

# 平台型精密制造厂商，业务布局多点开花

## 蓝思科技(300433)

### 智能终端一站式精密制造解决方案供应商

公司前身（恒生玻璃表面加工厂）于1993年成立于深圳，2006年公司总部落户湖南长沙，2015年在深交所创业板上市。围绕“新材料、新技术、新装备、新领域”战略，公司积极进行产业链的纵向延伸和产品线的横向拓展，打造智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商。

### 消费电子：把握AI终端发展机遇，垂直整合业务升级

公司以玻璃盖板业务为基础，2012年成立蓝思湘潭和蓝思华联，横向拓展陶瓷、蓝宝石等新材料；2020年收购可胜科技和可利科技，切入大客户手机中框加工业务；2021年湘潭蓝思建设智能终端设备智造一期项目，迈入智能终端组装业务，实现从原材料生产、功能模块贴合到整机组装的全产业链布局，助力业绩增长。

### 汽车电子：布局智能座舱业务，打造第二增长曲线

公司自2015年开始深度布局新能源汽车市场。目前，公司已与特斯拉、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来、比亚迪等国内外头部厂商建立了长期、稳定的战略合作关系，研发并批量生产车载电子玻璃及组件、车载中控屏（结构与功能零部件及组装）、前挡玻璃/车窗玻璃、仪表盘组件、B柱、车载装饰件、车身结构件、后视镜及导航仪等产品。随着公司新客户的不断拓展及新产品的不断放量，汽车电子业务有望成为公司第二增长曲线。

### 新兴业务：横向拓展新兴领域，打开成长天花板

**折叠屏：**蓝思科技深度配合各大品牌进行研发生产，目前已掌握UTG和CPI等折叠屏的核心制造工艺，具备保护膜及贴合、铰链、钛铝合金中框及玻璃背板等关键配套部件及相关贴合组装能力，已为国内大客户批量供应UTG和CPI屏。

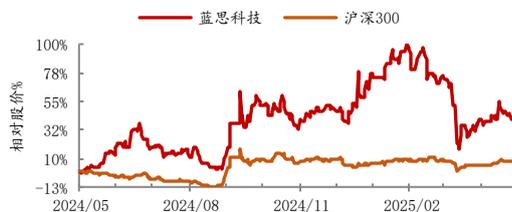
**AI/XR眼镜：**2025年2月22日，蓝思科技与Rokid宣布达成深度合作。公司作为Rokid全系AI眼镜的整机组装合作伙伴，覆盖从镜架、镜片、功能模组到全自动组装的全链条生产。

**智能零售终端：**2024年12月，蓝思科技与支付宝共同举办支付宝“碰一下”智能终端产品量产交付仪式。公司凭借强大的整机设计、精密制造、精湛工艺、以及自动化整机组装能力，在短时间内为客户实现产品从概念构想到大规模量产。

**人形机器人：**公司自2016年开始布局智能机器人领域，通过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，为人形机器人的研发量产奠定基础。2025年1月21日，公司与智元机器人在长沙举行

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	20.99
股票代码：	300433
52周最高价/最低价：	32.05/14.69
总市值(亿)	1,045.88
自由流通市值(亿)	1,042.30
自由流通股数(百万)	4,965.70



分析师：单慧伟

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO：S1120524120004

联系电话：

联系人：陈天然

邮箱：chentn1@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：

相关研究

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。

## 投资建议

我们预计 2025-27 年营业收入分别为 921.59、1132.44、1326.28 亿元，同比+31.85%、+22.88%、+17.12%；归母净利润为 50.34、63.96、75.70 亿元，同比+38.91%、+27.05%、+18.35%；EPS 分别为 1.01、1.28、1.52 元。2025 年 5 月 26 日股价为 20.99 元，对应 PE 分别为 20.78x、16.35x、13.82x。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

下游需求不及预期，下游新产品创新力度及推出节奏不及预期，中美贸易摩擦。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	54,491	69,897	92,159	113,244	132,628
YoY (%)	16.7%	28.3%	31.8%	22.9%	17.1%
归母净利润(百万元)	3,021	3,624	5,034	6,396	7,570
YoY (%)	23.4%	19.9%	38.9%	27.1%	18.4%
毛利率 (%)	16.6%	15.9%	15.3%	14.7%	14.1%
每股收益 (元)	0.61	0.73	1.01	1.28	1.52
ROE	6.5%	7.4%	9.9%	11.9%	13.2%
市盈率	34.41	28.75	20.78	16.35	13.82

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 蓝思科技:平台型精密制造厂商, 纵横布局助力业绩增长 .....	5
1.1. 公司概况: 智能终端一站式精密制造解决方案提供商 .....	5
1.2. 股权结构: 股权结构较为集中, 董事长夫妇为实控人 .....	5
1.3. 业务布局: 围绕“四新战略”, 实现纵向延伸+横向拓展 .....	6
1.4. 财务分析: 营收稳步增长, 盈利能力改善明显 .....	8
2. 消费电子: 把握 AI 终端发展机遇, 垂直整合业务升级 .....	9
2.1. 行业: AI 赋能终端销量企稳回暖, 外观件持续迭代升级 .....	9
2.2. 公司: 全产业链布局, 从上游材料延伸至下游整机组装 .....	13
3. 汽车电子: 开拓汽车电子业务, 打造第二增长曲线 .....	16
3.1. 行业: 智能化趋势下, 车载显示市场持续扩容 .....	16
3.2. 公司: 智能座舱系统方案提供商, 助力业绩增长 .....	19
4. 新兴业务: 横向拓展新兴领域, 打开成长天花板 .....	20
4.1. 折叠屏: 折叠屏手机引领创新, 积极布局 UTG 等核心技术 .....	20
4.2. AI/XR 眼镜: AI 眼镜趋势已来, 实现 AI 眼镜全链条生产 .....	22
4.3. 智能零售终端: 市场空间广阔, 助力客户产品实现量产 .....	22
4.4. 机器人: 人形机器人产业化加速, 持续开拓国际大客户 .....	23
5. 盈利预测与估值 .....	25
5.1. 盈利预测 .....	25
5.2. 相对估值 .....	26
6. 风险提示 .....	27

图表目录

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司股权结构图.....	6
图 3 公司业务布局.....	7
图 4 公司全球化布局.....	7
图 5 公司营业收入及增速（百万元，%）.....	8
图 6 公司归母净利润及增速（百万元，%）.....	8
图 7 公司分业务收入（百万元）.....	8
图 8 公司分业务收入占比（%）.....	8
图 9 公司毛利率与净利率（%）.....	9
图 10 公司期间费用率.....	9
图 11 全球手机出货量（百万台）.....	9
图 12 全球 AI 手机出货量及渗透率（百万台，%）.....	9
图 13 手机屏幕结构.....	10
图 14 盖板玻璃结构图.....	10
图 15 iPhone 尺寸变化.....	10
图 16 2D、2.5D、3D 玻璃对比.....	11
图 17 超瓷晶玻璃.....	11
图 18 超瓷晶玻璃抗摔落能力提升 4 倍.....	11
图 19 公司打造全产业链一体化布局.....	13
图 20 防护玻璃生产流程.....	14
图 21 蓝宝石产品.....	14
图 22 陶瓷产品.....	14
图 23 蓝思精密（泰州）营业收入（百万元）.....	15
图 24 蓝思精密（泰州）净利润（百万元）.....	15
图 25 湘潭蓝思营业收入（百万元）.....	16
图 26 湘潭蓝思净利润（百万元）.....	16
图 27 全球智能汽车销量（百万辆）.....	16
图 28 全球智能汽车交互系统解决方案市场规模（十亿美元）.....	17
图 29 车载显示屏多屏化趋势.....	17
图 30 车载显示屏渗透率.....	18
图 31 新上市车型单车屏幕数量.....	18
图 32 特斯拉 Model S 17 寸中控屏.....	18
图 33 中控屏尺寸分布（英寸，%）.....	18
图 34 全球车载显示器（分技术）渗透率.....	19
图 35 蓝思科技智能汽车及座舱收入及增速（百万元，%）.....	19
图 36 蓝思科技智能汽车及座舱的主要产品.....	20
图 37 主要品牌折叠屏手机发售进度.....	21
图 38 全球 VR 眼镜出货量（万台）.....	22
图 39 全球 AR 眼镜出货量（万台）.....	22
图 40 Rokid AI 眼镜.....	22
图 41 支付宝“碰一下”智能终端产品.....	23
图 42 全球智能机器人市场规模（十亿美元）.....	24
图 43 全球人形机器人市场规模（亿美元）.....	24
图 44 蓝思科技灵犀 X1 人形机器人相关产品.....	25
表 1 iPhone 系列外观结构件材质.....	12
表 2 不同背板材质性能.....	12
表 3 全球智能设备外观结构及模组方案行业按材料划分的明细.....	12
表 4 蓝思精密（泰州）精密部件生产项目及改扩建项目完成后新增产能.....	15
表 5 三星 Galaxy Fold 1（折叠屏手机）与 Galaxy S9（非折叠屏手机）BOM 对比（美元）.....	21
表 6 公司主营业务拆分.....	26
表 7 可比公司估值.....	27

## 1. 蓝思科技:平台型精密制造厂商, 纵横布局助力业绩增长

### 1.1. 公司概况: 智能终端一站式精密制造解决方案提供商

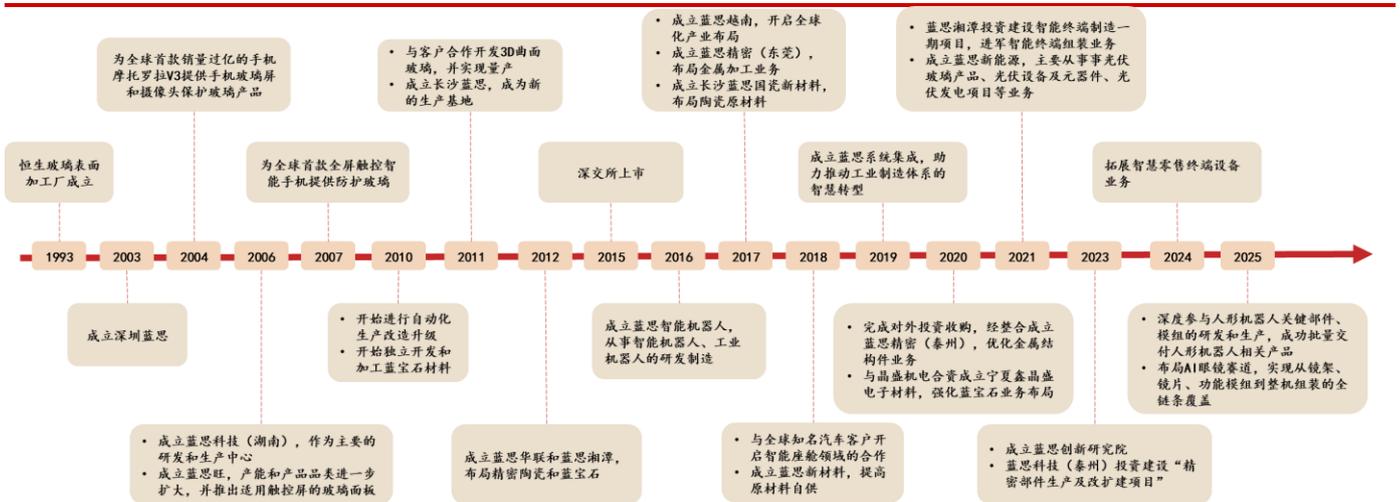
蓝思科技是以科技创新为核心、智能智造为驱动, 业内领先的智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商。公司前身(恒生玻璃表面加工厂)于1993年成立于深圳, 2006年公司总部落户湖南长沙, 2015年在深交所创业板上市。

1) 1993-2007年: 公司以玻璃盖板业务起家, 2002年颠覆性地采用玻璃材料替代亚克力材料用于手机面板防护屏, 促使TCL3188成为全世界第一款玻璃屏手机; 2004年为全球首款销量过亿的手机摩托罗拉V3提供手机玻璃屏和摄像头保护玻璃产品; 2006年推出使用触控屏的玻璃盖板, 顺利切入苹果供应链, 奠定了智能终端功能面板的主流技术路线。

2) 2007-2020年: 公司逐步将业务拓展至蓝宝石、陶瓷、金属等领域。2012年成立蓝思华联和蓝思湘潭, 布局精密陶瓷和蓝宝石; 2017年成立蓝思精密(东莞), 布局金属件业务, 并于2020年收购可胜科技和可利科技, 加深金属结构件业务布局。

3) 2020年至今: 凭借着材料技术的积累, 公司实现了从原材料及功能结构件生产, 到功能模组贴合再到整机组装的智能终端全产业链垂直整合。与此同时, 公司在消费电子+汽车电子两大核心业务基础上, 横向拓展智慧零售终端、机器人、AI眼镜等新兴市场, 实现多点开花的业务布局。

图1 公司发展历程

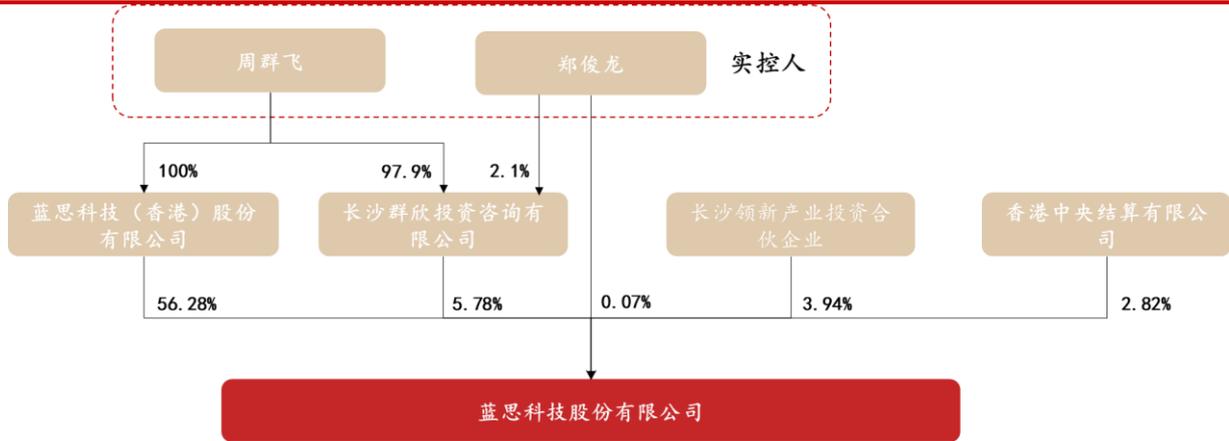


资料来源: 蓝思科技招股说明书, 蓝思科技港交所招股说明书, 蓝思科技对外投资设立子公司的公告等, 华西证券研究所

### 1.2. 股权结构: 股权结构较为集中, 董事长夫妇为实控人

公司股权架构明晰, 股权结构集中。周群飞女士及其丈夫郑俊龙是公司实际控制人。截至2024年年报, 周群飞通过蓝思科技(香港)间接持有公司56.28%的股份, 以及通过长沙群欣投资间接持有公司5.66%的股份; 郑俊龙直接持有公司0.07%的股份, 并通过长沙群欣投资间接持有公司0.12%的股份, 二人共计持有公司股份62.13%。

图 2 公司股权结构图



资料来源：Wind，蓝思科技 2024 年年报，华西证券研究所

### 1.3. 业务布局：围绕“四新战略”，实现纵向延伸+横向拓展

公司围绕“新材料、新技术、新装备、新领域”战略，进行产业链的纵向延伸延伸和产品线的横向拓展。公司在新材料应用领域持续突破，凭借对玻璃、金属、陶瓷、塑胶、皮革、硅胶、玻纤、碳纤等十余种材料的深度技术积累，实现了从原材料生产、功能模块贴合到整机组装的垂直整合，并与全球头部消费电子及智能汽车品牌建立了长期战略合作。与此同时，公司积极拓展工业及人形机器人、AI 眼镜/XR 头显、智慧零售设备等新兴领域，形成多场景协同发展的业务布局。

- **消费电子：**为智能手机、电脑、智能穿戴等消费电子产品提供防护玻璃、金属中框、触控模组、显示模组、散热模组、射频天线、生物识别模组、无线充电模组等结构件和功能模组产品，以及整机组装。公司的定制化解决方案涵盖多种材料，包括玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷、塑胶、皮革、硅胶、玻纤、碳纤等。
- **智能汽车：**围绕智能驾驶舱研发及生产多样化的汽车电子和结构件产品，为客户主动提供创新的解决方案，包括中控屏和仪表盘等车载电子玻璃及组件、智能 B 柱/C 柱、应用于车窗、挡风 and 天幕的多功能玻璃等。
- **其它新兴智能终端：**公司已在机器人、AI 眼镜/XR 头显及智慧零售等多个领域布局。1) 在机器人领域：公司与头部人形机器人公司合作，为其提供核心零部件量产及整机组装。2) 在 AI 眼镜/XR 头显领域，公司主要提供复盖镜架、镜片、功能模组到整机组装的各种产品和服务。3) 在智慧零售领域，公司联合行业头部合作伙伴共同推出了触碰式智慧零售终端。

图 3 公司业务布局



资料来源：蓝思科技港交所说明书，2024 年可持续发展报告，华西证券研究所

**打造全球化生产基地。**公司在湖南、广东、江苏和越南等地区和国家拥有 9 大研发生产基地，并在美国、德国、韩国、日本设立全球服务办公驻点，及时响应和更好地满足客户在研发、生产和服务等方面的需求。

图 4 公司全球化布局

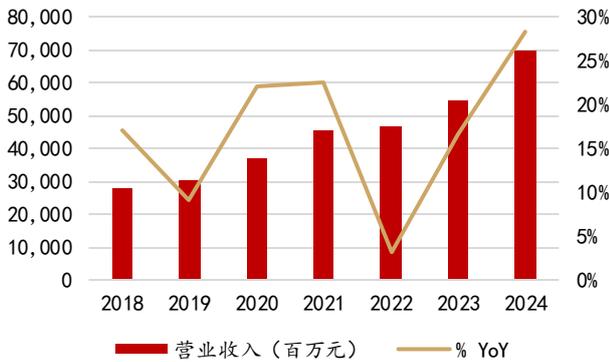


资料来源：蓝思科技公司官网，华西证券研究所

### 1.4. 财务分析：营收稳步增长，盈利能力改善明显

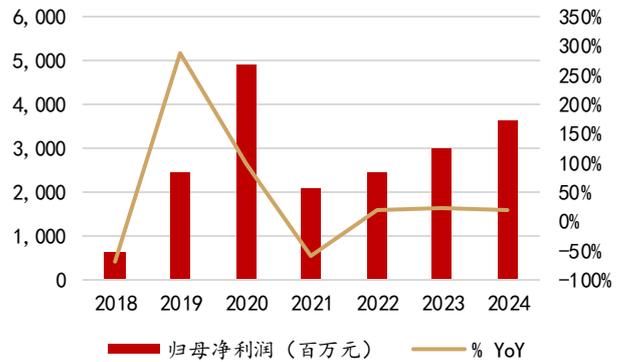
营收具备较强韧性，盈利能力持续向上。营收方面，2018 年以来公司营业收入保持持续增长，2018-24 年 CAGR 为 16.67%。利润方面，2021 年受到新园区运营、供应链波动、公共卫生事件、限电等综合因素影响，公司归母净利润有所承压。2022 年开始利润进入新的上行期。2024 年公司实现归母净利润 36.24 亿元，同比+19.94%。

图 5 公司营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

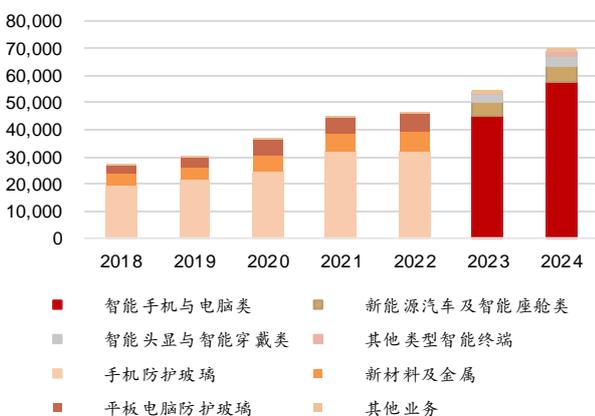
图 6 公司归母净利润及增速（百万元，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

分业务看，2024 年各业务线实现全面增长。1) 智能手机与电脑类：2024 年实现营收 577.54 亿元，同比+28.63%。主要系公司在玻璃、陶瓷、蓝宝石、金属等外观件、结构件和功能模组领域稳居领先地位，并在整机组装领域获得更多大客户的认可和信赖，导入了新品类和新项目。2) 智能汽车与座舱类：2024 年实现营收 59.35 亿元，同比+18.73%。主要系公司中控模组、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，单车价值量迎来提升。3) 智能头显与智能穿戴类：2024 年实现营收 34.88 亿元，同比+12.39%。一方面是由于公司外观件、结构件、光学镜片等部件在多款高端 AI 眼镜和头显产品上实现了应用，同时完成了多款即将量产的新品研发；另一方面是由于智能手表相关的玻璃、金属、蓝宝石、陶瓷等结构件保持持续增长。

图 7 公司分业务收入（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

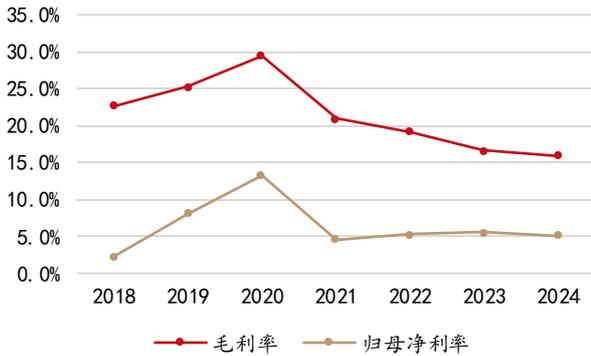
图 8 公司分业务收入占比（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

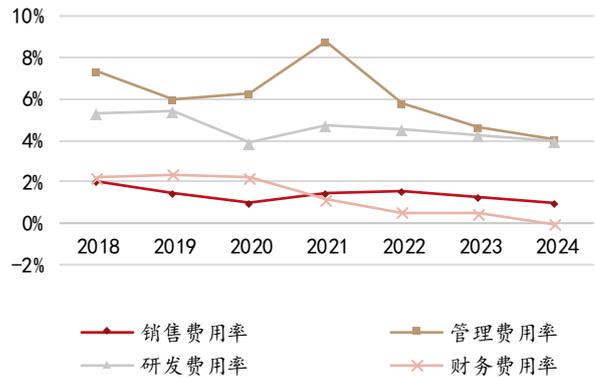
毛利率略有下滑，持续增强费用管控能力。1) 毛利率：2021 年起毛利率逐年下滑，我们认为主要系公司开始进军组装业务，低毛利的组装业务放量导致整体毛利率下滑。2) 期间费用率：公司持续进行降本增效，2024 年公司期间费用率为 8.97%，同比-1.67pct。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.01%、4.04%、3.98%、-0.07%，同比-0.26、-0.63、-0.27、-0.52pct。展望未来，伴随公司持续对现有产线及系统进行智能化改造，进一步提高生产效率，降低人力成本和单位能耗，公司未来盈利能力有望实现进一步的改善。

图 9 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 公司期间费用率



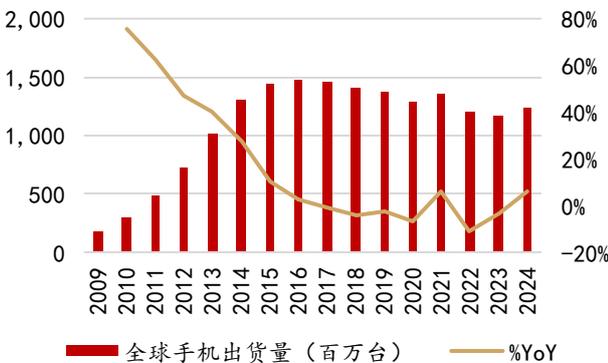
资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 消费电子：把握 AI 终端发展机遇，垂直整合业务升级

### 2.1. 行业：AI 赋能终端销量企稳回暖，外观件持续迭代升级

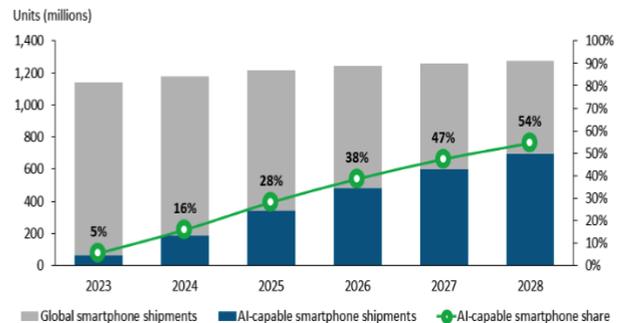
传统智能手机市场趋于饱和，AI 赋能终端销量企稳回暖。随着智能手机渗透率的提升及用户换机周期的延长，传统智能手机进入存量市场。据 IDC 数据，2023 年全球智能手机销量约为 11.64 亿台，同比-3.4%。AI 赋能下，手机迎来新一轮换机周期。据 IDC 数据，2024 年全球智能手机销量约为 12.39 亿台，同比+6.4%。据 Canalys 预测，2023-28 年 AI 手机出货复合增长率有望达到 63%，AI 手机渗透率有望从 2023 年的 5%增长至 2028 年的 54%。

图 11 全球手机出货量 (百万台)



资料来源：IDC，华西证券研究所

图 12 全球 AI 手机出货量及渗透率 (百万台。%)

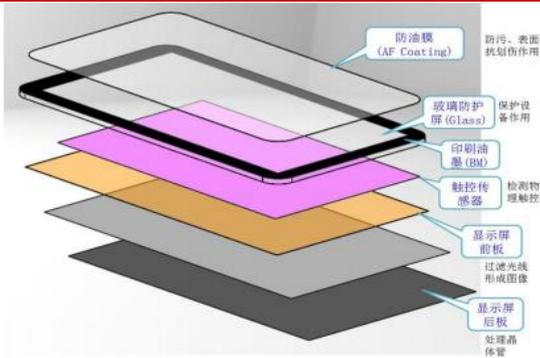


资料来源：Canalys，华西证券研究所

### 2.1.1. 玻璃盖板：尺寸增大，形态升级，硬度提升

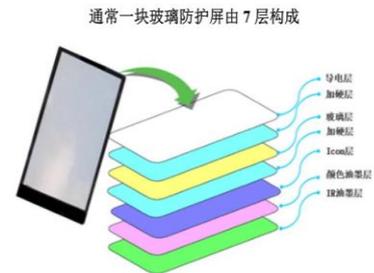
**玻璃防护屏：**又称盖板玻璃 (Cover Glass/Lens)，通常由导电层、玻璃层、油墨层等 7 层组成，是一种具有强度高、透光率高、韧性好、抗划伤、憎污性好、聚水性强等特点的玻璃镜片，其内表面须能与触控模组和显示屏紧密贴合、外表面有足够的强度，达到对平板显示屏、触控模组等的保护、产品标识和装饰功能，是消费电子产品的重要零部件。

图 13 手机屏幕结构



资料来源：蓝思科技可转债说明书，华西证券研究所

图 14 盖板玻璃结构图



资料来源：信濠光电招股说明书，华西证券研究所

#### ➤ 趋势#1：尺寸升级，3.5 英寸→6.9 英寸

大屏化提升消费者的使用体验。为满足消费者对于手机操作、影音播放、游戏娱乐等日益提升的需求需求，手机屏幕尺寸也随之持续升级。以 iPhone 为例，iPhone 手机屏幕尺寸从初代的 3.5 英寸升级至 iPhone 16 系列的 6.1-6.9 英寸。

图 15 iPhone 尺寸变化



资料来源：尚安聊数码，华西证券研究所

➤ **趋势#2：形态升级，2D 平面→2.5D 曲面**

**曲面屏提高屏占比，提升屏幕视觉张力。**相较于 2D 平面玻璃，2.5D 玻璃在边缘进行弧面的处理，配合缩短的中框，在视觉上减少边框的存在感，呈现盈而不溢的效果，更具视觉张力。与此同时，2.5D 玻璃的弧面造型更加符合人体工程学原理，周边的弧面过渡消除了边缘生硬的棱角，大幅提升滑动屏幕的手感。而 3D 玻璃则是在此基础上进一步升级，减小边框面积，提升屏占比，带来更强的视觉冲击。随着盖板玻璃从 2D 平面向 2.5D、3D 曲面转化，生产工艺的难度也在逐步的提升。

图 16 2D、2.5D、3D 玻璃对比



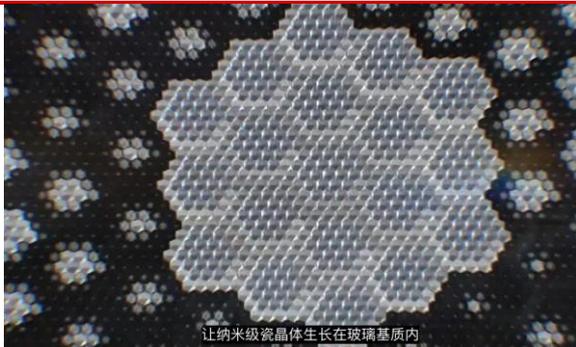
资料来源：钛师傅，华西证券研究所

➤ **趋势#3：硬度升级，微晶玻璃成为主流**

**玻璃盖板抗摔性能不断提升，微晶玻璃加速渗透。**玻璃是非晶体材料，内部没有规则排列的晶体结构是玻璃易碎的原因之一。而微晶玻璃是一种玻璃改质工艺，即在玻璃的生产过程中加入了金属氧化物晶粒作为晶种，通过增加新的高温结晶步骤使玻璃基体内的陶瓷晶体生长晶体化，改变玻璃态的非晶体结构比例，来改变晶体与非晶体在玻璃本体里的比例，从而形成致密的微晶相与玻璃相结合的多相复合固体材料。2020 年 iPhone 12 系列首次全系列搭载超瓷晶玻璃（微晶玻璃），引入硬度比金属还要高的纳米级瓷晶体，抗摔落能力较普通玻璃提升 4 倍。2024 年 iPhone 16 系列则采用了最新一代的超瓷晶面板，其硬度相较第一代提升 50%。

**超瓷晶玻璃质地坚固，后道加工难度大幅提升。**由于超瓷晶玻璃表面硬度极高，后道切割、薄化、雕工、穿孔、强化等加工工艺的难度大幅提升，对后道加工厂商的设备投入、技术储备、工艺 know-how 都提出了较高的要求。

图 17 超瓷晶玻璃



资料来源：苹果 2020 年新品发布会，华西证券研究所

图 18 超瓷晶玻璃抗摔落能力提升 4 倍



资料来源：苹果 2020 年新品发布会，华西证券研究所

表 1 iPhone 系列外观结构件材质

年份	型号	盖板材质	中框	背板材质
2007	iPhone初代	2D玻璃	无	铝合金+塑料
2009	iPhone 3Gs	2D玻璃	无	塑料一体成型
2010/2011	iPhone 4/4S	2D玻璃	不锈钢	玻璃
2012/2013	iPhone 5/5S	2D玻璃	铝合金一体成型	玻璃
2014	iPhone 6	2.5D玻璃	铝合金一体成型	铝合金一体成型
2015	iPhone 6S	2.5D玻璃	铝合金一体成型	铝合金一体成型
2016	iPhone 7	2.5D玻璃	铝合金一体成型	铝合金一体成型
2017	iPhone 8/8 Plus	2.5D玻璃	铝合金一体成型	玻璃
2018	iPhone X/XS	2.5D玻璃	不锈钢	玻璃
2019	iPhone 11系列	2.5D玻璃	铝合金/不锈钢	玻璃
2020	iPhone 12系列	超瓷晶	铝合金/不锈钢	玻璃
2021	iPhone 13系列	超瓷晶	铝合金/不锈钢	玻璃
2022	iPhone 14系列	超瓷晶	铝合金/不锈钢	玻璃
2023	iPhone 15系列	超瓷晶	铝合金/钛金属	玻璃
2024	iPhone 16系列	超瓷晶	铝合金/钛金属	玻璃

资料来源：CMF 设计军团，手机结构设计联盟，苹果官网，华西证券研究所

### 2.1.2. 玻璃背板：5G 时代玻璃背板综合性能占优

**5G 时代玻璃背板综合性能占优。**智能手机外壳的材质有塑料、玻璃、金属、陶瓷等不同材料。金属背板具有质感好、手感好、抗摔、散热好等优点。但随着 5G 通信、无线充电等技术的发展和应用推广，智能手机对信号传输的要求更高，金属背板存在信号屏蔽的缺陷，玻璃、陶瓷等非金属材料背板的需求持续增加。在机身材质非金属化趋势下，相比于陶瓷材料，玻璃以其通透性佳、视觉效果好，硬度大、抗划伤、不影响手机信号、价格适中等优点，成为智能手机机身材质的主流选择。据弗若斯特沙利文预测，玻璃、蓝宝石、陶瓷及其他非金属方案将保持强劲增长，2015-25 年 CAGR 为 7.9%、11.3%及 15.2%，而金属及塑料 2015-25 年 CAGR 为-5.4%、-1.2%。

表 2 不同背板材质性能

材质名称	质感	韧性	5G 信号/无线充电干扰	耐磨/耐刮	弯曲性	加工复杂性	成本
玻璃	很好	坚韧	否	一般	是	高	中
金属	良好	很坚韧	是	高	是	中	中
塑料	一般	一般	否	差	是	低	低
蓝宝石	良好	很坚韧	否	高	否	很高	高
陶瓷	很好	坚韧	否	高	否	很高	高

资料来源：伯恩光学招股说明书，华西证券研究所

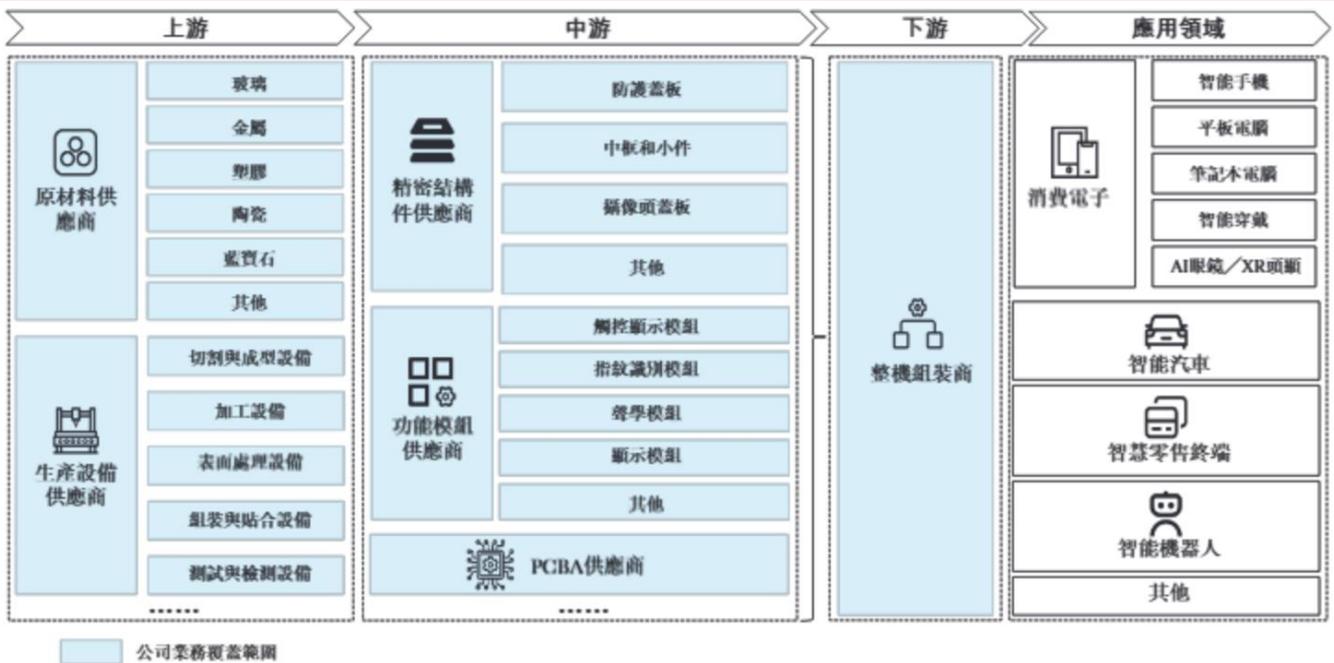
表 3 全球智能设备外观结构及模组方案行业按材料划分的明细

材料	2015 年 (百万美元)	占比	2020 年 (百万美元)	占比	2015-20 年 CAGR	2025E (百万美元)	占比	2021-25 年 CAGR
玻璃	10,307.30	47.00%	16,130.70	66.20%	9.40%	24,427.80	73.20%	7.90%
金属	8,231.00	37.50%	4,534.70	18.60%	-11.20%	3,541.40	10.60%	-5.40%
塑料	3,189.30	14.50%	1,765.60	7.20%	-11.20%	1,656.30	5.00%	-1.20%
蓝宝石	45.2	0.20%	1,076.50	4.40%	88.50%	1,927.10	5.80%	11.30%
陶瓷及其他	180.3	0.80%	860	3.50%	36.70%	1,805.00	5.40%	15.20%
总计	21,953.10	100%	24,367.50	100%	2.10%	33,357.60	100%	6.00%

资料来源：伯恩光学招股说明书，华西证券研究所

## 2.2. 公司：全产业链布局，从上游材料延伸至下游整机组装

图 19 公司打造全产业链一体化布局



资料来源：蓝思科技港交所招股说明书，华西证券研究所

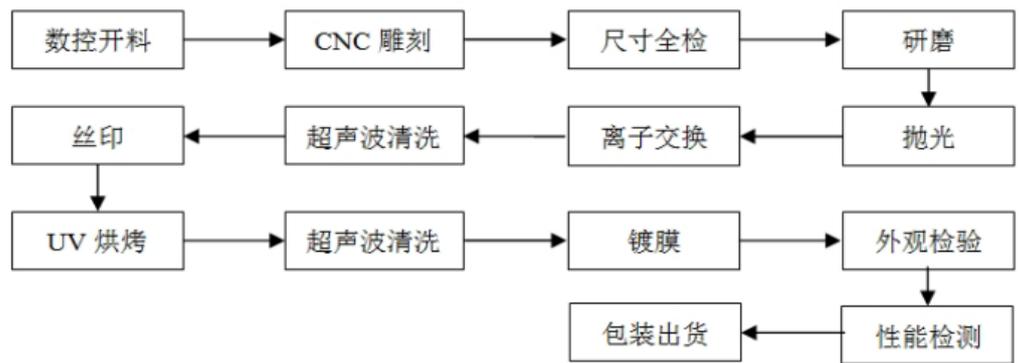
### 2.2.1. 玻璃盖板引领者，横向拓展蓝宝石、陶瓷等材料

#### ➤ 玻璃盖板

玻璃的制备工艺可以分为前、后两道。其中前道制作工艺是将原材料加工生产成玻璃坯材，这一环节注重玻璃透光率、强度、硬度、弹性模量和耐磨性等本征属性的强化；后道加工工艺则是根据终端品牌厂商的诉求，将玻璃毛坯加工成特定尺寸、形状、色彩的产品，该环节的主要目的是加强玻璃外观件的视觉美观程度。

玻璃外观件后道加工工艺繁杂，准入壁垒高。1) **多学科交叉**：视窗防护玻璃生产过程涉及机械设计、自动化、光学、材料科学、电子工程、印刷、控制工程、工业设计、管理学等多个领域，各学科技术的综合运用才能完成现有产品的生产和新产品的研发。2) **加工精度高、工艺难度大**：客户对视窗防护玻璃的厚度、外形尺寸、内部孔径、倒角处的加工精度有很高的要求，对其表面油墨层、强化层、功能薄膜层的厚度、硬度指标等也有严格的要求，玻璃基板经过多道加工及检测工序后才能出厂，工艺流程长、工艺难度大。3) **相关设备前期投入大，属于资金密集型行业**。

图 20 防护玻璃生产流程



资料来源：蓝思科技招股说明书，华西证券研究所

**技术优势明显，绑定核心大客户。**作为最早进入视窗防护玻璃行业的企业之一，经过多年的自主研发及技术沉淀，公司掌握行业内的多项先进生产工艺。其中，公司自主研发、首创的视窗防护玻璃的 CNC、全自动丝印、智能转印、镀膜等多项工艺创新已成为行业通用技术。与此同时，凭借多年在消费电子产品防护玻璃领域的深耕细作，公司与苹果、三星、华为、OPPO、vivo、小米等国内外知名品牌达成了紧密合作。

### ➤ 蓝宝石&陶瓷

**蓝宝石方面：**2012 年公司成立蓝思湘潭，布局蓝宝石材料及蓝宝石类产品的研发与生产。2020 年公司与晶盛机电合资成立宁夏鑫晶盛，进一步提升了蓝宝石产品的产能规模。目前，公司已具备从长晶设备制造到切、抛、磨、成品一条龙研发、生产能力，生产的蓝宝石纯度达 99.999%，莫氏硬度达到 9，接近于钻石，其晶格结构决定了强度高、硬度大、超耐磨，产品透光率>91%，被广泛用作手机摄像头盖板、手机指纹识别盖板、手机显示屏盖板、LED 衬底，为客户高端系列产品提供了优质选择。

**陶瓷方面：**2012 年公司与华联陶瓷合资成立蓝思华联，布局陶瓷材料产品。2017 年公司与国瓷材料合资成立蓝思国瓷，打通了从陶瓷原材料到成品的全产业链，从事智能穿戴设备的特种精密陶瓷材料应用。目前，公司掌握精密陶瓷的多种成型技术，涵盖干压成型、注塑成型和流延成型，同时提供多种表面处理工艺，涵盖高光处理、沙面、拉丝、雕刻字符、镀膜、镭射和抗指纹处理等。产品被广泛应用于手机后盖、侧键、摄像头圈口、按键，手表的表壳、表圈、表带、表扣，以及汽车等部件上。

图 21 蓝宝石产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 22 陶瓷产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 2.2.2. 收购可成子公司，切入金属机壳中高端市场

2020年，公司发布公告以现金99亿元收购可成的可胜科技（泰州）以及可利科技（泰州），整合后成立蓝思精密（泰州），切入金属机壳中高端市场。

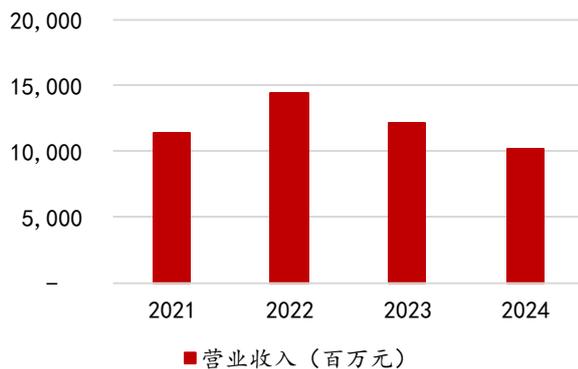
蓝思精密（泰州）的一期改扩建项目于2021-2022年已经实施完成，产出效能提升和成本优化取得明显成效，经营潜力逐步释放。2022年蓝思精密（泰州）实现营业收入144.98亿元，同比+27.32%；净利润9.76亿元，实现扭亏为盈。2023年，蓝思精密（泰州）在一期项目的基础上继续追加投资第二期，合金机壳、背盖组装件、产品模具、刀具等产品产能大幅提升，本次扩产项目全部达产后，预计可为公司带来超过80亿元的营收和4.2亿元的利润。

表4 蓝思精密（泰州）精密部件生产项目及改扩建项目完成后新增产能

项目	产能（万件）
消费类电子产品合金机壳	3300 万件/年
电子产品铝合金机壳背盖组装件	3200 万件/年
电子产品模具、检治具	65400 套/年
电子产品刀具	778.4 万片/年
汽车及新能源金属结构件	7500 万件/年

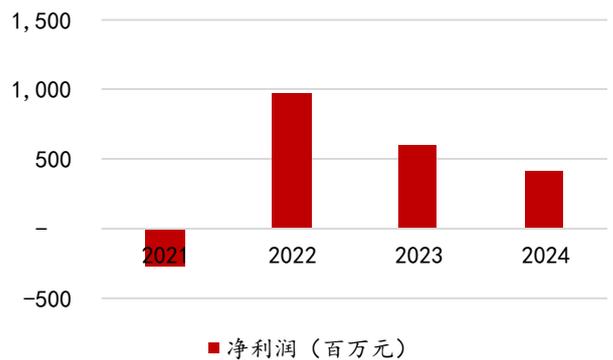
资料来源：蓝思科技《关于孙公司投资建设精密部件生产项目及改扩建项目的公告》，华西证券研究所

图23 蓝思精密（泰州）营业收入（百万元）



资料来源：蓝思科技 2021-24 年年报，华西证券研究所

图24 蓝思精密（泰州）净利润（百万元）

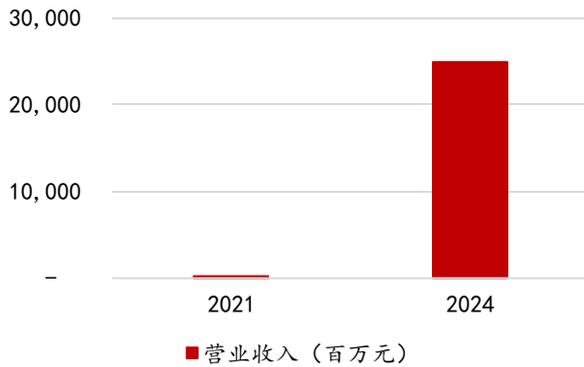


资料来源：蓝思科技 2021-24 年年报，华西证券研究所

### 2.2.3. 产业链垂直整合，积极拓展下游组装业务

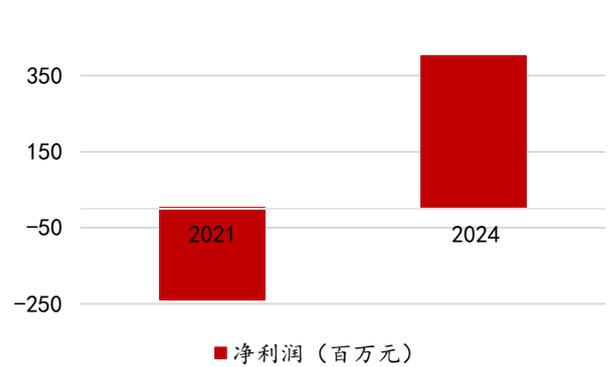
依托产业链垂直整合能力，积极拓展智能终端组装业务。2019年公司开始布局整机组装业务。2021年公司发布公告：控股子公司蓝思科技（湘潭）以自有资金或借款的方式投资建设“智能终端设备智造一期”项目，初步预计该项目总投资30亿元（含部分已投资金额及开展生产经营所需的流动资金）。项目全部建成达产后初步预计实现年加工组装智能终端产品10,000万台。湘潭蓝思实现了物联网、智能仓储、产线全线自动化、单片流、在线检测等领先技术，效率、良率位居行业前列，得到国内外客户的认可和信赖，已有多款中高端旗舰手机大规模量产。2023年湘潭蓝思实现扭亏为盈，2024年实现营业收入250.60亿元，同比+97.42%；净利润4.03亿元。

图 25 湘潭蓝思营业收入（百万元）



资料来源：蓝思科技 2021-24 年年报，华西证券研究所

图 26 湘潭蓝思净利润（百万元）



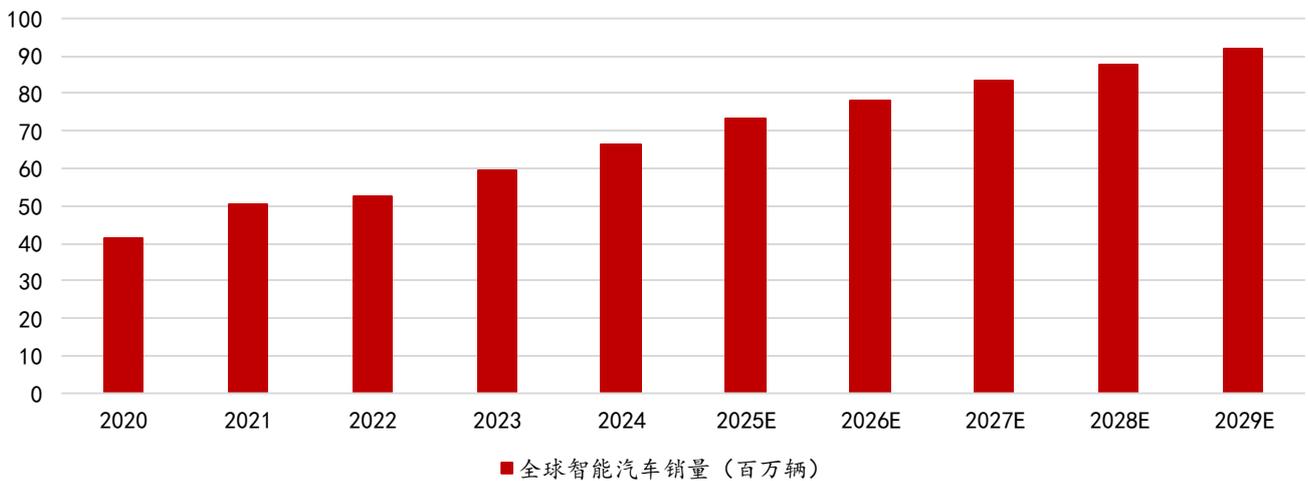
资料来源：蓝思科技 2021-24 年年报，华西证券研究所

### 3. 汽车电子：开拓汽车电子业务，打造第二增长曲线

#### 3.1. 行业：智能化趋势下，车载显示市场持续扩容

全球智能汽车销量持续增长，驱动智能汽车交互系统解决方案市场加速扩展。近年来，在政策支持与技术进步的双重驱动下，“油电双智”成为行业趋势，全球智能汽车市场快速增长。据汽车工业协会及弗若斯特沙利文预测，2025 年全球智能汽车销量约为 7320 万辆，预计 2029 年将增长至 9210 万辆，2025-29 年 CAGR 为 5.9%。

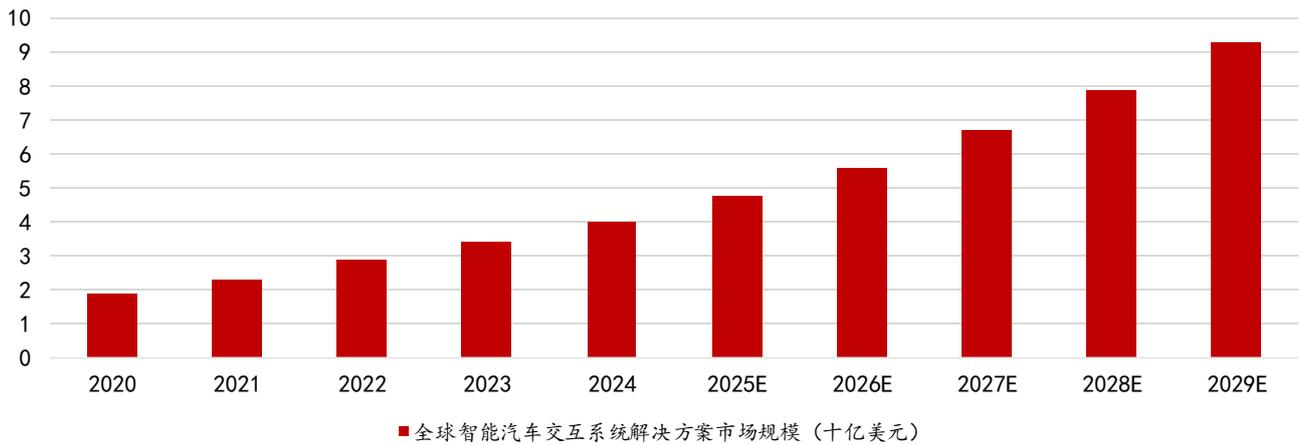
图 27 全球智能汽车销量（百万辆）



资料来源：汽车工业协会，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

受益于智能座舱、自动驾驶等需求的推动，智能汽车交互系统综合解决方案市场迅速扩展。据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球智能汽车交互系统综合解决方案市场规模约为 40 亿美元，预计 2029 年将增长至 93 亿美元，2025-29 年 CAGR 为 18.2%。

图 28 全球智能汽车交互系统解决方案市场规模（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

➤ 驱动力#1：多屏化——带动车载显示屏出货提升

多屏化满足信息交互需求，提升用户体验。座舱智能化浪潮下，传统的仪表盘+中控屏+简单的车载娱乐系统已不再能满足驾驶员和乘客的使用需求，多屏交互成为车载显示的主要发展方向。

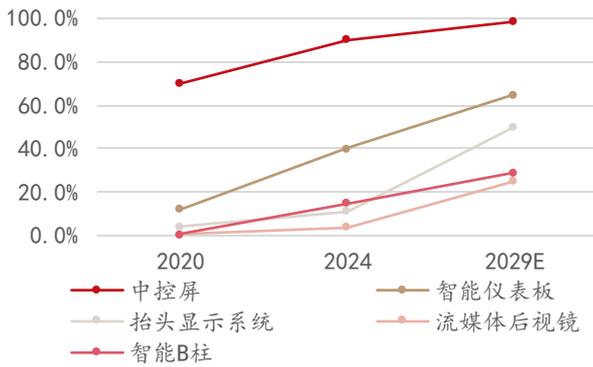
图 29 车载显示屏多屏化趋势



资料来源：车云网，华西证券研究所

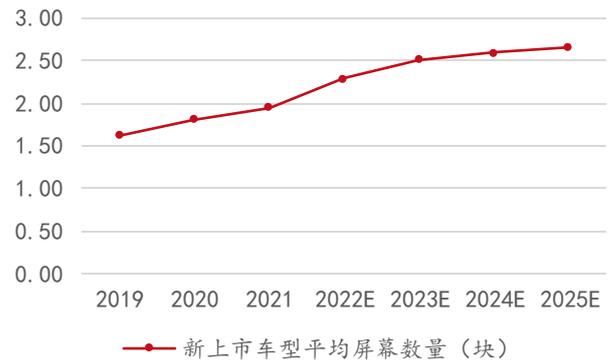
车载显示产品持续渗透，单车屏幕配备数量提升。目前仪表盘、中控显示屏、流媒体后视镜、抬头显示系统等车载显示屏正在逐步渗透。据弗若斯特沙利文预测，2029 年中控屏、智能仪表盘、抬头显示系统、流媒体后视镜、智能 B 柱的渗透率有望达到 98.5%、65.0%、50.0%、25.0%、29.0%。伴随着车载显示产品渗透率提升，单车显示屏幕的配备数量将不断增加。据佐思汽研预测，新上市车型平均屏幕数量有望从 2019 年的 1.62 个增长至 2025 年的 2.66 个。

图 30 车载显示屏渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 31 新上市车型单车屏幕数量



资料来源：佐思汽研，华西证券研究所

➤ 驱动力#2：大屏化——带动车载显示屏面积增长

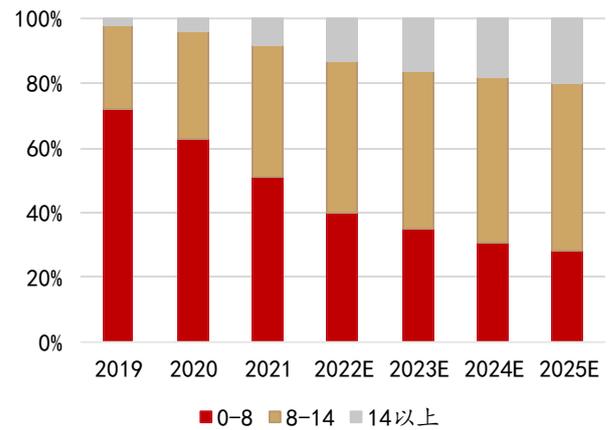
中控显示屏作为座舱核心交互入口，屏幕尺寸持续放大。特斯拉 Model S 17 寸中控屏开启车载显示大屏化的趋势。据佐思汽研预测，14 英寸以上中控屏占比有望从 2019 年的 2% 增长至 2025 年的 20%。

图 32 特斯拉 Model S 17 寸中控屏



资料来源：中关村在线，华西证券研究所

图 33 中控屏尺寸分布 (英寸, %)



资料来源：佐思汽研，华西证券研究所

➤ 驱动力#3：高清化——带动车载显示技术升级

高清化带来更加的视觉效果，提升驾乘体验。近几年车载显示市场主流技术 a-Si LCD 市场渗透率持续走低，主机厂一方面在高端车型部署 LTPS-LCD，另一方面加紧部署 OLED、Mini-LED、Micro-LED 等创新技术量产装车。

图 34 全球车载显示器（分技术）渗透率

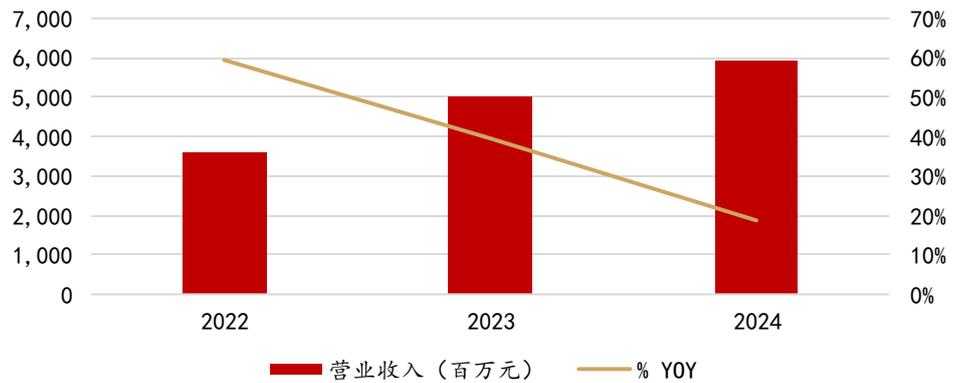


资料来源：佐思汽研，华西证券研究所

### 3.2. 公司：智能座舱系统方案提供商，助力业绩增长

汽车电子业务收入连续三年快速增长，打造公司第二成长曲线。2024 年公司智能汽车及座舱类业务实现营收 59.35 亿元，2022-24 年 CAGR 为 28.69%。

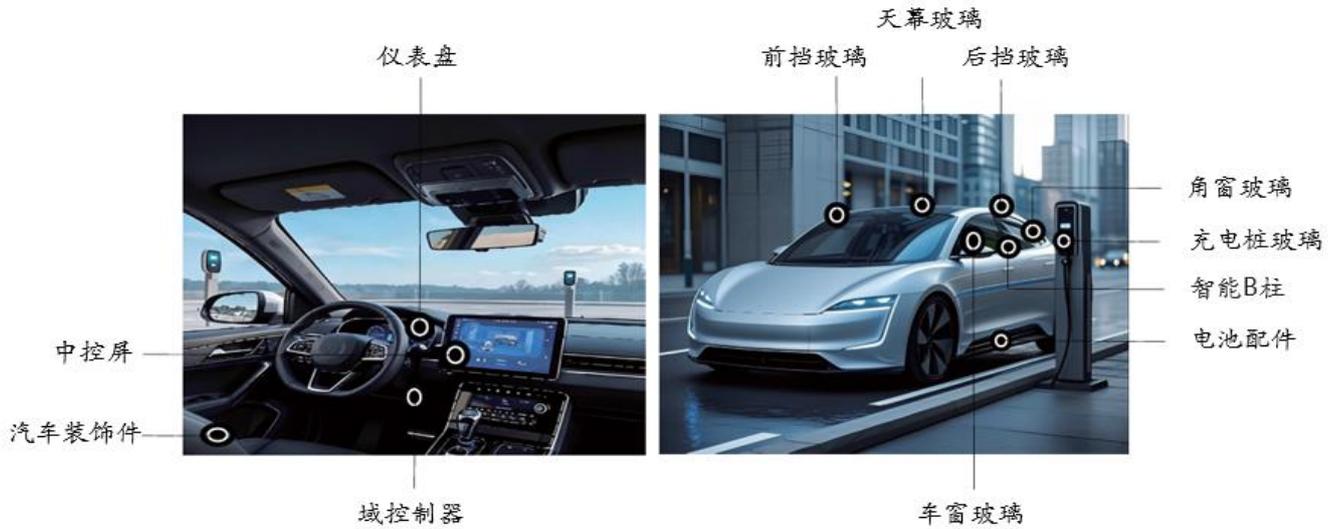
图 35 蓝思科技智能汽车及座舱收入及增速（百万元，%）



资料来源：蓝思科技港交所招股说明书，华西证券研究所

公司自 2015 年开始深度布局新能源汽车市场。目前，公司围绕智能驾驶舱及周边结构件，研发并批量生产车载电子玻璃及组件、车载中控屏（结构与功能零部件及组装）、前挡玻璃/车窗玻璃、仪表盘组件、B 柱、车载装饰件、车身结构件、后视镜及导航仪等产品。凭借深厚的技术储备、强大的制造能力、高效的生产流程、领先的研发能力，公司现已与特斯拉、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来、比亚迪等国内外头部厂商建立了长期、稳定的战略合作关系。

图 36 蓝思科技智能汽车及座舱的主要产品



资料来源：蓝思科技港交所招股说明书，华西证券研究所

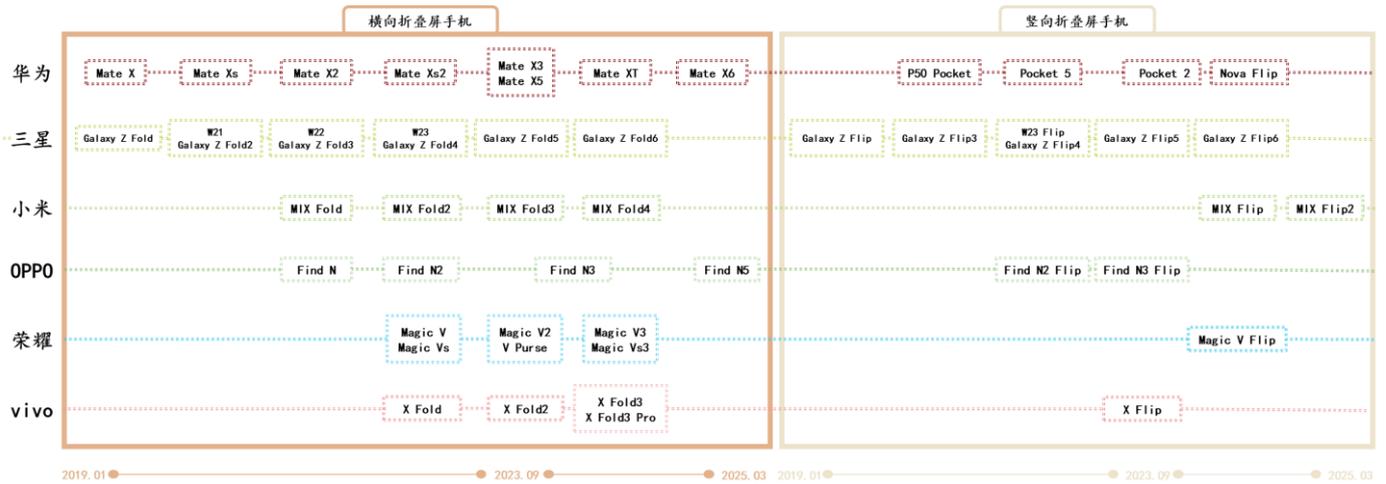
**超薄夹胶玻璃加速落地。**公司开发的超薄夹胶玻璃具有通过玻璃中间层的胶膜吸收冲击能力来提升安全系数、减薄玻璃厚度达到显著降低车身重量、中间层角膜具有隔音、防晒等多功能集成的效果，可应用在汽车车门侧窗玻璃、前后风挡玻璃以及天幕玻璃。超薄夹胶玻璃的推广，可减少玻璃材料使用量，降低生产能耗，同时提升汽车的燃油消耗以及电池能源消耗，通过清洁技术创新与功能集成，在提升汽车安全性和舒适性的同时，推动行业向更加低碳环保方向发展。在第二十二届广州国际汽车展览会上，比亚迪旗下高端品牌腾势 Z9 推出了 5 款车型，均搭载了蓝思生产的侧窗玻璃和中控玻璃盖板。蓝思此次为腾势 Z9 提供的侧窗玻璃，不仅具备出色的隔音隔热以及防紫外线性能，还通过特殊的半钢化处理，进一步提升了安全性和耐用性。

## 4. 新兴业务：横向拓展新兴领域，打开成长天花板

### 4.1. 折叠屏：折叠屏手机引领创新，积极布局 UTG 等核心技术

**折叠屏手机百花齐放，出货量增长态势显著。**折叠屏手机凭借形态创新带来的差异化体验，成为当前智能手机领域最受关注的创新方向。据 IDC 数据，2024 年中国折叠屏手机总出货量约为 917 万台，同比+30.8%。随着折叠屏手机在轻薄、折痕、续航、影像等方面的不断改善，折叠屏手机有望实现加速渗透。

图 37 主要品牌折叠屏手机发售进度



资料来源：艾瑞咨询，各公司官网，华西证券研究所

盖板和铰链成为折叠屏手机核心价值增量。据韩国研究公司 CGS-CIMB Research 数据，三星 Galaxy Fold 1 的整机物料成本为 636.70 美元，其中显示模组（含盖板）和机械结构件（含铰链）的成本占比分别达到 34.4% 和 13.7%。相较于非折叠机型 Galaxy S9+，这两部分的成本占比分别提升了 13.3pct 和 5.8pct。

表 5 三星 Galaxy Fold 1（折叠屏手机）与 Galaxy S9（非折叠屏手机）BOM 对比（美元）

	折叠屏手机 BOM		非折叠屏手机 BOM		成本变化（相对于 S9）	
	Galaxy Fold1	成本占比	Galaxy S9	成本占比	成本变化	成本占比变化
显示模组	\$218.8	34.4%	\$79.0	21.0%	\$139.8	+13.3pct
机器/机电结构件	\$87.5	13.7%	\$29.8	7.9%	\$57.7	+5.8pct
相机	\$48.5	7.6%	\$38.0	10.1%	\$10.5	-2.5pct
处理器	\$71.0	11.2%	\$67.0	17.8%	\$4.0	-6.7pct
电源管理	\$10.9	1.7%	\$8.8	2.3%	\$2.1	-0.6pct
蓝牙/WLAN	\$7.0	1.1%	\$7.0	1.9%	\$0	-0.8pct
存储芯片	\$79.0	12.4%	\$57.0	15.2%	\$22.0	-2.8pct
射频前端	\$21.0	3.3%	\$19.0	5.1%	\$2.0	-1.8pct
传感器	\$7.0	1.1%	\$5.5	1.5%	\$1.5	-0.4pct
电池	\$9.2	1.4%	\$4.9	1.3%	\$4.3	+0.1pct
配件	\$19.0	3.0%	\$15.5	4.1%	\$3.5	-1.1pct
其他	\$57.8	9.1%	\$44.5	11.8%	\$13.1	-2.8pct
总成本	\$636.7	100%	\$375.8	100%	\$260.9	

资料来源：CGS-CIMB RESEARCH，华西证券研究所

据公司投关活动记录表，公司深度配合各大品牌进行研发生产，目前已掌握 UTG 和 CPI 等折叠屏的核心制造工艺，具备保护膜及贴合、铰链、钛铝合金中框及玻璃背板等关键配套部件及相关贴合组装能力，已为国内大客户批量供应 UTG 和 CPI 屏。据 IT 之家，苹果有望于 2026 年推出折叠 iPhone。据公司投关活动记录表，公司是北美大客户外观件和结构件的核心供应商，目前正积极配合客户进行折叠屏验证，随着项目的逐步落地，有望为贡献显著的业绩增量。

## 4.2. AI/XR 眼镜：AI 眼镜趋势已来，实现 AI 眼镜全链条生产

24 年 XR 出货较为疲软，AI 赋能助力远期成长，据 WellSenn 数据，2024 年全球 VR 出货量约为 774 万台，同比+2.78%；全球 AR 出货量约为 51 万台，同比基本持平，主要和全球经济增长放缓和需求疲软等因素有关。随着 AI 端侧的落地，泛 AI 眼镜（AI+音/视频眼镜和 AI+AR 眼镜）成为市场关注的热点，AI 赋能下，用户交互体验实现显著提升，内容生态也实现进一步丰富，有望推动 XR 设备实现加速渗透。据 WellSenn 预测，2030 年全球 VR/AR 出货量有望增长到 3000 万/180 万台。

图 38 全球 VR 眼镜出货量（万台）



资料来源：WellSenn，华西证券研究所

图 39 全球 AR 眼镜出货量（万台）



资料来源：WellSenn，华西证券研究所

2025 年 2 月 22 日，蓝思科技与 AI 交互领域的领军企业杭州灵伴科技（Rokid）宣布达成深度战略合作。公司作为 Rokid 全系 AI 眼镜的整机组装合作伙伴，覆盖从镜架、镜片、功能模组到全自动组装的全链条生产。公司自主研发的纳米微晶玻璃技术可显著提升镜片抗摔性和透光率至 95% 以上，并实现轻量化设计（如 Rokid Glasses 仅 49 克），为 AI 眼镜的商业化和普及奠定了坚实基础。

图 40 Rokid AI 眼镜



资料来源：VRAR 星球，华西证券研究所

## 4.3. 智能零售终端：市场空间广阔，助力客户产品实现量产

智慧零售终端是智慧零售领域的核心设备之一，推动了线上线下融合和消费体验的提升。智慧零售终端融合先进技术，支持多种支付方式，通过互联网或移动网

络实现实时交易和数据传输，硬件设备具有多功能集成、高性能和高安全性特点，材质多为钢化玻璃、金属和塑料。

**数字化浪潮下，智慧零售终端市场空间广阔。**2024年7月，支付宝推出“碰一下”支付模式。消费者无需解锁手机或展示付款码，仅需通过NFC触碰即可完成支付，操作简便，提升了支付效率和乐趣。据支付宝生态大会数据，支付宝“碰一下”产品321天用户破亿，布局全球超400个城市，覆盖支付、点餐、打车、网吧、就业等共计300种细分场景。“碰一下”支付设备采用一体式设计，3D玻璃盖板和金属外观保障了设备的稳定性和性能。随著智慧零售终端和NFC技术的不断进步，智慧零售终端市场有望持续增长。据蓝思科技港交所招股说明书预测，全球智慧零售终端市场规模有望从2025年的29亿美元增至2029年的44亿美元，2025-29年CAGR为11.0%。

图 41 支付宝“碰一下”智能终端产品



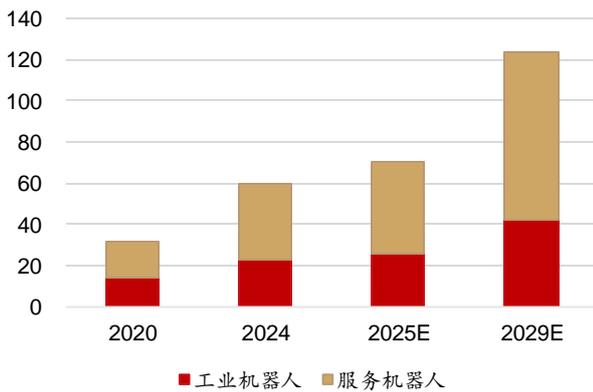
资料来源：蓝思科技公司官网，华西证券研究所

2024年12月，蓝思科技与支付宝共同举办支付宝“碰一下”智能终端产品量产交付仪式。公司凭借强大的整机设计、精密制造、精湛工艺、以及自动化整机组装能力，在短时间内为客户实现产品从概念构想到大规模量产。

#### 4.4. 机器人：人形机器人产业化加速，持续开拓国际大客户

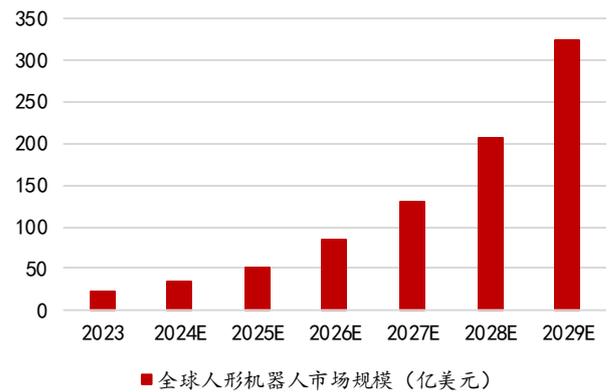
**国内外头部企业加速布局，全球人形机器人产业进入“技术迭代+商业化落地”的双重爆发期。**2023年12月，特斯拉发布第二代Optimus人形机器人，相比第一代，其灵活性、控制能力、智能化水平不断提升。特斯拉CEO马斯克表示，计划从2025年开始“小规模生产”Optimus机器人，并将其用于特斯拉工厂内部。2023-24年Figure AI推出01和02两款人形机器人，目前已在宝马工厂进行试运行。2025年波士顿动力计划将其全电动机器人Atals将用于现代汽车。与此同时，国内优必选、宇树科技、智元等企业也纷纷发布各具特色的人形机器人产品，并加速推进量产。据蓝思科技港交所招股说明书数据，2024年全球智能机器人市场规模约为602亿美元，预计到2029年有望增长至1239亿美元，2025-29年CAGR为15.1%。与此同时，据前瞻产业研究院数据，2023年全球人形机器人市场规模约为21.6亿美元，预计2029年有望增长至324亿美元，2023-29年CAGR为57.04%。

图 42 全球智能机器人市场规模（十亿美元）



资料来源：蓝思科技招股说明书，华西证券研究所

图 43 全球人形机器人市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻研究院，华西证券研究所

蓝思科技自 2016 年开始布局智能机器人领域。公司通过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，为人形机器人的研发量产奠定基础。

- **技术布局：**据公司官方微信公众号，目前，公司已成功量产六维力矩传感器、行星滚柱丝杠等机器人核心零部件；并独家开发了曲面玻璃显示技术、纳米微晶玻璃技术和轻量化高强度材料，为机器人外壳提供解决方案。与此同时，公司凭借在新材料研发、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。
- **客户布局：**据公司官方微信公众号，目前，公司已建立专门团队，为多家人形机器人公司提供关节模组、灵巧手、躯干壳体等结构件及整机组装服务。2025 年 1 月 21 日，公司与智元机器人在长沙举行灵犀 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。公司深度参与了灵犀 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。依托卓越的技术研发团队与顶尖的生产设施，公司不仅满足了智元对于产品品质的严苛要求，而且确保了大规模量产的顺利进行，助力智元实现 2024 年产各类机器人超千台。2025 年 4 月，公司与智元机器人合资成立湖南智启未来，聚焦人形机器人整机组装、功能模组开发及场景化解决方案。合资公司将整合蓝思的精密制造能力与智元的 AI 算法优势，共同开发头部、手臂总成、灵巧手等关键技术和核心部件，目标打造中国最大的具身智能硬件制造平台。

图 44 蓝思科技灵犀 X1 人形机器人相关产品



资料来源：蓝思科技微信公众号，华西证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

#### 基本假设：

**1、智能手机与电脑类：**公司凭借对玻璃、金属、陶瓷、塑胶、皮革、硅胶、玻纤、碳纤等十余种材料的深度技术积累，实现了从原材料生产、功能模块贴合到整机组装的垂直整合能力，并与全球头部消费电子品牌建立了长期战略合作。我们认为：1) 零部件方面：伴随智能手机的外观持续创新，公司结构件单机价值量和客户份额有望实现持续提升；2) 整机组装方面：公司有望持续提升手机及 PC 组装的市场份额，并进一步反哺零部件业务，提升核心客户中结构件的供给份额。因此，我们假设公司智能手机与电脑类业务 2025-27 年营业收入分别为 765.14、932.55、1082.95 亿元，同比+32.48%、+21.88%、+16.13%。与此同时，由于组装业务毛利率低于零部件业务，随着组装业务占比提升，该板块业务整体的毛利率或呈现小幅下滑。因此，我们假设公司智能手机与电脑类业务 2025-27 年毛利率分别为 14.12%、13.39%、12.45%。

**2、新能源汽车与智能座舱类：**目前，公司与特斯拉、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来、比亚迪等国内外头部厂商建立了长期、稳定的战略合作关系，研发并批量生产车载电子玻璃及组件、车载中控屏（结构与功能零部件及组装）、前挡玻璃/车窗玻璃、仪表盘组件、B 柱、车载装饰件、车身结构件、后视镜及导航仪等产品。随着公司新客户的导入和新产品的放量，公司该板块业务营业收入有望保持持续增长。因此，我们假设公司新能源汽车与智能座舱类 2025-27 年营业收入分别为 73.22、94.83、111.79 亿元，同比+23.37%、+29.51%、+17.89%。与此同时，伴随产品结构的优化和规模效应，公司该板块毛利率有望实现逐年修复。因此，我们假设公司新能源汽车与智能座舱类业务 2025-27 年毛利率分别为 15.00%、16.00%、18.00%。

**3、智能头显与智能穿戴类：**公司为北美 AI 眼镜客户提供功能模组和精密结构件。与此同时，作为 Rokid 整机组装合作伙伴，覆盖从镜架、镜片、功能模组到全自

动组装线全链条生产。随着 AI 眼镜的加速放量，公司该板块业务营业收入有望实现加速增长，毛利率保持相对稳定。因此，我们假设公司智能穿戴类 2025-2027 年营业收入分别为 40.89、55.33、76.85 亿元，同比+17.22%、+35.33%、+38.88%；毛利率分别为 20.00%、20.00%、20.00%。

**4、其他智能终端：**公司积极布局支付宝“碰一下”、电子价签、机器人等智能终端。随着产品项目的逐步落地，有望贡献显著的业绩增量，且毛利率保持相对稳定。因此，我们假设公司其他智能终端 2025-27 年营业收入分别为 28.57、35.28、39.51 亿元，同比+102.87%、+23.47%、+11.98%；毛利率分别为 20.00%、20.00%、20.00%。

**盈利预测结果：**综上所述，我们预计 2025-27 年营业收入分别为 921.59、1132.44、1326.28 亿元，同比+31.85%、+22.88%、+17.12%；毛利率分别为 15.32%、14.73%、14.12%。

表 6 公司主营业务拆分

亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	466.99	544.91	698.97	921.59	1132.44	1326.28
yoy		16.69%	28.27%	31.85%	22.88%	17.12%
毛利率	19.21%	16.63%	15.89%	15.32%	14.73%	14.12%
智能手机与电脑类	382.14	449.01	577.54	765.14	932.55	1082.95
yoy		17.50%	28.63%	32.48%	21.88%	16.13%
毛利率	18.06%	15.65%	15.11%	14.12%	13.39%	12.45%
新能源汽车与智能座舱类	35.84	49.98	59.35	73.22	94.83	111.79
yoy		39.47%	18.73%	23.37%	29.51%	17.89%
毛利率	20.02%	15.47%	10.17%	15.00%	16.00%	18.00%
智能头显与智能穿戴类	35.39	31.04	34.88	40.89	55.33	76.85
yoy		-12.29%	12.39%	17.22%	35.33%	38.88%
毛利率	16.94%	15.27%	19.76%	20.00%	20.00%	20.00%
其他智能终端	1.72	1.65	14.08	28.57	35.28	39.51
yoy		-4.04%	754.24%	102.87%	23.47%	11.98%
毛利率	17.38%	13.24%	19.81%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	11.90	13.23	13.11	13.77	14.45	15.18
yoy		11.14%	-0.91%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	60.69%	57.99%	61.65%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5.2. 相对估值

我们选取消费电子相关公司立讯精密、华勤技术、领益智造、鹏鼎控股作为可比公司。2025 年可比公司 PE 为 17.65x，PEG 为 0.66。我们预计 2025-27 年营业收入分别为 921.59、1132.44、1326.28 亿元，同比+31.85%、+22.88%、+17.12%；归母净利润为 50.34、63.96、75.70 亿元，同比+38.91%、+27.05%、+18.35%；EPS 分别为 1.01、1.28、1.52 元。2025 年 5 月 26 日股价为 20.99 元，对应 PE 分别为 20.78x、16.35x、13.82x。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7 可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			G	PE/G
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
立讯精密	002475.SZ	31.24	1.86	2.34	2.86	3.38	13.38	10.94	9.25	26%	0.52
华勤技术	603296.SH	68.44	2.89	3.57	4.34	5.24	19.15	15.76	13.05	24%	0.81
领益智造	002600.SZ	8.11	0.25	0.37	0.48	0.56	22.18	17.05	14.54	46%	0.48
鹏鼎控股	002938.SZ	28.18	1.56	1.85	2.16	2.48	15.25	13.08	11.38	18%	0.83
<b>平均</b>							<b>17.49</b>	<b>14.21</b>	<b>12.06</b>	<b>28%</b>	<b>0.66</b>
蓝思科技	<b>300433.SZ</b>	<b>20.99</b>	<b>0.73</b>	<b>1.01</b>	<b>1.28</b>	<b>1.52</b>	<b>20.78</b>	<b>16.35</b>	<b>13.82</b>	<b>38%</b>	<b>0.54</b>

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 可比公司数值均为 Wind 一致预期, 时间截至 2025 年 5 月 26 日

## 6. 风险提示

下游需求不及预期, 下游新产品创新力度及推出节奏不及预期, 中美贸易摩擦。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	69,897	92,159	113,244	132,628	净利润	3,677	5,118	6,477	7,681
YoY (%)	28.3%	31.8%	22.9%	17.1%	折旧和摊销	5,153	5,776	6,224	6,684
营业成本	58,789	78,043	96,564	113,895	营运资金变动	1,351	-3,022	-406	-326
营业税金及附加	542	737	921	1,056	经营活动现金流	10,889	9,000	13,439	15,193
销售费用	706	737	793	796	资本开支	-6,235	-5,260	-4,713	-4,835
管理费用	2,825	3,226	3,737	3,979	投资	-140	0	0	0
财务费用	-47	143	131	119	投资活动现金流	-6,050	-5,616	-4,373	-4,503
研发费用	2,785	3,318	3,850	4,244	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-926	-1,000	-1,000	-1,000	债务募资	-1,543	217	53	75
投资收益	261	323	340	332	筹资活动现金流	-4,454	-2,971	-3,866	-4,488
营业利润	3,871	5,607	6,945	8,228	现金净流量	443	505	5,199	6,202
营业外收支	-22	-32	-26	-27					
利润总额	3,849	5,575	6,919	8,201	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	172	456	442	521	<b>成长能力</b>				
净利润	3,677	5,118	6,477	7,681	营业收入增长率	28.3%	31.8%	22.9%	17.1%
归属于母公司净利润	3,624	5,034	6,396	7,570	净利润增长率	19.9%	38.9%	27.1%	18.4%
YoY (%)	19.9%	38.9%	27.1%	18.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.73	1.01	1.28	1.52	毛利率	15.9%	15.3%	14.7%	14.1%
					净利率	5.2%	5.5%	5.6%	5.7%
					总资产收益率 ROA	4.6%	6.0%	6.9%	7.5%
					净资产收益率 ROE	7.4%	9.9%	11.9%	13.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	10,988	11,493	16,692	22,894	流动比率	1.33	1.33	1.42	1.51
预付款项	174	191	264	309	速动比率	<b>0.98</b>	<b>0.95</b>	<b>1.06</b>	<b>1.16</b>
存货	7,161	10,603	11,439	12,552	现金比率	0.48	0.38	0.48	0.58
其他流动资产	12,450	17,888	21,002	24,043	资产负债率	39.7%	43.4%	44.8%	45.9%
流动资产合计	30,773	40,175	49,397	59,799	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	326	326	326	326	总资产周转率	0.88	1.07	1.20	1.29
固定资产	36,379	36,130	34,826	33,219	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	5,075	4,907	4,794	4,632	每股收益	0.73	1.01	1.28	1.52
非流动资产合计	50,243	50,404	48,867	46,991	每股净资产	9.76	10.24	10.82	11.51
资产合计	81,016	90,578	98,264	106,790	每股经营现金流	2.19	1.81	2.70	3.05
短期借款	1,561	1,561	1,561	1,561	每股股利	0.40	0.55	0.70	0.83
应付账款及票据	14,097	19,594	23,684	27,947	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	7,407	8,996	9,563	10,213	PE	28.75	20.78	16.35	13.82
流动负债合计	23,065	30,151	34,808	39,721	PB	2.24	2.05	1.94	1.82
长期借款	7,808	7,808	7,808	7,808					
其他长期负债	1,297	1,317	1,370	1,445					
非流动负债合计	9,105	9,125	9,178	9,253					
负债合计	32,170	39,276	43,986	48,974					
股本	4,983	4,983	4,983	4,983					
少数股东权益	189	274	355	467					
股东权益合计	48,846	51,302	54,278	57,816					
负债和股东权益合计	81,016	90,578	98,264	106,790					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。