

# 业绩超市场预期，全球外观防护件龙头拐点已现

## ——蓝思科技(300433.SZ) 2019年业绩预告点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 21.55元

### 分析师

刘凯(执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

[kailiu@ebcn.com](mailto:kailiu@ebcn.com)

### 联系人

王经纬

0755-23945524

[wangjingwei@ebcn.com](mailto:wangjingwei@ebcn.com)

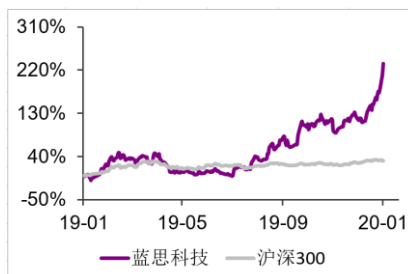
### 市场数据

总股本(亿股): 42.51

总市值(亿元): 916.09

一年最低/最高(元): 5.81/21.55

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	18.15	12.58	202.61
绝对	30.14	40.65	234.06

资料来源: Wind

### 相关研报

业绩预告超预期，未来业绩有望持续发力——蓝思科技(300433.SZ) 2019年业绩预告点评

..... 2020-01-20

量产能力稳定，行业格局优化，开始进入业绩释放期——蓝思科技(300433.SZ) 2019年业绩预告点评

..... 2019-01-19

### 事件:

公司发布2019年业绩预告，预计2019年实现归属于上市公司股东的净利润约为24.5-26.1亿元，同比增长285%-310%。

### 点评:

#### ◆业绩预告超出市场预期，Q4业绩创历史新高

公司预计2019年实现归属于上市公司股东的净利润约为24.5-26.1亿元，同比增长285%-310%。对应Q4单季度实现归属于上市公司股东的净利润约13.4~15.0亿元，同比2018Q4的-4.3亿元大幅扭亏，环比2019Q3的12.65亿元环比提升6-19%。

2019年的非经常性损益对当期净利润的影响约为5.0亿元，扣除非经常性损益2019年净利润约19.5~21.1亿元，较2018年扣非净利润-4.0亿元大幅扭亏。

2019年计提应收账款、存货跌价、长期股权投资、固定资产和在线工程等减值准备3.81亿元，较2018年8.33和2017年5.02亿元趋于收窄。

#### ◆三大原因驱动2019年下半年业绩超预期

2019年下半年的业绩超预期主要有以下原因:

1、技术创新引领行业发展，市场资源加速向公司聚拢。蓝思科技与客户一起不断进行新技术、新工艺、新材料及新产品的创新与研制，为客户提供一站式的综合解决方案。2019年，公司的各类高技术门槛核心产品，如瀑布式3D玻璃、磨砂质感一体式玻璃后盖、幻影效果玻璃后盖等，均获得了全球各大知名品牌客户的使用与支持。

2、精益管理优化全面推进，战略布局开启新发展周期。公司凭借强大的研发创新储备能力、领先的工艺技术水平、先进的智能制造生产线、深厚的行业资源及品牌口碑等优势，各园区生产效率、产品良率、综合成本等经营管理指标全面显著提升。2019年前三季度销售费用率1.42%，较2018年同期1.86%，同比收窄；2019年前三季度管理费用率12.45%，较2018年同期12.84%，同比收窄。

3、产销两旺，管控持续。2019年，公司很好地满足和保障了全球消费电子行业各大品牌客户对于智能手机、智能可穿戴设备、平板电脑、笔记本电脑、一体式电脑等产品大量、高质、顺利交付的需求。同时，高端智能汽车、智能家居家电等各业务板块均实现了高速、高质量增长。

蓝思科技是全球消费电子智能终端外观防护零部件行业的开拓者和领先者。公司秉持“技术创新引领行业潮流，打造受国际尊敬的企业”的发展思路，在优质客户、技术水平、产能规模、智能制造水平等方面均行业领先。公司长期致力于自主掌握核心技术、核心工艺、核心设备，独立开发各类专门工艺、工装夹具、模具、专用设备、原辅材料等，主要产品是玻璃、蓝宝石、陶瓷等材质的外观防护零部件及组件，广泛应用于中高端智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能可穿戴设备、智能汽车、智能家居、数码相机、播放器、导航仪、医疗设备等视窗及外观防护。经过多年发展，公司已与苹果、三星、华为、小米、OPPO、VIVO、特斯拉、亚马逊等一众国内外知名优秀品牌达成长期深度战略合作。

#### ◆ A 客户核心供应商有望受益于 iPhone 销量回暖

蓝思科技作为 A 客户核心供应商，供应历代 iPhone、iPad、MAC、Watch 等的玻璃前盖、玻璃后盖、蓝宝石盖板等。我们预计蓝思科技在 iPhone 的玻璃盖板的份额超过 50%，A 客户收入占比预计也达到蓝思科技总收入的 50%。我们预计 iPhone 在 2020 和 2021 年出货量分别为 2.1 亿部和 2.3 亿部，同比分别增长 7% 和 10%；销量提升主要由于 2020H1 低价版 iPhone SE2 和支持 5G 的 2020H2 新款 iPhone 的发布。

#### ◆ 蓝思科技作为特斯拉主力供应商，有望深度受益于特斯拉销量提升和汽车电子智能化浪潮

蓝思科技作为特斯拉主力供应商，在汽车电子领域深度布局。在消费电子行业长期积累的综合实力与口碑，为公司吸引了诸多知名汽车品牌客户，公司已与包括特斯拉在内的众多国际中高端汽车品牌厂商和高端新能源汽车厂商建立了长期、稳定的战略合作关系，是全球知名新能源汽车品牌厂商的全球供应链主要核心一级供应商。

蓝思科技在汽车电子领域的第一大客户是特斯拉，是 Model 3 和 Model Y 的主力供应商。特斯拉 19Q4 交付 11.2 万辆，其中，Model 3 销售 9.26 万辆；Model X/S 合计销售 1.95 万辆。特斯拉 2019 年全年交付量 36.7 万辆，同比增长 50%，其中美国约 20 万辆、欧洲约 11 万辆、中国约 5 万辆。蓝思科技作为特斯拉主力供应商，有望深度受益于特斯拉销量提升和汽车电子智能化浪潮。

#### ◆ 盈利预测、估值与评级

考虑到未来 iPhone 销量回暖和特斯拉销量提升驱动收入端的增长、经营管理效率提升后费用端的控制，我们上调蓝思科技 2019-2021 年归母净利润预测为 25.13、35.48 和 44.46 亿元（原预测为 16.95、24.39、32.19 亿元），维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示：

公司新业务及新产品拓展不达预期，公司产品份额出现下滑，智能手机出货量不达预期。

## 蓝思科技业绩预测和估值指标

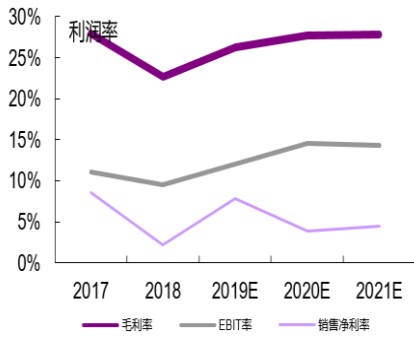
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,702.96	27,717.50	29,879.34	36,448.20	44,062.93
营业收入增长率	55.57%	16.94%	7.80%	21.98%	20.89%
净利润(百万元)	2,046.98	637.01	2,513.29	3,548.29	4,445.68
净利润增长率	70.07%	-68.88%	294.55%	41.18%	25.29%
EPS(元)	0.48	0.15	0.59	0.83	1.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.24%	3.74%	12.70%	15.50%	16.65%
P/E	45	144	36	26	21
P/B	5.5	5.4	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	15	21	16	12	11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 1 月 22 日

