太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-08

公司点评报告

买入/维持

蓝思科技(300433)

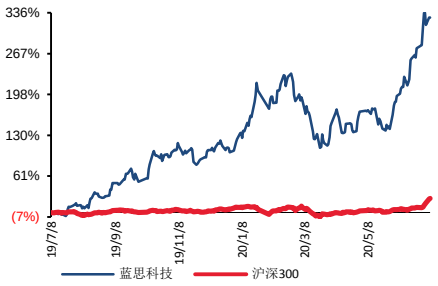
目标价：35.2

昨收盘：28.74

信息技术 技术硬件与设备

从部分核心财务指标看蓝思科技的王者归来

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,384/4,369
总市值/流通(百万元)	125,992/125,570
12 个月最高/最低(元)	29.26/6.39

相关研究报告：

蓝思科技（300433）《积土成山，非斯须之作》--2020/04/30

蓝思科技（300433）《P40，蓝思外观件深厚底蕴再次绽放的绚丽展台》--2020/03/30

蓝思科技（300433）《技术工艺创新持续进化，客户资源与规模交付造就垂直整合龙头地位》--2020/03/15

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

证券分析师助理：沈钱

电话：021-58502206-8008

E-MAIL：shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119110024

营收利润持续复合增长，旺盛的内生竞争力构筑新平台，垂直整合显现发展新空间。蓝思科技于 2006 年成立，2015 年登陆资本市场，从 2011 年开始，受益于终端大客户智能手机出货量的不断增加、外观结构件不断升级以及全球智能手机的快速成长，公司营业收入归母持续扩大，从 2011 年的 60.30 亿元增长至 2019 年的 302.58 亿元，规模扩大超 5 倍，年复合增长 22.34%。

与之相应的，公司的净利润规模亦不断扩大，2019Q3-2020Q1 期间，公司已连续三个季度实现对应单季度净利润的新高，尤其是 2020 年第一季度，在全球电子产业链深受新冠疫情冲击的情况下，公司仍实现营业收入 69.50 亿元，同比增长 44.60%，归母净利润 8.83 亿元，这一优异成绩单的背后支撑是公司过去两年各项布局确立的竞争优势以及行业影响力。

公司是本土电子企业中内生增长的典范，公司对于并购的要求与风险控制非常严苛，2011-2019 年九年间，公司仅有两年因为收购深圳市梦之坊通信产品有限公司形成了商誉，且商誉值非常低，仅 4496.91 万元，其余年份均未有商誉产生，公司的外延扩张是非常谨慎的，这是对自身资产与投资者权益负责的表现。

在业务方向上，公司亦没有固步于消费电子视窗防护玻璃行业，而是基于在核心业务领域的技术工艺积累以及对外观结构件行业的深入理解，由里及外，由点及面，进行产业链的横纵向拓展，譬如进入触显模组加工以及蓝宝石、陶瓷等新材料领域。整体而言，公司 2019-2020 年在外观件平台的布局上可谓华章初成，展望后续公司将以内生和并购为抓手，实现多维度快速发展。

行业领先的稳定高毛利：研发创新、全球大客户、优质“重资产”、自动化设备成就高门槛。从历年年报来看，公司的毛利率水平一直维系在一个比较高的水平，这是因为：

（1）深度绑定核心客户，从研发阶段了解并解决客户需求，确立行业领先地位。公司第一大客户贡献的收入占比曾一度高达 50%以上（2012 年占比 56.03%），对 A 客户过于依赖一直被认为是公司的风险之一，但在智能手机市场快速成长阶段（2009-2015 年），A 客户始终是智能手机外观件甚至整个市场的引领者，从研发阶段便绑定此类客户，对公司的快速成长直至确立行业领先地位的助益颇多，从公司层面考虑，刻意降低大客户依赖度显然会起到南辕北辙的效果，而且，

与各个安卓系品牌相比，A 客户的单一产品系列具备更长的生命周期，出货量更多且更稳定，对公司产线稼动率的提升是有所助益的，而这将直接反应到公司的盈利能力之上，2011-2013 年，公司的毛利率高达 30%以上。

对于市场的担忧可以分两方面考虑，首先，公司与 A 客户的合作从初代产品便已开始，至今已有十数年，双方是具备相互信任的基础的，其次，伴随着国产安卓品牌的逐渐崛起，HMOV 等客户的收入占比亦在逐渐提升，相应地，从 2017 年到 2019 年，公司第一大客户的收入占比逐年降低，从 49.37%降低至 43.07%。

（2）核心“重”资产灵活的投入与应用、有序地盘活并成为规模与制程技术的不可超越壁垒是公司最明确的竞争护城河。重资产一直是消费电子外观玻璃行业的固有属性之一，市场虽然对此也有过一些质疑的声音，但从过去数年的表现来看，公司具备判断行业周期与趋势的决断力，以及在当投之时勇于投入的行动力，包括充分将核心设备规模、集成度、生产效率的优势转换为盈利胜势的能力。2017-2018 年是全球智能手机市场出现下滑年份，但公司仍积极扩产，总投资 47.6 亿元浏阳南园募投项目“消费电子产品外观防护玻璃建设项目”二期和总投资 17.6 亿元的东莞松山湖园区募投项目“视窗防护玻璃项目”一期相继达产，并进行工程转固，2017 年和 2018 年期末固定资产相较期初分别增加 40.06%和 34.38%，达到 169.74 亿和 227.30 亿，新增产线稼动率不足的确对当期的盈利能力有所影响，2018Q2-2019Q2，公司的毛利率下滑明显，但随着行业技术升级周期的如期到来、下游品牌差异化产品需求大量增长，公司逆势扩张铸就的竞争护城河令盈利水平快速成长并大幅超出过往，2019Q3-2020Q1，公司的毛利率分别同比提升 9.34 pct.、6.97pct.和 8.58 pct.，达 29.22%、28.72%和 26.74%。

消费电子外观玻璃行业发展至今，其工艺已相当复杂，一个生产过程往往涉及上百道不同的工序，需要各类不同的制程设备，而且动辄千万级别的订单需求，更是要求公司具备垂直情况、快速交付的能力，这些都是建立在公司适当的重资产之上的，而且有序的变“重”是拔高行业准入门槛、确立公司竞争优势的方式之一。

现金流系列指标优于同行，高质量的收入、高效的资本开支、持续优化的产品结构。2011-2019 年间，公司经营现金流表现良好，经营现金流入从 58.21 亿元增长至 331.55 亿元，年复合增长 24.29%，经营活动现金流净额从 4.68 亿元增长至 72.51 亿元，年复合增长 40.85%，不过，由于公司属于资产密集型企业，为了永续发展，资本开支较大，尤其是 2017 和 2018 年，出于逆势扩张的考虑，公司的资本开支分别为 60.41 亿和 90.94 亿元，这使得公司的自由现金流有所承压，而随着公司一轮大规模的投资完成、新产线的经济效益逐渐体现，自由现金流的改善相当明显，2019 年，公司资本开支虽仍高达 45.21 亿元，

但自由现金流高达 27.3 亿元，保持充沛的经营现金流和自由现金流，是缓解公司未来进一步扩张时将面临的资金压力的有效方式之一。2015-2019 年间，蓝思科技的收入现金比率（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）均极为接近 100%，这充分体现了公司收入的高质量，极少出现坏账情况，资金回笼速度较快，这其实也是公司与优质核心客户深度绑定所结的果实；此外，公司经营活动现金流净额以及净利润现金比率（经营活动现金流量/净利润）均优于大部分本土 A 客户供应商，这说明公司具备超行业平均水准的产生现金的能力，是避免公司因现金短缺而举步维艰的重要保障之一。

盈利预测和评级：维持买入评级。在平常的交流中，我们看到其实非常多的投资者并不了解蓝思的财务指标，其实公司在毛利率、收入质量、ROE 等多项指标方面与其他 A 股消费电子标的相比均有优势，甚至远超平均水准，在经历了 2018 年逆势扩张的阵痛期之后，自由现金流、盈利能力等的恢复情况也相当良好，以今年的报表各项指标而言，毫无疑问已经进入明确上升期，持续看好蓝思的行业核心地位与持续成长可能，预计 2020-2022 年的净利润为 41.32 亿、49.11 亿和 61.17 亿元，当前股价对应 PE 31.72、26.68 和 21.42 倍，维持买入评级。

风险提示：（1）因疫情全球蔓延，2020 年消费电子终端下游市场需求下滑程度超预期；（2）部分核心客户因疫情遏制需求等原因，延缓新品发布；（3）竞争对手恶性降价导致行业利润率下滑。（4）下游客户 Q2Q3 订单受宏观经济波动不确定的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万	30258	37870	44421	58763
(+/-%)	9.17	25.16	17.30	32.29
净利润(百万元)	2469	4132	4911	6117
(+/-%)	304.48	68.14	18.20	24.83
摊薄每股收益	0.56	0.94	1.12	1.40
市盈率(PE)	53.08	31.72	26.68	21.42

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)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,497	5,666	7,574	8,884	11,753
应收和预付款项	6,295	6,921	7,407	8,528	11,190
存货	2,760	3,212	3,870	4,428	5,273
其他流动资产	845	830	1,057	1,683	1,733
流动资产合计	14,397	16,630	19,908	23,523	29,949
长期股权投资	34	42	42	42	42
投资性房地产	0	279	279	279	279
固定资产	22,730	23,992	25,234	24,239	24,382
在建工程	1,414	2,070	1,233	1,684	838
无形资产	2,599	2,938	2,938	2,938	2,938
长期待摊费用	28	21	10	0	0
其他非流动资产	1,939	1,056	2,032	2,383	2,456
资产总计	43,140	47,029	51,676	55,088	60,885
短期借款	9,575	8,259	8,843	5,139	1,603
应付和预收款项	8,924	9,806	9,991	12,708	16,421
长期借款	5,257	3,373	3,373	3,373	3,373
其他负债	2,296	3,153	3,223	3,246	3,315
负债合计	26,053	24,591	25,430	24,467	24,713
股本	3,927	4,251	4,251	4,251	4,251
资本公积	1,796	5,029	5,029	5,029	5,029
留存收益	11,332	13,080	16,935	21,393	27,034
归母公司股东权益	17,055	22,359	26,215	30,673	36,314
少数股东权益	32	78	31	(52)	(142)
股东权益合计	17,087	22,438	26,246	30,621	36,172
负债和股东权益	43,140	47,029	51,676	55,088	60,885

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	4,917	7,233	4,167	6,552	7,379
投资性现金流	(9,201)	(4,463)	(2,068)	(705)	(358)
融资性现金流	2,809	(1,820)	(192)	(4,537)	(4,153)
现金增加额	(1,217)	1,023	1,908	1,310	2,868

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27,717	30,258	37,870	44,421	58,763
营业成本	21,445	22,629	27,020	31,659	41,863
营业税金及附加	230	286	303	320	488
销售费用	557	439	549	777	1,299
管理费用	2,031	1,802	4,014	4,642	6,599
财务费用	614	706	662	660	729
资产减值损失	833	(408)	621	788	760
投资收益	(21)	12	0	0	0
公允价值变动	23	0	0	0	0
营业利润	1,110	2,828	4,722	5,594	7,049
其他非经营损益	(184)	11	83	86	41
利润总额	926	2,839	4,805	5,680	7,090
所得税	325	410	721	852	1,064
净利润	601	2,429	4,085	4,828	6,027
少数股东损益	(36)	(39)	(47)	(83)	(90)
归母股东净利润	637	2,469	4,132	4,911	6,117

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	22.63%	25.21%	28.65%	28.73%	28.76%
销售净利率	2.17%	8.03%	10.79%	10.87%	10.26%
销售收入增长率	16.94%	9.16%	25.16%	17.30%	32.29%
EBIT 增长率	(44.15%)	138.10%	48.90%	14.24%	19.33%
净利润增长率	(70.31%)	304.48%	68.14%	18.20%	24.83%
ROE	0.04	0.11	0.16	0.16	0.17
ROA	0.03	0.08	0.10	0.11	0.12
ROIC	0.05	0.10	0.13	0.13	0.16
EPS(X)	0.15	0.56	0.94	1.12	1.40
PE(X)	205.70	53.08	31.72	26.68	21.42
PB(X)	7.68	5.86	5.00	4.27	3.61
PS(X)	4.73	4.33	3.46	2.95	2.23
EV/EBITDA(X)	36.22	22.13	25.23	21.59	17.44

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	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	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@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
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。