

公司研究

受汇兑影响短期业绩承压，新业务进展顺利动能强劲

——蓝思科技（300433.SZ&6613.HK）跟踪报告之七

A股：买入（维持）

当前价：25.64元

H股：买入（首次）

当前价：17.17港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：王之含

执业证书编号：S0930524070008

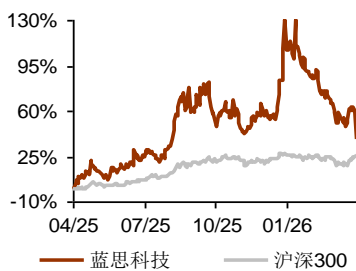
021-52523691

Wangzhihan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	52.79
总市值(亿元)	1353.47
一年最低/最高(元)	18.33/43.44
近3月换手率	89.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.24	-35.48	12.12
绝对	-16.10	-35.43	37.69

资料来源：Wind

要点

1Q26 公司实现营收 141.40 亿元，同比下降 17.13%；归母净利润亏损 1.50 亿元，同比由盈转亏，主要受汇率波动及存储涨价影响。财务费用 2.52 亿元，比去年同期增长 3.26 亿元，主要系汇兑净损失增加。管理费用 7.38 亿元，同比增长 12%，主要系新项目投产储备高端人才。随着汇率波动降低，新项目逐步落地，公司经营情况有望大幅改善。

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%。分业务来看，（1）智能手机及电脑实现营收 611.84 亿元，同比增长 5.94%，毛利率 15.41%，同比+0.3pct；（2）新能源汽车及座舱实现营收 64.62 亿元，同比增长 8.88%，毛利率 7.22%，同比-2.95pct；（3）智能头显与智能穿戴实现营收 39.78 亿元，同比增长 14.04%，毛利率 19.91%，同比+0.15pct。

主业产品结构优化，抢占高端及创新赛道。公司持续紧跟全球头部客户产品迭代节奏，巩固中高端智能手机玻璃盖板、金属结构件龙头地位，重点推进折叠屏 UTG、3D 玻璃、钛金属中框、液态金属部件等高端产品量产，提高产品价值量；加速释放 AI 眼镜、XR 头显、智能手表等智能穿戴产能，抓住市场渗透率增长机遇，扩大市场份额。

公司加速布局具身智能、AI 服务器、商业航天三大新兴赛道，进展顺利。机器人领域完成核心部件研发与新产能基地建设，实现产品批量交付并切入国内外头部厂商供应链，2025 年实现营收 10 亿元；AI 服务器领域将通过供应链整合（拟收购元拾科技）快速获得国内外客户认证，以及先进液冷散热系统集成能力，同时加速扩产以迎接大客户认证和订单落地；商业航天领域攻克航天级材料技术壁垒，实现从地面端向卫星端产品为国内外核心客户验证的进阶，为 2026 年将产品图谱拓展到低轨卫星整机组装、太阳翼模组组装和航天级 UTG 等新型材料领域打下基础。

盈利预测及评级：考虑到汇兑波动及存储涨价的影响，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测为 51.37/63.51 亿元（下调幅度分别为 25%、22%），新增 2028 年归母净利润预测为 75.42 亿元，当前市值对应 A 股 26-28 年 PE 为 26/21/18X，对应港股 26-28 年 PE 为 16/13/11X。公司为全球消费电子供应链领先企业，公司所在的消费电子行业整体呈复苏趋势，叠加公司折叠屏新项目和机器人、服务器业务拓展顺利，有望凭借公司优秀整机开发、精密制造、自动化整机组装能力快速量产，维持 A 股“买入”评级，首次覆盖 H 股给予“买入”评级。

风险提示：关税不确定性风险，下游需求不及预期风险，客户拓展低于预期风险。

表：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	69,897	74,410	91,139	109,149	125,344
营业收入增长率	28.27%	6.46%	22.48%	19.76%	14.84%
归母净利润（百万元）	3,624	4,018	5,137	6,351	7,542
归母净利润增长率	19.94%	10.87%	27.86%	23.62%	18.76%
EPS（元）	0.73	0.76	0.97	1.20	1.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.45%	7.30%	8.97%	10.41%	11.54%
P/E（A）	35	34	26	21	18
P/E（H）	22	20	16	13	11
P/B（A）	2.6	2.5	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-16；24-28 年股本：49.83/52.84/52.79/52.79/52.79 亿股；港币兑人民币汇率为 0.88

港股相对估值：

公司主要业务为 AI 硬件全产品链一站式精密制造解决方案提供商，业务覆盖 AI 智能终端（包含智能手机、AI 眼镜、智能汽车、具身智能等）、AI 服务器、商业航天等产品的结构件、功能模组、整机组装等。我们选取领益智造（主营业务为精密功能件、结构件、模组等一站式智能制造服务及解决方案）、立讯精密（主营业务为消费电子、汽车、通讯等领域智能制造综合产品供应商）、歌尔股份（主营业务为声光电精密零组件及精密结构件、智能整机、高端装备制造厂商）、比亚迪电子（主营业务为制造、组装及销售手机部件、模组及其他产品）作为可比公司，公司 2026 年 PE 估值低于可比公司平均水平。我们认为公司折叠屏新项目和机器人、服务器业务拓展顺利，有望凭借公司优秀整机开发、精密制造、自动化整机组装能力快速量产，目前估值处于低位。

表：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				24-27E 归母净利润 CAGR	PE			
				2024	2025A/E	2026E	2027E		2024	2025A/E	2026E	2027E
002600.SZ	领益智造	1004	13.74	17.53	22.88	34.58	45.87	38%	57	44	29	22
002475.SZ	立讯精密	4404	60.45	133.66	166.00	218.47	271.59	27%	33	27	20	16
002241.SZ	歌尔股份	859	24.22	26.65	32.56	42.08	51.47	25%	32	26	20	17
0285.HK	比亚迪电子	643	28.56	42.66	35.15	47.68	56.87	10%	13	16	12	10
平均值								25%	34	28	20	16
6613.HK	蓝思科技	906	17.17	36.24	40.18	51.37	63.51	21%	22	20	16	13

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所预测；注：可比公司归母净利润为 wind 一致预期，蓝思科技为光大证券研究所预测；港币兑人民币汇率为 0.88；比亚迪电子、蓝思科技的股价及市值单位为港元；领益智造、立讯精密、比亚迪电子 25 年归母净利润为实际值，歌尔股份为 wind 一致预测。股价日期：2026 年 4 月 16 日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	69,897	74,410	91,139	109,149	125,344
营业成本	58,789	62,511	77,337	92,418	105,937
折旧和摊销	4,957	5,290	4,401	4,609	4,920
税金及附加	542	460	547	655	752
销售费用	706	586	663	764	877
管理费用	2,825	2,892	3,554	4,157	4,680
研发费用	2,785	2,871	3,463	4,148	4,763
财务费用	-47	21	351	330	392
投资收益	261	93	90	100	110
营业利润	3,871	4,605	5,756	7,105	8,429
利润总额	3,849	4,586	5,752	7,101	8,425
所得税	172	545	575	710	842
净利润	3,677	4,041	5,177	6,391	7,582
少数股东损益	53	23	40	40	40
归属母公司净利润	3,624	4,018	5,137	6,351	7,542
EPS(元)	0.73	0.76	0.97	1.20	1.43

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10,889	11,465	2,762	9,700	11,403
净利润	3,624	4,018	5,137	6,351	7,542
折旧摊销	4,957	5,290	4,401	4,609	4,920
净营运资金增加	936	-1,669	9,085	3,692	3,324
其他	1,372	3,826	-15,861	-4,953	-4,383
投资活动产生现金流	-6,050	-9,617	-5,400	-5,460	-5,560
净资本支出	-6,235	-9,249	-5,200	-5,060	-5,070
长期投资变化	326	338	0	0	0
其他资产变化	-141	-706	-200	-400	-490
融资活动现金流	-4,454	-2,964	3,759	-2,078	-3,900
股本变化	0	301	-6	0	0
债务净变化	-912	-4,663	7,022	840	-312
无息负债变化	2,134	1,745	342	3,649	3,271
净现金流	443	-1,147	1,121	2,161	1,943

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	15.9%	16.0%	15.1%	15.3%	15.5%
EBITDA 率	15.2%	15.5%	11.2%	10.9%	10.9%
EBIT 率	7.9%	8.2%	6.4%	6.7%	6.9%
税前净利润率	5.5%	6.2%	6.3%	6.5%	6.7%
归母净利润率	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%
ROA	4.5%	4.8%	5.5%	6.2%	6.9%
ROE (摊薄)	7.4%	7.3%	9.0%	10.4%	11.5%
经营性 ROIC	9.0%	8.8%	7.4%	8.7%	9.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	40%	35%	39%	40%	40%
流动比率	1.33	1.24	1.22	1.28	1.35
速动比率	1.02	0.95	0.93	0.97	1.02
归母权益/有息债务	3.38	5.67	3.42	3.47	3.79
有形资产/有息债务	4.97	7.69	5.03	5.27	5.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	81,016	84,339	93,969	102,260	109,605
货币资金	10,988	9,815	10,937	13,098	15,041
交易性金融资产	355	627	627	627	627
应收账款	10,858	10,776	15,494	18,555	21,309
应收票据	8	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	495	522	911	1,091	1,253
存货	7,161	6,932	9,280	11,090	12,712
其他流动资产	412	688	771	862	943
流动资产合计	30,773	29,473	38,214	45,555	52,150
其他权益工具	445	752	752	752	752
长期股权投资	326	338	338	338	338
固定资产	36,379	40,582	40,827	40,879	40,643
在建工程	1,281	833	812	796	785
无形资产	5,075	5,210	5,304	5,257	5,221
商誉	2,970	2,970	2,970	2,970	2,970
其他非流动资产	1,038	1,331	1,331	1,331	1,331
非流动资产合计	50,243	54,865	55,755	56,705	57,455
总负债	32,170	29,252	36,616	41,105	44,064
短期借款	1,561	644	7,666	8,506	8,194
应付账款	14,005	15,529	15,467	18,484	21,187
应付票据	92	591	387	462	530
预收账款	0	3	0	0	0
其他流动负债	143	86	170	260	341
流动负债合计	23,065	23,724	31,210	35,699	38,657
长期借款	7,808	4,367	4,367	4,367	4,367
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	760	684	684	684	684
非流动负债合计	9,105	5,528	5,407	5,407	5,407
股东权益	48,846	55,087	57,352	61,155	65,541
股本	4,983	5,284	5,279	5,279	5,279
公积金	23,539	28,152	28,152	28,152	28,152
未分配利润	20,236	21,721	23,951	27,714	32,060
归属母公司权益	48,657	55,023	57,248	61,011	65,357
少数股东权益	189	64	104	144	184

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.01%	0.79%	0.73%	0.70%	0.70%
管理费用率	4.04%	3.89%	3.90%	3.81%	3.73%
财务费用率	-0.07%	0.03%	0.39%	0.30%	0.31%
研发费用率	3.98%	3.86%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	4%	12%	10%	10%	10%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.40	0.55	0.49	0.61	0.72
每股经营现金流	2.19	2.17	0.52	1.84	2.16
每股净资产	9.76	10.41	10.85	11.56	12.38
每股销售收入	14.03	14.08	17.27	20.68	23.75

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE (A 股)	35	34	26	21	18
PB (A 股)	2.6	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	13.2	12.5	14.7	12.7	11.1
股息率	1.6%	2.1%	1.9%	2.4%	2.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