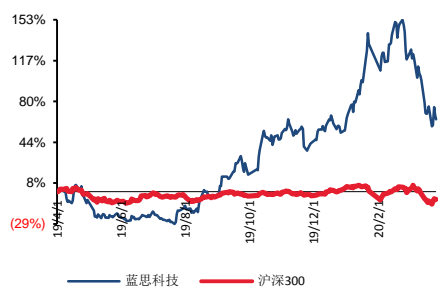


信息技术 技术硬件与设备

P40, 蓝思外观件深厚底蕴再次绽放的绚丽展台

■ 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)	64,487/64,270
12个月最高/最低(元)	22.61/6.39

相关研究报告:

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

蓝思科技(300433)《真章初露沁人心,硬核驾驭新周期》--2020/01/19

蓝思科技(300433)《风物长宜放眼量,来年春起见真章》--2019/12/12

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

序言: 2020年3月26日,华为发布P40系列旗舰机、智能音箱、智能手表等产品,其中旗舰智能手机共包含P40、P40 Pro和P40 Pro+三款,外观和摄像功能创新升级再次成为最吸引消费者眼球的亮点。从四曲的工艺难度来看,由于并不需要90度贴合,所以这次四曲面满溢屏的主要制程创新与难点都集中于盖板制程,显然,这是蓝思的主赛道,这次P40的发布,单看外观件,无异于一次蓝思外观件的最新最全科技展示。作为当下前后盖外观件的行业革新主要推手,蓝思与全球一线诸多品牌都有深度合作,为这些品牌的外观创新与差异化竞争给予了非常多的产品支持。

前盖板:从双曲面到四曲面,视觉创新与工艺难度继续进阶。从前面板来看,P40 pro和P40 pro+的四曲面满溢屏的推出,是本次发布的最大亮点,相比普通的曲面屏,四曲面满溢屏把上下两部分的屏幕边缘也做了一定的延伸,边框做到了极致的1.71mm,和其他手机相比辨识度极高,即使和普通版P40相比,也有明显区分(对比参见后文附图)。

为了尽可能提升智能手机的视觉效果与屏占比,玻璃盖板形态的升级从未停止过脚步,从最初的2D,2.5D演进至3D以及3.5D。但是最近一年的加速与迭代之快,已经超出了之前所有年景:2019年下半年华为在Mate 30 pro上推出3.5D瀑布屏仅仅持续了半年多,这次发布就导入了四曲面满溢屏,过往3D、3.5D以及各类流延屏基本属于双曲面形式,即仅在左右两侧进行弯曲,此次华为P40 Pro+业内首次采用四曲面玻璃盖板,在屏幕的四周都进行了弧度处理(如图1),不仅进一步提升了手机的屏占比,而且使得正面的视觉效果更为圆润饱满,形成水满则溢的感观冲击,其中“下巴”处的弯曲设计还能减轻使用者单手操作时的手掌膈应感,提升握持的顺滑舒适度。

从双曲面到四曲面,技术难度提升并非仅仅是增加两个曲面,还需引入R角加工等技术复杂度较高的工序,技术难度成倍提升,对盖板供应商的制造工艺以及交付能力提出更为苛刻的要求,显然,这类产品

的制造将进一步向行业头部企业集中，普通盖板玻璃从业者难以完成这类产品的工艺设计与规模化生产，蓝思科技显然是前盖板工艺持续进阶进化的最明确受益者。

玻璃背板延续去年精致表现：此次三款旗舰机中，P40 和 P40 Pro 的背板使用玻璃材质，且着色方面仍延续了近两年安卓旗舰机使用的渐变、炫彩等多彩设计，共提供亮黑色、深海蓝、零度白、冰霜银和晨曦金五种配色（见图 2 和图 3）。看似理所当然的美轮美奂，所依托的技术制程其实并不简单。

