2026 年 11 月 09 日

证券研究报告•公司研究报告

蓝思科技（300433）电子

当前价：28.81 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

消费电子稳基本盘，多元布局筑增长线

投资要点

- **投资逻辑：**1）蓝思科技作为全球玻璃盖板与精密结构件龙头，25 年全年实现营收 744 亿元。公司近年来大客户业务深度绑定，消费电子基本盘稳定同时迎来 3D 及 UTG 玻璃价值升级机遇。2）AI 算力基础设施构成重要第二增长曲线，公司控制元拾科技股权，进入英伟达 AI 算力设施供应主力名单，并在机柜、液冷、存储、眼镜等多赛道布局。3）商业航天与机器人赛道蓄势待发，蓝思科技在消费电子积累的精密制造技术迁移促进新兴业务多点开花，并依靠与主要下游客户苹果特斯拉的深度绑定，实现赛道切入与价值跃升。

- **消费电子基本盘稳固，各产品线三级战略加速开发推进。**公司为苹果产业链重要玻璃视窗供应商，2025 年公司全年营收 744.10 亿元，同比+6.46%，归母净利润 40.18 亿元，同比+10.87%；其中智能手机与电脑业务，智能汽车与座舱合计占比超九成，公司各业务线开发沿结构件供应-模组与组装-系统集成垂直一体化战略路径持续延展，并利用资本优势补充短板，逐渐掌握各产品线全链条开发供应能力，价值挖掘能力全面强劲。公司近年产能持续增长，集群覆盖全球。

- **AI 算力构成重要的第二增长曲线。**公司通过收购元拾科技切入 AI 服务器机柜与液冷散热价值核心。元拾科技为英伟达机柜结构件前三大供应商，并间接服务顶级 CSP 客户。同时，公司自身已积累了 AI 基建业务经验，已稳定成熟供应机柜滑轨、托盘等结构件，以及液冷关键核心技术装备。英伟达机柜 2025 全年出货持续增长，液冷渗透率 2025 年首次突破 30%，行业潜力广阔。公司同时在存储，可穿戴 AI 等赛道多点开花，形成机柜液冷主航道配合广谱 AI 硬件的双引擎布局，驱动未来增长。

- **机器人，商业航天等新兴热门赛道布局曙光初现。**公司作为国内最早布局精密制造代工企业之一，2025 年完成机器人机器狗合计 1 万台配件出货，营收达 10 亿级同时供应头部模组，灵巧手夹爪模组、关节模组、六维力传感器等关键部件。公司利用苹果折叠屏锤炼出的 30-50μm 超薄柔性玻璃自动化产线开拓卫星太阳翼盖板市场，撬动广阔市场空间。

- **盈利预测。**公司作为消费电子玻璃及元器件龙头，在 3D 及 UTG 玻璃逐步上线及 AI 算力大基建背景下同行竞争优势较为明显。我们预计未来三年归母净利润分别为 35.2/56.2/74.8 亿元，对应 PE 为 43.15/27.07/20.33 倍。

- **风险提示：**大客户集中风险，消费电子需求下行风险，汇率波动风险，行业竞争加剧风险，资本开支强度过高风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	74,410	70,640	86,735	105,944
增长率	6.46%	-5.07%	22.78%	22.15%
归属母公司净利润（百万元）	4,018	3,524	5,619	7,479
增长率	10.87%	-12.29%	59.43%	33.12%
每股收益 EPS（元）	0.79	0.67	1.06	1.42
净资产收益率 ROE	7.30%	6.18%	9.09%	10.97%
PE	38.32	43.15	27.07	20.33
PB	2.91	2.67	2.46	2.23

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡杨

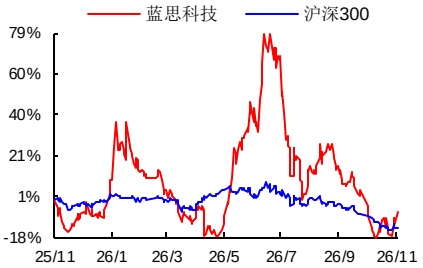
执业证号：S1250526010001

邮箱：huyang@swsc.com.cn

联系人：王嘉源

邮箱：wangjiayuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	52.79
流通 A 股(亿股)	49.52
52 周内股价区间(元)	25.26-55.77
总市值(亿元)	1,520.81
总资产(亿元)	911.65
每股净资产(元)	10.06

相关研究

目 录

1 消费电子基本盘稳固，主业展示跨周期韧性 1
1.1 国内旗舰智能终端解决方案提供商，公司营收基础牢固 1
1.2 营收表现稳健，展现跨周期韧性 4
1.3 创始人掌舵领航，核心团队稳定且经验丰富 5
1.4 消费电子展露新机遇，3D 玻璃与 UTG 共同抬升价值量 7
1.5 新能源车与智能座舱共振，从单一玻璃到多品类配套 9
2 AI 算力构筑重要第二增长曲线 11
2.1 整柜与液冷价值量跃迁，点燃 AI 时代发展引擎 11
2.2 广谱 AI 硬件多点开花，从 SSD 到 AI 眼镜硬件的多元布局 13
3 新兴赛道布局曙光初现，技术迁移实现价值跃升 15
3.1 人形机器人：从精密结构件到整机组装的全链条能力 15
3.2 航天 UTG：从指尖到星际的技术延伸 17
3.3 战略收购同昇光电，切入空芯光纤优质赛道 18
3.4 玻璃基板 20
4 盈利预测与估值 21
4.1 盈利预测 21
4.2 相对估值 22
5 风险提示 23

图 目 录

图 1：公司成立于 1993 年，逐渐发展为消费电子及玻璃领域龙头企业 1
图 2：蓝思科技 H 股基石投资者 2
图 3：蓝思科技全球生产布局 2
图 4：公司业务线介绍 3
图 5：蓝思科技各业务营收（亿元） 3
图 6：公司营业收入及变化 4
图 7：公司归母净利润及变化 4
图 8：公司主营业务毛利率及变化 5
图 9：公司毛利率及净利率及变化 5
图 10：公司三费比例及变化 5
图 11：公司研发费用及费用率变化 5
图 12：公司经营现金流及资本开支状况（亿元） 5
图 13：蓝思科技部分股权结构图 （截止 2026 年 11 月 9 日） 6
图 14：苹果当前产品 3D 屏幕示意图 7
图 15：苹果产品后盖及结构示意图 7
图 16：蓝思智能手机屏幕折叠屏产品方案示意图 7
图 17：2025-2026 全球折叠手机市占率变化及预测 8
图 18：2024-2029 全球折叠手机市场规模及预测 8
图 19：2024-2025 全球主流手机厂商出货量及市占率 8
图 20：蓝思科技智能座舱产品列表 9
图 21：超薄夹胶玻璃分层示意图 9
图 22：2020-2030 全球新能源汽车销量及预测 10
图 23：英伟达 GB300 机柜示意图 11
图 24：液冷结构件示意图 11
图 25：英伟达 VeraRubin 及 Blackwell 算力托盘示意图 12
图 26：液冷原理示意图 12
图 27：2025-2030AI 服务器市场规模变化（亿美元） 12
图 28：SSD、HDD 存储对比示意图 14
图 29：HDD 玻璃基板示意图 14
图 30：蓝思科技 AI 眼镜示意图 14
图 31：光波导技术原理简介 14
图 32：中国人形机器人市场规模（亿元） 15
图 33：智元 X1 机器人 16
图 34：越疆机器狗 16
图 35：蓝思科技核心组件示意图 16
图 36：蓝思科技超薄 UTG 航天玻璃示意图 17
图 37：卫星太阳翼示意图 17
图 38：全球在轨卫星数量（颗） 18
图 39：同昇光电部分产品 19

图 40：玻璃基板封装 20
图 41：玻璃基板优势 20

表 目 录

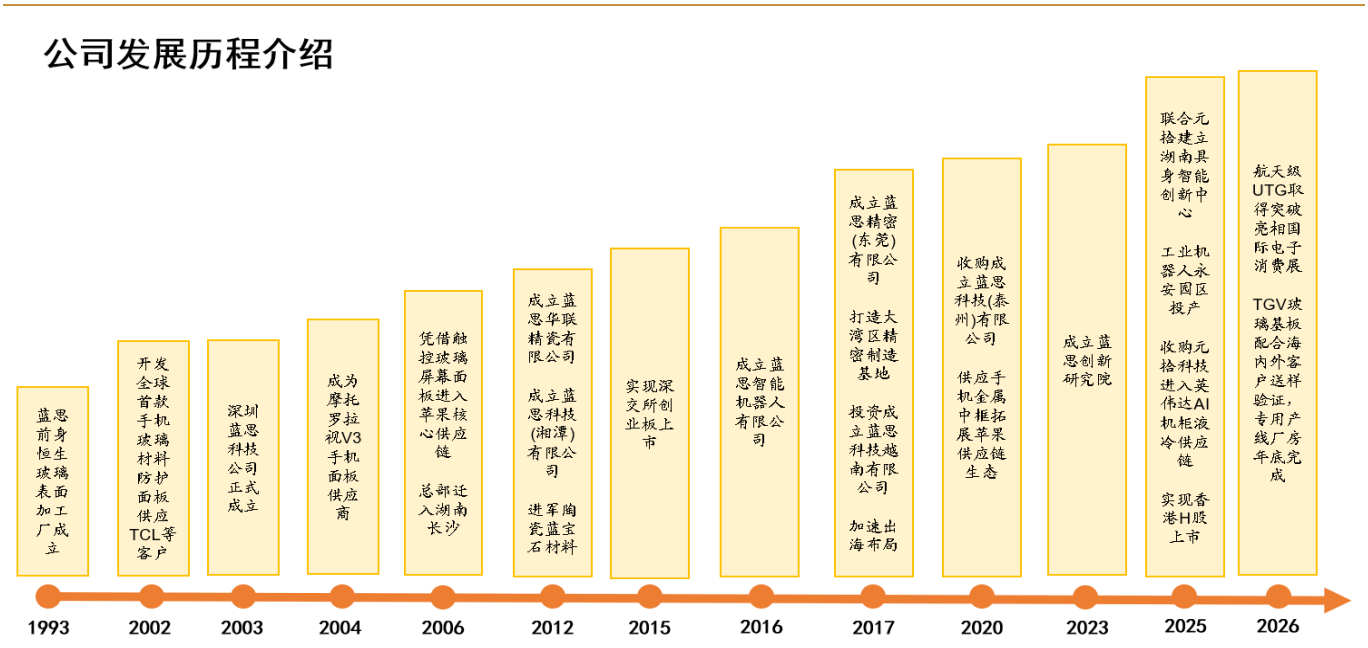
表 1：空芯光纤与实芯光纤对比 19
表 2：分业务收入及毛利率 22
表 3：可比公司估值 22
附表：财务预测与估值 24

1 消费电子基本盘稳固，主业展示跨周期韧性

1.1 国内旗舰智能终端解决方案提供商，公司营收基础牢固

玻璃加工行业起家，跻身消费电子加工赛道龙头。蓝思科技创始于 1993 年，公司在深圳创立恒生玻璃表面厂，从手表玻璃加工切入光学玻璃行业，长期积累丰富的精密玻璃加工经验。2003 年正式成立深圳市蓝思科技有限公司，继通过玻璃屏幕防护及视窗导入摩托罗拉，三星及诺基亚供应链后，公司在 2007 年凭借手机视窗玻璃切入苹果产业链，成为 iPhone 全球初代 iPhone1 视窗防护玻璃供应商，自此跻身全球消费电子产业链一线此后公司不断于智能手机产业链中进行垂直整合，陆续将精密陶瓷、蓝宝石、金属结构件及功能件纳入产品版图。公司于 2015 年在深交所创业板挂牌，2025 年 7 月 9 日完成 H 股上市（6613.HK），基础募资约 47.68 亿港元，引入小米集团（通过旗下 GreenBetter）、UBS、橡树资本、LMR、无极资本等 10 家基石投资者，合计认购约 1.91 亿美元，进一步绑定消费电子与汽车业务链上下游战略伙伴。

图 1：公司成立于 1993 年，逐渐发展为消费电子及玻璃领域龙头企业



数据来源：公司公告，东方财富网，同花顺，西南证券整理

图 2：蓝思科技 H 股基石投资者

基石投資者	認購金額
	（百萬美元）
Green Better	10
世運線路版	10
UBS AM Singapore	50
Oaktree	25
LMR	30
Redwood	6
QRT	20
Poly Platinum	15
Infini	15
Verition	10

数据来源：港交所公告，瑞恩资本，西南证券整理

图 3：蓝思科技全球生产布局



数据来源：蓝思科技官网，西南证券整理

公司生产基地以中国大陆为主，沿“长沙-浏阳-湘潭-东莞-泰州”形成多地协同的产业集群，海外在越南、墨西哥、印度持续扩产以满足北美客户配套与关税合规需求。蓝思科技获邀成为中美经贸交流的代表企业，进一步凸显蓝思科技在全球科技供应链中举足轻重的地位，已成为 AI 硬件批量化市场化扩展的基石。

业务沿垂直一体化路径延展，全产业链布局成型。公司业务沿玻璃，金属，塑胶陶瓷，模组与组装，系统集成的垂直一体化路径持续延展，从单一视窗防护玻璃发展为提供硬件，组装，整机全方位解决方案的精密制造平台型企业，目前下游主要覆盖：

智能手机与电脑：终端设备盖板、Logo、摄像头玻璃、按键、组装等功能结构件，深度参与 iPhone、Mac、iPad 整机组装；

智能汽车与座舱：涵盖新能源及传统车辆车载玻璃（前后挡、侧窗、天幕、B 柱）、中控盖板、充电桩、cable/cap、电池支架；

智能头显与穿戴：VR/AR 光学元件、Apple Watch 表壳与表带、Meta Quest 及 Ray-Ban Meta 智能眼镜结构件；

AI 算力：通过收购元拾科技为 AI 数据中心算力集群服务器供给机柜结构件、液冷部件（冷板、Manifold、UQD 等）；AI 存储 SSD、HDD 部件；

新兴赛道：具身智能头部模组与灵巧手、卫星航天级 UTG 太阳翼盖板、SSD 模组、HDD 玻璃圆片、OpenAI 指纹模组等潜在增长板块。

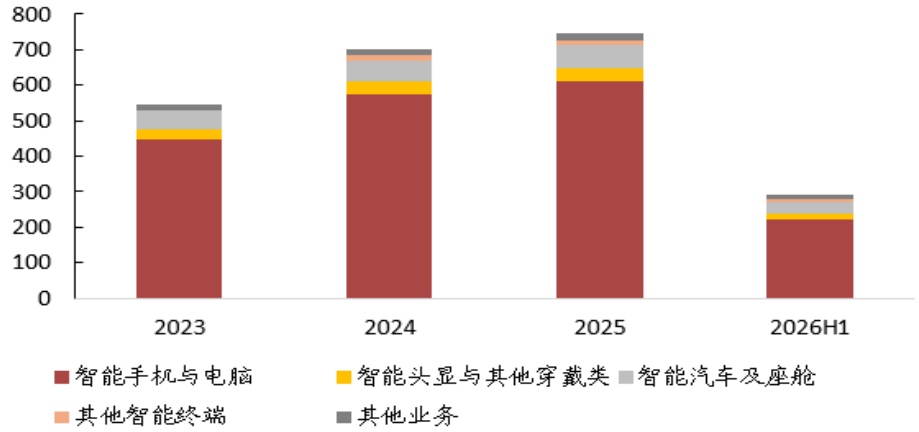
图 4：公司业务线介绍



数据来源：蓝思科技官网，西南证券整理

智能手机及电脑为基本盘，智能穿戴等业务加速拓展。根据公司 2025 年报，蓝思科技 2025 年四大业务板块营收占比分别为：智能手机与电脑 82.2%，达 611.8 亿元；智能汽车与座舱 8.7%，达 64.6 亿元；智能头显与智能穿戴 5.4%，达 39.8 亿元；其他智能终端 1.4%，达 10.5 亿元；其他业务占比约 2.3%。当前智能手机与电脑仍是公司主要营收来源，但公司智能头显与穿戴及其他智能终端等业务加速发展，AI 算力业务尚未单独并表，伴随新业务逐步发展及产业下游景气度提升，相关业务有望成为公司未来最大业绩增长点。2026 上半年，公司营收结构为：智能手机与电脑类 223.8 亿元，营收占比 77.5%；新能源汽车及智能座舱类 33.7 亿元，营收占比 11.7%；智能头显和智能穿戴类 17.8 亿元，营收占比 6.2%；其他智能终端 5.3 亿元，营收占比 1.9%。

图 5：蓝思科技各业务营收（亿元）

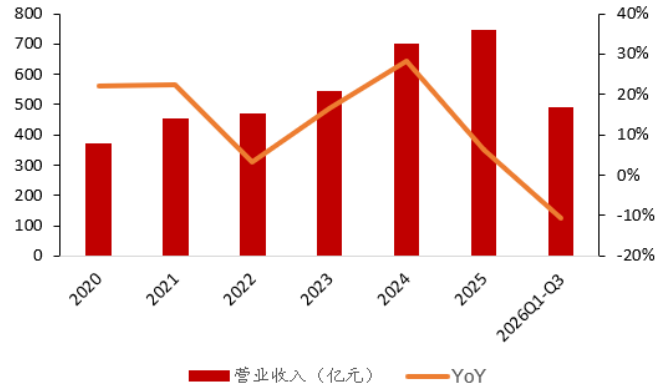


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 营收表现稳健，展现跨周期韧性

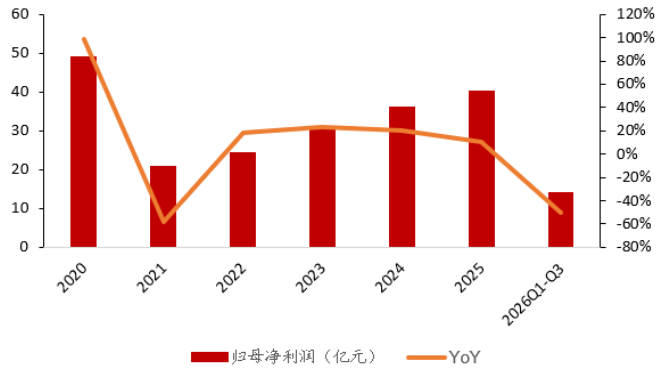
阶段性扰动期见底，新业务推动业绩增长。2021 年受客户苹果公司创新放缓等因素影响，公司利润同比有所下滑，但公司自 2023 年起迅速进入新一轮上行周期，2024 年营收同比增长 28.27%、归母利润同比增长 19.9%。受到下游消费电子行业潮汐影响，2025 年公司实现营收增长 6.46%、归母净利润同比增长 10.87%。2026 年前三季度，公司营收 479.0 亿元，同比-10.7%；归母净利润 14.2 亿元，同比-50.1%。公司业绩相对承压，一方面是存储芯片成本上涨导致的消费产品下游需求受到影响。另一方面，2026 上半年美元货币风险带动汇率波动导致财务费用中的汇兑损益为-4.92 亿元。在阶段性扰动下，公司积极调整产品与客户结构，开拓新客户，实现主业总体稳定，相关业务蓄势待发。下半年随着新机周期+折叠屏 iPhone 放量及公司在 AI 端侧与 AI 算力侧相关布局业务加速迈入兑现阶段，公司业绩有望迎来多个新增长点，体现公司穿越行业周期的经营韧性。

