

蓝思科技 (300433.SZ)

消费电子垂直整合优势凸显，新能源汽车打开长线空间

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	45,268	46,699	54,871	65,088	77,005
增长率 yoy (%)	22.5	3.2	17.5	18.6	18.3
归母净利润 (百万元)	2,070	2,448	3,020	4,241	5,082
增长率 yoy (%)	-57.7	18.3	23.4	40.5	19.8
ROE (%)	5.0	5.7	6.6	8.7	9.6
EPS 最新摊薄 (元)	0.42	0.49	0.61	0.85	1.02
P/E (倍)	27.8	23.5	19.1	13.6	11.3
P/B (倍)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1

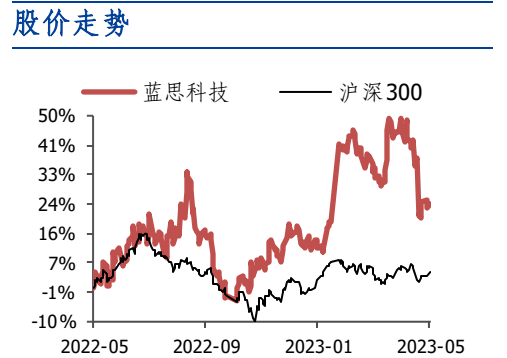
资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营收 466.99 亿元, 同比+3.16%; 实现归母净利润 24.48 亿元, 同比+18.25%; 实现扣非净利润 19.35 亿元, 同比+56.60%。2023 年 Q1 公司实现营收 98.39 亿元, 同比+5.41%, 环比-34.94%; 实现归母净利润 0.65 亿元, 同比+115.69%, 环比-96.18%; 实现扣非净利润-0.16 亿元, 同比+96.34%, 环比转亏。

经营业绩承压反转, 基本面稳中向好: 2022 年上半年消费电子市场总体需求同比有所下滑, 市场竞争较为激烈, 公司经营业绩承压, 但通过精益生产、降本增效多措并举, 下半年公司紧抓消费电子旺季需求, 2022 年 Q4 创下了历史同期最高盈利水平, 推动全年营收及净利润均实现了正向增长。分产品看, 中小尺寸外观及功能组件营收为 315.18 亿元, 同比-0.40%; 大尺寸外观及功能组件营收为 61.15 亿元, 同比-1.75%; 新材料及其他产品营收为 78.75 亿元, 同比+20.86%。2022 年公司毛利率为 19.21%, 同比-1.71pcts; 净利率为 5.40%, 同比+0.72pct。毛利率下滑主因: 1) 人力成本、水电价格上涨一定程度增加了成本压力; 2) 大尺寸产品车载新工厂试运行, 汽车项目周期比较长, 前期研发打样较多, 开发成本较高, 产能利用率不高, 影响 22 年大尺寸产品毛利率同比减少 0.44pct; 3) 为提高公司的销量和产能利用率, 新材料产品向客户有所让利, 导致新材料产品毛利率同比减少 6.68pcts。未来随着大尺寸产品定型量产之后需求稳定以及新材料产品更新换代, 公司整体毛利率有望迎来稳健增长。

消费电子垂直整合优势凸显, 手机+智能穿戴贡献盈利: 公司是消费电子行业外观创新变革的引领者, 是苹果、三星、华为、荣耀、小米等多个领先手机品牌供应商。公司不断提高垂直整合能力, 已覆盖 ODM、显示模组等电子件和结构件, 以及整机组装。智能手机方面, 公司基于精密结构件的技术和资源优势成功向蓝宝石、陶瓷、金属等结构件和触控、指纹、天线及摄像头模组延伸, 已经形成结构件+模组的一站式供货能力, 实现了智能手机端到端的供应链垂直整合, 下半年有望受益于苹果新机发布带来的强劲拉货动能。智能穿戴方面, 公司在智能手表、AR/VR 等 AIoT 品类拥有玻璃、蓝宝石、陶瓷 (背盖组件、表壳、表冠)、金属 (表壳、表冠)、触控、贴合、镀膜 (玻璃、蓝宝石) 等在内的一站式供应及组装能力, 为客户提供一站式的智能穿戴产品解决方案。公司 2020 年发布定增公告, 由子公司长沙蓝思建设智能

增持 (首次评级)	
股票信息	
行业	电子
2023 年 5 月 8 日收盘价 (元)	11.58
总市值 (百万元)	57,592.90
流通市值 (百万元)	57,443.46
总股本 (百万股)	4,973.48
流通股本 (百万股)	4,960.57
近 3 月日均成交额 (百万元)	496.68



作者

分析师 邹兰兰
 执业证书编号: S1070518060001
 邮箱: zoulalan@cgws.com

相关研究

穿戴和触控功能面板项目和 3D 触控功能面板和生产配套设施建设项目。两个项目均预计在 2024 年 12 月 31 日达到预定可使用状态，项目全部建成达产后，将实现年产智能穿戴设备零组件 900 万个及消费电子 3D 触控功能面板 12,015 万件，预计分别可实现年销售收入 18 亿元及 70.27 亿元。2023 年，随着供应链库存出清走出底部，消费电子厂商多款新品发布，持续在材料、外观及功能上进行创新，公司订单有望在下半年传统旺季快速增长。

深度布局汽车电子，看好新能源汽车成长弹性：2022 年度，公司新能源汽车业务收入 35.84 亿元，同比增长 59.41%，占公司营业收入比例上升至 7.67%。中控屏、B 柱、充电桩等主要产品销售持续增长，侧窗、挡风、天幕等大尺寸新型汽车玻璃等增量新产品也持续配合客户进行创新优化和验证，公司的汽车客户数量进一步增加至三十家以上，为新能源汽车业务规模可持续性增长奠定了基础。TrendForce 预计 2023 年新能源车销量将同比增长 36.2% 至 1451 万辆。公司在主攻产品基础上，有望凭借多年与客户核心产品的高质量供应经验，未来有望获得更多新订单。在新材料产品方面，公司已经和新能源汽车电池的头部客户进行接触。产能方面，子公司长沙蓝思建设车载玻璃及大尺寸功能面板项目，项目全部建成达产后，预计将实现年产车载玻璃及大尺寸功能面板 3,719 万件；孙公司蓝思精密可以为客户生产相关金属件。其园区改扩建项目全部建成达产后，将新增汽车及新能源金属结构件产能 7,500 万件/年。此外，公司为配合海外客户新需求，在墨西哥成立了子公司专门从事汽车电子零配件业务，可就近更好地为客户提供生产制造与售后服务，有利于进一步开拓北美市场。墨西哥厂目前设备已经安装调试并试产，有望在下半年为公司贡献部分收益。

首次覆盖，给予“增持”评级：公司是一家覆盖玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷、塑胶等材质的防护面板、触控模组、生物识别等外观结构及功能组件的精密制造企业，主营业务涉及中高端智能手机、智能穿戴、平板电脑、笔记本电脑、一体式电脑、新能源汽车、智能家居家电、光伏产品等领域。消费电子方面，公司已完善从 ODM 到整机组装的垂直一体化整合能力，将继续受益于大客户的订单放量，为营收和利润带来稳定增量。汽车电子方面，我们预计汽车电子行业高景气仍将持续，公司在汽车电子板块不断深入，为公司业绩带来新的增长动能。我们认为公司未来能够多领域多层次地协同发展业务，持续提升公司盈利水平并巩固市场地位。预估公司 2023 年-2025 年归母净利润为 30.20 亿元、42.41 亿元、50.82 亿元，EPS 分别为 0.61 元、0.85 元、1.02 元，对应 PE 分别为 19X、14X、11X。

