 On-Cell 和 In-Cell 方案。

OGS 即 One Glass Solution，单片玻璃触控技术方案，将触控层集成在表面保护玻璃上，省去了触控层的一片玻璃和一次贴合过程，实现屏幕轻薄化并降低成本。与 OGS 相似的方案为 TOL (Touch On Lens)，同样是将触控层集成在表面玻璃上，仅在工艺流程上与 OGS 有所差异，OGS 在大片玻璃上先加工再切割，而 TOL 则根据屏幕大小将玻璃先切割再进行触控线路刻蚀。

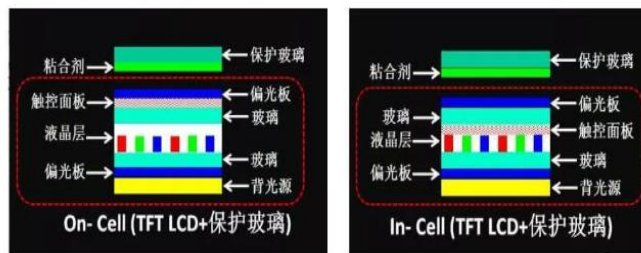
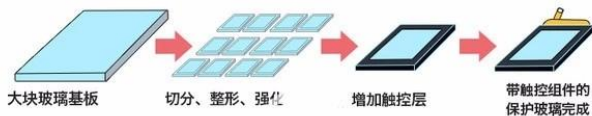
图 22: OGS 结构及 OGS / TOL 工艺流程

图 23: On-Cell / In-Cell 方案示意图

OGS(单玻璃解决方案)工艺流程



TOL(外玻璃触控后植)工艺流程



资料来源：公开资料，华金证券研究所

资料来源：OLEDindustry，华金证券研究所

On-Cell 和 In-Cell 工艺则是面板厂商通过将触控层集成在液晶显示模组中实现轻薄化的技术路线，On-Cell 将触控传感膜层制作在 LCD 面板的彩色滤光片基板上或者 LCD 液晶模组的上偏光片与彩色滤光片之间，而 In-Cell 方案则将触控传感膜层制作在 LCD 面板的 TFT-Array 驱动基板上。In-Cell 技术自 2012 年苹果 iPhone 5 应用后开始推广，主要使用在 LCD 屏幕，而自 AMOLED 开始渗透高端旗舰智能手机后，受触控与显示信号干扰、良品率较低导致生产成本高等限制无法实现 In-Cell，主要搭载 On-Cell 技术。

从目前终端产品的主流方案选择来看，小尺寸触摸屏选择 On-Cell/In-Cell 或 OGS 多种方案，而中大尺寸触摸屏则以 OGS/OGM 为主导。台冠科技具备 OGS/GF/GF2/GG 等多种技术储备，可根据客户以及产品需求提供不同方案。

(2) 消费电子类：触控笔电仍具备渗透空间

平板电脑的产品形态决定了触控显示的渗透率达到 100%，未来的受益主要来自于终端需求的稳步提升，而笔记本电脑以键盘和鼠标作为交互工具的方式决定了触控功能并不是标配，但随着 Win8 系统的升级、触控技术轻薄化、手机厂商的入局，触摸屏在笔电领域的渗透空间打开。

触控技术在 PC 端的应用和发展开始于 2012 年，后于手机端的普及。微软自 Windows7 开始大力支持触控操作，而真正迎来触控“革命性”变革的是 2012 年 10 月发布的 Win8 系统，给触控笔电带来了商机，笔电行业又一次焕发新的活力。支持触控功能的笔电形态主要有两类，一类是在传统笔记本导入触控技术，以联想 Ideapad YOGA 为代表，另一类则是以 Microsoft Surface 为代表的 2 in 1 新型笔记本电脑。

图 24: 联想 Ideapad YOGA



资料来源: 太平洋电脑网, 华金证券研究所

图 25: 微软 Surface



资料来源: 太平洋电脑网, 华金证券研究所

2012 年各大 PC 品牌厂商密集推出了带触控功能的笔记本电脑, 包括华硕 Vivobook、联想 Ideapad YOGA、戴尔 XPS、惠普 ENVY 系列等, 触控屏开始渗透笔记本电脑。发展初期, 触控笔记本定位高端, 核心品牌的首款产品定价集中在 6000~10000 元。

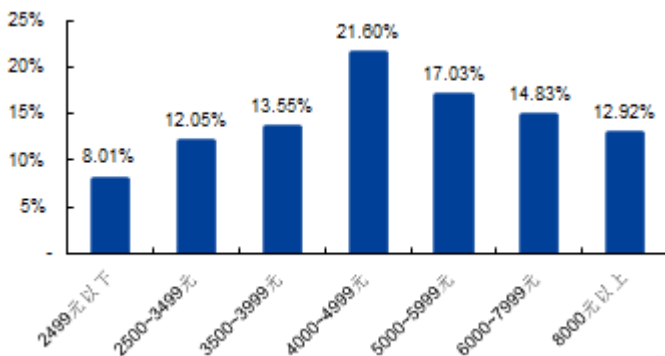
表 3: 品牌厂商触控笔记本电脑产品

品牌	系列	发布时间	价格 (元)
华硕	Vivobook	2012 年 10 月	3299 / 3999
联想	Ideapad YOGA	2012 年 CES 展	4999 / 6999
戴尔	XPS 13	2012 年 3 月	9999
惠普	ENVY	2012 年 5 月	6199
微软	Surface	2012 年 10 月	6588 / 7388
华为	Matebook	2016 年 2 月	4988-9688

资料来源: 太平洋电脑网, 中关村在线, 华金证券研究所

随着技术改进, Win 8 系统被广泛接受, 以及 2 in 1 笔电的推广, 触控笔记本渗透率逐渐提高, 尤其是在华为、小米等移动终端厂商加入笔电的竞争后, 快速布局扩大市场份额的过程中大力推广新形态的笔电产品, 华为产品线中触控本得到了良好的市场反馈。

图 26: 2019 年上半年笔记本电脑价格关注度



资料来源: 中关村在线, 华金证券研究所

图 27: 2019 年上半年在售触控笔记本电脑



Matebook X Pro (7999 元起): 惠普 Envy X360 (4999 元):
Acer TMB118 (2799 元起): 戴尔灵越 14 二合一 (4499 元)

资料来源: 太平洋电脑网, 华金证券研究所

根据中关村在线发布的调研报告显示, 2019 年上半年笔记本电脑价格区间关注度较高的是 3500~7999 元, 而各大品牌推出的触控笔记本价格已经下探到 3000 元以下, 以 4000~4999 元价位居多, 触控本价格开始亲民化, 侧面印证了触控笔记本渗透率的提升趋势。