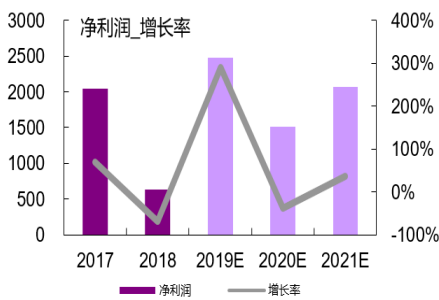
## 蓝思科技业务拆分预测(单位: 百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中小尺寸防护玻璃					
收入	16,832.16	19,359.69	20,908.47	24,881.07	28,862.05
YOY	70.63%	15.02%	8.00%	19.00%	16.00%
毛利	5,011.27	4,321.08	5,854.37	7,464.32	8,947.23
毛利率(%)	29.77%	22.32%	28.00%	30.00%	31.00%
中大尺寸防护玻璃					
收入	2,528.75	2,722.95	3,430.92	3,945.55	4,458.48
YOY	54.74%	7.68%	26.00%	15.00%	13.00%
毛利	397.45	188.89	720.49	868.02	936.28
毛利率(%)	26.53%	19.79%	21.00%	22.00%	21.00%
新材料及金属					
收入	4,059.40	4,456.12	5,481.03	7,618.63	10,742.27
YOY	11.07%	9.77%	23.00%	39.00%	41.00%
毛利	1,086.58	881.96	1,260.64	1,752.28	2,363.30
毛利率(%)	27.96%	22.63%	23.00%	23.00%	22.00%
其他业务					
收入	246.65	1,178.74	58.94	2.95	0.15
YOY	496.23%	377.90%	-95.00%	-95.00%	-95.00%
毛利	131.15	880.74	10.61	0.44	0.02
毛利率(%)	14.71%	76.36%	18.00%	15.00%	13.00%
合计					
收入	23,666.96	27,717.50	29,879.35	36,448.20	44,062.94
YOY	56.00%	17.11%	7.80%	21.98%	20.89%
毛利	6,626.45	6,272.67	7,846.11	10,085.07	12,246.83
毛利率(%)	28.00%	22.63%	26.26%	27.67%	27.79%

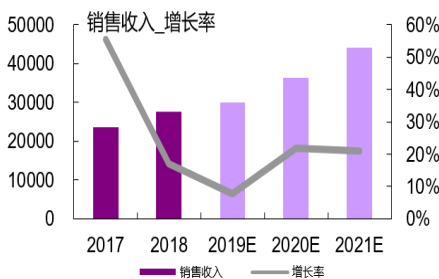
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



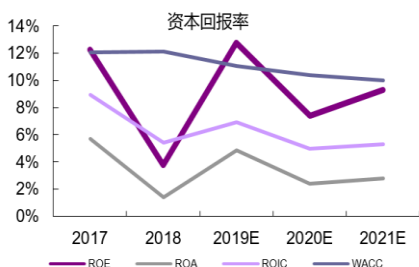
利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>23,703</b>	<b>27,717</b>	<b>29,879</b>	<b>36,448</b>	<b>44,063</b>
营业成本	17,077	21,445	22,033	26,363	31,816
折旧和摊销	1,644	2,152	3,573	4,372	5,319
营业税费	157	230	239	310	375
销售费用	413	557	359	364	573
管理费用	2,924	2,031	3,660	4,009	5,288
财务费用	363	614	778	1,138	1,173
资产减值损失	502	833	-22	109	-311
<b>营业利润</b>	<b>2,457</b>	<b>1,116</b>	<b>2,832</b>	<b>4,154</b>	<b>5,149</b>
<b>利润总额</b>	<b>2,414</b>	<b>926</b>	<b>2,922</b>	<b>4,174</b>	<b>5,169</b>
少数股东损益	-24	-36	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,047</b>	<b>637</b>	<b>2,513</b>	<b>3,548</b>	<b>4,446</b>



资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>35,722</b>	<b>43,140</b>	<b>50,152</b>	<b>63,701</b>	<b>76,859</b>
流动资产	14,361	14,397	13,746	16,696	20,372
货币资金	5,604	4,497	3,183	3,927	4,575
应收账款	5,750	6,180	6,665	8,130	9,829
应收票据	39	34	37	45	54
其他应收款	67	51	55	67	81
存货	2,210	2,760	2,931	3,644	4,943
非流动资产	21,361	28,743	35,833	44,296	52,353
可供出售投资	20	117	120	120	120
长期投资	36	34	34	34	34
固定资产	16,914	22,730	26,120	32,193	37,119
无形资产	1,742	2,599	2,909	3,378	3,800
<b>总负债</b>	<b>18,926</b>	<b>26,053</b>	<b>30,326</b>	<b>40,778</b>	<b>50,130</b>
无息负债	7,725	9,843	10,127	11,767	14,163
有息负债	11,201	16,210	20,199	29,011	35,967
<b>股东权益</b>	<b>16,796</b>	<b>17,087</b>	<b>19,826</b>	<b>22,922</b>	<b>26,729</b>
股本	2,629	3,927	4,251	4,251	4,251
公积金	4,244	3,160	3,411	3,766	3,921
未分配利润	9,154	8,916	11,080	13,821	17,473
少数股东权益	67	32	32	32	32



现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,168</b>	<b>4,873</b>	<b>6,403</b>	<b>8,328</b>	<b>10,077</b>
净利润	2,047	637	2,513	3,548	4,446
折旧摊销	1,644	2,152	3,573	4,372	5,319
净营运资金增加	1,094	-474	624	1,353	1,546
其他	-618	2,558	-307	-945	-1,234
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-7,223</b>	<b>-9,201</b>	<b>-10,624</b>	<b>-12,800</b>	<b>-13,300</b>
净资本支出	-6,028	-9,085	-10,600	-12,800	-13,300
长期投资变化	36	34	0	0	0
其他资产变化	-1,231	-150	-24	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>6,628</b>	<b>2,809</b>	<b>3,156</b>	<b>7,353</b>	<b>5,296</b>
股本变化	447	1,298	324	0	0
债务净变化	6,619	5,009	3,989	8,812	6,956
无息负债变化	2,576	2,118	284	1,640	2,396
<b>净现金流</b>	<b>3,354</b>	<b>-1,260</b>	<b>-1,065</b>	<b>2,880</b>	<b>2,073</b>



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	55.57%	16.94%	7.80%	21.98%	20.89%
净利润增长率	70.07%	-68.88%	294.55%	41.18%	25.29%
EBITDA 增长率	100.66%	11.66%	50.48%	34.54%	20.46%
EBIT 增长率	199.70%	-0.35%	37.71%	46.60%	19.46%
<b>估值指标</b>					
PE	45	144	36	26	21
PB	5.5	5.4	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	15	21	16	12	11
EV/EBIT	25	38	31	23	20
EV/NOPLAT	29	58	36	27	23
EV/Sales	3	4	4	3	3
EV/IC	3	3	3	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	27.96%	22.63%	26.26%	27.67%	27.79%
EBITDA 率	18.04%	17.22%	24.04%	26.51%	26.42%
EBIT 率	11.10%	9.46%	12.08%	14.52%	14.35%
税前净利润率	10.18%	3.34%	9.78%	11.45%	11.73%
税后净利润率 (归属母公司)	8.64%	2.30%	8.41%	9.74%	10.09%
ROA	5.66%	1.39%	5.07%	5.82%	6.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.24%	3.74%	12.70%	15.50%	16.65%
经营性 ROIC	8.91%	5.41%	7.94%	9.22%	9.34%
WACC	12.07%	12.10%	11.94%	11.45%	11.12%
ROIC-WACC	-3.15%	-6.68%	-3.99%	-2.23%	-1.78%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.25	0.72	0.57	0.48	0.47
速动比率	1.05	0.58	0.45	0.38	0.35
归属母公司权益/有息债务	1.49	1.05	0.98	0.79	0.74
有形资产/有息债务	2.98	2.46	2.28	1.96	1.90
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	9.92	4.60	5.01	4.90	5.67
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.48	0.15	0.59	0.83	1.05
每股红利	0.14	0.02	0.11	0.15	0.19
每股经营现金流	0.98	1.15	1.51	1.96	2.37
每股自由现金流(FCFF)	-0.65	-0.92	-1.07	-1.22	-1.04
每股净资产	3.94	4.01	4.66	5.38	6.28
每股销售收入	5.58	6.52	7.03	8.57	10.37

资料来源: Wind、光大证券研究所预测



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