仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

蓝思科技（300433）

大客户创新大年开启价值量拐点，新兴赛道多点布局打开长期成长空间

2026 年 06 月 26 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	69,897	74,410	82,466	102,493	123,718
同比（%）	28.27	6.46	10.83	24.29	20.71
归母净利润（百万元）	3,624	4,018	4,327	6,572	8,201
同比（%）	19.94	10.87	7.68	51.90	24.78
EPS-最新摊薄（元/股）	0.69	0.76	0.82	1.24	1.55
P/E（现价&最新摊薄）	80.97	73.04	67.82	44.65	35.78

关键词：#第二曲线

投资要点

■ **深耕 AI 端侧应用 20 年，大客户创新大年与新兴赛道共振**

公司以消费电子精密制造起家，历经 20 余年深耕构筑平台型制造能力，形成从防护玻璃、金属结构件到整机组装的全链条垂直整合布局。苹果折叠屏 iPhone 有望于 2026 年正式推出，作为苹果消费电子核心供应商，公司将充分受益于新品带来的单机价值量提升。同时，公司持续向人形机器人、AI 眼镜、AI 服务器液冷、商业航天等新兴领域延伸，多赛道协同打开中长期成长空间。

■ **智能手机与电脑业务为核心基本盘， AI 端侧景气改善带来业绩修复**

智能手机与电脑类业务 2025 年实现收入 611.8 亿元，占总营收比重达 82%，是公司最核心的收入来源。公司深度绑定苹果供应链，产品覆盖防护玻璃、金属中框、触控模组、蓝宝石镜片等核心零部件。

彭博社预计苹果折叠屏于 2026 年正式推出，折叠屏设备对精密玻璃、铰链结构件、触控模组的要求均大幅高于传统直板机，单机价值量有望较传统机型实现可观提升。公司已具备航天级 UTG 材料量产能力，并在 3D 曲面玻璃、超薄盖板玻璃领域持续深耕，技术壁垒深厚，有望充分分享折叠屏放量带来的价值量增长红利。

■ **深度绑定特斯拉供应链，人形机器人批量交付打开第二成长曲线**

AI 智能化驱动背景下，人形机器人作为最佳硬件载体，未来成长空间广阔。公司把握人形机器人产业发展机遇，积极拓展机器人领域版图，国内方面深度绑定智元，并与优必选，灵心巧手，越疆机器人等企业合作开发机器人产品。海外方面公司已进入特斯拉 Optimus 供应链体系，在灵巧手、行星滚柱丝杠、六维力矩传感器等关键模组上实现量产能力储备。

■ **拟并购元拾打通 AI 服务器液冷产业链，有望深度受益算力基建扩张**

为满足 AI 算力需求，服务器性能跃升直接导致芯片功耗与机柜功率密度急剧攀升，液冷成为服务器标准解决方案。2026 年公司拟收购元拾科技，从而获取英伟达机架产品、液冷模组的 RVL/AVL 认证，形成完整的二次侧散热解决方案，精准切入英伟达下一代 Rubin GPU 集成化需求。

■ **UTG 材料前瞻布局，覆盖商业航天全链条**

公司航天级 UTG 超薄柔性玻璃是柔性太阳翼封装的核心材料，同步布局太空轻量化机柜、TGV 玻璃基板等产品，平台型制造能力赋予公司持续切入高附加值新赛道的能力。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到折叠屏 iPhone 量产带动公司单机价值量提升及新兴赛道快速放量，2026E-2028E 归母净利润分别为 43.3/65.7/82.0 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 68/45/36x ，首次覆盖，给予"买入"评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动风险；折叠屏渗透不及预期风险；客户集中风险。

证券分析师 陈海进
执业证书：S0600525020001
chenhj@dwzq.com.cn
证券分析师 周尔双
执业证书：S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn
证券分析师 钱尧天
执业证书：S0600524120015
qianyt@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.72
一年最低/最高价	21.43/58.50
市净率(倍)	5.39
流通 A 股市值(百万元)	276,911.68
总市值(百万元)	294,131.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.35
资产负债率(%,LF)	33.90
总股本(百万股)	5,278.74
流通 A 股(百万股)	4,969.70

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 消费电子构建核心能力，业务与业绩稳步发展 4
1.1. 消费电子构建核心能力，多领域拓展持续推进 4
1.2. 股权结构稳定集中，实际控制人持股比例较高 4
1.3. 产品结构多元，智能手机与电脑业务为核心 5
1.4. 营收与利润稳步增长，净利率水平趋于稳定 6
2. AI 端侧业务：折叠屏开启苹果大年，公司核心受益 7
2.1. 产品矩阵完善，AI 端侧业务筑底回升 8
2.2. 后 5G 时代 AI 端侧承压，苹果展现行业龙头韧性 10
2.3. 苹果折叠屏技术机遇：蓝思科技有望深度受益 11
3. 人形机器人、液冷、太空算力打造新增长极 13
3.1. 人形机器人：聚焦人形机器人核心环节 14
3.2. 液冷：适配服务器功率密度飙升，公司并购打通液冷产业链 17
3.3. 太空算力：中美欧算力中心规划宏大，公司业务布局多样 19
4. 盈利预测与投资评级 22
5. 风险提示 24

图表目录

图 1: 蓝思科技发展历程.....4
图 2: 蓝思科技股权结构（截至 2025 年年度报告）.....5
图 3: 蓝思科技产品矩阵图.....5
图 4: 2016-2025 公司营业收入（亿元）.....6
图 5: 2016-2025 公司归母净利润（亿元）.....6
图 6: 2021 至 2025 公司毛利率和销售净利率（%）.....7
图 7: 2021 至 2025 公司期间费用率（%）.....7
图 8: 2023-2025 公司分业务毛利率（%）.....7
图 9: 2023-2025 公司分业务收入结构（%）.....7
图 10: 蓝思科技产品矩阵图.....8
图 11: 蓝思科技消费电子分业务收入（亿元）及 YoY 增速（%）.....9
图 12: 全球消费电子精密结构件及模组综合解决方案市场竞争格局（2024 年）.....9
图 13: 2016-2025 全球智能手机出货量（亿部）.....10
图 14: 2016-2025 苹果手机出货量（亿部）.....10
图 15: 全球消费电子出货量分析（百万个）.....11
图 16: 蓝思科技港股上市所得款项用途计划.....12
图 17: 公司工业园区情况.....13
图 18: 2022-2024 公司总产能与整体利用率.....13
图 19: 工业机器人、服务机器人、人形机器人对比.....14
图 20: 从 LLM 到 VLM，AI 对现实世界感知不断丰富.....15
图 21: 目前人形机器人产品众多.....15
图 22: 灵犀 X1 人形机器人相关产品.....16
图 23: 英伟达服务器技术路线图.....17
图 24: 液冷技术低能耗原因分析.....18
图 25: 液冷同比风冷散热能力对比（2MW 机房为例）.....18
图 26: 冷板式液冷系统原理图.....19
图 27: 公司液冷领域协作关系.....19
图 28: 三体计算星座”是由之江实验室协同全球合作伙伴共同打造的千星规模的太空计算基础设施.....20
图 29: 太空算力中心不仅可以处理地面数据，也可以处理空中通信、光学卫星数据.....20
图 30: 中美欧均布局太空算力，中美落地进度最快.....21
图 31: 最优部署轨道-太阳同步轨道在 50KM 间距和 30KM 间距下仍有 3662/9616 颗卫星空间.....21
图 32: 公司太空算力领域产品矩阵.....22

表 1: 公司分业务收入预测（亿元）.....23
表 2: 可比公司估值（截至 2026 年 6 月 26 日）.....24

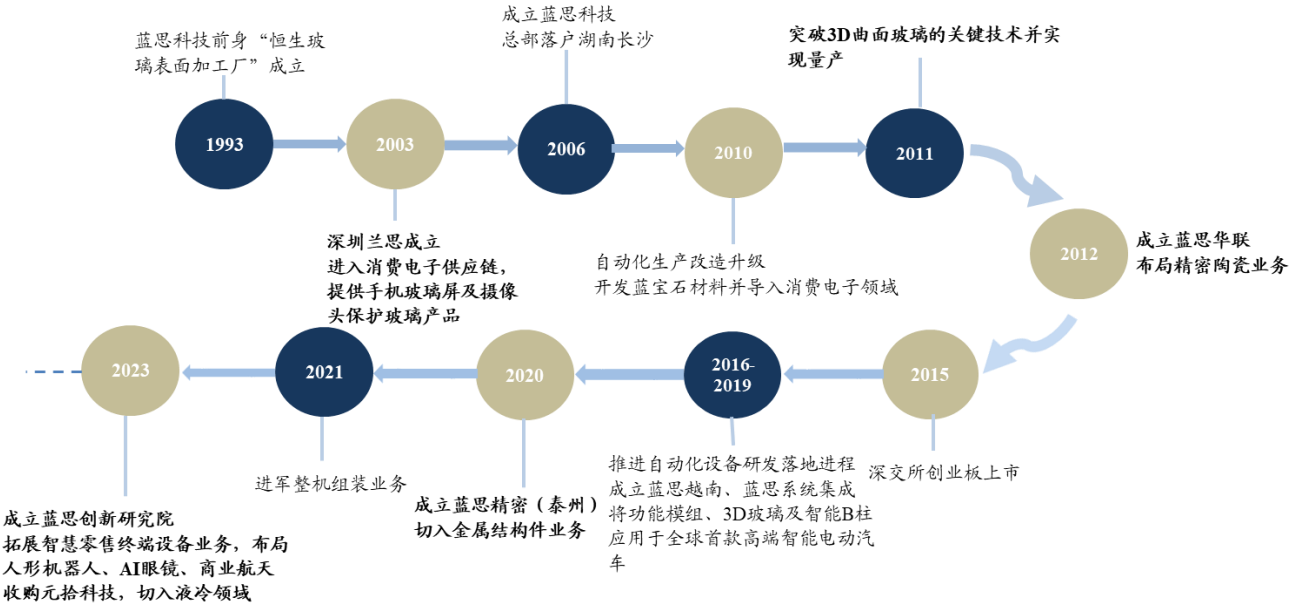
1. 消费电子构建核心能力，业务与业绩稳步发展

1.1. 消费电子构建核心能力，多领域拓展持续推进

公司以消费电子精密制造起家，在技术突破与产业链整合中不断夯实平台能力。2003 年公司成立，进入消费电子供应链；2007 年成为智能手机防护玻璃供应商，2011 年突破 3D 曲面玻璃技术并实现量产；随后将蓝宝石、陶瓷等新材料导入消费电子，拓展材料体系；2015 年上市后通过自建与并购切入金属结构件赛道，2020 年切入苹果手机中框供应链；2021 年进军整机组装，完成从原材料到整机的垂直整合布局。

公司持续推进能力外延。2018 年公司将玻璃及结构件能力应用于车载显示及内饰件，切入新能源汽车赛道；2025 年将精密结构件及模组能力拓展至人形机器人领域并实现批量交付，同时将镜片加工及整机能力延伸至 AI 眼镜；2026 年拟收购元拾科技，切入 AI 服务器液冷及结构件领域，并以航天级 UTG 材料前瞻布局商业航天。

图1：蓝思科技发展历程

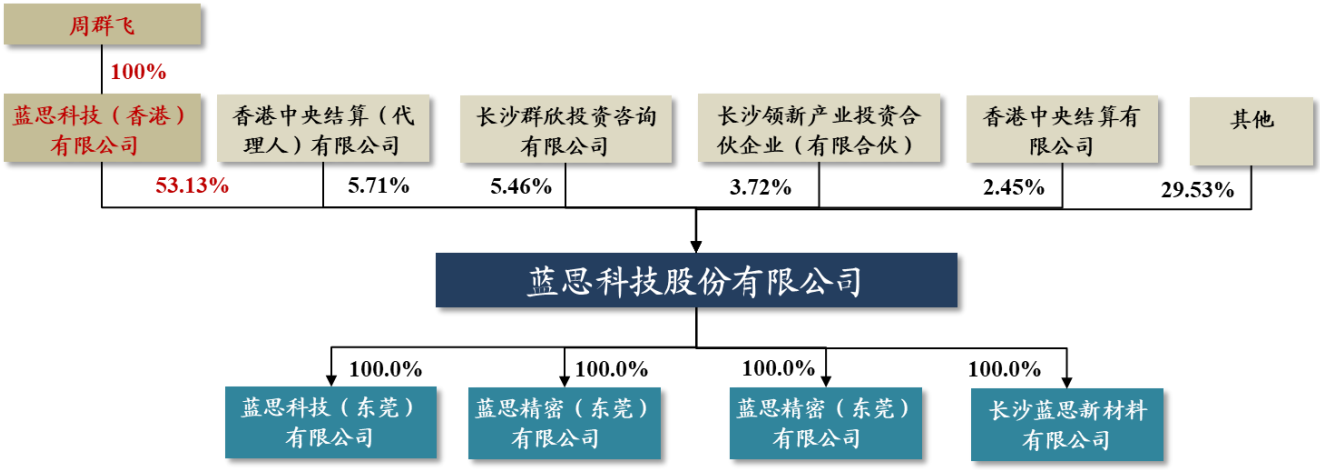


数据来源：蓝思科技官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定集中，实际控制人持股比例较高

蓝思科技股权结构稳定集中，周群飞女士持有公司约 58%股权。蓝思科技实际控制人为周群飞女士，截至 2025 年年报，周群飞通过蓝思科技（香港）有限公司持有公司 53.13%股权，并通过长沙群欣投资咨询有限公司间接持有 5.35%股权，合计持股比例超过 58%，处于控股地位。

图2：蓝思科技股权结构（截至 2025 年年度报告）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 产品结构多元，智能手机与电脑业务为核心

智能手机与电脑业务为公司基本盘。2025 年公司该板块收入 611.8 亿元，占总营收比重达 82%，毛利率为 15%，是公司最核心的业务。产品涵盖防护玻璃、触控模组、蓝宝石镜片、金属结构件等。

智能穿戴、新能源汽车及其他新兴业务加速拓展。 2025 年智能头显与智能穿戴业务实现收入 39.8 亿元，占比 5%，毛利率 20%，主要覆盖 AI 眼镜及智能穿戴设备的结构件；新能源汽车及智能座舱业务实现收入 64.6 亿元，占比 9%，毛利率 7%；此外人形机器人、AI 服务器等其他类型智能终端合计实现收入 10.5 亿元，占比 1%，毛利率 17%。

图3：蓝思科技产品矩阵图



数据来源：Wind，蓝思官网，东吴证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

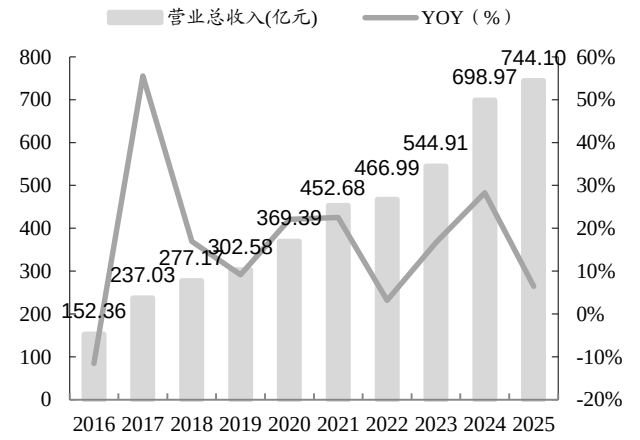
1.4. 营收与利润稳步增长，净利率水平趋于稳定

公司收入与归母净利润整体呈现稳健增长态势。收入端，公司营业收入由 2016 年的 152.36 亿元增长至 2025 年的 744.10 亿元，CAGR 为 19.3%，整体保持持续扩张。利润端，归母净利润由 2016 年的 12.04 亿元提升至 2025 年的 40.18 亿元，CAGR 为 14.3%。

2020 年公司利润大幅增长，由产品结构升级与规模效应共同驱动。一方面，苹果 iPhone 12 作为首代 5G 机型销量表现强劲，并引入超瓷晶面板，带动单机价值量及毛利率提升，公司作为核心供应商充分受益；另一方面，疫情背景下订单向头部供应商集中，公司凭借规模化交付能力与产业链整合优势实现份额提升，叠加产能利用率及自动化水平提升，推动盈利能力显著改善。

2025 年业绩受短期影响扰动，不改长期向好趋势。2025 年公司实现营业收入 744.1 亿元，同比+6.46%，归母净利润 40.18 亿元，同比+10.87%，业绩在外部因素扰动下仍然保持较快增长，其中外部因素包括：①汇兑损益拖累部分利润；②整机组装业务因大客户业务模式变更短期影响收入，后续将恢复正常。

图4：2016-2025 公司营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2016-2025 公司归母净利润（亿元）



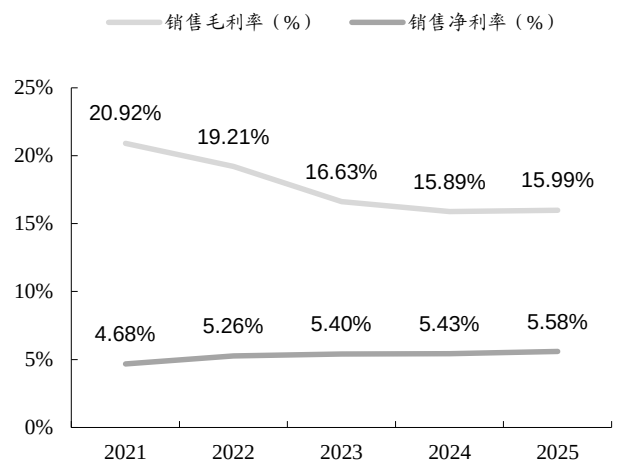
数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率与净利率走势分化，毛利率下滑而净利率稳中有升，主要受费用率持续优化支撑。2021 年以来公司销售毛利率有所下滑，主要是公司业务结构变化，毛利率较低的整机组装业务增速较快。销售净利率自 2021 年呈稳定上升态势，2025 年达到 5.6%。**期间费用方面，**销售费用率由 2021 年的 1.42%下降至 2025 年的 0.79%，管理费用率由 8.77%显著下降至 3.89%，为费用优化的主要来源；研发费用率小幅下降，整体维持在 3%–5%区间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

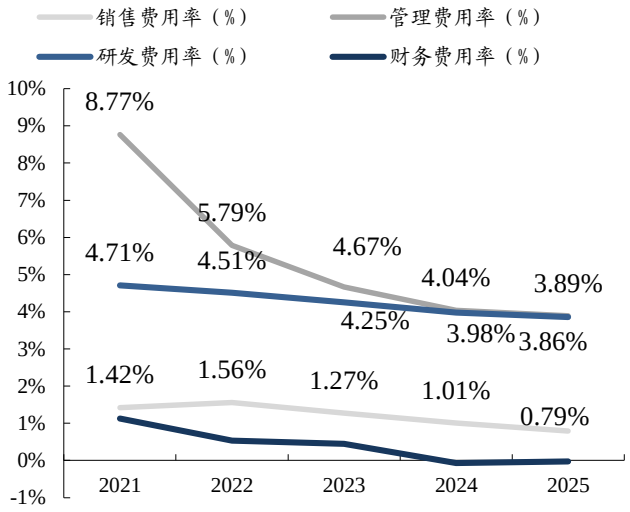
仅供内部参考，请勿外传

图6：2021 至 2025 公司毛利率和销售净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

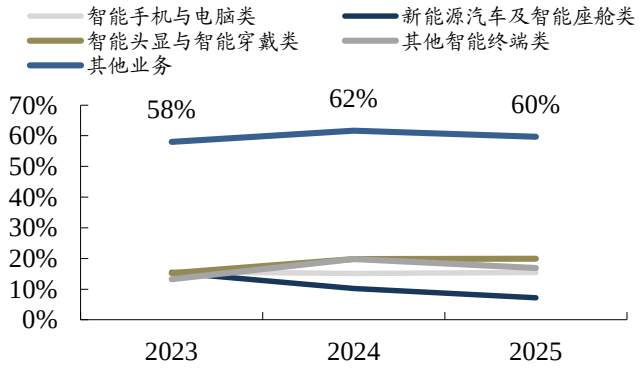
图7：2021 至 2025 公司期间费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

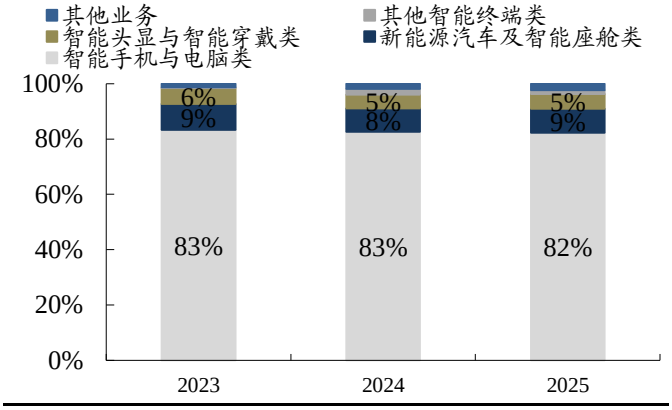
业务毛利率呈现"三线分化"格局：智能穿戴业务持续提升，传统业务保持稳定，智能汽车业务承压。智能穿戴与头显类业务成为公司毛利率提升的核心驱动力，2023-2025 年从 15.27%稳步增长至 19.91%，累计提升 4.64 个百分点；智能手机与电脑类业务作为公司传统核心业务，毛利率在 15-16%的窄幅区间内波动，总体保持稳定；新能源汽车及智能座舱类业务的毛利率从 15.47%下滑至 7.22%，降幅超过 8 个百分点，主要系汽车行业价格竞争激烈、原材料成本上升以及公司在业务拓展初期的投入压力。

图8：2023-2025 公司分业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023-2025 公司分业务收入结构（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

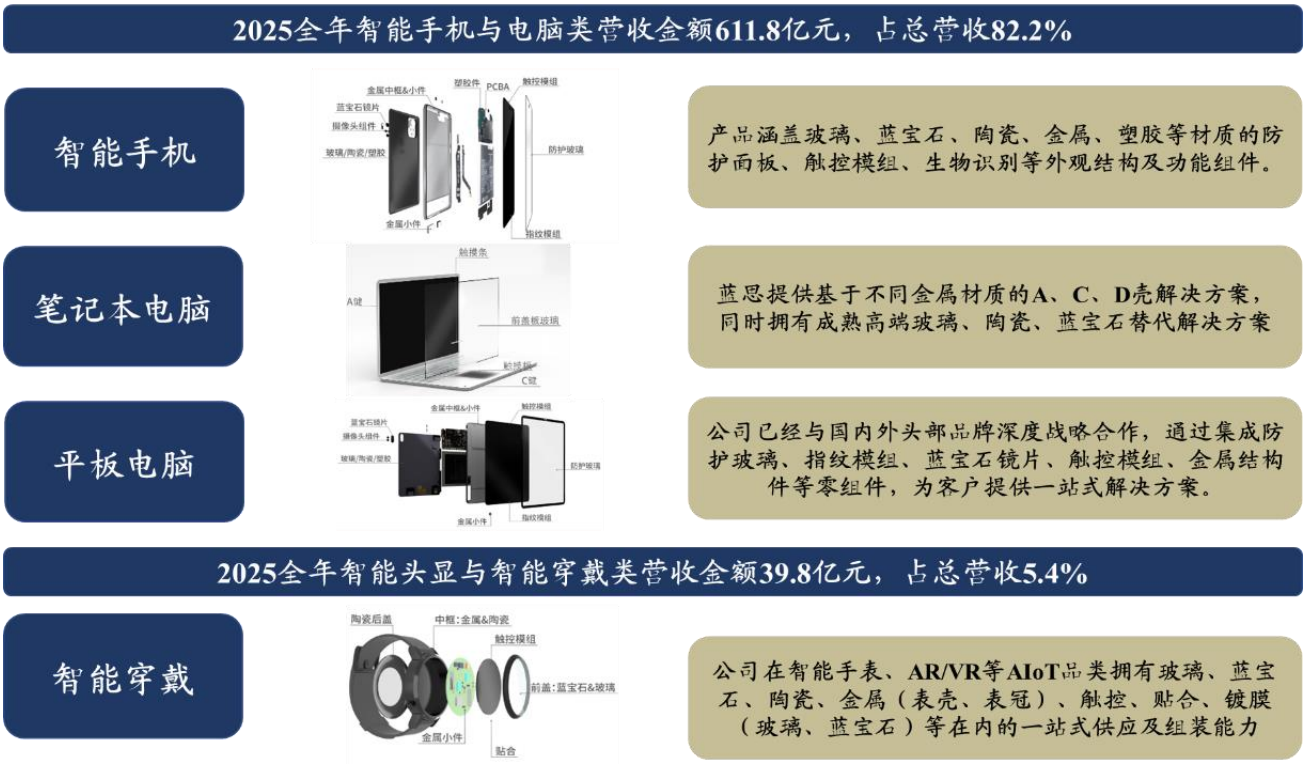
2. AI 端侧业务：折叠屏开启苹果大年，公司核心受益

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1. 产品矩阵完善，AI 端侧业务筑底回升

蓝思科技在 AI 端侧以智能手机与电脑类业务为核心（25 年收入占比 82.2%），同时积极布局智能穿戴与 AI 硬件等新兴业务，形成了"传统业务稳健、新兴业务增长"的产品格局。目前公司在 AI 端侧的产品布局主要包括手机、电脑、平板、智能穿戴四大板块。

图10：蓝思科技产品矩阵图

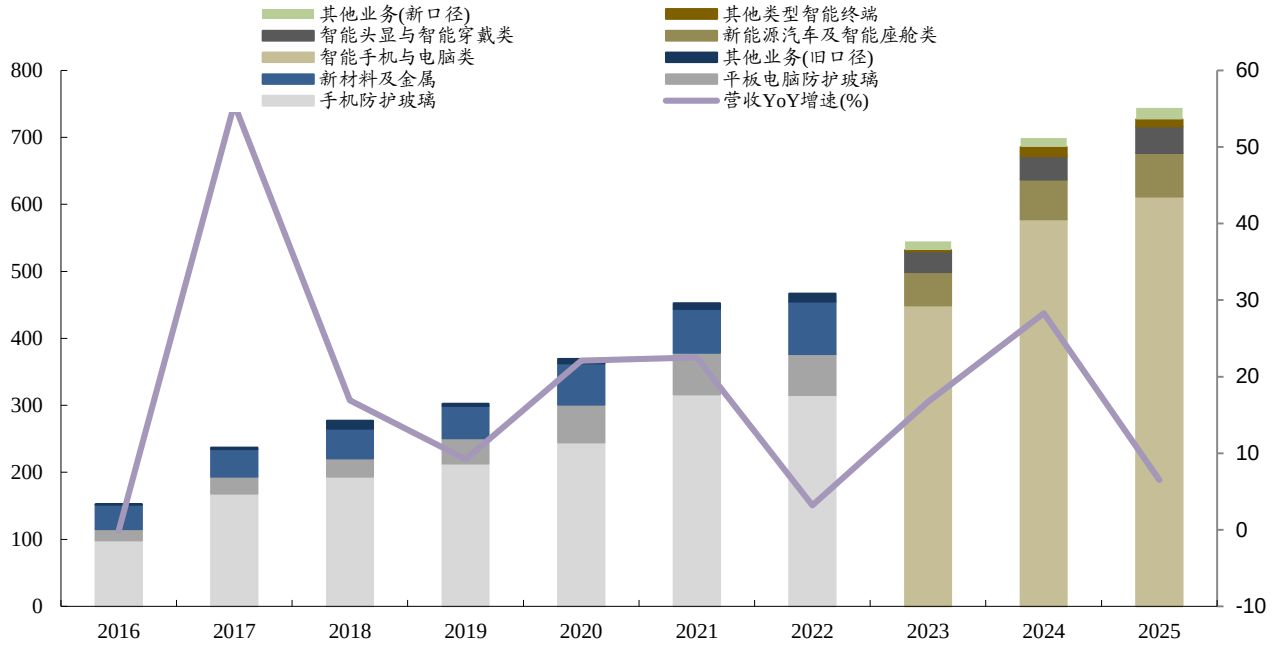


数据来源：蓝思科技官网，东吴证券研究所

AI 端侧业务规模持续扩张，结构升级驱动价值重估。蓝思科技 AI 端侧业务收入由 2016 年的 152.4 亿元增长至 2025 年的 651.6 亿元，CAGR 为 16.8%，增长韧性显著。从结构演变看，公司顺应行业趋势主动完成口径切换，智能手机与电脑类业务 2025 年贡献收入 611.8 亿元，占比超 80%，龙头地位稳固；智能头显与穿戴类已形成第二曲线雏形，伴随 AI/AR 眼镜等新形态产品渗透加速，有望成为下一阶段增量核心。展望未来，受益于 AI 端侧新品周期启动与客户结构持续优化，我们认为公司 AI 端侧板块有望延续稳健增长态势。

仅供内部参考，请勿外传

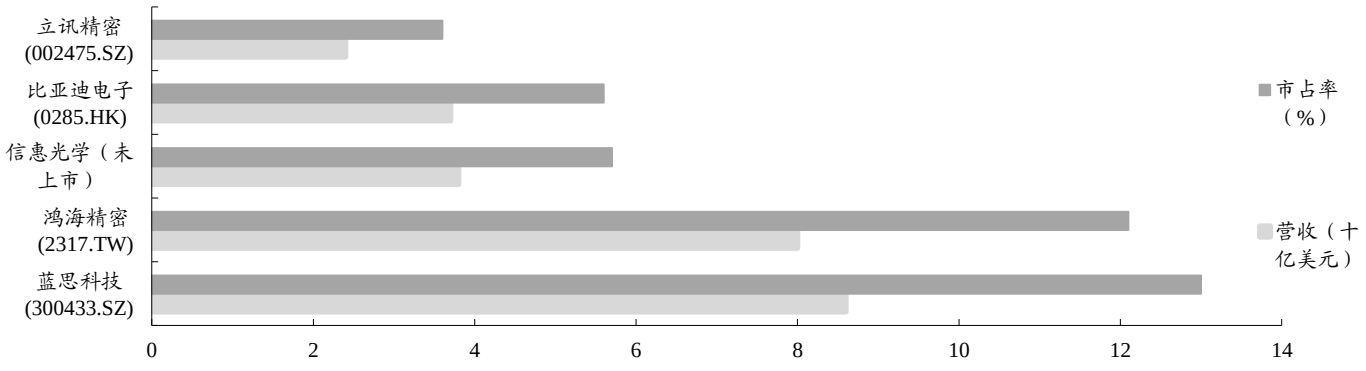
图11：蓝思科技消费电子分业务收入（亿元）及 YoY 增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

全球市场份额领先，龙头地位持续稳固。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球消费电子精密结构件及模组综合解决方案市场规模达 663 亿美元，蓝思科技以 13.0%的市场份额位居全球第一，领先第二名鸿海精密（12.1%）约 0.9 个百分点，较第三名信惠光学（5.7%）优势更为显著。公司不仅在传统玻璃防护盖板领域深耕多年，更持续向金属结构件、功能模组等高附加值环节延伸，形成"材料+工艺+模组"一体化的综合竞争壁垒。在消费电子产品迭代提速、客户集中度持续向优质供应商靠拢的背景下，蓝思科技的规模优势、研发积累与客户粘性有望进一步转化为市占率的稳步提升。

图12：全球消费电子精密结构件及模组综合解决方案市场竞争格局（2024 年）



数据来源：蓝思科技港股招股书，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

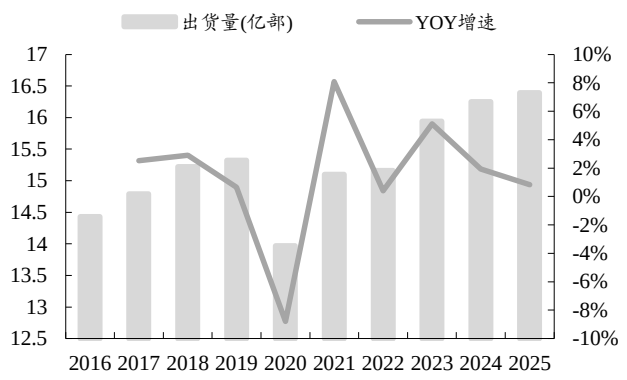
仅供内部参考，请勿外传

2.2. 后 5G 时代 AI 端侧承压，苹果展现行业龙头韧性

后 5G 时代行业增速收窄，AI 端侧进入存量竞争阶段。全球智能手机出货量自 2021 年 5G 大年后增速明显回落，2022-2025 年同比增速均未超过 6%。5G 渗透率快速提升后，行业缺乏新的技术催化剂，折叠屏、AI 手机等创新方向尚未形成规模化换机需求，全球出货量在 1,500-1,640 百万部区间低速震荡，消费电子行业进入存量竞争阶段。

