

公司深度 (R3)

蓝思科技 (300433.SZ)

电子 | 消费电子

全球精密制造龙头，多极增长开启新篇章

2026年02月02日

评级 增持

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	36.35
52周价格区间(元)	17.49-42.66
总市值(百万)	189020.94
流通市值(百万)	180814.26
总股本(万股)	528432.76
流通股(万股)	527585.28

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
蓝思科技	27.54	17.83	42.49
消费电子	-0.06	-9.91	46.01

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001

hechen@hncasing.com

汪颜雯

研究助理

wangyanwen@hncasing.com

相关报告

- 1 蓝思科技 (300433.SZ) 2025 年半年报点评: 盈利能力持续提升, 各业务板块齐发力  
2025-09-01
- 2 蓝思科技 (300433.SZ) 2025 年一季报点评: 盈利能力同比高增, 构建多维业绩增长矩阵  
2025-04-18
- 3 蓝思科技 (300433.SZ) 2024 年年报点评: 产业链垂直整合初见成效, 业绩稳健增长  
2025-04-02

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	544.91	698.97	902.41	1,147.55	1,395.99
归母净利润(亿元)	30.21	36.24	49.64	67.49	83.81
每股收益(元)	0.57	0.69	0.94	1.28	1.59
每股净资产(元)	8.77	9.21	9.70	10.38	11.24
P/E	63.58	53.01	38.69	28.46	22.92
P/B	4.15	3.95	3.75	3.50	3.23

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商。**公司以“新材料、新技术、新装备、新领域”战略为指引, 依托在玻璃、金属、陶瓷等多种材料的深厚技术积累与强大的平台化能力, 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。公司业务版图从智能手机、电脑等消费电子核心领域, 成功延伸至智能汽车、人形机器人、AI/XR 眼镜及智慧零售等新兴市场, 实现了多元场景的协同布局。财务表现上, 公司营收与利润保持稳健增长, 各业务条线协同发力, 智能手机与电脑类业务持续领跑, 新兴业务爆发式突破。同时, 公司持续优化客户结构, 对单一大客户依赖度显著降低, 经营韧性与可持续性不断增强。展望未来, 公司通过持续高强度的研发投入与全球化产能网络布局, 构建起驱动技术创新与快速响应市场的双重引擎, 有望在 AI 硬件升级与汽车智能化浪潮中持续获取增长动能。
- **消费电子: 核心支柱地位稳固, 多极增长释放潜力。**公司牢牢把握 AI 升级与形态创新两大驱动力, 不仅是全球消费电子知名客户玻璃盖板与金属中框的核心供应商, 更前瞻性地布局折叠屏、3D 玻璃等增量市场, 单机价值量显著提升。公司以组装业务带动自身高附加值结构件出货, 形成良性循环, 规模效应正逐步改善整体盈利水平。在 AI/AR 眼镜赛道, 公司持续深化与国内外头部客户的合作, 新近成立蓝思光电科技(长沙)有限公司, 提供从核心光学部件到整机组装的全链条解决方案。未来, 公司将积极向“AI 时代的智能硬件制造商”转型, 推动组装业务与高附加值部件协同发展, 优化盈利结构, 增长动力清晰且多元。
- **智能汽车: 开拓汽车电子赛道, 构筑第二增长引擎。**公司的核心成长动能在于产品价值量提升与业务边界拓展。一方面, 超薄夹胶玻璃等创新产品加速导入国内外头部客户, 有望显著提升单车配套价值; 另一方面, 公司汽车业务边界不断拓展, 包括双联屏、三联屏、内饰件带来价值量提升; 在头部客户汽车无线充电模组、通讯模组和域控制器的业务突破以及为北美客户无人汽车供应更为复杂的中控系统和具备导航功能的 B 柱/C 柱等新增业务。展望未来, 随着新能源汽车渗透率持续提升以及公司在新产品与新客户方面的持续突破, 该业务板块

的营收规模及利润贡献有望快速提升。

- **新兴领域：前瞻布局新兴市场，培育未来增长动能。**在人形机器人领域，公司已构建从核心部件到整机组装的垂直整合平台，实现关节模组、灵巧手等核心部件的批量交付，并切入北美及国内多家头部企业供应链。在智慧零售领域，公司与支付宝深度合作，“碰一下”智能终端已实现量产并覆盖全国超 1000 个大型商圈，验证了技术落地与快速规模化能力。在 AI 数据中心领域，公司通过收购英伟达 RVL 认证供应商 PMG，战略性切入全球 AI 算力供应链，加速向“全球 AI 硬件创新平台”转型。
- **盈利预测与估值：**公司业务覆盖消费电子、智能汽车领域及人形机器人、AI 眼镜/XR 头显、智慧零售设备、AI 数据中心等新兴领域，形成多场景协同发展的业务布局。我们预计，公司 2025-2027 年实现营业收入 902.41/1147.55/1395.99 亿元，实现归母净利润 49.64/67.49/83.81 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.28/1.59 元，对应当前价格的 PE 为 38.69/28.46/22.92 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险；行业竞争加剧风险；技术迭代与创新不及预期的风险；国际贸易与政策环境风险。

## 内容目录

<b>1 智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司概况：业务基石稳固，客户资源优质.....	5
1.2 业务结构：深耕多元场景，广布业务矩阵.....	6
1.3 财务情况：营收利润双增，新兴业务可期.....	8
1.4 发展动能：创新研发筑基，全球网络赋能.....	11
<b>2 消费电子：核心支柱地位稳固，多极增长释放潜力</b> .....	<b>12</b>
2.1 行业趋势：AI 与折叠屏双轮驱动，开启结构性增长周期.....	12
2.2 业务进展：垂直整合筑牢护城河，多品类协同抢占市场.....	14
<b>3 智能汽车：开拓汽车电子赛道，构筑第二增长引擎</b> .....	<b>19</b>
3.1 行业趋势：智电浪潮全面提速，智能座舱赛道高景气.....	19
3.2 业务进展：持续拓展业务边界，单车价值量持续攀升.....	22
<b>4 新兴领域：前瞻布局新兴市场，培育未来增长动能</b> .....	<b>23</b>
4.1 机器人：技术深耕与产业协同，筑牢具身智能硬件根基.....	23
4.2 智慧零售：技术赋能与场景拓展，推动消费终端创新升级.....	27
4.3 AI 服务器：收购 PMG 切入英伟达链，全力拥抱 AI 时代.....	28
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>28</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1：公司业务布局情况.....	6
图 2：2020 年至 2025Q1-3 公司营业收入及同比增速.....	8
图 3：2020 年至 2025Q1-3 公司归母净利润及同比增速.....	8
图 4：2022 年至 2024 年公司分业务板块营收情况（亿元）.....	10
图 5：2022 年至 2024 年公司分业务板块营收占比情况.....	10
图 6：2020 年至 2025Q1-3 公司毛利率和净利率情况.....	10
图 7：2022 年至 2025Q1-3 公司费用率情况.....	10
图 8：2020 年至 2025Q1-3 公司研发费用及同比增速.....	11
图 9：2020 年至 2025Q1-3 公司研发费用率情况.....	11
图 10：公司全球化布局情况.....	11
图 11：生成式 AI 手机累计出货量及预测.....	12
图 12：2022-2029 年全球智能手机市场 ASP 及预测.....	12
图 13：中国折叠屏手机出货量及同比增速.....	13
图 14：全球折叠屏智能手机出货量占比情况.....	13
图 15：全球 AR 眼镜销量及预测情况.....	13
图 16：全球 AR 眼镜季度销量情况.....	13
图 17：全球 AI 智能眼镜销量及预测情况.....	14
图 18：全球 AI 智能眼镜季度销量情况.....	14
图 19：手机屏幕结构拆分.....	15
图 20：2D/2.5D/3D 玻璃示意图.....	15
图 21：2D/2.5D/3D 制造工艺主要差别.....	15

图 22: 公司金属类产品 .....	16
图 23: UTG 玻璃示意图 .....	17
图 24: Rokid glasses 眼镜外观图 .....	19
图 25: 2020-2029 年全球智能汽车销量及预测情况 (万辆) .....	19
图 26: 全球智能汽车交互系统综合解决方案行业市场规模 (亿美元) .....	19
图 27: 新能源汽车当月销量 .....	20
图 28: 新能源汽车全年累计销量 .....	20
图 29: 整体零售市场新能源月度渗透率走势 .....	20
图 30: 新能源车型标配中控屏各尺寸占比 .....	21
图 31: 新能源车型标配 2K 分辨率及以上中控屏搭载情况 .....	21
图 32: 中国乘用车标配副驾屏搭载量及渗透率情况 .....	22
图 33: 新能源车型标配后排屏搭载情况 (含投影) .....	22
图 34: 中控屏各技术类型占比 (标配) .....	22
图 35: OLED、Mini LED 分价格占比 (标配) .....	22
图 36: 公司用于智能汽车及座舱的主要产品图片 .....	22
图 37: 蓝思科技智能汽车解决方案 .....	23
图 38: 全球智能机器人市场规模及预测情况 (十亿美元) .....	24
图 39: 全球人形机器人市场规模及预测情况 (十亿美元) .....	24
图 40: Optimus 在实验室环境中实现稳定慢跑 .....	25
图 41: 智元灵犀 X2 旗舰版产品参数 .....	25
图 42: 蓝思科技交付灵犀 X1 人形机器人相关产品 .....	26
图 43: 越疆正式发布全球首款家庭智能体机器人 Rover X1 .....	27
图 44: 支付宝“碰一下”智能终端 .....	28
表 1: 公司消费电子及智能汽车领域主要产品情况 .....	7
表 2: 公司新兴领域产品情况 .....	7
表 3: 2022 年至 2024 年公司前五大客户销售金额及营收占比情况 (亿元) .....	10
表 4: 全球消费电子出货量分析 (百万台) .....	12
表 5: 2024 年全球消费电子精密结构件及模组综合解决方案行业排名情况 .....	14
表 6: 2D 玻璃与 3D 玻璃区别 .....	16
表 7: 折叠盖板材料 CPI 与 UTG 的比较 .....	18
表 8: 全球智能汽车核心交互系统渗透率分析 .....	21
表 9: 公司业务拆分 .....	30
表 10: 可比公司估值比较 (可比公司数据取自 iFinD 一致预期, 数据取自 2026.1.30 收盘后) .....	30

## 1 智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商

蓝思科技于 1993 年在深圳成立，2006 年总部落户湖南长沙，2015 年在深交所创业板上市。公司通过“新材料、新技术、新装备、新领域”战略，持续拓展新领域，业务覆盖消费电子、智能汽车领域及人形机器人、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。

### 1.1 公司概况：业务基石稳固，客户资源优质

**垂直整合优势显著，战略客户资源优质。**作为行业先行者，公司率先将玻璃、蓝宝石、陶瓷等材料引入消费电子行业，凭借对玻璃、金属、陶瓷、塑胶、皮革、硅胶、玻纤、碳纤等多种材料的深厚技术积累，并且依托强大的平台化能力，公司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。在消费电子与智能汽车领域，公司一直是众多全球知名客户的长期战略合作伙伴，如苹果、三星、华为、小米、OPPO、vivo、荣耀、谷歌、Meta、特斯拉、宝马、奔驰、大众、理想、蔚来、比亚迪等。公司的关键发展历程如下：

2003 年，深圳蓝思成立。

2004 年，与全球领先的消费电子品牌合作，为全球首款销量破亿的手机提供手机玻璃屏及摄像头保护玻璃产品。

2006 年，在湖南省成立蓝思科技，作为主要研发和生产中心。

2007 年，为全球首款全屏触控智能手机提供防护玻璃。

2010 年，启动自动化生产改造升级，并开始独立开发和加工蓝宝石材料，以实现大规模生产，同时探索其在消费电子产品中的应用。

2011 年，与客户合作开发 3D 曲面玻璃，取得 3D 曲面玻璃的关键技术，并实现量产。

2012 年，成立蓝思华联，推动精密陶瓷的生产与应用。

2015 年，成功登陆 A 股资本市场，在深圳证券交易所上市（股票代码 300433.SZ）。

2016 年，开始从事智能机器人和工业机器人的研发制造及系统开发，加快自动化设备的自主研发和落地。

2017 年，成立蓝思越南，开启全球化产业布局。

2018 年，开创性地将功能模组、3D 玻璃及智能 B 柱应用于全球首款高端智能电动汽车，并开始与全球知名汽车客户探索智能座舱领域的合作。

2019 年，成立蓝思系统集成，助力推动工业制造体系的智慧转型。

2020 年，完成对外投资收购，经整合成立蓝思精密（泰州），精密金属结构件业务规模大幅提升。

2021年，蓝思湘潭投资建设智能终端智造一期项目，进军整机组装业务，利用在玻璃、金属和模组等关键领域的优势，推动垂直整合，获发改委、科技部等相关部委联合认定为“国家企业技术中心”。

2023年，上榜工信部“绿色制造名单”，成立蓝思创新研究院，重点针对行业领域未来技术、关键问题和市场需求开展技术研发和产品创新。

2024年，拓展智慧零售终端设备业务，以全产业链垂直整合优势推动智慧零售终端产品快速落地。

2025年，深度参与人形机器人关键部件和模组的研发与生产，成功批量交付人形机器人相关产品；布局AI眼镜赛道，实现从镜架、镜片、功能模组到整机组装的全链条覆盖；在香港联交所主板挂牌交易（股票代码6613.HK）。

