

## 公司研究

## 22Q1 业绩承压，长期成长可期

## ——蓝思科技（300433.SZ）跟踪报告之三

## 要点

**事件：**蓝思科技发布 2021 年年报及 2022 年一季报。

蓝思科技 2021 年实现收入 453 亿元，同比增长 23%；实现归母净利润 20.7 亿元，同比下滑 58%；实现扣非归母净利润 12.4 亿元，同比下滑 72%；实现经营活动净现金流 60.4 亿元，同比下滑 20%。

蓝思科技 22Q1 实现收入 93 亿元，同比下滑 22%；实现归母净利润-4.1 亿元，去年同期为 12.06 亿元；实现扣非归母净利润-4.3 亿元，去年同期为 10.64 亿元。

## 点评：

**2021 年业绩低于预期主要由于费用大幅增加和计提资产减值损失。**（1）公司 2021 年销售费用同比增长 76%，主要由于合并泰州园区，产品业务相应增加；（2）管理费用同比增长 72%，主要由于运营园区增加，导致招聘费用及管理人员人力成本增加；（3）研发费用同比增长 48%，主要由于公司对手表、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、陶瓷等非金属材料，自动化设备等相关的研发投入均有所增加。公司研发人员在 2021 年年末达到约 2.1 万人，同比增加 100%。（4）由于存货跌价损失，公司计提资产减值损失 8.86 亿元。

**22Q1 业绩低于预期。**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，2022 年第一季度人力成本较去年同期增加；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；22Q1 收到的政府补助较上年同期减少。

**盈利预测、估值与评级：**由于手机行业景气疲软且公司处于扩产周期和新产品研发周期，公司三费高企，因此我们下调公司 2022-2023 年的净利润预测为 30.29/36.90 亿元，较前次下调幅度为 65.16%/66.36%，新增 2024 年净利润预测为 47.08 亿元，对应 PE 为 15x、12x 和 10x。蓝思科技是全球消费电子供应链巨头企业，客户包括苹果、三星、小米、OPPO、vivo、华为、荣耀、特斯拉、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来等，但考虑到公司短期业绩承压，我们将公司评级下调为“增持”评级。

**风险提示：**客户导入不及预期，5G 建设不及预期，毛利率下滑风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	36,939.13	45,268.15	55,029.62	67,053.64	81,886.04
营业收入增长率	22.08%	22.55%	21.56%	21.85%	22.12%
净利润（百万元）	4,896.17	2,070.24	3,029.28	3,690.14	4,708.24
净利润增长率	98.32%	-57.72%	46.32%	21.82%	27.59%
EPS（元）	0.98	0.42	0.61	0.74	0.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.61%	4.86%	6.71%	7.64%	9.00%
P/E	9.21	21.79	14.89	12.22	9.58
P/B	1.07	1.06	1.00	0.93	0.86

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-27

## 增持（下调）

当前价：9.07 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

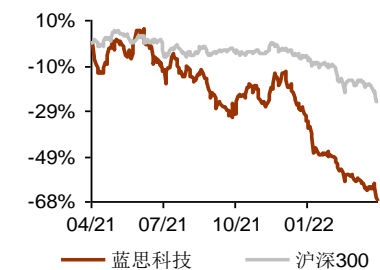
分析师：蔡微末

执业证书编号：S0930522040001

## 市场数据

总股本(亿股)	49.73
总市值(亿元)	451.09
一年最低/最高(元)	9.02/30.80
近 3 月换手率	59.93%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.56	-29.60	-42.95
绝对	-22.35	-47.69	-68.20

资料来源：Wind

## 相关研报

2020 及 21Q1 业绩符合预期，可成系并表后成长边界稳步扩张——蓝思科技（300433.SZ）跟踪报告之二（2021-04-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	36,939	45,268	55,030	67,054	81,886
营业成本	26,065	35,797	41,655	51,930	63,451
折旧和摊销	3,002	4,195	3,220	3,273	3,317
税金及附加	289	371	457	536	655
销售费用	367	644	908	1,073	1,294
管理费用	2,313	3,969	4,815	5,854	7,124
财务费用	809	513	597	537	481
研发费用	1,442	2,134	2,597	3,172	3,881
投资收益	36	312	0	0	0
营业利润	5,710	2,163	3,471	4,182	5,276
利润总额	5,711	2,158	3,311	4,022	5,116
所得税	755	39	232	282	358
净利润	4,955	2,120	3,079	3,740	4,758
少数股东损益	59	50	50	50	50
归属母公司净利润	4,896	2,070	3,029	3,690	4,708
EPS(元)	0.98	0.42	0.61	0.74	0.95

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,580	6,039	5,897	6,024	6,358
净利润	4,896	2,070	3,029	3,690	4,708
折旧摊销	3,002	4,195	3,220	3,273	3,317
净营运资金增加	3,836	3,016	3,930	3,931	5,165
其他	-4,154	-3,242	-4,283	-4,871	-6,833
投资活动产生现金流	-15,274	-8,549	-220	-220	-220
净资本支出	-5,897	-6,810	-220	-220	-220
长期投资变化	78	585	0	0	0
其他资产变化	-9,455	-2,325	1	0	0
融资活动现金流	22,019	-6,402	-4,888	-3,399	-1,526
股本变化	722	0	0	0	0
债务净变化	8,896	-2,863	-3,794	-2,308	-372
无息负债变化	3,769	-582	669	3,114	3,295
净现金流	13,888	-9,008	789	2,405	4,612

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.44%	20.92%	24.30%	22.56%	22.51%
EBITDA 率	27.92%	18.03%	14.91%	12.28%	11.44%
EBIT 率	19.77%	8.56%	9.05%	7.40%	7.39%
税前净利润率	15.46%	4.77%	6.02%	6.00%	6.25%
归母净利润率	13.25%	4.57%	5.50%	5.50%	5.75%
ROA	6.23%	2.77%	4.05%	4.67%	5.47%
ROE (摊薄)	11.61%	4.86%	6.71%	7.64%	9.00%
经营性 ROIC	12.39%	6.68%	8.14%	7.98%	9.41%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	47%	44%	40%	39%	40%
流动比率	1.31	1.46	1.93	2.24	2.41
速动比率	1.06	1.15	1.43	1.65	1.79
归母权益/有息债务	1.98	2.31	3.07	3.90	4.35
有形资产/有息债务	3.26	3.60	4.56	5.74	6.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	79,576	76,611	76,068	80,059	87,067
货币资金	19,275	10,217	11,006	13,411	18,023
交易性金融资产	0	1,506	1,506	1,506	1,506
应收账款	8,034	9,712	9,905	12,070	14,739
应收票据	180	11	0	0	0
其他应收款 (合计)	103	452	550	671	819
存货	6,779	6,137	8,331	10,386	12,690
其他流动资产	983	1,109	1,353	1,654	2,025
流动资产合计	35,419	29,217	32,652	39,697	49,803
其他权益工具	318	446	446	446	446
长期股权投资	78	585	585	585	585
固定资产	31,000	32,419	29,944	27,301	24,527
在建工程	1,953	2,242	1,786	1,445	1,189
无形资产	5,777	5,502	5,412	5,323	5,236
商誉	2,970	2,970	2,970	2,970	2,970
其他非流动资产	571	942	942	942	942
非流动资产合计	44,157	47,394	43,415	40,362	37,265
总负债	37,257	33,812	30,687	31,492	34,415
短期借款	13,436	4,447	2,680	372	0
应付账款	9,493	10,194	10,414	12,982	15,863
应付票据	360	0	417	519	635
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	124	103	103	103	103
流动负债合计	27,048	20,074	16,949	17,755	20,678
长期借款	6,909	11,020	11,020	11,020	11,020
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	925	912	912	912	912
非流动负债合计	10,209	13,737	13,737	13,737	13,737
股东权益	42,319	42,799	45,381	48,567	52,652
股本	4,973	4,973	4,973	4,973	4,973
公积金	22,459	22,681	22,984	23,187	23,187
未分配利润	14,626	14,764	16,993	19,926	23,961
归属母公司权益	42,181	42,631	45,163	48,299	52,334
少数股东权益	137	168	218	268	318

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.99%	1.42%	1.65%	1.60%	1.58%
管理费用率	6.26%	8.77%	8.75%	8.73%	8.70%
财务费用率	2.19%	1.13%	1.08%	0.80%	0.59%
研发费用率	3.90%	4.71%	4.72%	4.73%	4.74%
所得税率	13.23%	1.79%	7.00%	7.00%	7.00%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.35	0.10	0.11	0.14	0.17
每股经营现金流	1.52	1.21	1.19	1.21	1.28
每股净资产	8.48	8.57	9.08	9.71	10.52
每股销售收入	7.43	9.10	11.06	13.48	16.46

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	9.21	21.79	14.89	12.22	9.58
PB	1.07	1.06	1.00	0.93	0.86
EV/EBITDA	5.29	7.44	7.01	6.72	5.70
股息率	0.04	0.01	0.01	0.01	0.02

## 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。
<b>基准指数说明：</b> 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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE