

# 蓝思科技（300433.SZ）

优于大市

全产业链垂直整合，“消费电子+智能汽车+人形机器人”多轮驱动

## 核心观点

**2024 年营收、归母净利润同比增长，加大研发投入。**公司发布 2024 年年报，2024 年营收 698.97 亿元（YoY +28.27%），归母净利润 36.24 亿元（YoY +19.94%），4Q24 营收 236.69 亿元（YoY +14.44%，QoQ +36.33%），归母净利润 12.53 亿元（YoY -8.67%，QoQ -17.01%）。2024 年公司研发投入加大，针对折叠屏手机、人形机器人、AI 眼镜、智能汽车、智慧零售、TGV 通孔玻璃基板等领域开展了前沿研发，提前储备核心新技术，2024 年公司研发费用 27.85 亿元，同比增长 20.21%。

**产业链垂直整合一体化，组装业务快速增长。**2024 年智能手机与电脑业务营收同比增长 28.6%，组装为主的湘潭蓝思营业收入同比增长 97.4%，组装业务带动公司更多自有上游外观件、结构件及功能模组导入。消费电子方面，AI 手机带动换机需求；折叠屏手机带动屏幕数量增长，采用超薄柔性玻璃 UTG 等新材料带动单台产品价值量增长。公司具备快速量产折叠屏手机相关结构件及模组的能力，折叠机市场增长公司有望受益。

**2024 年智能汽车与座舱类业务同比增长 19%。**2024 年公司智能汽车与座舱类营收 59.35 亿元（YoY +18.7%）。公司已有超过 30 家智能汽车客户，拥有全产业链垂直整合能力和全球化供应链布局，其中中控模组、仪表面板、智能 B 柱与 C 柱、充电桩、座舱装饰件、无线充电模组等产品保持较快增长，超薄夹胶玻璃取得突破，进入批量生产阶段，单车价值量将迎来提升。

**新兴领域产业化加速，布局人形机器人、AI 眼镜等产品。**公司已向智元批量交付人形机器人产品，深度参与灵犀 X1 机器人的关节模组、DCU 控制器、Omnipicker 等核心部件的生产组装与测试控制。公司基于在新材料研发、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方面具有的优势，为机器人产业提供从设计到量产的一站式垂直整合服务。AI 眼镜方面公司与灵伴科技达成深度合作，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实现全链条覆盖，加速产品规模化交付。

**投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 51.46/64.33/73.43 亿元（前值 2025-2026 年为 51.43/63.64 亿元），同比增速分别为 42.0%/25.0%/14.1%，对应 PE 为 24.8/19.8/17.4 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**需求不及预期；汇率波动风险；客户集中的风险。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 54,491 | 69,897 | 92,574 | 111,351 | 126,794 |
| (+/-%)      | 16.7%  | 28.3%  | 32.4%  | 20.3%   | 13.9%   |
| 净利润(百万元)    | 3021   | 3624   | 5146   | 6433    | 7343    |
| (+/-%)      | 23.4%  | 19.9%  | 42.0%  | 25.0%   | 14.1%   |
| 每股收益(元)     | 0.61   | 0.73   | 1.03   | 1.29    | 1.47    |
| EBIT Margin | 5.6%   | 6.1%   | 6.5%   | 6.8%    | 7.0%    |
| 净资产收益率(ROE) | 6.5%   | 7.4%   | 10.1%  | 11.9%   | 12.8%   |
| 市盈率(PE)     | 42.2   | 35.2   | 24.8   | 19.8    | 17.4    |
| EV/EBITDA   | 20.2   | 17.4   | 15.6   | 13.0    | 11.4    |
| 市净率(PB)     | 2.75   | 2.62   | 2.50   | 2.36    | 2.22    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

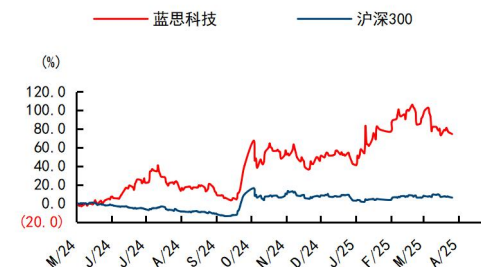
lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

## 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)      |
| 合理估值        |               |
| 收盘价         | 25.33 元       |
| 总市值/流通市值    | 126216/0 百万元  |
| 52 周最高价/最低价 | 32.05/13.04 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 1771.79 百万元   |

## 市场走势

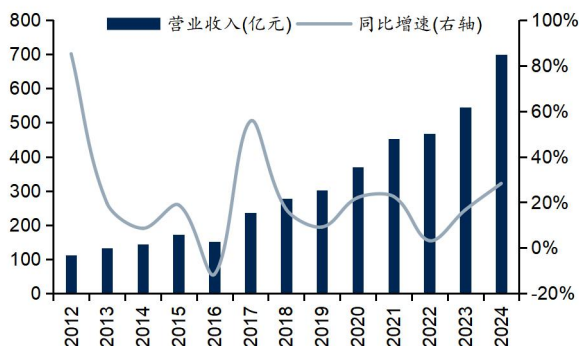


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

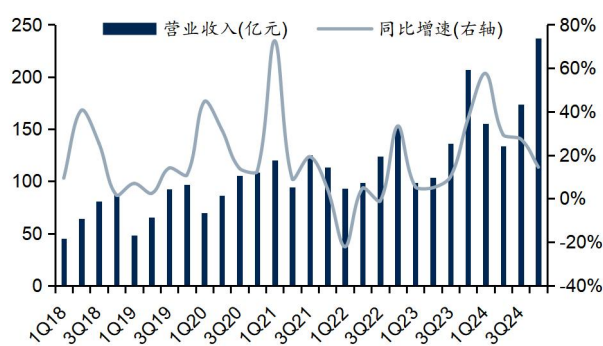
- 《蓝思科技（300433.SZ）-3Q24 归母净利润环比增长，毛利率环比改善》——2024-10-31
- 《蓝思科技（300433.SZ）-深化产业链垂直整合，AI 驱动手机、PC 市场增长》——2024-09-18
- 《蓝思科技（300433.SZ）-1Q24 归母净利润同比增长 379%，AI 手机、PC 拉动市场需求》——2024-05-06
- 《蓝思科技（300433.SZ）-玻璃盖板龙头企业，新能源领域业务快速增长》——2024-04-09

图1: 公司营业收入及同比增速



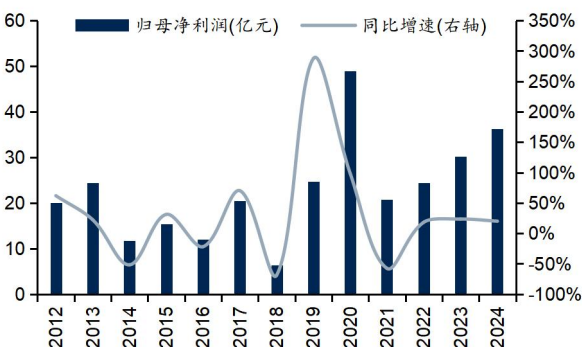
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



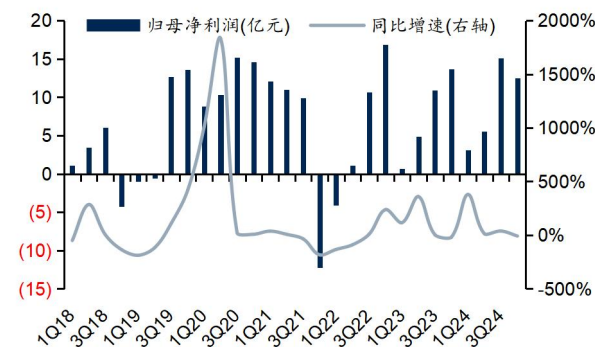
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



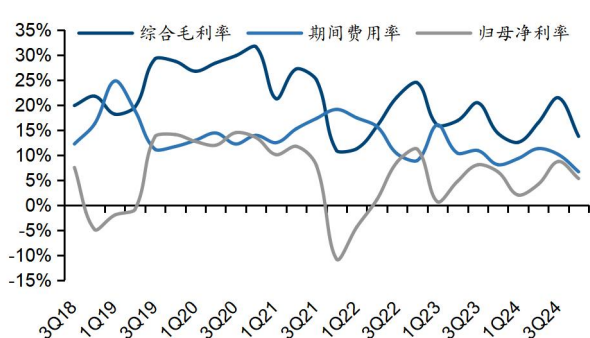
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



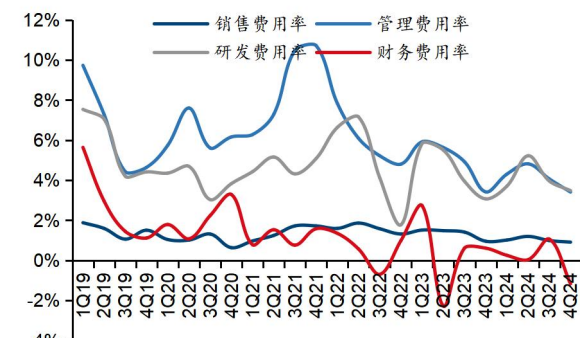
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E         | 利润表（百万元）          | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 10519        | 10988        | 11782        | 11547        | 11756         | 营业收入              | 54491         | 69897         | 92574         | 111351        | 126794        |
| 应收款项             | 9931         | 11361        | 15046        | 18098        | 20608         | 营业成本              | 45429         | 58789         | 77795         | 93391         | 106277        |
| 存货净额             | 6683         | 7161         | 12089        | 13518        | 15050         | 营业税金及附加           | 471           | 542           | 741           | 905           | 1009          |
| 其他流动资产           | 948          | 1264         | 1430         | 1618         | 1770          | 销售费用              | 693           | 706           | 888           | 1118          | 1257          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>28081</b> | <b>30773</b> | <b>40347</b> | <b>44782</b> | <b>49185</b>  | 管理费用              | 2543          | 2825          | 3738          | 4294          | 4932          |
| 固定资产             | 36876        | 37698        | 39972        | 41959        | 43462         | 研发费用              | 2317          | 2785          | 3355          | 4024          | 4451          |
| 无形资产及其他          | 5227         | 5075         | 4872         | 4669         | 4466          | 财务费用              | 244           | (47)          | 270           | 300           | 268           |
| 其他长期资产           | 6910         | 7145         | 7123         | 7099         | 7072          | 投资收益              | 107           | 261           | 148           | 172           | 194           |
| 长期股权投资           | 375          | 326          | 239          | 159          | 87            | 资产减值及公允价值变动       | (404)         | (964)         | (960)         | (1153)        | (1399)        |
| <b>资产总计</b>      | <b>77470</b> | <b>81016</b> | <b>92553</b> | <b>98668</b> | <b>104272</b> | 其他                | 779           | 275           | 522           | 520           | 430           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 5698         | 6566         | 9510         | 8655         | 7688          | 营业利润              | 3277          | 3871          | 5497          | 6858          | 7825          |
| 应付款项             | 11132        | 14097        | 19079        | 22939        | 26085         | 营业外净收支            | (23)          | (22)          | (32)          | (26)          | (27)          |
| 其他流动负债           | 2227         | 2402         | 3934         | 4454         | 4963          | <b>利润总额</b>       | <b>3254</b>   | <b>3849</b>   | <b>5465</b>   | <b>6832</b>   | <b>7799</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>19056</b> | <b>23065</b> | <b>32523</b> | <b>36048</b> | <b>38736</b>  | 所得税费用             | 212           | 172           | 244           | 305           | 349           |
| 长期借款及应付债券        | 9588         | 7808         | 7808         | 7808         | 7808          | 少数股东损益            | 20            | 53            | 75            | 94            | 107           |
| 其他长期负债           | 2304         | 1297         | 824          | 207          | (492)         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>3021</b>   | <b>3624</b>   | <b>5146</b>   | <b>6433</b>   | <b>7343</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>11892</b> | <b>9105</b>  | <b>8632</b>  | <b>8015</b>  | <b>7316</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>30948</b> | <b>32170</b> | <b>41154</b> | <b>44063</b> | <b>46052</b>  | 净利润               | 3042          | 3677          | 5221          | 6527          | 7450          |
| 少数股东权益           | 183          | 189          | 333          | 527          | 705           | 资产减值准备            | 446           | 960           | 1009          | 1171          | 1409          |
| 股东权益             | 46339        | 48657        | 51066        | 54077        | 57515         | 折旧摊销              | 4806          | 4957          | 4761          | 5551          | 6345          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>77470</b> | <b>81016</b> | <b>92553</b> | <b>98668</b> | <b>104272</b> | 公允价值变动损失          | (43)          | 38            | (49)          | (18)          | (10)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b>  | 财务费用              | 437           | 195           | 270           | 300           | 268           |
| 每股收益             | 0.61         | 0.73         | 1.03         | 1.29         | 1.47          | 营运资本变动            | 290           | 264           | (2701)        | (706)         | (967)         |
| 每股红利             | 0.29         | 0.39         | 0.55         | 0.69         | 0.78          | 其它                | 322           | 799           | (1279)        | (1470)        | (1677)        |
| 每股净资产            | 9.30         | 9.76         | 10.25        | 10.85        | 11.54         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>9300</b>   | <b>10889</b>  | <b>7233</b>   | <b>11353</b>  | <b>12818</b>  |
| ROIC             | 9%           | 11%          | 14%          | 16%          | 18%           | 资本开支              | (5443)        | (6332)        | (7017)        | (7491)        | (7837)        |
| ROE              | 7%           | 7%           | 10%          | 12%          | 13%           | 其它投资现金流           | 76            | 282           | 303           | 78            | 30            |
| 毛利率              | 17%          | 16%          | 16%          | 16%          | 16%           | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(5367)</b> | <b>(6050)</b> | <b>(6713)</b> | <b>(7413)</b> | <b>(7807)</b> |
| EBIT Margin      | 6%           | 6%           | 7%           | 7%           | 7%            | 权益性融资             | 62            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 14%          | 13%          | 12%          | 12%          | 12%           | 负债净变化             | 465           | (1780)        | 0             | 0             | 0             |
| 收入增长             | 17%          | 28%          | 32%          | 20%          | 14%           | 支付股利、利息           | (1467)        | (1927)        | (2668)        | (3321)        | (3835)        |
| 净利润增长率           | 23%          | 20%          | 42%          | 25%          | 14%           | 其它融资现金流           | (4197)        | (747)         | 2944          | (855)         | (967)         |
| 资产负债率            | 40%          | 40%          | 45%          | 45%          | 45%           | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(5137)</b> | <b>(4454)</b> | <b>275</b>    | <b>(4176)</b> | <b>(4801)</b> |
| 息率               | 1.1%         | 1.5%         | 2.1%         | 2.7%         | 3.1%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(1189)</b> | <b>443</b>    | <b>794</b>    | <b>(236)</b>  | <b>210</b>    |
| P/E              | 42.2         | 35.2         | 24.8         | 19.8         | 17.4          | 货币资金的期初余额         | 11682         | 10494         | 10937         | 11731         | 11495         |
| P/B              | 2.8          | 2.6          | 2.5          | 2.4          | 2.2           | 货币资金的期末余额         | 10494         | 10937         | 11731         | 11495         | 11705         |
| EV/EBITDA        | 20.2         | 17.4         | 15.6         | 13.0         | 11.4          | 企业自由现金流           | 2494          | 2950          | 830           | 4632          | 6013          |
|                  |              |              |              |              |               | 权益自由现金流           | (1238)        | 423           | 3516          | 3491          | 4790          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032