蓝思科技（300433）

公司研究/动态报告

跨过低谷，迎接新机遇

动态研究报告/电子元器件 | 2019 年 10 月 09 日

报告摘要：

- **盖板玻璃工艺持续变化，瀑布屏时代已来，公司有望迎接新机遇**

  消费电子盖板玻璃一方面对色彩要求提升，当前国产中高端机型普遍采用极光色等彩色后盖，并且有往中低端机型渗透的趋势，另一方面 3D 玻璃渗透率仍然较低，主要还是用在 3000 元左右机型，后续渗透空间很大。此外，华为 mate30 开始采用瀑布屏，带来极致的视觉体验的同时玻璃加工难度指数级提升，蓝思有望迎接行业新一轮成长机遇。

- **低谷时期苦练内功，核心竞争力持续提升**

  玻璃盖板加工行业是典型的得良率者得天下，蓝思科技凭借多年来在玻璃加工行业积累的经验使得公司可以先于竞争对手提高生产良率，从而每个新产品可以先于竞争对手贡献正的净利润，同时，蓝思对玻璃镀膜墨水配方的掌握，在国产机导入多彩色后盖玻璃时可以始终维持行业绝对领先份额。公司在低谷期持续重视研发投入，积极布局专用设备、智能制造等上游产业，核心竞争力有望持续提升。此外，公司积极布局多项新产品，在可穿戴产品外观件方面公司积极开拓陶瓷外观件市场，公司是目前唯一掌握陶瓷结构件粉体配方、烧结以及后加工的厂商，随着可穿戴出货提升有望给公司贡献更多业绩。

- **受行业整体状况拖累，上半年业绩承压，经营现金流持续向好**

  19H1 国外大客户销量平淡，叠加国产机整体销量增长乏力，公司上半年业绩承压。公司之前为国外大客户准备了大量产能，在产能利用率较低的情况下各项费用较高，上半年毛利率 18.99%，同比略降 0.09pct，上半年归母净利润大幅下滑主要是去年公司收到国外大客户的大额研发补贴导致基数较高，剔除补贴等非经常性影响，公司 19H1 扣非归母净利润同比增长 11%，证明公司已经走过最困难时期，公司经营活动产生的现金流量净额达到 17.3 亿元，同比大增 148%。

- **投资建议**

  我们预计公司 19-21 年收入为 305、350、402 亿元，归母净利润为 8.9、16、21 亿元，对应估值为 47、26、20 倍，参考 SW 电子行业估值 35 倍，我们认为公司明年估值相对较低，给予“谨慎推荐”评级。

- **风险提示：**

  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	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	27,717	30,500	35,000	40,163
增长率（%）	16.9	10.0	14.8	14.8
归属母公司股东净利润（百万元）	637	894	1,605	2,092
增长率（%）	-68.9	40.4	79.4	30.4
每股收益（元）	0.16	0.23	0.41	0.53
PE（现价）	66.9	47.0	26.2	20.1
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

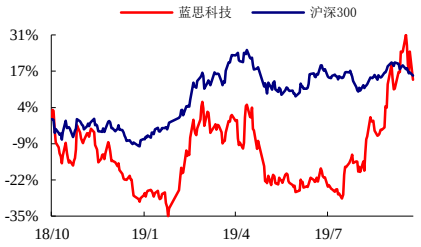
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐 维持评级

当前价格： 10.7 元

交易数据	2019-10-8
近 12 个月最高/最低（元）	11.77/5.83
总股本（百万股）	3,927
流通股本（百万股）	3,911
流通股比例（%）	99.60
总市值（亿元）	420
流通市值（亿元）	418

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：胡独巍

执业证号： S0100518100001

电话： 010-85127512

邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

1.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

2.蓝思科技(300433)公司点评：业绩符合预期，新基地产能开始量产

目　录

一、深耕于玻璃行业，拥抱新一轮成长 3
（一）盖板玻璃行业创新持续，行业有望迎来新机遇 3
1、瀑布屏新秀突起，玻璃加工要求提升 3
2、瀑布屏势不可挡，龙头厂商纷纷进场 5
（二）低谷时期苦练内功，实现核心设备自制 5
（三）品牌布局拓宽，新产品新客户多线布局 6
（四）上半年低谷已过，静待行业景气回升 7
1、上半年收入平稳增长，净利润有所波动 7
2、上半年回款明显，现金流大幅改善 8
二、发行 48 亿可转债，加码盖板玻璃核心主业 8
三、投资建议 9
四、风险提示 9
插图目录 11
表格目录 11

