

投资评级 中性 调低

内外部综合因素使得业绩持续承压

股票数据

04月29日收盘价(元)	10.16
52周股价波动(元)	8.87-31.20
总股本/流通A股(百万股)	4973/4961
总市值/流通市值(百万元)	50531/50399

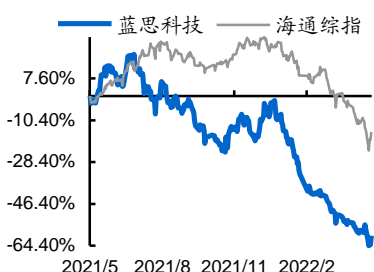
相关研究

《全球3D玻璃屏供应商，产业链垂直化布局强化新材料优势》2021.11.14

《出货旺季来临，下半年业绩有望继续高速增长》2017.09.19

《蓝思科技(300433):国内视窗防护玻璃及相关产品知名厂商(建议申购)20150309》2015.03.09

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.7	-30.1	-39.9
相对涨幅(%)	-7.9	-17.8	-27.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:李轩

Tel:(021)23154652

Email:lx12671@htsec.com

证书:S0850519070001

联系人:文灿

Tel:(021)23154401

Email:wc13799@htsec.com

投资要点:

- 事件:** 蓝思科技2021年实现营业收入452.68亿元(+22.55%)(括号表示同比,下同),归母净利润20.70亿元(-57.72%),扣非后归母净利润12.36亿元(-72.45%)。1Q22年实现营业收入93.34亿元(-22.15%),归母净利润-4.11亿元(-134.12%),扣非后归母净利润-4.26亿元(-140.05%)。
- 21年分业务收入同比仍有成长,但毛利同比下滑。** 拆分来看,中小尺寸外观及功能组件实现营业收入316.43亿元(+29.27%),毛利率20.39%,同比下滑10.27pct;大尺寸外观及功能组件实现营业收入62.24亿元(+10.48%),毛利率21.06%,同比下滑1.09pct;新材料及其他产品实现营业收入65.16亿元(+6.08%),毛利率19.27%,同比下滑10.12pct;我们预计2021年主要受人力成本上升、研发项目增加、新园区运营、供应链波动、疫情、限电等综合因素影响以及计提的资产减值准备有所增加。
- 1Q22收入同比下降,效益减少。** 1Q22受宏观经济波动、疫情等综合因素影响,部分客户终端市场需求减少,公司营业收入同比下降,效益减少;受新型冠状病毒疫情影响,对产品交付、物流成本、采购成本、防疫支出和相关费用的管控等产生了一定影响;东莞蓝思因防疫管控,园区停产约三周;由于薪资调整原因,1Q22人力成本同比增加;玻璃(大尺寸玻璃、UTG等)、金属、智能穿戴(智能手表、AR/VR等)、智能汽车、光伏新能源等研发项目增加,研发费用有所增长;政府补助同比减少。
- 研发:加大研发投入,前瞻布局市场。** 2021年公司研发支出创下历史新高,达到21.34亿元,同比增长47.97%,技术人员数量较上年增长一倍,研发项目数量大幅增长。公司对智能手表、VR/AR等智能穿戴类新产品,中控屏、B柱、新型汽车玻璃、充电桩等汽车类新产品,智能手机中框等金属合金产品,以及蓝宝石、陶瓷等非金属新材料,自动化设备等相关的研发投入。
- 盈利预测和投资建议。** 内外部综合因素叠加使蓝思科技短期承压,但中长期健康发展的根基依然牢固。我们预计蓝思科技2022-2024年EPS分别为0.59、0.89、1.37元。结合可比公司估值情况,给予公司2022年18-20倍PE估值,对应合理价值区间为10.62-11.80元,下调至“中性”评级。
- 风险提示。** 全球5G手机放量低于预期;下游大客户的业务量波动与新业务整合。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	36939	45268	57545	69101	76835
(+/-)YoY(%)	22.1%	22.5%	27.1%	20.1%	11.2%
净利润(百万元)	4896	2070	2955	4445	6825
(+/-)YoY(%)	98.3%	-57.7%	42.7%	50.4%	53.5%
全面摊薄EPS(元)	0.98	0.42	0.59	0.89	1.37
毛利率(%)	29.4%	20.9%	20.6%	22.3%	24.8%
净资产收益率(%)	11.6%	4.9%	6.5%	8.9%	12.0%

资料来源:公司年报(2020-2021),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比上市公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002475	立讯精密	1.00	1.42	2.34	30.9	21.8	13.2
002241	歌尔股份	1.25	1.72	2.64	28.0	20.4	13.3
002938	鹏鼎控股	1.43	1.73	2.37	20.6	17.0	12.4
002600	领益智造	0.17	0.39	0.47	25.6	10.9	9.0
002456	欧菲光	-0.81	0.29		-6.9	19.1	
	均值				19.7	17.8	12.0
300433	蓝思科技	0.42	0.59	0.89	24.4	17.1	11.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 可比公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2022 年 4 月 29 日。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	45268	57545	69101	76835
每股收益	0.42	0.59	0.89	1.37	营业成本	35797	45691	53714	57803
每股净资产	8.57	9.12	10.02	11.39	毛利率%	20.9%	20.6%	22.3%	24.8%
每股经营现金流	1.21	2.07	1.92	2.60	营业税金及附加	371	477	565	632
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	644	739	886	1004
P/E	24.41	17.10	11.37	7.40	营业费用率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
P/B	1.19	1.11	1.01	0.89	管理费用	3969	4295	5319	5992
P/S	1.12	0.88	0.73	0.66	管理费用率%	8.8%	7.5%	7.7%	7.8%
EV/EBITDA	18.38	6.59	4.75	3.16	EBIT	2353	3719	5504	7904
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	513	1061	1240	1189
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	1.8%	1.8%	1.5%
毛利率	20.9%	20.6%	22.3%	24.8%	资产减值损失	886	320	345	216
净利润率	4.6%	5.1%	6.4%	8.9%	投资收益	312	280	250	250
净资产收益率	4.9%	6.5%	8.9%	12.0%	营业利润	2163	3208	4760	7339
资产回报率	2.7%	3.2%	4.5%	6.4%	营业外收支	-4	-3	-2	-2
投资回报率	4.7%	7.3%	10.7%	15.4%	利润总额	2158	3205	4757	7337
盈利增长 (%)					EBITDA	6667	8317	10759	13811
营业收入增长率	22.5%	27.1%	20.1%	11.2%	所得税	39	179	206	349
EBIT 增长率	-63.6%	58.0%	48.0%	43.6%	有效所得税率%	1.8%	5.6%	4.3%	4.8%
净利润增长率	-57.7%	42.7%	50.4%	53.5%	少数股东损益	50	71	107	164
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2070	2955	4445	6825
资产负债率	44.1%	50.4%	49.4%	46.5%					
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.8	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.5	货币资金	10217	22762	25282	31189
现金比率	0.5	0.7	0.8	0.9	应收账款及应收票据	9724	10664	13302	14679
经营效率指标					存货	6137	7581	9402	9994
应收帐款周转天数	72.3	67.6	70.3	69.7	其它流动资产	3139	2913	3011	3066
存货周转天数	65.8	60.6	63.9	63.1	流动资产合计	29217	43920	50998	58927
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	长期股权投资	585	585	585	585
固定资产周转率	1.4	1.8	2.1	2.4	固定资产	32419	32874	32769	32301
					在建工程	2279	2723	3031	3384
					无形资产	5502	5330	5121	4925
					非流动资产合计	47394	48121	48116	47805
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	76611	92042	99114	106732
净利润	2070	2955	4445	6825	短期借款	4447	12000	10000	8000
少数股东损益	50	71	107	164	应付票据及应付账款	10194	13012	15748	16658
非现金支出	4948	4918	5599	6124	预收账款	0	3	2	3
非经营收益	-99	788	996	945	其它流动负债	5433	6676	7663	8881
营运资金变动	-930	1586	-1582	-1109	流动负债合计	20074	31692	33412	33542
经营活动现金流	6039	10318	9565	12948	长期借款	11020	12020	12820	13320
资产	-6810	-5333	-5255	-5602	其它长期负债	2717	2717	2717	2717
投资	-1794	0	0	0	非流动负债合计	13737	14737	15537	16037
其他	54	280	250	250	负债总计	33812	46429	48950	49579
投资活动现金流	-8549	-5053	-5005	-5352	实收资本	4973	4973	4973	4973
债权募资	-3145	7553	-2000	-500	归属于母公司所有者权益	42631	45373	49818	56643
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	168	239	346	509
其他	-3257	-274	-40	-1189	负债和所有者权益合计	76611	92042	99114	106732
融资活动现金流	-6402	7279	-2040	-1689					
现金净流量	-8912	12545	2521	5906					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业、电子行业
李轩 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：利亚德,易华录,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,闻泰科技,浪潮国际,创业慧康,视源股份,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,京北方,晶赛科技,盈建科,品茗股份,广联达,用友网络,银江技术,长川科技,芯朋微,芯原股份-U,N 汉鑫,三利谱,瑞芯微,能科科技,炬光科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。