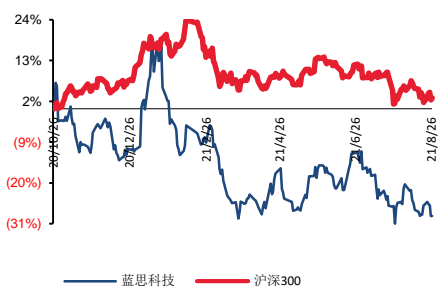


电子 电子制造

费用增长与行业负周期带来成长逆风，新业务线与新兴领域布局是来年成长曙光

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,973/4,973
总市值/流通(百万元)	96,137/96,137
12个月最高/最低(元)	40.51/19.33

### 相关研究报告:

蓝思科技(300433)《焦灼的行业低谷期，稳中有升的不俗答卷》  
--2021/08/22

蓝思科技(300433)《营收成长大超预期，开启高速规模化增长模式》  
--2021/04/28

蓝思科技(300433)《强势核心能力助主营择优增长，未来三年大战略大可期!》  
--2021/02/28

### 证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

### 证券分析师: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

**事件:**公司于2021年10月25日晚间发布了第三季度业绩报告,公司实现销售收入339.26亿元,同比增长30.07%,归母净利润32.97亿元,同比下降3.94%,扣非归母净利润26.38亿元,同比下降14.69%。如以单季视角来看,第三季度单季实现营业收入125.35亿元,同比增长19.21%,归母净利润9.89亿元,同比下降34.97%,扣非归母净利润7.55亿元,同比下降48.95%。

**Q3单季业绩下滑是诸多行业层面因素与公司自身拓展的叠加影响。**公司三季度业绩同比去年出现一定程度下滑,坦诚而言低于市场先前的预期,但从行业角度来看,由于去年下半年全球市场从疫情初期走出的反弹叠加芯片抢货带来的overbooking,实际上今年二季度后全行业出货量一直居于一个下修负反馈的周期内,这样的行业背景是今年最大下行基调。

### a. 需求端对公司前期运营确有影响,但Q3下半伴随苹果规模起量已经开始反转

需求端我们分安卓系与果链两块来分析:安卓系机型在华为缺失、创新不足的前提下,在疫情、缺芯缺料的背景下,受消费端和供应端双重影响较大,整体表现较往年而言相对寡淡。果链三季度前期受到供应链物料的缺货影响,出货量也受到短期影响,但随着供货回稳,9月中下旬后果链的出货与销售已经回归正常并且有望超越往年,四季度在北美感恩节与圣诞节购物季之前,果链出货必然是要追回先前的滞后,因此大概率三季度是当下蓝思科技利润预期最低的一个季度,后续逐季的成长将渐渐恢复正常。

客观来看,如果没有疫情、缺芯缺料、华为实体名单等等这些多米诺骨牌式的变化,消费电子行业今年的整体负面波动因素未必会如此之多,这些问题虽然短期并不能直接解决,但供应链对任何问题有其自身的融合力与消化弹性。从上周美国商务部核准美国供应商向华为和中芯国际出口总规模超过千亿美元的申请项目这一动向来看,中美科技的对抗形势短期内也将趋于和缓,我们相信行业有望迎来一段相对平静的恢复期。

### b. 公司多业务线,多产品线的同时扩张,是造成费用大幅增长的主因。

费用端我们注意到公司三季度增长较多,是三季度利润下滑的主要原因,尤其是管理费用,单季度几近比去年多了8亿,销售费用和研发

执业资格证书编码：S1190119110024

费用总和起来也有近3个亿的抬升。在公司数据发出后，很多机构投资者讨论的焦点都集中于这些费用。客观而言，这些费用开支的大幅增长也确有其因：供应链角度，公司今年从传统的单一终端盖板玻璃类业务，衍生到了智能终端组装、高级金属结构件制程（收购的可成利等相关资产）等领域；产品线角度，公司开拓了新的新能源汽车车窗玻璃以及新能源光伏玻璃等全新领域。在这些新的规划、新的战略布局方向上，公司大幅增加了资金与资源投入，建设了新的园区、招募了很多新的员工和管理人才，布局了新的工艺和技术，因而造成了费用端的大幅抬高。

此外，Q3苹果开始起量后，由于产品制程难度和工艺的提升，蓝思在A客的供应份额继续快速增长，这也对公司招工、物料、生产的投入带来了相当程度的影响，这些其实在Q4和接下来的2022年Q1都将有望转化为增量利润，这些不应被忽视。

**今年所开启的光伏玻璃与汽车车窗玻璃的布局，将成为蓝思跨界成长的第二第三驱动极。**近期不少投资者都在网络上看到了北海地方政府与蓝思科技在光伏玻璃领域的合作信息，虽然公司尚未披露细节，但我们判断以蓝思在前段玻璃制造与后段化学强化等方面的优势，进入光伏超薄玻璃的制程领域其实是水到渠成的。在新能源汽车的高端轻量化、电子化玻璃的制程领域亦是如此，蓝思在智能终端领域多年的工艺、业务经验的积累，将能够有效且快速地转化为在这些领域的技术与效能的领先保障。

无论是新能源汽车车窗玻璃，还是光伏电池所需要的超薄玻璃，确实也都发展到了需要工艺革新，降本增效减重扩能的阶段，蓝思科技在这一时点切入这两大领域是非常明智的战略抉择。从市场规模来看，这两大领域都拥有数千亿的市场容量，蓝思的目标市场体量足够支撑公司开启新一轮规模化成长，假以时日，应有不俗答卷。

**盈利预测及评级：维持买入评级。**在今年消费电子智能终端相对紊乱的市场环境下，在疫情、限电、塞港、贸易战等种种不良因素的共同影响下，叠加公司自身新业务线、新产品线的全面铺开，公司Q3的业绩表现确实受到一些阻力，但是这些都是短期的、非本质性的问题，相信很快会得到消化和转换。随着公司业务线的全面铺开，在组装业务获得多家下游客户的首肯，金属业务销售快速起量并得到关键客户大力支持的前提下，公司未来在智能终端领域的业务仍将保持良性增长。而今年开始逐渐布局的新能源汽车玻璃与光伏超薄玻璃这两大新兴业务领域，将有望逐渐放量，成为蓝思的第二、第三驱动增长极，我们预计公司2021-2023年将分别实现59.01、81.41、112.04亿利润，当前估值对应PE为16.29、11.81、8.58，短期虽有业绩波动，但公司的估值安全边际明确，维持公司买入评级。

**风险提示：**（1）因疫情全球蔓延或全球宏观经济下滑导致消费者购机能力减弱，大客户新机销售情况不及预期；（2）安卓系机型2021-2022年复苏成长不及预期；（3）竞争对手恶性降价导致行业利润率下滑。（4）公司新能源领域车载或光伏玻璃推进进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	36939	53455	71929	94481
(+/-%)	22.08	44.71	34.56	31.35
净利润(百万元)	4896	5901	8141	11204
(+/-%)	103.98	20.52	37.96	37.62
摊薄每股收益(元)	0.98	1.19	1.64	2.25
市盈率(PE)	19.64	16.29	11.81	8.58

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,666	19,275	24,537	31,330	42,584	营业收入	30,258	36,939	53,455	71,929	94,481
应收和预付款项	6,921	8,411	11,893	14,016	17,825	营业成本	22,629	26,065	38,643	51,961	67,658
存货	3,212	6,779	8,034	11,884	14,050	营业税金及附加	286	289	454	590	784
其他流动资产	830	953	1,057	1,683	1,733	销售费用	439	367	535	827	1,087
流动资产合计	16,630	35,419	45,521	58,912	76,192	管理费用	3,441	3,755	5,618	7,553	9,590
长期股权投资	42	78	78	78	78	财务费用	706	809	924	915	1,319
投资性房地产	279	236	206	176	146	资产减值损失	-408	-392	319	495	760
固定资产	23,992	31,000	27,364	21,577	16,636	投资收益	12	36	0	0	0
在建工程	2,070	1,974	1,233	1,684	838	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	2,938	8,747	8,135	7,524	6,912	营业利润	2,828	5,708	6,985	9,607	13,299
长期待摊费用	21	234	117	0	0	其他非经营损益	11	2	41	86	41
其他非流动资产	1,056	1,887	2,032	2,383	2,456	利润总额	2,839	5,711	7,026	9,693	13,340
资产总计	47,029	79,576	84,685	92,333	103,257	所得税	410	755	1,054	1,454	2,001
短期借款	8,259	13,436	13,451	13,439	13,437	净利润	2,429	4,955	5,972	8,239	11,339
应付和预收款项	9,806	12,469	12,697	13,821	15,843	少数股东损益	-39	59	71	98	135
长期借款	3,373	6,909	6,909	6,909	6,909	归母股东净利润	2,469	4,896	5,901	8,141	11,204
其他负债	3,153	4,443	4,701	4,878	5,032						
负债合计	24,591	37,257	37,758	39,047	41,220	预测指标					
股本	4,251	4,973	4,973	4,973	4,973		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	5,029	20,670	20,670	20,670	20,670	毛利率	25.21%	29.44%	27.71%	27.76%	28.39%
留存收益	13,080	16,538	21,076	27,337	35,952	销售净利率	8.03%	13.41%	11.17%	11.45%	12.00%
归母公司股东权益	22,359	42,181	46,719	52,980	61,595	销售收入增长率	9.16%	22.08%	44.71%	34.56%	31.35%
少数股东权益	78	137	208	307	442	EBIT 增长率	138.10%	74.27%	23.14%	33.12%	33.83%
股东权益合计	22,438	42,319	46,928	53,286	62,037	净利润增长率	304.48%	103.98%	20.52%	37.96%	37.62%
负债和股东权益	47,029	79,576	84,685	92,333	103,257	ROE	0.11	0.12	0.13	0.15	0.18
						ROA	0.08	0.08	0.09	0.11	0.13
						ROIC	0.11	0.18	0.14	0.19	0.26
现金流量表(百万)						EPS(X)	0.5	0.98	1.19	1.64	2.25
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PE(X)	38.94	19.64	16.29	11.81	8.58
经营性现金流	7,233	7,892	8,426	9,753	14,465	PB(X)	4.3	2.28	2.06	1.81	1.56
投资性现金流	-4,463	-15,274	-1,198	-585	-341	PS(X)	3.18	2.6	1.8	1.34	1.02
融资性现金流	-1,820	22,019	-1,967	-2,376	-2,870	EV/EBITDA(X)	14.26	10.72	6.89	5.44	3.97
现金增加额	1,023	14,200	5,262	6,792	11,254						

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



13728975701

liyw@tpyzq.com

## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。