风险提示：宏观经济波动风险，下游需求不及预期，客户相对集中风险，汇率波动风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	29217	28611	41947	41899	53437
现金	10217	11686	18249	17542	21878
应收票据及应收账款	9724	9022	12852	13026	17709
其他应收款	452	374	57	679	169
预付账款	71	60	95	92	127
存货	6137	6685	9233	8940	12266
其他流动资产	2616	784	1461	1620	1288
非流动资产	47394	49734	53164	58520	63897
长期投资	585	480	736	1053	1210
固定资产	32419	35813	38870	42817	47251
无形资产	5502	5186	5686	6133	6619
其他非流动资产	8888	8256	7872	8518	8816
资产总计	76611	78346	95110	100420	117333
流动负债	20074	22167	37100	39549	52351
短期借款	4447	2815	15598	21896	24359
应付票据及应付账款	10194	10130	16394	13221	22322
其他流动负债	5433	9223	5108	4432	5671
非流动负债	13737	11797	10760	9350	8031
长期借款	11020	9123	7858	6585	5251
其他非流动负债	2717	2674	2902	2764	2780
负债合计	33812	33964	47860	48899	60383
少数股东权益	168	209	275	381	510
股本	4973	4973	4973	4973	4973
资本公积	20700	20700	20700	20700	20700
留存收益	16745	18700	20755	23682	27039
归属母公司股东权益	42631	44173	46975	51140	56441
负债和股东权益	76611	78346	95110	100420	117333

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6039	9181	9079	6176	15443
净利润	2120	2520	3085	4347	5211
折旧摊销	4288	4655	3972	4727	5628
财务费用	513	246	566	894	992
投资损失	-312	-76	-141	-177	-132
营运资金变动	-971	415	826	-4294	2853
其他经营现金流	401	1422	772	679	891
投资活动现金流	-8549	-5577	-7554	-10003	-10605
资本支出	6843	6852	7814	9473	10819
长期投资	-1794	969	-256	-317	-157
其他投资现金流	88	306	516	-212	371
筹资活动现金流	-6402	-2416	-3660	-5358	-2873
短期借款	-8989	-1632	12783	6298	2463
长期借款	4111	-1897	-1265	-1273	-1334
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	31	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1554	1113	-15179	-10383	-4002
现金净增加额	-9008	1466	-2135	-9185	1965

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	45268	46699	54871	65088	77005
营业成本	35797	37730	44160	51419	60411
营业税金及附加	371	356	433	514	601
销售费用	644	727	727	911	1099
管理费用	3969	2706	3183	3743	4452
研发费用	2134	2105	2401	2799	3384
财务费用	513	246	566	894	992
资产和信用减值损失	-634	-533	-678	-820	-933
其他收益	634	495	526	552	524
公允价值变动收益	6	141	49	66	85
投资净收益	312	76	141	177	132
资产处置收益	4	-43	-13	-17	-25
营业利润	2163	2966	3428	4765	5850
营业外收入	36	45	39	40	41
营业外支出	40	97	57	65	73
利润总额	2158	2915	3410	4740	5819
所得税	39	395	325	393	608
净利润	2120	2520	3085	4347	5211
少数股东损益	50	72	66	106	129
归属母公司净利润	2070	2448	3020	4241	5082
EBITDA	6821	8042	7827	10352	12504
EPS (元/股)	0.42	0.49	0.61	0.85	1.02

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	22.5	3.2	17.5	18.6	18.3
营业利润 (%)	-62.1	37.2	15.6	39.0	22.8
归属母公司净利润 (%)	-57.7	18.3	23.4	40.5	19.8
获利能力					
毛利率 (%)	20.9	19.2	19.5	21.0	21.6
净利率 (%)	4.7	5.4	5.6	6.7	6.8
ROE (%)	5.0	5.7	6.6	8.7	9.6
ROIC (%)	3.9	4.5	4.7	6.3	7.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.1	43.4	50.3	48.7	51.5
净负债比率 (%)	23.7	20.7	19.8	30.2	22.2
流动比率	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0
速动比率	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	3.6	3.7	3.4	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.49	0.61	0.85	1.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.21	1.85	1.83	1.24	3.11
每股净资产 (最新摊薄)	8.57	8.88	9.29	9.92	10.77
估值比率					
P/E	27.8	23.5	19.1	13.6	11.3
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.7	8.3	8.5	7.0	5.6

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686