图 6：公司营业收入及变化



数据来源：Ifind，西南证券整理

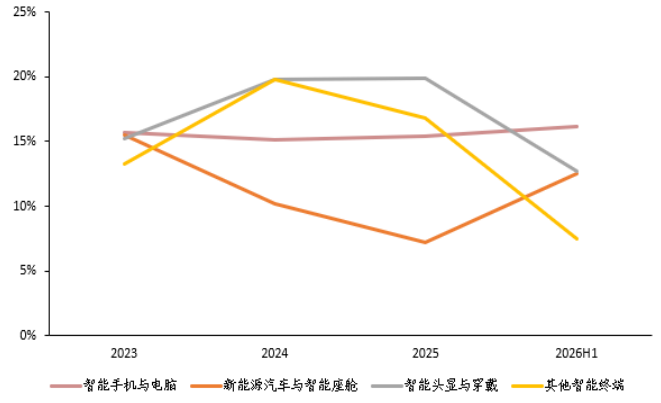
图 7：公司归母净利润及变化



数据来源：Ifind，西南证券整理

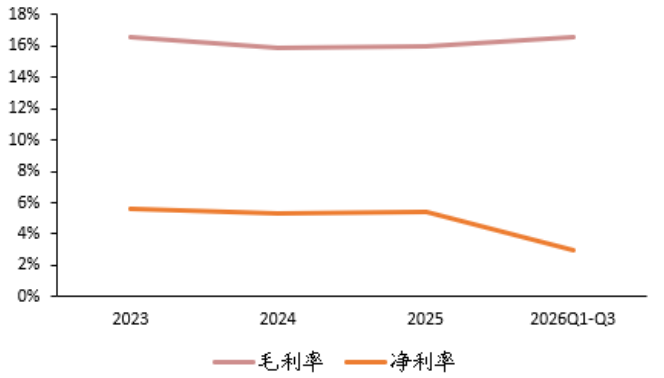
毛利率总体保持稳定，现金流规模合理支撑未来发展。受组装业务整体竞争激烈、低毛利化及苹果价格下探影响，22-24 年毛利率持续下降，2025 年度实现毛利率触底回升。2026 年前三季度公司毛利率 16.57%，同比增长 0.47pp；净利率达到 3.00%，同比降低 2.20pp。随着后续公司在 AI 算力结构件、液冷及机器人等业务发展，公司毛利率与净利率有望改善。2025 年公司销售及管理费用率分别为 0.79%及 3.89%，2026 年前三季度公司销售及管理费用率分别为 0.78%及 4.76%。财务费用率方面，公司 2026 上半年财务费用率为 1.49%，相比 2025 年的-0.14%有所提升，主要是受到美元汇率变动影响。公司历年研发费用率稳定在 4%左右，2026 年前三季度公司研发投入 24.4 亿元，主要投向 AI 算力、UTG、机器人模组等新领域。2025 年公司经营性现金流 114.65 亿元，同比增加 5.29%，资本开支约 94.4 亿元，公司经营活动造血能力强劲。后续 AI 算力扩产以及海外产能建设等带动资本开支提升。

图 8：公司主营业务毛利率及变化



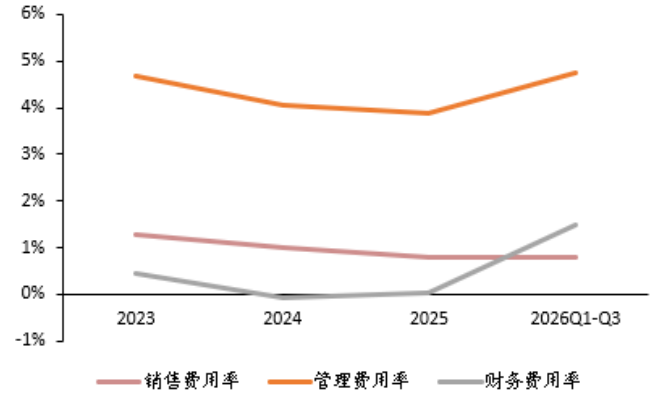
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司毛利率及净利率及变化



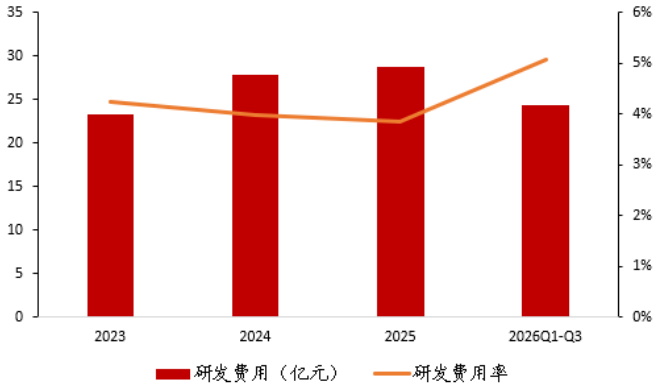
数据来源：wind，西南证券整理

图 10：公司三费比例及变化



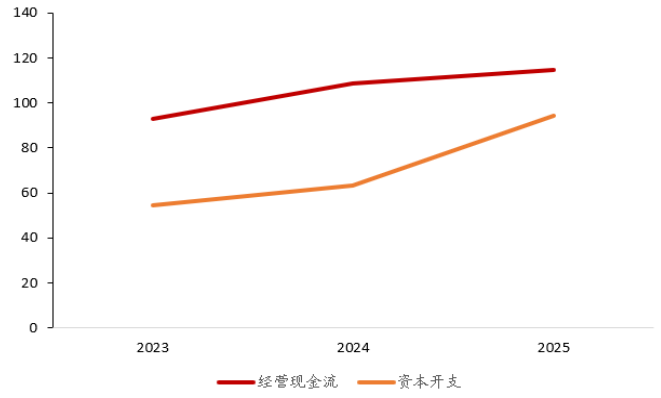
数据来源：wind，西南证券整理

图 11：公司研发费用及费用率变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：公司经营现金流及资本开支状况（亿元）

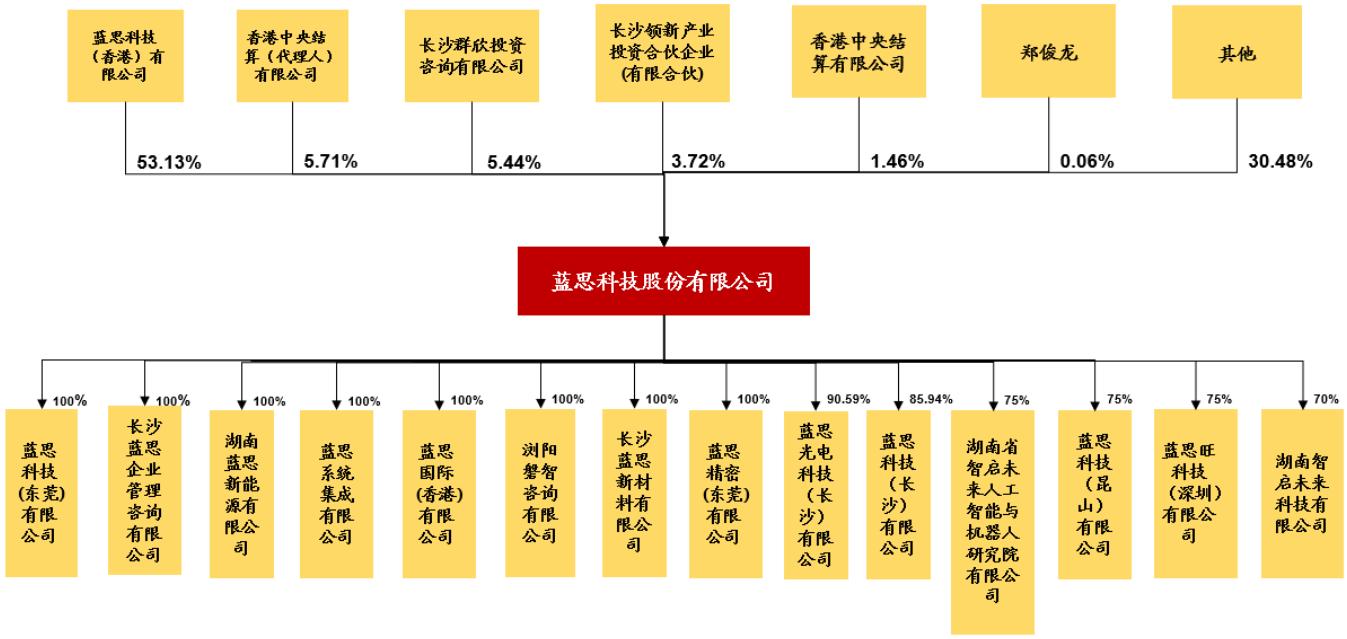


数据来源：wind，西南证券整理

1.3 创始人掌舵领航，核心团队稳定且经验丰富

公司实际控制人为周群飞女士及其家族，股权高度集中、决策效率高。周群飞女士 1990 年进入光学玻璃行业，2011 年 6 月至今担任蓝思科技股份有限公司董事长兼总经理，全面负责公司发展战略规划及经营管理工作。公司管理团队多数核心成员具备深厚的消费电子精密制造产业积淀，副董事长郑俊龙 2003 年与周群飞共同创办深圳市蓝思科技，长期分管营销与采购体系，是公司商务体系的核心搭建者；董事兼副总经理饶桥兵先生为高级工程师，深耕光电制造一线 30 年，2006 年加入蓝思湖南，2011 年起担任副总经理负责生产运营管理；副总经理陈运华先生作为蓝思自有培养的高管代表，主要负责公司智能制造规划与实施工作；副总经理江南先生曾在体制内任职，并具有多年电子行业工作经验，当前主要负责对外投资，新业务开拓；独立董事田宏先生拥有北大、MIT 学位，曾在 HOYA 公司、TDK 集团任职，具备硬盘/精密驱动产业深厚的国际化经验，为公司 HDD 玻璃圆片、机器人精密执行器等新业务方向提供国际化视野与战略指导。

图 13：蓝思科技部分股权结构图 （截止 2026 年 11 月 9 日）



数据来源：IFind，西南证券整理

股权激励机制科学合理，深度绑定核心人才。公司自上市以来已实施多轮限制性股票激励计划，激励范围覆盖中高级管理人员、核心技术骨干及关键业务人员。最近一期解除了 2023 年股票激励计划的限制性售卖措施。该批次股权激励以 2022 年度归母净利润为基准，设置了 2023 年度归母净利润增长率不低于 20%的考核目标，业绩门槛较高。根据公司 2025 年 9 月披露的《2023 年限制性股票激励计划第二个解除限售期解除限售条件及第二个归属期归属条件成就的公告》，第一类限制性股票解除限售数量达 4,557,611 股；同时公司对部分离职员工已授予但尚未解除限售的限制性股票股进行了回购注销，激励机制运行严谨规范，奖优汰劣机制有效落地。充分证明了公司双重考核机制运行已形成良好制度，在公司层面和个人层面使激励对象个人利益与公司长期发展深度绑定，有效稳固核心人才队伍，充分激发研发创新活力与业务开拓动力。

1.4 消费电子展露新机遇，3D 玻璃与 UTG 共同抬升价值量

3D 玻璃成为高端旗舰主流方案，单机价值量基本翻倍。3D 玻璃通过加热软化后采用模压方式成型，实现曲面或弧形造型的盖板玻璃，相比 2D（平面）和 2.5D（边缘弧形）玻璃，具备更优视觉效果、抗冲击性与触感体验，可与曲面 OLED 屏幕完美贴合，但对热弯成型、CNC 精雕、丝印、镀膜、抛光等工艺要求极高。蓝思科技是全球最早实现 3D 玻璃量产的厂商之一，掌握行业领先的玻璃热弯成型、超薄高强化、复杂曲面 CNC 等核心工艺。3D 玻璃技术让超薄机身与强大影像共存成为可能，未来有望成为高端旗舰机型的主流方案。当前苹果仅 Air 后盖采用 3D 玻璃，单价较低；iPhone 20 周年纪念款 Pro/ProMax 将切换为前后盖全 3D 玻璃方案，实现对 2D 价值量大幅提升。

图 14：苹果当前产品 3D 屏幕示意图



数据来源：苹果官网，西南证券整理

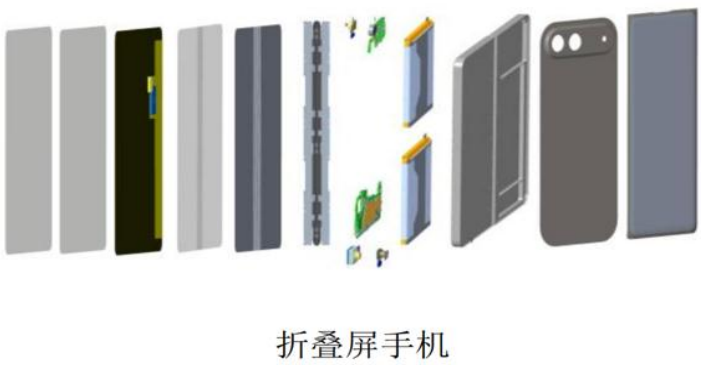
图 15：苹果产品后盖及结构示意图



数据来源：苹果官网，西南证券整理

UTG 超薄柔性玻璃为折叠屏的核心创新，蓝思具备量产先发优势。UTG（Ultra-Thin Glass，超薄柔性玻璃）指厚度小于 100μm 的超薄柔性玻璃，是折叠屏手机内屏唯一同时具备弯折性、硬度、透光率和耐刮性的盖板材料，已逐步替代早期方案 CPI（聚酰亚胺薄膜），成为折叠手机屏幕的主流方案选择。UTG 的核心工艺难点在于 1）超薄玻璃化学强化处理；2）切割后边缘裂纹最小化；3）折叠中心区域的局部蚀刻减薄，需实现弯折半径 1.5mm。蓝思在 UTG 量产能力与资金实力方面具备明显优势，特别是在玻璃强化、切割后减少侧面裂纹以及玻璃蚀刻技术方面表现突出，2025 年起持续扩充 UTG 产能以匹配苹果折叠 iPhone 需求。此外，公司围绕折叠屏还提供玻璃支撑板、PET 支撑膜、3D 玻璃盖板等配套结构件，形成 UTG+支撑+外盖的完整折叠模组的折叠屏市场解决方案。

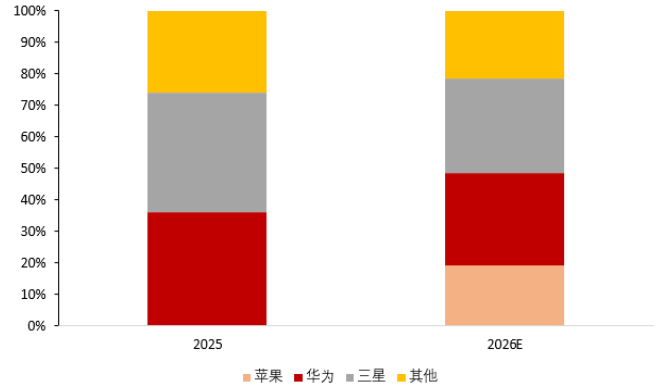
图 16：蓝思智能手机屏幕折叠屏产品方案示意图



数据来源：公司年报，西南证券整理

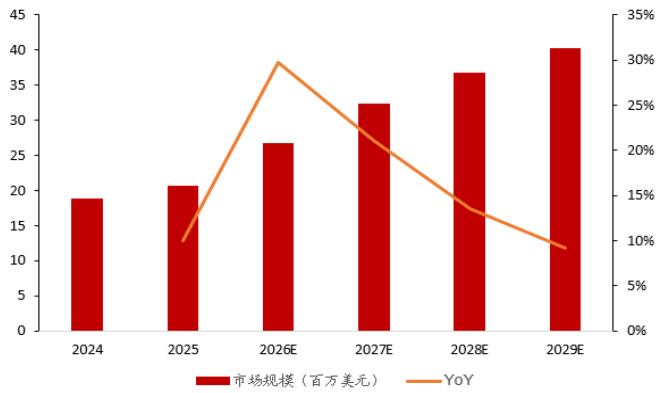
折叠屏与 3D 玻璃双轮驱动，蓝思在苹果单机价值量进入跃升通道。全球智能手机出货量自 2023 年触底后温和恢复，根据 IDC 与 Counterpoint 数据，2025 年全年出货达 12.6 亿台。真正的结构性增量来自折叠机与 3D 玻璃：折叠机出货量从 2025 年的约 2060 万部快速增长，预计将于 2029 超过 4000 万部，实现 CAGR17%的增长，折叠面板 2026 年全球出货预期将达到 2,800 万片，同比增长 51%。苹果作为蓝思的最大客户，折叠 iPhone 方面，苹果首款折叠机预计 2026 年下半年发布。TrendForce 预测 2026 年苹果首款折叠 iPhone 推出后有望取得 2026 年折叠机 2 成市场规模。蓝思在 iPhone 单机价值总量将随产品创新及需求释放而进入快速跃升通道，2024 年于苹果 Iphone17Air 系列引入 3D 后盖后实现起势，2026 年随 Pro/ProMax 前后盖全切 3D 玻璃后将进一步跃升。考虑公司在折叠 iPhone 内屏件 UTG，PET 支撑膜及玻璃支撑架的技术积累与长期稳定的合作关系，公司有望内屏相关件，外屏 3D 前盖与展开后盖份额实现较高占比。

图 17：2025-2026 全球折叠手机市占率变化及预测



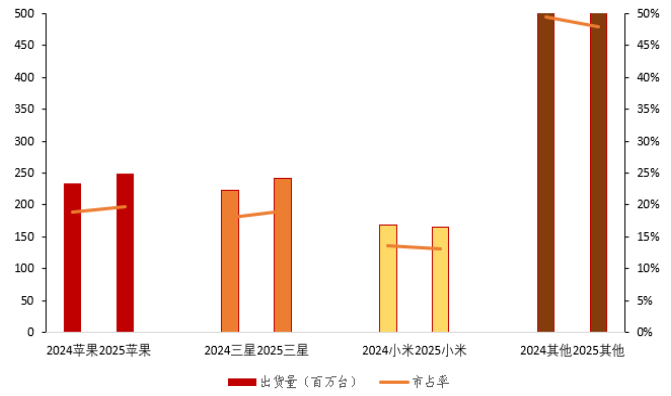
数据来源：Trendforce 报告，西南证券整理

图 18：2024-2029 全球折叠手机市场规模及预测



数据来源：IDC 官网，西南证券整理

图 19：2024-2025 全球主流手机厂商出货量及市占率



数据来源：IDC，西南证券整理

公司处于果链深度卡位环节，有望在苹果创新周期中优先受益。公司与苹果深度绑定十余年，在传统 iPhone 系列的防护玻璃、超瓷晶面板、金属中框、蓝宝石镜片等核心外观与显示部件作为主要供应商，是苹果该领域最核心的本土配套厂商。在本轮创新周期的核心产品折叠屏 iPhone 上，公司有望获得 UTG 超薄柔性玻璃核心订单，同时配套供应玻璃支撑板、光学 PET 膜、铰链关键结构件及前后 3D 玻璃盖板，完整覆盖折叠屏显示防护系统的全部高价值环节，凭借极高量产良率与全链条垂直整合能力构建了极高的工艺壁垒，形成短期内难

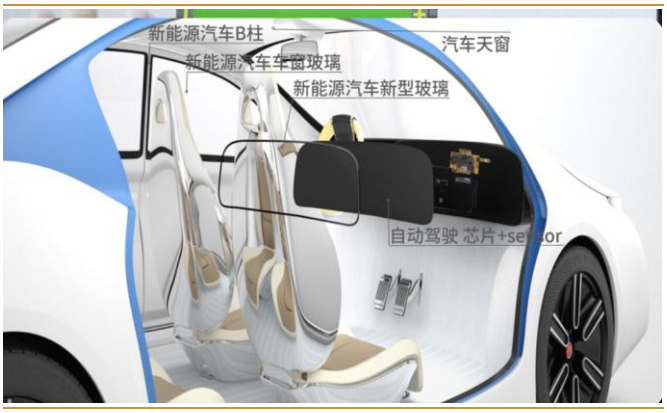
以替代的供应链核心卡位。折叠屏机型单机结构件价值量较传统直板 iPhone 提升，相关 UTG 组件价值较高，伴随 2026 年苹果折叠屏备货量上调，该业务有望为公司贡献较大业绩。同时，苹果 AI 端侧创新驱动存量机型 3D 玻璃渗透率提升，Vision Pro 系列空间计算产品持续放量等，构成“旗舰新品放量+存量机型价值升级+新兴品类拓”重业绩弹性，充分受益于苹果本轮创新周期的量价齐升红利。

1.5 新能源车与智能座舱共振，从单一玻璃到多品类配套

车载玻璃从功能件升级为差异化配置，单车 ASP 持续抬升。车载玻璃需具备建筑玻璃所不具备的安全性（PVB 夹层防爆）、隔热（Low-E 镀膜+银浆涂层）、隔音（声学 PVB 夹层）、抗冲击与曲面成型能力，是汽车智能化与电动化进程中量价齐升最显著的零部件之一。伴随 HUD 前挡、全景天幕、双层隔音边窗、调光玻璃等高附加值产品渗透率提升。蓝思科技依托消费电子玻璃盖板深厚的精密加工经验，已切入车载玻璃多个高价值核心细分品类。

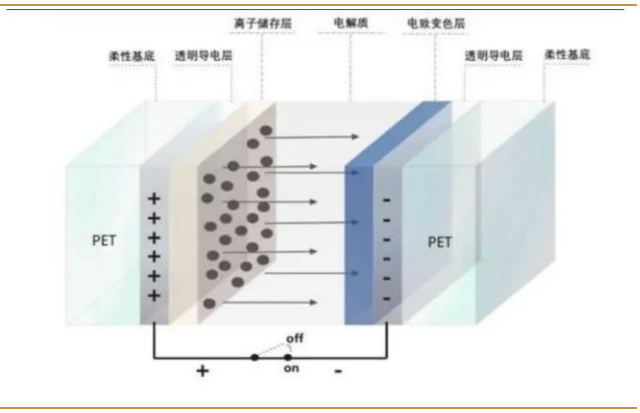
超薄夹胶玻璃支撑玻璃价值新高地。超薄夹胶技术，是在两片或多片玻璃间添夹了一层或多层有机聚合物中间膜，经过特殊工艺处理，使玻璃和中间膜永久粘合为一体的复合玻璃产品，在建筑、航空等等领域广泛应用。相比传统汽车玻璃可带来轻量化效果，配合整车减重，以及声学隔离、热辐射阻隔、紫外线过滤、HUD 投射、变色遮光等复合功能，是新能源轿车豪华舒适配置的重要实现组分。蓝思科技的超薄夹胶玻璃相比传统汽车玻璃减薄 50%以上，全车玻璃减重可达 30 公斤。同时，该产品采用 5 层纳米镀膜工艺，前挡风玻璃紫外线阻隔率超 99%，红外线隔热率提升 30%，并能支持 HUD 头显安装，电致变色技术等功能，这是智能座舱标配化趋势下增量最快的品类之一。天幕玻璃作为新能源车标志性的差异化配置，也是蓝思利用核心科技提高价值的重要赛道。天幕通常为解决热传问题采用 Low-E 镀膜叠加银浆隔热涂层，附加镀膜、智能调光等集成功能后，单车价值相较传统天窗玻璃附加值显著提升。蓝思在超薄夹胶方向持续投入研发，其高精度的热弯工艺能力可实现公差控制小于 0.1 毫米，目前已通过北美、欧洲及国内车规级认证，并已实现批量化稳定供应。

图 20：蓝思科技智能座舱产品列表



数据来源：蓝思科技官网，西南证券整理

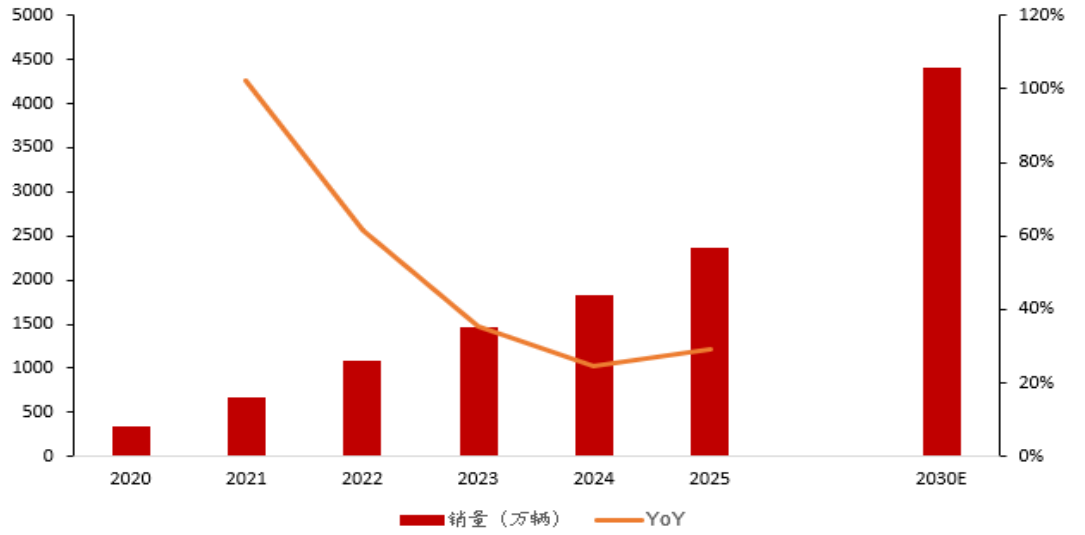
图 21：超薄夹胶玻璃分层示意图



数据来源：新浪财经，西南证券整理

新能源车产业景气度持续向上。2024 年全球新能源汽车销量达 1,823.6 万辆，同比增长 24.5%，其中中国销量 1,286.6 万辆，占全球 70.5%份额，中汽协数据显示，2024 年中国新能源车渗透率已达 40.9%。预计 2030 年全球新能源车销量将达 4405 万辆，渗透率仍有较大提升空间。据毕马威行业报告测算，2026 年中国市场智能座舱规模将达到 2127 亿元，未来 5 年复合增长率超过 17%，行业增长势能强劲。

图 22：2020-2030 全球新能源汽车销量及预测



数据来源：EVtank，新浪财经，西南证券整理

车载显示呈现智能化大型化多屏联动趋势，进一步带动玻璃盖板价值提升。2025 年国内乘用车中控屏搭载率超 9 成，基本成为新车标配，20 英寸以上大屏渗透率快速提升。同时，布局方式层出不穷，以双屏为主，长中控联屏、后排娱乐屏、HUD 抬头显示，后排娱乐屏逐渐为市场接纳，当前渗透率达 7.5%，HUD 渗透率超 20%。根据灼识咨询数据，2029 年中国车载 HUD 仪表盘预计增长至 1270 万台，2025 年至 2029 年的复合年均增长率预计达到 27.9%，渗透率有望达到 40.9%。未来单车搭载显示屏数量持续增加，叠加大屏化趋势，车载显示玻璃盖板市场规模有望实现增长。

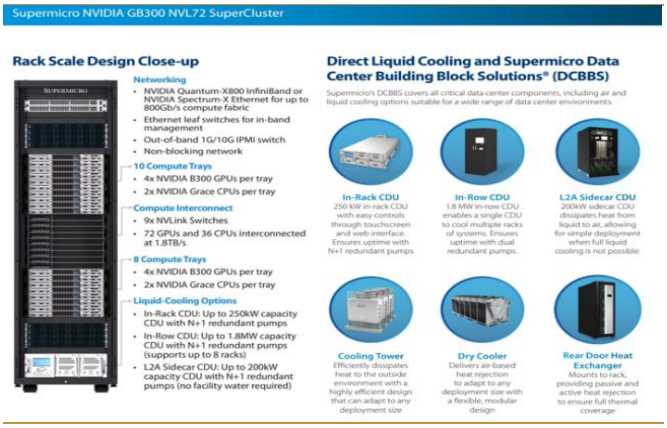
供给需求同步开启上行，汽车业务进入兑现期。蓝思于 2017 年成为特斯拉一级供应商，根据公司公告，公司已与特斯拉、宾利、保时捷、宝马等众多高端新能源汽车厂商和国际传统汽车豪华品牌建立了长期、稳定的战略合作关系。其中特斯拉为大客户，覆盖中控盖板、B 柱、充电桩、车载玻璃、cable/cap、电池支架等多品类，未来随北美客户廉价车型放量与 Robotaxi 规模化量产，有望贡献显著增量；小米汽车方面，蓝思首条汽车玻璃产线已通过小米验收并启动小批量供货，提供前后风挡、侧窗、车顶天幕等玻璃组件，2027 年起有望陆续贡献增量。供给方面，蓝思湖南星沙工厂首条年产 35 万套汽车玻璃产线已投产交付，随着下半年 3 条新产线投产，将持续拓展挡风、天幕玻璃、电致变色等多功能车窗玻璃，持续提升单车价值链与盈利能力。后续越南、墨西哥基地利用率提升后，海外新项目初期固定成本分摊可逐渐收回，汽车业务毛利率拥有进一步提升空间。

2 AI 算力构筑重要第二增长曲线

2.1 整柜与液冷价值量跃迁，点燃 AI 时代发展引擎

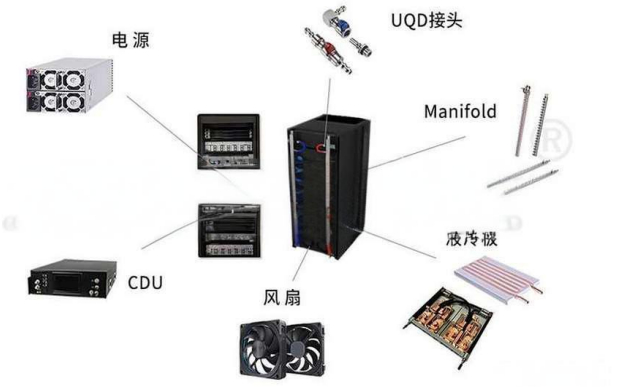
AI 服务器机柜与液冷系统是 AI 芯片运行的重要基础设施。以英伟达 GB300 系列为例，机柜（rack）由“算力托盘（compute tray）与网络交换托盘（NVLink switch tray）配合电源托盘（power shelf）以及液冷散热系统”组成，因其单柜功率超过 120kW（GB300 升级版超过 135kW），采用了液冷散热。液冷系统的核心组件中：**冷板（ColdPlate）：**直接贴附 GPU/CPU 表面，带走芯片热量；**CDU（冷量分配单元）：**机柜/行级冷却液分配中枢，热交换与流量调控；**Manifold（分水器/集水器）：**整柜内将冷却液分配至各 ComputeTray 的金属导流管路；**UQD（通用快接头）：**实现冷却液在模块间快速插拔连接；**机柜结构件（RackFrame）：**铝合金/不锈钢骨架，承载机柜、托盘、滑轨等。公司当前具备机柜结构件部分直接生产能力，并代工液冷部件（冷板、Manifold、UQD 等），公司有望全球在 AI 基建大面积铺开的背景下，于产业链中占据重要地位，深度嵌入全球供应体系。

图 23：英伟达 GB300 机柜示意图



数据来源：Supermicro，西南证券整理

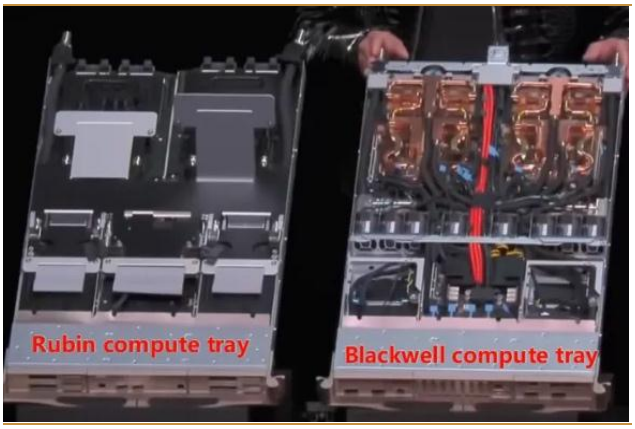
图 24：液冷结构件示意图



数据来源：杰创测控液冷技术介绍，西南证券整理

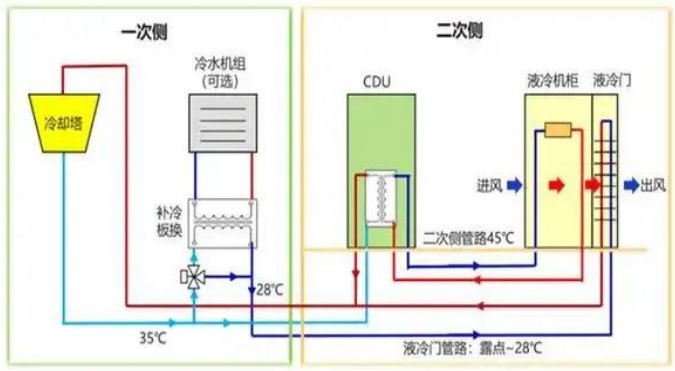
大模型训练算力驱动 Token 用量的爆发式增长，AI 服务器市场进入超级增长周期。TrendForce 预计，全球八大 CSP 2026 年资本开支将超过 7100 亿美元，同比增长约 61%，核心投向 AI 服务器、GPU 集群及 ASIC 芯片部署；其中 Google 2026 年资本开支预计同比增长 95%，Meta、Amazon 等亦持续上调 AI 数据中心投资预算。数据显示全球服务器市场 2025 年达 4535.39 亿美元，2025-2029 间全球服务器市值预计实现 CAGR24.1%的增长。同时国际巨头英伟达 GB200/GB300/Vera Rubin 系列机柜出货量进入快速增长期。这一业务整体上由于认证稀缺性与大客户绑定，并配合高技术壁垒，其在与元拾并表后毛利率有望显著高于消费电子业务，成为公司 2026-2028 年最重要的利润增量来源。

图 25：英伟达 VeraRubin 及 Blackwell 算力托盘示意图



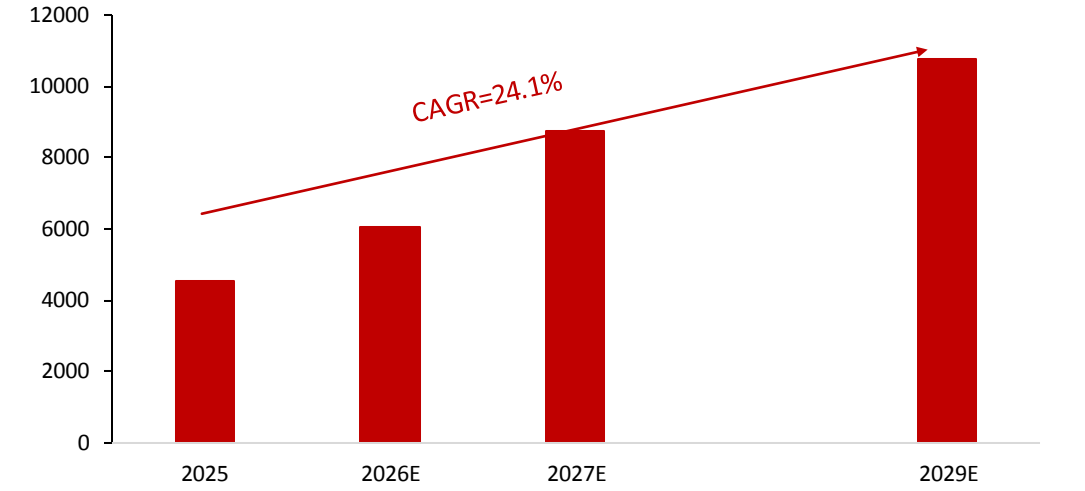
数据来源：Global Semi Research，西南证券整理

图 26：液冷原理示意图



数据来源：bilibili，西南证券整理

图 27：2025-2030AI 服务器市场规模变化（亿美元）



数据来源：IDC 官网，西南证券整理

液冷渗透率将从可选项“快速演变为”必选项。当主板功率突破 100kW 后，传统风冷方案已无法满足散热需求，液冷成为刚需，成为高功耗机柜的标准配置。下一代 Vera Rubin（VR NVL144 CPX）机柜功率预期进一步攀升至 370kW 左右。根据 TrendForce 数据，2025 年液冷渗透率约 33%，2026 年有望达到约 40%左右的水平。液冷渗透率有望在 26-28 年依然呈现上升态势。这意味着蓝思液冷代工业务的市场空间不仅取决于英伟达机柜总量增长，还将获得渗透率提升的双重红利，这是公司单柜价值量的核心增长引擎。

现金收购 PMG 间接控股元拾科技。2025 年 12 月 10 日，公司公告以现金及其他合法方式收购裴美高国际有限公司（PMG）100%股权，进而间接持有元拾科技（浙江）有限公司 95.1%股权。元拾科技成立于 2003 年，专注 AI 服务器机柜及液冷散热系统，是全球极少英伟达 RVL 认证（Reference Vendor List，参考供应商名单）的企业之一，与富士康、Interplex 并称英伟达机柜结构件的主要供应商，且通过供应英伟达间接服务微软、Meta、OpenAI、xAI、Oracle 等顶级 CSP 客户，目前已加入 Vera Rubin 开发主力名单。RVL 认证是英伟达对其供应链中机柜结构件、散热及液冷相关企业的综合能力认证，主要覆盖服务器机柜、液冷冷板、Manifold、UQD 等关键结构件供应商。该认证体系审核严，并涉及多轮工艺审厂、

可靠性测试与产品认证。此次跻身 Rubin 开发主力，元拾科技将聚焦 Vera Rubin 平台核心硬件研发，涉及适配平台的新一代 MGX 架构机架、1U/2U 规格计算托盘等关键产品，助力该平台实现 3.6 PFLOPS 的超强算力表现。

积极布局 AI 服务器结构件，实现大规模量产能力跃升。2026 年 8 月，蓝思科技（东莞）机柜及液冷板制造改扩建项目获备案通过，总投资 1.01 亿元，预计年产服务器机柜 3.6 万个、液冷板 5 万件，年产值 20 亿元。公司于东莞松山湖基地扩产 AI 服务器，液冷散热模组、高端精密机柜、光通信高速互联配套组件陆续通过头部算力厂商测试，后续迎来量产爬坡。从行业经验看，AI 算力机柜对良率、一致性、交付节奏的要求与高端消费电子整机组装高度相通，凭借消费电子积累的自动化与良率管控能力，蓝思在 iPhone 整机端积累了 SMT、AOI 检测、自动化产线管理与质量管控经验，可大幅缩短爬坡时间。结合公司国内外特定客户服务器机柜业务的成熟技术与客户认证，以及先进液冷散热系统集成能力，有望带来 AI 服务器领域的大规模增长。规模更为庞大的长沙泉塘园区预计年底前投入使用，两大基地产能全面释放后，预计将为公司带来可观年产值增量。

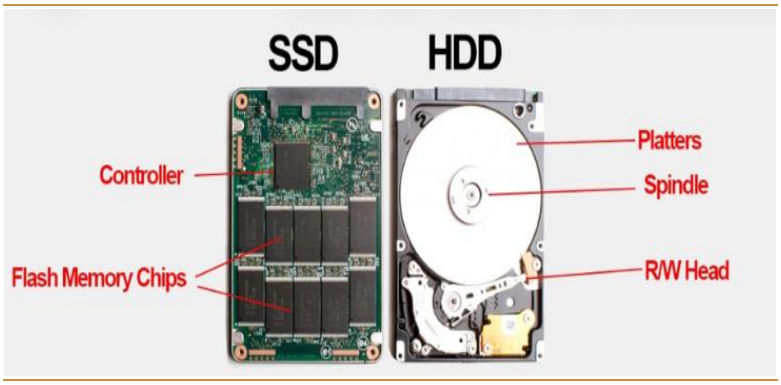
2.2 广谱 AI 硬件多点开花，从 SSD 到 AI 眼镜硬件的多元布局

除了 AI 算力主航道的机柜与液冷业务，公司在 AI 硬件产业链的广谱布局亦多点开花，形成主业稳定期权多元的业务组合。

AI 数据中心存储扩容打开千亿赛道，蓝思布局 SSD，HDD 双轮驱动增长。随着 AI 大模型训练对高速存储介质需求激增，企业级 SSD 市场进入新一轮上行周期。全球企业级 SSD 出货总容量将从 2024 年 219EB 增长至 2028 年 517.6EB，市场规模从 2024 年 262 亿美元增长至 2028 年 324 亿美元；同时根据 Omdia2025 年 12 月发布的预测，2026 年 SSD 和 HDD 市场将共同迎来显著增长，企业级 SSD 价格甚至可能回升至 2022 年水平。根据公司公告，蓝思企业级 NVMeSSD 固态硬盘已在湘潭园区实现批量出货，已广泛应用于电信运营商，银行系统及互联网大厂。

HDD 玻璃圆片作为存储 HAMR 时代的关键基础材料，蓝思有望形成突破。HDD（机械硬盘）作为冷数据存储的主力介质，因每 TB 按行业经验成本仅为 SSD 的 1/5-1/8，仍是大型数据中心海量冷数据存储的首选。2025 年 HDD 市场出现严重供需缺口，交付周期、订单能见度基本超一年以上。技术路线上，HDD 正从传统 PMR（垂直磁记录）向 HAMR（热辅助磁记录）/MAMR（微波辅助磁记录）演进，单盘容量向 30TB 以上发展，这一技术路线对盘片基板的平整度、热稳定性、刚性提出了全新要求，相比 HDD 铝板的解决方案，玻璃基板将较好满足市场需求。目前全球 HDD 玻璃基板供应多来自于日本豪雅（HOYA）。蓝思科技的玻璃基板技术，是实现 30TB+超大容量 HDD 自主突破的关键能力，随着西数、希捷加速 HAMR 路线图，蓝思科技若具备规模化量产能，有望承接基板由铝转玻璃带来的结构性订单转移。这一业务对蓝思而言具备显著的协同价值，公司在折叠屏 UTG 领域积累的玻璃化学强化、超薄精抛工艺可实现 HDD 玻璃盘片较低成本的辅助开发。当前，HDD 玻璃基板产品表面粗糙程度工艺已可到埃米级别，初步通过客户验证。

图 28：SSD、HDD 存储对比示意图



数据来源：OSCOO 官网，西南证券整理

图 29：HDD 玻璃基板示意图



数据来源：蓝思科技年报，西南证券整理

光波导工艺取得突破，眼镜助力取胜可穿戴终端。AI 眼镜赛道迎来爆发式增长，根据 IDC 数据，2025 年全球 AI 眼镜出货量达 1477.3 万台，同比增长 44.2%。预计 2029 年达突破 4000 万台，呈现快速增长态势。Counterpoint 数据显示，2025 年下半年全球智能眼镜出货同比增长 139%，Meta 独占 82%份额。中国智能眼镜市场去年实现出货 246.0 万台，同比增长 87.1%。

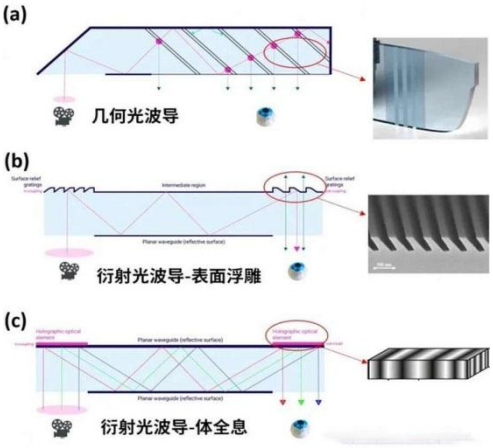
蓝思科技 AI 眼镜产品线涵盖组件级产品，如眼镜主体结构件，外观件，光学件等，并能集成提供导光、声学等整体模组，并能实现由精密结构件、核心模组及整机组装的全链条服务。蓝思 2025 年已实现 AI 眼镜整机组装和海外头部客户精密零组件规模化量产交付，AI 眼镜方面，蓝思科技配合北美大客户多年研发，是第一代智能头显的外观结构件核心供应商，并为其他北美头部 AI 眼镜客户提供导光模组、Mic 模组等功能模组和精密结构件。此外，公司还是 Rokid 全系 AI 眼镜的整机组装合作伙伴，覆盖从光学镜片、功能模组到整机的全流程生产。在技术储备方面，蓝思光波导技术取得重大突破。光波导镜片是 AR 眼镜实现轻薄化显示的核心光学元件，需要在玻璃基片上加工纳米级光栅结构，工艺难度极高。蓝思凭借在玻璃精密加工、镀膜、光学校准等领域的长期积累，已实现光波导镜片的量产突破，2026-2028 年有望成为公司穿戴业务的核心增量。综合来看，公司在 AI 硬件广谱赛道形成了“机柜液冷+SSD/HDD+AI 眼镜”的多级布局，每一项业务均能依托公司在消费电子三十年积累的精密制造、玻璃加工、自动化产线、良率管控等核心能力，形成强协同效应。

图 30：蓝思科技 AI 眼镜示意图



数据来源：蓝思科技年报，西南证券整理

图 31：光波导技术原理简介



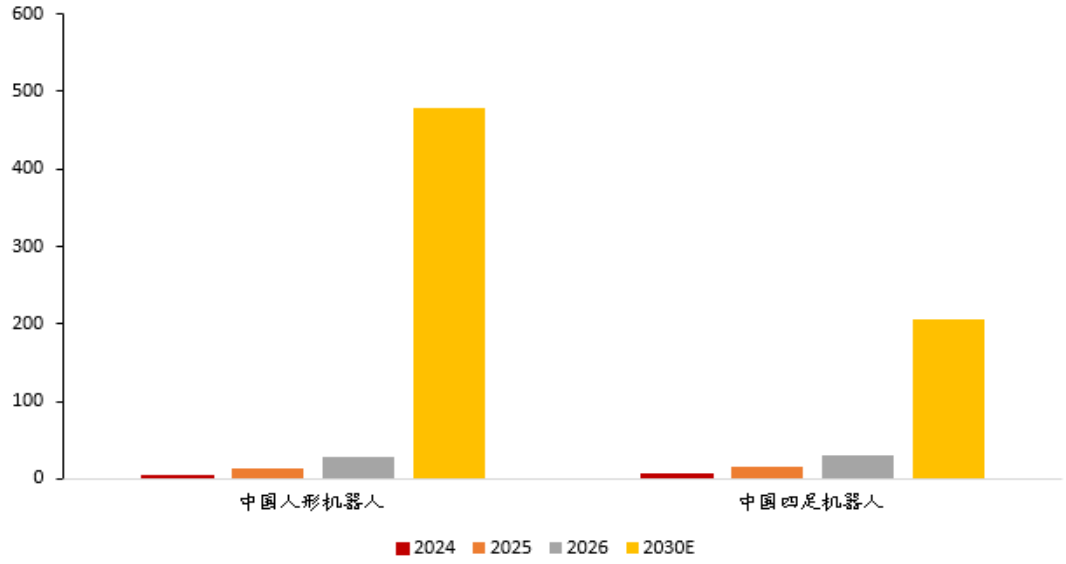
数据来源：雪球，西南证券整理

3 新兴赛道布局曙光初现，技术迁移实现价值跃升

3.1 人形机器人：从精密结构件到整机组装的全链条能力

春晚效应拉动市场增长，人形机器人逐渐商业兑现。宇树科技 2025 年春晚表演引发国内人形机器人需求井喷。据 IDC 数据，全球人形机器人市场 2025 年出货量 1.8 万台，市场规模快速增长，毕马威预计将在 2029 年达到 132.5 亿美元，实现近 45.5%的年均增长，IDC 预计 2030 年出货量突破 51 万台。据弗若斯特沙利文数据，中国机器人市场有望在 2030 年实现 685 亿元。Figure AI 于 2025 年 3 月启用第三代人形机器人 Figure 03 大规模生产基地 Bot Q，目标四年内累计产能达到 10 万台/年，Figure04 锁定设计进入测试阶段。国内方面，各大机器人整机厂商商业化水平迎来飞跃，订单量、出货量处在爬坡趋势明显。小鹏 IRON 广州人形机器人全链条量产基地已于 2026 年一季度启动建设，并提出月产能目标达到千台级；优必选在累计订单超 13 亿元基础上，又连续获得多笔工业机器人订单，2026 年产能或将提升至 1 万台；越疆机器人与瑞德丰签署超 8050 万元采购合同，工业场景批量采购趋势逐步显现。

图 32：中国人形机器人市场规模（亿元）



数据来源：蓝思科技招股书，西南证券整理

蓝思科技作为国内最早布局人形机器人零部件代工的精密制造企业之一，已构建从结构件、核心模组到整机组装的全链条供应能力。人形机器人作为 AI 物理具身的载体，硬件结构与传统工业机器人显著不同。最为核心的头部模组集成视觉传感器、惯性测量单元（IMU）、扬声器、麦克风阵列与 AI 推理算力芯片，是机器人感知与交互的中枢；关节灵巧手模组包含无框力矩电机、谐波/RV 减速器、力矩传感器、编码器、控制器与制动器，是机器人运动控制的核心单元，单台机器人通常需要数十个个关节模组；灵巧手与夹爪模组为高自由度仿生末端执行器，集成微型电机、力觉传感器与触觉感知，是机器人完成精细操作的关键；DCU 控制器集成主控芯片、电源管理、运动规划等功能，是机器人的“大脑”。蓝思在金属精密加工中的压铸工艺，表面处理能力及 CNC 能力全国领先，支撑公司起轻量化机器人外壳、关节等结构件的稳定供应。在此基础上，公司的头部模组，灵巧手及关节模组中均已实现自