一、深耕于玻璃行业，拥抱新一轮成长

（一）盖板玻璃行业创新持续，行业有望迎来新机遇

1、瀑布屏新秀突起，玻璃加工要求提升

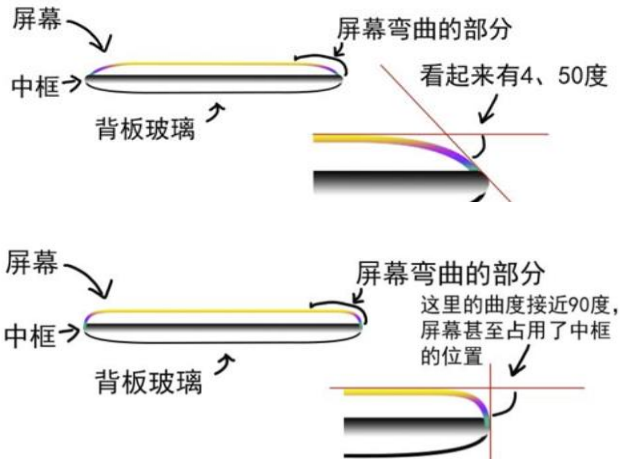
华为于 9 月 19 日召开的新机发布会上，强调了 Mate30 Pro 新款的瀑布屏真机。瀑布屏是指手机面屏向下弯折将近 90 度，屏幕几乎垂直的从手机侧面向下，其形态类似于悬挂的瀑布。较之 3D 屏而言，瀑布屏的设计能够给予用户一个环绕的视觉体验，手机屏占比在视觉上几乎是 100%。此外，因为机身侧面没有可见的音量按钮，华为 Mate30 将音量调整设计为轻轻敲击手机侧面调整音量，辅以震动反馈。

图 1-1：瀑布屏与曲面屏正面对比图

资料来源：中关村在线，民生证券研究院

瀑布屏是由在华为 p30 pro、三星 s10 的 3D 曲面屏设计进一步改进而来，也就是将原本屏幕微微弯折的部分彻底弯成完全的垂直形态，瀑布屏放置于镜面桌上的时候，倒影与本体能够形成一个完整的机身轮廓界面。

图 1-2：曲面屏与瀑布屏侧面对比示意图



资料来源：艾邦高分子材料，民生证券研究院

瀑布屏工艺目前所面临的难点主要有：侧边垂直弯曲较深，若直接握在屏上，侧边触屏功能需要关闭；实体侧键会被取消，用触屏和震动马达取代；手机跌落时侧边屏幕玻璃容易碰伤；AMOLED 屏幕与玻璃贴合难度更大，这会导致量产良率爬坡需要一段时间，初期成本高且量不会太大。

表 1-1：2.5D、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，民生证券研究院统计整理

当前瀑布屏工艺主要有熔融法以及热弯法，熔融法主要运用玻璃熔融粘接技术，将前后两块玻璃相融合，最终形成一块整体的玻璃手机。熔融法缺点在于焊接部位的强度不够，在跌落时损坏的概率更大。传统热弯工艺方案更成熟，但在实现更大弯折角度时良率较低。

表 1-2：3.5D 玻璃生产工艺优缺点对比

工艺	优点	缺点
玻璃熔融粘接技术	可实现更小的弯曲半径等弯角设计、实现更大尺寸的 3.5D 玻璃、成本优势	工艺复杂、生产周期慢、效率低、拼接部位强度低
玻璃热弯成型	国内 3D 玻璃厂商主导，具有资金和技术优势、有更好的抗跌落性、良率有提升空间，具有成本优势、可根据需求修改图档	达到量产阶段仍有距离、无法实现弯角设计