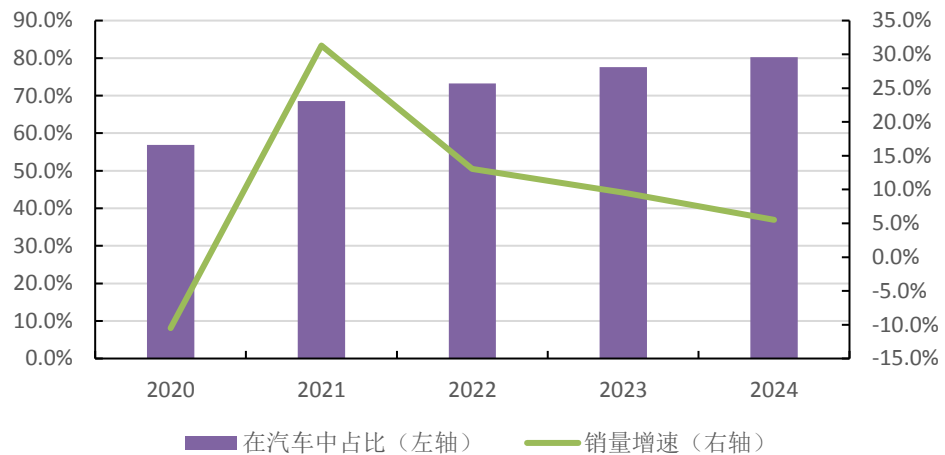
从供给端来看，供给集中度较高，主要由台系厂商恒源（HH）、宸鸿科技（TPK），国内的莱宝高科、京东方等供应。触摸屏行业发展周期相对较长，智能手机、平板电脑等在 2015 年后需求增长动力显著下降，使得触控面板产能过剩，部分小产能淘汰出局，行业集中度进一步强化。行业集中扩产发生在电容式触摸屏大量导入终端设备时期，集中在 2010 至 2015 年，此后行业进入去库存周期，几乎没有新增产能。因此我们认为，公司所处细分赛道竞争呈现良性状态，供给格局稳定，公司仍将受益于需求端的稳健增长。

（3）车载类：智能化加速车载触控显示普及

汽车智能化趋势逐渐明朗，特斯拉以及国内造车“新势力”的崛起使得新能源汽车的消费理念渐入人心，也带动了传统汽车向着智能化发展，车内显示作为交互的基础设备已不再满足于原有的单一显示功能，触控显示屏在车载应用中找到了前所未有的契合点。

车载触控屏主要应用板块包括车载中控屏、车载 GPS 导航、车载娱乐系统，因为车载屏尺寸较大、安全性能要求较高，车载屏价值较高，车载应用成为继智能手机、平板电脑之后的第三大触控显示终端应用市场。从目前新车型的配置来看，中控大屏、仪表+中控双联屏成为主流，新能源汽车更是标配了触控显示屏，取消按键式操作。

图 28：全球智能网联汽车销量增速及占比预测



资料来源：IDC, IHS, 华金证券研究所

表 4：中国智能网联汽车行业发展相关政策汇总

时间	相关政策
2021 年 3 月	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能交通相关）》
2021 年 1 月	《交通运输部关于服务构建新发展格局的指导意见》
2020 年 12 月	《交通运输部关于促进道路交通自动驾驶技术发展和应用的指导意见》
2020 年 11 月	《智能网联汽车技术路线图 2.0》
2020 年 8 月	《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》
2020 年 4 月	《2020 年智能网联汽车标准化工作要点》
2020 年 3 月	《关于推动 5G 加快发展的通知》
2020 年 2 月	《智能汽车创新发展战略》
2019 年 12 月	《推进综合交通运输大数据发展行动刚要（2020-2025 年）》
2019 年 9 月	《交通强国建设纲要》
2018 年 12 月	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》

2018年6月	《国家车联网产业标准体系建设指南》
2018年4月	《智能网联汽车道路测试管理规范》
2018年2月	《关于加快推进新一代国家交通控制网和智慧公路试点的通知》
2017年9月	《智慧交通让出行更便捷行动方案（2017-2020年）》
2017年7月	《新一代人工智能发展规划》
2016年10月	《智能网联汽车技术路线图1.0》
2015年12月	《车联网发展创新行动计划（2015-2020年）》

资料来源：工信部，国家发改委，交通部，华金证券研究所

表 5：“十四五”期间中国智能网联汽车行业发展主要任务

加强自动驾驶技术研发	
	包括加快关键共性技术攻关、完善测试评价方法和测试技术体系、研究混行交通监测和管控方法、持续推荐行业科研能力建设等，引导创新主体围绕融合感知、车路交互、高精度时空服务、智能路侧系统、智能计算平台、网络安全、测试方法和工具、混行交通管理等进行攻关，不断健全技术体系。
提升道路基础设施智能化水平	
	包括加强基础设施智能化发展研究规划、有序推进基础设施智能化建设等，推动基础设施数字转型、智能升级，促进道路基础设施、载运工具、运输管理和服务、交通管控系统等互联互通。
推动自动驾驶技术试点和示范应用	
	包括支持开展自动驾驶载货运输服务、稳步推动自动驾驶客运出行服务、鼓励自动驾驶新业态发展等，鼓励按照从封闭场景到开放环境、从物流运输到客运出行的路径，深化技术试点示范。
健全适应自动驾驶的支撑体系	
	包括强化安全风险防控、加快营造良好政策环境、持续推进标准规范体系建设等，主动应对由自动驾驶技术应用衍生的安全问题，优化政策和标准供给，支持产业发展。

资料来源：工信部，国家发改委，交通部，华金证券研究所

表 6：中国智能网联汽车行业发展分阶段技术目标

时间	顶层设计目标	市场化应用目标
发展期 2020-2025 年	1) 确立中国方案智能网联汽车发展战略，构建跨部门协同的管理机制； 2) 基本建成中国智能网联汽车的政策法规、技术标准、产品安全和运行监管体系框架； 3) 智能网联汽车协同创新体系、多产业融合体系和新型生态体系初步形成。	PA、CA 级智能网联汽车销量占当年汽车销量的比例超 50%，HA 级智能网联汽车开始进入市场，C-V2X 终端新车装配率 50%。
推广期 2026-2030 年	1) 中国方案智能网联汽车成为国际汽车发展体系重要组成部分； 2) 全面建成中国智能网联汽车的政策法规、技术标准、产品安全和运行监管体系框架； 3) 汽车与交通、信息通信等产业深度融合，新型产业生态基本建成。	PA、CA 级智能网联汽车销量占当年汽车总销量的比例超 70%，HA 级车辆占比达 20%，C-V2X 终端新车装配率基本普及。