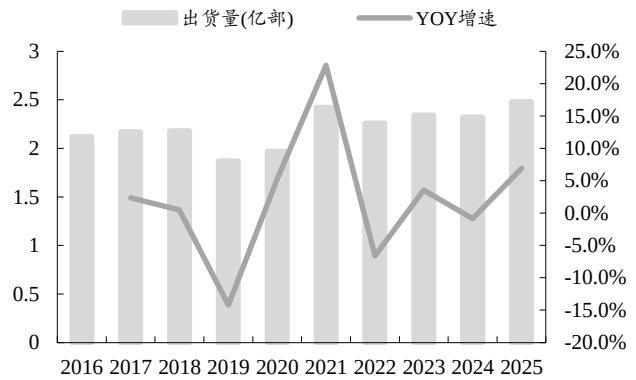
苹果 Alpha 属性凸显，消费电子小年展现韧性。 在行业整体承压的背景下，苹果凭借强大的品牌力、成熟的硬件生态与持续迭代的产品力，出货量始终维持在 2.1 亿部以上高位，于 2021 年实现 22.9%的强劲增长后，在此后的消费电子小年中依然保持相对稳定，市场份额持续巩固。相较于全行业的低迷表现，苹果展现出显著的抗周期韧性，Alpha 属性持续凸显。

图13：2016-2025 全球智能手机出货量（亿部）



数据来源：SELLCELL，东吴证券研究所

图14：2016-2025 苹果手机出货量（亿部）



数据来源：SELLCELL，东吴证券研究所

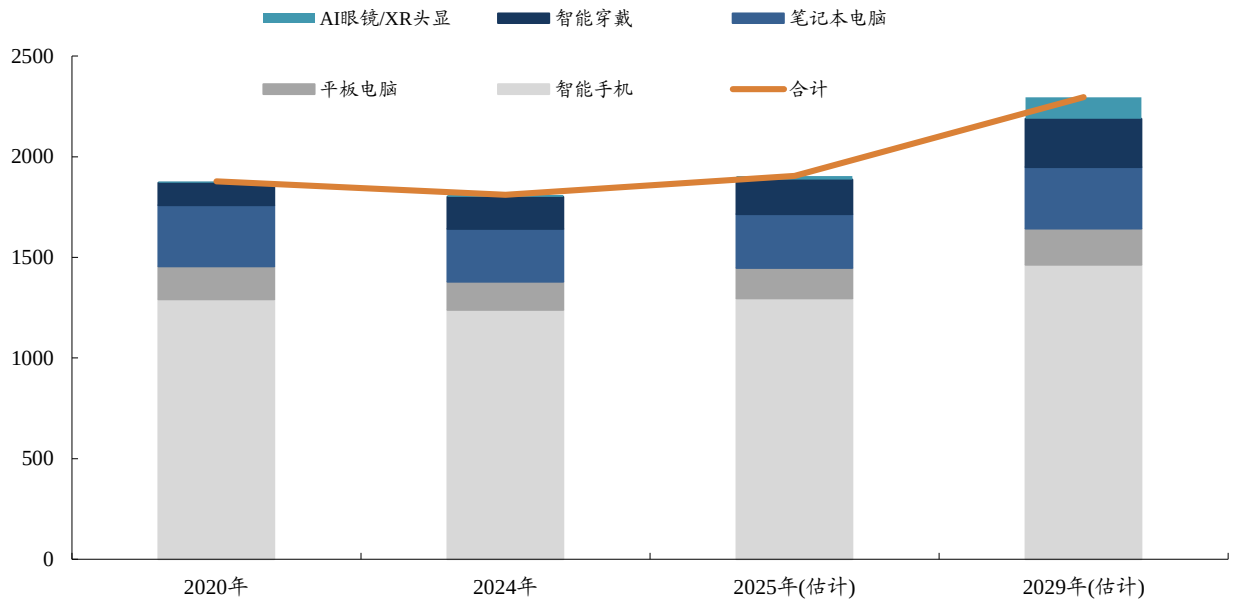
AI 端侧周期重启在望，新品类与智能手机创新双轮驱动。后 5G 时代，消费电子行业在缺乏颠覆性技术催化的背景下陷入增长瓶颈，全球智能手机出货量自 2022 年起持续低迷。然而，随着 AI 技术加速渗透硬件终端，新一轮消费电子上行周期的条件正逐步成熟。

驱动力一方面来自新兴品类的快速崛起。智能穿戴设备出货量从 2020 年的 1.11 亿部增长至 2024 年的 1.60 亿部，弗若斯特沙利文预计 2029 年将进一步扩容至 2.40 亿部，2025 至 2029 年复合增速达 8.8%；AI 眼镜及 XR 头显则从边缘品类跃升为最具爆发潜力的新赛道，弗若斯特沙利文预计 2025 至 2029 年复合增速高达 55.5%，有望成为继智能手机之后下一个规模化 AI 端侧平台。**另一方面，智能手机自身的创新迭代同样不可忽视。**AI 手机的功能升级、折叠屏形态的持续成熟，以及端侧大模型的规模化落地，有望重新激活存量用户的换机需求，推动智能手机出货量从当前的低增速平台期回归温和

请务必阅读正文之后的免责声明部分

扩张轨道。

图15：全球消费电子出货量分析（百万个）



数据来源：蓝思科技港股招股书，东吴证券研究所

AI 端侧业务周期的重启，历来需要旗舰品牌的产品级创新作为引爆点。当前市场对复苏的期待，高度寄望于苹果即将推出的新一代产品。从潜在新品布局来看，折叠屏 iPhone 与 Vision Pro 二代是市场关注度最高的两条产品线——产品形态的重大突破，而非单纯的参数升级，才是驱动新一轮换机潮的根本动力。**其中，折叠屏 iPhone 是最具增量潜力的变量。**当前折叠屏产品最大的痛点在于屏幕折痕问题，严重制约了消费者接受度。苹果计划采用液态金属铰链配合新一代柔性屏方案，液态金属兼具高硬度与高弹性，能在反复折叠中均匀支撑、抑制折痕，有望从根本上解决这一核心体验缺陷。一旦折痕问题得到突破，折叠屏 iPhone 有望凭借苹果庞大的存量用户基础触发集中换机效应，带动整条供应链进入新一轮景气上行周期。

2.3. 苹果折叠屏技术机遇：蓝思科技有望深度受益

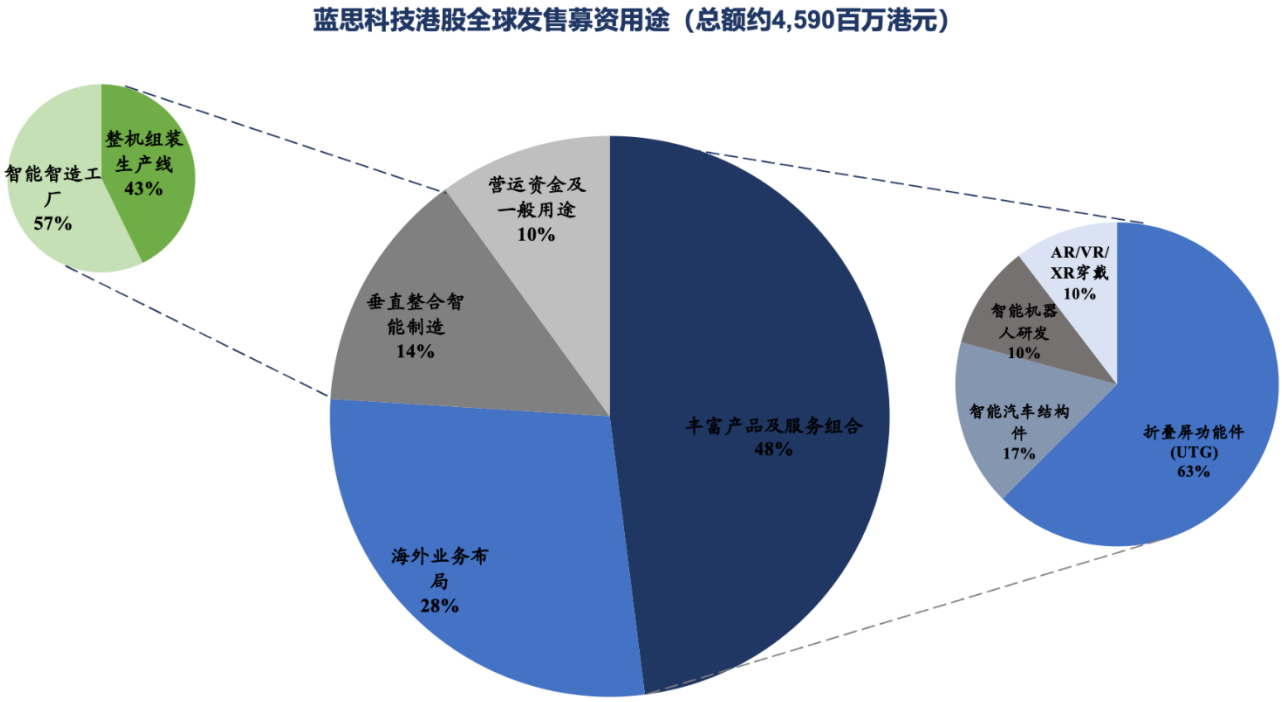
蓝思科技以玻璃盖板起家，玻璃深加工能力是公司的核心竞争力所在。回顾上一轮成长驱动力，2020 年 iPhone 12 搭载的超瓷晶面板正是公司技术实力的集中体现——超瓷晶材料的引入大幅提升了屏幕抗跌落性能，蓝思凭借在材料加工与精密制造上的领先积累，成为该项目的核心受益方，并由此开启了一轮显著的业绩扩张。

本轮折叠屏所带来的技术变革，与超瓷晶时代高度相似——同样是材料与工艺的根

本性升级，同样指向玻璃加工这一蓝思的核心能力圈。折叠屏的关键材料 UTG（超薄柔性玻璃）对加工精度、良率控制及弯折可靠性的要求极高，是整条折叠屏供应链中技术壁垒最为突出的环节之一。在 UTG 供应格局上，蓝思科技作为折叠屏 UTG 盖板的全球核心供应商，在技术、量产能力方面全球领先。技术壁垒方面，蓝思已掌握激光切割与化学强化协同工艺，并依托航天级 UTG 材料实现良率与耐久性双重突破，叠加整机组装能力形成一体化交付优势，竞争优势明显。

蓝思科技在此次港股上市所募集的资金中，约 30%明确投向 UTG 折叠屏玻璃领域的研发与产能建设，展现出对这一赛道清晰的前瞻判断。相较于被动跟随客户需求的供应商，这种主动、超前的战略布局，有望使公司在苹果折叠屏量产之际以成熟的技术方案和充足的产能储备赢得较大份额的核心订单，复刻超瓷晶时代的高成长路径。

图16：蓝思科技港股上市所得款项用途计划



数据来源：蓝思科技招股说明书，东吴证券研究所

全球化生产布局，多地协同保障交付。蓝思科技已在中国、越南及墨西哥建立起覆盖三大洲的全球化生产网络。截至 2025 年 12 月 31 日，公司共拥有九个工业园区，总建筑面积超过 900 万平方米。依托 A+H 双资本平台优势，优化国内+东南亚（泰国、越南）+北美（墨西哥）产能矩阵。其中中国七个园区分布于湖南（浏阳、郴梨、星沙、黄花、湘潭）、广东（东莞）及江苏（泰州），构成公司核心生产主体；越南北江省园区作为东南亚制造基地于 2017 年投入运营，服务苹果等客户的海外供应链本地化需求；墨西哥蒙特雷园区于 2022 年建立，聚焦智能汽车及座舱产品，进一步完善公司在北美市场的产能布局，并有泰国生产基地在加速建设。公司"中国大本营 + 东南亚 + 北美"

的三角布局，不仅与苹果持续推进供应链多元化的战略方向高度契合，也使公司具备了在不同贸易环境下灵活调配产能、保障交付的能力。

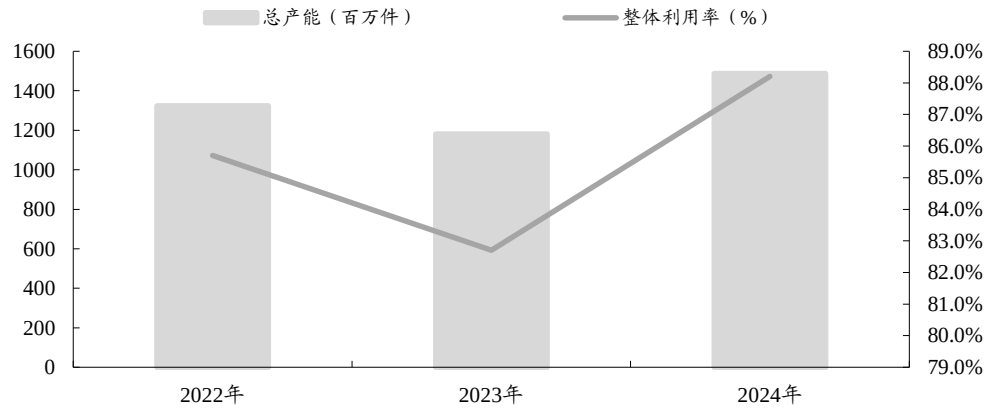
图17：公司工业园区情况

工业园区	成立年份	主要产品	总建筑面积
中国（7个园区）			
湖南浏阳，中国	2008年	智能手机与电脑类	约2,305,700平方米
湖南郴梨，中国	2014年	智能手机与电脑、智能汽车及座舱、智能头显与智能穿戴设备类	约880,000平方米
湖南星沙，中国	2011年	智能手机与电脑类	约160,000平方米
湖南黄花，中国	2020年	智能手机与电脑、智能汽车及座舱、智能头显与智能穿戴设备类	约1,560,000平方米
湖南湘潭，中国	2020年	智能手机与电脑（包括整机组装）等类	约765,000平方米
广东东莞，中国	2010年	智能手机与电脑类	约788,361平方米
江苏泰州，中国	2021年	智能手机与电脑类	约941,533平方米
海外（2个园区）			
北江省，越南	2017年	智能手机与电脑、智能汽车及座舱、智能头显与智能穿戴设备类	约461,320平方米
蒙特雷，墨西哥	2022年	智能汽车及座舱类	约12,500平方米

数据来源：蓝思科技港股招股说明书，东吴证券研究所

产能稳步扩张，利用率持续健康。2022 至 2024 年间，公司整体产能从 1,323.2 百万件增长至 1,486.6 百万件，三年累计增幅约 12.4%。值得关注的是，2023 年受消费电子行业景气度低迷影响，产能及利用率均出现短暂回落，但 2024 年随着行业需求复苏，公司产能与利用率双双回升，整体利用率由 82.7%提升至 88.2%，主力园区浏阳、郴梨、东莞、泰州利用率均超 80%，部分园区接近满产。低谷期利用率未见大幅滑坡，复苏期快速修复，体现出公司在需求波动环境下较强的产能管理能力与客户粘性。

图18：2022-2024 公司总产能与整体利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 人形机器人、液冷、太空算力打造新增长极

3.1. 人形机器人：聚焦人形机器人核心环节

人形机器人是具备人类外形特征和行动能力的智能机器人，通过手臂和身体的协调完成功能，基于通用型算法和生成式 AI，具备语义理解、人机交互、自主决策等能力，并利用人机交互实现任务理解与反馈，有强大的感知计算与运动控制能力。

人形机器人相比工业机器人拥有更高级的感知交互系统，包括传感模块和软件方面（导航技术、智能决策等）。与服务机器人相比拥有更强的通用性，每个关节受力更加复杂，对减速器负载和电机响应速度要求更高。

图19：工业机器人、服务机器人、人形机器人对比

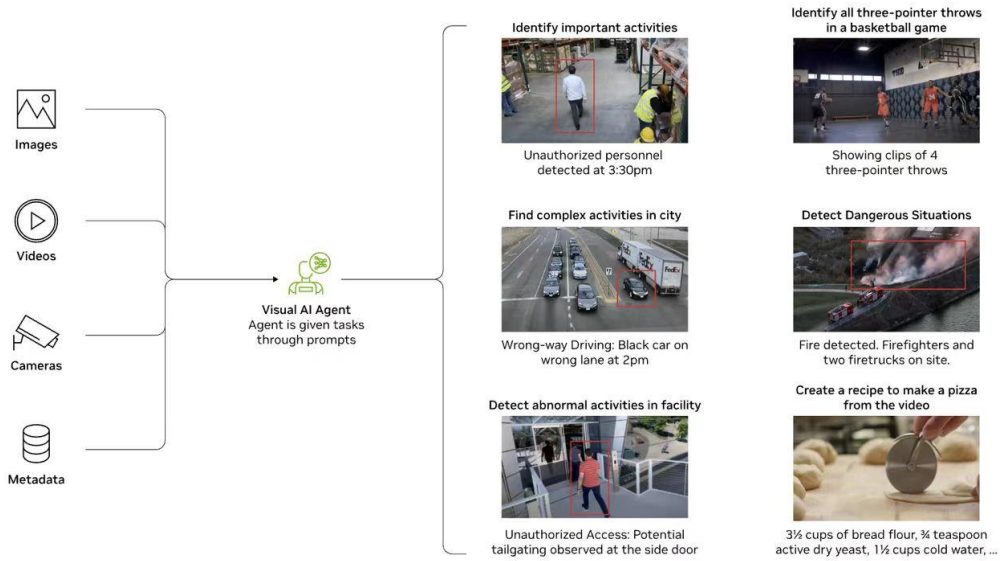
	工业机器人	服务机器人	人形机器人
特点	1）精度较服务机器人高 2）通过执行明确的程序进行重复性工作	1）精度相对较低 2）形态多样，模仿人类能力	**1）仿真程度高**，更接近人形 **2）具备较强的自主性**，环境感知+人机交互要求高 **3）运动控制能力更强**，关节对减速器和电机要求高 **4）多功能性**，通用性更强
应用领域	代替人类执行危险任务，焊接、搬运、喷涂、装配、磨削等	主要协助人类工作，医疗、餐饮、酒店、物流等	**应用领域更广**，涵盖服务业和工业制造业
形态类型	单臂机器人、双臂机器人、移动机器人、固定机器人	人形机器人、车型机器人、无人机、智能家居	一般具有躯干、头部、两条手臂和两条腿
主要制造商	瑞典ABB、日本Fanuc、日本安川电机、德国库卡等	科沃斯、美国iRobot、海康等	特斯拉、本田、波士顿动力等
示意图			

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

模型端的技术革新是人形机器人智能性跃升的核心动力。多模态大模型的突破，首次为人形机器人打通了“感知—理解—决策”的智能闭环，成为机器人拥有自主“大脑”的重要开端。大语言模型(LLM)验证了神经网络通过海量数据训练实现逻辑推理的可行路径，而视觉语言模型(VLM)则进一步突破模态边界，融合图像、视频与语言信息构建统一表征体系，让机器人具备了多维理解现实世界的能力。更关键的是，动作模态与现有视觉语言模型的融合，让机器人实现了从“认知世界”到“交互世界”的跨越，机器人不再仅停留在感知与理解层面，而是能基于认知完成决策并落地实际操作。这种从推理、理解到执行的完整智能升级，大幅提升了机器人的实用化与适配性，使其能够满足工业生产、商业服务等场景的复杂任务要求，并在未来有望规模化进入工业端与商用场景。

仅供内部参考，请勿外传

图20：从 LLM 到 VLM，AI 对现实世界感知不断丰富



数据来源：芝能智芯公众号，东吴证券研究所

当前全球人形机器人赛道进入量产商用攻坚期，海内外厂商密集发布多样产品。海外以特斯拉 Optimus 三代产品为技术标杆，Figure AI 等创业公司聚焦商用落地；国内依托完整产业链与大模型优势，宇树科技率先构建起 H1/H2 全尺寸人形、G1 消费级 AI 化身、R1 轻量化开发平台的全场景产品矩阵，同时智元、魔法原子、小米、小鹏、松延动力、众擎等细分赛道玩家同步发力，推动行业从原型验证向规模化落地加速演进。

图21：目前人形机器人产品众多

	Tesla Optimus			宇树科技				Figure AI	众擎
产品名称	Gen1	Gen2	Gen3	H1	H2	R1	G1	Figure 03	PM01
图片									
发布时间	2022年10月	2023年12月	2026年3月	2023年8月	2025年10月	2025年7月	2024年5月	2025年10月	2025年12月
	智元		魔法原子	银河通用	松延动力		乐聚	小米	小鹏
产品名称	远征	灵犀	Magic Bot	S1	Bumi	Hobbs	KUAVO	CyberOne	IRON
图片									
发布时间	2024年8月	2024年8月	2025年7月	2026年1月	2025年10月	2025年12月	2026年3月	2022年8月	2025年11月

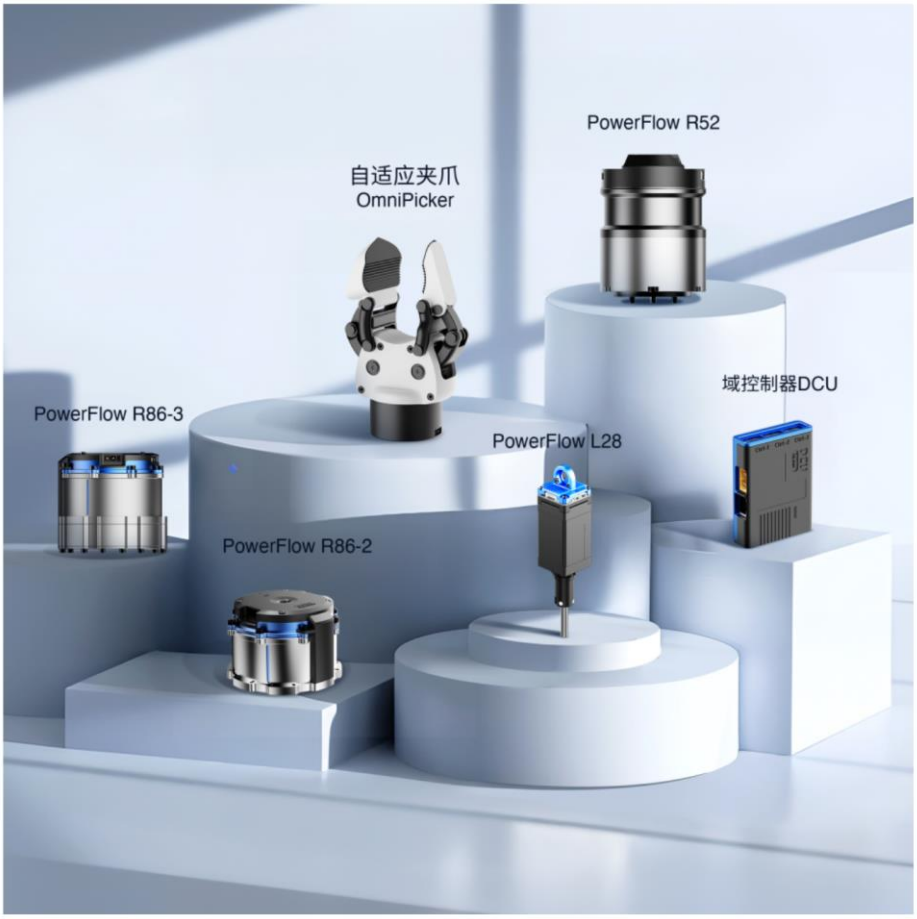
数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司把握人形机器人产业发展机遇，积极拓展机器人领域版图，与多家厂商展开深度合作。2025 年 4 月，公司与智元机器人合资设立智启未来，融合自身精密制造优势与智元的具身智能核心技术；同年 7 月，进一步参与智元旗下子公司智鼎机器人的新一轮战略投资。依托成熟的精密制造体系，公司深度参与智元灵犀 X1 人形机器人关节模组、DCU 控制器、OmniPicker 夹爪等核心部件的生产、组装与测试管控，目前已实现批量交付。公司与灵宝机器人、零次方等企业合作开发机器人产品，并领投灵宝机器人近亿元天使+轮融资。此外，公司 2025 年 11 月 6 日斩获越疆 10000 台四足机器狗整机组装订单。2025 年 11 月 28 日，蓝思科技机器人园区和湖南具身智能创新中心正式启用，标志着蓝思科技在机器人领域的战略布局进入实质性落地阶段，也是公司从消费电子制造向高端智能制造转型的重要里程碑。随着机器人园区的投产运营，蓝思科技有望在具身智能这一新兴赛道中占据先发优势。

公司与特斯拉已有逾十年深度合作基础，长期作为其智能座舱模组的核心 Tier 1 供应商。公司已进入特斯拉 Optimus 人形机器人供应体系，参与头部模组等核心部件的开发，并已在灵巧手、行星滚柱丝杠、六维力矩传感器等关键模组上实现量产能力储备。凭借多年汽车电子行业技术积累，公司有望在 Optimus 机器人量产过程中持续受益。

图22：灵犀 X1 人形机器人相关产品



数据来源：人形大讲堂公众号，东吴证券研究所

3.2. 液冷：适配服务器功率密度飙升，公司并购打通液冷产业链

液冷方案高度适配服务器功率密度的飙升。为满足爆炸式增长的 AI 算力需求，服务器性能的跃升直接导致了芯片功耗与机柜功率密度的急剧攀升。1）芯片功率密度的激增：产品每演进一代，功率密度攀升 30~50%，对应的芯片的散热需求越来越大。以英伟达为例，GPU 的热设计功耗已从 B200 的 700W，发展到 GB300 的 1400W，再到未来 VR300 的潜在 4000W，传统风冷散热能力难以为继。2）整柜功率密度快速增长：分析英伟达服务器机柜功率的变化，从 GB200 NVL72 机柜功率约 140kW，到 GB300NVL72 柜机功率提升至约 180kW，再到 Rubin 架构的规划功率高达 370kW 乃至 600kW，AI 服务器的柜机功率密度代际增幅显著。面对如此高密度的热负荷，传统风冷技术因空气的导热效率低下已触及物理天花板，无法保障服务器的稳定运行与可靠性。

图23：英伟达服务器技术路线图

	2024	2025	2026	2026E	2027E
芯片层面（Chip Level）					
架构	Blackwell		Rubin		
GPU	GB200	GB300(Ultra)	VR200	CPX	VR300(Ultra)
GPU TPD（热设计功耗）/W	**1200**	**1400**	**2300**	**800**	**4000+**
系统规格（System Form Factor）					
最大系统密度	NVL72	NVL72	NVL144	CPX Only	NVL576
GPU封装数量	72	72	72	144	144
GPU Die核心数量	144	144	144	144	576
液冷方案	**液冷85%+风冷15%**		**液冷100%**		
柜机功率/kW	**140**	**180**	**225**	**190**	**600**

数据来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，Semianalysis，东吴证券研究所

液冷技术的核心优势有：1）低能耗：液冷散热技术传热路径短、换热效率高、制冷能效高的特点促成液冷技术低能耗优势；2）高散热：以 2MW 机房为例，相同单位下，液冷散热能力是风冷的 4-9 倍。①液冷系统常用介质有去离子水、醇基溶液、氟碳类工质、矿物油/硅油等，这些液体的载热能力、导热能力和强化对流换热系数均远大于空气；②液冷技术下，单板、整柜、机房整体送风需求量大幅降低，允许高功率密度设备部署；同时，单位空间 ICT 设备布置数量上升，提高数据中心空间利用率。3）低噪声：液冷散热技术利用泵驱动冷却介质在系统内循环流动并进行散热，解决发热/高功率器件散热问题；能降低冷却风机转速或者采用无风机设计，从而具备极佳的降噪效果。4）低 TCO：TCO（Total Cost of Ownership，即全生命周期成本），液冷技术具有极佳的节能

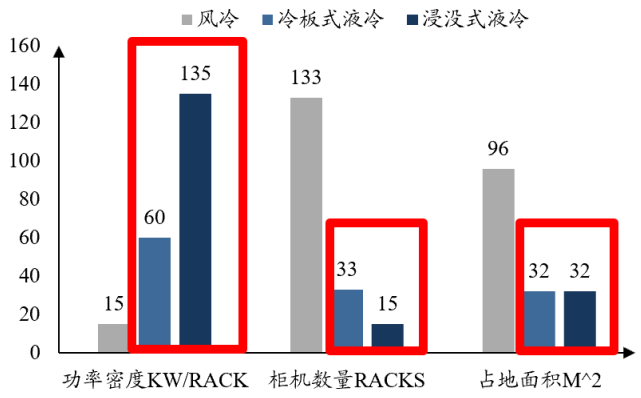
效果，液冷数据中心 PUE 可降至 1.2 以下，每年可节省大量电费，能够极大的降低数据中心运行成本。

图24：液冷技术低能耗原因分析

优势	原因分析
传热路径短	低温液体由 CDU（冷量分配单元）直接供给通讯设备内，传热路径短。
换热效率高	液冷系统一次侧和二次侧之间通过换热器实现液液换热；一次侧和外部环境之间结合风液换热、液液换热、蒸发汽化换热三种形式，具备更优的换热效果。
制冷能效高	液冷技术可实现 40~55℃高温供液，无需压缩机冷水机组，采用室外冷却塔，可实现全年自然冷却。

数据来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，东吴证券研究所

图25：液冷同比风冷散热能力对比（2MW 机房为例）



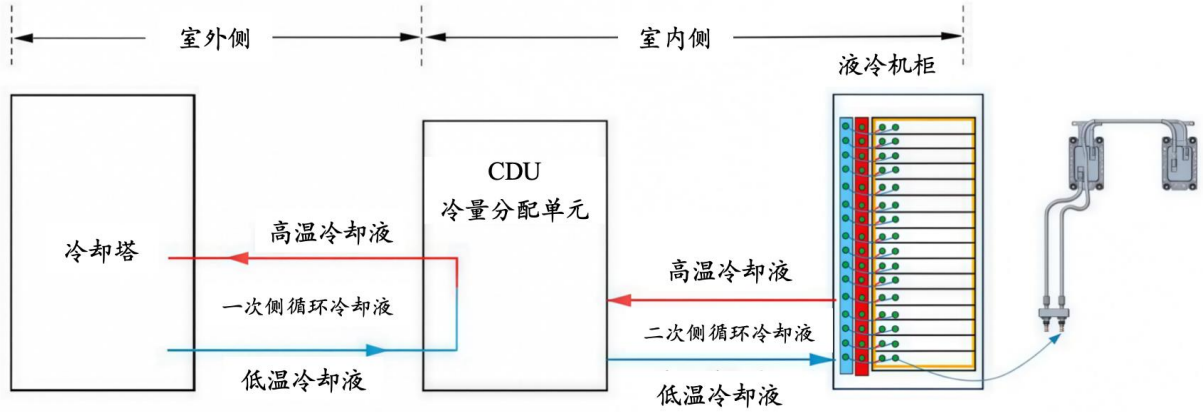
数据来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，东吴证券研究所

冷板式液冷的散热过程是一个高效、闭环的热量传递循环。冷板式液冷是通过液冷板（通常为铜铝等导热金属构成的封闭腔体）将发热器件的热量间接传递给封闭在循环管路中的冷却液体，通过冷却液体将热量带走的一种散热形式。冷板式液冷系统主要由冷却塔、CDU、一次侧&二次侧液冷管路、冷却介质、液冷机柜组成；其中液冷机柜内包含液冷板、设备内液冷管路、流体连接器、分液器等。

冷板式液冷散热的核心原理：在于液冷板与芯片表面的紧密贴合，使芯片产生的热量能够通过热传导迅速转移至冷板。随后，在 CDU 循环泵的驱动下，低温工质流经冷板内部流道，通过强化对流换热吸收热量成为高温流体。该高温工质返回至 CDU，在换热器中将热量传递给一次侧冷却回路，自身降温后再次进入循环。而一次侧冷却液则最终通过冷却塔将所携热量排放至大气环境中，完成整个散热流程。

仅供内部参考，请勿外传

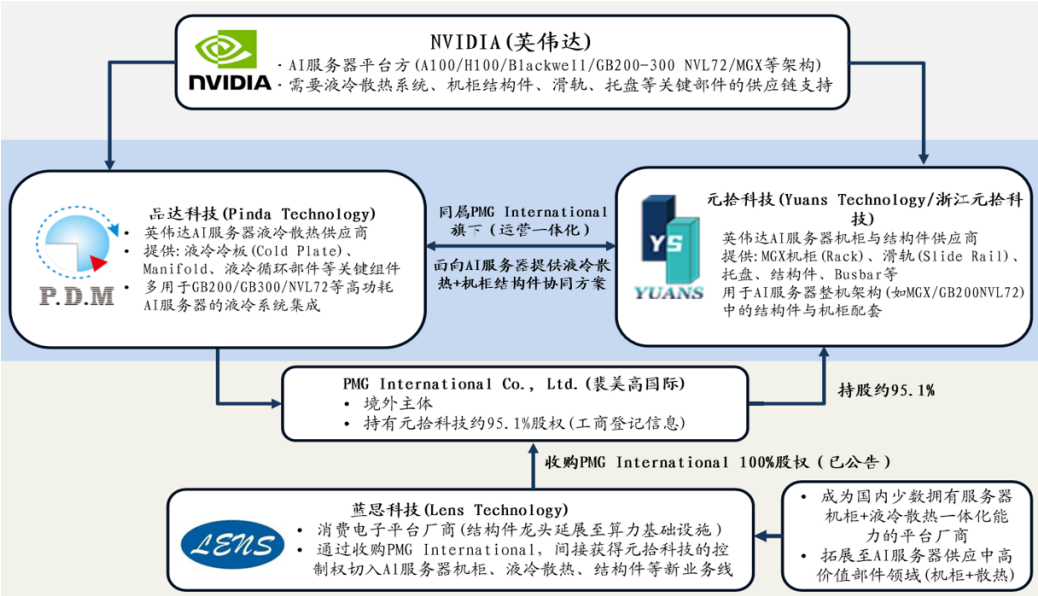
图26：冷板式液冷系统原理图



数据来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，东吴证券研究所

公司于 2025 年 12 月 10 日与 PMG International Co.,LTD（裴美高国际有限公司）签订股权收购意向协议，拟以现金及其他合法方式购买 PMG100%股权。本次交易完成后，蓝思科技将通过 PMG 间接持有元拾科技 95.1164%的股权，实现对元拾科技的控制。通过本项收购，公司将直接获取元拾科技的英伟达机架产品及 RVL 认证，还能借助关联实现与品达科技的产品协同形成互补，可整合为完整的二次侧散热解决方案，精准匹配英伟达下一代 Rubin GPU 的集成化需求。元拾科技先进的液冷散热系统集成能力，与公司自身强大的精密结构件制造实力、“材料-模组-整机”垂直整合能力形成高度互补与深度协同，将大幅强化公司在 AI 算力硬件领域的核心竞争力。

图27：公司液冷领域协作关系



数据来源：艾邦算力资源平台公众号，东吴证券研究所

3.3. 太空算力：中美欧算力中心规划宏大，公司业务布局多样

请务必阅读正文之后的免责声明部分

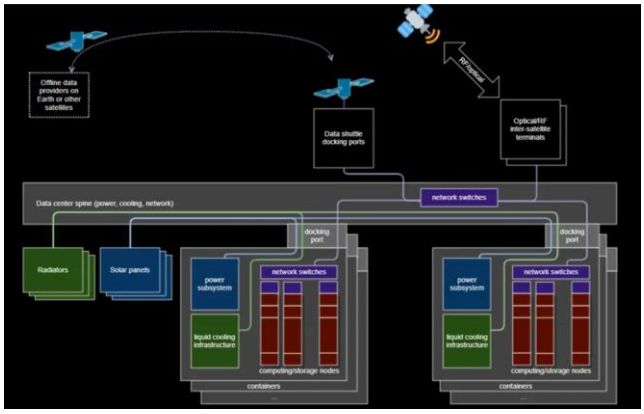
太空算力是人工智能算力体系由地表向轨道空间拓展所衍生的新范式，其核心在于将具备训练与推理能力的模块化服务器节点部署于低轨或中轨卫星平台，进而构建“轨道数据中心”。该类节点可独立完成大规模人工智能计算，并通过分布式协同机制实现数据处理的实时化与智能化，显著突破传统卫星“感知—回传”的单一功能边界。典型案例为之江实验室+国星宇航联合推出的“三体计算星座”，首批 12 颗 AI 卫星单星算力达 744TOPs，星座综合算力可达 5POPS；远期规划构建 1000POPS 量级的小型轨道超级计算阵列。

图28：三体计算星座”是由之江实验室协同全球合作伙伴共同打造的千星规模的太空计算基础设施



数据来源：央视新闻，之江实验室，Starcloud，东吴证券研究所

图29：太空算力中心不仅可以处理地面数据，也可以处理空中通信、光学卫星数据



数据来源：央视新闻，之江实验室，Starcloud，东吴证券研究所

中美欧在太空算力均有布局，规划规模超百 GW。①中国：国星宇航计划远期做到 2800 颗算力卫星升空；中科院计划达成单节点 POPS 级。②美国：SpaceX 计划每年升空 100GW 到 1TW 太空算力卫星；StarCloud 一期计划实现 400 颗 5GW 卫星。

中美两国现已完成验证星发射。①中国：国星宇航已入轨 12 颗星算卫星，稳定运行超 200 天；中科院“极光 1000”32 TOPS 星已稳态运行超 1000 天。②美国：SpaceX 星舰首次成功入轨 8 颗模拟星；StarCloud 已发射 1 颗搭载 4×H100 的试验星，目前正在轨运行。

仅供内部参考，请勿外传

图30：中美欧均布局太空算力，中美落地进度最快

国家/地区	运营/牵头主体	项目名称	目标规模	首星/首载节点	状态/后续节点
中国	之江实验室+国星宇航	星算星座→三体计算星座	2027百星，2030千星，远期2800颗	2025-05-14一箭12星已入轨运行>200天	2026-27扩至百星；2030千星
中国	中科院计算所	极光1000	单节点POPS级	2022"极光1000"32 TOPS星已稳态>1000天	2025完成下一代POPS级星载机
中国	星空院等	北京"太空数据中心"行动方案	>1 GW集中式（百万卡级）	2025-11-27发布方案，试验星2025-27	2028-30在轨组装；2031-35批量生产
美国	SpaceX	星链V3算力版+星舰部署	100 GW/年→1 TW/年	2025-08 星舰首次抛放8颗模拟星	2026起每年60-100发星舰，单发60颗V3算力卫星运力
美国	Google	Project Suncatcher	615 GW（2029）	2027-Q1 发射2颗TPU-Trillium原型星	2029百星分布式集群
美国	StarCloud（初创，英伟达投资）	StarCloud-1	5 GW（400颗）	2025-11-02 已发1颗4×H100试验星在轨运行	2027推出"太空GPU云"
欧盟	ESA	太空数据中心计划	GW级低碳集群	尚未发射	2028前发射2颗技术验证星
中东	Madari Space	Madari-8000	8000节点（2028）	2026-Q4首发1颗试验数据中心星	2028完成8000颗遥感边算节点

数据来源：央视新闻，各公司公告，东吴证券研究所

SSO 是算力卫星的最优轨道。日照时间最长的太阳同步轨道（SSO）集中在 600–800km 高度、96–99° 倾角，可全年几乎不间断受晒，目前在该区域运行约 780 颗卫星，主要为光学遥感、雷达遥感与气象科研星。由于 24h 持续光照能满足高功耗散热需求，该轨道也被视为算力卫星的首选；谷歌的 Suncatcher 计划与英伟达参股的 Starcloud 均拟在此部署大型算力星座。

目前 SSO 仍可容纳 9616 个（乐观）新增卫星集群。可用 SSO 轨道主要分布在 600–800km 高度。若按当前主流的 50km 层间隔离，共得 5 个轨道层；若压缩至 30km（接近 25km 黄色预警限），则可增至 7 层，对应 22 万 km 与 31 万 km 的有效轨道长度。再假设同一层内卫星平行间隔分别为 50km 与 30km，减去目前在轨的 780 颗卫星后整个 SSO 带仍可再容纳 3662 颗（50km 间隔）或 9616 颗（30km 间隔）卫星或集群。

图31：最优部署轨道-太阳同步轨道在 50KM 间距和 30KM 间距下仍有 3662/9616 颗卫星空间

	高度（KM，对应倾角 96–99°）	半径R（KM，R=地球平均半径+轨道高度）	周长C（KM，C = 2πR）		高度（KM，对应倾角 96–99°）	半径R（KM，R=地球平均半径+轨道高度）	周长C（KM，C = 2πR）
卫星间距50KM	600	6971	43800	卫星间距30KM	630	7001	44000
	650	7021	44110		660	7031	44190
	700	7071	44420		690	7061	44380
	750	7121	44730		720	7091	44570
	800	7171	45040		750	7121	44730
	总轨道长度（KM，=区间轨道周长总和）①		222100		780	7151	44920
					810	7181	45110
					总轨道长度（KM，=区间轨道周长总和）①		311900
	对应卫星数量（个，间距50KM）②=①/50km		4442		对应卫星数量（个，间距30KM）②=①/30km		10396.7
	现在轨卫星数量（个）③		780		现在轨卫星数量（个）③		780
	剩余卫星空间（个）④=②-③		**3662**		**剩余卫星空间（个）④=②-③**		**9616.7**

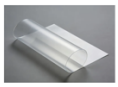
数据来源：SpaceX，Starcloud，东吴证券研究所

随着 AI 技术快速发展，地面数据中心面临电力供应紧张与高功耗散热难题，而太

请务必阅读正文之后的免责声明部分

空拥有 24 小时不间断太阳能及接近绝对零度的天然散热环境，可有效破解地面算力的能源与冷却瓶颈。**太空算力时代，UTG 有望成为柔性太阳翼核心材料，蓝思凭借全球领先的 UTG 供应能力深度受益。**低轨卫星大规模组网对太阳翼提出更高功耗要求，传统刚性太阳翼难以满足，柔性太阳翼成为必然选择；而柔性太阳翼对基板材料的弯折性、轻量化及空间环境耐受性要求极高，UTG 是目前最具竞争力的解决方案。蓝思作为全球 UTG 核心供应商，具备航天级 UTG 量产能力，在柔性太阳翼封装材料领域拥有显著先发优势。该市场空间广阔，万颗规模的卫星即对应数百万平方米的太阳翼面积，叠加折叠屏领域的全球核心供应商地位，蓝思有望在 UTG 上实现跨场景规模效应与格局优势。

图32：公司太空算力领域产品矩阵

产品名称	产品图片	产品亮点	应用场景及市场空间
航天级超薄柔性玻璃（UTG）		厚度可达30-60微米，弯折半径低至1.5毫米；透光率稳定在93%以上，且具备抗原子氧、抗紫外线老化能力；通过化学强化与多层镀膜工艺，表面硬度达7H以上，轻松应对火箭发射震动及太空极端环境。	已协同国内外头部卫星客户对大型低轨卫星柔性太阳翼进行开发验证，根据客户要求相关进度正在提速。随着全球低轨卫星规划扩大和发射提速，太空数据中心的愿景逐渐清晰，航天级UTG的技术优势和市场潜力巨大。
商业通信卫星地面终端结构件		玻璃盖板：优化光学透过率，增强信号接收灵敏度。路由器结构件：集成散热与电磁屏蔽设计，支持IP6-7防护等级及-40℃－85℃宽温工作。	已成功进入头部卫星客户供应链并持续扩大规模，相关产品被广泛用于卫星便携终端、车载卫星通信等场景，年营收已达数亿元。未来随着头部卫星客户“卫星 － 地面终端 － 车载终端 － 手机终端”的生态闭环落地，将激活全球10亿+汽车/手机终端增量市场。
卫星雷达与天线光学窗口		结合独有的镀膜技术，在保障信号传输质量的同时，实现太空环境下的长效防护。	覆盖低轨卫星相控阵天线、激光通信终端等关键部位，随卫星载荷升级需求持续放量。
太空轻量化机柜		高阻尼减震防护、高效散热、极致轻量化、不易形变	航天级轻量化机柜适配太空数据中心、高性能计算卫星等新兴需求，是推动“星上算力”商业化落地的关键基础设施。
TGV 玻璃基板		相比传统的有机塑料基板，TGV 玻璃基板具有极低的介电损耗。TGV 玻璃基板的热膨胀系数可调节至与硅芯片完全一致，实现“同呼吸、共进退”，彻底消除因温差导致的物理失效。	对于频率极高的卫星射频讯号传输而言，能显著降低讯号损耗。当前已在配合头部封装基板客户开发测试相关技术，未来在太空算力产业中将扮演重要角色。

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

1. 盈利预测

（1）智能手机与电脑类：受益于折叠屏渗透率持续提升及消费电子景气度回暖，叠加公司在苹果、三星等头部客户供应链中的核心地位，该业务有望维持稳健增长。我们预计 2026 至 2028 年收入分别为 679.14/842.14/1010.57 亿元，同比增长 11%/24%/20%；随着高附加值的 UTG 超薄玻璃及金属精密结构件占比提升，毛利率预计维持在 15.3%-15.7%的稳定水平。

（2）新能源汽车及智能座舱类：依托公司在汽车玻璃及智能座舱模组领域的成熟

产品体系，持续深化与特斯拉等头部车企的合作。我们预计 2026-2028 年收入分别为 69.79/78.16/87.54 亿元，同比增长 8%/12%/12%；随着行业竞争加剧，毛利率预计维持在 7.2%-7.8%左右的稳定水平。

（3）智能头显与智能穿戴类：受益于 Apple Vision Pro、Meta 眼镜等 XR 设备放量，公司凭借在光学玻璃及精密结构件领域的技术积累，有望充分收益。我们预计 2026-2028 年收入分别为 44.56/52.58/62.04 亿元，同比增长 12%/18%/18%；毛利率预计维持在 20%-21%左右的稳定水平。

（4）其他类型智能终端：主要包括机器人结构件及 AI 服务器等新兴业务，目前处于快速放量阶段。我们预计 2026-2028 年收入分别为 12.09/13.91/15.99 亿元，同比增长 15%/15%/15%；毛利率预计维持在 17%左右的稳定水平。

（5）其他业务：主要包括 AI 智能终端业务，以及租金，废品处置等非核心业务。公司调整业务重心，加大力度布局 AI 智能终端，减少其他非核心业务。我们预计 2026-2028 年收入分别为 19.08/38.15/61.04 亿元，同比增长 10%/100%/60%；随着公司业务结构调整，毛利率预计逐步调整至 55%/45%/40%。

表1：公司分业务收入预测（亿元）

单位（亿元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
智能手机与电脑类	449.01	577.54	611.84	679.14	842.14	1010.57
YOY（%）		29%	6%	11%	24%	20%
毛利率（%）	15.65%	15.11%	15.41%	15.30%	15.50%	15.70%
新能源汽车及智能座舱类	49.99	59.35	64.62	69.79	78.16	87.54
YOY（%）		19%	9%	8%	12%	12%
毛利率（%）	15.47%	10.17%	7.22%	7.20%	7.50%	7.80%
智能头显与智能穿戴类	31.04	34.88	39.78	44.56	52.58	62.04
YOY（%）		12%	14%	12%	18%	18%
毛利率（%）	15.27%	19.76%	19.91%	20.00%	20.50%	21.00%
其他类型智能终端	1.65	14.08	10.52	12.09	13.91	15.99
YOY（%）		754%	-25%	15%	15%	15%
毛利率（%）	13.24%	19.81%	16.84%	17.00%	17.00%	17.00%
其他业务收入	13.23	13.11	17.34	19.08	38.15	61.04
YOY（%）		-1%	32%	10%	100%	60%
毛利率（%）	57.99%	61.65%	59.68%	55.00%	45.00%	40.00%
总收入	544.91	698.97	744.10	824.66	1024.93	1237.18
YOY（%）		28%	6%	11%	24%	21%
毛利率（%）	16.63%	15.89%	15.99%	15.81%	16.26%	16.62%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 投资建议

可比公司方面，我们选取与公司业务模式和成长逻辑相近的消费电子精密结构件龙头立讯精密（002475.SZ）、歌尔股份（002241.SZ）、领益智造（002600.SZ）作为可比公司。截至 2026 年 6 月 26 日，2026E-2028E 可比公司平均 PE 为 28.6/21.3/16.8x，公司当前估值高于行业平均水平，主要系公司在机器人&液冷&太空算力等新兴成长赛道前瞻布局，未来有望具备更高成长性。

公司作为全球消费电子玻璃及金属精密结构件龙头，深度绑定苹果产业链，同步布局折叠屏、液态金属等新兴材料赛道。受益于折叠屏 iPhone 放量带动 UTG 超薄玻璃及铰链盖板需求爆发，公司有望充分受益消费电子新一轮产品升级周期。我们预计公司 2026E-2028E 归母净利润分别为 43.3/65.7/82.0 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 68/45/36x，考虑到公司精密结构件龙头地位稳固，折叠屏超级周期带来成长新动能，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表2：可比公司估值（截至 2026 年 6 月 26 日）

证券代码	公司	收盘价（元）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002475.SZ	立讯精密	68.00	4,976	216.5	277.8	342.4	23.0	17.9	14.5
002241.SZ	歌尔股份	22.33	793	34.2	45.8	57.2	23.2	17.3	13.9
002600.SZ	领益智造	16.41	1,332	33.5	46.4	60.5	39.8	28.7	22.0
	平均						28.6	21.3	16.8
300433.SZ	**蓝思科技**	55.59	2,934	**43.3**	**65.7**	**82.0**	**67.8**	**44.7**	**35.8**

注：以上蓝思科技盈利预测来自东吴证券研究所内部预测，其余均采用 Wind 一致预期（截止到 6 月 26 日）
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济波动风险。若全球经济复苏放缓或地缘政治、利率等因素加剧波动，可能抑制智能手机、平板等终端需求，进而影响公司产品出货量。

折叠屏渗透不及预期风险。折叠屏 iPhone 放量是公司 UTG 超薄玻璃及铰链盖板业务的核心驱动逻辑，若苹果折叠屏产品推出时间推迟、良率爬坡进度滞后，或消费者对折叠屏形态接受度低于预期，公司相关业务增量将受到较大影响。

客户集中风险。 公司业务与苹果产业链高度绑定，若苹果供应链份额出现调整、或苹果自身出货不及预期，将对公司业绩造成直接冲击。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

蓝思科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**29,473**	**29,952**	**36,686**	**44,307**
货币资金及交易性金融资产	10,442	8,842	10,952	13,731
经营性应收款项	11,023	12,520	15,383	18,381
存货	6,932	7,414	8,986	10,631
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,075	1,176	1,365	1,563
非流动资产	**54,865**	**57,215**	**57,896**	**58,327**
长期股权投资	338	348	358	368
固定资产及使用权资产	40,785	42,361	42,731	42,852
在建工程	898	1,298	1,598	1,898
无形资产	5,210	5,210	5,210	5,210
商誉	2,970	2,970	2,970	2,970
长期待摊费用	239	239	239	239
其他非流动资产	4,426	4,790	4,790	4,790
资产总计	**84,339**	**87,167**	**94,582**	**102,634**
流动负债	**23,724**	**25,433**	**30,439**	**35,611**
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,344	5,452	5,752	5,952
经营性应付款项	16,122	17,549	21,694	26,075
合同负债	30	33	41	49
其他流动负债	2,227	2,399	2,952	3,535
非流动负债	5,528	6,016	6,521	7,026
长期借款	4,367	4,867	5,367	5,867
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	121	126	131	136
其他非流动负债	1,040	1,023	1,023	1,023
负债合计	**29,252**	**31,449**	**36,959**	**42,636**
归属母公司股东权益	55,023	55,611	57,449	59,741
少数股东权益	64	108	174	257
所有者权益合计	**55,087**	**55,719**	**57,623**	**59,998**
负债和股东权益	**84,339**	**87,167**	**94,582**	**102,634**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**74,410**	**82,466**	**102,493**	**123,718**
营业成本(含金融类)	62,511	69,426	85,823	103,153
税金及附加	460	701	871	1,052
销售费用	586	660	820	990
管理费用	2,892	3,670	3,895	4,701
研发费用	2,871	3,134	3,844	4,639
财务费用	21	20	72	73
加:其他收益	261	313	369	371
投资净收益	93	124	123	62
公允价值变动	28	0	0	0
减值损失	(787)	(505)	(405)	(485)
资产处置收益	(58)	(16)	(20)	(25)
营业利润	**4,605**	**4,770**	**7,236**	**9,034**
营业外净收支	(19)	(20)	(20)	(20)
利润总额	**4,586**	**4,750**	**7,216**	**9,014**
减:所得税	545	380	577	730
净利润	**4,041**	**4,370**	**6,638**	**8,284**
减:少数股东损益	23	44	66	83
归属母公司净利润	**4,018**	**4,327**	**6,572**	**8,201**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.76	0.82	1.24	1.55
EBIT	4,671	4,771	7,288	9,086
EBITDA	10,115	9,625	12,347	14,396
毛利率(%)	15.99	15.81	16.26	16.62
归母净利率(%)	5.40	5.25	6.41	6.63
收入增长率(%)	6.46	10.83	24.29	20.71
归母净利润增长率(%)	10.87	7.68	51.90	24.78

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	11,465	8,668	11,730	13,756
投资活动现金流	(9,617)	(7,021)	(5,558)	(5,623)
筹资活动现金流	(2,964)	(3,076)	(4,062)	(5,354)
现金净增加额	(1,147)	(1,601)	2,110	2,779
折旧和摊销	5,444	4,854	5,059	5,309
资本开支	(9,249)	(6,766)	(5,670)	(5,675)
营运资本变动	800	(1,088)	(428)	(460)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	10.41	10.53	10.88	11.32
最新发行在外股份（百万股）	5,279	5,279	5,279	5,279
ROIC(%)	6.42	6.70	9.93	11.86
ROE-摊薄(%)	7.30	7.78	11.44	13.73
资产负债率(%)	34.68	36.08	39.08	41.54
P/E（现价&最新股本摊薄）	73.04	67.82	44.65	35.78
P/B（现价）	5.34	5.28	5.11	4.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn