蓝思科技财务建模

全球玻璃盖板领域龙头

今天我们要研究的这个赛道，属于近期研究的三大主线之一。这三大行业研究主线，分别为电子、传媒+游戏、新基建。

该领域的龙头，自 2019 年初以来，其前复权从 5.76 元左右低位一路上扬，期间受卫生事件影响经历了一次短暂回调，此后迅速回升并突破前期高点，一度高达 39.54 元，累计涨幅 586%。

但是，作为苹果的主力供应商之一，10 月 14 日苹果多款新机发布，其却反响平平。目前，相对前期高点反而下跌了 11.5%。



图：股价走势图

来源：Wind

它，就是蓝思科技，全球玻璃盖板领域龙头。对玻璃盖板产业链，之前我们在产业链报告库中研究过，可以回看。这次，是逻辑更深入一些的研究版本。

根据近期公告的 2020 年三季报数据，其营业收入为 260.83 亿元，同比增长 26.6%；净利润为 34.77 亿元，同比增长 211.57%；经营活动现金流为 42.5 亿元，毛利率为 28.53%，净利率为 13.33%。

从机构持仓上来看，2020 年三季报，本案的机构持仓者包括南方基金、社保基金等。

研究到这里，几个值得我们深思的问题来了：

1）玻璃盖板的增长驱动力是什么？未来的前景如何？

2）玻璃盖板的竞争格局如何，本案市占率是否还有提升空间？

今天，我们就从玻璃盖板领域开始，管窥电子行业的产业逻辑。

塔坚研究

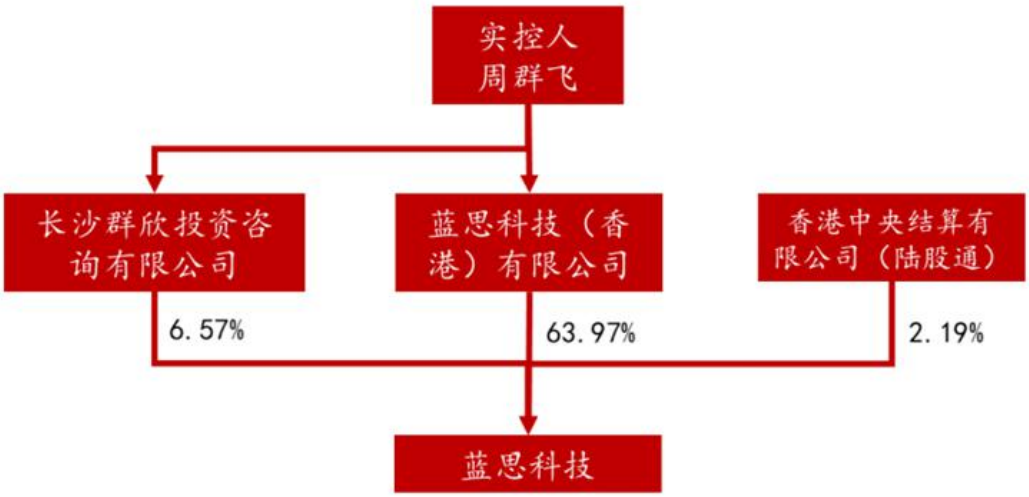
— 01 —

龙头，模式

▼

蓝思科技，成立于 2003 年，2015 年 3 月在深交所创业板挂牌上市。控股股东和实控人为周群飞、郑俊龙夫妇，合计持有 70.5%的股份。

图表 4：公司股权结构



来源：公司公告，国联证券研究所

图：股权结构

来源：国联证券

前十大股东中不乏知名机构，主要有南方基金、社保基金以及基本养老保险基金。

先来看近三年一期财务数据：

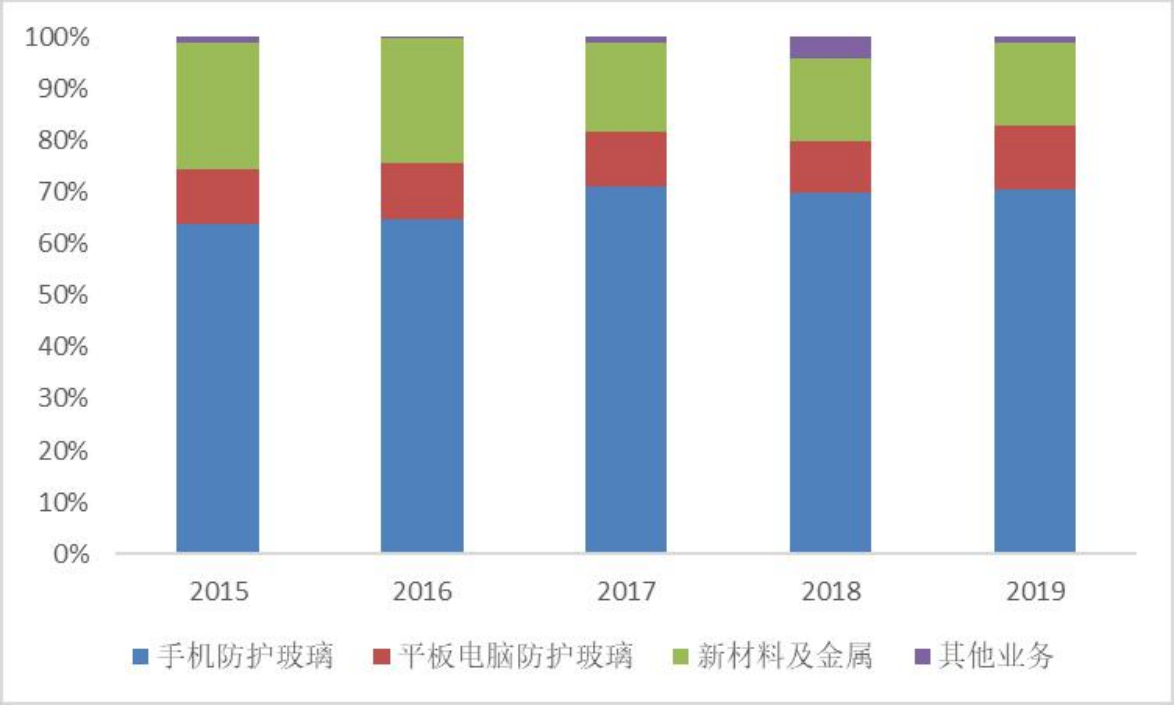
2017 年至 2020 年三季报，其营业收入分别为 237.03 亿元、277.17 亿元、**302.58 亿元**、260.83 亿元；净利润分别为 20.23 亿元、6.01 亿元、**24.29 亿元**、34.77 亿元；经营活动现金流净额分别为 41.68 亿元、48.73 亿元、72.51 亿元、42.5 亿元；毛利率分别为 27.96%、22.63%、**25.21%**、28.53%；净利率分别为 8.54%、2.17%、**8.03%**、13.33%。

从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为 25.7%，净利润年复合增速为 26.33%，2020 年三季度营业收入同比增速为 26.6%，净利润同比增速为 211.57%。

需要注意的是，2018 年其毛利率、净利率大幅度下滑，主要由于其产能仍在爬坡期，短期开工率不足，导致毛利率下降。此后，随着产能利用率提升，规模效应开始显现，摊薄了固定成本，毛利率和净利率也逐步提升。

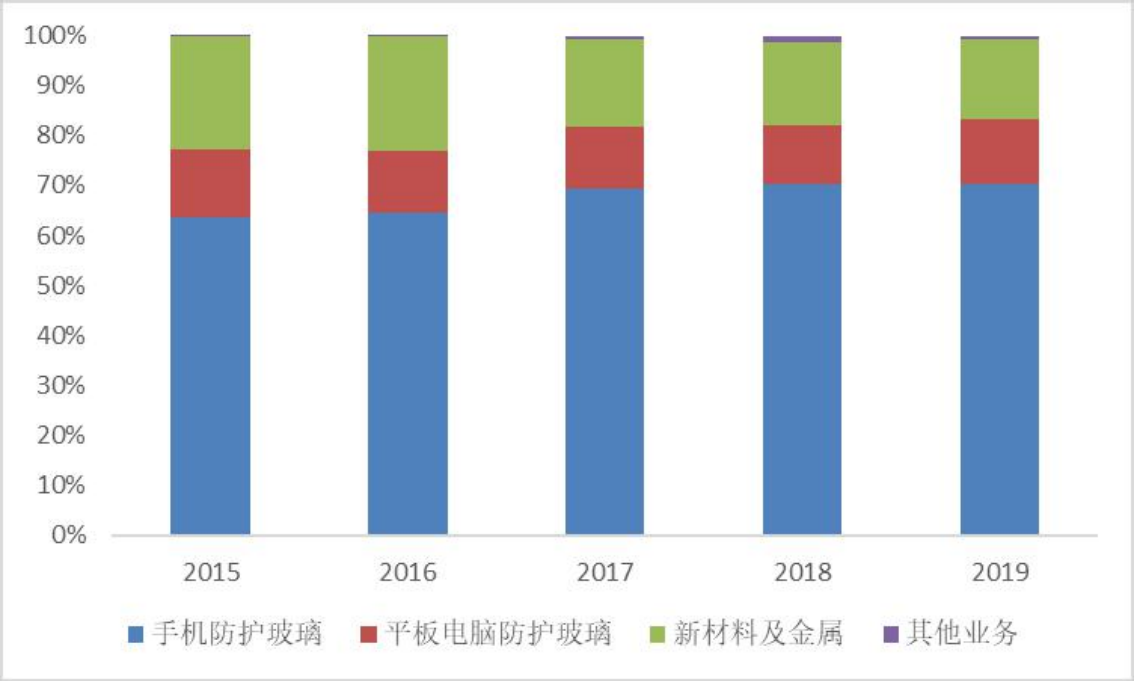
同时，2020 年三季度，其净利润大幅增长，主要由于本案深度参与了 **iPhone12 系列超瓷晶面板**的研发与加工，单位价值量有较大幅度提升。加之，其产能利用率持续提升，导致其毛利率较上年同期增加了 4.96%。

从收入结构来看，2019 年，其 70.41%的收入来自于手机防护玻璃，12.54%的收入来自于平板电脑防护玻璃，15.92%的收入来自于新材料及金属业务，以及 1.13%的其他业务。



图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究



图：毛利结构（单位：%）

来源：塔坚研究

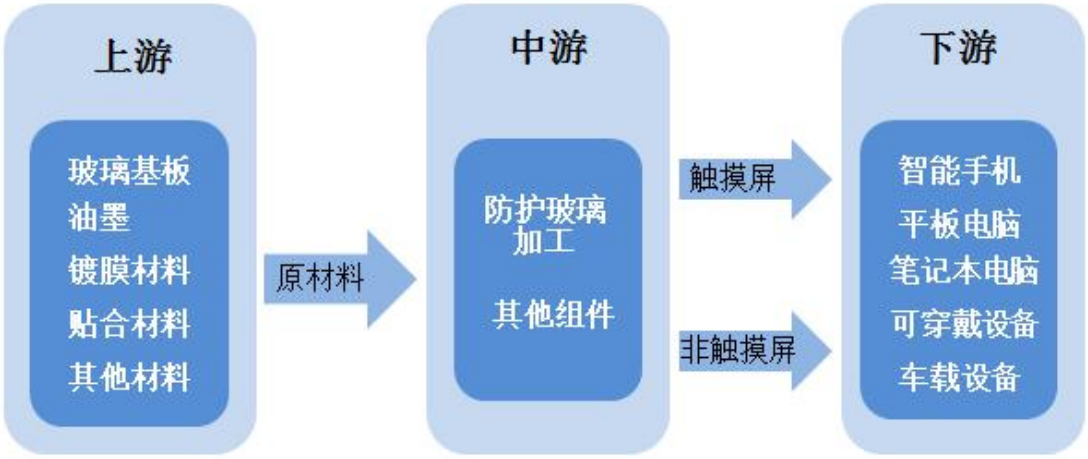
我们重点来看玻璃盖板产业链，本案处于产业链中游，属于资本和技术密集型行业，具体来看：

上游——上游行业主要为玻璃基板、油墨、抛光材料、镀膜材料、贴合材料等原材料及加工设备的生产和供应行业，代表公司有美国康宁（毛利率 35.08%）、旭硝子（毛利率 26.53%）、日本电气硝子（毛利率 21.22%）、彩虹股份（毛利率-13.03%）等。

中游——主要包括智能终端外观防护零部件的研发、生产和销售，代表公司主要有蓝思科技（毛利率 25.21%）、伯恩光学（未上市）、

星星科技（毛利率 16.08%）、合力泰（毛利率 17.11%）、欧菲光（毛利率 9.87%）等。

下游——下游应用较为广泛，包括智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、车载设备等，代表公司有苹果（毛利率 37.82%）、三星（毛利率 36.09%）、华为（毛利率 37.6%）、特斯拉（毛利率 16.56%）等。



图：产业链关系

来源：塔坚研究

2017 年至 2019 年，其前五大客户的销售收入占营业收入比例分别为 76.07%、75.04%、74.67%，集中度较高；前五大供应商的采购额占年度采购总额的比例分别为 30.32%、26.41%、28.56%。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

从产业链上下游公司的资产结构来看，上游玻璃基板供应商属于典型的重资产行业，因而资产规模较大，固定资产占总资产比重较高（东旭光电固定资产占比较低，主要由于其玻璃基板业务占比不高，仅为 25%左右）；

下游终端设备厂商集中度高，且话语权强，因此，中游厂商的应收账款占总资产的比重普遍较高。

		总资产（亿元）	固定资产	无形资产	存货	货币资金	应收账款
上游	康宁	2015.98	54.82%	4.10%	8.03%	8.42%	6.35%
	电气硝子	426.04	53.95%	1.10%	12.33%	15.27%	7.90%
	旭硝子	1496.67	50.43%	3.00%	12.47%	4.87%	11.31%
	彩虹股份	417.74	52.82%	5.18%	1.81%	13.61%	1.99%
	东旭光电	696.28	13.67%	2.09%	5.37%	16.66%	17.31%
中游	蓝思科技	470.29	51.02%	6.25%	6.83%	12.05%	14.39%
	星星科技	101.00	27.38%	1.70%	16.02%	10.37%	25.67%
	合力泰	336.44	15.05%	1.31%	15.41%	12.94%	25.23%
	欧菲光	405.60	27.28%	4.67%	17.92%	9.11%	24.73%
下游	苹果(APPLE)	22063.57	11.35%	NA	1.25%	11.74%	4.98%
	SAMSUNG	21266.69	33.99%	4.10%	7.59%	7.62%	9.96%

图：资产负债表结构

来源：塔坚研究

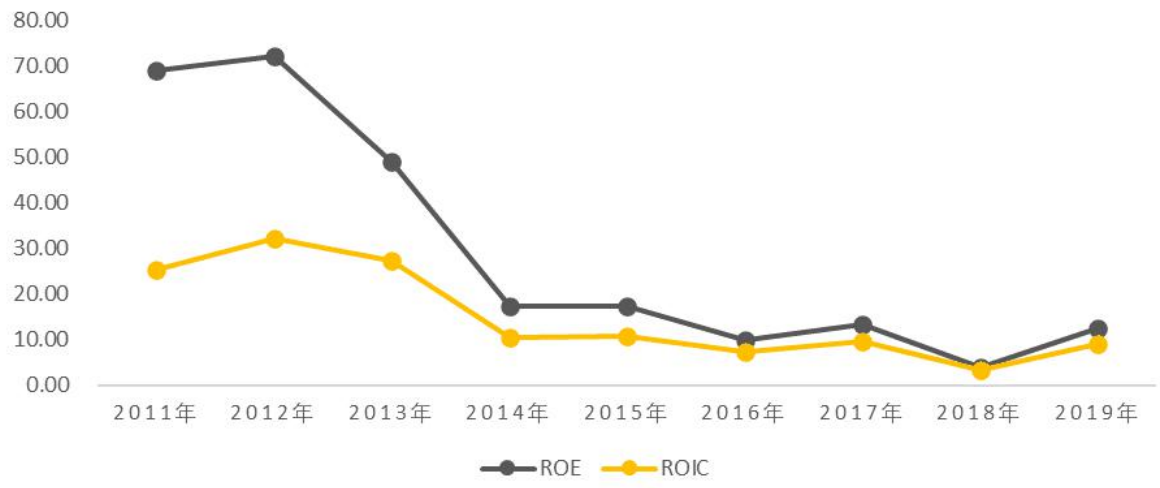
从利润表上来看，中游玻璃制造厂商毛利低于上游原材料和下游终端品牌客户；就中游厂商来说，蓝思科技相比同行毛利率较高，主要是因为其主营业务集中，产能规模较大，规模效应明显，且高端产品较多，导致其毛利率较高。

		营业收入（亿元）	毛利率	净利率	研发费用率
上游	康宁	802.47	35.08%	8.35%	8.96%
	日本电气硝子	164.82	21.22%	-12.92%	2.05%
	旭硝子	972.85	26.53%	3.66%	NA
	彩虹股份	58.60	-13.03%	1.09%	4.44%
	东旭光电	175.29	15.76%	-8.89%	2.76%
中游	蓝思科技	302.58	25.21%	8.03%	5.42%
	星星科技	63.44	16.08%	2.56%	3.78%
	合力泰	185.00	17.11%	5.73%	3.62%
	欧菲光	519.74	9.87%	0.99%	3.34%
下游	苹果公司(APPLE)	18402.37	37.82%	21.24%	6.23%
	SAMSUNG C	13897.78	36.09%	9.44%	8.64%

图：利润表结构

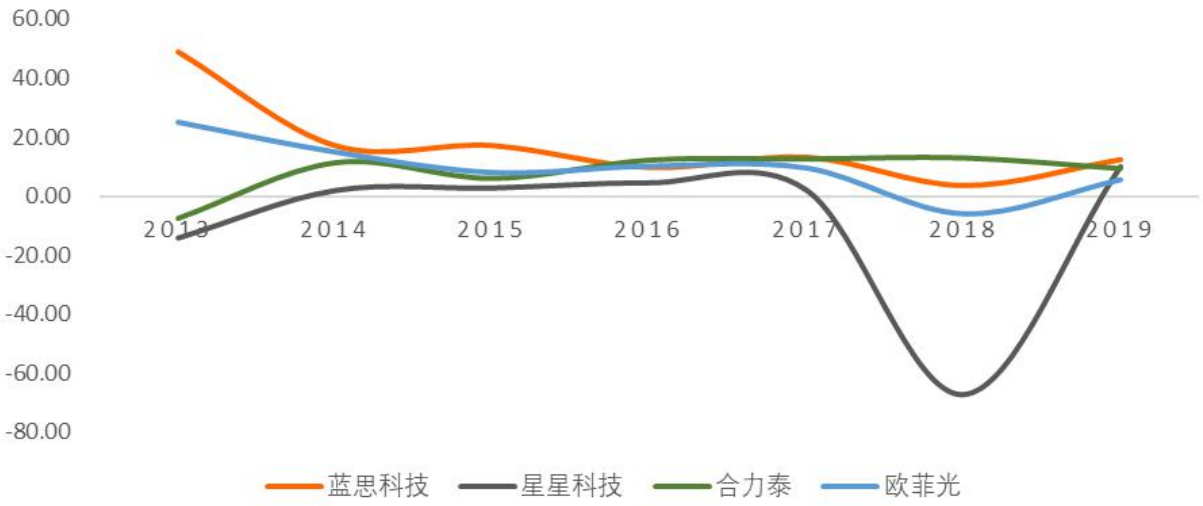
来源：塔坚研究

接着，来看一组《塔坚研究》整理的基本面数据：



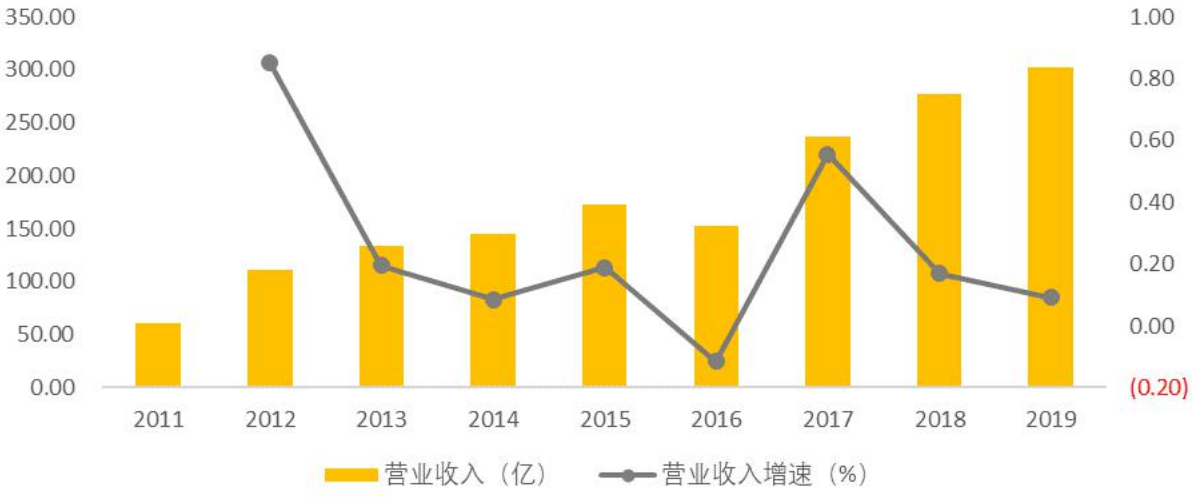
图：ROE VS ROIC（单位：%）

来源：塔坚研究



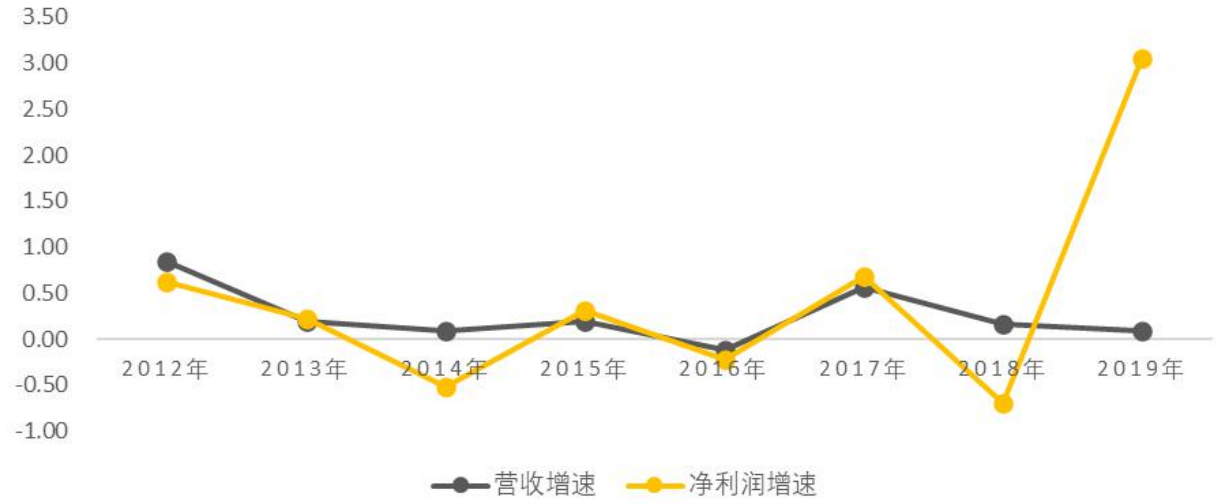
图：同行 ROE 对比（单位：%）

来源：塔坚研究



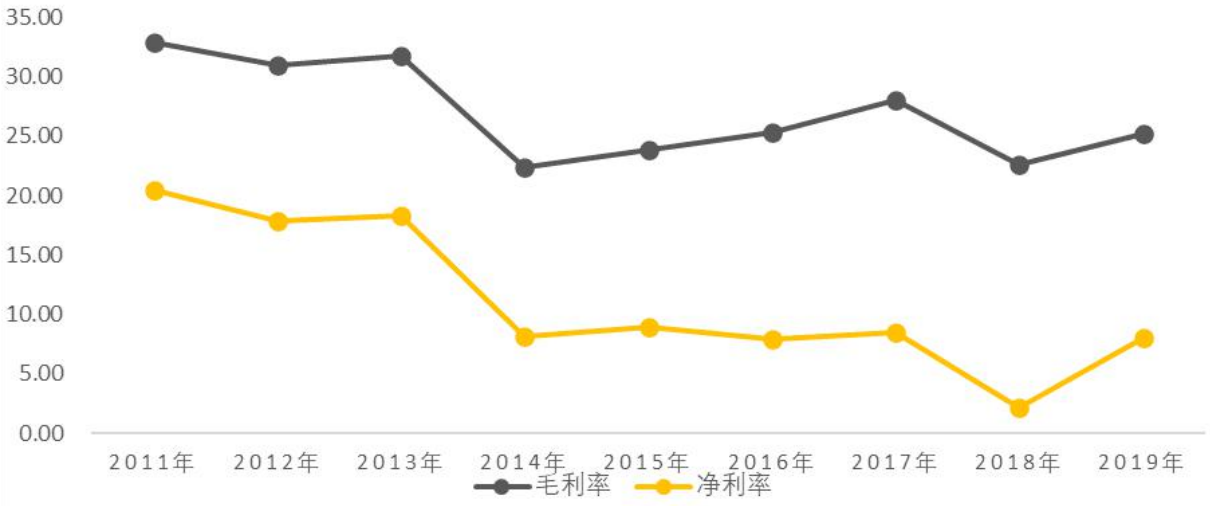
图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿元、%）

来源:塔坚研究



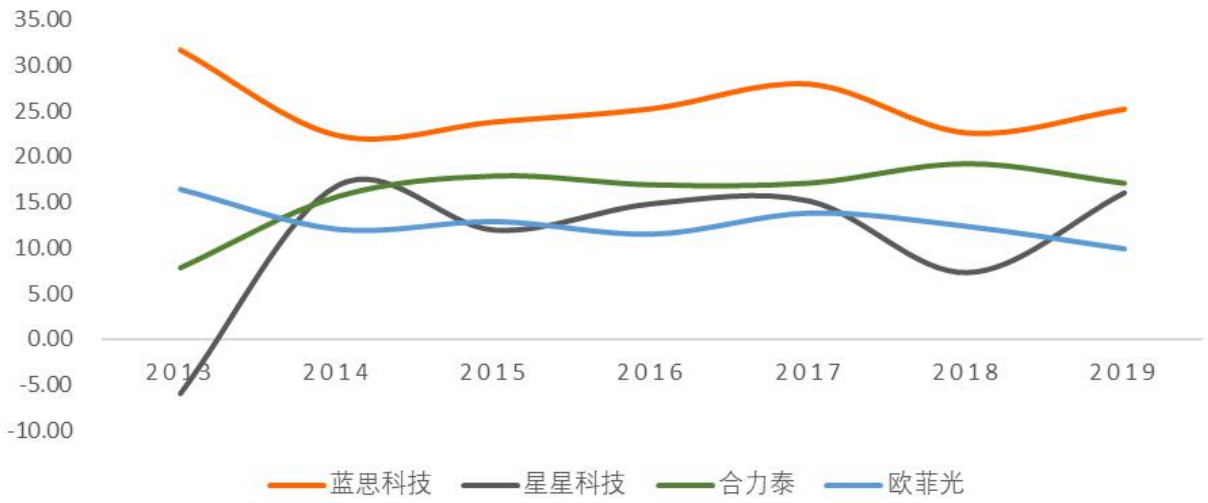
图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究



图：毛利率 VS 净利率（单位：%）

来源：塔坚研究



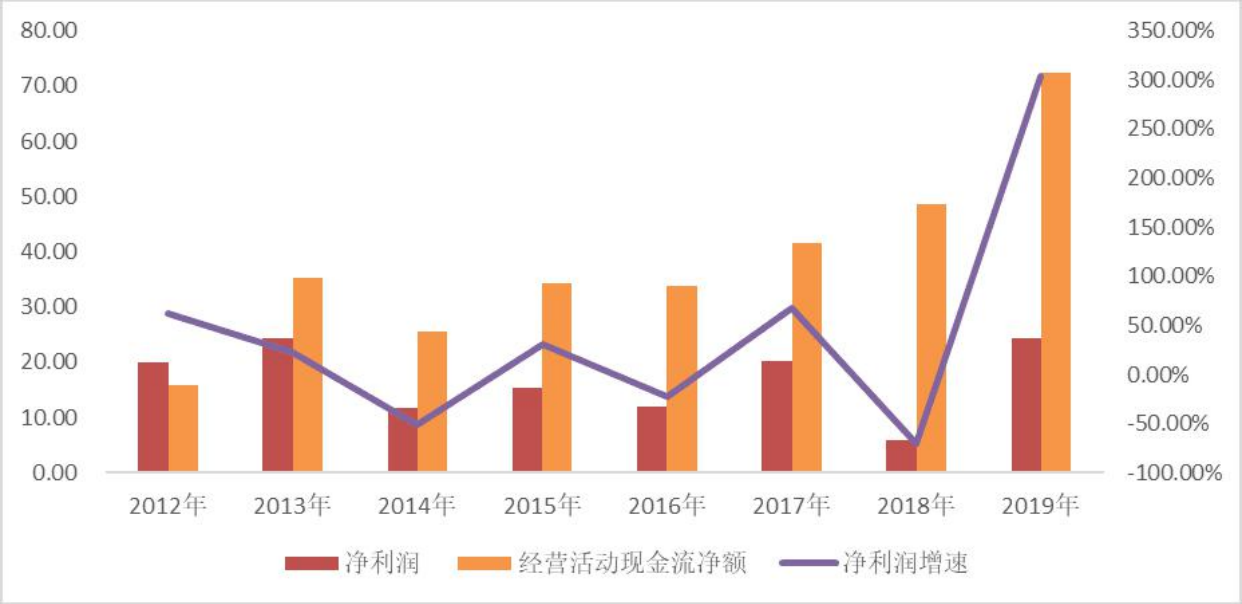
图：同行业毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究



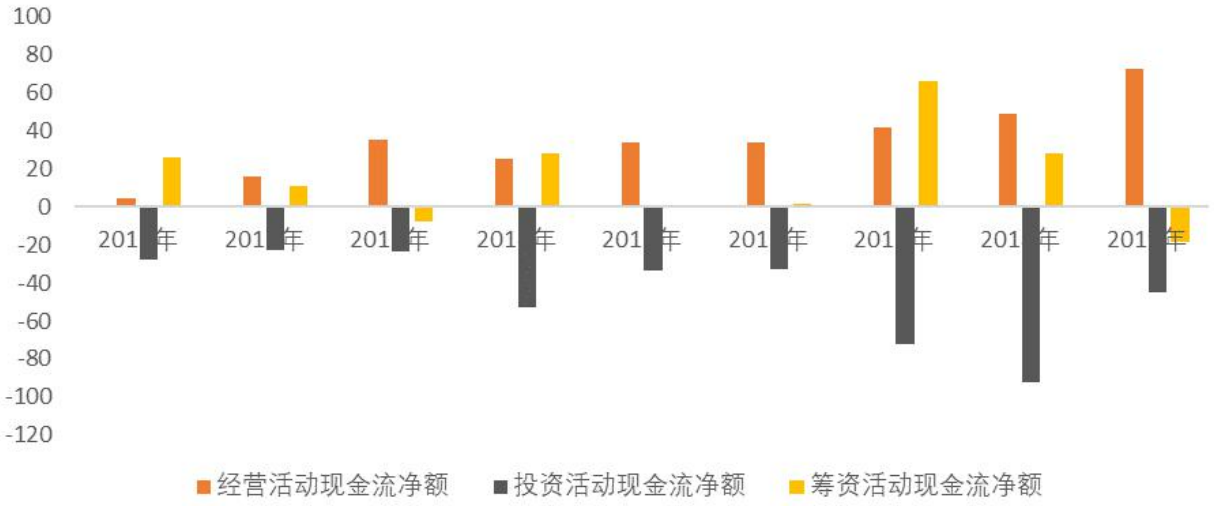
图：扣非归母净利润及经营活动现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



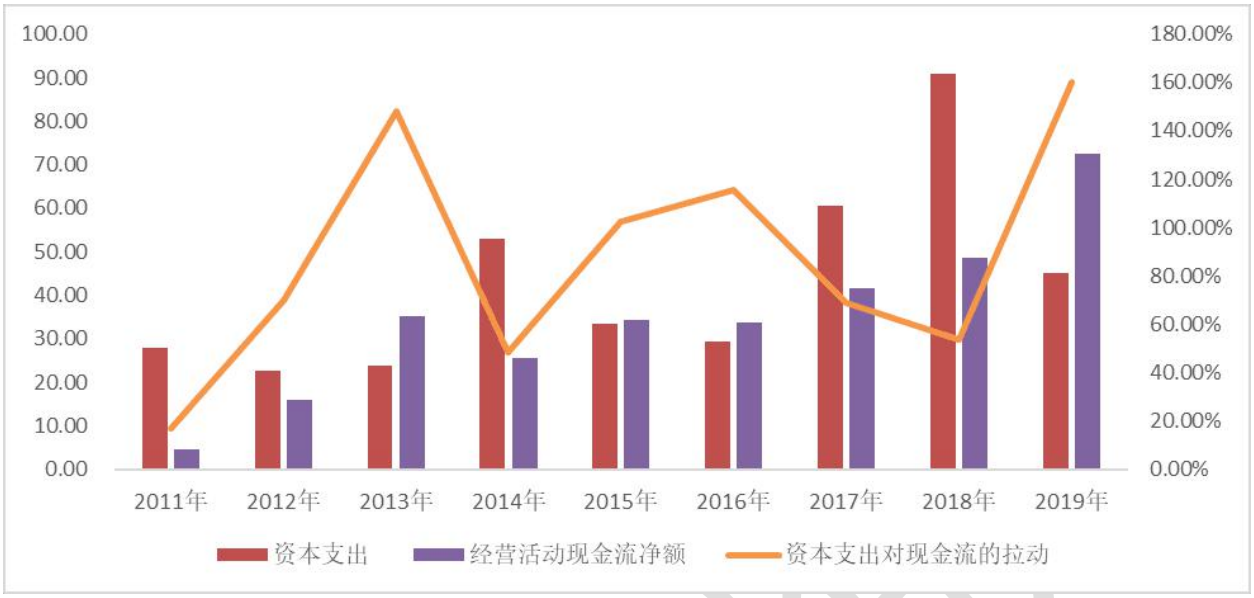
图：净利润、净利润增速、经营活动现金流（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



图：现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



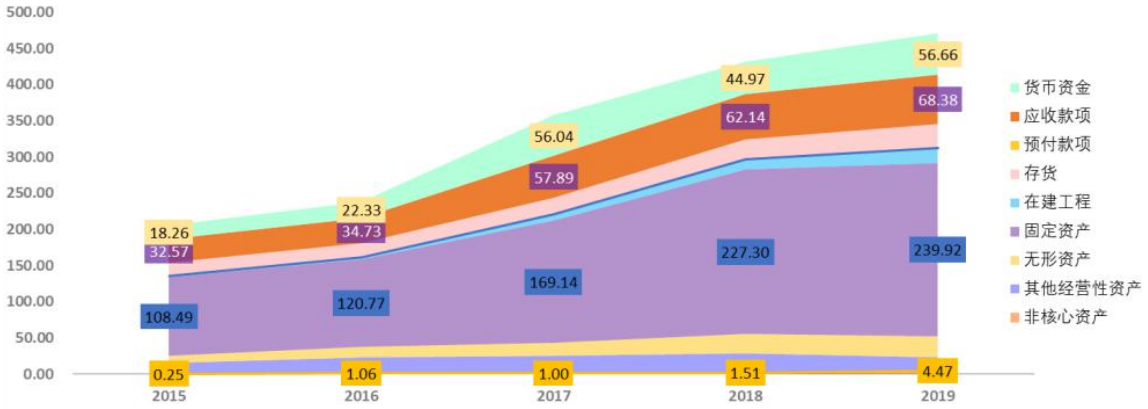
图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



图：净营运资本对现金流的拉动（单位：亿元、倍）

来源：塔坚研究



图：资产结构 单位（亿元）

来源：塔坚研究



图：股价与可比乘数（单位：元、倍）

来源：理杏仁

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这个行业做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —[redacted]同行业，回报分析▼

在塔坚的研究体系之下，对任何公司做分析的核心步骤，都始于回报分析。

本案近三年的 ROA 为 6.8%、1.52%、5.39%，ROE 为 13.32%、3.77%、12.53%，ROIC 为 12.42%、4.93%、9.75%，这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

	蓝思科技	星星科技	合力泰	欧菲光
	ROE			
2017	13.32	1.99	12.39	9.59
2018	3.77	-67.37	12.76	-5.87
2019	12.53	9.94	9.21	5.65
	ROA			
2017	6.80	0.81	6.10	3.03
2018	1.52	-20.55	5.36	-1.54
2019	5.39	1.78	3.47	1.31
	ROIC			
2017	12.42	2.86	9.25	6.78
2018	4.93	-26.14	9.50	0.21
2019	9.75	4.41	7.60	4.88

图：同行回报对比

来源：塔坚研究

整体来看，蓝思科技 VS 星星科技 VS 合力泰 VS 欧菲光，其中蓝思的回报表现较好。主要原因在于其净利率较高。需要注意的是，蓝思科技 2018 年回报较差，主要是由于前期资本开支较大，折旧、

摊销、期间费用等相应增加，但是短期开工率不足，影响当期盈利表现。

接着，我们以 2019 年为横截面，把核心指标拆解来看：

总资产周转率——欧菲光的总资产周转率较高，达到 1.32 次。主要由于其业务以摄像头模组为主，由于其价值量较玻璃盖板更大，对下游的话语权略强，导致其应收账款周转率较高。对比其与舜宇光学的应收账款周转率来看，两者较为接近。

净利率——蓝思科技的净利率较高，主要由于毛利率较高。其原因我们在上文已经详细分析，此处不再赘述。

资产负债率——欧菲光的资产负债率较高，主要是由于其应付账款和长期借款较多；蓝思科技资产负债率相对较低，主要由于可转债转股，资本结构得以改善。

2019	总资产周转率（次）	销售净利率（%）	资产负债率（%）	权益乘数
蓝思科技	0.67	8.03	52.29	2.10
星星科技	0.70	2.56	66.59	2.99
合力泰	0.61	5.73	59.49	2.47
欧菲光	1.32	0.99	72.93	3.69

图：核心指标拆解

来源：塔坚研究

塔坚研究

接下来，我们将分子、分母拆开，对比一下各家的资产情况和收益情况。

	蓝思科技	星星科技	合力泰	欧菲光
	资产项			
货币资金	55.64	6.43	46.02	28.15
固定资产	239.92	27.66	50.63	110.63
无形资产	29.38	1.72	4.41	18.92
	负债项			
短期借款	82.59	24.11	71.20	70.13
长期借款	21.71	2.83	3.58	22.22
	营运资本			
存货	32.12	16.18	51.84	72.69
应收	67.69	25.93	84.87	100.28
应付	81.15	22.49	71.21	114.96
	经营数据			
营业收入	302.58	63.44	185.00	519.74
净利润	24.29	1.62	10.59	5.16
经营活动现金流量净额	72.51	1.25	9.40	32.56
	研发情况			
研发费用率	5.42%	3.78%	3.62%	3.34%
单位研发费用产生的现金流	4.43	0.52	1.40	1.88
单位固定资产产生的现金流	0.30	0.05	0.19	0.29

图：资产情况和收益情况对比

来源：塔坚研究

从收入规模来看，欧菲光和蓝思科技较高，相应的，其应收款项和应付款项也较多。此外，玻璃盖板制造行业属于资本和技术密集型行业，资本支出较多，因而固定资产规模较大。

根据以上三张表，我们能看出，这个行业的核心资产是固定资产。如果按照单位核心资产带来的现金流来看蓝思科技较高，其次是欧菲光。主要是因为两者资产规模较大，规模效应明显。

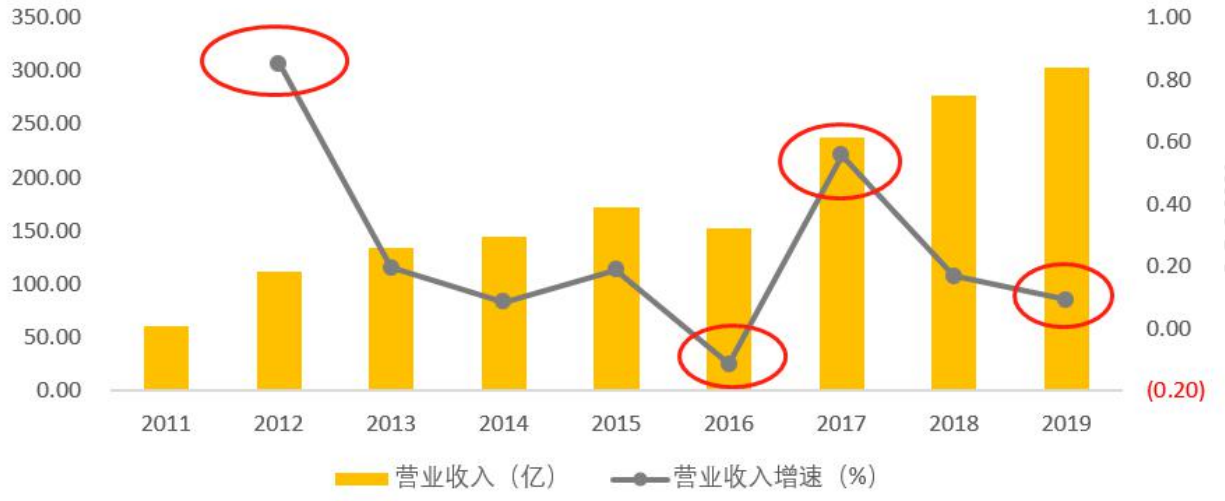
那么，未来蓝思科技发展前景如何？我们继续往下研究。

— 03 —

增长，拆解

▼

从本案历史增速来看，收入增速波动较大，与下游客户的产品周期相关，但年均复合增速仍达 22.34%。



图：历史收入增速

来源：塔坚研究

塔坚研究

先看收入高点：

2012 年——大客户苹果手机**屏幕尺寸升级**，从 iPhone 4 的 3.5 英寸增长至 iPhone5 的 4 英寸，同时 iPhone 5 的销量大幅增长，带动本案手机防护玻璃收入也大幅增加。

2017 年——受益于当年下半年新机发布提速，消费电子行情逐步回暖，叠加当年**新增 3D 视窗玻璃和后盖玻璃**业务开始放量，逐步度过良率及产能爬坡期。

再来看收入低点：

2016 年——主要因为智能手机及平板电脑市场日趋饱和，大客户苹果手机处于低谷期，iPhone 6S 的销量疲软，使得蓝思订单相应减少（采购额比上年减少 25 亿）。同时，随着玻璃盖板工艺成熟，价格逐渐降低。

2019 年——主要因为上半年手机行业整体销售持续下滑、需求疲软导致部分产能闲置。

塔坚研究

由此来看，本案未来增长的核心，主要取决于**玻璃盖板的升级**和**移动终端出货量增长。**

因此，对于收入增长因子，我们分别采用如下方法：

1、中小尺寸防护玻璃业务——该业务以手机防护玻璃为主，主要受手机出货量的影响。我们采用市占率法对该部分收入进行预测：

*公式 1：手机防护玻璃业务收入=（玻璃正面盖板出货量+玻璃背板出货量）*市占率*玻璃盖板平均单价；*

*其中，玻璃盖板平均单价=3D 玻璃单价*3D 玻璃渗透率+2.5D 玻璃单价*2.5D 玻璃渗透率；*

2、大尺寸防护玻璃业务——该业务近年增长较快，且主要以平板电脑防护玻璃和车载显示屏为主，我们采用增速法进行预测：

公式 2：平板电脑防护玻璃业务收入=上一年收入（1+增长率）；*

3、新材料及金属业务——这部分业务目前占比较少且由于缺乏详细数据，我们采用增速法简化预测。

公式 3：新材料及金属业务收入=原收入（1+增长率）+新收购可胜可利收入*（1+增长率）；*

4、其他业务——其他业务主要包括连接器和声学部件等，由于该部分业务占比较少，故我们主要采用增速法对其进行简化预测。

这几大变量中，我们挨个分析。

— 04 —

■■■■■■

玻璃盖板，主流？

▼

手机盖板分为前盖板和后背板，其市场容量及未来增长的驱动力，主要取决于下游智能手机的需求情况及发展趋势，我们从量和价两方面来看。

我们先来看一下量的情况：

1）前盖板

塔坚研究

前盖板，即手机屏幕外层的玻璃保护层，其主要作用是用来保护终端屏幕中的显示屏幕和触控模组，其需求量与智能手机出货量一致。

根据 IDC 公布的数据，2019 年全球智能手机出货量为 13.71 亿部，2020 年受卫生事件影响，预计出货量降至 12 亿部左右。

根据我们此前的研究，在 5G 换机需求的驱动下，全球智能手机需求将重返增长，预计到 2023 年，全球智能手机出货量将上升至 14.8 亿部，年复合增速为 2.09%。

此后，考虑到全球智能手机渗透率趋于饱和、换机周期延长，增量空间有限，因此我们假设此后出货量维持 2023 年不变。

综上，我们假设盖板的销量与全球智能手机保持一致，从 2019 年的 13.71 亿片上升至 2023 年 14.8 亿片，随后保持一致。

这样看来，智能手机玻璃盖板长期增长逻辑其实并不够强，那是不是就意味着玻璃盖板行业市场规模见顶了呢？我们还需要看看玻璃背板的情况。

2）背板

由于手机背板不受限于屏幕视觉效果影响，而更注重握持手感及防护性能，因此，根据各种材质的特点，各品牌会做出各种不同的选择。

目前，手机背板的材料主要包括：塑料、陶瓷、金属、玻璃等。

塑料——*成本低（20-30 元），可塑性好，无电磁屏蔽。不过，由于美观度较差，目前仅在低端机型中使用，渗透率在 38%左右；*

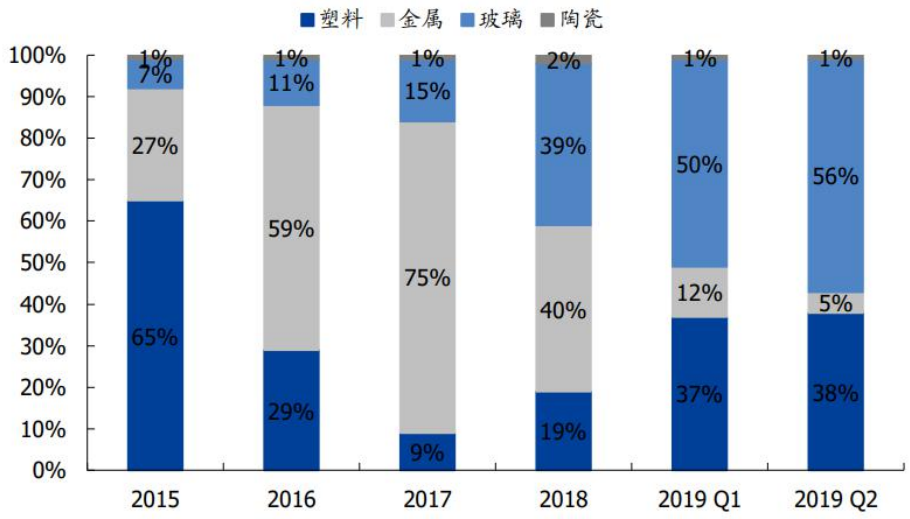
陶瓷——*硬度较高，抗刮花、颜值高，不过由于加工难度大，良率低，因而成本高昂（100-300 元），目前仅作为少数高端机型的差异化创新选择，渗透率仅为 1%左右；*

金属——*虽然其美观度较好，成本低（35-200 元），且耐磨，曾经是主流的背板材料，渗透率一度达到 75%。不过，由于其具有电磁屏蔽的缺陷，导致无法兼容无线充电功能。而根据我们此前的研究，未来无线充电将成为智能手机的主流配置，因此其渗透率不断减少，目前仅为 5%左右。*

玻璃——*相比于上述几种材质，其具有足够的耐磨性、可塑性和强度，性价比高（25-110 元），并可支持无线充电，已经成为中高端手机的背板材料的主流选择，渗透率在 56%左右。并且，随着工艺*

逐渐成熟，其成本也将随之降低，进一步抢占低端机型市场，渗透率将进一步提升。

图表 13：全球智能手机背板材料市场渗透率演变过程



资料来源：CINNO，国盛证券研究所

图：手机背板材料渗透率

来源：国盛证券

不过，由于消费电子产品市场需求变化较快，未来技术路线的变化也存在不确定性。因此，我们将玻璃背板渗透率分为乐观和保守两种情况进行假设：

乐观情景——玻璃背板渗透率持续提升，预计到 2024 年，玻璃背板渗透率逐渐达到金属背板曾经的峰值渗透率水平 75%，随后保持不变。

保守情景——陶瓷背板由于良率提升，成本下降，抢占一部分市场份额，预计到 2029 年玻璃盖板渗透率维持目前 56%的水平不变。

综上，根据全球智能手机出货量、玻璃背板渗透率，我们可以大致测算出乐观情况下，未来十年玻璃背板出货量将从 7.68 亿片增长到 11.25 亿片，年复合增速为 3.8%。

至此，量的部分已经介绍完毕，接下来看看价的情况。

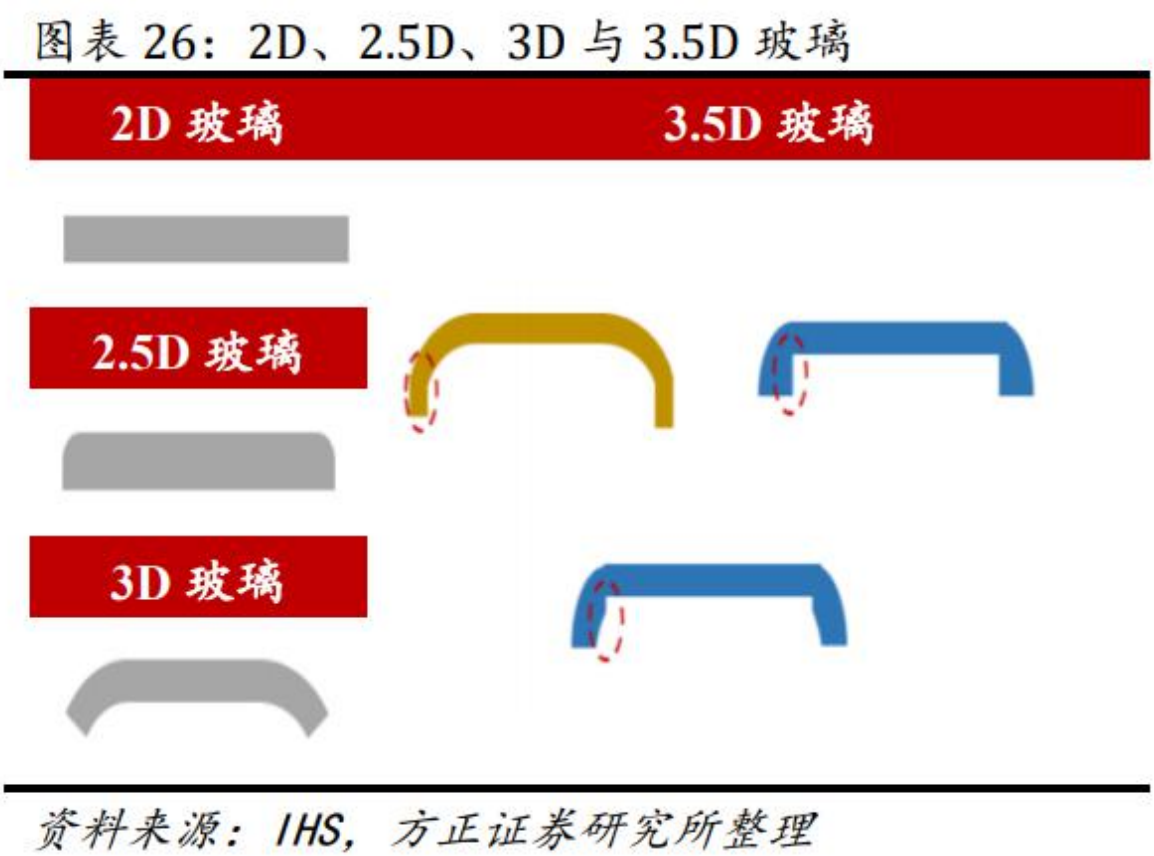
— 05 —

玻璃盖板，价格

▼

玻璃盖板根据加工工艺不同又可以分为 2D、2.5D、3D 以及 3.5D 玻璃，其价格也逐级上升。

塔坦研究



图：玻璃

来源：方正证券

2D 玻璃——即我们所熟悉的平面玻璃，表面没有任何的弯曲弧度，目前已很少使用；

2.5D 玻璃——俗称"水滴屏"，是在 2D 玻璃基础上对玻璃边缘进行一定的弧度处理，使手机屏幕呈现一种"盈而不溢"的视觉效果。

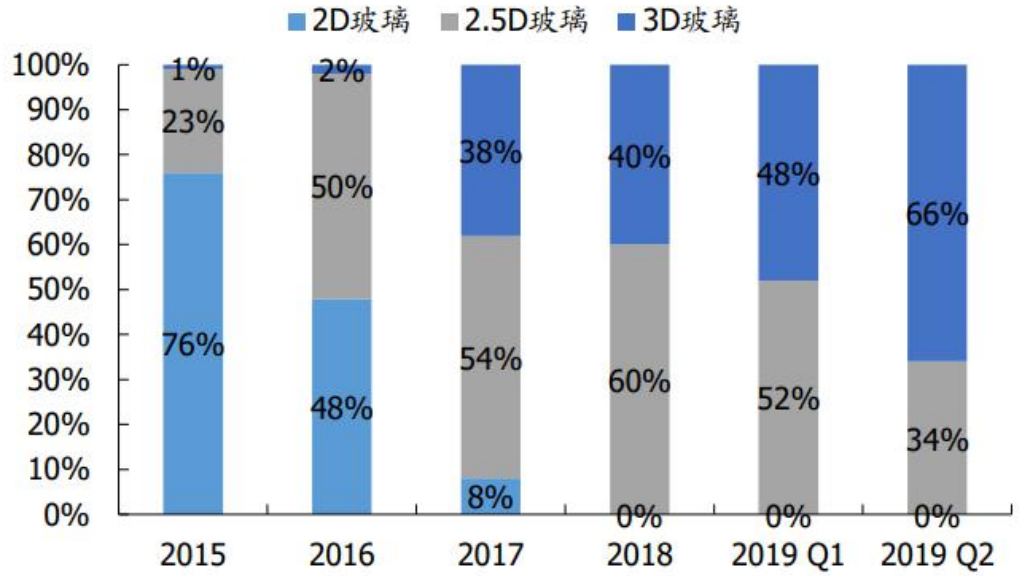
由于技术相对成熟，良率在 80%以上，成本为 25 元左右，是目前主流玻璃之一，主要为苹果系列手机采用，2019 年二季度渗透率为 34%；

3D 玻璃——无论是玻璃中间还是边缘均采用了弯曲设计，弧形边缘可以带来更出色的触控手感。

不过，由于目前工艺尚不成熟，良率仅为 55%-80%，单价在 70 元以上。由于其能够让柔性 OLED 屏视觉效果更好，因此，随着"3D 玻璃+柔性 OLED 屏"组合的普及，加之，工艺成熟带来的价格下降，预测目标价格将降至 30-40 元，3D 玻璃的渗透率将显著增加（目前渗透率为 66%）。目前，主要为华为 P30 等高端机型采用。

此外，为了追求更出色的触控体验，部分机型开始尝试采用 3.5D 玻璃，也就是俗称的"瀑布屏"。华为 Mate40 系列，就采用了瀑布屏设计（苹果还未采用）。不过，这只是部分机型的差异化选择，能否成为主流尚不确定，未来还需要继续跟踪。

图表 16：2D，2.5D，3D 玻璃渗透率



资料来源：CINNO，国盛证券研究所

图：2D/2.5D/3D 玻璃渗透率

来源：国盛证券

*目前，玻璃盖板的均价为 28 元/左右（根据蓝思科技收入倒算）。至 2029 年，我们假设 3D 玻璃的渗透率达到 76%（2D 玻璃 2015 年水平），价格降至 50 元（考虑到可能更高端玻璃，价格较机构预测略有上调）；2.5D 玻璃的渗透率降至 24%，价格降至 20 元。据此计算，玻璃盖板的均价为 43 元左右（76%*50+24%*20=43）。*

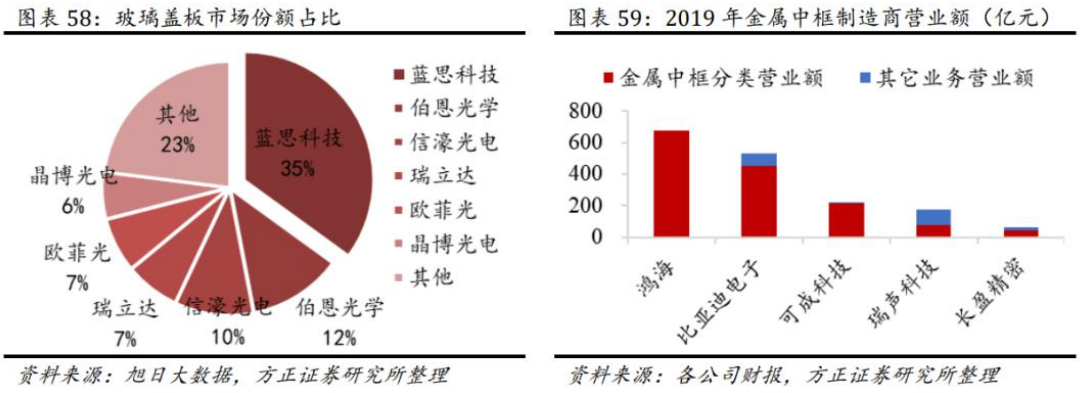
至此，量和价两方面均已预测完毕，据此可以估算出 2020 年玻璃盖板整体市场规模约为 565.69 亿元，到 2029 年将增长至 1124.02 亿元的规模，年复合增速为 7.11%。

市场规模计算完成后，接下来，我们来看看本案市占率的情况。

— 06 —

市占率

从市场竞争格局上来看，玻璃盖板市场竞争格局较为集中，CR3 为 57%。其中，本案为该领域龙头，市占率为 35%。*（注意：信濠光电的近年来增长迅速，不过财务数据有疑问需要解决，我们此处不做讨论）*



图：玻璃盖板市场份额占比

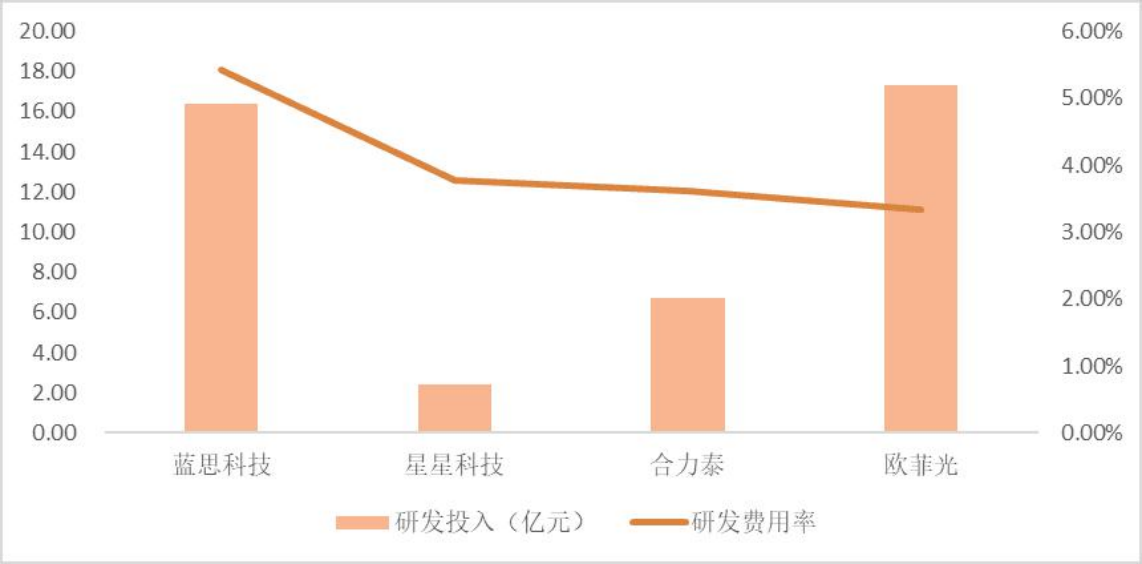
来源：方正证券

那么，未来本案市场份额是否还有提升空间？我们主要从技术壁垒、规模效应、客户结构三方面来看。

1）技术壁垒

消费电子产品迭代迅速，市场需求变化较快，且定制化程度高，对于制造厂商来说，产品快速研发和规模生产的能力就是市场竞争力。

从研发投入来看，本案无论是研发费用的绝对额还是研发费用率，在同行业中均处于较高水平。

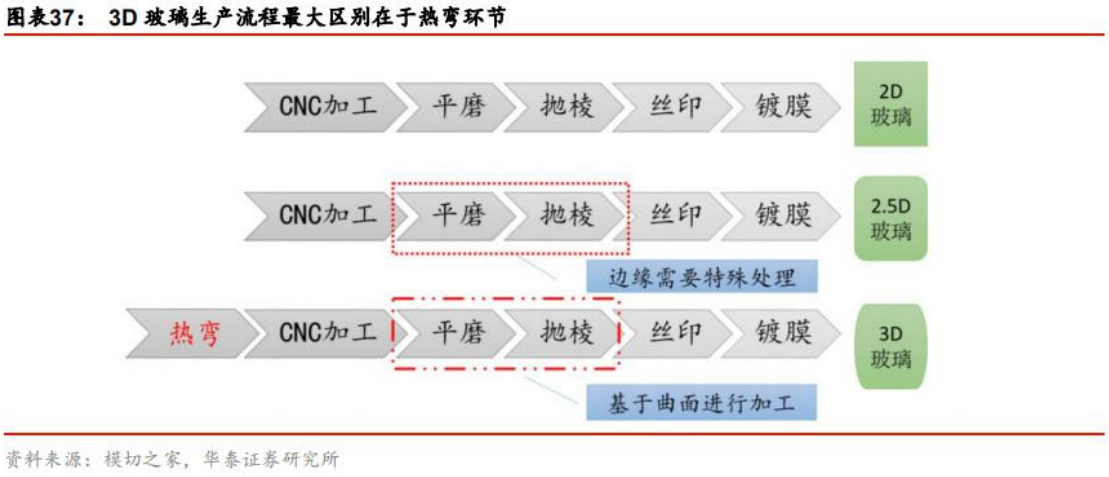


图：同行业研发投入对比

来源：塔坚研究

从工艺流程角度来看，与 2D 和 2.5D 玻璃相比，3D 玻璃生产工艺主要技术难点在于增加了热弯工艺，即将玻璃加热到特定温度

（800℃左右）软化成型，在热压和冷却过程中对温度的精准控制难度较大。



图：3D 玻璃生产工艺流程

来源：华泰证券

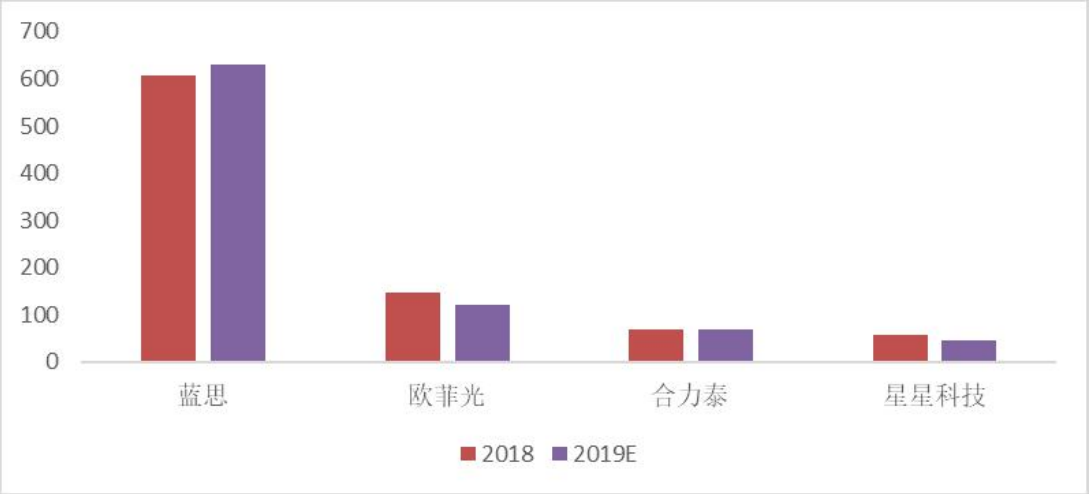
本案作为 3D 玻璃盖板的引领者，通过自主研发掌握了能够提高玻璃强度和加工精度的玻璃热弯成型技术和热熔成型技术，并且其大部分的设备是根据自身的生产研发经验，在行业通用设备的基础上进行优化改良而来，具有更高的加工精度和良率水平。

2）产能规模

防护玻璃制造行业，具有明显的重资产属性，资本开支巨大，具有明显的资金、规模壁垒。厂商的产能规模越大，向上游原材料和设

备企业的议价能力就越强，可以降低采购成本。同时，生产成本也随之降低，实现规模化效益，从而提高产品的毛利水平。

本案作为全球消费电子防护玻璃的龙头，根据旭日大数据资料，2019 年本案玻璃盖板出货量达到 630KK（预计数），远超其同行。



图：各厂商玻璃盖板年出货量（KK）

来源：旭日大数据，塔坚研究整理

3）客户结构

蓝思科技——客户包括苹果、华为、小米、OPPO 等主流手机厂商以及特斯拉等新能源汽车厂商；

星星科技——客户主要为华为、联想、小米等品牌；

合力泰——通过并购相继积累了三星、华为、OPPO、VIVO 等客户资源；

欧菲光——客户主要有苹果、三星、华为、小米等。

综合来看，蓝思科技和欧菲光凭借技术和质量优势，目前已是苹果产业链的主力供应商之一；而合力泰和星星科技客户主要以二线品牌为主。

综上，凭借在防护玻璃制造领域的先发优势，我们假设其大概率在预测期内市场份额将保持不变。

中小尺寸防护玻璃业务收入

1	玻璃盖板市场规模	根据全球智能手机出货量和玻璃盖板渗透率，我们可以测算出玻璃盖板市场规模，详见玻璃盖板市场规模测算表。					565.69	653.98	753.87	866.72	927.97	967.18	1,006.39	1,045.60	1,084.81	1,124.02
	YOY							15.61%	15.27%	14.97%	7.07%	4.23%	4.05%	3.90%	3.75%	3.61%
2	市占率	考虑到消费电子产品市场需求变化较快，我们假设市占率维持目前35%的市占率水平不变。				35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
3	手机防护玻璃业务收入【3=1*2】		110.04	98.65	168.32	193.60	213.06	197.99	228.89	263.85	303.35	324.79	338.51	352.24	365.96	379.68	393.41
	YOY			-10.3%	70.6%	15.0%	10.1%	-7.07%	15.61%	15.27%	14.97%	7.07%	4.23%	4.05%	3.90%	3.75%	3.61%
	占收入的比重		63.9%	64.7%	71.0%	69.8%	70.4%	51.15%	52.37%	53.57%	54.75%	54.20%	53.03%	51.85%	50.66%	49.47%	48.28%

图：手机防护玻璃收入预测

来源：塔坚研究

到这里，我们已经完成了手机防护玻璃业务的收入预测。接下来我们来看看大尺寸防护玻璃未来收入如何？

— 07 —

平板电脑防护玻璃，其他业务

▼

大尺寸防护玻璃（7 英寸以上），主要用于平板电脑视窗防护，以及车载显示屏的防护玻璃。由于该业务占总收入的比重仅为 12.5%，因此，我们简单采用增速法对其进行预测。

我们分别来看，两个主要应用领域的未来增长情况：

平板电脑——根据 IDC 发布的统计数据，2018 年平板电脑出货量为 1.46 亿台，2019 年平板电脑出货量为 1.44 亿台，出货量同比下降幅度由 2018 年的 10.7%缩窄至 1.37%，预计未来整个平板电脑市场呈现较为稳定的发展趋势。

车载显示屏——目前，全球汽车产业电动化趋势明显，汽车电子化程度不断提升，车载显示屏也在朝着大屏、多屏方向快速发展。据 Prismark 预测，2019 年全球汽车电子产值达到 2250 亿美元，到 2023 年将达到 2460 亿美元，年复合增长率为 2.3%。

塔坐研究

从本案定增项目投向来看，车载显示屏项目是未来投资的主要领域之一，可以预测，未来十年，该项业务仍将保持较大的增长空间。

由于这部分业务占比不大，且没有拆分，我们假设该部分业务增速在预测期内将由目前的年复合增速 12%，逐步降至未来全球汽车电子 2.3%的行业增速水平。



	大尺寸防护玻璃业务收入															
4	大尺寸防护玻璃业务收入	该部分业务主要分为平板电脑视窗防护以及车载显示屏的防护玻璃。 根据Prismark预测，2019年全球汽车电子产值达到2250亿美元，到2023年将达到2460亿美元，年复合增长率为2.3%。	18.33	16.34	25.29	27.23	37.94	42.12	46.36	50.57	54.68	58.59	62.21	65.45	68.23	70.46	72.08
5	YOY	我们简单假设该部分业务增速在预测期内将由目前的年复合增速12%逐步降至目前全球汽车电子2.3%的行业增速水平。					12.00%	11.03%	10.06%	9.09%	8.12%	7.15%	6.18%	5.21%	4.24%	3.27%	2.30%
	占收入的比重		10.6%	10.7%	10.7%	9.8%	12.5%	10.9%	10.6%	10.3%	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%	9.4%	9.2%	8.8%

图：大尺寸防护玻璃业务收入

来源：塔坚研究

至此，防护玻璃业务收入预测完毕，我们接下来看看本案另一大增长方向：横向并购。

考虑到其同时作为苹果、华为、小米、OPPO、特斯拉的核心供应商，客户资源绑定较深，并且和行业第二名差距拉得较大，很难被客户替换。因而，在具备核心客户资源的同时，有像立讯精密这样通过横向扩张，成为平台型零配件公司的潜质，因而，并购可能将成为对本案需要长期关注的增长方向。

我们来看，目前其新收购的业务收入情况如何。

— 08 —

新材料及金属

新材料及金属业务，主要包含：新材料业务和金属部件业务两部分。由于这部分业务缺乏详细的数据支撑，我们采用增速法简化预测。

1）新材料业务

新材料主要分为陶瓷材料和蓝宝石材料。其中，蓝宝石材料主要应用于智能手表防护面板、摄像头防护镜片、指纹识别模组等；陶瓷材料，主要应用于手机背板及智能手表背板等。这里，我们主要来看新材料的核心应用场景，且未来增长空间较大的可穿戴设备：

根据 IDC 的统计数据，全球可穿戴设备 2019 年出货量已达到 3.365 亿部，预计 2024 年的出货量将达到 5.268 亿台，年复合增长率达 9.38%。

考虑到未来可穿戴设备使用场景不断丰富，功能也更加多样，可穿戴设备市场规模不断增长。因此，我们假设该部分业务收入维持未来全球可穿戴设备出货量增速（9.38%）。

塔坚研究

2）金属结构件业务

该业务未来其增长驱动，主要看其将要收购的可胜和可利所带来的收入增长。

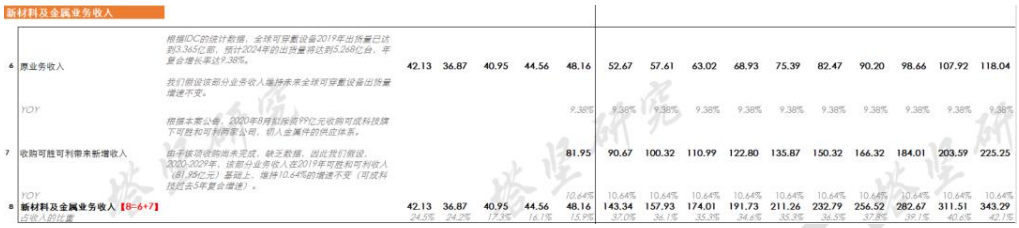
2020 年 8 月，本案发布公告，拟斥资 99 亿元收购可成科技旗下在中国大陆地区的两家子公司：可胜（泰州）和可利（泰州），其主营业务为手机金属机壳的加工及组装，计划切入金属件的供应体系，同时为向下游供应链进行垂直整合奠定基础。

由于玻璃盖板易碎，其结构强度无法支撑整个机身强度，金属中框在保证机械强度的同时也具有较好的延展性，可以起到增强机身结构强度和缓冲保护的作用。因此，“前后玻璃盖板+金属中框”配置有望成为主流。

由于该项收购尚未完成，缺乏数据，因此我们假设，2020-2029 年，该部分业务收入在 2019 年可胜和可利收入（81.95 亿元）基础上，维持 10.6%的增速不变（可成科技过去 5 年复合增速）。

此外，后续我们还需要通过季度报告，密切追踪收购完成后，标的一方的业绩和增长能否快速放量，如果放量逻辑顺利，那么，“类立

讯”的平台型增长模式将可能会形成。如果放量不顺利，则需要留意逻辑下杀的风险。



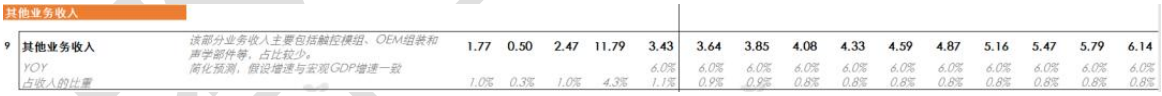
新材料及金属业务收入																
4 原业务收入	根据IDC的统计数据，全球可穿戴设备2019年出货量已达到3.36亿部，预计2024年的出货量将达到5.26亿台，年复合增长率达9.38%。 我们假设该部分业务收入维持未来全球可穿戴设备出货量增速不变。	42.13	36.87	40.95	44.56	48.16	52.67	57.61	63.02	68.93	75.39	82.47	90.20	98.66	107.92	118.04
YOY						9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%
7 收购可胜可利带来新增收入	根据本案公告，2020年8月拟按照9亿元收购可成科技旗下可胜和可利两家公司，切入金属件的供应体系。 由于该项收购尚未完成，缺乏数据，因此我们假设，2020-2029年，该部分业务收入在2019年可胜和可利收入（约1.35亿元）基础上，维持10.64%的增速不变（可成科技近去5年复合增速）。					81.95	90.67	100.32	110.99	122.80	135.87	150.32	166.32	184.01	203.59	225.25
YOY						10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%
8 新材料及金属业务收入【8=6+7】		42.13	36.87	40.95	44.56	48.16	143.34	157.93	174.01	191.73	211.26	232.79	256.52	282.47	311.51	343.29
占收入的比重		24.3%	24.2%	17.1%	16.1%	15.9%	37.0%	36.1%	35.3%	34.6%	33.3%	36.5%	37.8%	39.1%	40.6%	42.1%

图：新材料及金属业务收入

来源：塔坚研究

本案其他业务，主要包括触控模组、OEM 组装、声学部件等。

由于该部分业务占比较少，且波动较大。我们简化假设预测期内该部分业务增速维持 6%水平，具体详见建模表，此处不再赘述。



其他业务收入																
9 其他业务收入	该部分业务收入主要包括触控模组、OEM组装和声学部件等，占比较少。 简化预测，假设增速与宏观GDP增速一致	1.77	0.50	2.47	11.79	3.43	3.64	3.85	4.08	4.33	4.59	4.87	5.16	5.47	5.79	6.14
YOY						6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
占收入的比重		1.0%	0.3%	1.0%	4.3%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

图：其他业务收入预测

来源：塔坚研究

至此，收入预测已经完成。不过，单一逻辑毕竟不一定靠谱，我们还需要从多个逻辑角度，做交叉印证。

— 09 —

逻辑，印证

综合以上数据，可以计算出乐观情况下，本案近三年的收入增速分别为 27.9%、12.9%、12.7%。这里，我们再结合“三季报反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：三季度反推——通过三季报与年报的历史关系，反推出 2020 年收入增速。2017 年-2019 年，其三季报收入占全年收入的比重在 60%-70%之间。我们选其均值 66.79%作为参考值。根据其三季报，2020 年前三季度本案的营业收入为 260.83 亿元，四季度如无意外发生，可以倒推出全年收入约为 390.52 亿元，同比增速约为 29.06%。

培生研究



图：前三季度收入占全年收入比重（单位：%）

来源：塔坚研究

方法二：内生增速——采用预期增长率，采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。其上市以来累计分红率约为 24.53%，近五年平均 ROE 约为 11.35%，通过计算，得到内生增速为 8.57%。

方法三：外部分析师预期——这里我们选取 180 天内 17 家机构在 2020 年-2022 年的预测，营收增速分别为 28.68%、22.83%、19.38%。

整体来看，我们给出的收入增速预测低于机构预测，主要原因在于材料技术发展路线存在不确定性，我们对玻璃盖板整体市场规模和市占率估计的相对比较保守。

至此，收入层面已经分析完毕，接下来，我们看另一个问题：利润表，该如何建模?

……

以上仅为本报告部分内容。

如需获取本报告全文
以及部分重点行业 Excel 建模表，
请查阅：科技版建模案例库
以及：专业版建模案例库，
建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力

资产负债表 Balance Sheet

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	**2,989.0**	**2,994.0**	**2,955.0**	**2,803.8**	**2,690.9**	**2,617.3**	**2,595.3**	**2,672.9**	**2,744.7**	**2,817.3**	**2,890.6**	**2,964.7**	**3,039.6**
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	**621.1**	**597.0**	**568.3**	**517.5**	**452.1**	**381.1**	**346.8**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	**1,703.7**	**1,638.8**	**1,528.1**	**1,333.4**	**1,145.6**	**1,005.2**	**908.5**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	**1,285.3**	**1,355.2**	**1,426.8**	**1,470.4**	**1,545.3**	**1,612.0**	**1,686.8**	**1,763.7**	**1,835.5**	**1,908.1**	**1,981.4**	**2,055.5**	**2,130.4**
负债和股东权益总计	**2,989.0**	**2,994.0**	**2,955.0**	**2,803.8**	**2,690.9**	**2,617.3**	**2,595.3**	**2,672.9**	**2,744.7**	**2,817.3**	**2,890.6**	**2,964.7**	**3,039.6**
平衡吗?	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**

并购优塾

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
（单位为百万元人民币，特殊说明除外）	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
（投资收益）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（非经常性或非经营性损益）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】	资产减少，现金流入			-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				**8,720**	**12,802**	**16,855**	**20,163**	**23,624**	**27,254**	**30,901**	**34,381**	**37,485**	**40,000**
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（固定资产购建）				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
（无形资产购置）				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
（新增长期待摊费用）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				**-3,938**	**-4,651**	**-5,367**	**-6,137**	**-6,929**	**-7,005**	**-6,880**	**-6,529**	**-5,945**	**-5,139**
融资活动现金流													
（借还期初融资缺口）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（财务费用）				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
（归属于母公司股东的分红）	（表示负）			-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
（归属于少数股东的分红）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				**-8,700**	**-3,711**	**-5,396**	**-7,317**	**-8,588**	**-10,284**	**-12,053**	**-13,836**	**-15,537**	**-17,045**
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	[illegible]	[illegible]	4,776
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金）】				**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
期末货币资金				**22,633**	**27,073**	**33,166**	**39,875**	**47,983**	**57,948**	**69,917**	**83,932**	**99,936**	**117,752**

在专业版、科技版建模案例库中，我们将沿着上述思路，解决几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述行业，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在市场横行——但其实，如果不把财务建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1）在本案建模过程中，我们对比了大量的可比案例，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外巨头之间，是否有差异？

2）综合相对法、绝对法，得出的数据区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对数据的影响有多大？

3）本案，是产业链上极为重要的一家——在本案建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有数据因子串联起来，形成逻辑的闭环？

4）经过前期的变动之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的建模数据，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

本案，将更新至“科技版—报告库”中，敬请留意。

如果您对本案的【财务建模部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的财务建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



来自「并购优塾」

扫码阅读优塾专业版报告

如需了解更多，请添加工作人员微信：bgys2020

【版权与免责声明】*1）版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2）尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3）内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4）阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5）主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6）平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。*