资料来源：艾邦高分子材料，民生证券研究院整理

2、瀑布屏势不可挡，龙头厂商纷纷进场

瀑布屏势不可挡，华为 Mate30Pro 系列与 vivo Nex3 均宣布采用瀑布屏设计。

表 1-3：瀑布屏手机终端统计

瀑布屏手机	型号	价格	发售时间
华为 Mate 30 Pro	8GB+256GB	1099 欧（8627 元）	9 月 26 日
华为 Mate 30 Pro	5G 8GB+256GB	1199 欧（9412 元）	9 月 26 日
华为 Mate 30 RS 保时捷设计	12GB+512GB	2095 欧（16446 元）	9 月 26 日
vivo NEX 3	4G 全网通版 8GB+128GB	4998 元	2019 年 9 月 21 日
vivo NEX 3	5G 全网通版 8GB+256GB	5698 元	2019 年 9 月 21 日
vivo NEX 3	5G 全网通版 12GB+256GB	6198 元	2019 年 9 月 21 日

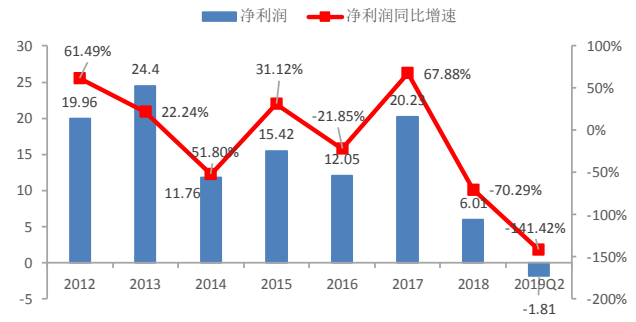
资料来源：中关村在线，民生证券研究院统计整理

华为年度旗舰机型采用瀑布屏后市场反馈热烈，我们预计更多终端品牌会加入到瀑布屏行列，玻璃加工行业有望迎来新一轮成长。

（二）低谷时期苦练内功，实现核心设备自制

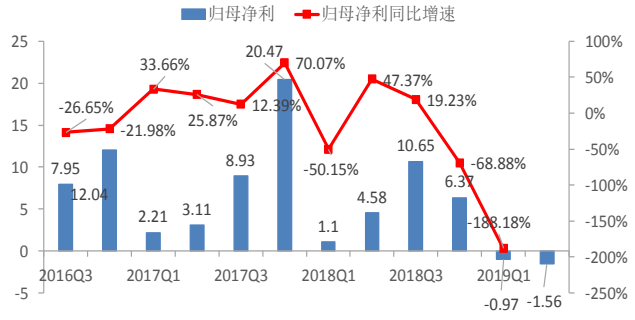
2017 年 Q4 公司受益 iPhoneX 的发布，大客户玻璃盖板使用量从一片增加到两片，公司产能利用率达到巅峰，单季度实现 11.54 归母净利润，同比增长 182%，环比增长 98%，创历史新高，大客户玻璃盖板使用量的变化给公司带来弹性巨大。18 年全年由于 iPhoneX 销量不达预期，公司一方面设备产能利用率较低，另一方面公司为配合大客户扩产，新增大量员工，一方面公司折旧费用较高，一方面人员工资大幅增加，公司 18 年全年业绩承压。

图 1-3：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

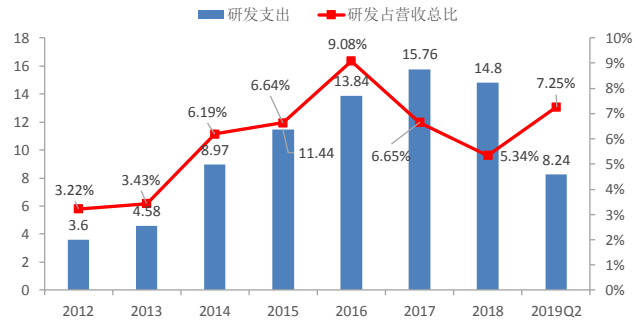
图 1-4：归母净利与归母净利同比增速（亿元；%）



资料来源：wind，民生证券研究院

在业绩低谷时期，公司加大研发力度，进行自动化设备的投入，努力实现核心设备自制。2019H1 公司研发支出占比大幅度增长，达到 7.25%，同比 18 年全年的 5.34%提升 1.91pct。公司当前已经实现大部分核心设备自制，在部分设备上远远领先同行业竞争对手，公司自主开发双腔体热弯机可以实现双倍于同行生产效率，同时公司自主研发机械手用于自用设备上下料，已经达到行业一流水平。

图 1-5：研发支出与研发占营收总比（亿元；%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 1-6：公司自动化生产线

资料来源：公司官网，民生证券研究院

目前公司已经具有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；精密陶瓷粉体的全自动化生产；3D 曲面玻璃等批量生产能力。同时公司大力推进自动化生产，在已有的平台建设基础上，进一步实现数据采集分析，最终实现工艺与供应链双重优化，全面提升生产效率。

（三）品牌布局拓宽，新产品新客户多线布局

蓝思科技自创立伊始，致力于消费电子智能终端外观防护零部件行业的生产销售，主要产品材质是玻璃、蓝宝石、陶瓷等等，广泛应用于中高端智能机、平板电脑、智能可穿戴设备、智能汽车、家居等等。并且与知名国内外品牌达成了长期深度合作关系，如苹果、三星、华为、小米、VIVO、特斯拉、亚马逊等等。

大客户可穿戴等多品种全面布局，国产机多品牌全面开拓。蓝思科技是 Apple Watch 陶瓷和蓝宝石结构件主要供应商。除了 Apple watch 外，近年来，蓝思科技为华为 Mate20、华为 NOVA4 供应前后盖板，华为 P20 与 P30 系列也均由蓝思供货。公司同时为红米 NOTE7、VIVO X21/OPPO R15 提供后盖， VIVO NEX、VIVO X27、VIVO X27 PRO 以及小米 9，同样由蓝思供货。

表 1-4：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
VIVO	VIVO X21	后盖
	VIVO NEX	前后盖板
	VIVOX27	外观玻璃盖板件
OPPO	OPPO R15	后盖

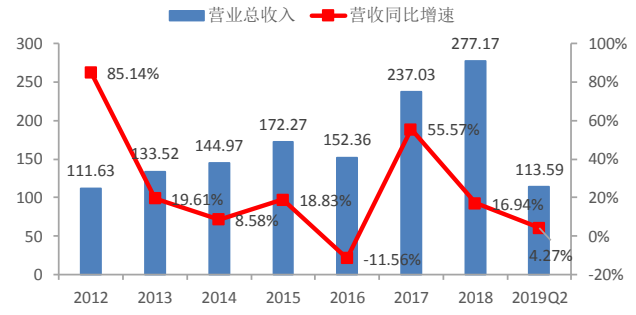
资料来源：民生证券研究院统计整理

（四）上半年低谷已过，静待行业景气回升

1、上半年收入平稳增长，净利润有所波动

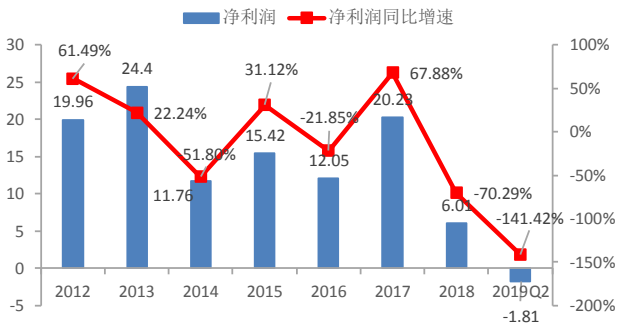
公司上半年营业收入平稳增长，营业总收入为 113.59 亿，同期增长 4.27%，较 2019 年第一季度增长 136.3%。上半年贸易摩擦频现，公司采取了积极的应对措施与市场策略，一方面加大对国内品牌客户的支持供应，另一方面，实现了智能终端设备等领域的稳步增长。同时也得益于手机后盖玻璃产品的销售增长。

图 1-7：营业总收入与营收同比增速（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 1-8： 净利润与净利润同比增速（亿元）