当下主流的玻璃背板上色工艺是真空镀膜，以去年非常成功的 P30 的天空之境为例，便是使用多层光学镀膜实现渐变效果，制造厂商需要对真空镀膜等各类上色工艺有足够的理解和储备，而且对于色彩与工艺的搭配有足够深入的美学经验。除了上色之外，AF 抗指纹以及 AG 磨砂刻蚀的工艺，在这次 P40 的系列中也有着非常充分的展现。传统化学刻蚀 AG 工艺只是简单的抗反射和防炫光，而当下的高端玻璃背板加工制程还需要能够把杂乱的 AG 光学反射进行微纳级定向，形成指向式的渐变 AG 后盖的效果，给后盖板玻璃更强的光学质感与更舒适的握持感，另外，在结合 AF、多道抛光以及二次加工的工艺升级后，此类玻璃背板的防指纹效果、防滑落以及防划伤性能都比传统产品有大幅增强。

这种光效组合的研发与生产推广，并非简单的一日之功，既需要精湛的工艺技术，同时也需要全面且体系化的设备投资：喷涂、溅射、涂覆、镀膜、物理刻蚀或研磨、抛光、化学刻蚀与强化、检测等等，目前业内具备这种技术开发能力、产品设计储备和规模级生产能力的只有蓝思。

陶瓷背板预期落地，拉开新一轮竞争的帷幕。P40 Pro+的背板则采用了纳米晶陶瓷材质，提供黑、白两种配色（见图 4）。

陶瓷对射频信号的屏蔽效果较弱，是 5G 智能手机背板材质的主要选择之一，而且与玻璃以及 PMMA 相比，陶瓷具备重量轻、类金属质感、抗刮抗磨和经久耐用等优点，被视为提升高端旗舰产品品质的背板材质。小米 5 尊享版和小米 Mix 2 中便已经使用陶瓷背板，但受限于生产成本、良率和产品一致性等方面的问题，陶瓷背板过去并未能在智能手机中大范围普及，而是更多搭载至智能手表等可穿戴产品之上。此次华为在旗舰机中导入陶瓷背板，是对该材质的进一步探索，后续其余全球核心品牌厂商如能积极跟进，相信陶瓷背板能够迎来一轮较

为快速的渗透。

陶瓷背板的制备流程包括毛坯烧结、粗加工、精加工、抛光、镀膜和贴合组装等工序，对于三环集团等在陶瓷行业深耕多年的企业而言，率先切入毛坯烧结等前道工序环节显然先发优势明显；而在精加工、抛光、镀膜与表面处理，包括贴合组装等后道工序领域，具备多年陶瓷外观件生产与加工经验的蓝思再次展现了自身全面精湛的工艺能力与深厚的产能储备。

图表 1：华为 P40 Pro+斜侧面视角：四曲屏



资料来源：华为发布会，太平洋研究院整理

图表 2：华为 P40 Pro+正面：四曲屏与其他手机的对比



资料来源：华为发布会，太平洋研究院整理

图表 3：华为 P40 背面



资料来源：华为发布会，太平洋研究院整理

图表 4: 华为 P40 Pro 背面



资料来源: 华为发布会, 太平洋研究院整理

图表 5: 华为 P40 Pro+



资料来源: 华为发布会, 太平洋研究院整理

推荐标的与投资评级: 在当下智能终端同质化竞争激烈的背景下, 各家品牌厂商为了突出自身产品差异性, 在外观表现方面可谓做足了功夫, 华为 P40 系列毫无疑问是上半年外观创新的最佳代表。在过去的路演与交流过程中, 我们一直强调, 外观件制造工艺难度的不断提升, 进化节奏的加速, 都将促使行业头部利润更多地向技术与产能储备深厚的龙头企业集中, 看好蓝思在此背景下的持续成长, 预计 2019-2021 年分别实现净利润 26.05 亿、38.99 亿和 47.12 亿, 当前股价对应 24.25、16.20 和 13.41 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。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	27717	30315	37870	44421
(+/-%)	16.93	9.37	24.92	17.30
净利润(百万元)	637	2605	3899	4712
(+/-%)	(70.30)	328.80	48.90	21.10
摊薄每股收益(元)	0.15	0.59	0.89	1.07
市盈率(PE)	99.17	24.25	16.20	13.41

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)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,604	4,497	10,983	25,647	26,926	营业收入	23,703	27,717	30,315	37,870	44,421
应收和预付款项	5,887	6,295	6,742	7,788	9,578	营业成本	17,077	21,445	21,860	27,134	31,695
存货	2,210	2,760	2,970	3,319	4,027	营业税金及附加	157	230	249	303	320
其他流动资产	660	845	954	1,057	1,683	销售费用	413	557	567	701	955
流动资产合计	14,361	14,397	21,649	37,811	42,213	管理费用	2,924	3,511	3,592	4,014	4,766
长期股权投资	36	34	34	34	34	财务费用	363	614	723	711	666
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	502	833	717	621	788
固定资产	16,914	22,730	19,972	15,897	12,765	投资收益	(88)	(21)	0	0	0
在建工程	901	1,414	1,233	1,684	838	公允价值变动	(25)	23	18	21	14
无形资产	1,787	2,599	2,321	2,044	1,766	营业利润	2,459	1,110	2,955	4,429	5,264
长期待摊费用	17	28	14	0	0	其他非经营损益	(45)	(184)	53	77	128
其他非流动资产	1,705	1,939	1,952	2,032	2,383	利润总额	2,414	926	3,008	4,506	5,392
资产总计	35,722	43,140	47,176	59,502	59,999	所得税	391	325	433	673	749
短期借款	4,176	9,575	9,598	9,611	9,619	净利润	2,023	601	2,575	3,834	4,643
应付和预收款项	5,876	7,961	6,466	15,067	10,243	少数股东损益	(24)	(36)	(30)	(66)	(69)
长期借款	6,724	5,257	5,257	5,257	5,257	归母股东净利润	2,047	637	2,605	3,899	4,712
其他负债	2,150	3,259	3,443	3,775	4,920						
负债合计	18,926	26,053	24,765	33,710	30,040						
股本	2,629	3,927	4,251	4,251	4,251						
资本公积	2,981	1,796	4,497	4,497	4,497						
留存收益	11,120	11,332	13,661	17,107	21,344						
归母公司股东权益	16,730	17,055	22,408	25,855	30,091						
少数股东权益	67	32	3	(63)	(132)						
股东权益合计	16,796	17,087	22,411	25,792	29,959						
负债和股东权益	35,722	43,140	47,176	59,502	59,999						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	4,266	4,917	5,461	15,776	1,935	毛利率	28.0%	22.6%	27.9%	28.4%	28.7%
投资性现金流	(7,223)	(9,201)	(1,109)	(270)	33	销售净利率	8.5%	2.2%	8.5%	10.1%	10.5%
融资性现金流	6,628	2,809	2,134	(842)	(689)	销售收入增长率	55.6%	16.9%	9.4%	24.9%	17.3%
现金增加额	3,453	(1,217)	6,486	14,664	1,279	EBIT 增长率	84.1%	(44.2%)	143.7%	34.6%	14.4%
						净利润增长率	67.9%	(70.3%)	328.8%	48.9%	21.1%
						ROE	0.12	0.04	0.12	0.15	0.16
						ROA	0.08	0.03	0.08	0.08	0.09
						ROIC	0.14	0.05	0.11	0.15	0.31
						EPS(X)	0.47	0.15	0.59	0.89	1.07
						PE(X)	30.86	99.17	24.25	16.20	13.41
						PB(X)	3.78	3.70	2.82	2.44	2.10
						PS(X)	2.67	2.28	2.08	1.67	1.42
						EV/EBITDA(X)	10.06	18.40	8.85	5.87	5.23

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	李洋洋	18616341722	liyangyang@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	胡博涵	18566223256	hubh@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。