<p>成熟期 2031-2035 年</p>	<p>1) 中国方案智能网联汽车产业体系更加完善;</p> <p>2) 实现与交通、信息、互联网等领域充分协调,与智能交通、智慧城市产业生态深度融合,打造共享和谐、绿色环保、互联高效、智能安全的智能汽车社会,支撑我国实现汽车强国、步入汽车社会。</p>	<p>各类网联式高度自动驾驶车辆广泛运行于中国广大地区,HA、FA级智能网联汽车具备与其他交通参与者间的网联协同决策与控制能力。</p>
----------------------------	--	--

资料来源:工信部,国家发改委,交通部,华金证券研究所

图 29: 蔚来 ES6 中控屏



资料来源:汽车之家,华金证券研究所

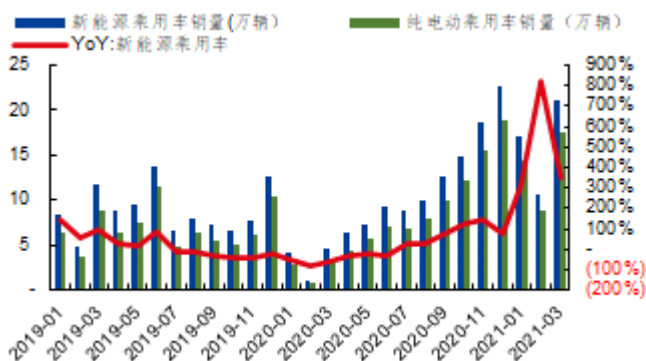
图 30: 特斯拉中控大屏



资料来源:汽车之家,华金证券研究所

近两年由于车市整体下行,车载显示面板出货量受到负面影响,2020年更是被突如其来的新冠疫情打乱了节奏,上半年全球车载显示面板出货量断崖式下降,降幅高达34%,下半年随着车市复苏,群智咨询预测全年出货量降幅收窄至15.4%,达1.35亿片。2021年,随着全球经济回暖,中国及欧洲新能源汽车需求大幅增长,有望恢复至1.42亿片的出货量水平,同比增幅达5.2%。

图 31: 中国新能源乘用车月度销量及增速



资料来源:中汽协, Wind, 华金证券研究所

图 32: 全球车载显示面板前装出货量及增速



资料来源:群智咨询,华金证券研究所

我们认为,随着汽车智能化、网联化进一步发展,车内触控屏的需求将遍布包括中控屏、仪表盘、智能后视镜、车载娱乐影音系统等在内的车内空间,车载触控显示受益于细分模块增加带来的显示屏总体需求量增长以及触控渗透率的下沉。

台冠科技车载类产品已取得国内多家知名车厂认证，母公司蓝黛科技在汽车领域沉淀多年，具备同核心品牌稳固的合作关系，为顺利切入车载触控显示市场提供了良好的先天条件，车载类产品的放量将为公司触控显示业务提供未来较高成长性。

图 33：公司汽车业务合作客户



资料来源：公司官网，华金证券研究所

三、 动力传动业务：迎来业绩拐点

（一） 动力传动业务主要产品

公司动力传动业务主要为动力传动总成、传动零部件及铸造产品的研发、设计、制造与销售，主导产品包括变速器总成、新能源减速器及新能源传动系统零部件、汽车发动机平衡轴总成及齿轮轴零部件、纺织机械传动总成、汽车发动机缸体、转向器壳体等相关产品，其中汽车变速器总成、新能源减速器装配所需的主要零部件齿轮、轴、同步器及壳体等均由公司自主研发与生产。主导产品涵盖乘用车、商用车、新能源汽车三大门类。公司产品实现了从汽车变速器总成及零部件系列向新能源减速器及系统零部件、汽车发动机平衡轴总成及零部件、工程机械产品类拓展，从乘用车领域向新能源汽车、商用车领域扩展，进一步巩固了可持续发展的竞争优势和行业地位。经过多年深耕，公司拥有优质的国内外客户群体，是上汽集团、一汽集团、丰田汽车、吉利汽车、长城汽车、北汽福田、中国重汽、小康股份、赛帕汽车、比亚迪、南京邦奇、云内动力等多家国内外知名企业动力传动部件的供应商，并形成了内外销同步发展的业务格局。

2020 年随着年初新冠疫情造成的影响逐步缓解，汽车行业整体处于逐步复苏的状态。公司紧跟行业发展趋势，积极应对产业升级、技术变革，持续加大研发投入，不断提高技术领先优势，持续推进产品转型升级。除持续巩固现有动力传动总成及零部件市场外，积极开拓汽车发动机平衡轴总成及零部件、商用车齿轴零部件、新能源减速器及新能源系统零部件等市场，扩大市场规模，增强市场竞争力；同时，公司启动大客户服务战略，客户由国内自主品牌车企为主逐渐转型

为与国内一线自主品牌、外资、合资等代表产品发展方向性和引领性的客户合作，逐步提升公司可持续发展和市场综合竞争力。

图 34：公司主要产品（手动变速器总成）



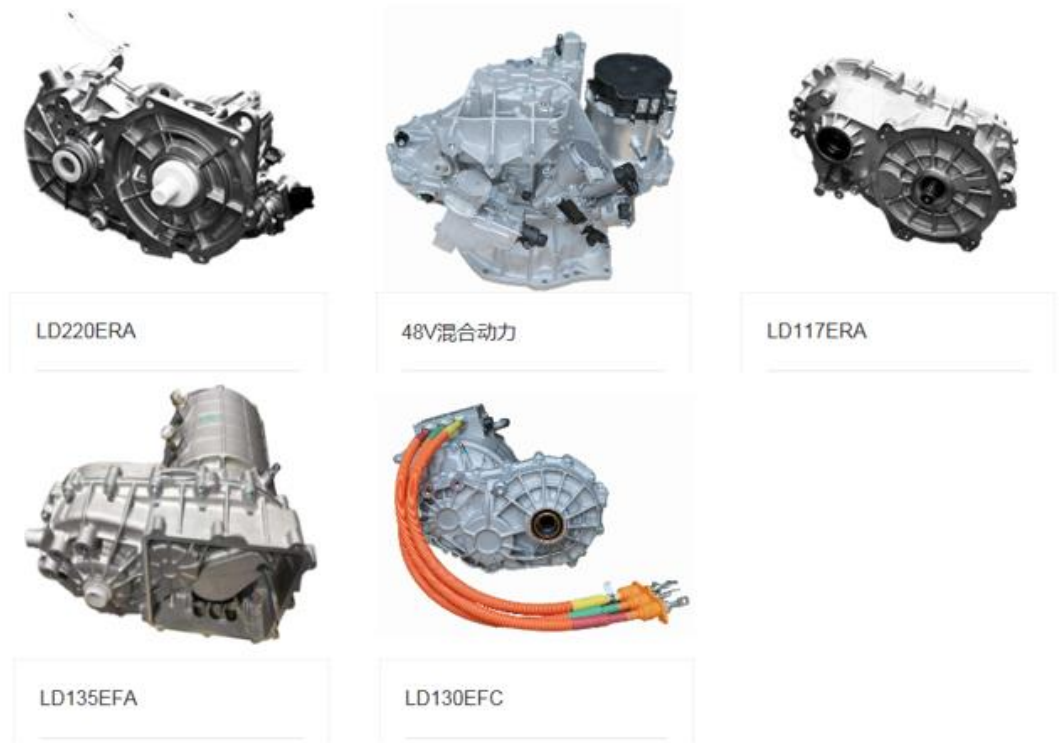
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 35：公司主要产品（自动变速器总成）



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 36: 公司主要产品 (新能源变速器总成)



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 37: 公司主要产品 (变速器壳/缸体)



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 38: 公司主要产品 (齿/轴)



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

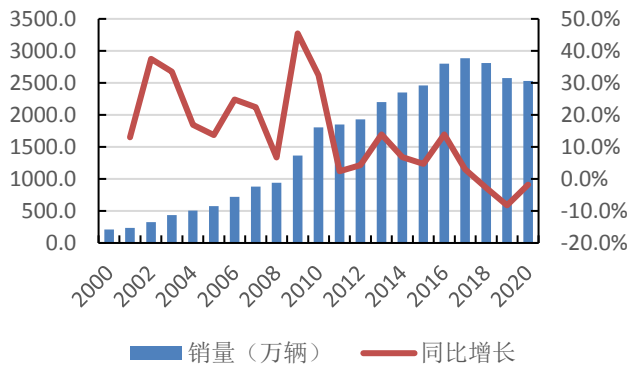
(二) 动力传动业务主要竞争优势

1、行业竞争格局

国内汽车行业产销量受基数较高及国民经济增速放缓的影响, 增速近年出现较大幅度的下降, 特别是乘用车行业, 下降幅度大于商用车。在竞争加剧的情况下, 乘用车行业出现较大的分化, 龙头优势地位逐步强化, 出现强者恒强的局面。合资乘用车品牌中, 日系和德系品牌优势地位进一步加强, 美系地位削弱较多, 而韩系和法系已基本被边缘化。自主品牌乘用车的崛起虽经历周期起伏, 但总体趋势是逐步走强; 长城、吉利和比亚迪的优势地位进一步得到巩固, 而力帆、众泰等众多竞争力较弱的车企迅速被淘汰。从技术趋势来看, 随着消费升级的发生, 产品高端化发展的速度越来越快, 其中变速器的自动化装配率快速提升, 而手动变速器变得越来越不被消费者认可。非常有意思的是, 消费升级还带来了客、货车部分细分市场增长情况的此消彼长, 近年来微型+轻型货车的增长情况一直好于微型+小型客车的增速, 这或部分企业带来转型突破的机会。

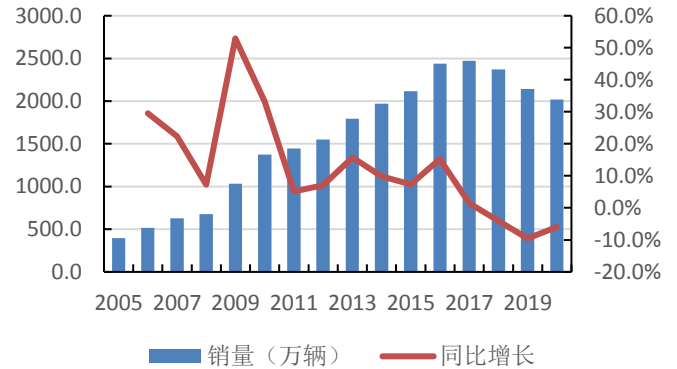
显而易见的是, 汽车的新能源化和智能化已在行业与消费者之间达成一致预期, 这将大力的推动新能源汽车和智能汽车的快速发展。2020 年国内新能源汽车销量已达到 137 万辆的水平, 占比约 5.4%, 或正突破爆发的临界点, 推动 2021 年及今后几年新能源汽车产销量的超预期并迅猛发展。即使今后几年新能源汽车实现较为迅猛的增长, 其渗透率仍较低, 意味着该领域仍是一片蓝海, 更多企业或将转型进入。

图 39: 汽车销量及增速



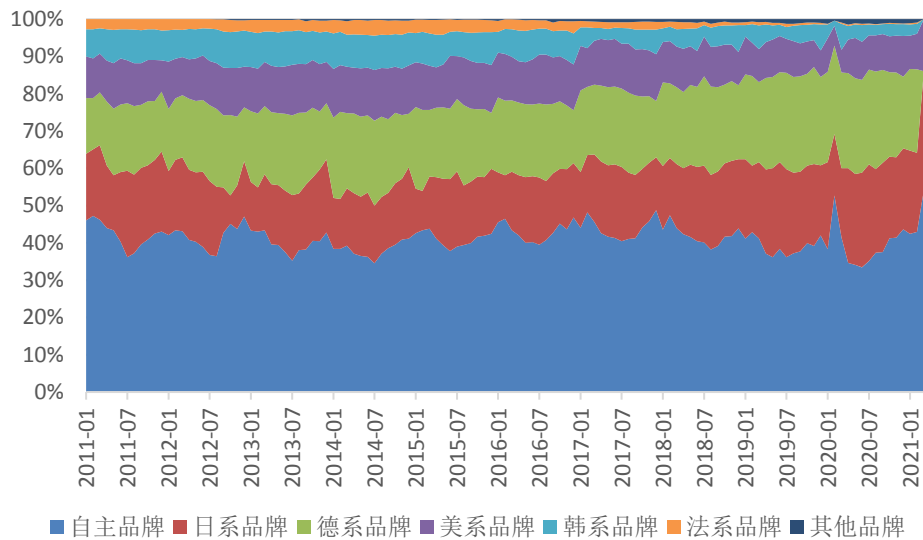
资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 40: 乘用车销量及增速



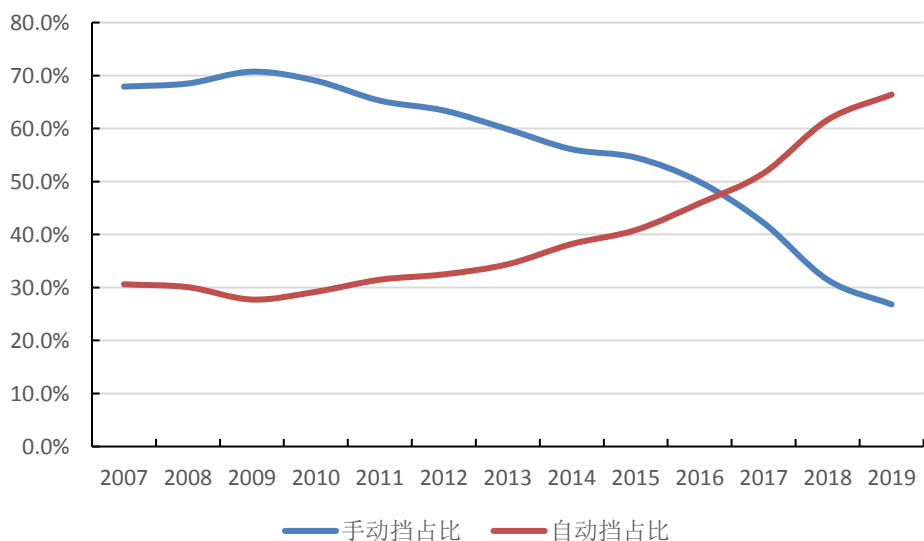
资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 41: 各国别品牌乘用车销量占比 (月度)



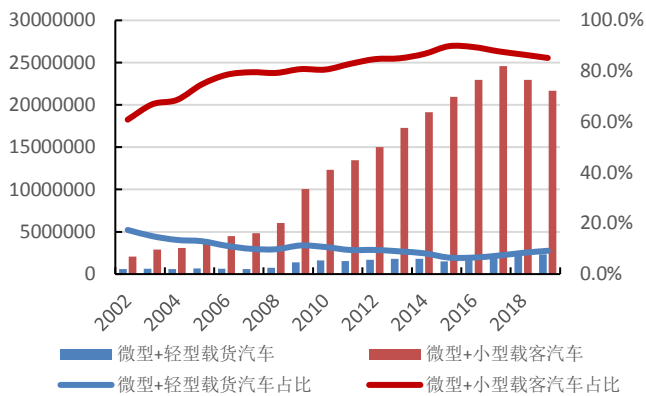
资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 42: 乘用车手动挡与自动挡车型占比 (国内制造)



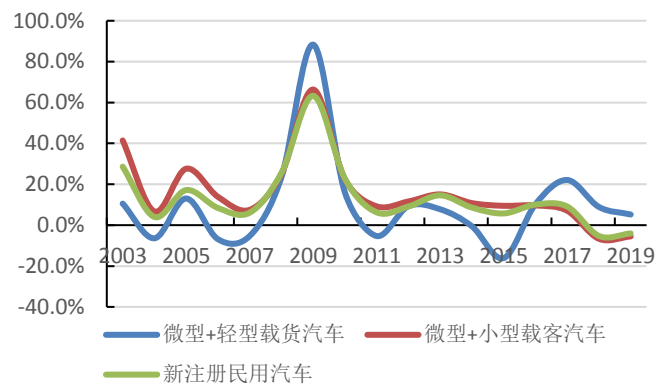
资料来源: Wind, 中汽协, 华金证券研究所

图 43: 新注册民用汽车数量及占比



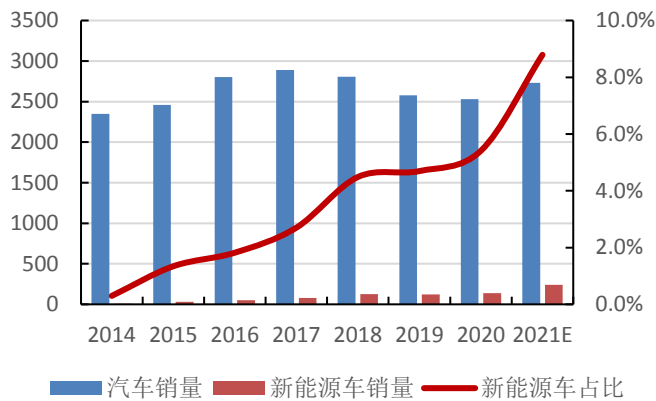
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 44: 新注册民用汽车数量增速



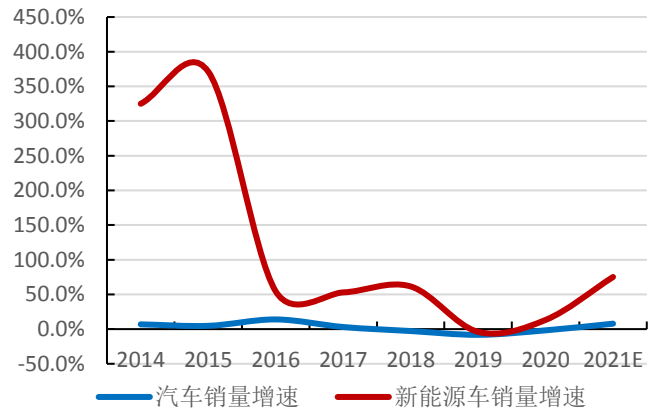
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 45: 新能源汽车销量及占比



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

图 46: 新能源汽车数量增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

2、技术和人才优势

公司在主导产品变速器总成及零部件、汽车发动机平衡轴总成及齿轮、轴零部件、新能源减速机总成及零部件等系列高新技术产品上具有较强的创新设计、配套开发及规模化制造能力，产品性能达国内先进水平。作为国家高新技术企业和国家科技重大专项项目牵头单位，公司多款产品获得“重庆市重点新产品”、“重庆市名牌产品”、“重庆市高新技术产品”等称号。近几年，公司与国内外中高端客户开展新产品技术攻关和工艺改进，特别是在汽车发动机平衡箱、新能源减速机及传动系统零部件开发方面成效显著；目前公司拥有汽车零部件类发明专利 27 项，实用新型专利 100 项，合计有效授权专利 127 项。公司参与研发的“复杂修形齿轮精密数控加工关键技术及装备”项目获国家科学技术进步奖二等奖。公司稳步推进的技术中心试验室建设，目前试验设备能够满足 MT、AT、新能源总成项目的相关试验，测试设备能够完成整车 GSA 及 NVH 测试与分析需要，进一步提升了产品技术设计研发及试验验证能力。

经过多年发展，公司已拥有一支实力雄厚的研发团队，在坚持自主创新的同时，加强与有关高校、科研院所及国际知名专业机构等紧密合作，积极借助外部研究机构的力量，形成了以公司和整车厂为主体、科研院校和国际知名专业机构为协作平台的产学研一体化的运作模式，进一步

