

营收稳健增长，扣非利润持续高增

核心观点

- Q1 业绩符合预期，扣非归母净利润持续高增长。**公司 24Q1 取得营收 170 亿元，同比增长 10%，归母净利润 4.3 亿元，同比增长 39%，扣非归母净利润 3.8 亿元，同比高增 61%。营收增长稳健，北美消费电子大客户、整机组装等业务共同驱动营收增长。利润端在研发费用同比增长 38%至 7.9 亿元的情况下仍然实现扣非高增长。同时公司盈利能力小幅改善，单季度毛利率 12.8%，小幅提升 0.3pct。
- Q4 营收再创新高，扣非利润增长显著。**蓝思 24 年营收 699 亿元，同比增长 28%，24 年归母净利润 36 亿元，同比增长 20%，扣非归母净利润 33 亿元，同比大增 46%。公司盈利能力受产品结构影响小幅下滑，各项费用率持续改善。单四季度来看，Q4 营收 237 亿元，同比增长 14%，环比增长 36%；单季度归母净利润小幅下滑 9%至 12.5 亿元，主要受到 1) 政府补助同比减少 4 亿元影响，2) 四季度组装业务占比提升，毛利率环比下降；扣非净利润单季度维持高增，Q4 同比增长 47%至 11.9 亿元。全年来看，24 年非经营性政府补助 2 亿元（23 年为 7.4 亿元），全年资产减值损失 9.3 亿元（23 年为 4.5 亿元），公司经营性和扣非利润持续稳健高增。
- 垂直整合成效显著，全球化产能布局确保供应安全。**24 年公司智能手机与电脑类业务实现营业收入 578 亿元，同比增长 29%，毛利率同比较微下滑 0.5pct 至 15.1%，以组装为主的湘潭蓝思营业收入同比增长 97%至 251 亿元，在组装业务占比大幅提升的背景下毛利率基本稳定，彰显公司金属和玻璃业务优异的盈利能力。北美大客户方面，公司作为新一代 iPhone 玻璃和铝合金中框核心供应商受益份额及单机价值量双重提升，且 26 年苹果首代折叠屏有望发布，公司 utg 玻璃、中框等供应价值量有望大幅提升，深度受益北美大客户大创新周期。产能布局方面，同时公司在国内外拥有 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，已在越南和墨西哥为美国客户批量出货，有效抵御地缘风险，全球业务版图持续拓宽。
- 布局 AI 眼镜、人形机器人、AIPC 等多重增长极。**1) 眼镜方面，公司与 Rokid、meta、小米、苹果等头部品牌均有整机及零部件合作。2) 人形机器人方面，公司与国内外头部公司合作，智元整机持续交付，并在关节模组、夹爪、DCU 控制器等核心部件实现自产。3) AIPC 方面，公司成功突破老牌北美传统 PC 厂商组装业务，25 年起有望贡献显著营收增量，26 年有望贡献利润增量。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 53/69/89 亿元（原 25-26 年预测分别为 55/69 亿元，主要上调营收预测，下调毛利率预测），根据可比公司 25 年 25 倍 PE 估值，对应目标价为 26.50 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 大客户手机出货量不及预期、公司新产品良率爬坡不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	54,491	69,897	93,978	117,906	143,201
同比增长(%)	16.7%	28.3%	34.5%	25.5%	21.5%
营业利润(百万元)	3,277	3,871	5,759	7,526	9,655
同比增长(%)	10.5%	18.1%	48.8%	30.7%	28.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,021	3,624	5,303	6,929	8,890
同比增长(%)	23.4%	19.9%	46.3%	30.7%	28.3%
每股收益(元)	0.61	0.73	1.06	1.39	1.78
毛利率(%)	16.6%	15.9%	15.2%	15.0%	15.1%
净利率(%)	5.5%	5.2%	5.6%	5.9%	6.2%
净资产收益率(%)	6.7%	7.6%	10.3%	12.0%	13.6%
市盈率	31.4	26.2	17.9	13.7	10.7
市净率	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月17日）	19.03 元
目标价格	26.50 元
52 周最高价/最低价	32.05/12.82 元
总股本/流通 A 股（万股）	498,277/496,570
A 股市值（百万元）	94,822
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 04 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.05	-28	-19.02	42.14
相对表现%	-1.04	-22.38	-17.97	36.34
沪深 300%	0.99	-5.62	-1.05	5.8



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

三季度业绩同环比高增，多业务线共振驱动增长	2024-10-21
行业复苏渐进，多重布局带动持续增长	2024-01-19

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 53/69/89 亿元（原 25-26 年预测分别为 55/69 亿元，主要上调营收预测，下调毛利率预测），根据可比公司 25 年 25 倍 PE 估值，对应目标价为 26.50 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025/4/17	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
立讯精密	002475	29.46	1.51	1.88	2.37	2.89	19.49	15.71	12.44	10.19
水晶光电	002273	17.53	0.43	0.74	0.92	1.11	40.62	23.67	19.05	15.78
长盈精密	300115	20.27	0.06	0.57	0.64	0.80	320.73	35.62	31.52	25.33
信维通信	300136	19.33	0.54	0.74	0.96	1.12	35.87	26.16	20.15	17.33
飞荣达	300602	18.53	0.18	0.33	0.63	0.87	104.10	56.89	29.64	21.18
光弘科技	300735	23.86	0.52	0.30	0.38	0.53	46.16	79.53	63.14	45.27
	最大值						320.73	79.53	63.14	45.27
	最小值						19.49	15.71	12.44	10.19
	平均数						94.49	39.60	29.32	22.51
	调整后平均						56.69	35.59	25.09	19.90

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

大客户手机出货量不及预期、公司新产品良率爬坡不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,519	10,988	14,805	20,858	31,201
应收票据、账款及款项融资	9,421	10,876	12,227	14,161	14,335
预付账款	126	174	234	294	357
存货	6,683	7,161	9,707	12,212	14,817
其他	1,332	1,574	1,745	1,914	2,093
流动资产合计	28,081	30,773	38,718	49,439	62,804
长期股权投资	375	326	326	326	326
固定资产	36,027	36,379	35,517	35,534	35,838
在建工程	779	1,281	4,375	6,232	7,346
无形资产	5,227	5,075	4,944	4,814	4,684
其他	6,981	7,184	7,073	7,073	7,073
非流动资产合计	49,389	50,243	52,235	53,979	55,267
资产总计	77,470	81,016	90,953	103,418	118,072
短期借款	1,417	1,561	1,000	1,500	2,000
应付票据及应付账款	11,132	14,097	19,109	24,040	29,169
其他	6,507	7,407	7,412	7,416	7,420
流动负债合计	19,056	23,065	27,521	32,956	38,590
长期借款	9,588	7,808	7,808	7,808	7,808
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,304	1,297	1,297	1,297	1,297
非流动负债合计	11,892	9,105	9,105	9,105	9,105
负债合计	30,948	32,170	36,626	42,061	47,695
少数股东权益	183	189	267	368	498
实收资本（或股本）	4,983	4,983	4,983	4,983	4,983
资本公积	20,308	20,639	20,919	20,919	20,919
留存收益	20,735	22,856	28,159	35,088	43,977
其他	313	179	0	0	0
股东权益合计	46,522	48,846	54,327	61,357	70,377
负债和股东权益总计	77,470	81,016	90,953	103,418	118,072

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,042	3,677	5,380	7,030	9,020
折旧摊销	4,296	4,426	4,025	4,267	4,720
财务费用	244	(47)	270	209	210
投资损失	(107)	(261)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	511	1,039	477	(123)	1,671
其它	1,314	2,055	227	390	444
经营活动现金流	9,300	10,889	10,179	11,575	15,865
资本支出	(3,629)	(4,588)	(6,012)	(6,012)	(6,012)
长期投资	28	380	0	0	0
其他	(1,767)	(1,842)	200	200	200
投资活动现金流	(5,367)	(6,050)	(5,812)	(5,812)	(5,812)
债权融资	(2,264)	(2,121)	0	0	0
股权融资	117	330	280	0	0
其他	(2,990)	(2,664)	(831)	291	290
筹资活动现金流	(5,137)	(4,454)	(551)	291	290
汇率变动影响	15	59	-0	-0	-0
现金净增加额	(1,189)	443	3,816	6,053	10,343

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	54,491	69,897	93,978	117,906	143,201
营业成本	45,447	58,789	79,694	100,259	121,649
销售费用	674	706	883	1,016	1,177
管理费用	2,543	2,825	3,332	3,923	4,535
研发费用	2,317	2,785	3,628	4,399	5,156
财务费用	244	(47)	270	209	210
资产、信用减值损失	446	960	406	390	444
公允价值变动收益	43	(38)	0	0	0
投资净收益	107	261	200	200	200
其他	307	(233)	(205)	(384)	(574)
营业利润	3,277	3,871	5,759	7,526	9,655
营业外收入	36	62	0	0	0
营业外支出	59	85	0	0	0
利润总额	3,254	3,849	5,759	7,526	9,655
所得税	212	172	379	495	635
净利润	3,042	3,677	5,380	7,030	9,020
少数股东损益	20	53	77	101	130
归属于母公司净利润	3,021	3,624	5,303	6,929	8,890
每股收益（元）	0.61	0.73	1.06	1.39	1.78

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	16.7%	28.3%	34.5%	25.5%	21.5%
营业利润	10.5%	18.1%	48.8%	30.7%	28.3%
归属于母公司净利润	23.4%	19.9%	46.3%	30.7%	28.3%
获利能力					
毛利率	16.6%	15.9%	15.2%	15.0%	15.1%
净利率	5.5%	5.2%	5.6%	5.9%	6.2%
ROE	6.7%	7.6%	10.3%	12.0%	13.6%
ROIC	5.3%	5.8%	8.6%	10.0%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	39.9%	39.7%	40.3%	40.7%	40.4%
净负债率	10.2%	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.47	1.33	1.41	1.50	1.63
速动比率	1.10	1.00	1.02	1.09	1.20
营运能力					
应收账款周转率	5.9	6.9	8.0	8.8	9.9
存货周转率	6.4	8.0	8.8	8.4	8.1
总资产周转率	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
每股指标（元）					
每股收益	0.61	0.73	1.06	1.39	1.78
每股经营现金流	1.87	2.19	2.04	2.32	3.18
每股净资产	9.30	9.76	10.85	12.24	14.02
估值比率					
市盈率	31.4	26.2	17.9	13.7	10.7
市净率	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.4	11.8	9.6	8.1	6.6
EV/EBIT	27.5	25.4	16.1	12.5	9.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。