

2021 年 12 月 16 日

蓝思科技

从玻璃到多材料 从零部件到组装
从消费电子到汽车电子的平台型公司

苹果供应链梳理
iPhone Supply Chain

蓝思科技首次覆盖：从玻璃到多材料、从零部件到组装、从消费电子到汽车电子的平台型公司

首次覆盖

中国电子制造商正在打开全新的篇章。与两三年之前横向扩张零部件的阶段不同，当前的中国大陆供应商龙头开始向供应链纵深拓展，并初步打通下游组装环节。中国大陆的供应商龙头具备了国际化大型电子制造组装及服务的基本能力，开始崭露头角。我们认为，中国大陆供应商有机会通过建立下游组装平台，推动自身产值的增加和利润的增厚，并且构建护城河。同时，还可以借助自身平台化能力，帮助电子品牌，如苹果等，减轻日益增长且复杂的供应链管理的压力。而苹果的硬件产品对中国供应链而言，既是基本盘，也是增量空间。我们认为蓝思科技（300433.CH）可以受惠于该趋势，因而首次覆盖给予“买入”评级，未来 12 个月目标价为 28.0 人民币，潜在升幅 20.1%。

沈岱（科技分析师）
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

童钰枫（助理分析师）
carrie_tong@spdbi.com
(852) 2808 6447

林琰（研究部主管）
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438



欢迎关注
浦银国际研究

目录

蓝思科技（300433.CH）首次覆盖：从玻璃到多材料、从零部件到组装、从消费电子到汽车电子的平台型公司	3
全球智能硬件外观结构件保持增长	5
从外观件/结构件向平台型企业发展	9
享受新能源汽车电子加速成长红利	12
财务分析与预测	15
风险提示	18
估值	19
SPDBI 乐观与悲观情景假设	22
公司背景	24
财务报表	25

蓝思科技 (300433.CH) 首次覆盖：从玻璃到多材料、从零部件到组装、从消费电子到汽车电子的平台型公司

我们首次覆盖蓝思科技 (300433.CH)，给予“买入”评级，未来 12 个月目标价为 28.0 人民币，潜在升幅 20.1%。

- 深耕智能手机零部件和组装，积极拓展汽车电子：**在手机盖板玻璃的主营产品的基础上，蓝思积极拓展金属、蓝宝石等多种材料的外观件、结构件。同时，蓝思向上游拓展玻璃加工的辅料，保证供应安全，改善成本结构；向下游拓展结构件及组装业务，不断加深在智能手机及智能硬件的布局。蓝思亦已经完善布局汽车电子玻璃的产品线，并打入头部新能源车企，有望直接享受未来几年新能源汽车智能化的高速成长的红利。因而，我们对蓝思科技未来保持乐观，预计公司 2022 年和 2023 年利润同比增长 22% 和 30%。
- 从零部件企业像平台型公司发展：**首先，蓝思的基本盘玻璃盖板行业增长保持稳定，为其业绩保驾护航。其次，围绕苹果，蓝思打造了从玻璃到金属的全材料能力。借助自身盖板玻璃的产品，初步实现显示触控模组的能力。同时，收购可成泰州工厂，蓝思获得了苹果手机结构件能力。该金属结构件业务将在 2022 年大幅成长，是蓝思业绩的重要推动力。最后，蓝思借助其零部件能力，向下游组装业务扩张，增加产值，推动成长。在安卓阵营蓝思已先行一步，投身于组装业务。
- 充分享受新能源汽车及汽车电子加速成长红利：**由于新能源汽车对智能化的需求增加，蓝思消费电子玻璃的能力有望向汽车行业迁移，推动行业发展。蓝思已在头部新能源车企客户中打入多个产品，包括中控屏、仪表盘组件、B 柱组件等。因此，蓝思更是可以直接享受新能源汽车行业增长红利，推动公司估值提升。
- 估值：**采用分部加总法对蓝思估值，分别给予中小尺寸外观件、大尺寸外观件、新材料和其他产品、其他业务 23x、20x、45x、50x 的 2022 年市盈率，得到 28.0 人民币的目标价，潜在升幅 20.1%。
- 投资风险：**全球智能手机和汽车行业复苏速度和程度低于预期；半导体行业供应结构性改善较慢；智能手机结构件/外观件价值量增长缓慢或减少；行业竞争加剧，拖累公司毛利率和利润表现；公司加大新业务投入，费用率上升。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收	30,258	36,939	50,677	60,513	67,867
营收同比增速	9%	22%	37%	19%	12%
毛利率	25.2%	29.4%	24.2%	25.1%	26.0%
净利润	2,469	4,896	4,158	5,060	6,565
净利润同比增速	288%	98%	(15%)	22%	30%
基本每股收益 (元)	0.62	1.12	0.84	1.02	1.32
目标市盈率	44.9	25.1	33.2	27.5	21.2

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

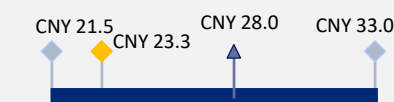
评级

买入

目标价 (人民币)	28.0
潜在升幅/降幅	20.1%
目前股价 (人民币)	23.3
52 周内股价区间 (人民币)	18.4-41.4
总市值 (百万人民币)	115,982
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	846

注：截至 2021 年 12 月 13 日收盘价

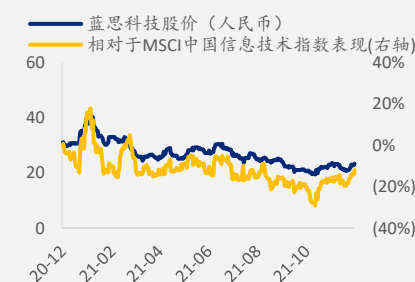
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
截至 2021 年 12 月 13 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价相对表现



截至 2021 年 12 月 13 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	30,258	36,939	50,677	60,513	67,867
营业成本	(22,629)	(26,065)	(38,423)	(45,327)	(50,213)
毛利润	7,629	10,874	12,253	15,187	17,654
经营支出	(3,879)	(4,122)	(7,491)	(9,515)	(10,368)
销售费用	(439)	(367)	(734)	(973)	(1,048)
管理费用	(1,802)	(2,313)	(4,487)	(5,930)	(6,390)
研发费用	(1,639)	(1,442)	(2,270)	(2,612)	(2,930)
经营利润	3,750	6,752	4,762	5,671	7,286
非经营收入	(910)	(1,041)	(34)	32	104
财务费用	(706)	(809)	(690)	(690)	(690)
投资收益	12	36	304	334	368
其他	(217)	(268)	353	388	427
税前利润	2,839	5,711	4,729	5,703	7,391
税务费用	(410)	(755)	(532)	(605)	(787)
税后利润含少数股东权益	2,429	4,955	4,197	5,099	6,603
少数股东权益	(39)	59	39	39	39
净利润	2,469	4,896	4,158	5,060	6,565
基本股数 (百万)	3,961	4,382	4,930	4,973	4,973
摊销股数 (百万)	3,961	4,382	4,930	4,973	4,973
基本每股收益 (元)	0.62	1.12	0.84	1.02	1.32
摊销每股收益 (元)	0.62	1.12	0.84	1.02	1.32

资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,666	19,275	37,086	53,675	70,797
短期投资	-	-	-	-	-
应收账款和应收票据	6,769	8,214	11,269	13,456	15,092
存货	3,212	6,779	9,993	11,788	13,059
其他流动负债	338	38	52	62	69
流动资产合计	16,630	35,419	59,513	80,094	100,130
物业、厂房及设备	26,062	32,974	37,361	42,825	48,850
使用权资产	-	-	-	-	-
无形资产	2,938	5,777	5,610	5,448	5,291
长期投资收益	42	78	85	94	103
商誉	-	2,970	2,970	2,970	2,970
其他非流动资产	1,356	2,358	2,358	2,358	2,358
总资产	47,029	79,576	107,897	133,789	159,702
短期借贷	8,259	13,436	18,433	22,011	24,686
应付账款和应付票据	8,115	9,853	14,525	17,134	18,981
其他流动负债	2,634	3,759	4,511	5,413	6,496
流动负债合计	19,008	27,048	37,469	44,559	50,163
长期借款	3,373	6,909	6,909	6,909	6,909
其他非流动负债	2,210	3,300	3,300	3,300	3,300
总负债	24,591	37,257	47,678	54,767	60,372
股本	4,251	4,973	19,904	34,834	49,765
储备	5,029	20,670	23,640	27,512	32,889
少数股东权益	78	137	137	137	137
其他	13,080	16,538	16,538	16,538	16,538
股东权益总额	22,438	42,319	60,220	79,022	99,330
总负债和股东权益	47,029	79,576	107,897	133,789	159,702