提升了公司的技术创新能力。公司历来高度重视人才队伍建设和稳定，通过不断引进核心技术、质量、营销、管理等高端人才，不断优化公司管理团队，提高公司经营管理水平；通过不断完善考核、激励机制，激发管理团队活力，提升管理团队凝聚力，促进公司发展战略和经营目标的实现，为公司持续稳健发展奠定了坚实的基础。

3、客户优势

公司已经与国内外多家整车（整机）厂建立了长期的战略合作伙伴关系，与国内外客户进行多产品、多层次的深度合作，成为国内外多家车企的核心供应商，并多次被客户评为优秀供应商、先进供应商、优秀开发合作供应商、最佳合作伙伴等，从而进一步巩固了公司的行业地位和市场竞争优势。基于专业化的生产制造经验积累和技术沉淀，近年来，公司积极与上汽集团、一汽集团、丰田汽车、长城汽车、北汽福田等中高端客户建立业务合作，为公司拓展市场、获取订单方面赢得竞争优势，为公司可持续发展奠定坚实基础。

4、积极的市场策略

近年来面对行业增速下降压力及行业发展环境的新变化，公司产品转型升级及时跟进，应对市场需求。一是产品门类上，公司在既有业务基础上开拓了汽车发动机平衡轴总成及齿轮、轴等零部件，新能源减速器及零部件，纺织机械传动总成，汽车转向器壳体等多个领域的产品，并由乘用车向商用车拓展。二是客户调整上，公司在为国内自主品牌车企提供配套服务的同时，配套体系上向国际知名品牌和中高端客户迈进。

5、产品制造及质量优势

公司多年来专注于汽车变速器总成及齿轮轴等零部件的研发、设计与制造，积累了多种类型的变速器齿轮生产制造经验，目前在产的汽车变速器齿轮达到 700 多种。近年来通过不断加大变速器总成、新能源变速器的研发力度，推进产品的转型升级、扩产扩量，公司已经发展成为行业内生产变速器总成的规模企业之一。公司在变速器齿轮热处理变形控制、生产过程零件尺寸快速测量、变速器齿轮修形、多锥同步器在变速器生产中的应用等方面拥有显著优势，自主开发的多项工装、夹具已经取得发明专利或者实用新型专利，核心技术和专利技术在制造过程中的良好运用在提高生产效率、降低生产成本的同时提升了公司产品的质量。

公司不断完善质量管理体系，通过了 ISO9001、IATF16949、GJB9001B 质量体系认证，在研发、制造、采购、营销和售后等各个环节严格按照体系要求进行，使各环节的质量管理水平得到有效控制。公司积极推行精益生产管理模式，并持续工艺改进、技术创新，进行生产线自动化、智能化改造，建设数字化车间，从而不断提高生产效率、缩短产品开发周期、降低生产成本，提高产品质量和竞争力。

6、区位及成本优势

公司所在地重庆市地处东西结合部，是我国西部大开发的重点开发地区，享受税收优惠政策。重庆市将汽车摩托车作为五大支柱产业之一，并出台相应的产业政策配套扶持；重庆地区拥有长

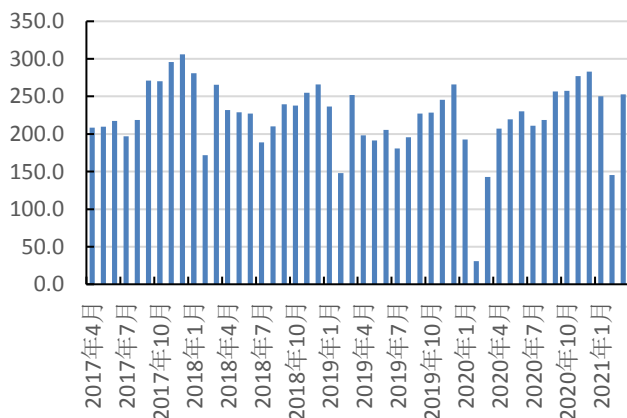
安汽车、长安福特、吉利汽车、上汽通用五菱、东风小康、上汽依维柯红岩、北方奔驰、恒通客车等十多家主要汽车生产厂商，宗申、力帆等主要摩托车生产厂商，具有就近配套的地域优势。重庆市工业基础雄厚，是中国重要的汽车（摩托车）零部件制造基地，区域配套资源丰富，在保证公司产品质量的同时，降低了生产成本。

（三）动力传动业务有望迎来拐点

中国汽车行业经过连续多年持续增长后，在 2018 年首次出现产销量下滑（同比分别-4.2%和-2.8%），2019 年形势依然严峻（产销量同比分别-7.5%和-8.2%），2020 年开始有所好转（产销量同比分别-2.0%和-1.9%）。受行业不景气的影响，自主品牌车企加速洗牌，综合实力弱者被市场快速淘汰。公司的主要客户重庆力帆汽车和浙江众泰汽车，在这波下行周期中经营不善，市场丢失殆尽，导致近三年动力传动业务板块资产减值计提较多，侵蚀了公司的大部分利润。

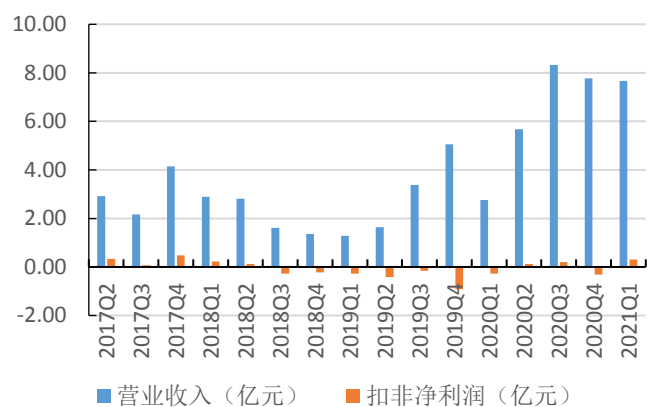
随着 2021 年汽车行业的好转，及力帆、众泰等客户破产清算的完成，公司资产减值计提或将大幅减少，因此动力传动业务有望迎来业绩向上的拐点。

图 47：中国汽车销量（月度）



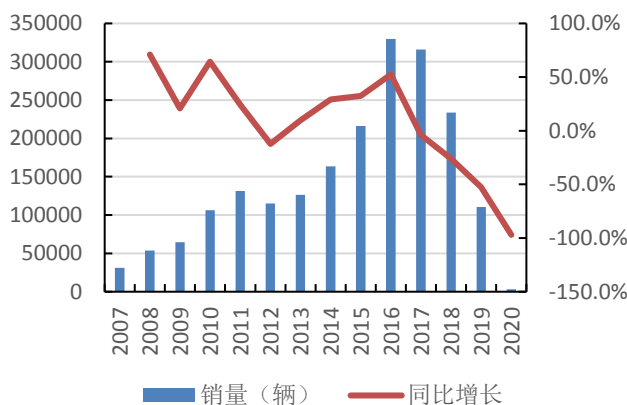
资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 48：公司营收与扣非净利润（季度）



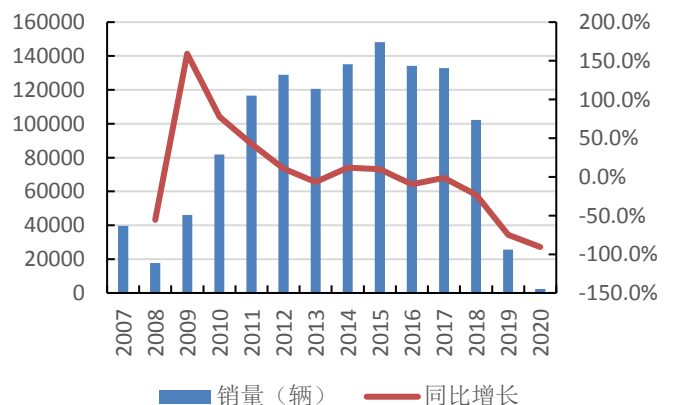
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 49：众泰汽车销量及增速



资料来源：乘联会，盖世汽车网，华金证券研究所

图 50：力帆汽车销量及增速



资料来源：乘联会，公司公告，华金证券研究所

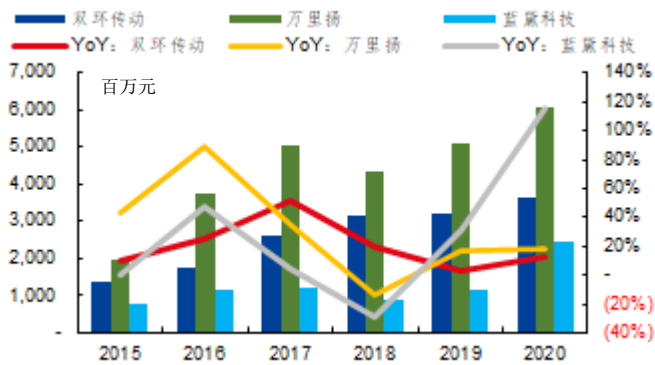
四、盈利预测与投资建议

(一) 可比公司财务比较

针对公司主营业务为触控和汽车动力传动业务，我们分别选取莱宝高科、长信科技、双环传动和万里扬为对比公司。

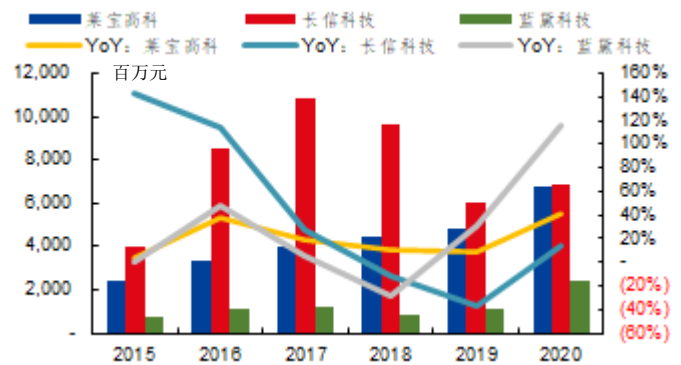
相较于可比公司，蓝黛的营收规模最小，但由于 2019 年 6 月开始财务并表深圳台冠科技，2019 年和 2020 年度营收增速均较可比公司高。但由于原来动力传动业务下游主要客户在 2018-2020 年经营不善，公司连续进行了资产减值计提，导致近三年盈利情况不理想，毛利率连续两年、净利率连续三年低于可比公司。公司的资产周转率和存货周转率在 2020 年有明显改善，但相较于可比公司，表现并不突出。

图 51：汽车业务竞争对手营收及增速对比



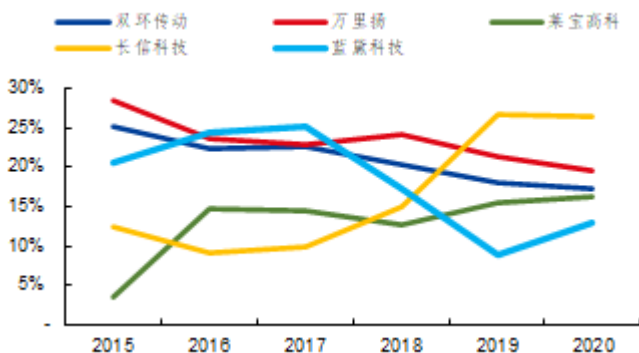
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 52：触控业务竞争对手营收及增速对比



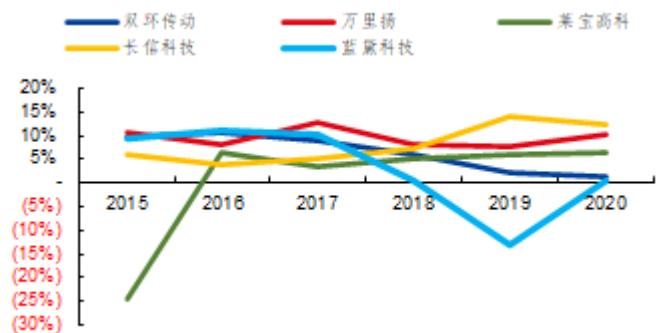
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 53：可比公司毛利率对比



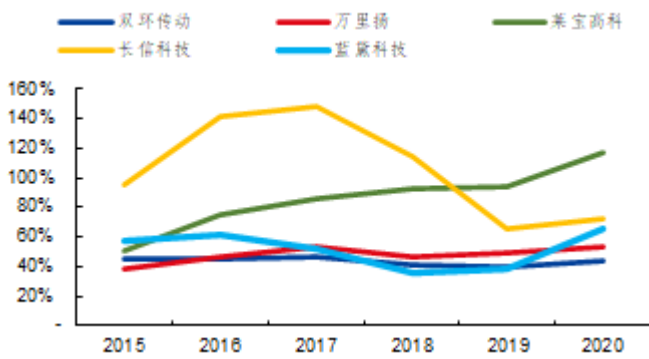
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 54：可比公司净利率对比



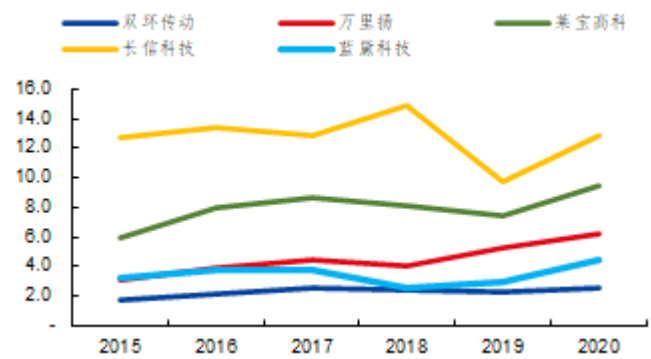
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 55: 可比公司总资产周转率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 56: 可比公司存货周转率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 盈利预测

各业务盈利预测:

- 1) 汽车零部件业务: 传统动力业务经历过众泰、力帆客户经营出现问题带来的阵痛期, 目前在客户结构以及产品结构上逐步实现转型, 2020 年动力总成营收规模下滑收窄, 动力零部件业务恢复正增长, 我们预计平衡箱、6AT、新能源减速系统等产品将为传统业务提供新的动力, 2021 年营收规模有望恢复至 2017 年水平。毛利率将随着产品转型逐步回升至行业水平。
- 2) 触控显示业务: 随着重庆台冠新投入产线自 2020 年开始爬坡, 2021 年将在业绩上有显著贡献, 消费电子类产品需求在 2021 年预计仍将维持景气, 2022 年后平稳发展, 触控显示业务的毛利率水平随产能利用率提升以及车载模组出货占比增加而提升。
- 3) 综上, 我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 30.6 亿元、35.7 亿元、41.2 亿元, 增速分别为 24.5%、16.8%、15.5%, 毛利率分别为 13.5%、14.2%、14.5%。

表 7: 蓝黛科技各项业务盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	1136.5	2454.7	3057.2	3570.9	4124.5
YoY	31.0%	116.0%	24.5%	16.8%	15.5%
动力传动业务	446.1	500.3	785.1	976.6	1217.0
YoY	(41.1%)	12.2%	56.9%	24.4%	24.6%
触控显示业务	632.4	1768.1	2027.1	2293.5	2536.7
YoY		179.6%	14.6%	13.1%	10.6%
其他业务	57.98	186.25	245.08	300.72	370.82
YoY	(47.4%)	221.2%	31.6%	22.7%	23.3%
毛利率	8.8%	12.9%	13.5%	14.2%	14.5%
归属于上市公司股东的净利润	-149.2	7.7	154.9	211.2	261.1
净利润率	-13.1%	0.3%	5.1%	5.9%	6.3%
EPS	-0.31	0.01	0.27	0.37	0.430.45

资料来源: Wind, 华金证券研究所

（三）估值及投资建议

我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.27 元、0.37 元和 0.45 元，净资产收益率分别为 8.1%、9.9% 和 10.9%。首次覆盖，给予“中性-A”的投资评级。

表 8：同类公司估值比较

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价		EPS (元)			PE				PE(TTM)
			2020/5/13	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
002472.SZ	双环传动	78	11.38	0.08	0.35	0.61	0.82	142.3	32.5	18.7	13.9	62.2
002434.SZ	万里扬	110	8.20	0.46	0.65	0.76	0.81	17.8	12.6	10.8	10.1	16.5
002106.SZ	莱宝高科	81	11.41	0.62	0.80	0.90	1.05	18.4	14.3	12.7	10.9	15.1
300088.SZ	长信科技	192	7.82	0.34	0.50	0.64	0.75	23.0	15.6	12.2	10.4	22.0
	平均							50.4	18.8	13.6	13.3	29.0
002765.SZ	蓝黛科技	36	6.34	0.01	0.27	0.37	0.45	634.0	23.5	17.1	14.1	54.1

资料来源：Wind、华金证券研究所（数据截止 2021 年 5 月 13 日，采用 Wind 一致盈利预期）

五、风险提示

车载触控业务拓展不及预期；动力传动业务新产品配套不及预期；商誉计提的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1379	1791	2481	2423	3394	营业收入	1136	2455	3057	3571	4124
现金	287	453	476	541	962	营业成本	1036	2139	2645	3062	3527
应收票据及应收账款	497	616	770	849	1021	营业税金及附加	11	13	16	18	16
预付账款	18	25	72	36	76	营业费用	39	38	48	56	58
存货	410	544	993	826	1155	管理费用	86	98	110	125	140
其他流动资产	168	153	170	171	179	研发费用	73	122	122	136	157
非流动资产	2102	2154	2255	2284	2275	财务费用	12	46	12	13	7
长期投资	6	5	8	10	-7	资产减值损失	-72	-31	-31	-36	-41
固定资产	1015	1060	1101	1108	1118	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	363	346	389	410	435	投资净收益	2	-0	3	4	2
其他非流动资产	719	741	757	755	729	营业利润	-202	-20	181	246	307
资产总计	3481	3945	4736	4707	5668	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	1133	1304	1897	1648	2349	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	238	287	300	300	300	利润总额	-203	-22	179	244	306
应付票据及应付账款	499	844	1139	1151	1374	所得税	-44	-24	18	24	34
其他流动负债	397	173	458	198	674	税后利润	-160	3	161	220	272
非流动负债	825	800	837	844	835	少数股东损益	-11	-5	6	9	11
长期借款	45	60	84	87	84	归属母公司净利润	-149	8	155	211	261
其他非流动负债	780	741	753	758	751	EBITDA	-75	-14	324	408	481
负债合计	1959	2104	2734	2493	3184						
少数股东权益	2	9	15	24	35	主要财务比率					
股本	481	575	575	575	575	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	835	1045	1045	1045	1045	成长能力					
留存收益	204	212	373	593	865	营业收入(%)	31.0	116.0	24.5	16.8	15.5
归属母公司股东权益	1521	1832	1987	2191	2450	营业利润(%)	-1973.7	90.3	1022.9	36.1	24.8
负债和股东权益	3481	3945	4736	4707	5668	归属于母公司净利润(%)	-5495.9	-105.2	1906.5	36.3	23.6
						获利能力					
						毛利率(%)	8.8	12.9	13.5	14.2	14.5
						净利率(%)	-13.1	0.3	5.1	5.9	6.3
						ROE(%)	-10.5	0.2	8.1	9.9	10.9
						ROIC(%)	-5.9	0.1	5.3	6.7	7.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.3	53.3	57.7	53.0	56.2
						流动比率	1.2	1.4	1.3	1.5	1.4
						速动比率	0.7	0.8	0.7	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	2.3	4.4	4.4	4.4	4.4
						应付账款周转率	2.6	3.2	2.7	2.7	2.8
						估值比率					
						P/E	-22.0	424.7	21.2	15.5	12.6
						P/B	2.2	1.8	1.7	1.5	1.3
						EV/EBITDA	-54.4	-287.8	12.2	9.6	7.3

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn