



2021-11-05

公司深度报告

买入/维持

蓝思科技(300433)

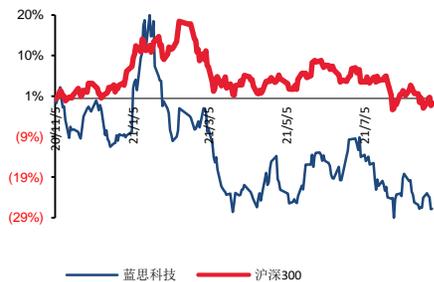
目标价: 32.35

昨收盘: 21.8

电子 消费电子

开辟光伏玻璃全新赛道，构建强势第三成长极

■ 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)	108,422/108,422
12 个月最高/最低(元)	40.51/19.33

相关研究报告:

蓝思科技(300433)《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》
--2021/10/26

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

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

报告摘要

事件：公司11月4日晚间发布公告--蓝思科技股份有限公司在已充分掌握相关产品、设备技术的基础上，在得到相关行业客户的认可下，于近日设立了全资子公司湖南蓝思新能源有限公司，注册资本100,000万元，主要从事光伏玻璃产品、光伏设备及元器件、光伏发电项目等业务，并获得了长沙市岳麓区市场监督管理局下发的营业执照。

布局光伏组件超薄玻璃，构筑强有力的全新成长极。 前述公告标志着公司能源结构向可再生能源转型，是公司紧随光伏产业高速发展机遇的重大战略实践，符合公司中长期发展规划和可持续发展理念，将为公司创造新的中长期增长点。进入光伏组件玻璃相关领域，其实从近几年光伏及封装玻璃行业的发展趋势，以及蓝思在消费电子级玻璃后段加工工艺的领先性等层面分析，这种融合和切入水到渠成：

1. 降本增效是光伏发展的明确方向，玻璃轻薄化大势所趋。
2. 光伏后道玻璃制程工艺规格升级，蓝思在对应尺寸域有多方面的切入优势。
3. 光伏玻璃成长天花板高，蓝思可获得的份额相当可观。

商业模式上，我们认为蓝思未来的模式将会明确从石英砂矿到窑炉推进自建，另一方面也会兼顾对外原片玻璃采购，巩固后道工序先发优势。先前广西北海市政府与蓝思共建产业园区的新闻也印证了我们这个判断--蓝思在光伏超薄玻璃领域的布局一定是从石英矿到窑炉、到制程加工以及后道处理产业链全拉通，相信公司后面在光伏玻璃领域的成长与落地情况会给予市场和投资者更多的惊喜。

2021Q4-2022Q1 苹果供应链供应预期已明确改观。 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，使得今年二季度后全行业出货量一直处于下修的负反馈之中。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，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

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

所带来的负面影响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。

新能源车超薄车身玻璃与光伏玻璃工艺路径相似, 2022 年行将放量。新能源车超薄车身玻璃的工艺路径其实与光伏玻璃异曲同工,都强调了后道加工工艺的重要性。蓝思在汽车电子的布局上,不仅仅只是集中于中控、前置仪表盘的盖板玻璃与模组、以及车载后视等模组单元,近年来更是逐渐向车窗、天幕与前档等领域渗透,当下成功导入特斯拉、宝马以及国内造车新势力等重要客户。从新能源汽车的产品发展路径与定义上来看,未来一些个性化的定制与选装,将成为领先新能源汽车品牌区别与其他竞争对手,以及传统车企的非常重要的手段与途径。我们看好蓝思在这一领域的长远发展与市场空间,公司在 T 客户的持续成长,以及其他造车的新势力客户中的进阶起量,是未来几年非常重要的关注重点。

盈利预测与评级: 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。

这次公告所揭示的光伏超薄玻璃,与去年就开始逐渐布局的新能源汽车组件与玻璃相关产品,形成了公司两大新兴业务领域,而且有望成长为蓝思的第二、第三驱动增长极。在消费电子创新减缓,单一赛道迟滞的情况下,蓝思先于行业以及竞争对手,另辟蹊径,利用自身工艺、技术储备的积累,以及对玻璃这一材料产品应用独特的理解与沉淀,打开了新能源领域的发展机遇。新能源汽车部件与光伏电池组件所面对的分别是百亿与千亿级的下游市场,蓝思在这些领域大有可为。

预计公司 2021-2023 年将分别实现 59.02、81.38、106.68 亿利润,当前估值对应 PE 为 18.37、13.32、10.16 倍,在这次新能源子公司成立后,我们判断接下来在对应领域蓝思将会持续快速推进,后续的订单落地规模与量级非常值得期待,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	48455	67929	84481
(+/-%)	22.08	31.18	40.19	24.37
净利润(百万元)	4896	5902	8138	10668
(+/-%)	103.98	20.55	37.89	31.08
摊薄每股收益(元)	0.98	1.19	1.64	2.14
市盈率(PE)	22.14	18.37	13.32	10.16

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

目录

1、 布局光伏组件超薄玻璃，构筑强有力的全新成长极	6
1.1、 降本增效是光伏发展的明确方向，玻璃轻薄化大势所趋	6
1.2、 光伏后道玻璃制程工艺规格升级，蓝思在对应尺寸域有多方面的切入优势	10
1.3、 光伏玻璃成长天花板高，蓝思可获得的份额相当可观	13
2、 2021Q4-2022Q1 苹果供应链供应预期已明确改观	14
3、 新能源车超薄车身玻璃与光伏玻璃工艺路径相似，2022 年行将放量	15
4、 盈利预测及评级：维持公司买入评级。	16
5、 风险提示	16

图表目录

图表 1: 晶硅组件价格	7
图表 2: 我国光伏度电成本与火电标杆电价对比	7
图表 3: 双玻组件结构	7
图表 4: 单玻组件和双玻组件重量相比	8
图表 5: 单玻组件和双玻组件生产成本比较	8
图表 6: BIPV 示意图	9
图表 7: 光伏玻璃不同厚度产品迭代演进路线	10
图表 8: 光伏玻璃镀膜前后透光率对比	11
图表 9: 对流钢化炉内玻璃受热示意图	12
图表 10: 玻璃化学强化原理示意图	12
图表 11: 全球光伏新增装机量预测	13
图表 12: 双玻组件渗透预测	13
图表 13: 2021 年 4 月-9 月，国内 IPHONE 销量情况	14
图表 14: 车祸情况下破碎的车窗玻璃	15
图表 15: 可调节透光度的全景天幕	15

1、布局光伏组件超薄玻璃，构筑强有力的全新成长极

蓝思于 2021 年 11 月 4 日晚间发布公告：

1. “公司在已充分掌握相关产品、设备技术的基础上，在得到相关行业客户的认可下，于近日设立了全资子公司湖南蓝思新能源有限公司。”
2. “公司已与多个光伏及光伏玻璃行业专家团队合作，组建了一支技术业内领先的光伏及光伏玻璃技术团队，以及高素质、资源丰富的管理团队，并设立了新能源事业部。公司已提前对光伏玻璃等产品进行了技术研发、产线和产品验证，能够发挥公司在消费电子产品高精密特种玻璃的先进加工技术、效率和良率优势，使光伏玻璃具有高透光率、更轻薄、更高强度，并得到了客户认可，为公司持续开发新业务奠定基础。”

这条公告标志着公司能源结构向可再生能源转型，是公司紧随光伏产业高速发展机遇的重大战略实践，符合公司中长期发展规划和可持续发展理念，将为公司创造新的中长期增长点。

进入光伏组件玻璃相关领域，其实从近几年光伏及封装玻璃行业的发展趋势，以及蓝思在消费电子级玻璃加工工艺的领先性等层面分析，这种融合和切入是水到渠成之事。商业模式上，我们认为蓝思未来的模式将会明确从石英砂矿到窑炉推进自建，另一方面也会兼顾对外原片玻璃采购，巩固后道工艺先发优势。先前广西北海市政府与蓝思共建产业园区的新闻也印证了我们这个判断——蓝思在光伏超薄玻璃领域的布局一定是从石英矿到窑炉、到制程加工以及后道处理产业链全拉通，相信公司后面在光伏玻璃领域的成长与落地情况会给予市场和投资者更多的惊喜。

1.1、降本增效是光伏发展的明确方向，玻璃轻薄化大势所趋

光伏产业发展至今，成本（特别是与燃煤发电成本之间的比较）始终是最为重要的考量之一，尤其是在 2019 年光伏平价上网政策正式出台之后，通过降本增效并举的方式，实现光伏发电成本低于传统能源，始终是光伏行业发展的主旋律，今年 6 月，国家发改委下发《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》，我国正式进入光伏平价上网阶段，后续，光伏发电不再享受政府补贴，成本控制的重要性将进一步凸显，组件降本增效的发展方向进一步明确，而平价上网的真正实现，则为“后补贴时

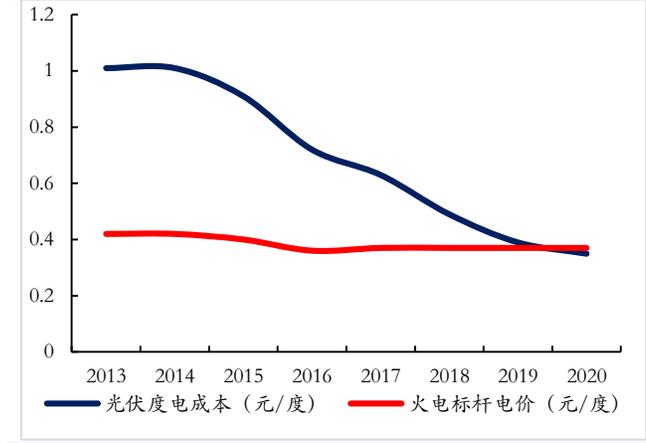
代”光伏行业的装机成长奠定良好的基础。

图表 1：晶硅组件价格



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

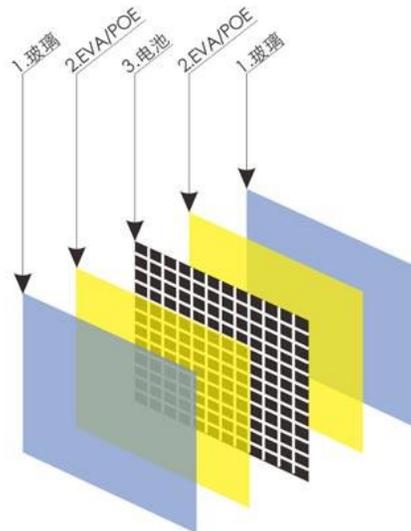
图表 2：我国光伏度电成本与火电标杆电价对比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

光伏玻璃是光伏组件的核心配件之一，硅电池传统的封装形式为玻璃+背板，由于在抗腐蚀性、耐磨性、不可降解和阻燃性等方面的相对优势，双玻形式的组件开始逐渐渗透，然而早期由于玻璃厚度较厚（3.2mm），使用双玻封装形式导致组件重量加重，运输安装难度提升，其渗透速度受到限制。

图表 3：双玻组件结构

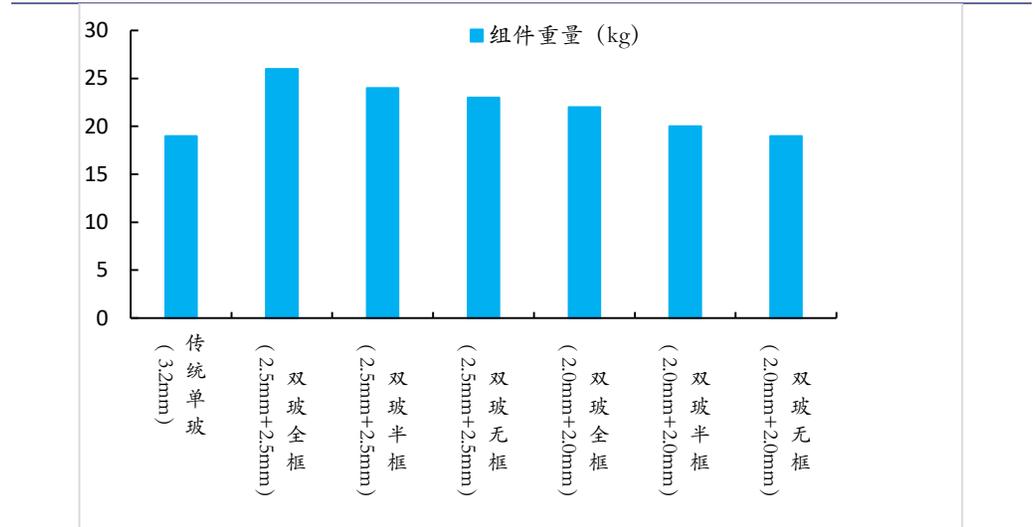


资料来源: 中国能源报, 太平洋研究院整理

光伏玻璃的轻薄化能有效降低双玻组件的重量：以标准 60 cell 单晶组件为例，双 2.5mm 的双玻组件重量远高于 3.2mm 玻璃+背板封装的组件，而当玻璃厚度下降到 2.0mm，双玻组件的重量已经与传统单玻组件基本一致，而如果考虑到双玻组件可以

实现无铝合金边框化，组件的重量可以进一步减轻。这意味着，玻璃轻薄化是双玻组件进一步渗透的重要支撑。

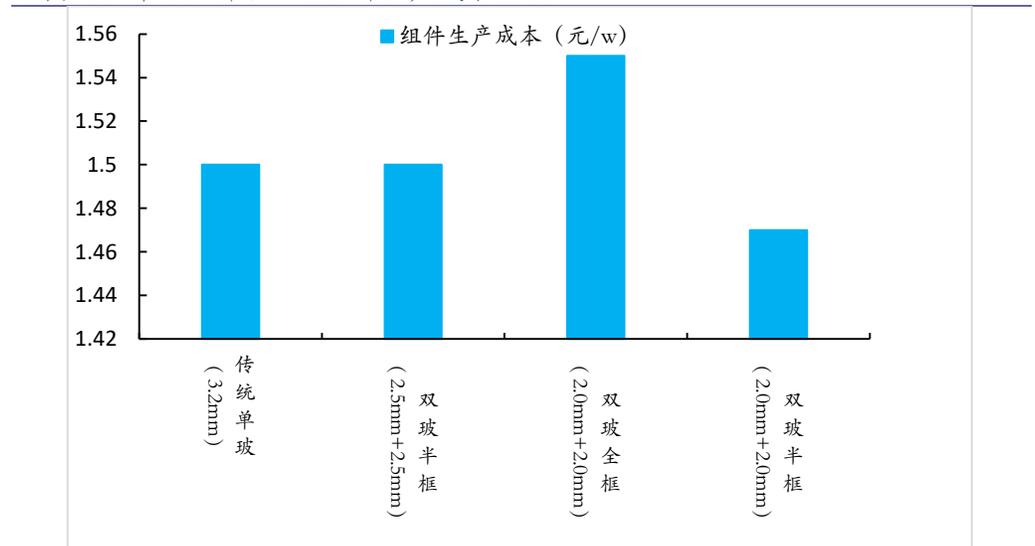
图表 4：单玻组件和双玻组件重量相比



资料来源：搜狐，太平洋研究院整理

玻璃轻薄化有利于双玻组件性价比的提升：在不考虑玻璃厚度的情况下，双玻组件的成本天然上高于单玻组件，而使用薄化玻璃（特别是正面薄化玻璃），一方面利于降低玻璃原片的成本，另一方面，有助于增加光透过率，提升组件转换效率，可以使得双玻组件的度电成本接近甚至超过单玻组件。

图表 5：单玻组件和双玻组件生产成本比较



资料来源：搜狐，太平洋研究院整理

BIPV 是光伏玻璃轻薄化重要性得以进一步凸显的领域：BIPV 是将光伏组件与房屋建筑有机结合的新形式，以下图为例，如光伏组件作为建筑的窗户组成部分，考虑到室内采光因素，不透明的背板显然无法适用，双玻组件是更优的选择方案，而考虑到建筑本身的重量以及承重能力，为满足房屋建筑的安全性规范要求，降低光伏组件整体重量的趋势更为明确，玻璃的轻薄化便是其中至关重要的一环。

图表 6: BIPV 示意图



资料来源：立胜环保官网，太平洋研究院整理

在双玻形式推出之前，4.0mm 玻璃曾是主要的光伏电池单玻方案的应用首选，但在解决了对玻璃强度的顾虑后，2014 年后 4.0mm 玻璃退出了历史舞台，单玻方案基本被 3.2mm 玻璃完全独占，而且在相当长的一段时间内甚至至今都是占比最高的单玻应用选择，而后虽然 2.8mm 和 2.5mm 等方案先后由一些企业提出并且号称强度与机械性能超越 3.2mm 玻璃，但是至今也只有 2.5mm 的单玻产品获得了一定程度的份额，但仍未能够对 3.2mm 单玻方案形成替代。

2013-2014 年，首款商业化双玻组件的推出，对光伏玻璃的进一步薄化提出了要求，2014-2017 年间，由于双玻厚度均为 2.5mm，组件重量、成本等因素与单玻相比几无优势，因此双玻形式渗透较慢，2018 年，随着 2.0mm+2.0mm 双玻组件的量产，以及 2019 年 1.6mm+1.6mm 双玻形式的探索，双玻组件迎来快速渗透，2020 年，2.5mm 玻璃渗透率达到 15%，2.0mm 玻璃渗透率达到 10%。未来，随着 1.6mm 以及更轻薄的 1.2mm + 1.6mm 玻璃组合方案被提出，尤其是在双面双玻方案中的替代优势逐渐展露，我们认为光伏组件玻璃的技术迭代与进步速度可能会超出过往，尤其是各国近年来都在统一双面电池组件相关的技术指标，并加速推动对应的关税优惠，如能顺利解决轻薄条件下强度、机械性能的短板，2mm 以下尺寸的光伏超薄玻璃的快速渗透或许并不一定会

花费太长的时间。

图表 7：光伏玻璃不同厚度产品迭代演进路线



资料来源：互联网，太平洋研究院整理

注：上图中部分规格产品的推出与渗透时间可能由于不同国家、不同厂商的推动有所出入，我们的整理仅供模糊参考。

经历以上归纳后，在这些不同规格的产品迭代的过程里，我们看到两个很重要的观察点：

1. 玻璃的表面强度、机械性能、以及由此决定的安装运输难易度，是对应规格玻璃产品能否获得组件厂以及下游电站支持的关键性能指标。
2. 在双玻时代，尤其是双面双玻组件时代，轻薄化的2mm以下玻璃应用前景的迭代速度与市场预期，是单玻时代无法想象的。

以上两个观察点，前者是蓝思的制程优势得以切入光伏超薄玻璃市场的的必要保障与基础（2mm以下的玻璃制造、加工、强化、镀膜都是蓝思强项），而后者，则是蓝思在这一领域是否能在相对短的时间内获得长足进展与收获的先决前提，接下来，我们将对这两大领域细化展开。

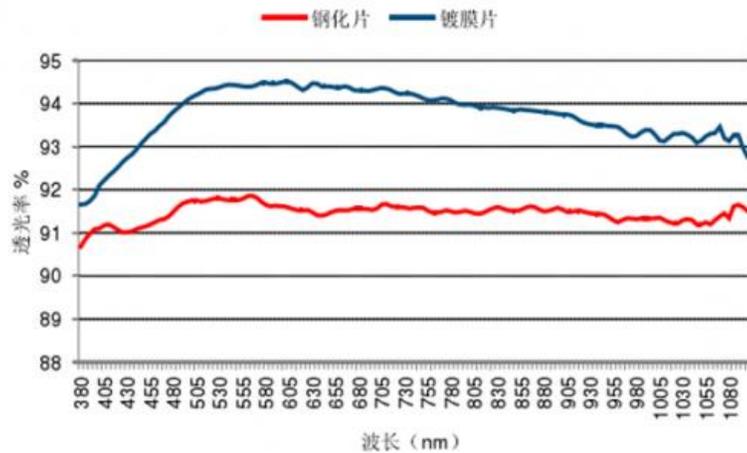
1.2、 光伏后道玻璃制程工艺规格升级，蓝思在对应尺寸域有多方面的切入优势

光伏玻璃最核心的作用是透光以及保护电池片，而玻璃原片的透光率和强度均可通过后道加工工艺（如镀膜、物理/化学强化等）进行提升：

- (1) 透光度方面，光伏玻璃原片虽然由于低铁含量，本身透光率便已经超过90%，但

镀膜之后，在可见光范围内，透光率能增强 2-4 pct.，提升效果相当可观；在 BIPV 中，光伏玻璃的透光率甚至需要根据建筑风格及场景进行调配，这一功能亦需通过后道镀膜实现。

图表 8：光伏玻璃镀膜前后透光率对比



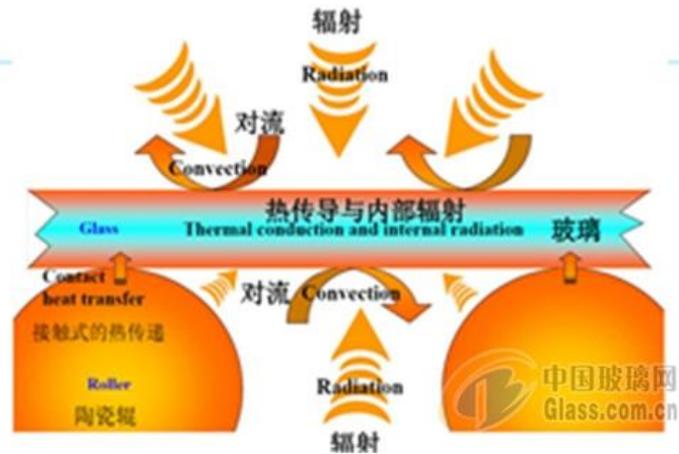
资料来源：观研，太平洋研究院整理

镀膜毫无疑问是蓝思的另一重要优势领域，面对智能终端应用的盖板玻璃，以双面镀膜的 AR 玻璃为例，透光率可以达到 99% 以上，即使是一般的超白玻璃，单面镀膜也可以轻易达到 95% 左右的透光率。而在当下的传统光伏玻璃领域，鲜见能达到这种级别的产品，对于光伏电池组件效能而言，透光率提升 1%，就能明显地在单位小时发电量上得到相当的提升，4-5% 左右的透光率提升，会大幅改善光伏电池板的发电性能。

蓝思是全球在镀膜制程方面工艺最为领先的企业，在光伏电池组件性能要求逐渐提升并趋于严格化的当下，其能力对于行业的提升和贡献是显著的，蓝思与下游组件厂的合作可以说是水到渠成。

(2) 强度方面，过往光伏玻璃往往通过物理（淬火钢化）方式进行强化：将玻璃原片加入至软化温度（约 600°C），再使用高压冷空气使其迅速且均匀地冷却至室温，使得玻璃表面和中心的应力分布相平衡。然而，物理强化使用滚轴方式传送玻璃，过薄的厚度会形成严重的滚轴间距弯曲，因此，物理强化的厚度极限停留在 2.8mm，这也就意味着，物理强化方式对于更需要强化的薄片玻璃却不再适用，而当下在双玻组件中，已经大量使用 2mm 玻璃，未来 1.6mm 及以下厚度的玻璃亦会逐渐普及，而这给予了化学强化方式成为主流的机会。

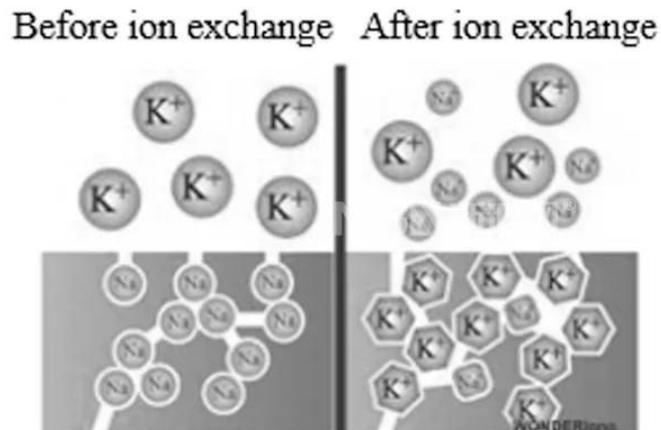
图表 9：对流钢化炉内玻璃受热示意图



资料来源：中国玻璃网，太平洋研究院整理

化学强化方式是将玻璃浸入到 400°C 熔融盐中，使得玻璃表面的钠离子与钾离子进行交换，在冷却时形成“内层受拉、外层受压”的状态，最终实现强化效果，这一方式处理的强化玻璃，平整度远胜于物理强化，因此在消费电子（电脑、手机和平板等）视窗防护玻璃领域被广泛使用。

图表 10：玻璃化学强化原理示意图



资料来源：新玻网，太平洋研究院整理

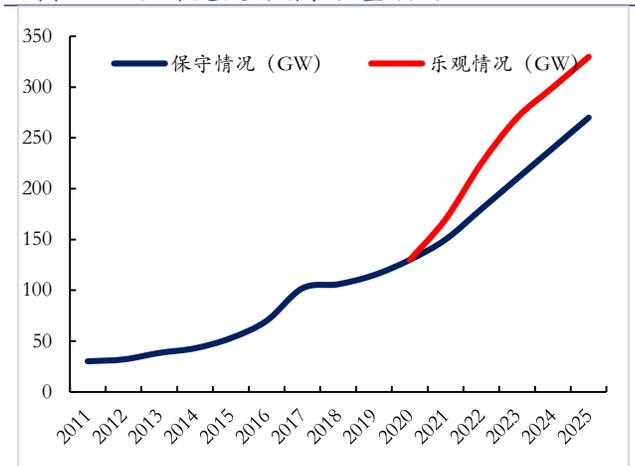
毋庸置疑的一点是，光伏玻璃后道加工难度以及复杂度远低于消费电子视窗防护玻璃，对于蓝思而言，在镀膜、化学强化等后道加工工艺层面，不管是工艺能力的积累，亦或是相应产能的布局，都远领先于全球同行者，更遑论在技术降维的光伏玻璃领域。尤其是在 2mm 以下，蓝思这些年主要制造的各类智能终端的盖板玻璃厚度均在 1.5mm 以下，极限可以做到 0.3~0.4mm 左右，可以说这一尺寸域蓝思是具备绝对的先发优势

的，而这正是公司未来在该领域不断获取市场份额的核心支撑。

1.3、光伏玻璃成长天花板高，蓝思可获得的份额相当可观

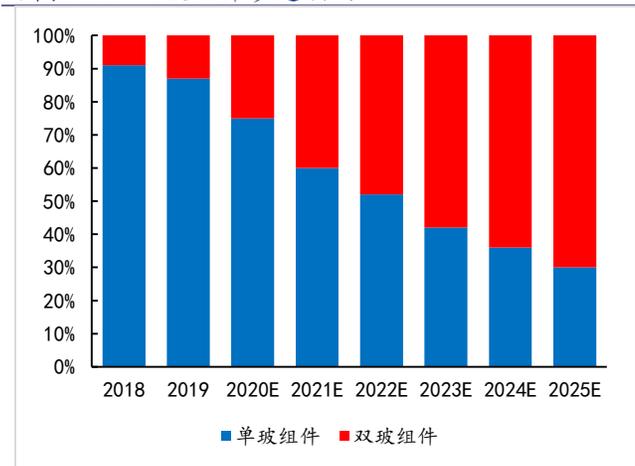
据中国光伏行业协会预测，2021 年全球光伏新增装机量有望达到 140-155GW，2025 年预计将达到 165GW-200GW，年复合增速高达 10%，而国内，平价上网对光伏装机量的支撑非常明确，光伏行业协会预测，2021 年我国新增规模预计达到 55-65GW，十四五期间年均新增规模有望实现 70-90GW，成长速度相当可观，在双玻组件渗透率提升的共同推动下，光伏玻璃在未来几年的增长幅度和速度显然将高于组件环节：以单 GW 组件对应 570 万平米（单玻）/1140 万平米（双玻）玻璃面积计算，如 2025 年全球光伏新增装机中双玻组件渗透率达到 50%，全球光伏玻璃需求有望达到 17.1 亿平米/年。

图表 11：全球光伏新增装机量预测



资料来源：CPIA，太平洋研究院整理

图表 12：双玻组件渗透预测



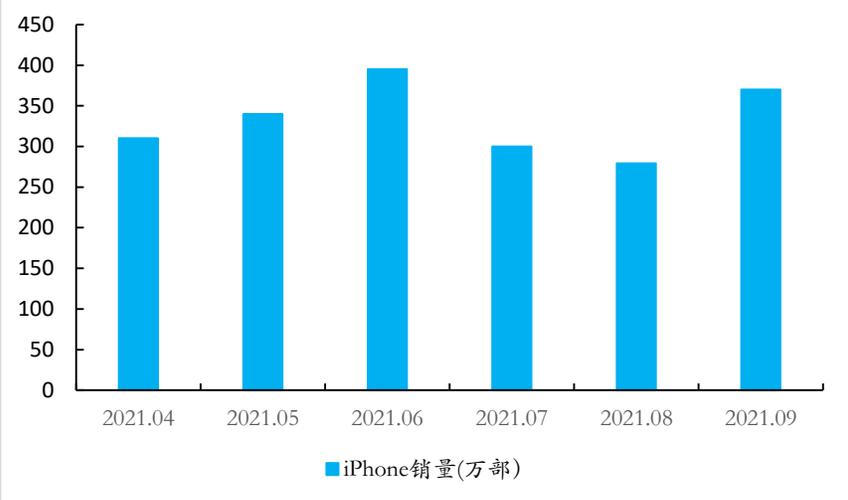
资料来源：CPIA，太平洋研究院整理

光伏玻璃属于买方市场推动产品进阶的赛道，蓝思之所以能获得下游重要核心客户的青睐，获得在 1.6mm 及以下厚度超薄玻璃领域的合作和供给机会，是公司多年对于玻璃制造、制程关键工艺的积累的结果，是在镀膜、化学强化等后段工艺方面扎实功底的必然，是蓝思材料底蕴与客户产品升级需求两相匹配结出的果实，在顺利进入光伏玻璃领域之后，蓝思也有希望向上游原片的生产制备延拓，进而为客户提供一站式供给服务。在竞争优势和进阶路线均已相当明确的情况下，蓝思在光伏电池组件这个未来行将快速增长的大行业里，有望获得相当规模比例的一席之地。

2、2021Q4-2022Q1 苹果供应链供应预期已明确改观

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，使得今年二季度后全行业出货量一直处于下修的负反馈之中，而随着这一状况的逐步缓解，以及新机发布对换机欲望的刺激，iPhone 的出货以及相关供应商的订单交付已经逐渐回归正轨，CINNO Research 数据显示，9月，国内 iPhone 销售量同比增长 43.6%，环比增长 32.5%，这在国产安卓品牌环比均大幅下滑的大背景下，显得极为珍贵。

图表 13：2021 年 4 月-9 月，国内 iPhone 销量情况



资料来源：CINNO Research，太平洋研究院整理

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。在经历了接近三个季度的股价调整，以蓝思为代表的果链标的明年业绩所对应的估值已经低于 20X PE，在预期改观的情况下，估值的安全边际已经逐渐明确，后续有望迎来业绩和估值的双重修复。

3、新能源车超薄车身玻璃与光伏玻璃工艺路径相似，2022 年行将放量

与光伏玻璃相似，为了降低重量，提升续航里程，并提升用户体验，新能源车车窗、挡风玻璃和天幕玻璃未来的轻薄化发展趋势非常明显，但单一化的减薄可能对车辆的整体安全性能可能有所削弱，尤其是搭载了全景天幕的车辆，在发生侧翻、翻滚的情况下，玻璃容易碎裂，加重车内人员的受伤程度，因此，车窗、挡风玻璃和天幕玻璃的强化重要性进一步凸显；另一方面，车身玻璃的透光性、可变色、可调节、包括电子显示、以及对封装材料需求的环保化与减量化正逐渐成为消费者的重要诉求。

图表 14：车祸情况下破碎的车窗玻璃



资料来源：新郎汽车，太平洋研究院整理

图表 15：可调节透光度的全景天幕



资料来源：高强轻玻官网，太平洋研究院整理

易见，新能源车超薄车身玻璃的工艺路径其实与光伏玻璃异曲同工，都强调了后道加工工艺的重要性。蓝思在汽车电子的布局上，不仅仅只是集中于中控、前置仪表盘的盖板玻璃与模组、以及车载后视等模组单元，近年来更是逐渐向车窗、天幕与前档等领域渗透，当下成功导入特斯拉、宝马以及国内造车新势力等重要客户。凭借在超薄玻璃加工工艺的积累和产能优势，在多层玻璃电子化以及功能定制化方面的经验，蓝思在汽车应用端实现智能终端相关领域的工艺切换与转移是车企与下游用户共同的期待与心愿。

而从新能源汽车的产品发展路径与定义上来看，未来一些个性化的定制与选装，将成为领先新能源汽车品牌区别与其他竞争对手，以及传统车企的非常重要的手段与途径。我们看好蓝思在这一领域的长远发展与市场空间，公司在 T 客户的持续成长，以及其他造车的新势力客户中的进阶起量，是未来几年非常重要的关注重点。

4、盈利预测及评级：维持公司买入评级。

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。

这次公告所揭示的光伏超薄玻璃，与去年就开始逐渐布局的新能源汽车组件与玻璃相关产品，形成了公司两大新兴业务领域，而且有望成长为蓝思的第二、第三驱动增长极。在消费电子创新减缓，单一赛道迟滞的情况下，蓝思先于行业以及竞争对手，另辟蹊径，利用自身工艺、技术储备的积累，以及对玻璃这一材料产品应用独特的理解与沉淀，打开了新能源领域的发展机遇。新能源汽车部件与光伏电池组件所面对的分别是百亿与千亿级的下游市场，蓝思在这些领域大有可为。

我们预计公司 2021-2023 年将分别实现 59.02、81.38、106.68 亿利润，当前估值对应 PE 为 18.37、13.32、10.16 倍，在这次新能源子公司成立后，我们判断接下来在对应领域蓝思将会持续快速推进，后续的订单落地规模与量级非常值得期待，维持公司买入评级。

5、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。

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	25,755	31,341	45,509	营业收入	30,258	36,939	48,455	67,929	84,481
应收和预付款项	6,921	8,411	9,991	14,475	13,993	营业成本	22,629	26,065	34,301	48,501	59,652
存货	3,212	6,779	6,369	12,222	10,644	营业税金及附加	286	289	412	557	701
其他流动资产	830	953	1,057	1,683	1,733	销售费用	439	367	485	781	972
流动资产合计	16,630	35,419	43,172	59,721	71,878	管理费用	3,441	3,755	5,093	7,133	8,575
长期股权投资	42	78	78	78	78	财务费用	706	809	881	877	1,176
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	6,986	9,604	12,661
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	7,027	9,690	12,701
资产总计	47,029	79,576	82,337	93,142	98,943	所得税	410	755	1,054	1,453	1,905
短期借款	8,259	13,436	13,451	13,439	13,437	净利润	2,429	4,955	5,973	8,236	10,796
应付和预收款项	9,806	12,469	10,348	14,631	11,949	少数股东损益	-39	59	71	98	129
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	5,902	8,138	10,668
其他负债	3,153	4,443	4,701	4,878	5,032						
负债合计	24,591	37,257	35,408	39,857	37,326	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%	29.21%	28.60%	29.39%
留存收益	13,080	16,538	21,077	27,335	35,539	销售净利率	8.03%	13.41%	12.33%	12.13%	12.78%
归母公司股东权益	22,359	42,181	46,720	52,978	61,182	销售收入增长率	9.16%	22.08%	31.18%	40.19%	24.37%
少数股东权益	78	137	208	307	435	EBIT 增长率	138.10%	74.27%	22.94%	33.10%	27.45%
股东权益合计	22,438	42,319	46,929	53,285	61,617	净利润增长率	304.48%	103.98%	20.55%	37.89%	31.08%
负债和股东权益	47,029	79,576	82,337	93,142	98,943	ROE	0.11	0.12	0.13	0.15	0.17
						ROA	0.08	0.08	0.09	0.11	0.13
						ROIC	0.11	0.18	0.14	0.2	0.24
						EPS(X)	0.5	0.98	1.19	1.64	2.14
						PE(X)	43.92	22.14	18.37	13.32	10.16
						PB(X)	4.85	2.57	2.32	2.05	1.77
						PS(X)	3.58	2.94	2.24	1.6	1.28
						EV/EBITDA(X)	15.93	12.05	7.69	6.2	4.58

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
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	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
华南销售副总监	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

华南销售

李艳文

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。