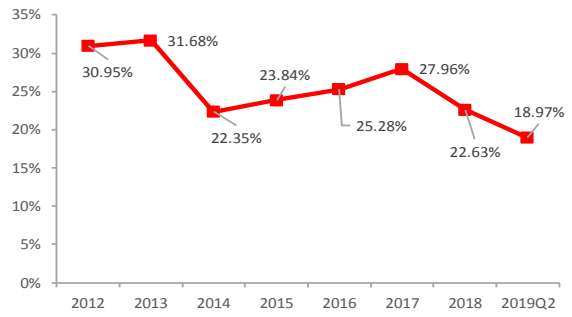


资料来源：wind，民生证券研究院

上半年是消费电子的淡季，蓝思科技不可避免的受到了行业动荡的影响，产能没有得到预期的输出，成本增加，因此毛利率有所下滑，净利润出现了亏损。第三季度公司受益于主

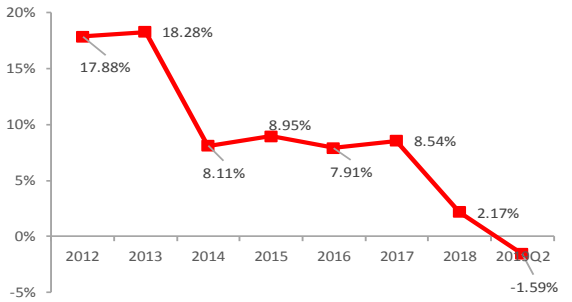
要国内外客户的新产品的发布，公司有望实现市场份额的提升，巩固龙头地位行业。

图 1-9： 毛利率变化趋势（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 1-10： 净利率变化趋势（%）

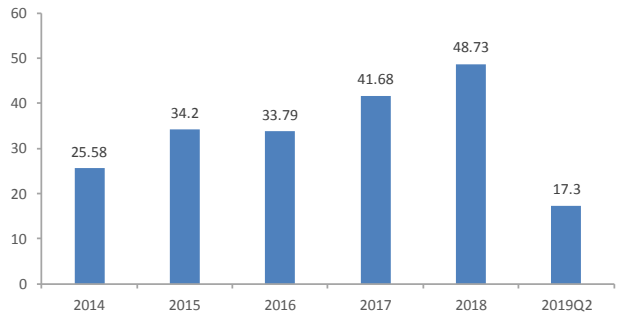


资料来源：wind，民生证券研究院

2、上半年回款明显，现金流大幅改善

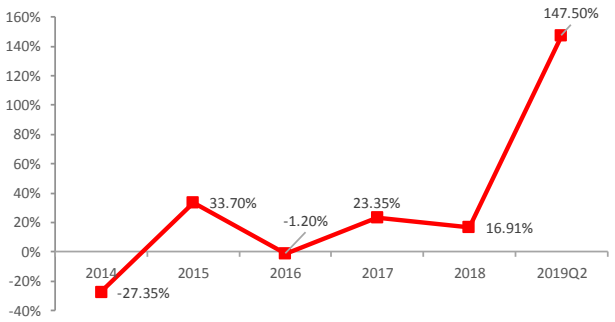
公司现金流改善明显。2019Q2 经营活动所产生的的现金流为 17.3 亿元，同比增长高达 147.50%。主要系上年同期归还往来款所致。

图 1-11：经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 1-12：经营活动产生的现金流量净额的同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

二、发行 48 亿可转债，加码盖板玻璃核心主业

蓝思科技于 2018 年 1 月发行可转债 48 亿元，募投项目分别为消费电子产品外观防护玻璃建设项目和视窗防护玻璃建设项目。公司曾多次下调转股价格，最新转股价格为 10.44 元，当前股价 10.74 元，已经具备转股条件。

表 2-1：募投项目具体情况

项目名称	投资金额 元	募集资金拟投入金额 元
消费电子产品外观防护玻璃建设项目	476010.5	340000
视窗防护玻璃建设项目	175986.02	140000
合计	651996.52	480000

资料来源：蓝思科技可转债上市公告，民生证券研究院

三、投资建议

我们预计公司 19-21 年收入为 305、350、402 亿元，归母净利润为 8.9、16、21 亿元，对应估值为 47、26、20 倍，参考 SW 电子行业估值 35 倍，我们认为公司明年估值相对较低，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示

风险提示：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）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**27,717**	**30,500**	**35,000**	**40,163**
营业成本	21,445	24,400	27,650	31,527
营业税金及附加	230	244	275	321
销售费用	557	614	689	799
管理费用	2,031	3,355	3,150	3,354
研发费用	1,480	814	1,090	1,340
EBIT	1,974	1,073	2,146	2,822
财务费用	614	258	378	414
资产减值损失	833	0	0	0
投资收益	(21)	(36)	(40)	(35)
营业利润	**1,116**	**1,173**	**2,171**	**2,824**
营业外收支	(191)	0	0	0
利润总额	**926**	**1,142**	**2,085**	**2,739**
所得税	325	287	562	759
净利润	601	856	1,523	1,980
归属于母公司净利润	**637**	**894**	**1,605**	**2,092**
EBITDA	**4,126**	**3,811**	**5,426**	**6,650**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4497	0	0	(14)
应收账款及票据	6214	7060	8091	9242
预付款项	31	36	42	47
存货	2760	3437	3336	4412
其他流动资产	845	845	845	845
流动资产合计	**14397**	**11460**	**12383**	**14637**
长期股权投资	34	(2)	(42)	(77)
固定资产	22730	27454	32561	37659
无形资产	2599	3125	3678	4247
非流动资产合计	**28743**	**31793**	**34727**	**37129**
资产合计	**43140**	**43254**	**47110**	**51766**
短期借款	9575	7722	8710	9775
应付账款及票据	7249	8203	9306	10614
其他流动负债	116	116	116	116
流动负债合计	**19993**	**19251**	**21584**	**24260**
长期借款	1386	1386	1386	1386
其他长期负债	4674	4674	4674	4674
非流动负债合计	**6060**	**6060**	**6060**	**6060**
负债合计	**26053**	**25311**	**27644**	**30320**
股本	3927	3927	3927	3927
少数股东权益	32	(7)	(88)	(201)
股东权益合计	**17087**	**17943**	**19466**	**21446**
负债和股东权益合计	**43140**	**43254**	**47110**	**51766**

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	16.9	10.0	14.8	14.8
EBIT 增长率	-37.0	-45.7	100.1	31.5
净利润增长率	-68.9	40.4	79.4	30.4
盈利能力				
毛利率	22.6	20.0	21.0	21.5
净利润率	2.3	2.9	4.6	5.2
总资产收益率 ROA	1.5	2.1	3.4	4.0
净资产收益率 ROE	3.7	5.0	8.2	9.7
偿债能力				
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4
现金比率	0.2	0.0	0.0	(0.0)
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	77.5	75.1	75.0	75.5
存货周转天数	41.7	45.7	44.1	44.2
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	0.2	0.2	0.4	0.5
每股净资产	4.3	4.6	5.0	5.5
每股经营现金流	1.2	0.9	1.5	1.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	66.9	47.0	26.2	20.1
PB	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.6	12.2	8.8	7.3
股息收益率	0.2	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	601	856	1,523	1,980
折旧和摊销	2,984	2,739	3,281	3,828
营运资金变动	377	(449)	423	(657)
经营活动现金流	**4,873**	**3,605**	**5,730**	**5,684**
资本开支	9,085	5,856	6,340	6,350
投资	(97)	0	0	0
投资活动现金流	**(9,201)**	**(5,856)**	**(6,340)**	**(6,350)**
股权募资	14	0	0	0
债务募资	3,698	0	0	0
筹资活动现金流	**2,809**	**(2,246)**	**610**	**651**
现金净流量	**(1,519)**	**(4,497)**	**(0)**	**(14)**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1-1：瀑布屏与曲面屏正面对比图 3
图 1-2：曲面屏与瀑布屏侧面对比示意图 4
图 1-3：净利润与净利润同比增速（亿元；%） 6
图 1-4：归母净利与归母净利同比增速（亿元；%） 6
图 1-5：研发支出与研发占营收总比（亿元；%） 6
图 1-6：公司自动化生产线 6
图 1-7：营业总收入与营收同比增速（亿元） 7
图 1-8： 净利润与净利润同比增速（亿元） 7
图 1-9： 毛利率变化趋势（%） 8
图 1-10： 净利率变化趋势（%） 8
图 1-11：经营活动产生的现金流量净额（亿元） 8
图 1-12：经营活动产生的现金流量净额的同比增速（%） 8

表格目录

表 1-1：2.5D、3D、3.5D 玻璃的区别 4
表 1-2：3.5D 玻璃生产工艺优缺点对比 5
表 1-3：瀑布屏手机终端统计 5
表 1-4：蓝思科技品牌布局 7
表 2-1：募投项目具体情况 9

分析师简介

胡独巍，电子组分析师，北京大学微电子学与固体电子学硕士，2016年加盟民生证券。

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。