

300433.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 22.58

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.4	(16.2)	9.3	62.1
相对深圳成指	4.7	(13.5)	4.6	53.5

发行股数 (百万)	4,982.88
流通股 (百万)	0.00
总市值 (人民币 百万)	112,513.41
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,768.10
主要股东	
蓝思科技(香港)有限公司	56.28%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2025 年 4 月 3 日收市价为标准

相关研究报告

《蓝思科技》20240901

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子: 消费电子

证券分析师: 苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080003

联系人: 周世辉

shihui.zhou@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123050013

蓝思科技

2024 年营收/归母净利润较快增长, 零整协同+多轮驱动战略展望佳

公司发布 2024 年年报, 营收/归母净利润均实现较快增长。公司产业链垂直整合取得有效成果, 在“消费电子+智能汽车+人形机器人”的多轮驱动战略指引下, 新增长点多。我们认为公司经营展望佳, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2024 年营收较快增长, 毛利率微降, 主因组装业务快速增长。**2024 年公司营收 699.0 亿元, 同比增长 28.3%; 归母净利润 36.2 亿元, 同比增长 20.0%; 扣非归母净利润 32.9 亿元, 同比增长 46.3%; 毛利率 15.9%, 同比降低 0.7 个百分点; 净利率 5.3%, 同比降低 0.3 个百分点。单四季度营收 236.7 亿元, 同比增长 14.4%; 归母净利润 12.5 亿元, 同比下降 8.7%; 扣非归母净利润 11.9 亿元, 同比增长 47.0%; 毛利率 13.7%, 同比下降 0.6 个百分点; 净利率 5.4%, 同比下降 1.3 个百分点。公司 2024 年营收增长的主要原因, 是垂直整合战略发挥成效, 组装业务同比快速增长, 并导入了更多自有外观件、结构件和功能模组。同时, 公司降本增效效果显著, 管理/销售/财务费用率分别同比下降 0.63/0.23/0.52 个百分点。
- **各项主要业务均实现了稳步增长。**分业务看, **智能手机与电脑类**业务营收 577.5 亿元, 同比增长 28.6%, 毛利率 15.1%, 同比降低 0.5 个百分点, 主要在整机组装业务导入了新品类和新项目, 以组装业务为主的湘潭蓝思营收增幅达 97.4%; **智能汽车与座舱类**业务营收 59.3 亿元, 同比增长 18.7%, 毛利率 10.2%, 同比下降 5.3 个百分点, 因中控模组、仪表面板、智能 B 柱与 C 柱、充电桩等较快增长; **智能头显与穿戴类**业务营收 34.9 亿元, 同比增长 12.4%, 毛利率 19.8%, 同比提升 4.6 个百分点, 因公司的外观件、结构件在多款高端 AI 眼镜和头显上实现应用; **其他智能终端**业务营收 14.1 亿元, 同比增长 754.2%, 毛利率 19.8%, 同比提升 8.3 个百分点, 主要因公司的整机开发、精密制造、自动化整机组装能力优势, 在短期内为客户实现从构想到大规模量产。
- **纵向看, 产业链垂直整合取得有效成果, 公司竞争优势得到强化。**消费电子方面, 整机组装领域获得较大进展, 带动湘潭蓝思的营收同比增长近翻倍; 人形机器人方面, 公司可以为客户提供一站式垂直整合服务, 同时配合客户开发或自研各类零部件和模组, 持续导入自有零部件和模组, 提升单机价值量; AI/AR 眼镜方面, 蓝思科技是 Rokid 眼镜的整机组装合作伙伴, 从镜架、镜片、功能模组到全自动组装全链条覆盖, 同时公司在智能眼镜核心组件, 如光波导材料、微纳加工等关键技术路线取得突破, 纳米微晶玻璃等技术能有效加强 AI 眼镜的效果。未来公司组装业务规模有望持续增长, 带动公司玻璃、金属结构件与模组的自采率提升, 全产业链进一步垂直整合可期。
- **横向看, “消费电子+智能汽车+人形机器人”的多轮驱动战略指引下, 公司新增长点多。**在**智能眼镜领域**, 公司与全球 AI 眼镜企业 Rokid 达成战略合作, 公司提供全链条零部件制造和整机组装服务; 同时公司与 Rokid 战略协同从业务合作拓展至股权投资、合作基金等股权层面, 为 AI 眼镜的加速发展做好布局; 在**折叠屏领域**, 公司已掌握上下折、左右折、多折的 UTG 和 CPI 核心制造工艺, 具备保护膜及贴合、铰链、钛铝合金中框及玻璃背板等组合贴装能力, 已应用在国内重要安卓客户的量产机型; 在**人形机器人领域**, 公司已与国内头部机器人公司合作, 为多家人形机器人公司提供一站式垂直整合服务, 公司组建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。2025 年 1 月 21 日, 蓝思科技成功批量交付灵犀 X1 人形机器人相关产品。

估值

- 因公司消费电子组装业务增长速度略超前预期, 但毛利率略低于预期, 我们小幅调整公司盈利预测; 同时考虑美国的新关税政策, 带来不确定性, 对公司的影响暂时较难评估。综合考虑, 我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 50.46/63.32/70.81 亿元, 对应每股收益 1.01/1.27/1.42 元, 对应市盈率 22.3/17.8/15.9 倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 汇率波动的风险、管理融合的风险、宏观经济波动的风险、客户相对集中风险、关税政策带动供应链风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	54,491	69,897	94,594	118,072	136,151
增长率(%)	16.7	28.3	35.3	24.8	15.3
EBITDA(人民币 百万)	7,584	8,444	11,117	13,305	14,907
归母净利润(人民币 百万)	3,021	3,624	5,046	6,332	7,081
增长率(%)	23.4	19.9	39.2	25.5	11.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.61	0.73	1.01	1.27	1.42
此前股本摊薄每股收益(人民币)			1.05	1.23	
变动幅度(%)			(3.8)	3.3	
市盈率(倍)	37.2	31.0	22.3	17.8	15.9
市净率(倍)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA(倍)	10.6	14.2	11.7	9.0	8.1
每股股息(人民币)	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
股息率(%)	2.3	1.8	2.5	3.1	3.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	54,491	69,897	94,594	118,072	136,151
营业收入	54,491	69,897	94,594	118,072	136,151
营业成本	45,429	58,789	78,954	99,080	114,609
营业税金及附加	471	542	757	960	1,084
销售费用	693	706	946	1,181	1,362
管理费用	2,543	2,825	4,068	4,723	5,446
研发费用	2,317	2,785	3,973	4,723	5,446
财务费用	244	(47)	131	200	197
其他收益	774	310	300	300	300
资产减值损失	(447)	(926)	(700)	(700)	(700)
信用减值损失	1	(34)	0	0	0
资产处置收益	4	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	43	(38)	0	0	0
投资收益	107	261	189	158	179
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,277	3,871	5,554	6,964	7,786
营业外收入	36	62	30	30	30
营业外支出	59	85	50	50	50
利润总额	3,254	3,849	5,534	6,944	7,766
所得税	212	172	332	417	466
净利润	3,042	3,677	5,202	6,528	7,300
少数股东损益	20	53	156	196	219
归母净利润	3,021	3,624	5,046	6,332	7,081
EBITDA	7,584	8,444	11,117	13,305	14,907
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.61	0.73	1.01	1.27	1.42

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,081	30,773	48,880	54,619	68,027
现金及等价物	10,519	10,988	18,919	23,614	27,230
应收账款	9,302	10,858	16,994	17,115	20,704
应收票据	6	8	255	73	305
存货	6,683	7,161	10,385	11,633	17,019
预付账款	126	174	133	253	193
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,444	1,584	2,194	1,930	2,574
非流动资产	49,389	50,243	50,047	49,585	48,114
长期投资	1,155	874	874	874	874
固定资产	36,027	36,379	36,590	35,840	34,383
无形资产	5,227	5,075	4,789	4,504	4,219
其他长期资产	6,979	7,916	7,793	8,366	8,637
资产合计	77,470	81,016	98,926	104,203	116,140
流动负债	19,056	23,065	33,135	40,130	48,433
短期借款	1,417	1,561	6,174	9,675	13,913
应付账款	11,119	14,005	18,893	21,840	25,277
其他流动负债	6,520	7,499	8,068	8,614	9,244
非流动负债	11,892	9,105	14,519	9,756	9,984
长期借款	9,588	7,808	13,185	8,441	8,660
其他长期负债	2,304	1,297	1,333	1,315	1,324
负债合计	30,948	32,170	47,654	49,885	58,417
股本	4,983	4,983	4,983	4,983	4,983
少数股东权益	183	189	345	541	760
归属母公司股东权益	46,339	48,657	50,927	53,777	56,963
负债和股东权益合计	77,470	81,016	98,926	104,203	116,140

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,042	3,677	5,202	6,528	7,300
折旧摊销	4,991	5,153	5,921	6,600	7,402
营运资金变动	412	1,235	(4,518)	2,350	(5,676)
其它	856	824	414	(195)	137
经营活动现金流	9,300	10,889	7,020	15,282	9,163
资本支出	(5,443)	(6,332)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
投资变动	71	367	0	0	0
其他	5	(85)	189	158	179
投资活动产生的现金流	(5,367)	(6,050)	(5,811)	(5,842)	(5,821)
银行借款	(932)	(1,636)	9,990	(1,244)	4,456
股权融资	(1,181)	(3,721)	(2,775)	(3,482)	(3,895)
其他	(3,024)	903	(493)	(19)	(288)
筹资活动现金流	(5,137)	(4,454)	6,722	(4,745)	274
净现金流	(1,204)	384	7,931	4,696	3,616

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	16.7	28.3	35.3	24.8	15.3
营业利润增长率(%)	10.5	18.1	43.5	25.4	11.8
归属于母公司净利润增长率(%)	23.4	19.9	39.2	25.5	11.8
息税前利润增长(%)	2.0	26.9	57.9	29.1	11.9
息税折旧前利润增长(%)	4.9	11.3	31.7	19.7	12.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	23.4	19.9	39.2	25.5	11.8
获利能力					
息税前利润率(%)	4.8	4.7	5.5	5.7	5.5
营业利润率(%)	6.0	5.5	5.9	5.9	5.7
毛利率(%)	16.6	15.9	16.5	16.1	15.8
归母净利润率(%)	5.5	5.2	5.3	5.4	5.2
ROE(%)	6.5	7.4	9.9	11.8	12.4
ROIC(%)	4.0	5.3	7.1	10.2	10.7
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.9	6.9	6.8	6.9	7.2
应付账款周转率	5.1	5.6	5.8	5.8	5.8
费用率					
销售费用率(%)	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
管理费用率(%)	4.7	4.0	4.3	4.0	4.0
研发费用率(%)	4.3	4.0	4.2	4.0	4.0
财务费用率(%)	0.4	(0.1)	0.1	0.2	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.7	1.0	1.3	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.9	2.2	1.4	3.1	1.8
每股净资产(最新摊薄)	9.3	9.8	10.2	10.8	11.4
每股股息	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
估值比率					
P/E(最新摊薄)	37.2	31.0	22.3	17.8	15.9
P/B(最新摊薄)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.6	14.2	11.7	9.0	8.1
价格/现金流(倍)	12.1	10.3	16.0	7.4	12.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371