

蓝思科技 (300433)

 证券研究报告
 2025年04月08日

回购彰显信心，看好关税冲击下业务韧性

事件：公司发布公告拟使用自有资金或自筹资金，以集中竞价交易方式回购公司部分已发行的人民币普通股（A股）股份，用于实施员工持股计划或股权激励计划。本次回购金额为5-10亿，回购价格上限为35元/股。

点评：回购彰显信心。我们持续看好公司业务在关税冲击下的韧性和成长潜力：

- ① **关税由进口方客户承担：**大部分出口通过国内保税区完成，天然规避关税波动风险。针对海外组装厂的零部件供应，公司与海外客户交易采用离岸价或向客户收取运费交货到指定目的地，由进口方客户承担关税缴纳
- ② **全球化的产能布局：**全球拥有9个研发和生产基地，包括位于越南、泰国、墨西哥的生产基地及多个国际办公驻点，从战略上拓宽全球业务版图，使自身的制造能力与全球市场动态相契合，满足国际客户在全球范围内的供应链需求，可以有效抵御地缘风险；
- ③ **内销收入占比提升，客户结构更加分散均衡：**2024年公司内销收入为289亿元，同比增长64%，内销营收占比已达42%，整体客户结构更加均衡；
- ④ **组装业务放量，电子系统级厂商能力增强卡位高增长赛道潜力：**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。

公司积极卡位 AI 眼镜+机器人+折叠屏高增长赛道，长期空间广阔增长动能充足：

- ① **AI 眼镜：**①深度战略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。
- ② **机器人：**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。
- ③ **折叠屏：**安卓折叠屏持续渗透，苹果积极布局折叠屏技术后续有望带动行业市场空间扩容，公司在折叠屏赛道持续布局新材料、新技术，包括 UTG、CPI 等核心技术，有望积极受益于折叠屏产品创新。

投资建议：维持公司 25/26 年 55/72 亿归母净利润预期，新增 27 年 90 亿归母净利润预期，维持“买入”评级。

风险提示：消费电子需求不及预期、消费电子创新不及预期、新能源车价格压力影响供应商盈利能力、下游产品推出节奏不及预期、地缘政治风险&客户集中度高风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	54,490.73	69,896.78	91,808.76	112,855.95	135,427.14
增长率(%)	16.69	28.27	31.35	22.93	20.00
EBITDA(百万元)	10,758.99	13,141.66	12,537.68	14,533.58	16,818.44
归属母公司净利润(百万元)	3,021.34	3,623.90	5,528.44	7,172.13	8,998.30
增长率(%)	23.42	19.94	52.55	29.73	25.46
EPS(元/股)	0.61	0.73	1.11	1.44	1.81
市盈率(P/E)	29.79	24.83	16.28	12.55	10.00
市净率(P/B)	1.94	1.85	1.71	1.56	1.38
市销率(P/S)	1.65	1.29	0.98	0.80	0.66
EV/EBITDA	6.18	8.21	7.28	5.62	4.81

资料来源：wind，天风证券研究所

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	18.06元
目标价格	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)	4,965.70
A股总市值(百万元)	89,990.80
流通A股市值(百万元)	89,680.48
每股净资产(元)	9.76
资产负债率(%)	39.71
一年内最高/最低(元)	32.05/13.04

作者

潘暕 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517070005
 panjian@tfzq.com

包恒星 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

- 1 《蓝思科技-公司点评:智元首个具身底座模型即将发布，重点推荐蓝思科技》 2025-03-09
- 2 《蓝思科技-公司点评:Rokid 深度战略合作，电子系统级厂商的一大步!》 2025-02-23
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,518.99	10,988.08	16,525.58	20,314.07	24,376.89
应收票据及应收账款	9,308.44	10,865.74	19,737.18	16,627.51	27,010.12
预付账款	126.50	174.30	153.06	273.23	252.82
存货	6,682.66	7,160.55	15,163.41	12,282.57	20,659.33
其他	1,444.08	1,584.11	1,887.96	1,641.07	2,219.51
流动资产合计	28,080.68	30,772.78	53,467.19	51,138.45	74,518.68
长期股权投资	374.96	325.67	325.67	325.67	325.67
固定资产	36,027.28	36,378.71	36,254.06	35,646.82	34,690.79
在建工程	849.21	1,319.38	809.69	554.84	427.42
无形资产	5,227.35	5,074.50	4,793.42	4,512.33	4,231.24
其他	6,910.27	7,145.02	6,781.92	6,796.56	6,869.44
非流动资产合计	49,389.07	50,243.27	48,964.74	47,836.21	46,544.55
资产总计	77,469.74	81,016.05	102,431.93	98,974.67	121,063.23
短期借款	1,417.19	1,561.38	7,354.51	9,880.85	12,600.06
应付票据及应付账款	11,132.09	14,096.51	22,888.52	20,680.28	31,254.37
其他	6,498.91	7,394.66	8,477.15	7,346.58	8,522.90
流动负债合计	19,048.20	23,052.56	38,720.18	37,907.70	52,377.33
长期借款	9,588.26	7,807.93	8,889.06	1,071.06	1,388.68
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,303.53	1,297.05	2,091.50	1,897.36	1,761.97
非流动负债合计	11,891.80	9,104.98	10,980.56	2,968.42	3,150.65
负债合计	30,948.11	32,170.14	49,700.75	40,876.12	55,527.98
少数股东权益	182.64	189.27	254.56	321.81	429.48
股本	4,983.23	4,982.88	4,982.88	4,982.88	4,982.88
资本公积	20,807.87	20,918.64	20,918.64	20,918.64	20,918.64
留存收益	20,734.93	22,856.22	26,738.27	32,025.64	39,342.49
其他	(187.04)	(101.10)	(163.18)	(150.44)	(138.24)
股东权益合计	46,521.63	48,845.91	52,731.18	58,098.54	65,535.25
负债和股东权益总计	77,469.74	81,016.05	102,431.93	98,974.67	121,063.23

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,041.83	3,676.86	5,528.44	7,172.13	8,998.30
折旧摊销	4,962.69	5,112.43	5,215.43	5,443.17	5,664.54
财务费用	437.47	195.21	171.72	95.98	(35.46)
投资损失	(106.64)	(260.98)	(148.00)	(171.88)	(193.62)
营运资金变动	506.97	(42.76)	(6,889.52)	3,104.00	(7,985.08)
其它	457.89	2,208.09	83.37	91.22	132.40
经营活动现金流	9,300.20	10,888.84	3,961.43	15,734.62	6,581.07
资本支出	5,007.67	6,582.45	3,505.54	4,494.14	4,435.39
长期投资	(104.58)	(49.29)	0.00	0.00	0.00
其他	(10,270.48)	(12,583.45)	(7,335.13)	(8,622.27)	(8,541.77)
投资活动现金流	(5,367.38)	(6,050.29)	(3,829.59)	(4,128.12)	(4,106.38)
债权融资	(3,942.85)	(864.35)	7,141.81	(5,922.02)	3,282.11
股权融资	(1,350.32)	196.37	(1,736.16)	(1,895.99)	(1,694.00)
其他	156.25	(3,786.42)	(0.00)	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(5,136.91)	(4,454.41)	5,405.66	(7,818.00)	1,588.12
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,204.10)	384.15	5,537.50	3,788.49	4,062.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54,490.73	69,896.78	91,808.76	112,855.95	135,427.14
营业成本	45,428.70	58,789.00	77,275.24	95,005.28	114,029.65
营业税金及附加	470.71	541.71	688.57	898.65	1,047.89
销售费用	692.64	705.60	688.57	846.42	1,015.70
管理费用	2,542.62	2,824.54	3,075.59	3,724.25	4,333.67
研发费用	2,316.62	2,784.81	3,396.92	4,062.81	4,739.95
财务费用	243.86	(47.23)	171.72	95.98	(35.46)
资产/信用减值损失	(446.01)	(959.75)	(496.21)	(609.60)	(713.23)
公允价值变动收益	42.91	(37.64)	(9.62)	0.00	0.00
投资净收益	106.64	260.98	148.00	171.88	193.62
其他	(184.75)	1,163.61	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	3,276.77	3,871.13	6,154.33	7,784.83	9,776.13
营业外收入	36.46	62.48	48.13	49.02	53.21
营业外支出	59.34	84.70	80.24	74.76	79.90
利润总额	3,253.89	3,848.92	6,122.21	7,759.09	9,749.44
所得税	212.06	172.06	500.79	495.74	618.74
净利润	3,041.83	3,676.86	5,621.43	7,263.35	9,130.70
少数股东损益	20.49	52.95	92.99	91.22	132.40
归属于母公司净利润	3,021.34	3,623.90	5,528.44	7,172.13	8,998.30
每股收益(元)	0.61	0.73	1.11	1.44	1.81

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	16.69%	28.27%	31.35%	22.93%	20.00%
营业利润	10.47%	18.14%	58.98%	26.49%	25.58%
归属于母公司净利润	23.42%	19.94%	52.55%	29.73%	25.46%
获利能力					
毛利率	16.63%	15.89%	15.83%	15.82%	15.80%
净利率	5.54%	5.18%	6.02%	6.36%	6.64%
ROE	6.52%	7.45%	10.54%	12.41%	13.82%
ROIC	6.97%	7.77%	12.26%	13.73%	18.44%
偿债能力					
资产负债率	39.95%	39.71%	48.52%	41.30%	45.87%
净负债率	10.25%	6.93%	9.79%	-7.66%	-8.04%
流动比率	1.47	1.33	1.38	1.35	1.42
速动比率	1.12	1.02	0.99	1.03	1.03
营运能力					
应收账款周转率	5.95	6.93	6.00	6.21	6.21
存货周转率	8.15	10.10	8.23	8.22	8.22
总资产周转率	0.70	0.88	1.00	1.12	1.23
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.73	1.11	1.44	1.81
每股经营现金流	1.87	2.19	0.80	3.16	1.32
每股净资产	9.30	9.76	10.53	11.60	13.07
估值比率					
市盈率	29.79	24.83	16.28	12.55	10.00
市净率	1.94	1.85	1.71	1.56	1.38
EV/EBITDA	6.18	8.21	7.28	5.62	4.81
EV/EBIT	11.16	13.18	12.46	8.99	7.25

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