现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7,251	7,580	7,722	9,490	12,101
税前利润	2,429	4,955	4,197	5,099	6,603
折旧	2,627	2,927	3,703	4,195	4,809
摊销	82	85	167	162	157
营运资金变动	139	(3,759)	(859)	(481)	16
应收账款减少 (增加)	(555)	(1,445)	(3,055)	(2,187)	(1,635)
库存减少 (增加)	(324)	(4,034)	(3,214)	(1,795)	(1,271)
应付账款增加 (减少)	866	1,738	4,672	2,610	1,847
其他经营资金变动	152	(18)	738	892	1,075
利息收入 (支出)	711	514	514	514	514
其他	1,345	2,943	-	-	-
投资活动现金流	(4,463)	(15,274)	(8,097)	(9,668)	(10,843)
资本支出	(4,466)	(5,897)	(8,090)	(9,660)	(10,834)
取得或购买长期投资	-	(9,231)	(8)	(9)	(9)
短期投资	-	-	-	-	-
其他	3	(146)	-	-	-
融资活动现金流	(1,820)	22,019	18,187	16,768	15,865
借款	(2,432)	7,957	4,997	3,578	2,675
发行股份	5	14,930	14,930	14,930	14,930
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(1,131)	(1,741)	(1,741)	(1,741)	(1,741)
其他	705	263	-	-	-
外汇损益	73	(437)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	1,040	13,888	17,811	16,589	17,122
期初现金及现金等价物	4,297	5,337	19,225	37,036	53,625
期末现金及现金等价物	5,337	19,225	37,036	53,625	70,747

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运指标增速					
营业收入增速	9.2%	22.1%	37.2%	19.4%	12.2%
毛利润增速	21.6%	42.5%	12.7%	23.9%	16.2%
营业利润增速	70.1%	80.1%	(29.5%)	19.1%	28.5%
净利润增速	287.6%	98.3%	(15.1%)	21.7%	29.7%
盈利能力					
净资产收益率	12.5%	15.1%	8.1%	7.3%	7.4%
总资产报酬率	5.5%	7.7%	4.4%	4.2%	4.5%
投入资本回报率	11.3%	14.5%	9.3%	9.9%	11.4%
利润率					
毛利率	25.2%	29.4%	24.2%	25.1%	26.0%
营业利润率	12.4%	18.3%	9.4%	9.4%	10.7%
净利率	8.2%	13.3%	8.2%	8.4%	9.7%
营运能力					
现金循环周期	3	18	34	35	36
应收账款周转天数	78	74	70	75	77
存货周转天数	48	70	80	88	90
应付账款周转天数	124	126	116	127	131
净债务 (净现金)	5,966	1,070	(11,744)	(24,755)	(39,202)
自由现金流	1,591	(785)	(853)	(713)	659
目标 P/E (x)	44.9	25.1	33.2	27.5	21.2
目标 P/B (x)	4.9	2.9	2.3	1.8	1.4

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

全球智能硬件外观结构件保持增长

蓝思科技的主营产品是智能手机盖板玻璃。盖板玻璃一方面起到保护触摸屏的作用，另一方面也是智能终端重要的外观件，有美化终端的作用。因此，盖板玻璃需要将两个方面的性能做好：一是盖板玻璃的防油污、防刮擦等能力；二是做出 2.5D、3D 等美观的曲面玻璃的能力。

盖板玻璃处于智能手机供应链相对中游的位置，通过加工上游的玻璃材料做成符合客户要求的盖板玻璃。同时，在盖板玻璃这个环节，供应商也可能根据客户的要求将盖板、显示触控模组贴合成一个大模组，再将产品出货至下游的组装厂（图表 3）。

盖板玻璃供应链分为上游玻璃原片、中游原片和模组深加工、下游终端产品。上游技术壁垒最高，盈利能力最强，呈现寡头垄断的竞争格局，全球龙头包括康宁、旭硝子、肖特、电气硝子。中游包括蓝思科技、伯恩光学等，负责碱铝玻璃深加工。因此，盖板玻璃厂商的利润空间来自于产线的良率和效率，是中国供应商比较擅长的环节。盖板玻璃的下游主要智能手机和电脑盖板等终端产品组装厂。

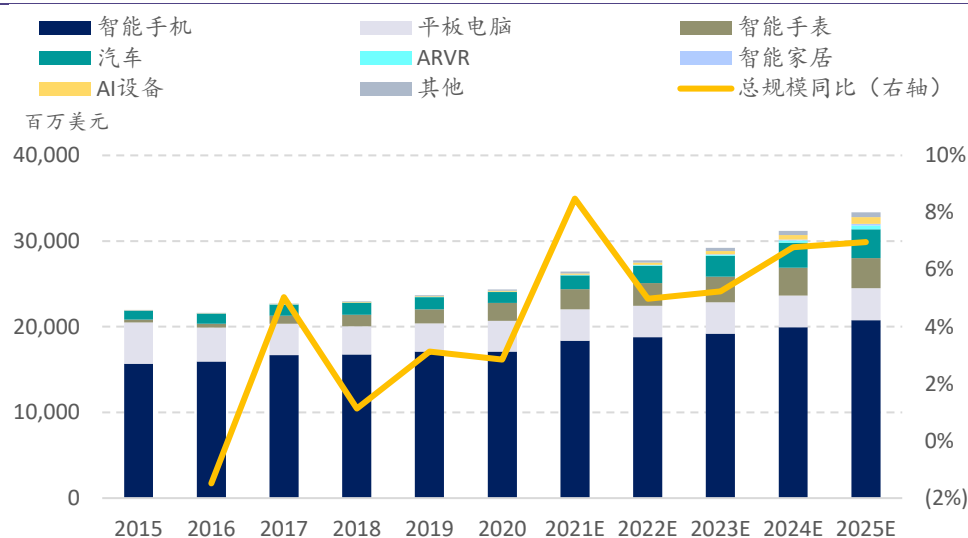
在多个智能硬件中，盖板玻璃都有应用，包括智能手机、平板电脑、智能手表、甚至汽车中的中控屏等，在与触控相关的设备中，盖板玻璃往往都可以得到应用。

当然，盖板玻璃是智能设备外观结构件中一种。比如，智能手机后盖，因为不需要视窗的功能，因此塑料、金属、陶瓷等都是外观结构件的材料。其中，塑料和金属也是比较常见的智能手机后盖材料。

根据 Frost & Sullivan 的数据，全球智能硬件外观结构件及模组的市场规模从 2015 年的 220 亿美元增长到 2020 年的 244 亿美元，复合增速为 2%。此市场规模包含如面板、背板、中框、触摸传感器模组、指纹识别模组、摄像头盖板等零部件（图表 4）。

Frost & Sullivan 预测，2021 年至 2025 年全球智能硬件外观结构件及模组的行业规模复合增长率为 6%，预计到 2025 年市场规模将达到 333.6 亿美元（图表 2）。其中，智能手机和汽车是两个最大的推动力，而 AR、VR 将有享有最高的成长率。目前，蓝思科技已在智能手机和新能源汽车两大终端领域有完善的布局，因而可以享受行业的成长。

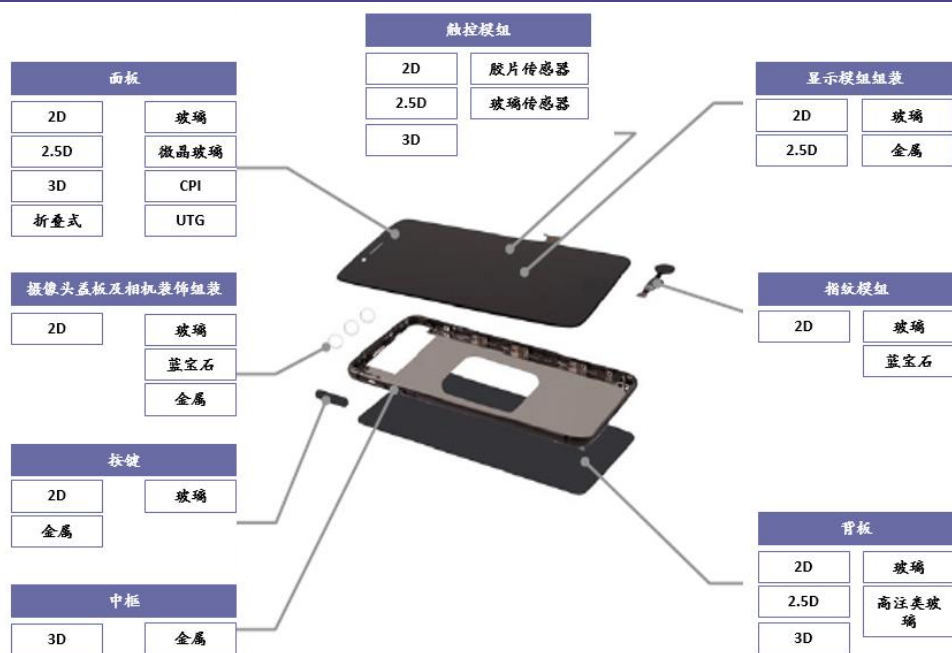
图表 2：2015 年至 2025 年全球智能设备外观件及模组方案市场规模



E= Frost & Sullivan 预测

资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 3：智能手机结构外观件零部件拆解



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 4：智能手机外观结构件及模组方案的典型组件



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

智能手机玻璃材料渗透率持续提升

如上文所述，全球智能手机的外观结构件和模组的市场规模在 2015 年至 2020 年的复合增长率为 2%，2020 年市场规模为 171 亿美元，占全球智能设备外观结构件及模组市场规模 70% 的份额。Frost & Sullivan 预测，智能手机的外观结构件和模组市场规模在 2021 年至 2025 年的复合增长率为 3%。虽然未来五年的复合增长率增速不高，但依然是市场规模成长的重要推动力。到 2025 年，智能手机外观结构件贡献的市场规模预计将达到 208 亿美元(图表 5)。

这其中的推动力，来自于后盖外观件中玻璃对金属的替代，而金属作为重要的结构件，功能则向中框转移。我们认为 5G 信号传输、无线充电以及多元化的外观等因素是玻璃材质的优势。因此，随着 5G 智能手机、无线充电等向中低端智能手机渗透，手机玻璃的市场规模还有一定的增长空间。

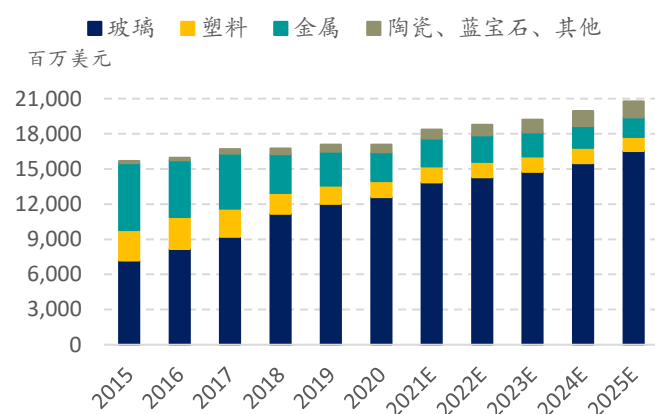
根据 Frost & Sullivan 的数据，以价值量作为统计口径，玻璃材质对智能手机外观结构件的贡献从 2015 年的 46% 攀升到 2020 年的 74%。Frost & Sullivan 预计这个贡献比例将在未来五年持续提升，在 2025 年提升到 80%(图表 6)。

蓝思作为盖板玻璃的龙头企业，可以充分享受到玻璃材质渗透率提升带来的红利。尽管未来五年手机外观件复合增速仅有 3%，但是玻璃材质的复合增长率达到 4.5%，至少蓝思的基本盘可以保持稳中有升，下行空间较少。

以手机为互动中心的其他智能硬件，包括智能手表、平板电脑、ARVR、智能家居等产品，本身增速较快，可以推动玻璃视窗的需求。从 2020 年到 2025 年，Frost & Sullivan 预计这些智能终端的外观结构件及模组市场规模增量约

21 亿美元，与智能手机约 37 亿的增量规模比较（图表 2），也完全不可忽视。

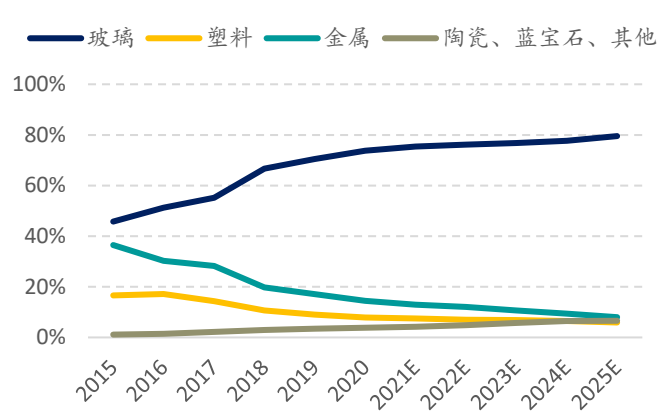
图表 5:2015-2025E 智能手机外观结构件及模组市场规模按材料拆分



E=Frost & Sullivan 预测

资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 6:智能手机外观结构及模组市场：玻璃、金属、塑料及其他渗透率



E= Frost & Sullivan 预测

资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 7：2015 年、2020 年、2025 年全球智能设备外观结构件及模组市场规模按应用拆分

终端应用	2015 年 (百万美元)	占比 (%)	2020 年 (百万美元)	占比 (%)	年均复合增长率 (2015-2020)	2025 年预测 (百万美元)	占比 (%)	年均复合增长率 (2021E-2025E)
智能手机	15674.1	71.4%	17102.2	70.2%	1.8%	20771.1	62.3%	3.1%
平板电脑	4844.8	22.1%	3603.0	14.8%	-5.8%	3730.7	11.2%	0.5%
智能手表	331.2	1.5%	2060.7	8.5%	44.1%	3515.3	10.5%	10.5%
汽车	1050.8	4.8%	1301.5	5.3%	4.4%	3376.1	10.1%	19.9%
AR、VR	2.0	0.0%	20.5	0.1%	59.3%	436.8	1.3%	86.8%
智能家居	3.4	0.0%	18.7	0.1%	40.6%	168.1	0.5%	60.6%
AI 设备	16.5	0.1%	111.1	0.5%	46.4%	784.7	2.4%	48.1%
其他	30.3	0.1%	149.8	0.6%	37.7%	574.8	1.7%	1.7%
总计	21953.1	100.0%	24367.5	100.0%	2.1%	33357.6	100.0%	6.0%

E= Frost & Sullivan 预测

资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

从外观件/结构件向平台型企业发展

蓝思科技的基本盘，是智能手机的盖板玻璃。根据我们上文的分析，可以看到，这个基本盘未来趋势稳中有升。但是，基本盘并不是公司的边界。作为中国头部供应链企业，蓝思有希望借助其强大的生产线管理能力，成为全球性的平台型公司。

• 首先，围绕苹果这个大客户，打造从玻璃到金属全材料能力

在此前的分析中，从中国头部供应商发展的不同阶段来看，金属结构件（Housing）的能力以及显示触控模组（Top Module）的能力，是进入手机最后组装较为重要的能力，也是盈利的基本保障。蓝思本身借助中游盖板玻璃这个零部件，具备了 Top Module（显示触控模组）的能力。而通过收购可成的泰州厂，蓝思顺利得到了金属结构件的能力，这为下一步进入苹果最后的组装做了较好的铺垫。

蓝思科技、蓝思国际（全资子公司）与 Lyra International Co.,Ltd.、可成科技于 2020 年 8 月 18 日签署了《股权买卖契约》，蓝思国际以现金 99.00 亿元人民币收购可胜泰州及可利泰州各 100% 的股权。泰州厂的并表给蓝思 2021 上半年带来约 50 亿元人民币的收入，并且我们预计 2021 年下半年依然可以维持上半年的营收贡献，而 2022 年会有较大幅度的成长。

• 其次，借助其零部件能力，向下游组装扩张，增加产值，推动成长

相比于苹果阵营，蓝思已经在安卓阵营先行一步，投身于组装业务。蓝思进入组装领域的优势在其于苹果、三星、华为、OPPO、vivo、小米、荣耀、特斯拉、亚马逊等国际大客户积攒的良好口碑。同时，客户为优化供应链管理，也对公司的一站式服务能力提出了更高要求。我们预计，蓝思 2021 年安卓阵营的手机组装量级有望达到千万台上下。

蓝思科技于 2021 年 2 月 5 日通过了《关于子公司投资建设“智能终端设备智造一期”项目的议案》，蓝思控股子公司湘潭蓝思拟以自有资金或借款的方式投资建设“智能终端设备智造一期”项目，从而进入组装业务。项目初步，预计总投资 300,000 万元项目全部建成达产后初步预计实现年加工组装智能终端产品 10,000 万台。整机组装协同现有防护玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属等结构件业务，进一步向智能终端整机组装业务拓展，实现产业链纵向整合。

总结而言，蓝思不仅仅横向拓展新的外观件结构件材料，如金属、蓝宝石，而且纵向向下拓展组装业务。通过组装与核心零部件、小组装的能力构建平台型公司，推动收入增长，同时保持利润的增长。进一步，作为平台型企业，蓝思也积极向上游发展，如玻璃盖板加工过程中的辅料，蓝思也增加自供比例，保证供应安全和成本优势。我们对蓝思短中长期在智能手机及周边智能硬件的发展保持相当程度的乐观。

图表 8：蓝思科技业务发展历史



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 9：蓝思科技收购可成泰州工厂公告信息汇总

收购协议	买方	卖方
《股权买卖契约》 (2020/8/18)	1. 蓝思科技股份有限公司 (蓝思科技) 2. 蓝思国际(香港)有限公司 (蓝思国际)	1. Lyra International Co., Ltd. 2. 可成科技股份有限公司 (可成科技)
收购金额	标的公司估值	标的公司
蓝思国际出资 99.00 亿人民币	32.1 亿元人民币 (截至 2019 年 12 月 31 日)	1. 可胜科技(泰州)有限公司 (可胜泰州) 2. 可利科技(泰州)有限公司 (可利泰州)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 10：可胜泰州财务情况

项目	截至 2019 年 12 月 31 日	截至 2020 年 3 月 31 日
资产总额(万人民币)	588,271.0	550,935.7
负债总额(万人民币)	412,806.1	372,153.1
净资产(万人民币)	175,464.9	178,782.6
项目	2019 年度	2020 年 1-3 月
营业收入(万人民币)	548,200.3	117,766.9
营业成本(万人民币)	496,905.9	102,228.4
利润总额(万人民币)	15,043.3	6,512.1
净利润(万人民币)	5,384.8	3,317.7
经营活动产生的现金流量净额 (万人民币)	98,624.3	128,971.5

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 11：可利泰州财务情况

项目	截至 2019 年 12 月 31 日	截至 2020 年 3 月 31 日
资产总额（万人民币）	588,271.0	550,935.7
负债总额（万人民币）	412,806.1	372,153.1
净资产（万人民币）	175,464.9	178,782.6
项目	2019 年度	2020 年 1-3 月
营业收入（万人民币）	548,200.3	117,766.9
营业成本（万人民币）	496,905.9	102,228.4
利润总额（万人民币）	15,043.3	6,512.1
净利润（万人民币）	5,384.8	3,317.7
经营活动产生的现金流量净额（万人民币）	98,624.3	128,971.5

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 12：蓝思科技进军组装业务项目信息

公告时间	项目名称	投资建设主体	项目产能	建设地点	建设内容	预计总投资
2021 年 2 月 5 日	智能终端设备 智造一期	蓝思科技 (湘潭) 有限公司	初步预计项目产能为年 加工组装智能终端产品 10,000 万台	湖南省湘潭经 济开发区白石 西路 16 号	装修工程、布 设生产线	300,000 万元 (含部分已投 资金额及开展 生产经营所需 的流动资金)

资料来源：公司公告、浦银国际

享受新能源汽车电子加速成长红利

蓝思科技不仅仅在智能手机等智能终端具有长远的发展，而且在新能源汽车领域也有完善的布局。由于新能源汽车对于汽车电子化和智能化的需求，蓝思在玻璃业务方面的能力也有望推动新能源汽车玻璃向轻薄化、电子化发展。

由于手机等是消费级产品，而汽车的零部件是车规级产品。这两个领域产品的要求也存在差异。例如，手机盖板玻璃在厚度、透光性等方面有更高要求，需要更加轻薄、透光性好。而汽车玻璃在抗磨性、抗冲击性、耐热性等方面有更高要求，需要满足不同环境，如在高温、下雨等条件使用，更要满足保证人身安全的需求。

手机盖板上游玻璃材料供应商（如康宁）技术难点，主要在于上游玻璃材料供应商需要制作出不同配方且性能更加强大的玻璃原片，而玻璃盖板二次加工厂商（如蓝思、伯恩）的难点在于精密度、轻薄化、短时间大规模量产。

因此，目前蓝思在手机盖板玻璃的这些能力，是可以向新能源汽车玻璃需求进行迁移的。而且，为成为汽车零部件供应商，蓝思已经完成其中较为困难的一步——车规级资质验证，如已通过头部新能源车企特斯拉的认证。

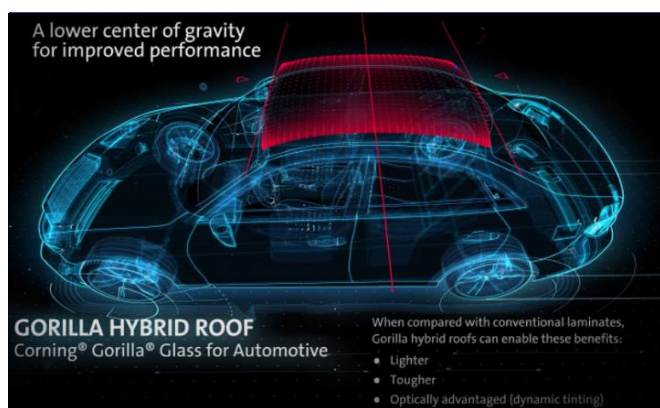
图表 13:汽车玻璃 vs 盖板玻璃

差异	汽车玻璃	盖板玻璃
厚度	国家标准要求 钢化安全玻璃厚度≤8mm	厚度一般在 0.6mm-0.8mm
透光性	国家标准要求前风窗玻璃 可见光透射比≥70%	可见光透射比一般≥90%
抗磨性	国家标准要求因磨耗而引起的 雾度差值一般≤4%	-
抗冲击性	国家标准要求碎片质量≤12g 到 ≤25g	-
耐热性	国家标准要求超出边部或裂口一定范 围内不应产生气泡等其他可视缺陷	-
玻璃原片	一般为普通浮法玻璃	一般为碱铝玻璃（钠铝硅酸盐玻璃、 锂铝硅酸盐玻璃）、钠钙硅酸盐玻璃
加工步骤	切割→磨边→清洗→刷黑边丝网→ 高温连续烘弯→胶合→高压→包装	以 3D 手机盖板玻璃为例：工程→开 料开孔→精雕→研磨→清洗→热弯→ 抛光→检测→钢化→UV 转印→镀膜 （PVD）→印刷（丝印、喷涂）→贴 合→贴膜→包装

资料来源：《机动车玻璃安全技术规范》、公开资料整理、浦银国际

汽车智能化的提升也带动了汽车玻璃智能化,整车厂有意愿与盖板玻璃厂合作。而盖板玻璃供应链上的玩家,也有能力生产新型的汽车玻璃。例如,康宁 GorillaGlass 挡风玻璃已应用在福特 GT 超跑的系列,其 Corning GorillaGlass 也可将中控台和导航系统改造成得力的驾驶副手。而中游板玻璃加工企业蓝思也生产了包括车载中控屏在内的系列智能座舱显示屏,并在新型汽车玻璃(例如车窗、挡风等超大型玻璃)领域与客户共同进行创新研发和量产。

图表 14:康宁 GorillaGlass 天幕玻璃概念图



资料来源:康宁官网、浦银国际

图表 15:福特 GT 超跑搭载的康 Gorilla Glass Hybrid Laminates 挡风玻璃



资料来源:图片来自网络、浦银国际

汽车玻璃按照用途主要分为两大类。一类是与手机触摸显示屏类似,需要显示电子信息,如中控屏、仪表盘、HUD 抬头显示等。另一类除了之前提到安全耐用等特性,还有轻量化的需求,如挡风玻璃等(图表 16、图表 17、图表 18)。

蓝思已经打入汽车玻璃产品,包括车载中控屏(零部件及组装)、仪表盘组件、大尺寸汽车玻璃、B 柱组件、车载装饰件、反光镜、后视镜。根据我们的渠道调研,一个中控屏家、两个 B 柱的单车价值量在 3,000 人民币左右。汽车玻璃已经为蓝思打开中长期的成长空间。

再例如,仅仅就汽车中控屏而言,Omdia 预计全球的出货量将从 2020 年的 73.8 亿片增至 2030 年的 123.3 亿片。新能源汽车内部的多屏互动,将极大地推动行业成长。中控屏仍是车载面板的核心组成,全球中控屏的规模也在保持 6%以上的年增长率,2022 年的市场规模预计将达到 461 亿美元(图表 20)。

新能源汽车时代的到来,为原有的消费电子供应商带来了巨大机会。由于智能化需求爆发增长,新能源汽车对电子零部件的需求也大幅上升。新能源车企对于大规模电子制造、高性能、轻量化、迭代周期短、量产要求高等各方面的需求,都是消费电子供应商的基本能力。(详情可以参考[智能手机行业与新能源汽车行业比较深度报告](#)。)

因此,我们对于有意愿切入汽车电子的消费电子供应商保持乐观。而对于蓝思这种已经切入头部新能源车企的供应商,我们认为,其更能够直接享受新能源汽车行业增长红利。我们预计,到 2025 年蓝思的汽车电子营收有希望

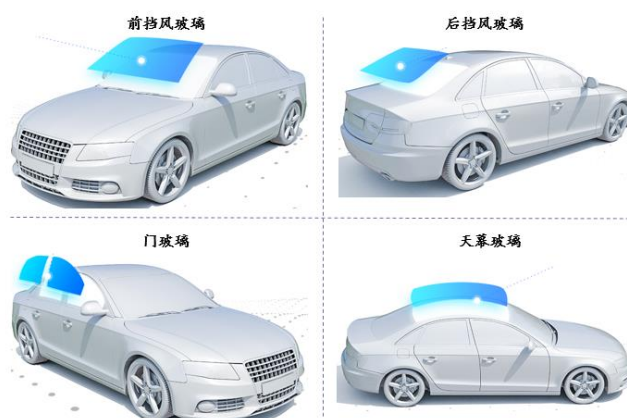
图表 16:汽车玻璃分类

分类	细分	功能
车载玻璃	中控屏	
	仪表盘	大尺寸、美观化、智能化
	HUD 抬头显示屏	轻薄化、高透光、高硬度
	流媒体中央后视镜	
车身玻璃	前挡风玻璃	HUD 抬头显示、隔音、天线、隔热、可加热、轻量化
	后挡风玻璃	智能调光、隔音、天线、隔热、可加热、轻量化
	门玻璃	半钢化夹层、憎水、智能调光、隔音、隔热、轻量化
	天幕玻璃	全景天窗、氛围灯、太阳能、智能调光、隔音、天线

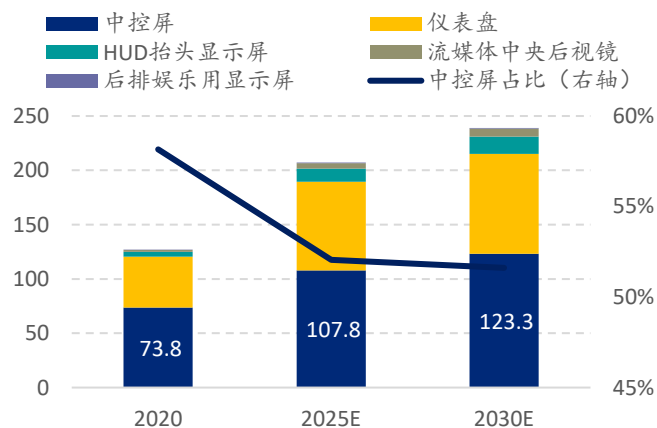
图表 17: 车载玻璃图示



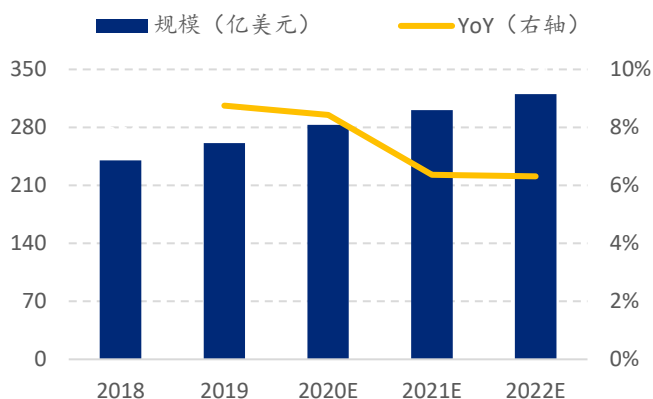
图表 18: 车身玻璃图示



图表 19:全球车载面板出货量拆分



图表 20:全球汽车中控屏行业规模



财务分析与预测

图表 21：蓝思科技财务模型主要假设

蓝思科技主要假设	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入（人民币百万）					
中小尺寸外观及功能组件	21,306	24,479	35,365	42,088	45,556
大尺寸外观件及功能件	3,794	5,634	6,738	7,105	7,402
新材料及其他产品	4,816	6,142	7,898	9,873	12,341
其他业务	343	684	676	1,448	2,569
总营业收入	30,258	36,939	50,677	60,513	67,867
营收增速					
中小尺寸外观及功能组件	10%	15%	44%	19%	8%
大尺寸外观件及功能件	39%	49%	20%	5%	4%
新材料及其他产品	8%	28%	29%	25%	25%
其他业务	(71%)	99%	(1%)	114%	77%
总营收增速	9%	22%	37%	19%	12%
营收占比					
中小尺寸外观及功能组件	70%	66%	70%	70%	67%
大尺寸外观件及功能件	13%	15%	13%	12%	11%
新材料及其他产品	16%	17%	16%	16%	18%
其他业务	1%	2%	1%	2%	4%
总营业收入	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率					
中小尺寸外观及功能组件	25.4%	30.7%	24.8%	25.3%	25.8%
大尺寸外观件及功能件	22.1%	22.1%	19.5%	20.0%	20.5%
新材料及其他产品	25.7%	29.4%	22.5%	22.7%	22.9%
其他业务	40.8%	46.3%	57.6%	60.8%	60.8%
综合毛利率	25.2%	29.4%	24.2%	25.1%	26.0%

E=浦银国际预测

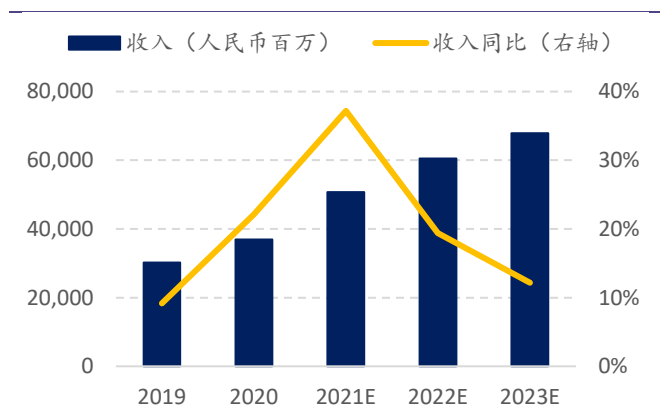
资料来源：公司公告、浦银国际

● 蓝思科技的收入及预测

我们预计 2022 年和 2023 年，蓝思中小尺寸外观及功能组件业务、新材料及其他产品业务的增速均较近两年有所下降，但整体依然保持相对较高的增长动能，而大尺寸外观件及功能件业务保持相对稳定的个位数增长。

- 未来两年，中小尺寸外观及功能组件业务营收预计保持 19%和 8%的同比增长，主要受 iPhone 金属中框组装业务及智能手机玻璃盖板的驱动；新材料及其他产品业务营收保持 26%的增速；
- 未来两年，大尺寸外观件及功能件业务营收预计分别将保持 8%和 7%的平稳增速。

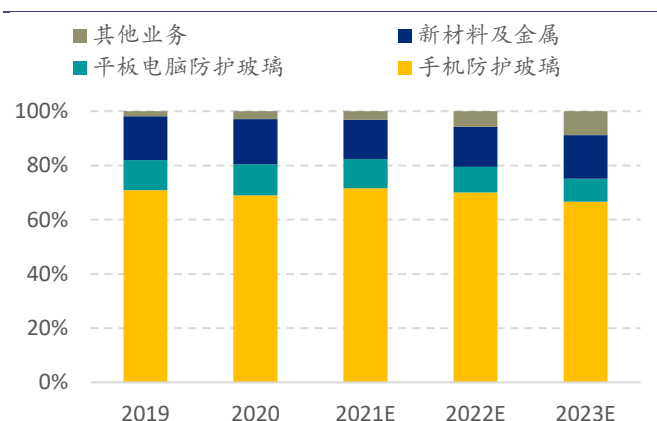
图表 22:蓝思科技收入及同比



E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 23:蓝思科技各业务收入占比



E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

● 蓝思科技的利润及预测

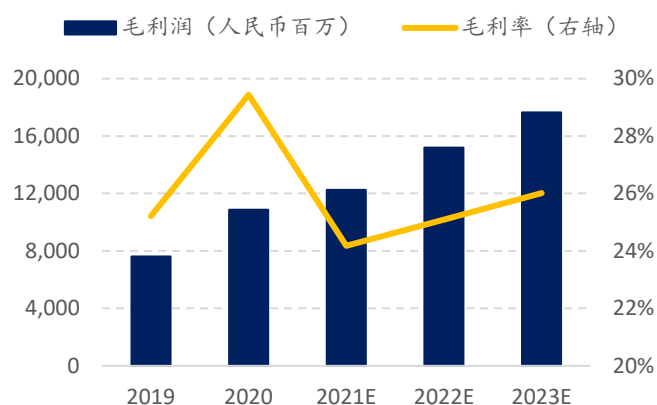
毛利率:我们预计，蓝思的 2022 年和 2023 年毛利率将分别达 25.1%和 26.0%。在消化完毕收购可成的泰州工厂之后，蓝思的毛利率有继续抬头向上；

营业费用率:2020 年营业费用率为 11.2%，预计 2021-2023 年营业费用率整体有所上升，保持在 14.8%到 15.7%的区间，费用率上升主要由于各项新业务的扩张。

净利润:预测 2021 年净利润同比下降 16%，2022 年同比增长 22%，2023 年同比增长 30%，2022-2023 年净利润成长动能较高。

现金流:我们预计蓝思在 2020 年至 2022 年依然为投入较大的阶段，因而资本支出较大，但这也是未来发展的基础。我们预计 2023 年自由现金流将有所改善。

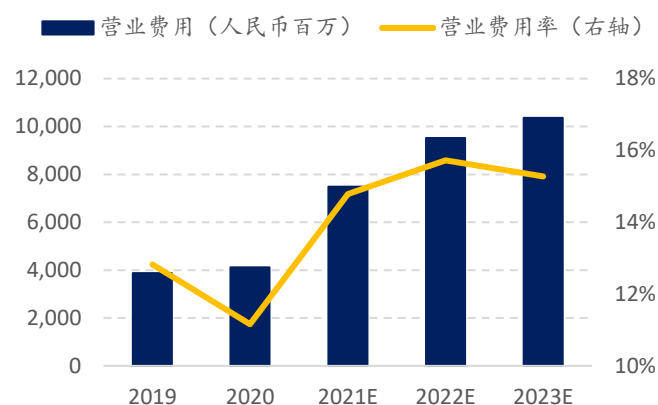
图表 24: 蓝思科技毛利润及毛利率



E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

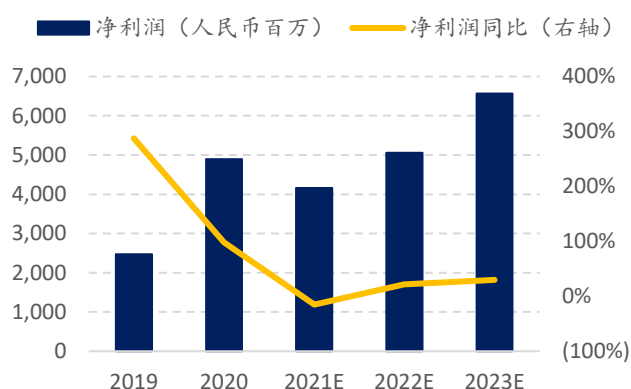
图表 25: 蓝思科技营业费用及营业费用率



E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

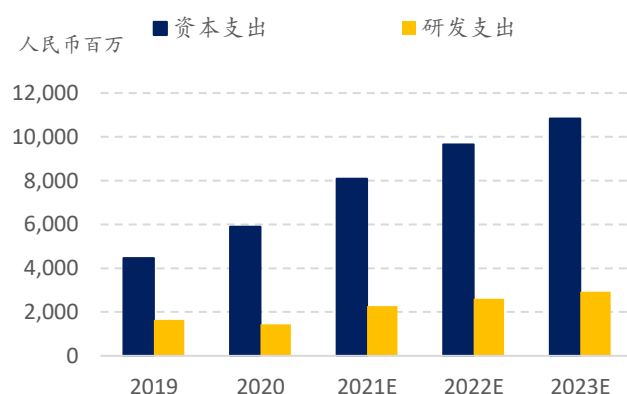
图表 26: 蓝思科技净利润及净利润同比增长



E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

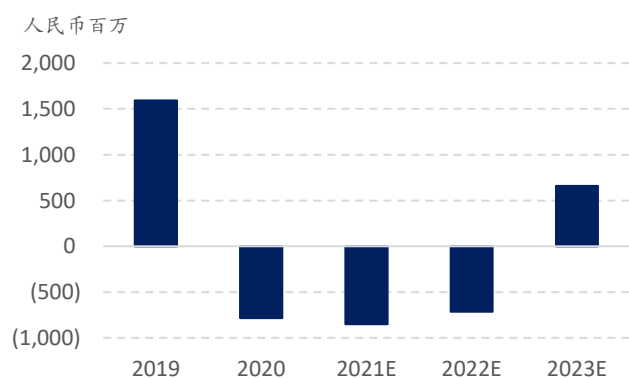
图表 27: 蓝思科技资本支出及研发支出



E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

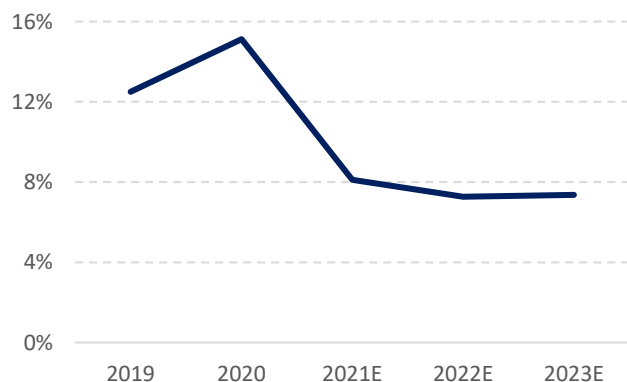
图表 28: 蓝思科技自由现金流



E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 29: 蓝思科技 ROE



E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际



风险提示

下行风险

- 全球智能手机和汽车行业恢复速度和程度较弱；
- 半导体行业供应结构性改善时间较慢；
- 智能手机结构件/外观件单价价值量增长缓慢或减少；
- 行业竞争加剧，拖累公司毛利率和利润表现；
- 公司加大新业务投入，费用率上升。

估值

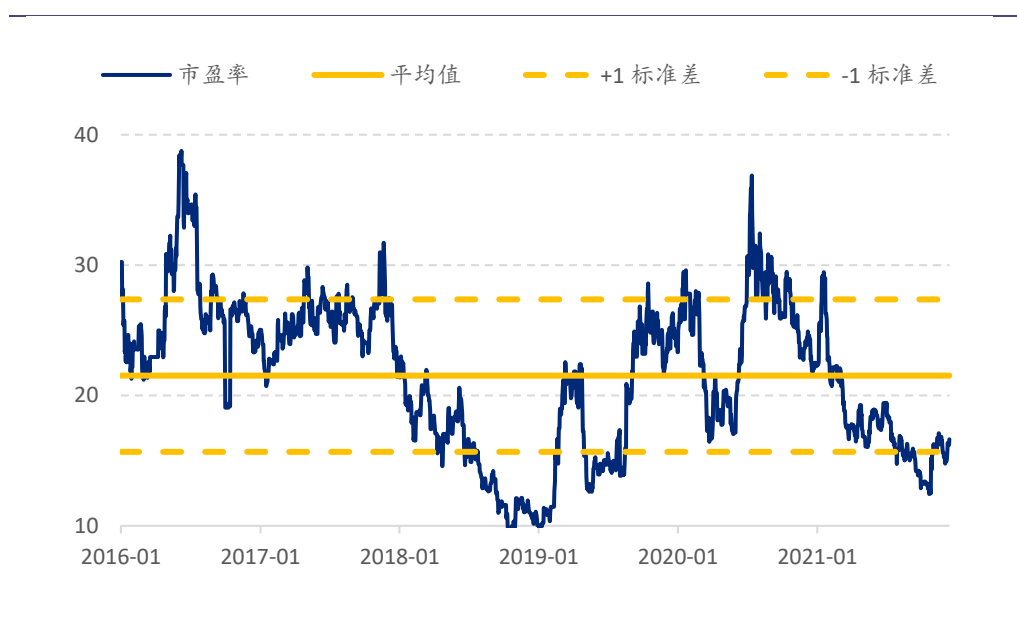
我们首先采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对蓝思进行估值预测。我们预测蓝思 2022 年的中小尺寸外观及功能组件、大尺寸外观件及功能件、新材料及其他产品、其他业务的净利润增速分别为 21%、8%、26%、126%，分别给予 23.0x、20.0x、45.0x、50.0x 的市盈率。我们对蓝思的新材料（金属、蓝宝石）和新业务（组装）保持较为乐观的态度，也认为这两个业务板块有较大的潜在增长空间，因此分别给予 45x 和 50x 的目标市销率。最后，我们得到 28.0 人民币的目标，潜在升幅 20.1%，首予“买入”评级。

图表 30：蓝思科技分部加总估值法（2022 年）

人民币百万	收入	毛利率	净利润	净利润 增速	目标市盈 率 (x)	估值
中小尺寸外观及功能组件	42,088	25.3%	3,547	19%	23.0	81,580
大尺寸外观件及功能件	7,105	20.0%	474	6%	20.0	9,478
新材料及其他产品	9,873	22.7%	746	24%	45.0	33,563
其他业务	1,448	60.8%	293	122%	50.0	14,665
合计（人民币百万）	60,513	25.1%	5,060	22%	27.5	139,287
股数（百万）						4,973
目标价（元）						28.0

资料来源：浦银国际预测

图表 31：蓝思科技历史市盈率：2016 年以来均值 21.5x



注：数据截至 2021 年 12 月 13 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

我们也采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法作为参考对比。我们假设蓝思 2026 年-2030 年的成长率为 13%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 8.0%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到蓝思 2022 年的目标价为 28.2 人民币，与我们分部加总法得到的目标价类似。

图表 32：蓝思科技 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.4	债务成本	7.0%
无风险利率	0.8%	3.1%	7%
股权风险溢价	5.3%	4.2%	12.4%
股本成本	8.8%	WACC	8.0%

注：WACC，WeightedAverageCostofCapital，加权平均资金成本

资料来源：浦银国际预测

图表 33：蓝思科技自由现金流预测

人民币百万	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	50,677	60,513	67,867	76,277	83,636	94,509	106,795	120,679	136,367	154,095	
营收增速	37%	19%	12%	12%	10%	13%	13%	13%	13%	13%	
经营利润	4,762	5,671	7,286	8,589	9,996	11,296	12,764	14,424	16,299	18,418	
经营利润率	9.4%	9.4%	10.7%	11.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	
加：折旧及摊销	3,870	4,358	4,967	5,638	6,385	7,215	8,153	9,213	10,411	11,765	
EBITDA	8,632	10,029	12,253	14,227	16,382	18,511	20,918	23,637	26,710	30,182	
EBITDA 率	17.0%	16.6%	18.1%	18.7%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	
所得税率	11.2%	10.6%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	
资本支出	(8,090)	(9,660)	(10,834)	(12,176)	(13,351)	(14,552)	(15,862)	(17,290)	(18,846)	(20,542)	
资本支出占营收比	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	15.4%	14.9%	14.3%	13.8%	13.3%	
净营运资本变动	(859)	(481)	16	107	484	547	618	699	790	892	
自由现金流	(853)	(713)	659	1,243	2,450	3,303	4,314	5,509	6,917	8,570	190,021
永续增长率											3.0%

资料来源：浦银国际预测

图表 34：蓝思科技 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金(百万)	权益价值(百万)	股数(百万)	每股价值 (人民币)
8.0%	115,306	24,755	140,061	4,973	28.2

资料来源：浦银国际预测

图表 35：蓝思科技可比公司估值比较

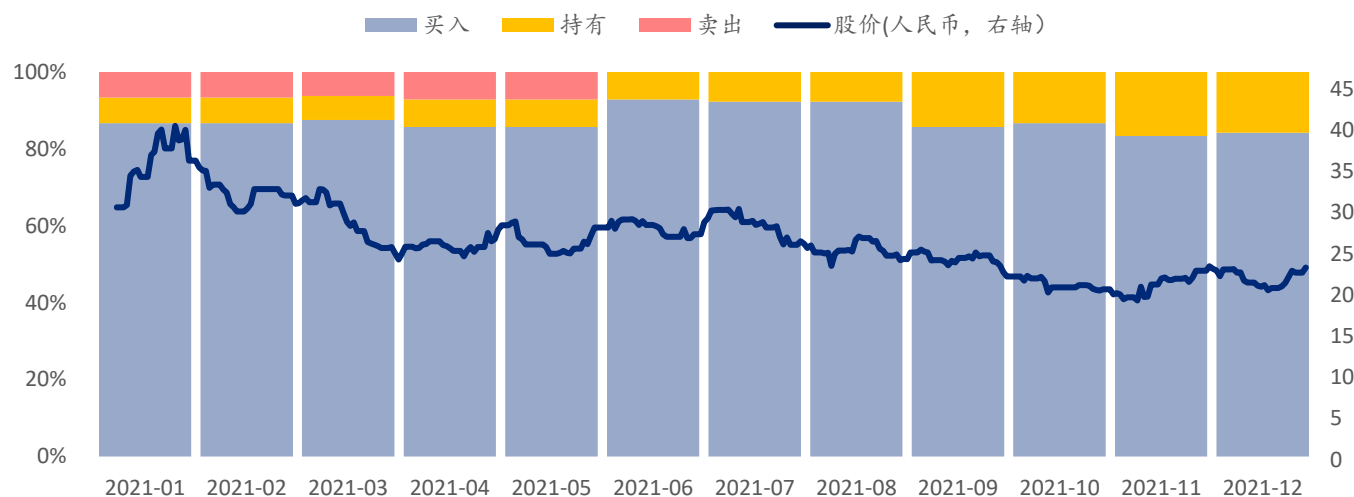
股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今(%)	EPS同比增长			P/E (市盈率)			P/B (市净率)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
组 装													
300433 CH Equity	蓝思科技	18,222	23.3	(24%)	(1%)	33%	22%	22.1	16.6	13.6	2.5	2.2	2.0
2317 TT Equity	鸿海精密	52,139	104.5	14%	28%	8%	15%	10.5	9.8	8.5	1.0	1.0	0.9
002475 CH Equity	立讯精密	51,671	46.7	(17%)	11%	36%	23%	40.5	29.8	24.1	9.2	7.2	5.7
002241 CH Equity	歌尔股份	30,810	57.4	54%	50%	33%	24%	44.3	33.2	26.8	7.8	6.4	5.3
285 HK Equity	比亚迪电子	8,840	30.6	(25%)	(47%)	40%	36%	19.3	13.7	10.1	2.3	1.9	1.7
601231 CH Equity	环旭电子	5,589	16.1	(17%)	7%	20%	13%	19.7	16.4	14.5	2.8	2.5	2.2
平均								26.1	19.9	16.3	4.3	3.6	3.0
结 构 件													
300433 CH Equity	蓝思科技	18,222	23.3	(24%)	(1%)	33%	22%	22.1	16.6	13.6	2.5	2.2	2.0
002475 CH Equity	立讯精密	51,671	46.7	(17%)	11%	36%	23%	40.5	29.8	24.1	9.2	7.2	5.7
285 HK Equity	比亚迪电子	8,840	30.6	(25%)	(47%)	40%	36%	19.3	13.7	10.1	2.3	1.9	1.7
300115 CH Equity	长盈精密	3,859	20.5	(0%)	18%	84%	N/A	33.5	18.2	N/A	3.4	3.0	2.8
平均								28.9	19.6	16.0	4.4	3.6	3.1
盖 板 面 板													
300433 CH Equity	蓝思科技	18,222	23.3	(24%)	(1%)	33%	22%	22.1	16.6	13.6	2.5	2.2	2.0
000725 CH Equity	京东方	30,774	5.2	(14%)	354%	(6%)	14%	8.1	8.6	7.5	1.5	1.3	1.1
000100 CH Equity	TCL科技	14,557	6.5	(8%)	181%	4%	14%	8.2	7.9	6.9	2.1	1.8	1.5
285 HK Equity	比亚迪电子	8,840	30.6	(25%)	(47%)	40%	36%	19.3	13.7	10.1	2.3	1.9	1.7
000050 CH Equity	深天马	4,947	12.8	(13%)	22%	15%	23%	16.1	14.0	11.4	0.9	0.8	0.8
平均								14.8	12.2	9.9	1.9	1.6	1.4
汽 车 电 子													
300433 CH Equity	蓝思科技	18,222	23.3	(24%)	(1%)	33%	22%	22.1	16.6	13.6	2.5	2.2	2.0
002475 CH Equity	立讯精密	51,671	46.7	(17%)	11%	36%	23%	40.5	29.8	24.1	9.2	7.2	5.7
2382 HK Equity	舜宇光学科技	33,385	237.4	40%	29%	25%	23%	37.5	30.0	24.5	10.0	7.8	6.2
002920 CH Equity	德赛西威	11,801	136.6	62%	51%	42%	33%	101.8	71.8	54.1	14.3	12.3	10.5
300496 CH Equity	中科创达	10,389	155.6	33%	54%	41%	39%	100.9	71.6	51.7	13.4	11.3	9.5
285 HK Equity	比亚迪电子	8,840	30.6	(25%)	(47%)	40%	36%	19.3	13.7	10.1	2.3	1.9	1.7
600699 CH Equity	均胜电子	4,795	22.3	(12%)	10%	233%	41%	90.0	27.0	19.1	2.0	1.8	1.7
平均								58.9	37.2	28.2	7.7	6.4	5.3
其 他 零 部 件													
300207 CH Equity	欣旺达	12,521	46.4	51%	43%	64%	38%	68.6	41.8	30.3	9.1	7.5	6.0
002600 CH Equity	领益智造	8,327	7.5	(37%)	(2%)	31%	29%	22.9	17.6	13.6	1.2	1.1	0.9
300136 CH Equity	信维通信	3,883	25.5	(29%)	(6%)	35%	24%	24.7	18.3	14.7	3.8	3.1	2.5
000049 CH Equity	德赛电池	2,265	48.0	3%	53%	2%	6%	14.9	14.5	13.7	4.1	3.3	3.0
平均								32.8	23.0	18.1	4.5	3.7	3.1
光 学 镜 头													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	33,385	237.4	40%	29%	25%	23%	37.5	30.0	24.5	10.0	7.8	6.2
3008 TT Equity	大立光	9,607	1,990.0	(38%)	(25%)	7%	12%	14.3	13.3	11.9	1.8	1.7	1.5
2018 HK Equity	瑞声科技	5,059	32.7	(25%)	3%	31%	23%	20.5	15.6	12.7	1.4	1.3	1.2
002456 CH Equity	欧菲光	4,674	9.1	(31%)	(45%)	81%	(2%)	44.7	24.6	25.1	2.7	2.8	2.5
3406 TT Equity	玉晶光	2,221	551.0	(3%)	(27%)	26%	19%	26.8	21.2	17.7	3.6	3.2	2.9
053450 KS Equity	SEKONIX	103	8,270.0	14%	(147%)	30%	42%	9.5	7.3	5.1	1.1	1.0	0.8
平均								25.5	18.7	16.2	3.4	3.0	2.5
光 学 模 组													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	33,385	237.4	40%	29%	25%	23%	37.5	30.0	24.5	10.0	7.8	6.2
011070 KS Equity	LG INNOTEK	6,262	313,000.0	72%	193%	(4%)	12%	8.4	8.7	7.7	2.2	1.8	1.5
2018 HK Equity	瑞声科技	5,059	32.7	(25%)	3%	31%	23%	20.5	15.6	12.7	1.4	1.3	1.2
002456 CH Equity	欧菲光	4,674	9.1	(31%)	(45%)	81%	(2%)	44.7	24.6	25.1	2.7	2.8	2.5
1478 HK Equity	丘钛科技	1,728	11.4	(13%)	51%	21%	16%	9.1	7.6	6.5	2.3	1.8	1.4
平均								24.0	17.3	15.3	3.7	3.1	2.6
声 学													
002475 CH Equity	立讯精密	51,671	46.7	(17%)	11%	36%	23%	40.5	29.8	24.1	9.2	7.2	5.7
002241 CH Equity	歌尔股份	30,810	57.4	54%	50%	33%	24%	44.3	33.2	26.8	7.8	6.4	5.3
2018 HK Equity	瑞声科技	5,059	32.7	(25%)	3%	31%	23%	20.5	15.6	12.7	1.4	1.3	1.2
KN US Equity	Knowles	2,033	22.1	20%	138%	7%	11%	14.8	13.8	12.4	N/A	N/A	N/A
平均								30.0	23.1	19.0	6.1	5.0	4.1

注：E=Bloomberg 一致预测，数据截至 2021 年 12 月 13 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

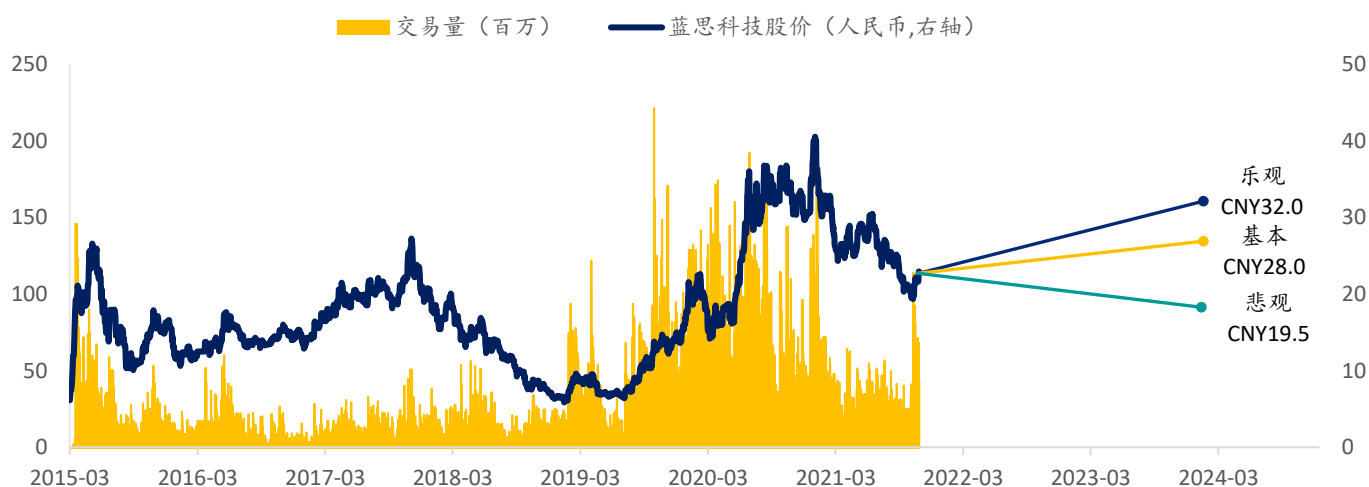
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 36：蓝思科技市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 37：蓝思科技 SPDBI 情景假设



乐观情景（概率 10%）

目标价：32.0 人民币，对应 30.0x 的 2022 年市盈率

- 结构件业务的份额大幅提升，带来营收增速高于基本情景假设；
- 新业务扩张规模效应体现，公司毛利率提升，高于市场预期；
- 公司前期投入进入收获期，费用率下降，利润率提升。

悲观情景（概率 10%）

目标价：19.5 人民币，对应 24.0x 的 2022 年市盈率

- 全球智能手机需求持续疲软，或者上游元器件短缺持续，拖累手机出货量；
- 行业竞争加剧，拖累毛利率；
- 新业务拓展节奏慢于预期，无法增加应有的营收和利润；
- 持续投入影响公司短期利润。

资料来源：浦银国际预测

图表 38: SPDBI 目标价: 蓝思科技



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 39: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	19.2	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	153.7	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	30.6	买入	36.0	2021/12/16	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	138.1	持有	119.8	2021/8/31	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	46.7	买入	58.3	2021/12/16	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	23.3	买入	28.0	2021/12/16	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	32.7	买入	38.2	2021/12/16	结构件
NIO US Equity	蔚来	34.3	买入	53.9	2021/6/25	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	46.8	买入	48.3	2021/7/14	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	182.3	买入	187.6	2021/7/14	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	32.5	买入	35.4	2021/6/25	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	1,017.0	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	288.2	买入	307.7	2021/9/6	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	298.4	买入	320.3	2021/9/6	新能源汽车
2382 HK Equity	舜宇光学科技	237.4	买入	253.8	2021/8/31	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	11.4	买入	15.9	2021/8/31	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	306.9	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 12 月 13 日收盘价

公司背景

图表 40：蓝思科技发展里程碑

年份	里程碑
2003 年	蓝思科技成立
2006 年	蓝思科技股份有限公司成立
2010 年	蓝思国际（香港）有限公司成立
2011 年	蓝思科技（长沙）成立
2015 年	蓝思科技于深交所正式挂牌上市
2017 年	蓝思科技国瓷新材料成立
2018 年	蓝思新材料、蓝思集团成立
2020 年	收购可成科技旗下可胜和可利，切入北美大客户金属结构件
2021 年	投资建设智能终端设备智造一期项目，切入整机组装

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 41：蓝思科技部分高管团队

姓名	职位	履历
周群飞	董事	现任蓝思科技（香港）有限公司董事、深圳市蓝思科技有限公司监事、蓝思旺科技（深圳）有限公司董事长、蓝思科技（昆山）有限公司董事长、蓝思国际（香港）有限公司董事、蓝思科技（长沙）有限公司董事长兼总经理、蓝思科技（湘潭）有限公司董事长、群欣投资有限公司董事、群欣投资（香港）有限公司董事、长沙群欣投资咨询有限公司董事、蓝思智控（长沙）有限公司董事长、长沙国瓷新材料有限公司董事、长沙蓝思新材料有限公司董事长、蓝思旺精密（泰州）有限公司董事长、蓝思精密（泰州）有限公司董事长、深圳市国信蓝思基金管理有限公司董事长、长沙智能机器人研究院有限公司董事。2011 年 6 月至今，担任公司董事长兼总经理，履行董事职责并全面负责公司的发展战略规划及经营管理工作。
郑俊龙	董事	现任长沙群欣投资咨询有限公司董事长、蓝思科技（香港）有限公司董事、深圳市蓝思科技有限公司执行董事兼总经理、蓝思旺科技（深圳）有限公司董事、蓝思科技（昆山）有限公司董事、蓝思科技（湘潭）有限公司董事、蓝思科技（长沙）有限公司董事、湖南蓝思华联精瓷有限公司董事、蓝思智控（长沙）有限公司董事、深圳市前海蓝思国际教育合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。2011 年 6 月至今，担任公司副董事长兼副总经理，履行董事职责并主要负责协助总经理的工作，主要分管营销和采购。
周新益	董事	2011 年 6 月至今，在公司担任董事，履行董事职责并主要负责公司日常生产组织与管理。

资料来源：公司公告、浦银国际

财务报表

图表 42：蓝思科技：损益表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	30,258	36,939	50,677	60,513	67,867
营业成本	(22,629)	(26,065)	(38,423)	(45,327)	(50,213)
毛利润	7,629	10,874	12,253	15,187	17,654
经营支出	(3,879)	(4,122)	(7,491)	(9,515)	(10,368)
销售费用	(439)	(367)	(734)	(973)	(1,048)
管理费用	(1,802)	(2,313)	(4,487)	(5,930)	(6,390)
研发费用	(1,639)	(1,442)	(2,270)	(2,612)	(2,930)
经营利润	3,750	6,752	4,762	5,671	7,286
非经营收入	(910)	(1,041)	(34)	32	104
财务费用	(706)	(809)	(690)	(690)	(690)
投资收益	12	36	304	334	368
其他	(217)	(268)	353	388	427
税前利润	2,839	5,711	4,729	5,703	7,391
税务费用	(410)	(755)	(532)	(605)	(787)
税后利润含少数股东权益	2,429	4,955	4,197	5,099	6,603
少数股东权益	(39)	59	39	39	39
净利润	2,469	4,896	4,158	5,060	6,565
基本股数（百万）	3,961	4,382	4,930	4,973	4,973
摊销股数（百万）	3,961	4,382	4,930	4,973	4,973
基本每股收益（元）	0.62	1.12	0.84	1.02	1.32
摊销每股收益（元）	0.62	1.12	0.84	1.02	1.32

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 43：蓝思科技：资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,666	19,275	37,086	53,675	70,797
短期投资	-	-	-	-	-
应收账款和应收票据	6,769	8,214	11,269	13,456	15,092
存货	3,212	6,779	9,993	11,788	13,059
其他流动负债	338	38	52	62	69
流动资产合计	16,630	35,419	59,513	80,094	100,130
物业、厂房及设备	26,062	32,974	37,361	42,825	48,850
使用权资产	-	-	-	-	-
无形资产	2,938	5,777	5,610	5,448	5,291
长期投资收益	42	78	85	94	103
商誉	-	2,970	2,970	2,970	2,970
其他非流动资产	1,356	2,358	2,358	2,358	2,358
总资产	47,029	79,576	107,897	133,789	159,702
短期借贷	8,259	13,436	18,433	22,011	24,686
应付账款和应付票据	8,115	9,853	14,525	17,134	18,981
其他流动负债	2,634	3,759	4,511	5,413	6,496
流动负债合计	19,008	27,048	37,469	44,559	50,163
长期借款	3,373	6,909	6,909	6,909	6,909
其他非流动负债	2,210	3,300	3,300	3,300	3,300
总负债	24,591	37,257	47,678	54,767	60,372
股本	4,251	4,973	19,904	34,834	49,765
储备	5,029	20,670	23,640	27,512	32,889
少数股东权益	78	137	137	137	137
其他	13,080	16,538	16,538	16,538	16,538
股东权益总额	22,438	42,319	60,220	79,022	99,330
总负债和股东权益	47,029	79,576	107,897	133,789	159,702

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 44：蓝思科技：现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7,251	7,580	7,722	9,490	12,101
税前利润	2,429	4,955	4,197	5,099	6,603
折旧	2,627	2,927	3,703	4,195	4,809
摊销	82	85	167	162	157
营运资金变动	139	(3,759)	(859)	(481)	16
应收账款减少（增加）	(555)	(1,445)	(3,055)	(2,187)	(1,635)
库存减少（增加）	(324)	(4,034)	(3,214)	(1,795)	(1,271)
应付账款增加（减少）	866	1,738	4,672	2,610	1,847
其他经营资金变动	152	(18)	738	892	1,075
利息收入（支出）	711	514	514	514	514
其他	1,345	2,943	-	-	-
投资活动现金流	(4,463)	(15,274)	(8,097)	(9,668)	(10,843)
资本支出	(4,466)	(5,897)	(8,090)	(9,660)	(10,834)
取得或购买长期投资	-	(9,231)	(8)	(9)	(9)
短期投资	-	-	-	-	-
其他	3	(146)	-	-	-
融资活动现金流	(1,820)	22,019	18,187	16,768	15,865
借款	(2,432)	7,957	4,997	3,578	2,675
发行股份	5	14,930	14,930	14,930	14,930
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(1,131)	(1,741)	(1,741)	(1,741)	(1,741)
其他	705	263	-	-	-
外汇损益	73	(437)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	1,040	13,888	17,811	16,589	17,122
期初现金及现金等价物	4,297	5,337	19,225	37,036	53,625
期末现金及现金等价物	5,337	19,225	37,036	53,625	70,747

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-28086467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-28086474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-28086475

浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

