

300433.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.92

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	(12.9)	(14.1)	(7.8)	23.6
相对深圳成指	(9.4)	(9.3)	(6.5)	(5.2)

发行股数 (百万)	5,278.74
流通股 (百万)	5,278.74
总市值 (人民币 百万)	147,382.45
3个月日均交易额 (人民币 百万)	3,509.91
主要股东	
蓝思科技(香港)有限公司	53.07%

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以 2026 年 4 月 3 日 收市价为标准

相关研究报告

 《蓝思科技》20250407
 《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

证券分析师: 周世辉

shihui.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525080001

蓝思科技

多领域布局佳, 新增长动能显露头角

公司发布 2025 年年报, 营收/归母净利润均实现正增长。公司新业务布局进展顺利, 在消费电子、智能汽车、具身智能、AI 服务器、商业航天等领域均有斩获, 增长点较多。我们认为公司未来展望佳, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2025 年扣非归母净利润较快增长, 经营质效持续优化。** 2025 年公司实现营收 744.10 亿元, 同比增长 6.46%; 归母净利润 40.18 亿元, 同比增长 10.87%; 扣非归母净利润 38.35 亿元, 同比增长 16.71%。单四季度营收 207.47 亿元; 归母净利润 11.75 亿元; 扣非归母净利润 11.32 亿元。公司 2025 年业务毛利率为 15.99%, 同比提升 0.10 个百分点。公司深入降本增效, 销售费用率同比下降 0.22 个百分点; 数字化流程化及事业部制改革成效显著, 推动管理费用率同比下降 0.16 个百分点; 但加大新兴领域的研发布局, 研发费用同比增长 3.08%。
- **消费电子基本盘稳固, 大客户折叠屏创新带来单机价值量提升。** 分业务看, 2025 年智能手机与电脑类业务营收 611.84 亿元, 同比增长 5.94%, 毛利率 15.41%, 同比提升 0.3 个百分点。智能头显与智能穿戴类业务营收 39.78 亿元, 同比增长 14.04%, 毛利率 19.91%, 同比提升 0.15 个百分点。在智能终端领域, 公司具有折叠屏 UTG 玻璃、PET 贴膜及玻璃支撑板等产品, 为全球多家高端折叠屏手机提供解决方案。此外, 在 AI/AR 眼镜领域, 2025 年公司已完成国内头部客户 AI 眼镜整机组装和海外头部客户精密零组件规模化量产交付, 并在光波导镜片高精度自动化组装等领域实现技术突破, 有望充分受益于端侧 AI 硬件行业的远期成长。
- **具身智能与智能汽车持续放量, 打造核心增长引擎。** 2025 年智能汽车与座舱类业务营收 64.62 亿元, 同比增长 8.88%, 主要因下游需求稳定增长, 超薄夹胶多功能车窗玻璃已成功导入头部车企新车型并进入批量生产阶段。在具身智能领域, 公司机器人业务全面进入规模化交付阶段, 2025 年人形机器人和四足机器人全年出货量过万台, 蓝思智能机器人(长沙)有限公司实现营业收入超 10 亿元。公司加速“部件—模组—整机组装”全产业链垂直整合, 头部模组、六维力传感器、轻量化金属结构件、关节模组、灵巧手模组等已有进展。公司投资建设的蓝思智能永安园区已于 2025 年 11 月正式投产, 达产后具备年产 50 万台具身智能机器人的能力。
- **前瞻布局 AI 服务器与商业航天, 打开远期成长空间。** AI 服务器方面, 公司通过战略并购、头部客户绑定等措施, 构建起覆盖结构件、液冷散热方案、存储的产品布局。此外, 公司为企业级 NVMe SSD 厂组装的固态硬盘已于 2026 年 3 月在湘潭园区批量出货, 自主开发的 HDD 玻璃基板初步通过验证, 形成双轮驱动的存储布局。商业航天方面, 公司成功研发的航天级 UTG 柔性玻璃厚度薄至 30-60 微米, 弯折半径低至 1.5 毫米, 具备抗原子氧剥蚀和强辐射能力, 完美适配新一代柔性太阳翼, 已配合国内外头部商业航天客户进行联合研发与测试, 并在 CES2026 展会上首次公开亮相。随着低轨卫星太阳翼面积的增加及对轻量化、长寿命的要求提升, 公司商业航天业务有望迎来较快增长。

估值

- 因公司 2025 年消费电子业务增速低于 2024 年, 同时新业务进展较好, 我们调整公司盈利预测。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润为 54.63/72.26/93.24 亿元, 对应每股收益 1.03/1.38/1.77 元, 对应市盈率 27.0/20.4/15.8 倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 汇率波动的风险、存储价格波动的风险、新兴赛道的投资风险、宏观经济波动的风险、客户相对集中风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	69,897	74,410	95,424	127,752	165,805
增长率(%)	28.3	6.5	28.2	33.9	29.8
EBITDA(人民币 百万)	8,444	9,747	12,041	14,880	18,011
归母净利润(人民币 百万)	3,624	4,018	5,463	7,226	9,324
增长率(%)	19.9	10.9	36.0	32.3	29.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.69	0.76	1.03	1.37	1.77
此前股本摊薄每股收益(人民币)			1.20	1.34	
变动幅度(%)			(14.1)	2.2	
市盈率(倍)	40.7	36.7	27.0	20.4	15.8
市净率(倍)	3.0	2.7	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA(倍)	14.2	16.7	13.7	10.2	8.9
每股股息(人民币)	0.4	0.6	0.7	1.0	1.3
股息率(%)	1.8	1.8	2.7	3.5	4.6

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	69,897	74,410	95,424	127,752	165,805
营业收入	69,897	74,410	95,424	127,752	165,805
营业成本	58,789	62,511	80,189	107,547	139,764
营业税金及附加	542	460	718	914	1,153
销售费用	706	586	763	1,022	1,326
管理费用	2,825	2,892	3,626	4,855	6,301
研发费用	2,785	2,871	3,626	4,855	6,301
财务费用	(47)	21	225	364	474
其他收益	310	261	300	300	300
资产减值损失	(926)	(768)	(700)	(700)	(700)
信用减值损失	(34)	(18)	0	0	0
资产处置收益	(1)	(58)	0	0	0
公允价值变动收益	(38)	28	0	0	0
投资收益	261	93	134	149	159
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,871	4,605	6,011	7,945	10,246
营业外收入	62	69	30	30	30
营业外支出	85	88	50	50	50
利润总额	3,849	4,586	5,991	7,925	10,226
所得税	172	545	359	475	614
净利润	3,677	4,041	5,632	7,449	9,612
少数股东损益	53	23	169	223	288
归母净利润	3,624	4,018	5,463	7,226	9,324
EBITDA	8,444	9,747	12,041	14,880	18,011
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.69	0.76	1.03	1.37	1.77

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	30,773	29,473	50,131	60,895	85,356
现金及等价物	10,988	9,815	19,085	25,550	33,161
应收帐款	10,858	10,776	17,322	19,585	26,472
应收票据	8	1	264	91	370
存货	7,161	6,932	10,887	13,012	21,929
预付账款	174	113	199	219	324
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,584	1,836	2,373	2,439	3,099
非流动资产	50,243	54,865	54,569	53,577	51,813
长期投资	874	1,370	1,370	1,370	1,370
固定资产	36,379	40,613	40,382	39,268	37,463
无形资产	5,075	5,210	4,924	4,638	4,352
其他长期资产	7,916	7,673	7,893	8,302	8,628
资产合计	81,016	84,339	104,699	114,473	137,169
流动负债	23,065	23,724	33,561	47,301	62,679
短期借款	1,561	644	6,875	12,262	20,552
应付账款	14,005	15,529	17,883	26,331	31,128
其他流动负债	7,499	7,551	8,802	8,708	10,998
非流动负债	9,105	5,528	14,377	8,188	12,638
长期借款	7,808	4,367	13,163	7,000	11,437
其他长期负债	1,297	1,161	1,214	1,188	1,201
负债合计	32,170	29,252	47,938	55,489	75,317
股本	4,983	5,284	5,279	5,279	5,279
少数股东权益	189	64	233	456	745
归属母公司股东权益	48,657	55,023	56,529	58,528	61,107
负债和股东权益合计	81,016	84,339	104,699	114,473	137,169

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,677	4,041	5,632	7,449	9,612
折旧摊销	5,153	5,444	6,239	7,020	7,750
营运资金变动	1,235	1,888	(7,773)	4,050	(9,760)
其它	824	92	42	240	303
经营活动现金流	10,889	11,465	4,140	18,759	7,905
资本支出	(6,332)	(9,443)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
投资变动	367	(625)	0	0	0
其他	(85)	451	134	149	159
投资活动产生的现金流	(6,050)	(9,617)	(5,866)	(5,851)	(5,841)
银行借款	(1,636)	(4,359)	15,028	(776)	12,728
股权融资	(3,721)	1,746	(3,957)	(5,227)	(6,744)
其他	903	(351)	(75)	(439)	(437)
筹资活动现金流	(4,454)	(2,964)	10,995	(6,442)	5,547
净现金流	384	(1,115)	9,270	6,466	7,611

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	28.3	6.5	28.2	33.9	29.8
营业利润增长率(%)	18.1	19.0	30.5	32.2	29.0
归属于母公司净利润增长率(%)	19.9	10.9	36.0	32.3	29.0
息税前利润增长(%)	26.9	30.7	34.8	35.5	30.5
息税折旧前利润增长(%)	11.3	15.4	23.5	23.6	21.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	19.9	10.9	36.0	32.3	29.0
获利能力					
息税前利润率(%)	4.7	5.8	6.1	6.2	6.2
营业利润率(%)	5.5	6.2	6.3	6.2	6.2
毛利率(%)	15.9	16.0	16.0	15.8	15.7
归母净利润率(%)	5.2	5.4	5.7	5.7	5.6
ROE(%)	7.4	7.3	9.7	12.3	15.3
ROIC(%)	5.3	6.5	7.3	11.7	12.8
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
流动比率	1.3	1.2	1.5	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	6.9	6.9	6.8	6.9	7.2
应付账款周转率	5.6	5.0	5.7	5.8	5.8
费用率					
销售费用率(%)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
管理费用率(%)	4.0	3.9	3.8	3.8	3.8
研发费用率(%)	4.0	3.9	3.8	3.8	3.8
财务费用率(%)	(0.1)	0.0	0.2	0.3	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.8	1.0	1.4	1.8
每股经营现金流(最新摊薄)	2.1	2.2	0.8	3.6	1.5
每股净资产(最新摊薄)	9.2	10.4	10.7	11.1	11.6
每股股息	0.4	0.6	0.7	1.0	1.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	40.7	36.7	27.0	20.4	15.8
P/B(最新摊薄)	3.0	2.7	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	14.2	16.7	13.7	10.2	8.9
价格/现金流(倍)	13.5	12.9	35.6	7.9	18.6

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任何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