## 1.2 业务结构：深耕多元场景，广布业务矩阵

**业务布局多元化，新兴市场多点开花。**公司凭借全面的平台化能力与全产业链垂直整合优势，主营业务覆盖中高端智能手机、智能穿戴设备、平板电脑、笔记本电脑、一体式电脑、新能源汽车、人形机器人、AI眼镜/XR头显、智能家居家电、光伏产品等多个领域；产品涵盖玻璃、金属、陶瓷、塑胶、皮革、硅胶、玻纤、碳纤、化纤等材质的防护面板、触控模组、生物识别等外观结构及功能组件，以及配套辅料、工装夹具模具、生产设备、检测设备、自动化设备，和蓝思自主研发的运营系统。

图 1：公司业务布局情况



资料来源：公司港股招股说明书

表 1: 公司消费电子及智能汽车领域主要产品情况

应用领域	公司产品
智能手机	<p>公司产品涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属、塑胶等材质的防护面板、触控模组、生物识别等外观结构及功能组件。</p> 
智能穿戴	<p>公司在智能手表、AR/VR 等 AIoT 品类拥有玻璃、蓝宝石、陶瓷（背盖组件、表壳、表冠）、金属（表壳、表冠）、触控、贴合、镀膜（玻璃、蓝宝石）等在内的一站式供应及组装能力，为客户提供一站式的智能穿戴产品解决方案。</p> 
消费电子	<p>公司提供基于不同金属材质的 A、C、D 壳解决方案，同时拥有成熟高端玻璃、陶瓷、蓝宝石替代解决方案。公司笔记本电脑业务可以满足客户的多元化需求：从笔记本触控面板解决方案，到 GF2、OGS、GFF 等结构，固态光学胶、液态光学胶与 LCM、OLED 贴合，再到笔记本上触控板、触摸条和主动笔等触控定制需求均可满足。</p> 
平板电脑	<p>凭借强大的技术研发实力、精密加工能力及量大稳定的产品供应能力和良好的行业口碑，公司已经与国内外头部品牌深度合作，通过集成防护玻璃、指纹模组、蓝宝石镜片、触控模组、金属结构件等零组件，为客户提供一站式解决方案。</p> 
智能汽车	<p>公司已经围绕智能驾驶舱研发及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、后视镜及导航仪等诸多种类的汽车电子产品，与头部客户在多款全球畅销车型的汽车电子整部件开展技术创新、工艺研究和批量生产合作。</p> 

资料来源：公司官网，财信证券

表 2: 公司新兴领域产品情况

新兴领域	公司产品
人形机器人	<p>公司在人形机器人领域提供一站式垂直整合服务，涵盖设计到量产全流程。已与国内外头部人形机器人企业建立合作，组建专门团队研发生产关节、灵巧手、躯干、头部壳体及表情面罩等模组及整机组装。在核心技术突破上，蓝思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，并创新研发曲面玻璃显示技术、纳米微晶玻璃技术，为人形机器人打造兼具轻量化、高强度与未来感的外观解决方案。</p>
AI 眼镜/XR 头显	<p>蓝思科技依托全球领先的产线布局与自动化设备，覆盖 AI 眼镜/XR 头显的镜架、镜片、功能模组等核心环节，实现从光学模组研发到整机组装的垂直整合。自主研发的纳米微晶玻璃技术提升了镜片的抗摔性、透光率，实现轻量化设计。</p>

智慧零售	公司凭借强大的整机设计、精密制造、精湛工艺和自动化整机组装能力，在智慧零售领域展现出卓越的制造实力。如支付宝碰一下支付终端和电子价签等核心产品上，公司充分发挥技术优势，为客户提供高效、可靠的智慧零售解决方案。
智能家居家电	智能家居行业零部件配套生产商，具备快速、大批量、持续的供货能力，涵盖智能音响、视频监控、智能门锁、白色家电等智能家居家电的视窗防护及结构件产品。
光伏新能源	致力于新材料、新技术、新产品的探索和新应用的实践，主要布局光伏玻璃、光伏组件、光伏电站等领域的研发、生产和应用。集团自有园区已建成运营多个屋顶光伏电站。公司研发的1.1mm超轻薄玻璃领先业界，较市面厚度2.0mm减重45%，已获得权威认证和量产，适用于水面光伏、屋顶光伏和柔性支架光伏等需要轻量化的应用场景。

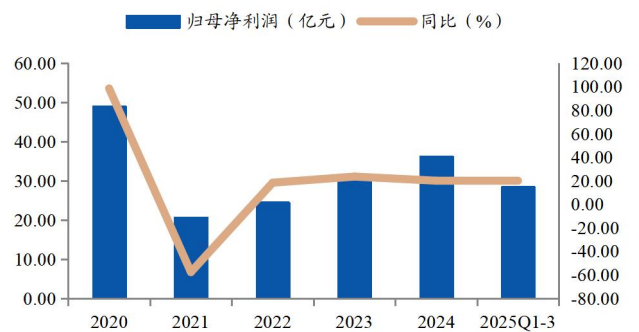
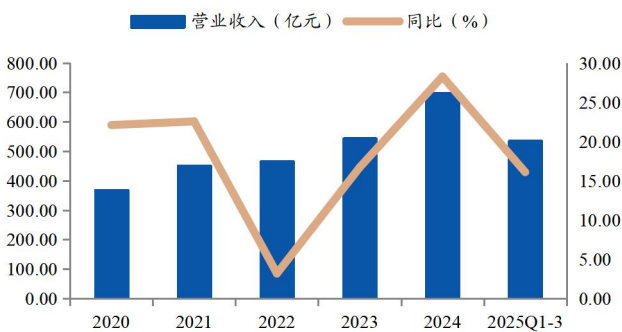
资料来源：公司官网，财信证券

### 1.3 财务情况：营收利润双增，新兴业务可期

**营收利润稳健增长，盈利能力持续提升。**2022年至2024年，公司营业收入从466.99亿元增至698.97亿元，年均复合增长率达22.34%；归母净利润从24.48亿元增长至36.24亿元，年均复合增长率为21.67%。2025年前三季度，公司延续良好增长势头，实现营业收入536.63亿元，同比增长16.08%；实现归母净利润28.43亿元，同比增长19.91%。

图 2：2020 年至 2025Q1-3 公司营业收入及同比增速

图 3：2020 年至 2025Q1-3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

**各业务条线协同发力，智能手机与电脑类业务持续领跑，新兴业务爆发式突破。**

**智能手机与电脑类业务方面**，板块营业收入从2023年的449.01亿元增长至2024年的577.54亿元，增幅达28.63%；毛利率从2023年的15.65%下滑0.54pp至2024年的15.11%。其中：

- ▶ 整机业务收入由80.32亿元大幅提升80.7%至145.20亿元，主要得益于两方面因素：一是公司整机组装产能与能力持续提升，并与主要客户深化合作，有效响应其产品需求增长，带动整机销量从2023年的1,460万台增至2024年的2,010万台，增幅为38.1%；二是整机平均售价提升30.9%，主要源于客户产品的持续迭代升级，以及买卖模式下整机组装业务收入贡献的增加。

- ▶ 结构件及模组相关收入由368.68亿元增长17.3%至432.34亿元，增长动力主要源于消费电子产品性能升级以及AI等技术融合带动的需求提升，结构件及模组销量从8.95亿台增至11.57亿台，增幅为29.4%。但受产品结构变化影响，平均售价由41.2元降

至 37.4 元，部分抵消了销量增长对收入的贡献。

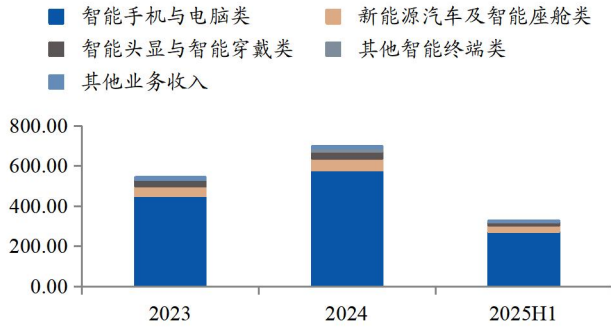
2025 年上半年，公司智能手机与电脑类业务实现营收 271.85 亿元，同比增长 13.18%，占总营收的 82.48%，毛利率为 13.18%，同比-0.57pp。公司已完成多款年度旗舰手机的研发和量产准备，配合头部客户量产了多款新品高端机型金属中框，市场份额与盈利较上年快速增长；个人计算机业务受益于市场需求回暖，上半年产销与盈利同步提升。

**智能汽车及座舱类业务方面**，2024 年该板块实现收入 59.35 亿元，较 2023 年增长 18.73%；毛利率则从 2023 年的 15.47% 下降 5.29 个百分点至 2024 年的 10.17%。该板块营收增长主要源于两方面因素：一方面，随着智能汽车在技术与性能方面的持续迭代，市场对智能座舱相关产品的需求稳步提升，带动结构件及模组销量由 2023 年的 1,190 万件增至 2024 年的 1,310 万件，增幅为 9.6%；另一方面，由于中控屏幕、智能 B 柱等高价值量产品订单量的增加，公司智能汽车及座舱类结构件与模组的平均售价由 2023 年的 418.5 元提升至 2024 年的 453.5 元，涨幅达 8.4%。2025 年上半年，该板块业务实现营收 31.65 亿元，同比增长 16.50%，占总营收的 9.60%，毛利率为 9.84%，同比+0.14pp。公司持续深化智能座舱产品矩阵的技术纵深与市场渗透，中控模组、智能 B/C 柱、充电桩、座舱装饰件及无线充电模组等核心产品协同放量，通讯模组与域控制器已实现批量交付。超薄夹胶车窗玻璃成功导入国内头部车企新车型，并深化与全球科技品牌及欧美传统车企合作，即将进入批量生产阶段，公司已根据客户需求启动车窗玻璃产能建设，有望凭借技术壁垒与协同优势成为持续增长点。

**智能头显与穿戴类业务方面**，2024 年该板块实现收入 34.88 亿元，较 2023 年的 31.04 亿元增长 12.39%；毛利率从 2023 年的 15.27% 增长 4.49pp 至 2024 年的 19.76%。该板块营收增长主要得益于智能手表等产品市场需求攀升，带动结构件及模组销量从 2023 年的 6720 万件增长 64.6%，至 2024 年的 11060 万件。受客户低价结构件模组订单量增加影响，平均售价从 2023 年的 46.2 元下降 31.6%，至 2024 年的 31.6 元，部分抵消了销量增长对收入的贡献。2025 年上半年，公司该板块业务实现营收 16.47 亿元，同比增长 14.71%，占总营收的 5.00%，毛利率为 23.27%，同比+9.67pp。公司在光波导镜片良率优化与高精度自动化组装等核心工艺领域实现突破，并成功实现对国内头部客户 AI 眼镜整机的规模化量产交付，未来将与更多全球穿戴头部企业合作，充分受益于行业的快速发展。

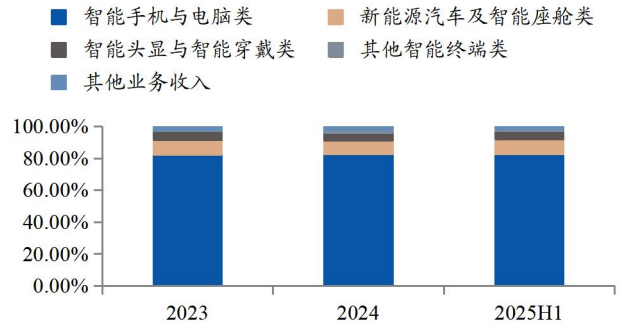
**其他智能终端类业务方面**，该板块收入从 2023 年的 1.65 亿元大幅增长 754.23%，至 2024 年的 14.08 亿元；毛利率从 2023 年的 13.24% 增长 6.58pp 至 2024 年的 19.81%。主要推动因素包括：一是公司前期在智慧零售设备领域的技术布局成效显著，带动其他智能终端类的结构件及模组销量从 2023 年的 420 万件增长 228.5%，至 2024 年的 1380 万件；二是智慧零售产品单价较高，推动其他智能终端类的结构件及模组平均售价从 2023 年的 39.4 元增长 159.9%，至 2024 年的 102.4 元。2025 年上半年，公司该板块业务实现营收 3.64 亿元，同比增长 132.40%，占总营收的 1.10%，毛利率为 8.15%，同比-12.50pp。公司与国内外头部具身智能企业的合作取得实质性进展，实现关节模组、灵巧手、外骨骼设备等核心部件及整机组装的批量交付，规模效应逐步显现；智慧零售产品线营收同比显著提升，与智能家居等业务协同形成多元增长引擎。

图 4: 2022 年至 2024 年公司分业务板块营收情况(亿元)



资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

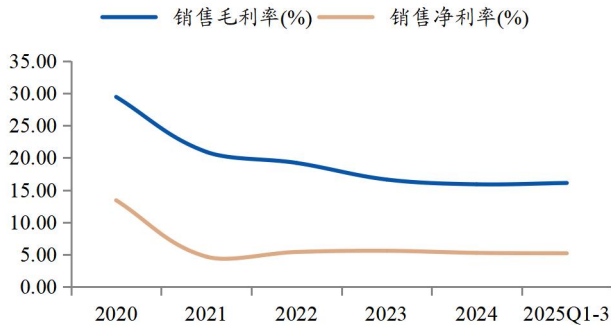
图 5: 2022 年至 2024 年公司分业务板块营收占比情况



资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

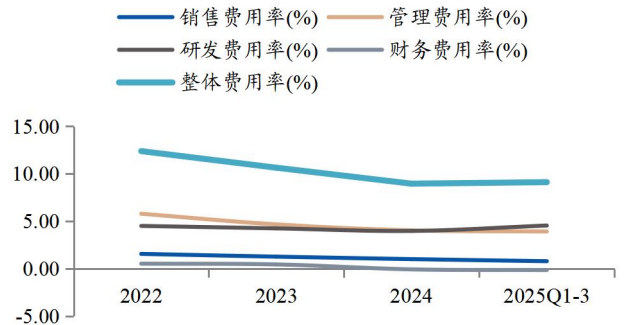
**整体毛利率承压, 费用管控初见成效。**公司毛利率由 2023 年的 16.63% 下滑至 2024 年的 15.89%, 核心压力来自低毛利的整机组装业务收入占比扩大以及智能汽车及智能座舱类相关毛利率下滑; 净利率由 2023 年的 5.58% 下滑至 2024 年的 5.26%。2025 年前三季度, 公司毛利率为 16.10%, 同比-0.90pp; 净利率为 5.20%, 与去年同期基本持平。在费用率方面, 2024 年, 公司整体费用率为 8.96%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.01%/4.04%/3.98%/-0.07%, 较 2022 年分别同比-0.55pp/-1.75pp/-0.53pp/-0.60pp。2025 年前三季度, 公司整体费用率为 9.12%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.79%/3.92%/4.55%/-0.14%, 较全年同期分别-0.27pp/-0.44pp/+0.31pp/-0.63pp, 公司费用管控初见成效。

图 6: 2020 年至 2025Q1-3 公司毛利率和净利率情况



资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

图 7: 2022 年至 2025Q1-3 公司费用率情况



资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

**核心客户群贡献稳定, 客户结构持续优化。**2022 至 2024 年, 公司前五大客户销售总额占营业收入的比重分别为 83.25%、83.10%、81.13%, 核心客户群贡献保持稳定。公司对最大客户的依赖度显著下降, 最大客户销售额占营业收入的比重从 2022 年的 70.96% 逐步降至 2024 年的 49.45%, 降幅达 21.50 个百分点。

表 3: 2022 年至 2024 年公司前五大客户销售金额及营收占比情况(亿元)

数据类型	2022 年报		2023 年报		2024 年报	
	销售金额	占营业收入比	销售金额	占营业收入比	销售金额	占营业收入比
第一名	331.36	70.96%	315.12	57.83%	345.66	49.45%
第二名	15.63	3.35%	84.73	15.55%	163.28	23.36%
第三名	15.14	3.24%	19.77	3.63%	22.01	3.15%

第四名	13.64	2.92%	19.51	3.58%	20.95	3.00%
第五名	13.02	2.79%	13.69	2.51%	15.17	2.17%
合计	388.78	83.25%	452.82	83.10%	567.07	81.13%

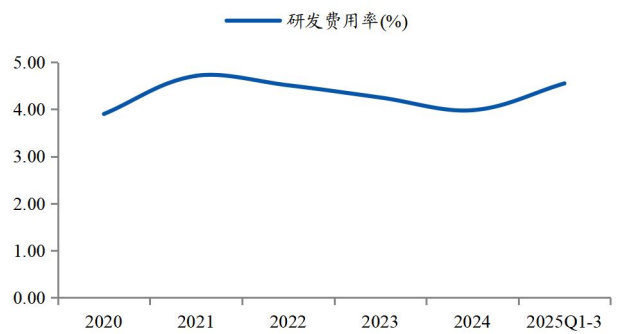
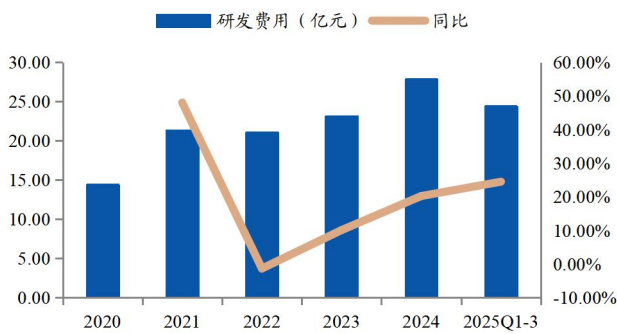
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

### 1.4 发展动能：创新研发筑基，全球网络赋能

以科技创新为核心，持续加大研发投入。2024 年公司研发费用为 27.85 亿元，同比增长 20.20%，研发费用率为 3.98%。2025 年前三季度，公司研发费用为 24.40 亿元，同比增长 24.46%，研发费用率为 4.55%。公司持续加大研发投入，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。

图 8：2020 年至 2025Q1-3 公司研发费用及同比增速

图 9：2020 年至 2025Q1-3 公司研发费用率情况

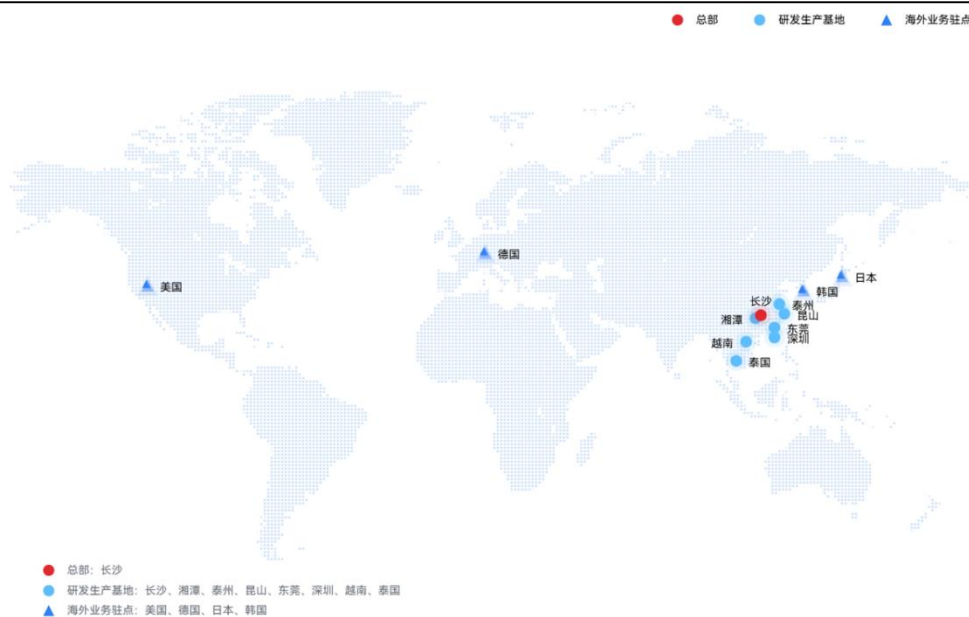


资料来源：同花顺 iFind，财信证券

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

布局全球化研发生产网络，快速响应客户需求。公司在湖南、广东、江苏、越南和泰国等地区和国家拥有 12 大研发生产基地，实现国内外市场的广泛覆盖，通过贴近客户布局的方式，为客户优化供应链及物流成本，满足国内国际市场的多样化需求。

图 10：公司全球化布局情况



资料来源：公司官网

## 2 消费电子：核心支柱地位稳固，多极增长释放潜力

### 2.1 行业趋势：AI 与折叠屏双轮驱动，开启结构性增长周期

消费电子行业正经历由人工智能技术引领的结构性升级浪潮。据公司港股招股说明书显示，在 AI 技术驱动下，全球 AI 市场规模从 2020 年的约 0.2 万亿美元增长至 2024 年的约 0.6 万亿美元，并预计将于 2029 年突破 3.0 万亿美元大关，2024 年至 2029 年期间的年复合增长率（CAGR）达 37.8%。AI 技术浪潮不仅深度赋能智能手机、PC、智能穿戴等核心硬件的功能创新与体验升级，有效缩短换机周期，也催生了如 AI 眼镜/XR 头显等新兴品类，为产业链上游企业开辟了新一轮增长空间。

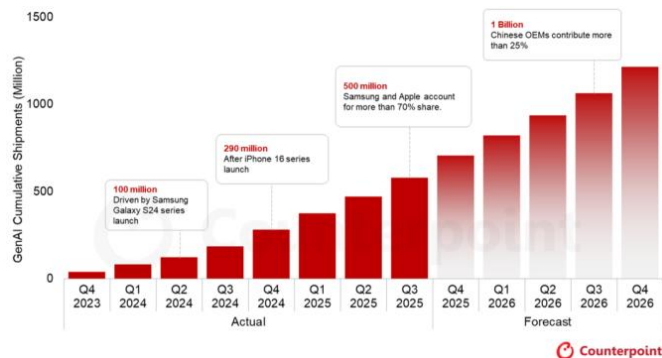
表 4：全球消费电子出货量分析（百万台）

产品类型	2020 年	2024 年	2029 年（估计）	复合年增长率	复合年增长率
				2020 年-2024 年	2024 年-2029 年（估计）
智能手机	1292.2	1238.8	1463.9	-1.0%	3.4%
平板电脑	164.0	140.1	180.0	-3.9%	5.1%
笔记本电脑	303.9	262.7	305.1	-3.6%	3.0%
智能穿戴	110.9	159.7	240.4	9.5%	8.5%
AI 眼镜/XR 头显	6.8	9.6	106.3	8.9%	61.9%
合计	1877.8	1810.8	2295.7	-0.9%	4.9%

资料来源：蓝思科技港股招股说明书，财信证券

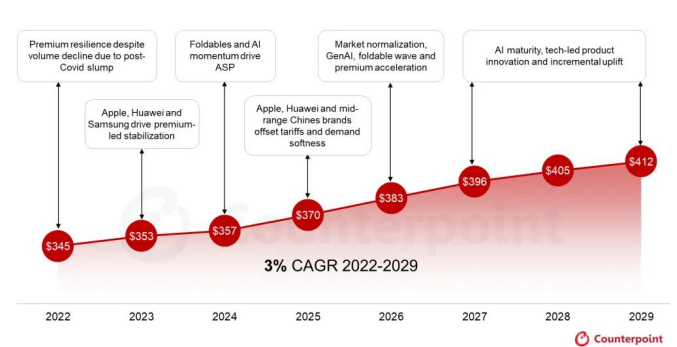
生成式 AI 手机迅速崛起，全球智能手机均价稳步上行。Counterpoint Research 指出，自 2023 年底首次亮相以来，生成式 AI 手机全球累计出货量已突破 5 亿部，初期增长主要由 600 美元以上的高端机型驱动，当前市场增长动能正从中高端向更广泛价格带渗透。Counterpoint Research 预测，生成式 AI 手机累计出货量将于 2026 年第三季度突破 10 亿部大关，这意味着实现第二个 5 亿部的时间预计将缩短一半。在此趋势下，叠加 5G 普及、影像与性能需求提升、折叠屏创新等因素，全球智能手机平均售价（ASP）有望实现稳步攀升，预计将从 2024 年的 357 美元提升至 2025 年的 370 美元，并在 2029 年达到 412 美元，CAGR 约为 3%。

图 11：生成式 AI 手机累计出货量及预测



资料来源：Counterpoint Research

图 12：2022-2029 年全球智能手机市场 ASP 及预测



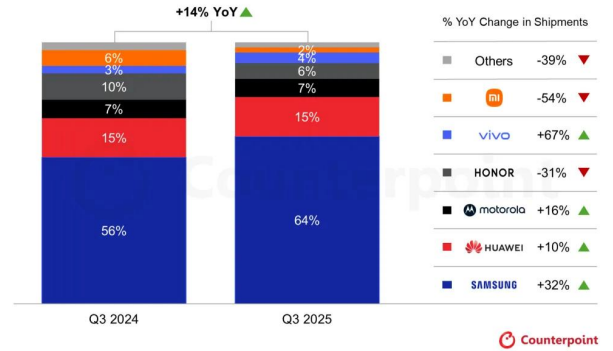
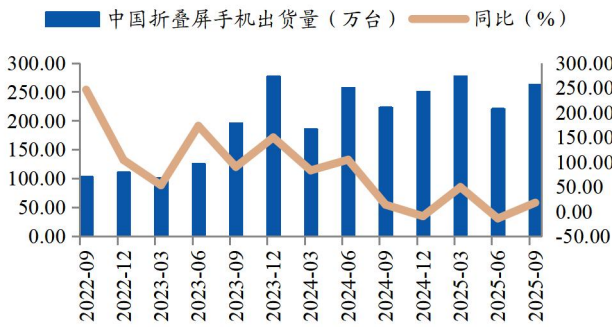
资料来源：Counterpoint Research

折叠屏手机市场回暖，有望成为行业增长新引擎。据 IDC 数据显示，2025 年前三季度，中国折叠屏手机出货量达 761.60 万台，同比增长 14.34%；其中第三季度出货 263.20

万台，同比增长 17.80%，中国折叠屏手机市场显著回暖。Counterpoint Research 报告显示，2025Q3 全球折叠屏智能手机出货量同比增长 14%，创下该品类出货量的季度历史新高。随着折叠屏智能手机在高端市场进一步普及，其在全球智能手机出货量中的占比已达 2.5%。Counterpoint Research 预测，2025 年折叠屏市场将以约 16% 的同比增速收官；伴随硬件迭代、软件生态完善及苹果公司入局，折叠屏市场有望在 2026 年迎来大幅增长，成为中高端市场竞争的重要差异化赛道。

图 13: 中国折叠屏手机出货量及同比增速

图 14: 全球折叠屏智能手机出货量占比情况



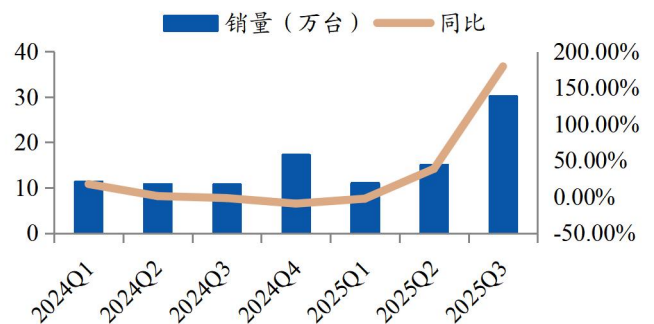
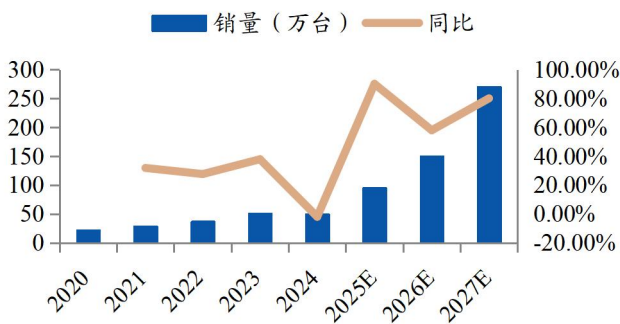
资料来源: IDC, 同花顺 iFind, 财信证券

资料来源: Counterpoint Research

**AR 与 AI 智能眼镜双轮高增，市场潜力快速释放。**根据 WellSenn XR 的数据显示，2025 年前三季度，全球 AR 眼镜销量达 56.4 万台，同比增长 70.39%；其中第三季度单季销量 30.2 万台，同比增幅高达 179.63%。据此，WellSenn XR 将 2025 年全球 AR 眼镜销量预期上调至 95 万台。AI 智能眼镜市场同样迎来爆发式增长，2025 年前三季度销量达 312 万台，同比增长 285.19%，其中第三季度销量 165 万台——这主要得益于 Ray-Ban Meta 单季销量 112 万台的强劲表现。WellSenn XR 将全年 AI 智能眼镜销量预期上调至 700 万台。在产品端，集成显示功能与深度融合生态已成为行业明确的发展方向。以 Meta、阿里、谷歌为代表的多家厂商已推出融合生态的 AI 眼镜产品，推动用户体验从“单向指令”向“双向交互”升级，进一步加速市场潜力释放。

图 15: 全球 AR 眼镜销量及预测情况

图 16: 全球 AR 眼镜季度销量情况



资料来源: WellSenn XR, 财信证券

资料来源: WellSenn XR, 财信证券

图 17: 全球 AI 智能眼镜销量及预测情况

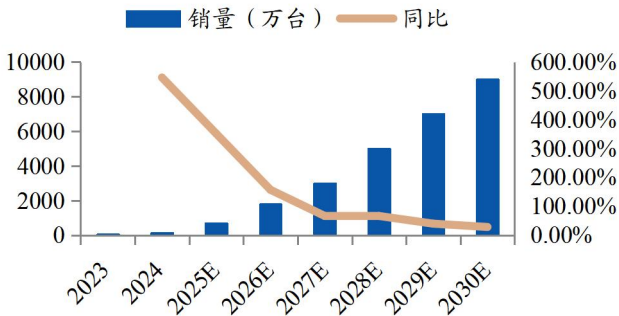
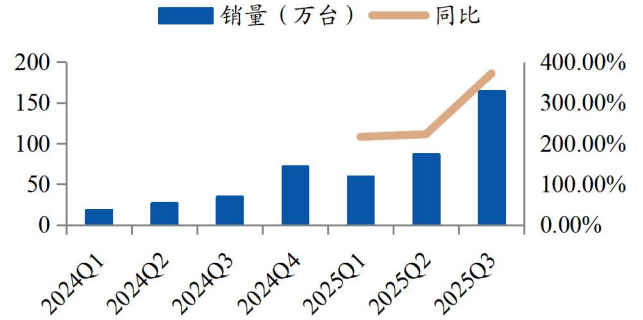


图 18: 全球 AI 智能眼镜季度销量情况



资料来源: Wellsenn XR, 财信证券

资料来源: Wellsenn XR, 财信证券

**终端产品升级催生上游精密组件产业“量价齐升”发展机遇。**在智能手机领域，折叠屏形态持续演进——从单屏向双屏乃至三屏发展，不仅提升了单机配套价值量，还因超薄柔性玻璃（UTG）等新材料的导入，使单屏价值显著高于传统玻璃屏幕，进一步推高了产业链附加值。此外，AI 技术革命也加速了换机周期，推动高端机型占比提升，并带动单机结构件与模组附加值的的增长。此轮技术升级浪潮也延伸至笔电与 AI 眼镜领域。为提升防护性、质感与科技感，笔记本电脑屏幕保护盖板的玻璃化趋势日益明确，键盘、触控板等部件的玻璃化应用有望开启新的增长曲线。在 AI 眼镜方面，语音交互、视觉辅助等复杂功能升级，对高精度、高可靠性结构件的需求愈发迫切，推动单机价值量与市场规 模同步提升。综合来看，多终端领域的协同升级正在重构精密组件产业的增长逻辑，量价共振的结构性机遇已然显现。

## 2.2 业务进展：垂直整合筑牢护城河，多品类协同抢占市场

**公司占据全球消费电子精密结构件及模组综合解决方案市场龙头地位。**据公司港股招股说明书显示，2024 年全球精密结构件及模组综合解决方案市场规模约 663 亿美元，市场集中度较高，前五名参与者合计市占率约为 40.0%。其中，公司（本集团）2024 年营收达 86 亿美元，以 13.0% 的市占率位居行业第一。公司业务覆盖智能手机、电脑、智能穿戴等产品的核心结构件与功能模组，包括防护玻璃、金属中框、触控显示模组、生物识别、无线充电等，并提供整机组装服务，是全球消费电子供应链中少有同时具备玻璃和金属先进制程能力的解决方案提供商。

表 5: 2024 年全球消费电子精密结构件及模组综合解决方案行业排名情况

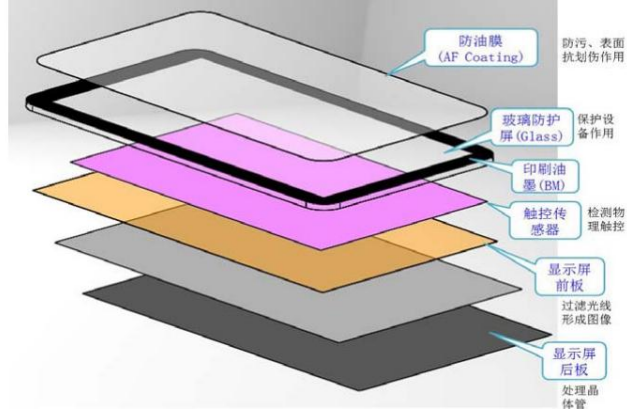
排名	公司	营业收入 (亿美元)	市占率
1	本集团	86	13.00%
2	公司 A	80	12.10%
3	公司 B	38	5.70%
4	公司 C	37	5.60%
5	公司 D	24	3.60%

资料来源: 蓝思科技港股招股说明书, 财信证券

**盖板玻璃：创新工艺引领行业标准，深度绑定全球核心客户。**2000 年，公司首次将玻璃材料应用于手机领域，就此改变了行业格局。公司加工的盖板玻璃兼具轻薄、高透、

抗划伤、抗指纹等特性，经双面 AR 工艺处理的前盖透光率最高可达 98%；通过化学强化技术生产的产品，表面硬度突破 680HV，4PB 及 ROR 测试性能显著提升。凭借多年自主研发与技术沉淀，公司掌握多项行业领先生产工艺，玻璃的 CNC、丝印、镀膜等多项技术创新已成为行业通用技术，编制的多项技术规范成为行业通用标准。公司防护玻璃产品尺寸覆盖 3mm 至 2500mm，精度可达纳米级别。目前，公司正联合合作伙伴配合客户开发下一代盖板玻璃，新玻璃原片将采用创新配方，优化盖板结构与整机性能，带来更优质的用户体验，进一步提升公司产品价值与市场竞争力。

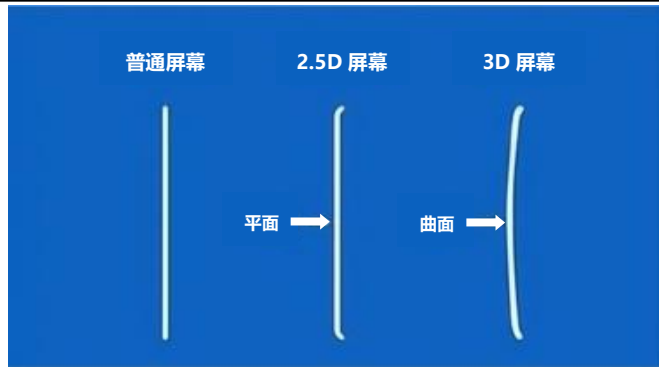
图 19: 手机屏幕结构拆分



资料来源：公司公告

**3D 玻璃：超薄机身与强大影像的融合载体，量价齐升打开增长空间。**智能手机盖板玻璃从 2D 平面向 2.5D 曲面、3D 曲面升级已成行业趋势。公司早在 2011 年便在业内率先开发并应用 3D 曲面玻璃，掌握热弯、冷磨、冷雕、曲面抛光、油墨印刷、贴合等核心技术及量产经验，可快速响应大客户需求。公司全新设计的 3D 玻璃后盖采用四边平整、中部摄像头模组区域向外凸出的创新造型，后盖摄像头模组区域通过冷磨、热弯等精密后道加工实现了“内凹外凸”结构，优化了机身内部布局，为摄像头模组腾出更大空间，使“超薄机身”与“强大影像”的共存成为可能，有望成为高端旗舰机型的主流方案。预计在头部品牌的带动下，3D 玻璃需求将于 2025 年起快速放量，未来数年需求将保持高速增长，市场空间持续扩大。价值量方面，由于复杂 3D 结构加工难度较高，单片价值量显著提升。作为业内少数可满足大规模产能需求的企业，公司有望受益于本轮新型 3D 玻璃技术创新带来的增量。

图 20: 2D/2.5D/3D 玻璃示意图



资料来源：智研咨询

图 21: 2D/2.5D/3D 制造工艺主要差别



资料来源：智研咨询

表 6: 2D 玻璃与 3D 玻璃区别

性能	2D 玻璃	3D 玻璃
硬度	一般, 易碎	较高, 不易碎
弹性	一般	较高
散热性	一般	较好
与 OLED 配合	可以与 OLED 配合使用, 效果一般	可与柔性 OLED 完美配合
舒适度	不贴合手掌, 手感一般	贴合手掌, 为打字等功能带来良好手感
与视网膜配合	平面, 不符合人类视网膜的弧度	符合人类视网膜的弧度, 改善视觉体验

资料来源: 智研咨询, 财信证券

**金属结构件: 战略并购强化金属加工能力, 客户产品改款驱动业绩增长。**公司通过对外投资收购并整合原有业务, 成立蓝思精密(泰州), 大幅提升金属零部件加工及组装能力, 成为全球消费电子供应链中少数同时具备玻璃与金属先进制程能力的解决方案提供商。蓝思精密(泰州)一期改扩建项目已于 2021-2022 年完成。2023 年, 公司在第一期项目基础上追加投资二期扩产项目, 项目全部建成达产后, 预计新增年产能包括消费类电子产品合金机壳 3300 万件、电子产品铝合金机壳背盖组装件 3200 万件、电子产品模具及检治具 65400 套、电子产品刀具 728.4 万片、汽车及新能源金属结构件 7500 万件, 预计可实现年销售收入超 80 亿元、利润总额超 4.2 亿元, 产能优化与效益提升成效显著。目前, 公司已具备不锈钢、太空铝、镁铝合金、钛合金等多种新型复合材料的加工能力, 全面配套全自动 3D 抛光、超硬 PVD 镀膜、工业 4.0 阳极处理、金属表面 T 处理等表面处理能力; 产品加工采用国内外先进设备, 加工精度稳定在 0.01mm。未来, 随着客户产品大改款带来的价值量提升与需求增长, 蓝思精密的业绩有望持续增长。

图 22: 公司金属类产品



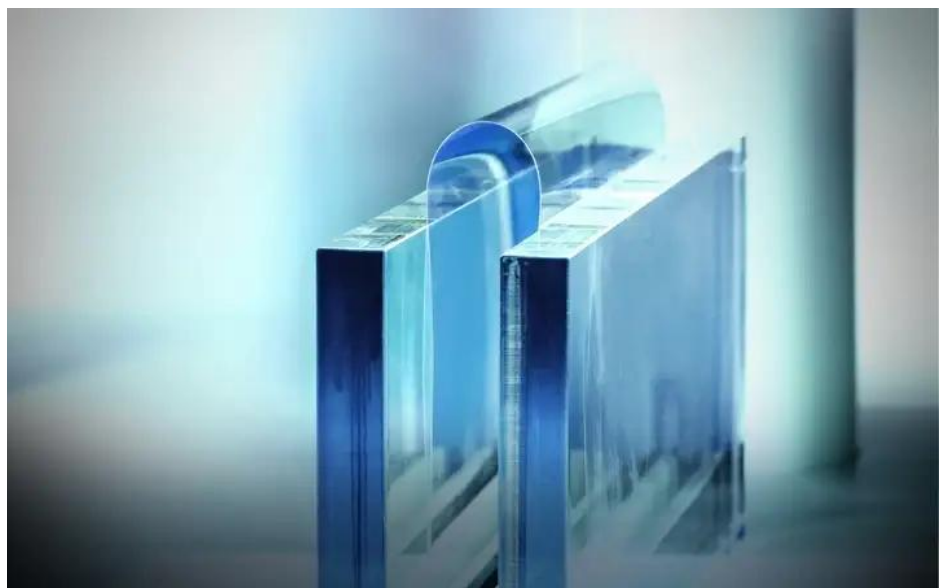
资料来源: 蓝思科技官网

**组装业务: 持续深化产业链垂直整合, 推动业务结构升级与盈利能力优化。**2021 年起, 公司整机组装业务收入占比快速提升, 尽管初期业务扩张拉低了整体毛利率, 但公司通过整机组装业务成功导入了更多自有优势的结构件、外观件等高附加值产品, 有效提升了单机价值量与盈利水平。随着组装业务经营规模扩大, 规模效应逐步显现。2025 年上半年, 组装业务在收入结构中占比继续提高, 而公司整体毛利率保持稳定, 充分验

证了公司以整机组装为抓手、依托高度垂直整合能力，带动自有外观件及结构件业务协同发展的战略取得良好效果。同期，湘潭蓝思营业收入同比增长 32.87%，整机与部件组装业务收入均实现增长，收入增长主要得益于订单增加及 BS 结算方式占比上升；利润同比微降，则主要受新品研发投入增加（如 Rokid AI 眼镜研发费用增加）的短期影响。面向未来，公司将积极拥抱 AI 时代，定位为“AI 时代的智能硬件制造商”，重点布局 AI 服务器、具身智能、AR 眼镜、医疗设备、云台相机、高端宠物用品等新型高端高毛利硬件组装业务，通过全面转型提升组装业务利润与公司整体毛利率水平。同时，公司将持续深化与客户的合作，提升零部件配套能力，导入更多上游自有零部件，进一步巩固物料采购成本优势，为长期盈利增长奠定坚实基础。

**折叠屏：持续投入折叠屏核心技术领域，单机价值量提升显著。**目前折叠屏柔性盖板常用的两种材料为透明聚酰亚胺（CPI）与超薄柔性玻璃（UTG）。相较于 CPI 材料，UTG 具有更优的透光性，且硬度更高、耐刮性更强、不易产生折痕、触感更佳，能够为消费者带来更好的使用体验。近年来，随着技术工艺的持续进步、产品良率的提升以及生产成本的下降，UTG 已逐步取代 CPI，成为折叠屏手机盖板材料的主流发展方向。在核心供应方面，公司已确定将成为大客户折叠机的三项关键产品供应商，具体包括 UTG（超薄柔性玻璃）盖板、PET 贴膜，以及玻璃支撑板。在结构件领域，公司为折叠机液态金属铰链主轴的核心供应商。除屏幕相关部件外，公司还将提供玻璃前盖与 3D 玻璃后盖。据公司 H 股招股书披露，本次港股约 30% 的募集资金（或 13.77 亿港币）将用于新一代折叠屏功能件及其相关配件的技术储备和产能建设，通过 UTG 等技术的创新及相关金属部件精密结构的设计，推动技术标准的进步，通过增加产能，为客户的中高端折叠机的量产提供有力支持。综合来看，公司在折叠机中的单机价值量提升显著，叠加各大客户折叠机型渗透率快速增长以及市场对 2026 年折叠机销量的积极预期，将为公司业绩带来更大弹性。

图 23：UTG 玻璃示意图



资料来源：肖特官网

**表 7: 折叠盖板材料 CPI 与 UTG 的比较**

特性	CPI (透明聚酰亚胺)	UTG (超薄柔性玻璃)
厚度	<50μm	30-100μm
透光率	可见光 87%~90%	可见光 91.5%~92%
硬度	软	硬
防刮划	易刮伤	耐刮
表面附加膜	不需要	需要
弯折性能	好	较好
平整度	正常	好
是否有折痕	易产生折痕	不易产生折痕
温度	>420℃	耐高温, >600℃
触感/外观	中等	高端
抗冲击	好	不好
抗老化	中等	很好
折叠半径	较小	较大
是否已量产	已量产	已量产
成本	高	更高
代表供应商	住友化学、韩国科隆、SKC 等	德国肖特、美国康宁、日本 NEG、韩国 Dowinsys、 赛德半导体、长信科技、凯盛科技、蓝思科技等

资料来源: 艾邦制造资讯, 财信证券

**AI 眼镜: 以“技术突破+垂直整合”构筑 AI 眼镜领域竞争壁垒, 业绩增长动能强劲。**

公司自主研发的“纳米微晶玻璃技术”显著提升了镜片的透光率和抗摔性, 同时实现轻量化设计。此外, 公司在光波导材料、微纳结构加工等领域的多年积累, 为产品的高画质显示与工业级稳定性提供了核心技术保障。公司作为 Rokid Glasses 的配件和整机组装独家供应商, 为其提供核心精密组件(塑胶、金属结构件)及全流程生产和整机组装; 同时, 双方还通过股权投资、合作基金等协同模式共筑“硬件+内容+服务”生态闭环, 加速生产链本土化进程。在 AR 眼镜方面, 公司与北美头部客户具有长期合作关系, 不仅为其最新热销的眼镜提供了精密结构件、光学部件、声学模组等核心部件, 后续将延伸至软板 SMT、无线充电模组、充电盒组装及整机组装, 预计相关业务将实现可观年增长。公司目标在两年内成为北美头部客户的核心供应商, 并确立在光波导领域的全球主力地位, 技术布局覆盖当前主流的纳米压印、性能更优的刻蚀工艺以及前沿的碳化硅解决方案。为强化这一战略布局, 公司新近成立蓝思光电科技(长沙)有限公司, 旨在向光学产业链纵深迈进, 通过高度垂直整合, 将自研光波导镜片、功能模组及超轻量材料等高附加值元件整合至下一代 AR 眼镜中, 持续巩固技术领先优势, 致力于成为其他品牌的硬件创新者和制造平台。

图 24: Rokid glasses 眼镜外观图



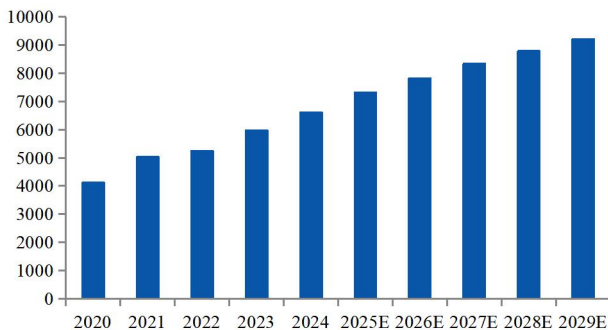
资料来源: Rokid 公司官网

### 3 智能汽车: 开拓汽车电子赛道, 构筑第二增长引擎

#### 3.1 行业趋势: 智电浪潮全面提速, 智能座舱赛道高景气

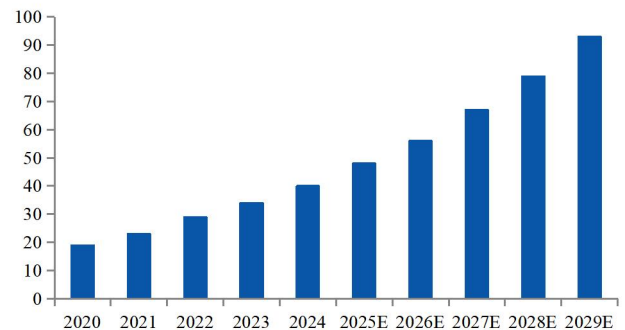
全球智能汽车市场高速增长, 中国仍是核心推动力。据 Counterpoint 报告显示, 2025Q3 全球新能源汽车销量同比大幅增长 32%。纯电动车 (BEV) 继续占据主导地位, 占全球电动汽车销量的三分之二, 其销量较去年同比增长 32%; 插电式混合动力汽车 (PHEV) 也实现温和增长, 同比增长 6%。2025Q3, BEV 普及率创下新高, 占全球乘用车销量的 18%, 高于去年同期的 14%。从地区分布来看, 中国仍是全球增长的核心引擎, 贡献了全球 BEV 销量的 60%, 其后依次为欧洲和美国。据公司港股招股说明书显示, 在政策支持与技术进步的双重驱动下, 全球智能汽车销量预计将从 2025 年的 7320 万辆增长至 2029 年的 9210 万辆, 年复合增长率 (CAGR) 达 5.9%, 市场前景广阔。受智能座舱、自动驾驶和车载智能化需求增长的推动, 智能汽车交互系统综合解决方案市场正迅速扩张, 市场规模预计将从 2020 年的 19 亿美元增长到 2024 年的 40 亿美元, 并有望在 2029 年达到 93 亿美元, 年复合增长率为 18.2%。

图 25: 2020-2029 年全球智能汽车销量及预测情况(万辆)



资料来源: 汽车工业协会, 弗若斯特沙利文, 蓝思科技港股招股说明书, 财信证券

图 26: 全球智能汽车交互系统综合解决方案行业市场规模(亿美元)

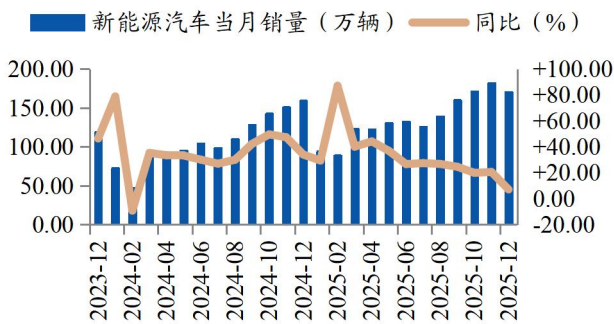


资料来源: 蓝思科技港股招股说明书, 财信证券

国内新能源汽车渗透率持续攀升, 市场竞争趋于理性。2024 年《政府工作报告》中

提出，巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势。2025年《政府工作报告》中提出，大力发展智能网联新能源汽车，国务院连续两年对促进智能网联新能源汽车产业发展提出要求，为行业持续增长注入明确动力。据中国汽车工业协会数据显示，2025年12月，全国新能源汽车销量为171.00万辆，同比+7.14%；1-12月累计销量为1649.00万辆，同比+28.17%。渗透率方面，据乘联分会数据显示，自2025年3月起，新能源汽车在国内乘用车市场零售渗透率已突破50%，并于11月进一步提升至59.3%，较去年同期上升7个百分点。这种快速增长的背后，反映出消费者对新能源汽车的认可度不断提高，选购逻辑也从最初的“补贴驱动”转变为对车辆续航能力、智能座舱以及补能便利性等核心价值因素的重视。随着市场竞争逐步回归理性，车企正告别“价格战”，转而通过技术创新争夺市场份额，推动行业进入高质量发展阶段。

图 27: 新能源汽车当月销量



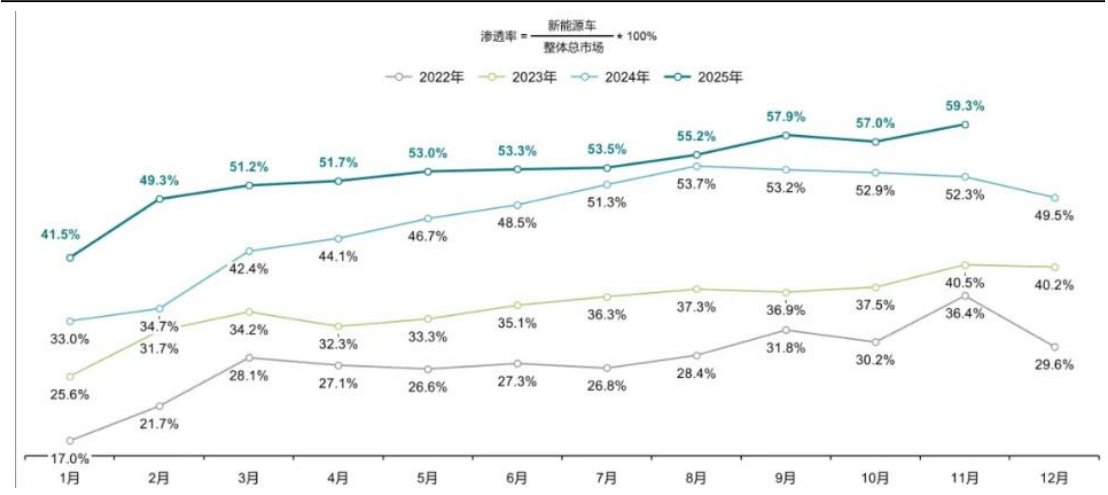
资料来源：中汽协，同花顺 iFinD，财信证券

图 28: 新能源汽车全年累计销量



资料来源：中汽协，同花顺 iFinD，财信证券

图 29: 整体零售市场新能源月度渗透率走势



资料来源：乘联会

智能汽车核心交互系统渗透率持续提升，多功能玻璃成为关键结构件。随着用户对驾乘体验需求的不断升级，多功能智能玻璃在智能汽车中的应用日益广泛。汽车内部显示界面正朝着大屏化、触控化、曲面化和透明化方向发展，车载触控屏、HUD等产品的普及，大幅增强了交互界面的科技感并优化了使用体验。车窗、挡风玻璃及天幕等所采用的多功能玻璃，进一步集成了智能调光、隔热、拒水、防雾、导电、影像显示（如 HUD）等多种智能化功能，显著提升了交互过程的舒适性、安全性与效率。玻璃等结构件的进

步与创新也对硬件供应商提出了更高要求，推动其在新型材料研发与精密加工技术方面持续突破，成为全球智能汽车交互系统解决方案市场发展的重要动力。未来，核心车载交互系统的渗透率有望进一步提升。据公司港股招股说明书显示，预计到2029年，中控屏、仪表盘、抬头显示系统、流媒体后视镜及智能B柱的渗透率将分别达到98.5%、65.0%、50%、25%和29%，印证了智能化交互在汽车产业中的持续深化。

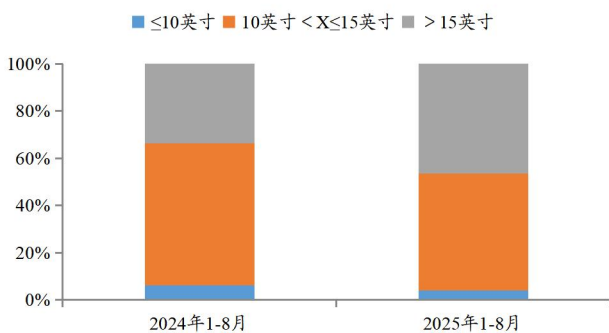
表 8: 全球智能汽车核心交互系统渗透率分析

智能交互系统	2020年	2024年	2029年(估计)
中控屏	70.0%	90.0%	98.5%
智能仪表盘	12.0%	40.0%	65.0%
抬头显示系统	4.5%	11.0%	50.0%
流媒体后视镜	0.7%	4.0%	25.0%
智能B柱	0.8%	15.0%	29.0%

资料来源: 蓝思科技港股招股说明书, 财信证券

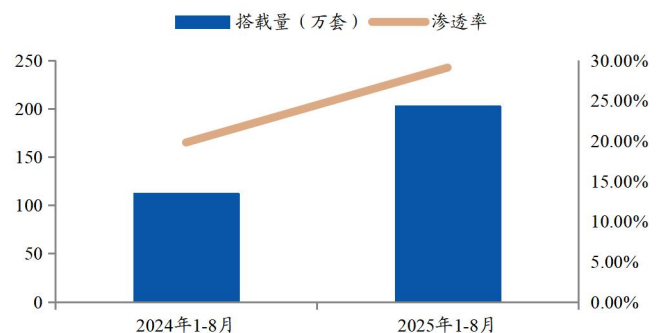
**大屏化、多屏化趋势确立，高清大尺寸中控屏加速普及。**随着智能座舱显示技术不断迭代，车载屏幕正朝多维延伸与场景化融合方向发展。除传统的中控屏与仪表屏外，HUD、副驾娱乐屏、后排智能屏等新产品相继涌现，通过增强环境感知能力与提供个性化信息娱乐服务，重构人车交互体验。据盖世汽车研究院数据，2025年1-8月，中国乘用车中控屏渗透率约95%，基本实现标配水平，其中15英寸以上中控屏占比升至46%，2K及以上分辨率渗透率接近30%，大屏化与高分辨率趋势明显；全液晶仪表盘渗透率增加至77%，副驾屏渗透率也在逐步提升，2025年1-8月渗透率约为7.4%，相较于2024年同期的5.9%有显著增长；后排屏渗透率突破10%，其中10英寸以上大屏以中大型车型为主，占比超70%，正成为中大型车提升乘客体验的新发力点。显示技术方面，目前LCD仍为中控屏主流显示技术，2025年1-8月，LCD中控屏占比约95%，Mini LED占比增加至2.1%，搭载OLED和Mini LED技术的车型加速向30万以内车型渗透，占比达到66%。随着用户对画质要求的提高，座舱屏幕在分辨率、色彩表现与对比度等方面将持续向高清化、高端化演进。

图 30: 新能源车型标配中控屏各尺寸占比



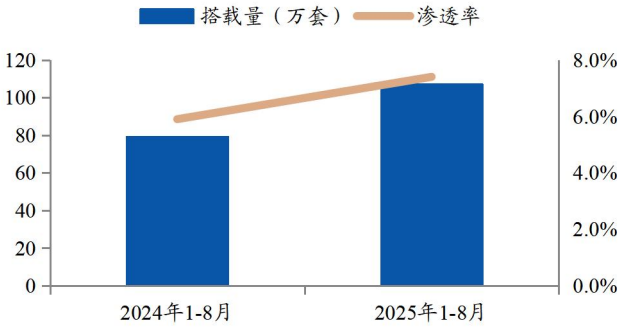
资料来源: 盖世汽车研究院, 财信证券

图 31: 新能源车型标配 2K 分辨率及以上中控屏搭载情况



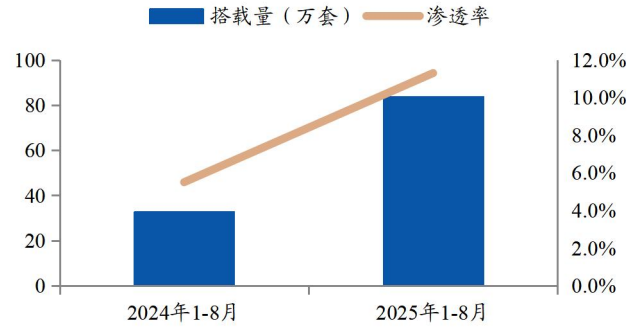
资料来源: 盖世汽车研究院, 财信证券

图 32: 中国乘用车标配副驾屏搭载量及渗透率情况



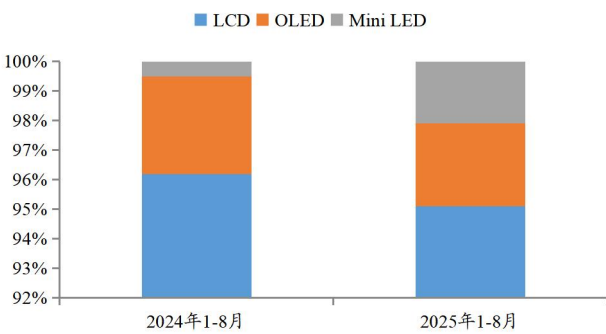
资料来源: 盖世汽车研究院, 财信证券

图 33: 新能源车型标配后排屏搭载情况 (含投影)



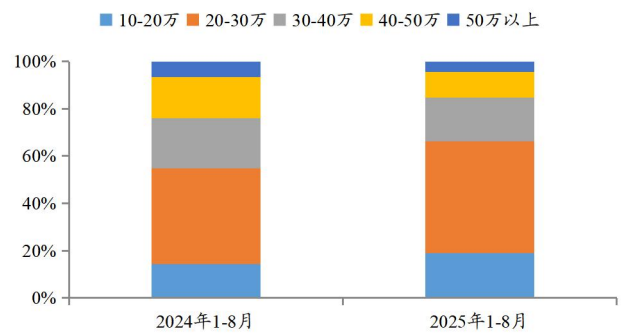
资料来源: 盖世汽车研究院, 财信证券

图 34: 中控屏各技术类型占比 (标配)



资料来源: 盖世汽车研究院, 财信证券

图 35: OLED、Mini LED 分价格占比 (标配)



资料来源: 盖世汽车研究院, 财信证券

### 3.2 业务进展: 持续拓展业务边界, 单车价值量持续攀升

深度布局新能源汽车市场, 与全球龙头企业建立战略合作。依托在智能手机及电脑领域积累的技术沉淀与平台优势, 公司于 2018 年成功将产品矩阵拓展至智能汽车领域, 目前已与多家全球智能汽车龙头企业达成紧密战略合作, 核心产品涵盖车载电子玻璃、中控屏、仪表盘等组件, 智能 B 柱/C 柱, 以及应用于车窗、挡风玻璃和天幕的多功能玻璃。据公司港股招股说明书显示, 依托智能汽车行业的高速发展态势, 2024 年, 全球智能汽车交互系统综合解决方案市场规模达到约 40 亿美元。前五名参与者的合计市占率为 55.7%, 其中公司在 2024 年营收达 8 亿美元, 排名第一, 市占率达 20.9%。

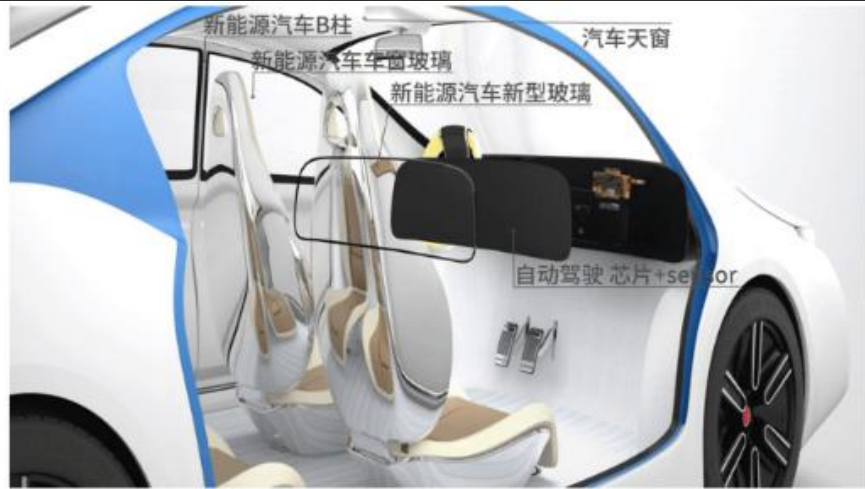
图 36: 公司用于智能汽车及座舱的主要产品图片



资料来源: 蓝思科技港股招股说明书, 财信证券

汽车业务边界不断拓展，单车价值量持续提升。公司汽车业务边界不断拓展，带来单车价值量持续提升，包括双联屏、三联屏、内饰件带来价值量提升；在头部客户汽车无线充电模组、通讯模组和域控制器的业务突破；为北美客户无人汽车供应更为复杂的中控系统和具备导航功能的 B 柱/C 柱等新增业务。

图 37: 蓝思科技智能汽车解决方案



资料来源: 公司官网

超薄夹胶玻璃加速落地，预计将为公司汽车业务带来显著增量。凭借在超薄玻璃后道加工领域长期积累的技术优势，公司已开展多年汽车超薄夹胶玻璃研发，有望率先导入国内头部新能源汽车品牌并实现规模化量产，进一步提升单车价值量；同时，公司与北美大客户已进入产品验证阶段。在多功能汽车玻璃业务方面，公司充分发挥玻璃减薄、化学强化、多层镀膜及高精度加工的技术优势，在功能集成与成本控制上具备较强竞争力。公司研发的汽车玻璃集轻量化、隔音、隔热、隔紫外线、防水、防污、HUD 投射及变色遮光等功能于一体，可广泛应用于汽车车窗、挡风玻璃及天幕玻璃。随着头部汽车品牌率先采用超薄夹胶玻璃，预计将带动行业加速跟进。目前，公司已与多家海内外客户同步推进多功能汽车玻璃的开发与验证工作，并根据未来市场需求进行产能扩建与量产爬坡，高毛利率产品将对车载板块毛利率水平提供有力支撑。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 5 款车型，均搭载蓝思生产的侧窗玻璃与中控玻璃盖板。其中，侧窗玻璃在具备优异隔音、隔热及防紫外线性能的基础上，通过特殊半钢化处理进一步增强了安全性与耐用性，充分彰显了公司在汽车玻璃领域的综合技术实力。

## 4 新兴领域：前瞻布局新兴市场，培育未来增长动能

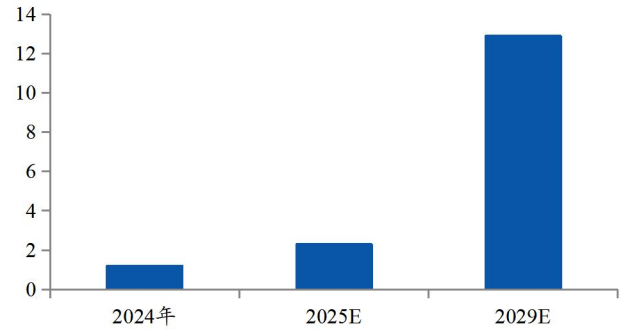
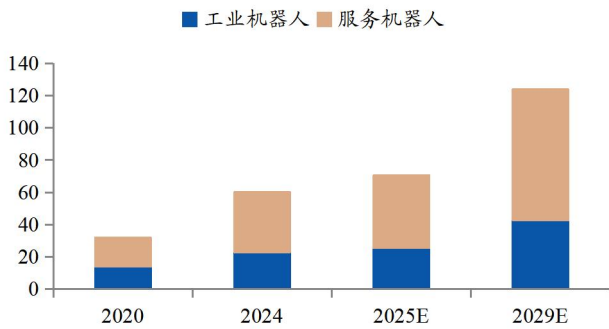
### 4.1 机器人：技术深耕与产业协同，筑牢具身智能硬件根基

智能机器人市场稳步发展，人形机器人赛道潜力突出。智能机器人根据用途主要划分为工业机器人与服务机器人两大类。其中，人形机器人作为服务机器人领域的一种创新形态，近年来受到广泛关注。工业机器人通常指具备自动控制与可编程能力的多用途机械臂，拥有三轴或更多轴的编程能力，主要应用于各类工业场景。而人形机器人则指

外形与尺寸近似人类，并能模仿人类动作、表情、交互及运动行为的机器人。据公司港股招股说明书显示，全球智能机器人市场呈现持续快速增长态势，市场规模从 2020 年的 320 亿美元增至 2024 年的 602 亿美元，期间年复合增长率达 17.1%。预计到 2029 年，整体市场规模将进一步扩大至 1239 亿美元。与此同时，人形机器人作为服务机器人中的重要细分领域，其市场规模增长尤为显著，预计将从 2025 年的 23 亿美元增长至 2029 年的 129 亿美元，年复合增长率高达 54.4%，展现出强劲的发展潜力。

图 38: 全球智能机器人市场规模及预测情况(十亿美元)

图 39: 全球人形机器人市场规模及预测情况(十亿美元)



资料来源: 蓝思科技港股招股说明书, 财信证券

资料来源: 蓝思科技港股招股说明书, 财信证券

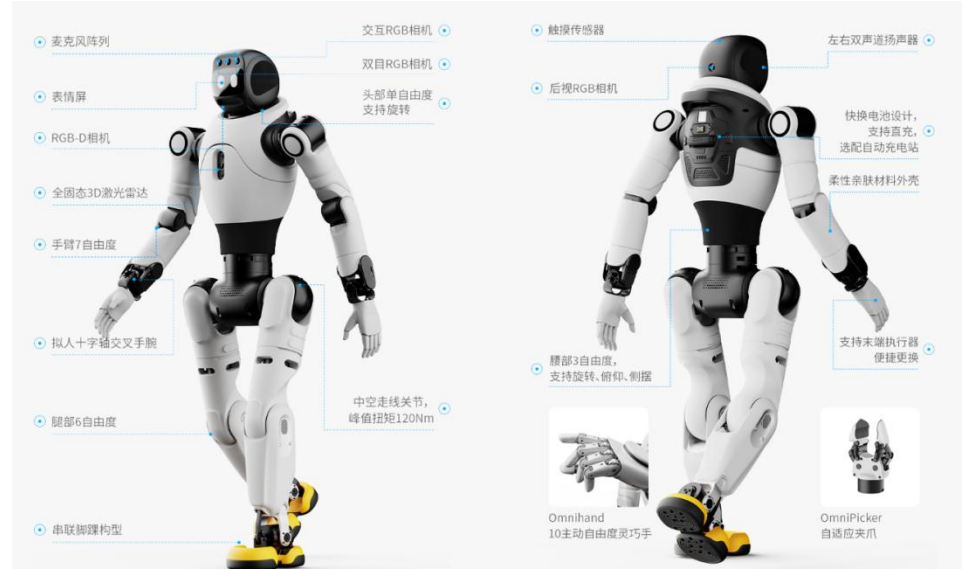
**中美双雄格局深化，中国凭全产业链优势剑指千亿市场。**当前，全球人形机器人产业已形成以中美为核心的竞争格局，共同加速这一未来产业从实验室走向大规模应用。北京时间 2025 年 12 月 3 日，特斯拉发布 Optimus 人形机器人跑步视频，展示其在运动控制与智能化方面的最新成果。视频中，Optimus 在实验室环境中实现稳定慢跑，步态自然晃动极小，且具备自主导航至充电站完成充电的能力。在 2025 年圣地亚哥 NeurIPS 大会上亮相的 Optimus V2.5 配备 22 个自由度的仿生双手，手指可灵活弯曲、挥手，动作逼真度显著提升。在量产规划方面，特斯拉的人形机器人项目正加速推进。特斯拉已在得克萨斯州超级工厂启动一座全新的 Optimus 大规模制造设施的建设，目标是在 2026 年底前实现年产 100 万台的产能，并规划未来年产能高达 1000 万台。在国内，智元机器人 2024 年交付超千台机器人，开源百万级真机数据集 AgiBot World，技术商业化进度领先，2025 年 12 月 8 日，智元联合创始人、总裁兼 CTO 彭志辉在智元量产工厂内宣布，第 5000 台通用具身机器人——灵犀 X2 正式量产下线；宇树、优必选等机器人头部企业也在加速产品迭代，形成差异化竞争力。

图 40: Optimus 在实验室环境中实现稳定慢跑



资料来源: IT之家

图 41: 智元灵犀 X2 旗舰版产品参数



资料来源: 智元机器人官网

**结构件外包趋势凸显，专业供应商迎来发展机遇。**随着人形机器人产业化加速，结构件和模组作为核心载体，其技术壁垒高，工艺复杂度大的特性促使整机厂商倾向于将关节模组，灵巧手，躯干等结构件外包给专业供应商。这类企业通过技术研发实现高精度结构件的模块化生产，既能降低整机成本，又能提升供应链效率，同时推动行业向标准化，模块化演进。依托专业化生产经验与规模化制造能力，头部结构件与模组企业有望切入人形机器人整机组装市场，提供从零部件到整机的全链条解决方案。

**技术研发与产品交付并进，实现核心部件国产替代与整机能力突破。**公司自2016年起持续深耕工业机器人的机械结构设计、运动控制算法与机器视觉系统等关键技术，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，具备从概念设计到批量制造的全过程实施能力。在人形机器人领域，公司已构建起人形机器人核心部件到整机组装的垂直整合平台，包括：液态金属等创新

材料开发、精密制造加工、六维力传感器等核心零部件、头部模组、关节模组和灵巧手等核心模组、软件二次开发及场景应用，以及整机组装与系统集成。此外，公司已切入北美及国内多家头部机器人企业的供应链，关节模组、灵巧手、结构件已批量交付，人形机器人、四足机器人整机组装规模位居行业前列。2026年，公司预计实现人形机器人核心部件和整机组装规模翻番，2027年人形机器人与四足机器狗出货量稳居全球前列。

**全链条布局与生态目标引领，打造“研发+制造”联动的产业高地。**为支撑其平台化战略，蓝思科技在硬件制造与产业生态软实力上进行了重资产投入与前瞻性布局。在制造端，占地400亩，厂房面积约18.9万平方米，具备年产1万台/套大型自动化设备以及50万台具身智能机器人等AI硬件产品产能的蓝思智能机器人永安园区已于2025年11月正式启用，实现了从新材料研发、核心部件制造到整机组装完整生态链的全面贯通。该园区基地投产后，蓝思科技将形成以长沙为核心、东南亚（越南、泰国）为支撑的机器人全球制造布局，海外产能将重点服务北美等国际市场。在研发与生态端，公司联合智元机器人运营的湖南具身智能创新中心于2025年11月26日在长沙经开区正式投入运营，该中心首期建设面积约7000平方米，规划部署机器人超过120台，并已集聚近30家机器人生态企业。这一“研发+制造”联动格局，进一步完善公司在机器人领域的生态布局。

图 42：蓝思科技交付灵犀 X1 人形机器人相关产品



资料来源：蓝思科技微信公众号

**资本合作与产业协同并举，深度绑定智能机器人供应链。**2025年6月，人形机器人品牌灵宝 CASBOT 宣布完成近亿元天使+轮融资，本轮融资由蓝思科技领投。除资本合作外，公司还将为灵宝 CASBOT 提供关键零部件和整机组装支持，助力其质量管控和成本管控，并开放多领域应用场景以加速机器人规模化落地。近期，公司获得越疆机器人10000台四足机器狗整机组装订单，并成为其主要部件供应商。在产业生态方面，湖南具身智能创新中心已集聚越疆机器人、灵心巧手、戴盟机器人、万鑫精工、行深智能、国科微、鸿蒙生态等近30家机器人生态企业，覆盖关节模组、控制器、整机集成与行业解决方案等环节。

图 43: 越疆正式发布全球首款家庭智能体机器人 Rover X1



资料来源: 越疆机器人公众号

#### 4.2 智慧零售: 技术赋能与场景拓展, 推动消费终端创新升级

**智慧零售终端与电子价签兴起, 带动市场持续增长。**智慧零售终端和电子价签是智慧零售领域的核心设备, 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。在数字化浪潮与智慧零售终端技术的持续发展下, 消费者对智慧零售终端的依赖程度日益加深。诸如“碰一下”这类创新支付设备, 凭借其便捷性, 正受到消费者的广泛青睐。据公司港股招股说明书显示, 随着全球智慧零售终端和 NFC 技术的不断进步, 智慧零售终端市场将持续增长, 预计全球智慧零售终端市场规模按出厂价计, 将从 2025 年的 29 亿美元增至 2029 年的 44 亿美元, 年复合增长率为 11.0%。预计全球电子价签市场按出厂价计, 将从 2025 年的 16 亿美元增至 2029 年的 27 亿美元, 年复合增长率为 13.4%。精密制造商在智慧零售终端和电子价签产业链中发挥着重要作用, 尤其是具备深厚技术积累和规模化生产能力的精密制造商, 依托其强大的创新能力, 能够提供高质量, 低成本的定制化解决方案。

**与全球领先的移动支付平台深度合作, 持续强化在智能终端领域的开发与整合能力。**在数字化浪潮的推动下, 支付宝“碰一下”智能终端产品的成功量产交付, 是公司为客户实现产品从概念构想到实体落地的突破。公司凭借在功能模组与整机组装方面的深厚积累, 以全产业链垂直整合优势推动产品快速落地, 自 7 月上线以来已覆盖全国上百个城市、超 1000 个大型商圈与连锁商户。据 IT 之家消息, 支付宝于 2026 年 1 月 5 日官宣, 支付宝“碰一下”每日使用次数突破 1 亿。随着移动支付市场的不断发展和用户需求的日益多样化, 蓝思科技将继续与支付宝保持紧密合作, 不断优化产品性能, 提升用户体验。同时, 公司也将加大研发投入, 探索更多前沿技术, 为移动支付领域注入更多创新活力。

图 44: 支付宝“碰一下”智能终端



资料来源: IT之家

### 4.3 AI 服务器: 收购 PMG 切入英伟达链, 全力拥抱 AI 时代

算力是 AI 发展的基础, 公司加速向 AI 服务器领域延伸。公司预判 AI 发展将带动算力散热升级, 提出通过创新研究院预开拓服务器等算力领域, 并将 AI 服务器尤其是液冷方向作为重点开拓领域。公司与北美 AI 核心硬件客户深度配合, 从 AI 服务器机箱结构件起步, 逐步拓展至液冷模组、固态硬盘等关键模组。目前, 机箱结构件已实现批量出货, 固态硬盘组装预计将于 2026 年实现规模化量产。产能规划方面, 公司在国内外均有布局, 已落实专用厂房, 目前装修和设备采购均在有序推进。

通过收购切入英伟达供应链, 加速向全球 AI 硬件创新平台转型。公司于 2025 年 12 月 10 日在中国香港与吕松寿 LEU,SONG-SHOW 签订了《股权收购意向协议》, 拟以现金及其他合法方式购买吕松寿持有的 PMG International Co.,LTD. (裴美高国际有限公司) 100% 股权, 进而间接取得元拾科技 95.12% 的股权。元拾科技是全球仅有的 5 家拥有英伟达 RVL (推荐供应商名单) 认证的企业之一, 已为英伟达 GB200/GB300 系列供应 MGX Rack 机架、滑轨系统等核心组件, 多款产品已达量产就绪状态; 凭借镁合金轻量化、高导热技术优势, 构建了“计算—供电—冷却”三位一体的集成解决方案, 使服务器部署效率提升 4.1 倍。通过本项收购, 公司将快速获得国内外特定客户服务器机柜业务 (包括但不限于机架、滑轨、托盘、Busbar、其他组件) 的成熟技术与客户认证, 以及先进液冷散热系统集成能力, 与公司强大的精密结构件制造及“材料-模组-整机”垂直整合能力形成强力互补和高度协同, 大幅增强在 AI 算力硬件方案的核心竞争力, 为公司开拓 AI 算力基础设施新赛道、加速向全球 AI 硬件创新平台转型增添强劲动力。

## 5 盈利预测与估值

公司持续拓展新领域, 业务已覆盖消费电子、智能汽车领域, 以及人形机器人、AI 眼镜/XR 头显、智慧零售设备、AI 数据中心等新兴领域, 形成多场景协同发展的业务布局。未来, 公司整体业绩有望保持稳定增长。具体来看:

**(1) 智能手机与电脑类业务:** 我们认为, 公司该板块未来增长将主要源于产品结构升级与创新材料渗透所带来的价值提升, 板块核心看点包括: 其一, 3D 玻璃的规模化应用——其独特结构设计可满足高端机型对轻薄机身与强大影像系统融合的需求, 且单片价值量显著高于传统玻璃; 凭借领先工艺与量产能力, 公司有望充分受益于本轮新型 3D 玻璃技术创新催生的市场增量。其二, 公司已明确将成为大客户折叠机的三项关键产品供应商, 单机配套价值的大幅提升将直接为公司贡献可观业绩增量。作为消费电子外观件与结构件的核心供应商, 公司将持续受益于终端产品的形态创新。综上, 我们预计, 2025 年至 2027 年公司智能手机与电脑类业务收入将分别同比增长 30.00%、25.00% 和 20.00%。毛利率方面, 尽管整机组装等业务会拉低整体毛利水平, 但高附加值结构件占比的提升将形成有效对冲, 预计该板块毛利率有望企稳回升。

**(2) 新能源汽车及智能座舱类业务:** 当前, 公司该板块已步入产品放量与价值提升并行的成长阶段。中控模组、智能 B/C 柱、充电桩、座舱装饰件及无线充电模组等核心产品线协同放量; 通讯模组与域控制器同步突破, 已实现批量交付。超薄夹胶车窗玻璃已成功导入国内头部车企新车型量产体系, 同步深化与全球科技品牌及欧美传统车企合作, 即将进入批量生产阶段, 单车价值量将迎来较大提升。综上, 我们预计, 2025 年至 2027 年公司新能源汽车及智能座舱类业务收入将分别同比增长 25.00%、40.00% 和 28.00%。随着产品矩阵不断丰富、高价值部件占比提升以及规模效应逐步显现, 该业务板块的盈利能力有望持续优化。

**(3) 智能头显与智能穿戴类业务:** 公司在光波导镜片良率优化与高精度自动化组装等核心工艺领域实现突破, 并成功实现对国内头部客户 AI 眼镜整机的规模化量产交付。此外, 公司与北美头部客户具有长期合作关系, 相关业务预计将实现可观年增长。为加速向光学产业链纵深迈进, 公司成立蓝思光电科技(长沙)有限公司, 未来将与更多全球穿戴头部企业合作, 有望充分受益于行业的快速发展。综上, 我们预计, 2025 年至 2027 年公司智能头显与智能穿戴类业务收入将同比增长 16.00%、40.00% 和 30.00%, 毛利率有望随高附加值产品上量而逐步提升。

**(4) 其他智能终端类:** 公司凭借精密制造开发能力, 与国内外头部具身智能企业的合作均取得实质性进展, 已实现关节模组、灵巧手、外骨骼设备等核心部件及整机组装的批量交付, 规模效应逐步显现; 智慧零售与智能家居产品线亦快速增长, 共同构建多元增长动力。综上, 我们预计, 2025 年至 2027 年公司其他智能终端类业务收入将分别同比增长 60.00%、45.00% 和 40.00%, 随着销量增加和规模效应显现, 板块毛利率有望企稳。

**表 9: 公司业务拆分**

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计 (亿元)		544.91	698.97	902.41	1,147.55	1,395.99
同比增长率		16.69%	28.27%	29.11%	27.17%	21.65%
毛利率		16.63%	15.89%	15.84%	16.28%	16.52%
其中:						
智能手机与电脑类	销售收入 (亿元)	449.01	577.54	750.80	938.51	1,126.21
	同比增长率		28.63%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	15.65%	15.11%	15.00%	15.20%	15.40%
新能源汽车及智能座舱类	销售收入 (亿元)	49.98	59.35	74.18	103.86	132.94
	同比增长率		18.73%	25.00%	40.00%	28.00%
	毛利率	15.47%	10.17%	11.00%	13.00%	14.00%
智能头显与智能穿戴类	销售收入 (亿元)	31.04	34.88	40.47	56.65	73.65
	同比增长率		12.39%	16.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	15.27%	19.76%	24.00%	25.00%	25.00%
其他智能终端类	销售收入 (亿元)	1.65	14.08	22.53	32.67	45.74
	同比增长率		754.23%	60.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	13.24%	19.81%	15.00%	20.00%	20.00%
其他业务收入	销售收入 (亿元)	13.23	13.11	14.42	15.86	17.45
	同比增长率		-0.91%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	57.99%	61.65%	63.00%	63.00%	63.00%

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

我们预计, 蓝思科技 2025 年实现营业收入 902.41 亿元, 实现归母净利润 49.64 亿元, 对应当前价格的 PE 为 38.69 倍。我们选取歌尔股份、长盈精密、领益智造作为可比公司, 截至 2026.1.30 收盘, 可比公司对应 2025 年预测市盈率 PE 平均值为 49.37 倍, 蓝思科技为 38.69 倍, 低于可比公司平均估值。

**表 10: 可比公司估值比较 (可比公司数据取自 iFinD 一致预期, 数据取自 2026.1.30 收盘后)**

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				市盈率 PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002241.SZ	歌尔股份	921.87	26.65	33.21	42.43	51.70	33.76	27.76	21.73	17.83
300115.SZ	长盈精密	525.98	7.72	6.77	9.88	13.07	28.54	77.74	53.25	40.24
002600.SZ	领益智造	1069.80	17.53	25.10	34.95	44.70	31.97	42.62	30.61	23.93
	平均值						31.42	49.37	35.20	27.33
300433.SZ	蓝思科技	1890.21	36.24	49.64	67.49	83.81	53.01	38.69	28.46	22.92

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

公司业务覆盖消费电子、智能汽车领域及人形机器人、AI 眼镜/XR 头显、智慧零售设备、AI 数据中心等新兴领域, 形成多场景协同发展的业务布局。我们预计, 公司 2025-2027 年实现营业收入 902.41/1147.55/1395.99 亿元, 实现归母净利润 49.64/67.49/83.81 亿元, 对应 EPS 为 0.94/1.28/1.59 元, 对应当前价格的 PE 为 38.69/28.46/22.92 倍, 维持“增持”评级。

## 6 风险提示

汇率波动风险；行业竞争加剧风险；技术迭代与创新不及预期的风险；国际贸易与政策环境风险。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	544.91	698.97	902.41	1,147.55	1,395.99	营业收入	544.91	698.97	902.41	1,147.55	1,395.99
减: 营业成本	454.29	587.89	759.45	960.71	1,165.39	增长率(%)	16.69	28.27	29.11	27.17	21.65
营业税金及附加	4.71	5.42	7.22	9.18	11.17	归属母公司股东净利润	30.21	36.24	49.64	67.49	83.81
营业费用	6.93	7.06	7.22	8.61	10.47	增长率(%)	23.42	19.94	36.99	35.95	24.18
管理费用	25.43	28.25	34.29	43.03	52.35	每股收益(EPS)	0.57	0.69	0.94	1.28	1.59
研发费用	23.17	27.85	37.90	48.77	60.03	每股股利(DPS)	0.28	0.38	0.45	0.61	0.76
财务费用	2.44	-0.47	0.82	0.02	-0.78	每股经营现金流	1.75	2.05	2.41	2.70	3.02
减值损失	-4.46	-9.60	-10.03	-12.75	-15.51	销售毛利率	0.17	0.16	0.16	0.16	0.17
加: 投资收益	1.07	2.61	2.41	2.41	2.41	销售净利率	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
公允价值变动损益	0.43	-0.38	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.07	0.07	0.10	0.12	0.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.07	0.07	0.10	0.14	0.20
营业利润	32.77	38.71	53.02	72.02	89.39	市盈率(P/E)	63.58	53.01	38.69	28.46	22.92
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	4.15	3.95	3.75	3.50	3.23
利润总额	32.54	38.49	52.84	71.84	89.21	股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
减: 所得税	2.12	1.72	2.36	3.21	3.99	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	30.42	36.77	50.48	68.63	85.22	收益率					
减: 少数股东损益	0.20	0.53	0.83	1.14	1.41	毛利率	16.63%	15.89%	15.84%	16.28%	16.52%
归属母公司股东净利润	30.21	36.24	49.64	67.49	83.81	三费/销售收入	6.38%	5.12%	4.69%	4.50%	4.56%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT/销售收入	6.42%	5.44%	5.95%	6.26%	6.33%
货币资金	105.19	109.88	170.87	255.53	351.11	EBITDA/销售收入	15.53%	12.75%	13.46%	12.26%	11.34%
交易性金融资产	3.50	3.55	3.55	3.55	3.55	销售净利率	5.58%	5.26%	5.59%	5.98%	6.10%
应收和预付款项	95.47	110.50	158.78	201.92	245.63	资产获利率					
其他应收款(合计)	6.23	4.95	7.98	10.15	12.34	ROE	6.52%	7.45%	9.69%	12.31%	14.11%
存货	66.83	71.61	112.93	142.85	173.29	ROA	3.90%	4.47%	5.54%	6.80%	7.60%
其他流动资产	3.59	7.25	7.84	9.97	12.12	ROIC	6.73%	7.19%	9.64%	14.46%	19.80%
长期股权投资	3.75	3.26	3.09	2.93	2.76	资本结构					
金融资产投资	7.80	5.49	5.49	5.49	5.49	资产负债率	39.95%	39.71%	42.54%	44.35%	45.64%
投资性房地产	10.20	9.01	7.81	6.90	6.38	投资资本/总资产	66.28%	66.00%	53.19%	43.15%	34.62%
固定资产和在建工程	369.28	378.87	321.23	263.92	206.77	带息债务/总负债	35.63%	29.60%	13.44%	5.83%	0.57%
无形资产和开发支出	81.97	80.45	71.99	64.48	57.82	流动比率	1.47	1.33	1.45	1.55	1.63
其他非流动资产	20.88	25.37	24.81	24.76	25.26	速动比率	1.10	0.98	1.07	1.16	1.25
资产总计	774.70	810.16	896.37	992.43	1,102.52	股利支付率	49.06%	54.74%	48.03%	48.03%	48.03%
短期借款	14.17	15.61	0.00	0.00	0.00	收益留存率	50.94%	45.26%	51.97%	51.97%	51.97%
交易性金融负债	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10	资产管理效率					
应付和预收款项	132.34	163.15	226.11	286.02	346.96	总资产周转率	0.70	0.86	1.01	1.16	1.27
长期借款	96.09	79.59	51.23	25.68	2.85	固定资产周转率	1.51	1.91	2.91	4.51	7.04
其他负债	66.88	63.24	103.84	128.32	153.34	应收账款周转率	5.79	6.43	5.75	5.75	5.75
负债合计	309.48	321.70	381.27	440.12	503.24	存货周转率	6.80	8.21	6.73	6.73	6.73
股本	49.83	49.83	49.83	49.83	49.83	估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	208.08	209.19	209.19	210.19	212.19	EBIT	34.98	38.02	53.66	71.86	88.43
留存收益	205.48	227.55	253.35	288.43	331.99	EBITDA	84.60	89.14	121.50	140.65	158.26
归属母公司股东权益	463.39	486.57	512.37	548.45	594.01	NOPLAT	32.47	36.93	51.57	68.96	84.79
少数股东权益	1.83	1.89	2.73	3.86	5.27	归母净利润	30.21	36.24	49.64	67.49	83.81
股东权益合计	465.22	488.46	515.10	552.31	599.28	EPS	0.57	0.69	0.94	1.28	1.59
负债和股东权益合计	774.70	810.16	896.37	992.43	1,102.52	BPS	8.77	9.21	9.70	10.38	11.24
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE	63.58	53.01	38.69	28.46	22.92
经营性现金净流量	92.72	108.49	127.52	142.54	159.78	PEG	2.71	2.66	1.05	0.79	0.95
投资性现金净流量	-53.67	-60.50	2.11	0.11	-1.89	PB	4.15	3.95	3.75	3.50	3.23
筹资性现金净流量	-51.37	-44.54	-68.64	-57.98	-62.30	PS	3.53	2.75	2.13	1.67	1.38
现金流量净额	-12.17	4.03	60.99	84.66	95.58	PCF	20.72	17.71	15.06	13.48	12.02

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5% - 15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10% - 5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5% - 5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

## 免责声明

本报告风险等级定为 R3，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R3 级（含 R3 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本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，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和個人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 B 座 25 楼

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438