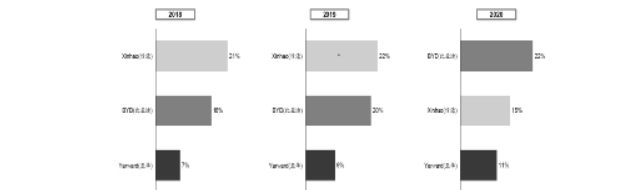


(上接 C7 版)

根据弗若斯特沙利文研究报告,2020年,全球智能手机领域的智能设备外壳和模块解决方案的市场规模为17,102.2百万美元,其中,蓝思科技中小尺寸玻璃防护屏收入为2,447,877.63万元,市场占有率为20.76%;发行人玻璃防护屏销售收入为130,068.30万元,市场占有率为1.10%。一方面,从整体市场占有率来看,发行人显著低于蓝思科技,但同时具备更为广阔的增长空间;另一方面,发行人已经在特定品牌领域占据了市场领先地位,如根据弗若斯特沙利文的研究报告,2018年-2020年,发行人在 vivo 智能手机玻璃防护屏供应商出货排名中分别第一名、第一名和第二名。



数据来源:弗若斯特沙利文报告

3) 盈利能力对比

① 毛利率

报告期内,同行业可比上市公司与发行人的毛利率对比如下:

项目	2020年度	2019年度	2018年度
综合毛利率	29.44	25.21	22.63
蓝思科技	30.66	25.39	22.32
中小尺寸防护屏毛利率	73.61	17.02	19.24
合力泰	13.50	16.08	7.32
蓝思科技	21.81	25.03	17.42
视窗防护屏类毛利率	28.69	30.08	48.98
沃格光电	19.74	22.10	24.55
综合毛利率平均值	33.61	42.01	29.86
发行人视窗防护屏毛利率	33.99	42.19	31.51

注:合力泰及沃格光电均未在报告期内披露其玻璃防护屏分产品的毛利率。

如上表所示,报告期内同行业上市公司受产品结构、发展阶段及市场变化等方面的影响毛利率呈现出一定差异,其中发行人持续低于毛利率较好的中小尺寸盖板玻璃的生产、销售(销售占比90%左右),产品聚焦有利于大幅提升管理效率,降低管理成本,集中公司力量实现单一产品的技术、工艺、设备的提升,进而使毛利率保持在大高水平并高于同行业上市公司。

② 销售净利率

序号	项目	2020年度	2019年度	2018年度
1	蓝思科技	13.41	8.03	2.17
2	合力泰	-17.97	5.45	7.45
3	蓝思科技	0.63	2.56	-46.05
4	沃格光电	2.34	9.71	22.58
	平均值	5.46	6.44	10.73
	发行人	16.42	19.68	13.10

注:销售净利率=净利润/营业收入;平均值计算已剔除各年度负值数据。

如上表所示,受产品结构、客户结构、竞争格局、企业发展阶段等众多因素的影响,同行业上市公司间的销售净利率差异较大。发行人自成立以来即专注于中小尺寸玻璃的防护屏领域,报告期内在稳步提升产品良率的同时陆续开发了三星显示、华星光电、京东方等全球显示屏龙头企业,销售净利率整体呈上升趋势并保持在较高水平。

③ 净资产收益率

序号	项目	2020年度	2019年度	2018年度
1	蓝思科技	19.42	13.35	3.79
2	合力泰	-29.77	10.25	12.73
3	蓝思科技	3.50	9.94	-67.00
4	沃格光电	0.87	3.15	12.11
	平均值	7.93	9.17	9.54
	发行人	31.79	70.01	55.69

注:平均净资产收益率=净利润/营业收入;平均值计算已剔除各年度负值数据。

如上表所示,发行人的毛利率、销售净利率及净资产收益率等核心盈利指标总体高于同行业可比上市公司,具备较强的盈利能力和偿债能力。

④ 资产效率对比

报告期内,发行人与同行业上市公司的资产周转率对比如下:

序号	项目	2020年度	2019年度	2018年度
1	蓝思科技	0.58	0.67	0.70
2	合力泰	0.53	0.60	0.69
3	蓝思科技	0.80	0.70	0.45
4	沃格光电	0.32	0.29	0.50
	平均值	0.56	0.57	0.59
	发行人	0.94	1.59	1.76

注:资产周转率=营业收入/平均总资产。

如上表所示,报告期内,发行人的资产周转率高于同行业上市公司。报告期内,发行人的资产周转率大幅高于蓝思科技,从主要资产方面看,发行人的存货、应收账款等流动资产周转率与蓝思科技较为接近,而固定资产周转率大幅高于蓝思科技系发行人资产周转率相对较高的主要原因。

发行人上市前更多采用市场跟随策略,在行业技术趋势较为确定的情况下,谋求后发优势,且行业新技术及设备更新较快,新型设备的效率及性价比大幅提升,发行人近几年扩产的设备投资较行业发展早期效率更高,投资回报率更好。而蓝思科技上市后,采用市场领先策略,积极布局新业务,其在 3D、蓝宝石等新型产品上进行了大规模设备投资,该等设备造价较高,且存在工艺改进及良品率爬坡因素,导致单位产能与传统产品差异较大,影响了其单位设备产出。发行人产品更为聚焦,目前主要专注于 2.5D 玻璃防护屏产品,报告期内,玻璃防护屏产品收入占发行人营业收入的比重分别为 90.75%、98.90%和 97.58%,而 2.5D 玻璃防护屏产品收入占玻璃防护屏整体收入的比重分别为 92.78%、94.83%和 89.67%,因发行人产品聚焦,相比同行业公司众多的产品线,发行人只需集中采购 2.5D 设备即能满足主要生产需求,同时发行人报告期的整体订单价值和、设备产能均高,均对固定资产周转率提升起到积极影响。

(5) 与可比公司估值差异的分析

如前所述,发行人在成长性、盈利能力(毛利率、净利率、净资产收益率)及资产运营效率等方面的表现较蓝思科技等同行业公司具备一定优势。此外,在本次发行估值定价与可比公司的差异方面,还存在如下因素影响:

1) 蓝思科技目前估值处于历史低位

蓝思科技市盈率率其业绩波动、二级市场波动等因素在其上市后各年度静态市盈率平均估值现较大变化,尤其是当二级市场将其界定为较多概念的龙头标的股,当相应概念市场反应出现较大波动时,其作为重点股也相应呈现出“领涨领跌”的特征,波动相对较大,具体情况如下:

蓝思科技各年度扣非后静态市盈率情况

序号	项目	2020年度	2019年度	2018年度
1	蓝思科技	0.58	0.67	0.70
2	合力泰	0.53	0.60	0.69
3	蓝思科技	0.80	0.70	0.45
4	沃格光电	0.32	0.29	0.50
	平均值	0.56	0.57	0.59
	发行人	31.79	70.01	55.69

注:资产周转率=营业收入/平均总资产。

如上表所示,报告期内,发行人的资产周转率高于同行业上市公司。报告期内,发行人的资产周转率大幅高于蓝思科技,从主要资产方面看,发行人的存货、应收账款等流动资产周转率与蓝思科技较为接近,而固定资产周转率大幅高于蓝思科技系发行人资产周转率相对较高的主要原因。

发行人上市前更多采用市场跟随策略,在行业技术趋势较为确定的情况下,谋求后发优势,且行业新技术及设备更新较快,新型设备的效率及性价比大幅提升,发行人近几年扩产的设备投资较行业发展早期效率更高,投资回报率更好。而蓝思科技上市后,采用市场领先策略,积极布局新业务,其在 3D、蓝宝石等新型产品上进行了大规模设备投资,该等设备造价较高,且存在工艺改进及良品率爬坡因素,导致单位产能与传统产品差异较大,影响了其单位设备产出。发行人产品更为聚焦,目前主要专注于 2.5D 玻璃防护屏产品,报告期内,玻璃防护屏产品收入占发行人营业收入的比重分别为 90.75%、98.90%和 97.58%,而 2.5D 玻璃防护屏产品收入占玻璃防护屏整体收入的比重分别为 92.78%、94.83%和 89.67%,因发行人产品聚焦,相比同行业公司众多的产品线,发行人只需集中采购 2.5D 设备即能满足主要生产需求,同时发行人报告期的整体订单价值和、设备产能均高,均对固定资产周转率提升起到积极影响。

(5) 与可比公司估值差异的分析

如前所述,发行人在成长性、盈利能力(毛利率、净利率、净资产收益率)及资产运营效率等方面的表现较蓝思科技等同行业公司具备一定优势。此外,在本次发行估值定价与可比公司的差异方面,还存在如下因素影响:

1) 蓝思科技目前估值处于历史低位

蓝思科技市盈率率其业绩波动、二级市场波动等因素在其上市后各年度静态市盈率平均估值现较大变化,尤其是当二级市场将其界定为较多概念的龙头标的股,当相应概念市场反应出现较大波动时,其作为重点股也相应呈现出“领涨领跌”的特征,波动相对较大,具体情况如下:

统计区间		期初值	期末值	平均值	最大值	最小值
开始日期	截止日期	期初值	期末值	平均值	最大值	最小值
2015/3/18	2015/12/31	33.10	83.35	87.11	143.53	33.10
2016/1/4	2016/12/30	46.21	54.96	48.52	63.24	35.27
2017/1/3	2017/12/29	78.65	103.59	99.41	141.27	66.69
2018/1/2	2018/12/29	40.68	13.69	27.74	43.84	13.69
2019/1/2	2019/12/31	-62.67	-143.41	-91.83	-57.18	-155.65
2020/1/2	2020/12/31	30.60	66.69	55.72	80.12	28.54
2021/1/4	2021/7/31	30.19	28.15	31.69	39.59	26.06
	指数平均值(剔除负值)		58.36			

数据来源:Wind 资讯

如上表所示,蓝思科技上市后,其各年度静态市盈率变化较大,但除 2018 年静态市盈率平均值相对较低以及 2019 年为负值外,其他各年度市盈率均在 45 倍以上,若剔除 2019 年的极值情况,蓝思科技各年度静态市盈率平均值为(含 2021 年)的算术平均值为 58.36 倍,而 2021 年 1-7 月,蓝思科技静态市盈率平均值仅为 31.69 倍,处于历史低位水平。

2) 不同规模企业对应的估值差异

在 C39 行业中,不同利润规模企业对应的估值情况如下:

扣非净利润规模	小于 1 亿	1-10 亿	10 亿以上
项目	静态市盈率(扣非)	静态市盈率(扣非)	静态市盈率(扣非)
中位数	48.07	58.70	38.86
平均值	52.16	61.83	43.08
			50.61
			35.10
			40.93

注:1、上表中剔除市盈率为负值或大于 100 倍的数据;

2、C39 行业中,利润规模小于 1 亿的企业为 274 家,剔除减值后为 78 家;利润规模为 1-10 亿的企业为 160 家,剔除减值后为 130 家;利润规模在 10 亿以上的企业为 32 家,剔除减值后为 27 家;

3、数据截至至 2021 年 8 月 6 日;

从上表客观数据来看,扣非后净利润规模超过 10 亿元的企业整体市盈率倍数相对较低,扣非后市盈率平均值在 40 倍左右;扣非后净利润规模在 1 至 10 亿元之间的企业整体市盈率倍数略高,扣非后市盈率平均值在 50 倍左右,发行人的本次发行的定价倍数在该区间内处于中下水平,而利润规模较小的企业(扣非后净利润规模低于 1 亿元)市盈率倍数更高,扣非后市盈率平均值超过 60 倍。上述估值差异主要体现了投资者综合考虑不同发展阶段、业绩基数、成长性等方面对企业估值的综合影响。

综上所述,发行人与蓝思科技的市盈率存在差异主要系与其成长阶段、盈利能力等方面因素影响所致,发行人报告期内的销售毛利率、销售净利率、净资产收益率等指标均高于蓝思科技,且成长性更好,具备较强的盈利能力和偿债能力,综合考虑发行人优势以及蓝思科技估值处于历史低位、估值倍数相对较低的情况,本次发行市盈率高于蓝思科技具备合理性。

(6) 发行人的业务情况及发展前景

1) 发行人业务情况

发行人是一家主要从事玻璃防护屏的研发、生产和销售的高新技术企业,产品广泛应用于智能手机、平板电脑、智能手表等新一代信息终端。发行人的核心产品玻璃防护屏主要应用于智能手机、平板电脑等新一代信息终端,该等终端产品最近消费群体,市场竞争充分,技术快速迭代,产业链呈现技术创新快、创新能力强、创意层出不穷的特点。近年来,随着信息技术不断发展,新技术、新工艺不断被应用,众多高科技含量的产品设计与新技术推向市场,如 5G 通讯、无线充电功能、全面屏、折叠屏等,加快推动信息终端产品不断迭代升级。

目前,发行人是国内规模最大的专业玻璃防护屏供应商之一,并已成为深天马、三星显示、华星光电、京东方、日本显示器和信利光电等大型光电元器件制造商的玻璃防护屏配套供应商,产品最终应用于华为、vivo、OPPO、小米、三星等国内外知名品牌终端厂商。

2) 发行人市场前景广阔,发展前景可期

① 随着 5G 普及率快速提升及折叠屏产品逐步落地,发行人业绩有望受益并快速增长

A、5G 普及率快速提升

2021 年 7 月 5 日,工业和信息化部等十部委印发《5G 应用“扬帆”行动计划(2021-2023 年)》(以下简称“《行动计划》”),《行动计划》提出:到 2023 年,5G 个人用户普及率超过 40%,用户数超过 5.6 亿。5G 网络接入流量占比超 50%,5G 网络使用效率明显提高。

发行人所处的消费电子行业,是 5G 技术发展的受益行业,一方面,随着 5G 通信技术的发展和推广应用,智能手机对信号传输的要求更高,金属屏蔽对信号屏蔽的缺陷将被放大,成为其发展的最大瓶颈,玻璃、陶瓷等非金属材料背板的需求将会增加,在手机机身非金属化趋势下,相比于陶瓷材料,玻璃以其通透性佳、视觉效果佳、硬度大、抗划伤、不影响手机信号、价格适中等优点,成为未来智能手机机身材料的最佳选择;另一方面,5G 个人用户的普及率快速提升,将带来智能手机、智能手表等新一代信息终端的换机潮,全球智能手机的出货量有望进一步提升,发行人作为华为、OPPO、vivo、小米和三星等主流终端品牌的玻璃防护屏供应商,业绩有望保持较高增长。

B、折叠屏产品逐步落地

近两年折叠屏手机从概念走向量产,2018 年 10 月,柔宇发布全球第一款折叠屏手机 FlexPai;2019 年 2 月,三星发布折叠屏手机 Galaxy Fold,华为发布 5G 折叠屏手机 Mate X;2020 年,三星、华为、小米、摩托罗拉、柔宇等手机厂商均发布了折叠屏新品,随着折叠屏工艺的成熟,折叠屏手机早期暴露的容易进灰、折痕等问题也在不断改善,折叠屏手机有望成为智能手机新增的增长点。

发行人较早参与玻璃基板厂商合作开展可用于折叠屏的玻璃防护屏的研发,已具备一定的产品工艺储备,随着折叠屏智能手机机型及出货量不断增加,发行人也有望受益折叠屏手机发展而迎来业绩增长。

② OLED 柔性屏呈现出加速替代 LCD 面板的趋势,发行人作为 OLED 面板领先企业的主要供应商,有望持续受益

OLED 显示屏比 LCD 更轻薄、亮度高、功耗低、响应快、清晰度高、柔性好、发光效率高,能满足消费者对显示技术的新需求。近年来随着智能手机厂商的推力和 OLED 面板成本的持续降低,目前 OLED 面板已经成为了主流的中端及高端智能手机标配,OLED 手机面板的渗透率也在持续提升。根据群智咨询的调研,2023 年全球 OLED 智能手机面板渗透率将超过 45%。

根据群智咨询的调研报告,2020 年全球智能手机 OLED 面板出货量居前的企业主要为三星显示、京东方、LGD 和唯冠信,市场份额分别为 75.4%、7.4%、6.7%和 4.2%,合计为 93.7%,该等企业占据了大部分 OLED 面板的市场份额。

发行人核心产品玻璃防护屏属于 OLED 面板结合成显示模组,系智能终端 OLED 显示屏的重要元器件,也是 OLED 面板的重要组成部分。报告期内,三星显示、京东方和唯冠信均为发行人客户,尤其对 OLED 面板龙头企业三星显示,发行人的产品品质、技术及服务水平赢得了其高度认可,多次获得其颁发的品质优秀奖,发行人已跻身三星显示等 OLED 面板领先企业建立了深入合作关系。未来,随着 OLED 面板的市场渗透率逐步提升,发行人业绩有望受益。同时,因 OLED 面板市场空间巨大、应用广泛,市场一般给予 OLED 供应链企业较高的估值水平,如截至 2021 年 8 月 6 日,Wind OLE 指数的构成企业中材料指数构成企业平均值为 43.62 倍,扣非后的 2020 年静态市盈率为 55.55 倍;Wind OLE 材料指数的构成企业扣非后的 2020 年静态市盈率为 48.34 倍,扣非后的 2020 年静态市盈率为 55.66 倍。(均已剔除负值或大于 100 倍的极值)

③ 随着消费电子行业从“1”到“2”的量变

由于金属材料导致导电边框产品天然空白区设计难度增加,屏蔽无线充电的电磁波、影响 5G 信号传输等方面的弊端,随着全面屏、无线充电、5G 等智能手机上应用普及,未来中高端手机后盖的选择亦非金属材料,相较于昂贵的陶瓷背板,玻璃材料在手机后盖上的应用会更加广泛。

消费电子外观防护玻璃目前已经有相对成熟的产品,在成本、良率的方面均有较强的可行性,由于玻璃受热软化特性的影响,加工易形成瑕疵,所以成本较金属大幅降低,第五代康宁玻璃在 1.6 米的测试跌落跌落,完好率达 80%,解决了易碎的问题,另外玻璃对信号屏蔽作用,方便手机设计时无线的数量,这加速了玻璃产品在终端渗透率提升,双玻璃趋势已经确立,整个行业从设计到后盖,数量从“1”到“2”,市场规模扩大。

3) 发行人已形成较好的行业口碑及市场美誉度,与众多国内外下游行业领先企业建立了长期的战略合作关系

统计区间		期初值	期末值	平均值	最大值	最小值
开始日期	截止日期	期初值	期末值	平均值	最大值	最小值
2015/3/18	2015/12/31	33.10	83.35	87.11	143.53	33.10
2016/1/4	2016/12/30	46.21	54.96	48.52	63.24	35.27
2017/1/3	2017/12/29	78.65	103.59	99.41	141.27	66.69
2018/1/2	2018/12/29	40.68	13.69	27.74	43.84	13.69
2019/1/2	2019/12/31	-62.67	-143.41	-91.83	-57.18	-155.65
2020/1/2	2020/12/31	30.60	66.69	55.72	80.12	28.54
2021/1/4	2021/7/31	30.19	28.15	31.69	39.59	26.06
	指数平均值(剔除负值)		58.36			

数据来源:Wind 资讯

如上表所示,蓝思科技上市后,其各年度静态市盈率变化较大,但除 2018 年静态市盈率平均值相对较低以及 2019 年为负值外,其他各年度市盈率均在 45 倍以上,若剔除 2019 年的极值情况,蓝思科技各年度静态市盈率平均值为(含 2021 年)的算术平均值为 58.36 倍,而 2021 年 1-7 月,蓝思科技静态市盈率平均值仅为 31.69 倍,处于历史低位水平。

2) 不同规模企业对应的估值差异

在 C39 行业中,不同利润规模企业对应的估值情况如下:

扣非净利润规模	小于 1 亿	1-10 亿	10 亿以上
项目	静态市盈率(扣非)	静态市盈率(扣非)	静态市盈率(扣非)
中位数	48.07	58.70	38.86
平均值	52.16	61.83	43.08
			50.61
			35.10
			40.93

注:1、上表中剔除市盈率为负值或大于 100 倍的极值;

2、C39 行业中,利润规模小于 1 亿的企业为 274 家,剔除减值后为 78 家;利润规模为 1-10 亿的企业为 160 家,剔除减值后为 130 家;利润规模在 10 亿以上的企业为 32 家,剔除减值后为 27 家;

3、数据截至至 2021 年 8 月 6 日;

从上表客观数据来看,扣非后净利润规模超过 10 亿元的企业整体市盈率倍数相对较低,扣非后市盈率平均值在 40 倍左右;扣非后净利润规模在 1 至 10 亿元之间的企业整体市盈率倍数略高,扣非后市盈率平均值在 50 倍左右,发行人的本次发行的定价倍数在该区间内处于中下水平,而利润规模较小的企业(扣非后净利润规模低于 1 亿元)市盈率倍数更高,扣非后市盈率平均值超过 60 倍。上述估值差异主要体现了投资者综合考虑不同发展阶段、业绩基数、成长性等方面对企业估值的综合影响。

综上所述,发行人与蓝思科技的市盈率存在差异主要系与其成长阶段、盈利能力等方面因素所致,发行人报告期内的销售毛利率、销售净利率、净资产收益率等指标均高于蓝思科技,且成长性更好,具备较强的盈利能力和偿债能力,综合考虑发行人优势以及蓝思科技估值处于历史低位、估值倍数相对较低的情况,本次发行市盈率高于蓝思科技具备合理性。

(6) 发行人的业务情况及发展前景

1) 发行人业务情况

发行人是一家主要从事玻璃防护屏的研发、生产和销售的高新技术企业,产品广泛应用于智能手机、平板电脑、智能手表等新一代信息终端。发行人的核心产品玻璃防护屏主要应用于智能手机、平板电脑等新一代信息终端,该等终端产品最近消费群体,市场竞争充分,技术快速迭代,产业链呈现技术创新快、创新能力强、创意层出不穷的特点。近年来,随着信息技术不断发展,新技术、新工艺不断被应用,众多高科技含量的产品设计与新技术推向市场,如 5G 通讯、无线充电功能、全面屏、折叠屏等,加快推动信息终端产品不断迭代升级。

目前,发行人是国内规模最大的专业玻璃防护屏供应商之一,并已成为深天马、三星显示、华星光电、京东方、日本显示器和信利光电等大型光电元器件制造商的玻璃防护屏配套供应

商,产品最终应用于华为、vivo、OPPO、小米、三星等国内外知名品牌终端厂商。

主要客户名称	应用的主要终端品牌
京东方:2020 年全球市场智能手机面板出货量第 1 名;三星显示:2020 年全球市场智能手机面板出货量第 2 名;深天马:2020 年全球市场智能手机面板出货量第 3 名;群创光电:2020 年全球市场智能手机面板出货量第 4 名;日本显示:2020 年全球市场智能手机面板出货量第 6 名;华星光电:2020 年全球市场智能手机面板出货量第 7 名;欧菲光、信利光电:国内大型知名触控显示模组厂商	华为、vivo、三星、OPPO、小米、传音、魅族等,覆盖了除苹果外的所有主流终端手机品牌;步步高教育电子、小米、智能手表、GOPRO 等智能终端品牌

如上表所示,发行人主要客户已覆盖大部分全球出货量领先的面板/模组企业,应用终端已覆盖除苹果外的所有主流终端手机品牌,形成了优质的客户群体。未来发行人将进一步加强与已有客户的合作,并加大对新客户的拓展力度,依托已树立的良好品牌形象,提高市场知名度,进一步提高市场占有率。

二、本次发行基本情况

(一) 股票种类

本次发行的股票为境内上市人民币普通股(A股),每股面值1.00元。

(二) 发行数量和发行结构

本次发行采用网上按市值申购向持有深圳市场非限售 A 股股份和非限售存托凭证市值的公众投资者直接定价的方式,不进行网下询价和配售。本次发行股份数量为 2,000 万股,占发行后总股本比例为 25%。网上发行 2,000 万股,占本次发行总量的 100%。本次发行股份全部为新股,不安排老股转让。

(三) 发行对象

发行人和保荐机构(主承销商)综合考虑发行人基本面、所处行业、市场情况,可比公司估值水平、募集资金需求及承销风险等因素,协商确定本次发行价格为 98.80 元/股。