

蓝思科技（300433）

深耕果链享创新红利，锚定 AI 谋多元成长

报告摘要

◆ 全球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。

公司是国内消费电子精密制造的头部企业，以智能手机玻璃盖板业务为基，纵向产业链垂直整合，具备“结构件-功能模组-整机组装”全链条一站式服务能力；横向不断拓宽业务版图，从消费电子、智能座舱拓展到 AI 眼镜/XR 头显、人形机器人、智慧零售等新兴应用场景。2020-2024 年公司营业收入从 369.39 亿元增长至 698.97 亿元，期间 CAGR 为 17.3%，远超行业平均增速。

分业务看：

2024 年，公司智能手机与电脑类业务收入 577.54 亿元，同比+28.6%，业务占比 82.6%，其中整机组装业务收入 145.20 亿元，同比+80.8%；智能汽车与座舱类业务收入达 59.35 亿元，同比+18.7%，业务占比 8.5%；智能头显与智能穿戴类收入达 34.88 亿元，同比+12.4%，业务占比 5.0%；具身智能+智慧零售发力，公司其他智能终端类收入增长 754.2%。

◆ 受益于苹果创新周期，果链价值重估，折叠屏量价齐升。

苹果每隔 2-3 年迎来一次重构级别的“设计大年”，新的三年计划启航：iPhone 17 系列发布，新增 Air 主打极致轻薄；2026 年苹果首款折叠 iPhone 有望面世，ASP 抬升一个数量级；并准备 20 周年纪念款 iPhone。2007 年，公司与苹果合作，创新性地将玻璃应用到全球首款全面屏触控手机上，成为苹果智能手机和平板电脑盖板玻璃的主要供应商，过去 19 年持续参与大客户的产品迭代与开发，在玻璃、金属件等领域积淀深厚。2020-2024 年，公司对第一大客户的销售额从 203.06 亿元快速增长至 345.66 亿元，期间 CAGR 为 14.2%，五年平均收入占比约 59.1%。

折叠屏方面：屏幕数量从单屏向双屏甚至三屏演进，显示模组成为折叠屏较直板机最大的增量环节，UTG 逐渐取代 CPI 成为市场主流的折叠屏柔性盖板材料，单屏价值量也显著提升。公司已占据 UTG 和相关结构件的领先市场地位，具备快速量产的能力，并进一步研发下一代可折叠超薄

投资评级

买入

首次评级

2025 年 09 月 16 日

收盘价(元): 30.30

公司基本数据

总股本(百万股)	5,284.37
总市值(百万)	160,116.33
流通股本(百万股)	4,966.05
流通市值(百万)	150,471.28
12 月最高/最低价(元)	34.05/14.92
资产负债率(%)	37.87
每股净资产(元)	9.59
市盈率(TTM)	41.00
市净率(PB)	3.16
净资产收益率(%)	2.39

股价走势图



作者

刘一楠 分析师
SAC 执业证书: S0640524100002
联系电话:
邮箱: liuyn@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

玻璃技术 VTG，相较于 UTG 具有更高的强度、抗冲击性和耐刮性。公司于 7 月 9 日完成 H 股上市，计划将 30% 的募集资金（约 13.77 亿港元）用于投资新一代折叠屏功能件及相关配件的技术储备及产能建设，助力大客户折叠机的量产。

◆ 智能座舱打开第二增长曲线。

汽车“四化”趋势加速，整车的人机交互需求提升，Frost & Sullivan 预计 2029 年全球智能汽车交互系统综合解决方案市场规模将达到 93 亿美元，届时中控屏、智能仪表盘、智能 B 柱的渗透率预计将达到 98.5%、65.0%、29.0%。公司业内排名第一，以 24 年收入测算市场份额超过 20%，是全球第一大纯电动汽车品牌中控屏和智能 B 柱的主要供应商，汽车客户矩阵包括 Tesla、宝马、奔驰、比亚迪、宁德时代等全球头部企业。公司汽车电子产品从中控模组、仪表盘延展到智能 B/C 柱、充电桩、动力电池结构件等，核心产品线协同放量。超薄夹胶玻璃是公司战略级创新支点，已成功导入国内头部新能源车企，预计下半年开启量产供货，显著提升单车价值量。

◆ 卡位“AI+”新兴赛道，加速成长。

1) **AI 眼镜/XR**：AI 眼镜被视为除智能手机外最佳的智能入口，各大厂商跑步入场。公司深度参与 Rokid、北美大客户等多款产品的研发与制造，覆盖从光学镜片、功能模组到整机的全链条生产。

2) **AI+人形机器人**：公司致力于打造高度垂直整合的中国最大具身智能硬件核心制造平台，为人形机器人整机降本。目前已与智元、灵宝等客户合作，提供从核心零部件（关节模组、灵巧手）到整机组装的全栈式服务，交付数百台整机。与北美机器人头部客户已确定头部模组和结构件份额，灵巧手和结构件也在送样过程中。

3) **AI 服务器**：公司计划将 AI 服务器作为重点开拓方向，布局液冷模组、连接头等高价值量环节，预计 25H2 实现液冷相关产品的量产。

◆ 投资建议

公司深度绑定大客户苹果，受益于其新一轮的创新浪潮，并开拓汽车电子第二增长曲线，新兴业务的早期布局进入收获期。我们看好果链尤其是折叠屏的增量机遇，以及 AI 端侧业务多点开花抬升公司远期天花板。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 920.35、1145.27、1376.27 亿元，同比分别增长 31.7%、24.4%、20.2%；归母净利润分别为 53.51、

68.05、81.68 亿元，同比分别增长 47.7%、27.2%、20.0%。对应当前（2025 年 9 月 16 日）收盘价的 PE 分别为 30、24、20 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

下游需求疲软的风险、中美贸易摩擦的关税风险、行业竞争加剧的风险

◆ 分业务拆分:

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入	54,490.7	69,896.8	92,035.0	114,526.6	137,627.3
yoy	16.7%	28.3%	31.7%	24.4%	20.2%
毛利率	16.6%	15.9%	15.3%	15.0%	14.7%
智能手机与电脑类	44,900.6	57,754.2	75,822.7	93,165.2	111,798.3
yoy	17.5%	28.6%	31.3%	22.9%	20.0%
毛利率	15.6%	15.1%	14.5%	14.2%	14.0%
新能源汽车及智能座舱类	4,998.5	5,934.8	7,418.5	9,273.1	11,127.7
yoy	39.5%	18.7%	25.0%	25.0%	20.0%
毛利率	15.5%	10.2%	11.0%	12.0%	12.0%
智能头显与智能穿戴类	3,103.8	3,488.4	4,534.9	6,348.9	7,618.7
yoy	-12.3%	12.4%	30.0%	40.0%	20.0%
毛利率	15.3%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他智能终端类	164.9	1,408.4	2,816.8	4,225.1	5,492.7
yoy	-4.0%	754.2%	100.0%	50.0%	30.0%
毛利率	13.2%	19.8%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	1,323.0	1,311.0	1,442.1	1,514.2	1,589.9
yoy	11.1%	-0.9%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	58.0%	61.6%	63.0%	60.0%	60.0%

资料来源：ifind，中航证券研究所

◆ 盈利预测:

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	54,490.73	69,896.78	92,035.00	114,526.60	137,627.30
增长率（%）	16.69	28.27	31.67	24.44	20.17
归母净利润（百万元）	3,021.34	3,623.90	5,350.75	6,805.47	8,167.60
增长率（%）	23.42	19.94	47.65	27.19	20.02
毛利率（%）	16.63	15.89	15.26	14.98	14.74
每股收益（元）	0.57	0.69	1.01	1.29	1.55
市盈率 PE	53.00	44.18	29.92	23.53	19.60
市净率 PB	3.46	3.29	2.84	2.67	2.50
净资产收益率 ROE（%）	6.52	7.45	9.49	11.36	12.73

资料来源：ifind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10519	10988	15646	19470	23397	营业收入	54491	69897	92035	114527	137627
应收票据及账款	9421	10876	12617	14132	15097	营业成本	45429	58789	77987	97372	117339
预付账款	126	174	187	233	280	税金及附加	471	542	690	825	963
其他应收款	623	495	814	1013	1217	销售费用	693	706	920	1145	1376
存货	6683	7161	8546	10137	11252	管理费用	2543	2825	3221	3894	4542
其他流动资产	709	1079	1154	1349	1550	研发费用	2317	2785	3497	4123	4817
流动资产总计	28081	30773	38965	46334	52792	财务费用	244	-47	213	92	-55
长期股权投资	375	326	330	333	337	资产减值损失	-447	-926	-736	-687	-688
固定资产	36079	36567	36354	36707	36508	信用减值损失	1	-34	-21	-41	-40
在建工程	849	1319	2493	2288	2337	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	5227	5075	5145	5435	5192	投资收益	107	261	390	351	316
长期待摊费用	213	111	154	144	87	公允价值变动损益	43	-38	49	18	10
其他非流动资产	6646	6845	7176	6913	7178	资产处置收益	4	-1	1	0	1
非流动资产合计	49389	50243	51652	51820	51641	其他收益	774	310	526	537	458
资产总计	77470	81016	90617	98154	104433	营业利润	3277	3871	5715	7254	8701
短期借款	1417	1561	1176	2219	747	营业外收入	36	62	48	49	53
应付票据及账款	11132	14097	15933	18292	21079	营业外支出	59	85	80	75	80
其他流动负债	6507	7407	8952	11151	13416	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	19056	23065	26061	31662	35242	利润总额	3254	3849	5683	7228	8675
长期借款	9609	7959	6601	4998	3331	所得税	212	172	254	323	388
其他非流动负债	2283	1146	1317	1219	1221	净利润	3042	3677	5429	6905	8287
非流动负债合计	11892	9105	7918	6218	4552	少数股东损益	20	53	78	99	119
负债合计	30948	32170	33979	37880	39794	归属母公司净利润	3021	3624	5351	6805	8168
股本	4983	4983	5284	5284	5284	EBITDA	8488	8954	11398	13281	14971
资本公积	20808	20919	25550	25550	25550	NOPLAT	2545	3309	5615	7000	8250
留存收益	20548	22755	25536	29073	33318	EPS (元)	0.57	0.69	1.01	1.29	1.55
归属母公司权益	46339	48657	56371	59908	64153						
少数股东权益	183	189	267	367	486						
股东权益合计	46522	48846	56638	60275	64639						
负债和股东权益合计	77470	81016	90617	98154	104433						

现金流量表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	3042	3677	4537	6064	7563
折旧与摊销	4991	5153	5502	5961	6351
财务费用	244	-47	213	92	-55
投资损失	-107	-261	-390	-351	-316
营运资金变动	731	1157	-144	1013	2520
其他经营现金流	400	1211	865	862	747
经营性现金净流量	9300	10889	10583	13641	16810
资本支出	5800	7469	7048	6198	6078
长期投资	-100	-140	0	0	0
其他投资现金流	533	1558	717	300	202
投资性现金净流量	-5367	-6050	-6331	-5898	-5877
短期借款	-1397	144	-385	1043	-1472
长期借款	452	-1650	-1359	-1602	-1667
普通股增加	10	-0	301	0	0
资本公积增加	108	111	4631	0	0
其他筹资现金流	-4309	-3059	-2783	-3360	-3868
筹资性现金净流量	-5137	-4454	406	-3920	-7007
现金流量净额	-1189	443	4658	3824	3927

主要财务比率					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	16.7%	28.3%	31.7%	24.4%	20.2%
营业利润增长率	10.5%	18.1%	47.6%	26.9%	20.0%
EBIT 增长率	10.7%	8.7%	55.1%	24.2%	17.8%
EBITDA 增长率	8.2%	5.5%	27.3%	16.5%	12.7%
归母净利润增长率	23.4%	19.9%	47.7%	27.2%	20.0%
经营现金流增长率	1.3%	17.1%	-2.8%	28.9%	23.2%
盈利能力					
毛利率	16.6%	15.9%	15.3%	15.0%	14.7%
净利率	5.6%	5.3%	5.9%	6.0%	6.0%
营业利润率	6.0%	5.5%	6.2%	6.3%	6.3%
ROE	6.5%	7.4%	9.5%	11.4%	12.7%
ROA	3.9%	4.5%	5.9%	6.9%	7.8%
ROIC	5.3%	6.4%	10.5%	12.3%	14.1%
估值倍数					
P/E	53.0	44.2	29.9	23.5	19.6
P/S	2.9	2.3	1.7	1.4	1.2
P/B	3.5	3.3	2.8	2.7	2.5
股息率	0.9%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%
EV/EBIT	20.2	30.0	27.3	21.7	17.9
EV/EBITDA	8.3	12.7	14.1	12.0	10.3
EV/NOPLAT	27.8	34.4	28.6	22.7	18.7

资料来源：ifind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637