

# 蓝思科技 (300433)

证券研究报告  
2025年02月23日

## Rokid 深度战略合作，电子系统级厂商的一大步！

**事件：**2月22日，公司与AI交互领军企业杭州灵伴科技（Rokid）达成深度战略合作，通过整机组装与全产业链整合，为2025年全球AI眼镜出货量爆发式增长提供核心支撑。

**点评：Rokid 深度战略合作，电子系统级厂商的一大步！**我们认为伴随着23年公司组装业务开始成长放量+24年合作支付宝拓展新零售业务+25年开年机器人+AI眼镜业务捷报频传，公司成长逻辑从结构件厂商向电子系统级厂商升级，未来公司将紧抓智能手机、AI PC、新能源、人形机器人、支付终端、智能家电等新机遇，看好公司成长范式转变打开长期成长空间，增长提速。

- AI眼镜：2/22与AI交互领军企业杭州灵伴科技（Rokid）达成深度战略合作：①深度合作实现全链条覆盖：**公司作为Rokid AI眼镜全系产品的整机组装合作伙伴，从镜架、镜片、功能模组到全自动组装线实现全链条覆盖；**②垂直整合能力突出加速产品性能优化：**构建从光学模组研发到整机组装的垂直整合能力，推动轻量化、低功耗显示技术突破，实现产品向“无感佩戴”演进；**③深耕核心技术提升产品竞争力：**在光波导和光学引擎领域深耕多年，已配合国际大客户完成多代智能眼镜核心组件研发，并在光波导材料、微纳结构加工等关键技术路线上取得突破。自主研发的纳米微晶玻璃技术可提升镜片抗摔性与透光率，为AI眼镜提供轻量化、高画质显示方案。轻量化高强度材料，为未来AI眼镜的多模态交互、脑机接口传感器集群提供支撑，将成为更多国际头部品牌的核心供应商；
- 机器人：1月21日，蓝思科技与智元机器人在长沙举行了灵犀x1人形机器人套餐交付仪式，成功批量交付灵犀x1人形机器人相关产品：①卡位关节电机、域控制器等核心零部件：**蓝思科技深度参与了灵犀x1机器人的关节模组、DCU控制器、OmniPicker（夹爪）等核心部件的生产组装与测试控制；**②垂直整合优势突出有望成为机器人一站式服务商：**蓝思科技凭借在新材料研发、结构件制造、触控与指纹模组、显示模组以及精密组装与数据测试等方面的综合优势，通过智能感知、智能分析和智能决策等软件交互，打造AI驱动的智能装备与系统，能够为机器人产业提供从设计到量产的一站式垂直整合服务；**③产品矩阵扩充动能充足：**在人形机器人领域，目前公司已与国内外头部人形机器人公司建立合作，专门团队研发人形机器人关节、灵巧手、躯干、头部壳体及面罩等结构件、模组。在工业机器人领域，蓝思科技已自主研发和量产应用六轴机器人、AOI视觉检测机器人、无人搬运机器人、智能复合机器人等工业机器人。

**投资建议：**预计公司24/25/26年分别实现营收729/918/1129亿元，实现归母净利润36/55/72亿元。维持目标价39元/股，维持“买入”评级

**风险提示：**下游需求不及预期、消费电子创新不及预期、新赛道拓展不及预期

### 投资评级

|       |          |
|-------|----------|
| 行业    | 电子/消费电子  |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格  | 28.96元   |
| 目标价格  | 39元      |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 4,982.88    |
| 流通A股股本(百万股) | 4,965.12    |
| A股总市值(百万元)  | 144,304.18  |
| 流通A股市值(百万元) | 143,789.81  |
| 每股净资产(元)    | 9.49        |
| 资产负债率(%)    | 41.34       |
| 一年内最高/最低(元) | 29.68/11.65 |

### 作者

|                           |                      |
|---------------------------|----------------------|
| <b>潘暕</b>                 | 分析师                  |
| SAC 执业证书编号：S1110517070005 | panjian@tfzq.com     |
| <b>包恒星</b>                | 分析师                  |
| SAC 执业证书编号：S1110524100001 | baohengxing@tfzq.com |

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《蓝思科技-首次覆盖报告:结构件龙头垂直整合布局成效显著，新业务加速放量》2025-01-19
- 《蓝思科技-公司点评:步入高速增长通道，平台价值逐步凸显》2018-01-09
- 《蓝思科技-公司点评:投入+扩产，紧跟消费电子玻璃升级大趋势》2017-08-13

| 财务数据和估值       | 2022      | 2023      | 2024E     | 2025E     | 2026E      |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入(百万元)     | 46,698.55 | 54,490.73 | 72,868.16 | 91,774.90 | 112,936.11 |
| 增长率(%)        | 3.16      | 16.69     | 33.73     | 25.95     | 23.06      |
| EBITDA(百万元)   | 10,513.95 | 10,758.99 | 10,823.85 | 12,455.50 | 14,481.45  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,448.08  | 3,021.34  | 3,562.12  | 5,475.33  | 7,208.19   |
| 增长率(%)        | 18.25     | 23.42     | 17.90     | 53.71     | 31.65      |
| EPS(元/股)      | 0.49      | 0.61      | 0.71      | 1.10      | 1.45       |
| 市盈率(P/E)      | 58.95     | 47.76     | 40.51     | 26.36     | 20.02      |
| 市净率(P/B)      | 3.27      | 3.11      | 2.96      | 2.79      | 2.58       |
| 市销率(P/S)      | 3.09      | 2.65      | 1.98      | 1.57      | 1.28       |
| EV/EBITDA     | 5.27      | 6.18      | 13.01     | 11.29     | 9.34       |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)        | 2022              | 2023              | 2024E             | 2025E             | 2026E             | 利润表(百万元)         | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金              | 11,685.93         | 10,518.99         | 13,116.27         | 16,519.48         | 20,328.50         | 营业收入             | 46,698.55       | 54,490.73       | 72,868.16       | 91,774.90       | 112,936.11      |
| 应收票据及应收账款         | 9,022.46          | 9,308.44          | 14,980.94         | 14,590.97         | 21,799.55         | 营业成本             | 37,729.70       | 45,428.70       | 61,248.15       | 77,393.40       | 95,447.42       |
| 预付账款              | 60.13             | 126.50            | 105.86            | 187.88            | 184.28            | 营业税金及附加          | 355.74          | 470.71          | 594.09          | 746.72          | 938.41          |
| 存货                | 6,685.01          | 6,682.66          | 11,011.25         | 11,346.84         | 16,226.86         | 销售费用             | 727.46          | 692.64          | 728.68          | 734.20          | 790.55          |
| 其他                | 1,157.79          | 1,444.08          | 1,568.04          | 1,916.88          | 1,807.86          | 管理费用             | 2,705.58        | 2,542.62        | 2,914.73        | 3,258.01        | 3,896.30        |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>28,611.32</b>  | <b>28,080.68</b>  | <b>40,782.36</b>  | <b>44,562.06</b>  | <b>60,347.04</b>  | 研发费用             | 2,104.98        | 2,316.62        | 2,623.25        | 3,074.46        | 3,501.02        |
| 长期股权投资            | 479.54            | 374.96            | 374.96            | 374.96            | 374.96            | 财务费用             | 245.54          | 243.86          | 219.42          | 169.42          | 131.43          |
| 固定资产              | 35,812.75         | 36,027.28         | 35,830.32         | 35,274.19         | 34,430.98         | 资产/信用减值损失        | (533.10)        | (446.01)        | (751.10)        | (451.96)        | (450.60)        |
| 在建工程              | 1,169.75          | 849.21            | 574.60            | 437.30            | 368.65            | 公允价值变动收益         | 141.23          | 42.91           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 无形资产              | 5,185.59          | 5,227.35          | 4,949.43          | 4,671.52          | 4,393.60          | 投资净收益            | 76.38           | 106.64          | 165.11          | 116.05          | 129.27          |
| 其他                | 7,086.69          | 6,910.27          | 6,827.80          | 6,760.16          | 6,733.20          | 其他               | 178.91          | (184.75)        | (0.00)          | (0.00)          | (0.00)          |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>49,734.32</b>  | <b>49,389.07</b>  | <b>48,557.11</b>  | <b>47,518.12</b>  | <b>46,301.39</b>  | <b>营业利润</b>      | <b>2,966.13</b> | <b>3,276.77</b> | <b>3,953.85</b> | <b>6,062.77</b> | <b>7,909.64</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>78,345.64</b>  | <b>77,469.74</b>  | <b>89,339.47</b>  | <b>92,080.18</b>  | <b>106,648.43</b> | 营业外收入            | 45.45           | 36.46           | 39.33           | 40.42           | 38.74           |
| 短期借款              | 2,814.62          | 1,417.19          | 2,374.52          | 4,706.11          | 5,412.53          | 营业外支出            | 96.69           | 59.34           | 65.45           | 73.83           | 66.20           |
| 应付票据及应付账款         | 10,129.81         | 11,132.09         | 20,854.39         | 18,589.13         | 29,132.08         | <b>利润总额</b>      | <b>2,914.89</b> | <b>3,253.89</b> | <b>3,927.73</b> | <b>6,029.36</b> | <b>7,882.17</b> |
| 其他                | 9,215.05          | 6,498.91          | 8,128.10          | 7,654.67          | 8,621.00          | 所得税              | 395.02          | 212.06          | 294.58          | 452.20          | 565.34          |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>22,159.47</b>  | <b>19,048.20</b>  | <b>31,357.01</b>  | <b>30,949.92</b>  | <b>43,165.62</b>  | <b>净利润</b>       | <b>2,519.87</b> | <b>3,041.83</b> | <b>3,633.15</b> | <b>5,577.16</b> | <b>7,316.83</b> |
| 长期借款              | 9,122.89          | 9,588.26          | 6,505.15          | 6,579.07          | 4,800.00          | 少数股东损益           | 71.78           | 20.49           | 71.04           | 101.83          | 108.64          |
| 应付债券              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2,448.08</b> | <b>3,021.34</b> | <b>3,562.12</b> | <b>5,475.33</b> | <b>7,208.19</b> |
| 其他                | 2,673.93          | 2,303.53          | 2,564.93          | 2,514.13          | 2,460.86          | 每股收益(元)          | 0.49            | 0.61            | 0.71            | 1.10            | 1.45            |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>11,796.82</b>  | <b>11,891.80</b>  | <b>9,070.08</b>   | <b>9,093.20</b>   | <b>7,260.86</b>   | <b>主要财务比率</b>    | <b>2022</b>     | <b>2023</b>     | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    |
| <b>负债合计</b>       | <b>33,963.87</b>  | <b>30,948.11</b>  | <b>40,427.09</b>  | <b>40,043.12</b>  | <b>50,426.48</b>  | <b>成长能力</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| 少数股东权益            | 209.25            | 182.64            | 226.89            | 285.59            | 347.47            | 营业收入             | 3.16%           | 16.69%          | 33.73%          | 25.95%          | 23.06%          |
| 股本                | 4,973.48          | 4,983.23          | 4,982.88          | 4,982.88          | 4,982.88          | 营业利润             | 37.15%          | 10.47%          | 20.66%          | 53.34%          | 30.46%          |
| 资本公积              | 20,700.14         | 20,807.87         | 20,807.87         | 20,807.87         | 20,807.87         | 归属于母公司净利润        | 18.25%          | 23.42%          | 17.90%          | 53.71%          | 31.65%          |
| 留存收益              | 18,700.30         | 20,734.93         | 22,953.43         | 26,109.77         | 30,215.32         | <b>获利能力</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| 其他                | (201.41)          | (187.04)          | (58.68)           | (149.04)          | (131.59)          | 毛利率              | 19.21%          | 16.63%          | 15.95%          | 15.67%          | 15.49%          |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>44,381.77</b>  | <b>46,521.63</b>  | <b>48,912.38</b>  | <b>52,037.06</b>  | <b>56,221.95</b>  | 净利率              | 5.24%           | 5.54%           | 4.89%           | 5.97%           | 6.38%           |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>78,345.64</b>  | <b>77,469.74</b>  | <b>89,339.47</b>  | <b>92,080.18</b>  | <b>106,648.43</b> | ROE              | 5.54%           | 6.52%           | 7.32%           | 10.58%          | 12.90%          |
|                   |                   |                   |                   |                   |                   | ROIC             | 6.04%           | 6.97%           | 8.21%           | 12.74%          | 15.54%          |
|                   |                   |                   |                   |                   |                   | <b>偿债能力</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022</b>       | <b>2023</b>       | <b>2024E</b>      | <b>2025E</b>      | <b>2026E</b>      | 资产负债率            | 43.35%          | 39.95%          | 45.25%          | 43.49%          | 47.28%          |
| 净利润               | 2,519.87          | 3,041.83          | 3,562.12          | 5,475.33          | 7,208.19          | 净负债率             | 16.45%          | 10.25%          | 1.12%           | 0.26%           | -9.43%          |
| 折旧摊销              | 4,654.84          | 4,962.69          | 5,049.48          | 5,271.35          | 5,489.78          | 流动比率             | 1.29            | 1.47            | 1.30            | 1.44            | 1.40            |
| 财务费用              | 1,114.19          | 437.47            | 219.42            | 169.42            | 131.43            | 速动比率             | 0.99            | 1.12            | 0.95            | 1.07            | 1.02            |
| 投资损失              | (76.38)           | (106.64)          | (165.11)          | (116.05)          | (129.27)          | <b>营运能力</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| 营运资金变动            | 806.63            | 506.97            | 1,078.33          | (3,684.30)        | 65.82             | 应收账款周转率          | 4.98            | 5.95            | 6.00            | 6.21            | 6.21            |
| 其它                | 161.38            | 457.89            | 71.04             | 101.83            | 108.64            | 存货周转率            | 7.28            | 8.15            | 8.24            | 8.21            | 8.19            |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>9,180.53</b>   | <b>9,300.20</b>   | <b>9,815.27</b>   | <b>7,217.58</b>   | <b>12,874.59</b>  | 总资产周转率           | 0.60            | 0.70            | 0.87            | 1.01            | 1.14            |
| 资本支出              | 6,445.13          | 5,007.67          | 4,038.61          | 4,350.80          | 4,353.27          | <b>每股指标(元)</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |
| 长期投资              | (105.76)          | (104.58)          | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 每股收益             | 0.49            | 0.61            | 0.71            | 1.10            | 1.45            |
| 其他                | (11,916.06)       | (10,270.48)       | (8,173.49)        | (8,534.75)        | (8,524.00)        | 每股经营现金流          | 1.84            | 1.87            | 1.97            | 1.45            | 2.58            |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>(5,576.69)</b> | <b>(5,367.38)</b> | <b>(4,134.89)</b> | <b>(4,183.95)</b> | <b>(4,170.73)</b> | 每股净资产            | 8.86            | 9.30            | 9.77            | 10.39           | 11.21           |
| 债权融资              | 245.52            | (3,942.85)        | (1,840.71)        | 2,822.07          | (1,762.90)        | <b>估值比率</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| 股权融资              | (1,399.99)        | (1,350.32)        | (1,242.40)        | (2,452.48)        | (3,131.94)        | 市盈率              | 58.95           | 47.76           | 40.51           | 26.36           | 20.02           |
| 其他                | (1,261.84)        | 156.25            | (0.00)            | (0.00)            | (0.00)            | 市净率              | 3.27            | 3.11            | 2.96            | 2.79            | 2.58            |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>(2,416.32)</b> | <b>(5,136.91)</b> | <b>(3,083.11)</b> | <b>369.59</b>     | <b>(4,894.84)</b> | EV/EBITDA        | 5.27            | 6.18            | 13.01           | 11.29           | 9.34            |
| 汇率变动影响            | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | EV/EBIT          | 9.27            | 11.16           | 24.40           | 19.57           | 15.04           |
| <b>现金净增加额</b>     | <b>1,187.52</b>   | <b>(1,204.10)</b> | <b>2,597.28</b>   | <b>3,403.21</b>   | <b>3,809.02</b>   |                  |                 |                 |                 |                 |                 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |