

蓝思科技 (300433)

公司研究/动态报告

业绩亮眼，持续深化外观结构 ODM 蓝图

动态研究报告/电子

2020 年 05 月 07 日

报告摘要:

● 业绩亮眼，订单充足、份额提升提供主要动力:

公司发布 2020 年第一季度报告，实现营收 69.50 亿元，同比+44.60%，实现归母净利润 8.83 亿元，位于此前预告 8.79 亿元-8.84 亿元的上限，超市场预期，较去年同期-0.97 亿元改善显著。实现扣非归母净利润 7.15 亿元，去年同期为-2.56 亿元。业绩亮眼主要得益于公司在消费电子领域和汽车电子领域市占率提升、订单充足及垂直整合效果明显。公司发布 2019 年年度报告，全年实现营收 302.58 亿元，同比+9.16%，归母净利润 24.69 亿元，同比+287.56%，创历史新高，扣非归母净利润 20.12 亿元，同比+602.51%。全年毛利率 25.21%，比 2018 年提高 2.58pct，净利率 8.03%，比 2018 年大幅度提高 5.86pct。2019 年公司核心产品产销两旺，包括瀑布式 3D 玻璃、磨砂质感一体式玻璃后盖、幻影效果玻璃后盖等均获得全球知名品牌客户的使用。在智能手机、智能穿戴式设备、平板电脑、笔记本等各业务板块均实现高质量增长，与包括特斯拉在内的众多高端新能源汽车厂商和国际高端传统汽车厂商合作进一步加深。

● “前段材料+中段工艺+后段客户”全面布局深化外观结构ODM蓝图

规模效应、生产管理和客户资源是行业竞争核心，公司已实现从基础材料到中段工艺再到后段客户的全面深入布局，目前技术实力、规模生产能力已位于行业前列。基础材料端，公司已全面覆盖防护玻璃到外观新材料蓝宝石、陶瓷，技术行业领先。中段工艺端，广泛布局专利、自主开发核心设备。2015 年公司获得专利数为 230 件，到 2018 年已达到 1234 件。公司专用设备自主研发，生产所用的大部分工装夹具、模具、辅材也多为自制，完美适配公司的生产线排布和工艺技术特点，关键设备的性能、效率和自动化程度、能耗等指标优于市场标准化设备。后段客户覆盖面广，客户资源优质。凭借优异的产品性能和技术优势，公司不断抢占市场份额，成功切入国内外知名消费电子和汽车等厂商的供应链，包括全球前五大智能手机品牌上苹果、三星、华为、OPPO、VIVO、小米等，全球新能源汽车领航者特斯拉等汽车电子客户，及其他消费电子客户如 LG、亚马逊、微软等，客户资源优质。

● 汽车智能化加速发展，公司已深度布局

全球汽车产业电动化+智能化趋势明显，汽车电子化产品需求爆发。随着汽车电子化程度不断加深，车载显示屏将朝大屏、多屏方向快速发展。公司深度布局，2018 年公司启动蓝思湘潭生产基地建设，面向汽车厂商提供中控屏、外观装饰件以及其他部件。凭借在消费电子行业长期积累的技术实力和良好口碑，公司已经和多家知名汽车品牌厂商建立了长期、稳定的战略合作关系，包括特斯拉等全球高端新能源汽车厂商。目前，公司已经成为全球新能源汽车知名品牌厂商供应链的核心一级供应商，具备稳定、长期、大批量提供车载电子设备完整组件、外观结构件完整组件的能力。

● 龙头享受5G去金属化大趋势

5G 时代考虑到信号干扰和无线充电，玻璃、陶瓷等非金属材料迎来重大机遇，将逐步取代以铝合金为代表的金属外壳材料。智能手机端，iPhone 前后盖板均采用玻璃，安卓旗舰机型的主流后盖板已从 2.5D 升级为 3D，且未来 3D 有望向前盖板渗透。部分高端机型如华为 P30 Pro 等已采用更复杂的瀑布屏。瀑布屏侧面弯曲近 90 度，使触摸屏延伸到了手机侧面，进而取代了金属中框和功能按钮。此外，历代 Apple watch 材质也以陶瓷和玻璃为主。5G 时代迎来去金属化，玻璃和陶瓷工艺技术难度随着产品升级逐渐加大，公司迎来重大机遇。

推荐

维持评级

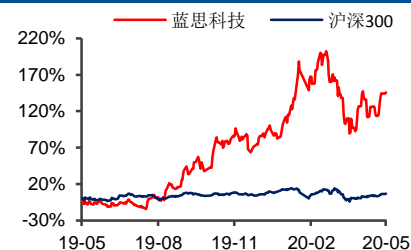
当前价格: 18.39 元

交易数据

2020-5-6

近 12 个月最高/最低(元)	22.61/6.39
总股本(百万股)	4,384
流通股本(百万股)	4,369
流通股比例(%)	99.66
总市值(亿元)	806
流通市值(亿元)	803

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 王芳

执业证号: S0100519090004

电话: 021-60876730

邮箱: wangfang@mszq.com

相关研究

1. 民生证券-蓝思科技 (300433) 公司动态报告: 跨过低谷, 迎接新机遇
2. 蓝思科技 (300433) 公司点评: 三季报符合预期, 新增产能加快业绩释放

● 大手笔定增保障产能需求

公司拟非公开发行不超过 13 亿股, 不超过本次非公开发行前总股本的 30%, 募集金额不超过 150 亿元, 扣除发行费用后将投资长沙园智能穿戴和触控功能面板建设项目、长沙园车载玻璃及大尺寸功能面板建设项目、长沙园 3D 触控功能面板和生产配套设施建设项目、工业互联网产业应用项目、补充流动资金, 各项目预计投资总额依次为 15.1、45.3、63.3、21.0、20 亿元, 合计 164.77 亿元, 分别拟使用募集资金 12.8、42.5、53.8、20.9、20.0 亿元, 合计 150 亿元。项目达产后将有效保障公司成长产能需求。

● 投资建议

我们预计公司 20/21/22 年收入为 375、441、495 亿元, 归母净利润依次为 36.67、45.69、55.00 亿元, 选取苹果产业链龙头公司立讯精密、鹏鼎控股和歌尔股份作为可比公司, 可比公司 2020 年 PE 为 32 倍, 蓝思为 21 倍, 维持“推荐”评级。

● 风险提示:

疫情持续加剧的风险、中美贸易摩擦、大客户技术变革不达预期、消费降级、下游需求减弱。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	30,258	37,521	44,063	49,451
增长率 (%)	9.2%	24.0%	17.4%	12.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,469	3,667	4,568	5,500
增长率 (%)	287.6%	48.5%	24.6%	20.4%
每股收益 (元)	0.62	0.86	1.07	1.29
PE (现价)	28.6	20.5	16.5	13.7
PB	3.4	2.9	2.5	2.1

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

目录

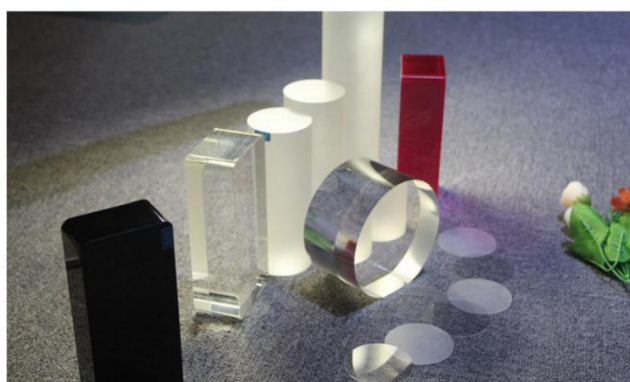
一 “前段材料+中段工艺+后段客户”全面布局深化外观结构 ODM 蓝图	4
二 汽车智能化加速发展，公司已深度布局	7
三 龙头享受 5G 去金属化大趋势	10
3.1 工艺持续升级，行业迎来新机遇+新挑战	10
3.2 深耕行业 17 年，苦练内功积攒深厚	13
四 投资建议	15
五 风险提示	15
插图目录	18
表格目录	18

一 “前段材料+中段工艺+后段客户” 全面布局深化外观结构 ODM 蓝图

规模效应、生产管理和客户资源是行业竞争核心，公司已深度布局。蓝思成立于 2003 年，创立初期致力于视窗防护玻璃的自主研发，后拓展范围至蓝宝石、陶瓷等关键基础材料，并自主研发、设计制造工艺和生产所需的设备，深入布局消费电子和汽车电子终端客户，持续深耕外观防护零部件行业，构筑外观结构 ODM 蓝图。凭借自主研发及多年技术沉淀，公司已掌握业内先进的生产工艺，技术已位于行业前列。通过基础材料+中段工艺+后段客户的深入布局，公司持续提升竞争实力。

基础材料端，从防护玻璃到外观新材料蓝宝石、陶瓷已全面覆盖，技术行业领先。1) 玻璃：公司专注防护玻璃的自主研发超过 17 年，并通过对视窗防护玻璃的改进，成功开发出可用作消费电子产品外壳或后盖的防护玻璃，进一步拓展了视窗防护玻璃的应用范围。从 2D 到 2.5D 到 3D 到 3.5D，公司持续引领行业技术升级。目前公司产品广泛用于智能手机、平板电脑、笔记本、汽车等多终端领域。2) 蓝宝石：公司已具备蓝宝石防护屏产品的设计和生产基地，已打通从蓝宝石长晶设备开发、规模化长晶生产、晶体材料深加工到各种规格应用产品批量制造的全产业链。公司产品已广泛用于摄像头保护镜片、指纹识别保护镜片和智能可穿戴设备防护屏等对耐划伤、硬度具备高要求的场景。3) 陶瓷：公司对精密陶瓷的加工生产从 2011 年开始发力。2011 年，公司投资 5 亿元和华联合作打造陶瓷面板生产基地，通过多年的研究和工艺改进，公司已实现从传统手工制作升级到全自动化生产，并通过后期不同工艺技术提升质感，产品将有望广泛用于手机后盖、侧键、摄像头圈口、按键、手表表壳和表圈、汽车等部件上，已成为小米 MIX、小米 5 尊享版等机型的陶瓷中框、陶瓷后盖及可穿戴设备陶瓷后盖的核心供应商。

图 1：蓝思蓝宝石产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 2：蓝思陶瓷产品

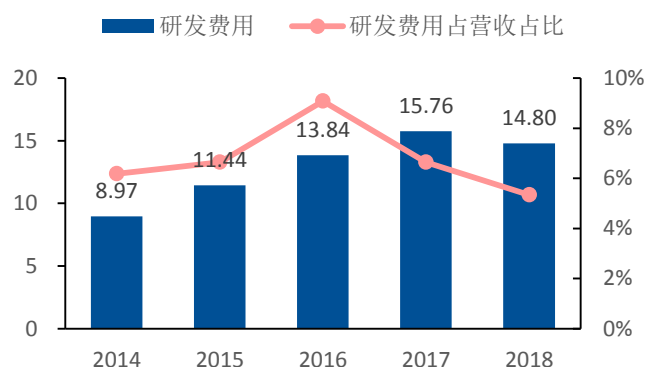


资料来源：公司官网，民生证券研究院

中段工艺端，广泛布局专利、自主开发核心设备。1) 公司持续投入技术研发，研发费用占营收的比例常年维持在 6% 左右。公司专利数量快速增长，2015 年获得专利数为 230 件，到 2019 年第二季度末已达到 1404 件。2) 专用设备自主研发，生产所用的大部分工装夹具、模具、辅材也多为自制。公司自主研发热弯、精雕、贴合、4 轴 6 轴机器人等十多种核心专

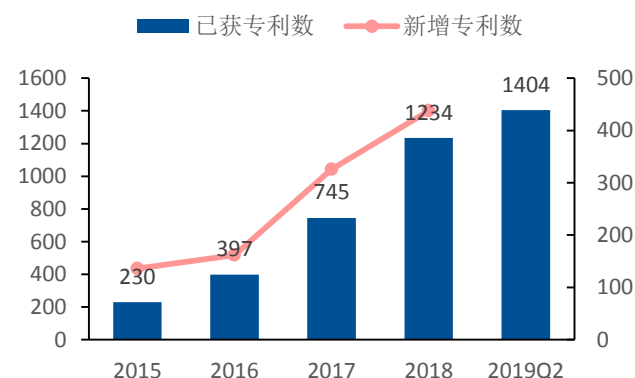
用设备,完美适配公司的生产线排布和工艺技术特点,关键设备的性能、效率和自动化程度、能耗等指标优于市场标准化设备,公司依靠自主研发的专用设备提升生产销量和良率。

图 3: 公司持续投入研发 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 4: 公司已获专利数快速增长 (单位: 件)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 5: 公司积极推动智能制造体系建设



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

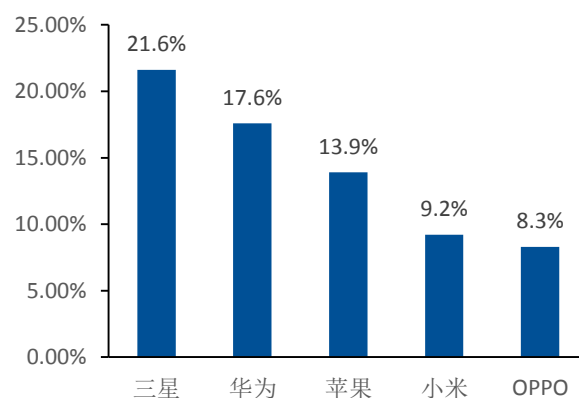
后段客户覆盖面广, 客户资源优质。凭借优异的产品性能和技术优势, 公司不断抢占市场份额, 成功切入国内外知名消费电子和汽车等厂商的供应链, 包括全球前五大智能手机品牌上苹果、三星、华为、OPPO、VIVO、小米等, 全球新能源汽车领航者特斯拉等汽车电子客户, 及其他消费电子客户如 LG、亚马逊、微软等, 客户资源优质。公司实行产品规模化生产后, 制造成本进一步降低, 客户黏性得到提高, 不仅巩固了公司在行业内的龙头地位, 也提高了对后段客户的议价能力。公司与优质客户在技术创新上紧密合作, 紧跟行业变化趋势, 为客户提供定制化的产品解决方案, 实现与客户的深度绑定。

图 6：公司客户资源优质



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：2019 年全球智能手机前五大品牌均为公司客户

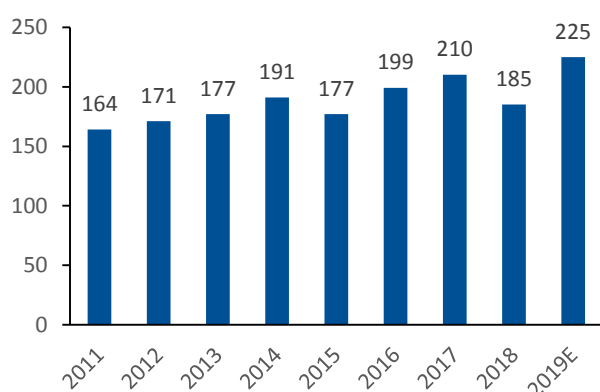


资料来源：IDC，民生证券研究院

二 汽车智能化加速发展，公司已深度布局

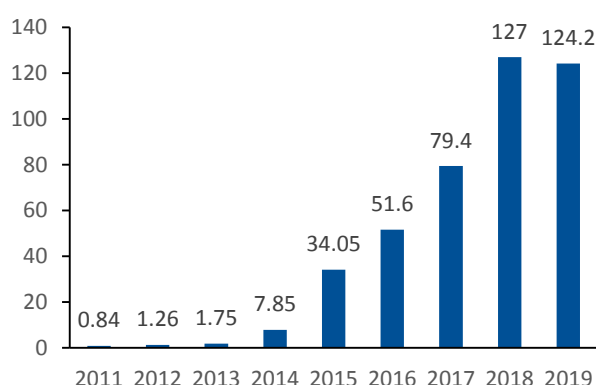
全球汽车产业电动化+智能化趋势明显，汽车电子化产品需求爆发。随着 ADAS 在汽车行业的快速渗透，汽车电子化程度得到全面提升。同时，新能源汽车的普及推动汽车朝电动化方向发展，对电子化程度的要求提高。传统高级轿车的电子化成本约 25%，新能源车达到 45%-65%。近几年，国内新能源汽车产量快速增长，2019 年达到 124.2 万辆，大幅提升对汽车电子化产品的需求。据 Prismark 预测，2019 年全球汽车电子产值达到 2250 亿美元，到 2023 年将达到 2460 亿美元，2019-2023 的 CAGR 为 2.3%。

图 8：2019 年，汽车电子产值达到 2250 亿美元（单位：十亿美元）



资料来源：Prismark，民生证券研究院

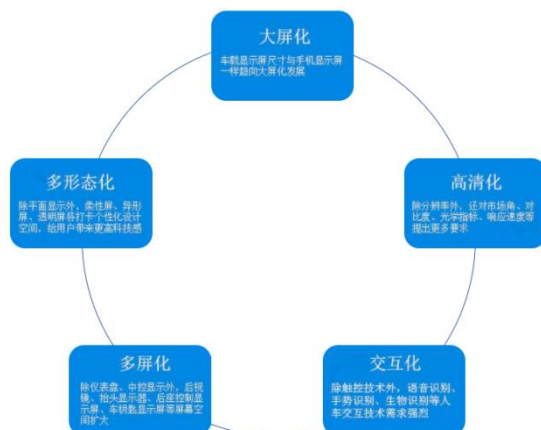
图 9：国内新能源汽车产量快速增长（单位：万辆）



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

随着汽车电子化程度不断加深，车载显示屏将朝大屏、多屏方向快速发展。随着 5G 商用技术的落地，汽车显示屏未来将呈现高清大屏化、多屏化，带来更舒适的驾乘体验。1) 高清大屏化：未来汽车显示屏的尺寸将变大，达到 10 寸以上，同时分辨率达到 1080p，实现高清显示；2) 多屏化：车载显示是人机交互的入口，在汽车电动化、智能化的推动下，单车搭载的显示屏数量将显著提升，除了仪表盘和中控显示，抬头显示器、后视镜、后座控制显示屏等屏幕空间也将扩大。

图 10：车载显示屏超大屏化、多屏化发展



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图 11：新能源汽车中控显示屏



资料来源：汽车之家，民生证券研究院

公司深度布局，已是大客户核心供应商。公司借助在消费电子行业的深厚积累，积极拓展下游汽车领域，已成功获取汽车长期高端客户。2018 年，公司启动蓝思湘潭生产基地建设，面向汽车厂商提供中控屏、外观装饰件以及其他部件。凭借在消费电子行业长期积累的技术实力和良好口碑，公司已经和多家知名汽车品牌厂商建立了长期、稳定的战略合作关系，包括特斯拉等全球高端新能源汽车厂商。目前，公司已经成为全球新能源汽车知名品牌厂商供应链的核心一级供应商，具备稳定、长期、大批量提供车载电子设备完整组件、外观结构件完整组件的能力。

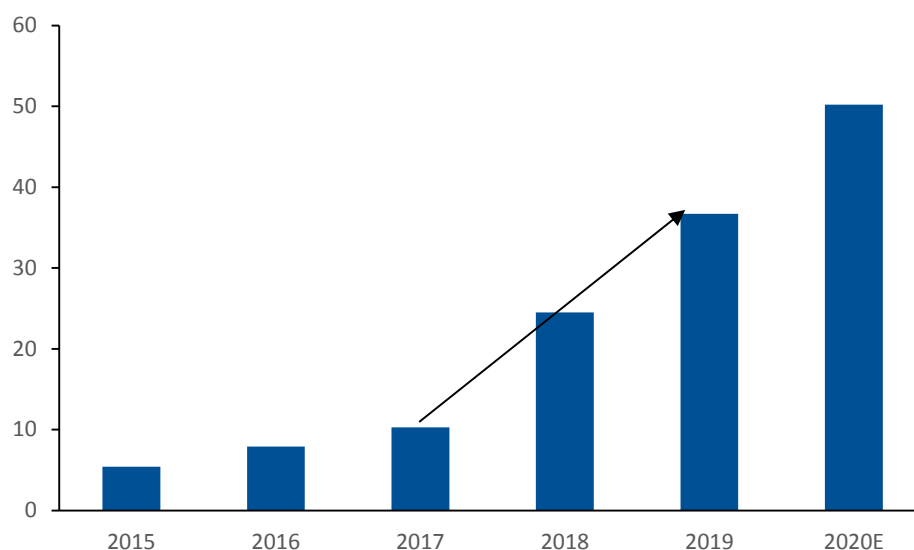
图 12：特斯拉 Model 3 车型搭载 15 英寸中控显示屏



资料来源：特斯拉官网，民生证券研究院

特斯拉在全球新能源汽车领域占据绝对领先地位，有望带动公司受益汽车电子的高速增长。2008 年，特斯拉上市第一款纯电动汽车 Roadster，2013 年发布 Model S 车型，2018 年上市 Model 3 车型，目前特斯拉已经发布四款 Model 系列车型，一款 Cybertruck 车型。自 Model 3 上市以来，特斯拉的汽车交付量快速提升，2017 年交付 10.3 万辆，2019 年交付 36.7 万辆，全球全年电动汽车销量 163 万辆，特斯拉占比达 22.5%，在 2017-2019 年的交付 CAGR 达 89%。2020 年，特斯拉宣布 Q1 生产近 10.3 万辆，交付近 8.84 万辆，创下 Q1 历史新高。

图 13：特斯拉汽车交付量快速提升（单位：万辆）



资料来源：特斯拉官网，民生证券研究院

三 龙头享受 5G 去金属化大趋势

3.1 工艺持续升级，行业迎来新机遇+新挑战

5G 时代考虑到信号干扰和无线充电，玻璃、陶瓷等非金属材料迎来重大机遇，将逐步取代以铝合金为代表的金属外壳材料。5G、无线充电等新技术的发展，对信号传输质量提出了更高的要求。传统金属外壳存在电学屏蔽的缺点，容易干扰天线信号传输，不利于提高无线充电的效率。玻璃、陶瓷作为非金属材料，不仅能解决金属屏蔽问题，而且在硬度、耐磨性、抗划伤和散热性等方面也能较好地替代金属外壳材料，成为智能手机外壳的热门选择。相比陶瓷，玻璃的制造工艺更为成熟，易于大规模生产，成本更低，因此率先被手机厂商采用。以苹果手机为例，第一代 iPhone 的外壳采用铝合金+塑料（底部）的解决方案，从 iPhone 4 开始加入双面玻璃材料，到 iPhone 8 之后普遍选择 2.5 D 曲面玻璃+金属中框的组合方式。

图 14：苹果手机外壳逐渐采用玻璃材料



资料来源：光电与显示，民生证券研究院

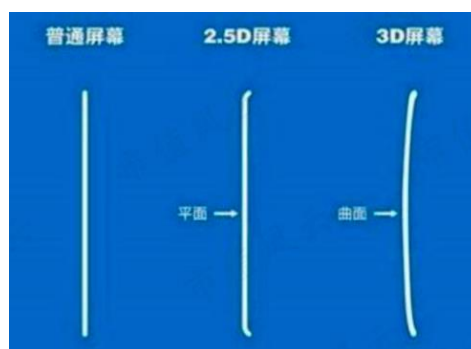
智能终端搭载 OLED 屏成为趋势，未来将更多使用 3D、3.5D 盖板玻璃。OLED 是最新一代的显示技术，具备低功耗、轻薄、可柔性化的特点，比 TFT-LCD 更适合用于智能终端显示屏，除了智能手机，还包括智能穿戴设备、汽车中控、便携式仪表盘等领域。2.5D 玻璃是指在平面玻璃的边缘采用弧形设计，3D、3.5D 玻璃则是在中间和边缘都采用弧形设计。相比 2.5D 玻璃，3D、3.5D 玻璃需要热弯处理，造成额外的设备和模组成本，技术实现困难，良率较低。但 3D、3.5D 玻璃盖板与 OLED 屏幕的适配程度更高，搭配在 OLED 屏幕上可以使屏幕尺寸看起来更大，具备更好的视觉效果。

图 15：OLED 屏幕比 LCD 更具优势



资料来源：光电与显示，民生证券研究院

图 16：2.5D、3D 玻璃示意图



资料来源：新浪财经，民生证券研究院

表 1: 2.5D、3D、3.5D 玻璃的区别

玻璃型号	2.5D	3D	3.5D
设计	中间是平面的,但边缘是弧形设计	无论是中间还是边缘都采用弧形设计,边缘弯曲有 40~50 度	无论是中间还是边缘都采用弧形设计,边缘弯曲有 88 度
轻薄性能	优秀	良好	良好
透明洁净性	优秀	优秀	优秀
抗指纹	优秀	优秀	优秀
防眩光	一般	优秀	优秀
耐候性	优秀	良好	良好
与 OLED 适配性	一般	优秀	优秀

资料来源: 中关村在线, 民生证券研究院

3D 逐渐成为安卓主流前后盖板, 并且持续升级。目前, 三星、华为、OPPO、vivo 等安卓手机中的旗舰机后盖几乎都使用 3D 玻璃, 前盖板玻璃有部分采用 3D 玻璃。华为 P30 Pro 等机型采用更复杂的瀑布屏。瀑布屏侧面弯曲近 90 度, 使触摸屏延伸到了手机侧面, 进而取代了金属中框和功能按钮。全玻璃/机身一体化设计使金属中框消失, 有助于尽量降低金属对 5G 信号的传输干扰。此外, 历代 Apple watch 和华为 watch 材质也以陶瓷和玻璃为主。5G 时代迎来去金属化, 玻璃和陶瓷工艺技术难度随着产品升级逐渐加大, 公司迎来重大机遇。

表 2: 主要智能手机旗舰的机型

品牌	年份	机型	前盖板玻璃	后盖板
三星	2019	S10+	3D	3D 玻璃/陶瓷
	2019	S10	3D	3D 玻璃
	2019	S10e	2.5D	3D 玻璃
	2019	note 10	2.5D	3D 玻璃
	2019	note 10+	3D	3D 玻璃
	2018	S9	3D	3D 玻璃
	2018	S9+	3D	3D 玻璃
Apple	2019	iPhone 11 Pro Max	2.5D	2.5D 哑光玻璃
	2019	iPhone 11 Pro	2.5D	2.5D 哑光玻璃
	2019	iPhone 11	2.5D	2.5D 玻璃
	2019	iPhone 11	2.5D	2.5D 玻璃
	2018	iPhone Xs	2.5D	2.5D 玻璃
	2018	iPhone Xs Max	2.5D	2.5D 玻璃
	2018	iPhone XR	2.5D	2.5D 玻璃
华为	2020	P40	2.5D	3D 玻璃
	2020	P40 Pro	3D	3D 玻璃
	2019	Mate 30 Pro	3D 瀑布屏	3D 玻璃
	2019	Mate 30	2.5D	3D 玻璃
	2019	P30 Pro	3D	3D 玻璃
	2019	P30	2.5D	3D 玻璃
	2018	Mate 20 Pro	2.5D	3D 玻璃
Oppo	2018	Mate 20	2.5D	3D 玻璃
	2019	Reno Ace	2.5D	3D 玻璃
	2019	Reno 2	2.5D	3D 玻璃
	2019	RenoZ	2.5D	3D 玻璃
	2019	Reno	2.5D	3D 哑光玻璃

Vivo	2019	Find X	3D	3D 玻璃
	2019	iQoo Pro/Pro 5G	2.5D	3D 玻璃
	2019	iQoo	2.5D	3D 玻璃
	2019	X27Pro	2.5D	3D 玻璃
	2019	X27	2.5D	3D 玻璃
	2019	Nex 3/3 5G	3D 瀑布屏	3D 玻璃
	2019	Nex-dual screen	2.5D	OLED 屏幕加 2.5D 玻璃
	2019	Nex	2.5D	3D 玻璃
	2019	Mi 9 Pro 5G	2.5D	3D 玻璃
小米	2019	Mi 9/9 Explorer	2.5D	3D 玻璃
	2019	Mi9SE	2.5D	2.5D 玻璃

资料来源：以上各公司官网等，民生证券研究院

表 3: Apple watch 的历代材质

产品	Apple Watch	Apple Watch S1	Apple Watch S2	Apple Watch S3	Apple Watch S4	Apple Watch S5
表盘玻璃	蓝宝石水晶镜面、ion-x 玻璃	ion-x 玻璃	蓝宝石水晶镜面、ion-x 玻璃	蓝宝石水晶镜面、ion-x 玻璃	蓝宝石水晶镜面、ion-x 玻璃	蓝宝石水晶镜面、ion-x 玻璃
表背材质	陶瓷、复合材料	复合材料	陶瓷	陶瓷、复合材料	陶瓷	陶瓷

资料来源：Apple 官网等，民生证券研究院

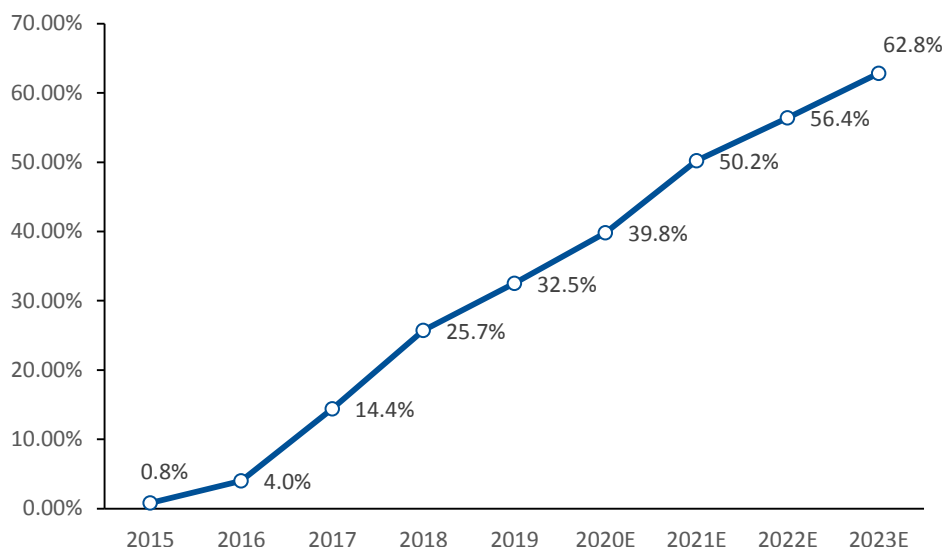
表 4: 华为 watch 的历代材质

产品	华为 Watch	华为 Watch 2	华为 Watch GT	华为 Watch GT2
表盘玻璃	蓝宝石镜面	康宁大猩猩玻璃	铝硅玻璃	康宁大猩猩玻璃
表圈及表背材质	不锈钢、康宁玻璃	陶瓷、塑料、不锈钢	陶瓷、不锈钢	不锈钢、塑胶

资料来源：华为官网等，民生证券研究院

目前，各大厂商正在积极投入研发 3D、3.5D 玻璃，未来良率提升后有望被大规模采用，2017 年国内 3D 手机玻璃的市场渗透率为 14.4%，2023 年有望达到 62.8%。

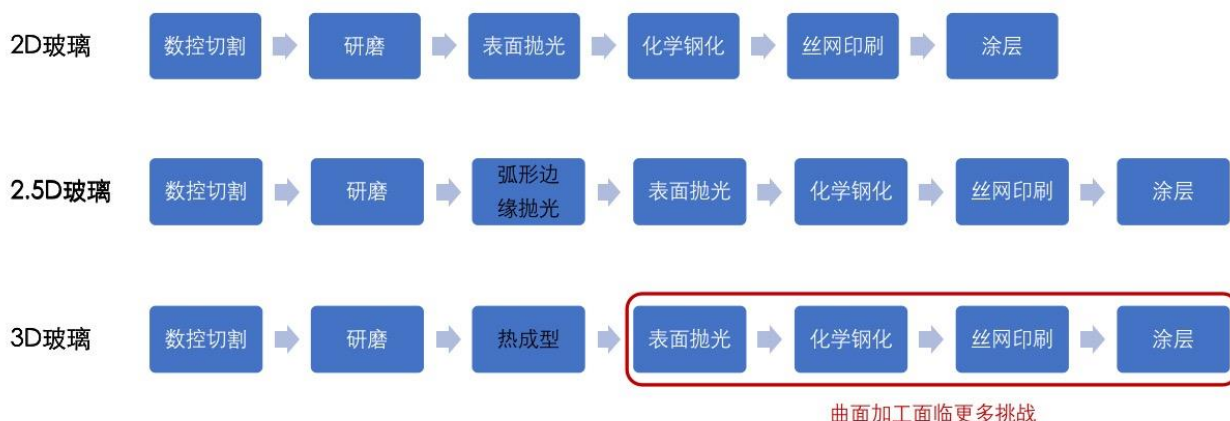
图 17：国内 3D 手机玻璃的市场渗透率



资料来源：玻璃杂志，民生证券研究院

3D 技术难度加大。相比 2D 和 2.5D 玻璃，3D 玻璃最大区别在于增加了热成型工艺，它是将玻璃加热到一定温度软化后在特定模具中成型，再经退火烧制成 3D 曲面玻璃的过程。在热成型过程中，需要精准控制温度和精度，否则玻璃的不同位置会因受热不均而脆裂。热成型工艺的增加使其后的抛光、化学钢化、丝印和涂层等工艺都需要在弯曲后的玻璃上进行，3D 玻璃的加工难度从而大大提高，具备研发实力和技术积累的龙头厂商有望受益。

图 18：3D 防护玻璃加工难度加大



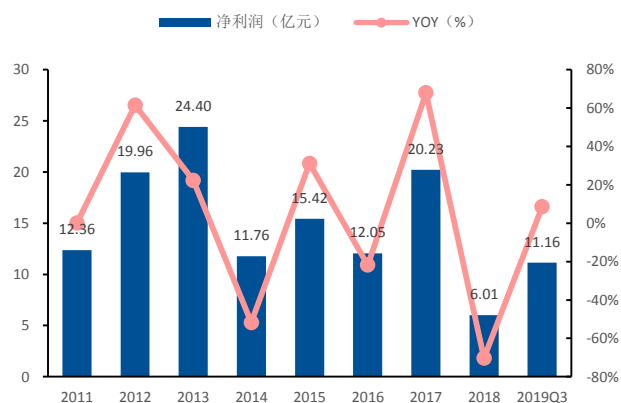
资料来源：民生证券研究院整理

3.2 深耕行业 17 年，苦练内功积攒深厚

公司深耕行业多年，已是行业第一梯队供应商。公司成立于 2003 年，2015 年在创业板

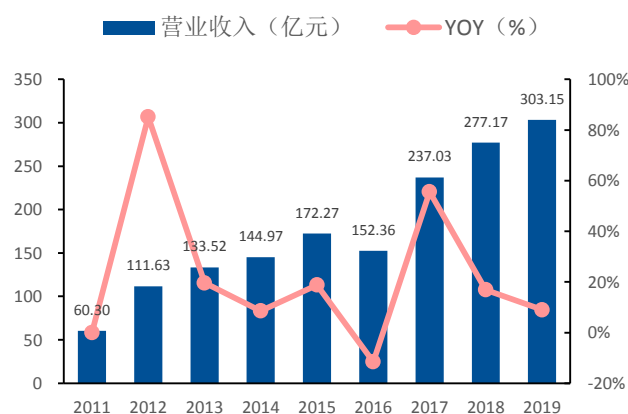
上市。成立之初，公司主营视窗防护玻璃的研发、生产和销售，2006 年和苹果接触，2007 年通过苹果的供应认证，正式建立长期合作关系。上市之初，公司跟随苹果快速成长，2012-2014 年，苹果贡献销售收入 67.8 亿、64.0 亿和 82.1 亿元，占总销售收入的比例为 60.70%、47.94% 和 56.61%。随着全球智能手机市场竞争加剧，上市后公司积极拓展国内智能手机厂商，切入华为、小米、Oppo、Vivo 等国内知名名牌厂商的供应链，成为国内盖板玻璃的龙头厂商。此外，公司不断加大对基础材料的研发投入，扩展除玻璃外的其他产品线，目前已经能够大批量提供蓝宝石、陶瓷、金属等材质的外观防护零部件。2019 年，公司实现营收 303.15 亿元，同比增长 9%，实现归母净利润 26.05 亿元，同比增长 309%。2020 年 Q1，公司实现归母净利润 8.79-8.84 亿元。

图 19：净利润与净利润同比增速（亿元；%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：营业收入与营业收入同比增速（亿元；%）



资料来源：wind，民生证券研究院

公司的盖板材料客户占据全球智能手机销售 95% 的市场份额，而成为全球顶级客户的一级供应商具有较高的门槛，因此产品竞争格局难以轻易改变。公司将持续占据市场绝大部分份额。经过 17 年的经营和布局，公司客户覆盖国内外众多知名消费电子厂商，盖板材料广泛应用于各大智能手机品牌。同时，盖板玻璃的生产工艺复杂、加工精度高，具有高度定制化的特点，有些生产设备甚至需要专门定制，具备较高的技术壁垒。此外，高端品牌手机厂商对供应商的认证极为严格，一旦获得认证将保持长期合作关系。借助和全球知名品牌厂商的深度合作，公司生产的产品将持续保持产品的竞争优势。

表 4：蓝思科技品牌布局

具体产品		具体供应情况
华为	华为 MATE20/Mate30	前后盖板
	华为 NOVA4	前后盖板
	华为 P20	极光色后盖
	华为 P30	前后盖板
小米	小米 9	外观玻璃盖板件
	红米 NOTE7	后盖
苹果	iPhone X	外观玻璃盖板件
	iPhone 8	外观玻璃盖板件
VIVO	VIVO X21	后盖

	VIVO NEX	前后盖板
	VIVOX27	外观玻璃盖板件
OPPO	OPPO R15	后盖

资料来源：搜狐，民生证券研究院

四 投资建议

我们预计公司 20/21/22 年收入为 375、441、495 亿元，归母净利润依次为 36.67、45.69、55.01 亿元，选取苹果产业链龙头公司立讯精密、鹏鼎控股和歌尔股份作为可比公司，可比公司 2020 年 PE 为 32 倍，蓝思为 21 倍，维持“推荐”评级。

表 5：可比公司估值表

代码	重点公司	现价 5 月 6 日	EPS			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002475.SZ	立讯精密	47.51	0.87	1.24	1.63	49.39	37.25	28.29
002938.SZ	鹏鼎控股	43.51	1.27	1.43	1.72	35.65	28.27	23.47
002241.SZ	歌尔股份	20.84	0.40	0.61	0.82	64.87	29.92	22.26
	平均					49.97	31.81	24.68
300433.SZ	蓝思科技	18.39	0.62	0.86	1.07	29.7	21.4	17.2

资料来源：wind，民生证券研究院

五 风险提示

疫情持续加剧的风险、中美贸易摩擦、大客户技术变革不达预期、消费降级、下游需求减弱。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	30,258	37,521	44,063	49,451
营业成本	22,629	28,028	32,827	36,693
营业税金及附加	286	323	389	438
销售费用	439	563	661	742
管理费用	1,802	2,251	2,732	2,720
研发费用	1,639	1,801	2,203	2,324
EBIT	3,464	4,555	5,251	6,534
财务费用	706	447	344	272
资产减值损失	(408)	408	173	438
投资收益	12	(20)	(20)	(20)
营业利润	2,823	4,186	5,238	6,322
营业外收支	16	0	0	0
利润总额	2,839	4,236	5,288	6,372
所得税	410	593	740	892
净利润	2,429	3,643	4,548	5,480
归属于母公司净利润	2,469	3,667	4,568	5,500
EBITDA	6,173	7,451	8,518	10,150
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5666	4000	3000	7913
应收账款及票据	6769	8528	9940	11168
预付款项	35	44	50	57
存货	3212	3803	4462	4829
其他流动资产	899	899	899	899
流动资产合计	16630	17242	18294	24851
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	23992	27368	30445	33320
无形资产	2938	3364	3784	4165
非流动资产合计	30398	32121	33046	33399
资产合计	47029	49363	51340	58251
短期借款	8259	4909	227	0
应付账款及票据	8115	9747	11482	12863
其他流动负债	115	115	115	115
流动负债合计	19008	17699	15129	16560
长期借款	2171	2171	2171	2171
其他长期负债	1866	1866	1866	1866
非流动负债合计	5583	5583	5583	5583
负债合计	24591	23282	20712	22143
股本	4251	4251	4251	4251
少数股东权益	78	54	34	14
股东权益合计	22438	26081	30628	36108
负债和股东权益合计	47029	49363	51340	58251

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	9.2%	24.0%	17.4%	12.2%
EBIT 增长率	75.4%	31.5%	15.3%	24.4%
净利润增长率	287.6%	48.5%	24.6%	20.4%
盈利能力				
毛利率	25.2%	25.3%	25.5%	25.8%
净利润率	8.2%	9.8%	10.4%	11.1%
总资产收益率 ROA	5.2%	7.4%	8.9%	9.4%
净资产收益率 ROE	11.0%	14.1%	14.9%	15.2%
偿债能力				
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.5
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.2
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.5
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	77.0	76.0	76.6	76.4
存货周转天数	47.5	45.0	45.3	45.6
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.9	1.1	1.3
每股净资产	5.3	6.1	7.2	8.5
每股经营现金流	1.7	1.5	1.9	2.2
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	28.6	20.5	16.5	13.7
PB	3.4	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	10.8	8.9	7.4	5.9
股息收益率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,429	3,643	4,548	5,480
折旧和摊销	3,118	3,303	3,440	4,054
营运资金变动	768	(770)	(114)	(424)
经营活动现金流	7,192	6,507	8,068	9,220
资本开支	4,466	4,442	4,142	3,919
投资	0	(20)	(20)	(20)
投资活动现金流	(4,463)	(4,462)	(4,162)	(3,939)
股权募资	5	0	0	0
债务募资	(2,432)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,820)	(3,711)	(4,905)	(368)
现金净流量	909	(1,666)	(1,000)	4,913

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 蓝思蓝宝石产品	4
图 2: 蓝思陶瓷产品	4
图 3: 公司持续投入研发 (单位: 亿元)	5
图 4: 公司已获专利数快速增长 (单位: 件)	5
图 5: 公司积极推动智能制造体系建设	5
图 6: 公司客户资源优质	6
图 7: 2019 年全球智能手机前五大品牌均为公司客户	6
图 8: 2019 年, 汽车电子产值达到 2250 亿美元 (单位: 十亿美元)	7
图 9: 国内新能源汽车产量快速增长 (单位: 万辆)	7
图 10: 车载显示屏超大屏化、多屏化发展	7
图 11: 新能源汽车中控显示屏	8
图 12: 特斯拉 Model 3 车型搭载 15 英寸中控显示屏	8
图 13: 特斯拉汽车交付量快速提升 (单位: 万辆)	9
图 14: 苹果手机外壳逐渐采用玻璃材料	10
图 15: OLED 屏幕比 LCD 更具优势	10
图 16: 2.5D、3D 玻璃示意图	10
图 17: 国内 3D 手机玻璃的市场渗透率	13
图 18: 3D 防护玻璃加工难度加大	13
图 19: 净利润与净利润同比增速 (亿元; %)	14
图 20: 营业收入与营业收入同比增速 (亿元; %)	14

表格目录

表 1: 2.5D、3D、3.5D 玻璃的区别	11
表 2: 主要智能手机旗舰的机型	11
表 3: Apple watch 的历代材质	12
表 4: 华为 watch 的历代材质	12
表 4: 蓝思科技品牌布局	14
表 5: 可比公司估值表	15

分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。