主独立开发，量产交付的能力。随着蓝思永安机器人园区于 25 年 11 月底的投用，公司整机制造能力得到进一步增强，完全达产后可实现年产 1 万台/套自动化设备及 50 万台具身智能机器人，计划在 26 年实现公司机器人整机及核心模组组装规模翻倍。公司实现了人形机器人产业链关键节点深度入局，并掌握了全栈开发能力，这一战略布局为机器人市场放量奠定了技术与产能基础。

图 33：智元 X1 机器人



资料来源：长沙市工信局，西南证券整理

图 34：越疆机器狗



资料来源：越疆网站，西南证券整理

蓝思深度卡位核心模组，复制消费电子模式成功。2025 年公司机器人整机业务全面进入规模化交付阶段，人形机器人和四足机器狗全年出货量合计过万台，下属机器人子公司营收超 10 亿。主要客户方面，海外整机巨头 T 公司是蓝思机器人业务的核心标杆，随着下半年 Optimus 系列机器人年产逐渐放量，我们预计蓝思有望收获一批高价值模组订单，实现机器人板块业绩提升。此外，公司已覆盖北美及国内头部整机客户，并批量交付国内多家人形机器人厂商。蓝思已向智元机器人批量交付灵犀 X1 机器人的关节模组、DCU 控制器、OmniPicker（夹爪）等核心部件，并深度参与了灵犀 X1、X2 机器人的关节模组等核心部件的供应，收获越疆机器狗整机订单 1 万台。公司已与国内其他整机客户越疆，及非整机的 UBTECH，灵心巧手，强脑科技，灵初智能及北美头部三家机器人公司建立了合作关系。自 2027 年起，机器人业务有望成为公司新业务核心收入贡献点之一。

图 35：蓝思科技核心组件示意图



数据来源：蓝思科技年报，西南证券整理

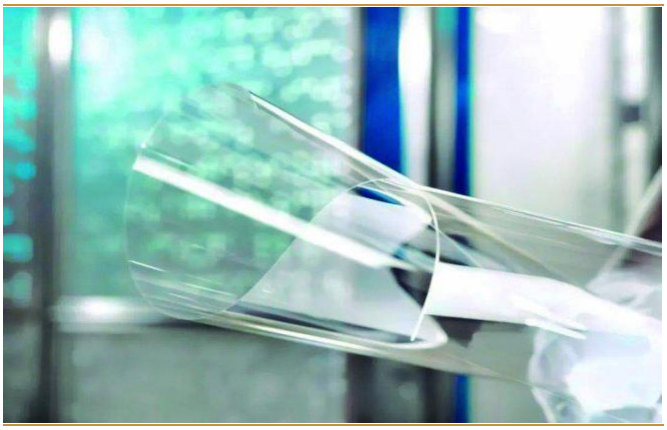
消费电子精密制造经验为机器人业务奠定独特护城河。蓝思在消费电子组装业务中积累的三大核心能力，是其能在短时间内深度绑定核心模组与整机组装的关键。其小型化、高精度精密结构件加工能力，特别是头部模组（涵盖光学、声学、感知、计算）这类多功能高度集成的子系统是打入机器人生态系统的关键。另一方面，其大规模自动化产线建设与良率管

控能力，能够支撑机器人实现大规模量产。蓝思与核心客户深度协同能力与长期积累的信任，使得其在科技巨头的供应链中从车载业务延伸至机器人，展示出了长期稳定的价值远景。

3.2 航天 UTG：从指尖到星际的技术延伸

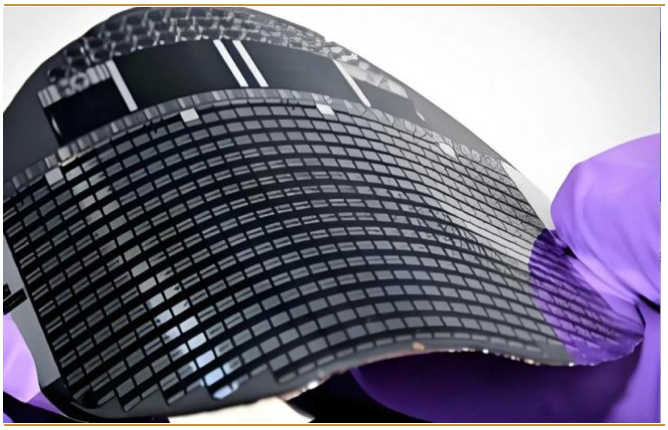
航天级 UTG 重塑低轨卫星“能源天幕”，公司开辟“航天”跨界战场。公司利用苹果折叠屏锤炼出的 30-50μm 超薄柔性玻璃自动化产线，开拓卫星太阳翼盖板这一全新蓝海市场。航天级 UTG 是新一代柔性太阳翼电池盖板的核心材料：相比传统航天太阳能电池盖板的厚重、不可弯折与传统高分子材料如 CPI 聚酰亚胺，易老化、抗紫外性能差的劣势，蓝思航天级 UTG 具备多项核心优势。其产品极致超薄柔韧，厚度仅 30-50μm，弯折半径低至 1.5mm，可助力太阳翼实现极限折叠收纳，显著提升发射效率、降低单星发射成本。同时蓝思产品抗辐射稳定性强，抗原子氧、抗紫外老化，使用寿命优于 CPI，同时生态友好，相比聚合物材料更符合可持续航天理念。当前主要短板是目前阶段相对 CPI 成本较高，但我们认为随产能爬坡有望实现下降。随着砷化镓电池及钙钛矿/晶硅叠层的新兴卫星技术的需求，UTG 将不仅仅是盖板，更将成为柔性电池基板核心组件，蓝思航天业务价值量进一步抬升。此外公司还致力于为国内外头部商业航天客户提供 TGV 玻璃基板、接收终端高精度低介电防护玻璃、太空轻量化机柜等产品解决方案，26 年公司将产品图谱将进一步拓展到低轨卫星整机组装、太阳翼模组组装和新一代航天级 UTG 等新型材料领域。通过技术迁移向商业航天稳步扩张。

图 36：蓝思科技超薄 UTG 航天玻璃示意图



数据来源：潇湘晨报，西南证券整理

图 37：卫星太阳翼示意图

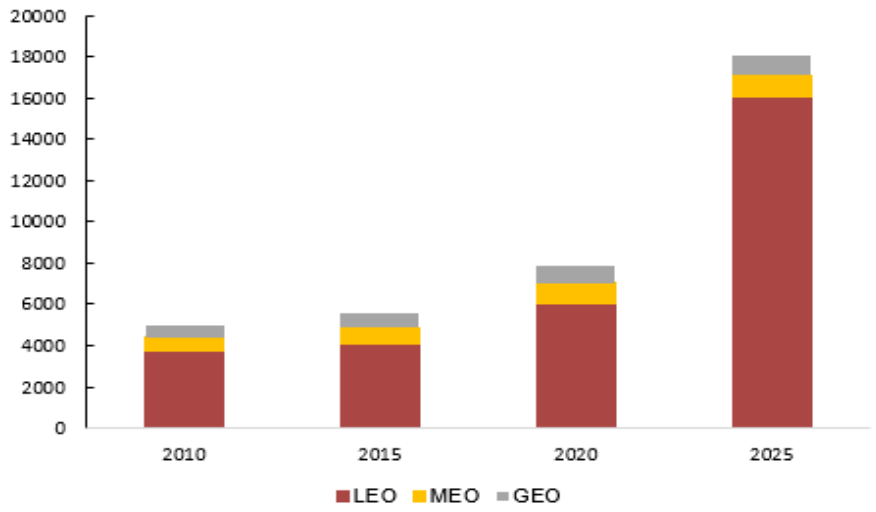


数据来源：德翼产业，西南证券整理

全球主要玩家加速布局低轨卫星，航天业务远期收入弹性可观。根据赛迪智库数据显示，2025 年全球商业航天市场规模预计突破 5,000 亿美元，同比增长 4.1%。中美为商业航天赛道的主要玩家，当前处于美国依托低成本体系化优势高频发射抢占生态位，中国商业航天快速完成技术验证逐步提高商业化能力的阶段，国内外市场机遇广阔。全球商业卫星年发射量在包括 SpaceX Starlink V3，中国千帆星座，国网星座在内的中美商业航天的共同推动下急剧增加达到 4434 颗，相较去年 2024 年增长 65%，其中仅星链一家即达到了 3190 颗。作为对比，2015 年以前，低轨卫星平均年新增数量为 68 颗，2015-2025 年大幅提升至约 1000 颗。蓝思在 30-60μm 级超薄玻璃（UTG）路线上具备由消费电子迁移而来的产线优势，并同时地面供应接收器玻璃盖板等关键部件。进度上，航天级 UTG 柔性玻璃已在全球最大的消费技术展会之一的美国拉斯维加斯消费电子展 CES 2026 上首次公开亮相，并已配合国内外头部商业航天客户提交样品并进行验证。此外科研上，公司已启动新一代复合 UTG 研发，集成抗静电（ESD）涂层和选择性抗辐射涂层，可实现定制化紫外截止及红外反射带来的温

度调节与静电防护双重功能，匹配新型太阳翼封装需求。商业航天业务也充分表明蓝思积极利用其在消费电子领域积累的玻璃加工与自动化能力，跨界航天材料领域，驱动航天商业拓展切入快车道。

图 38：全球在轨卫星数量（颗）

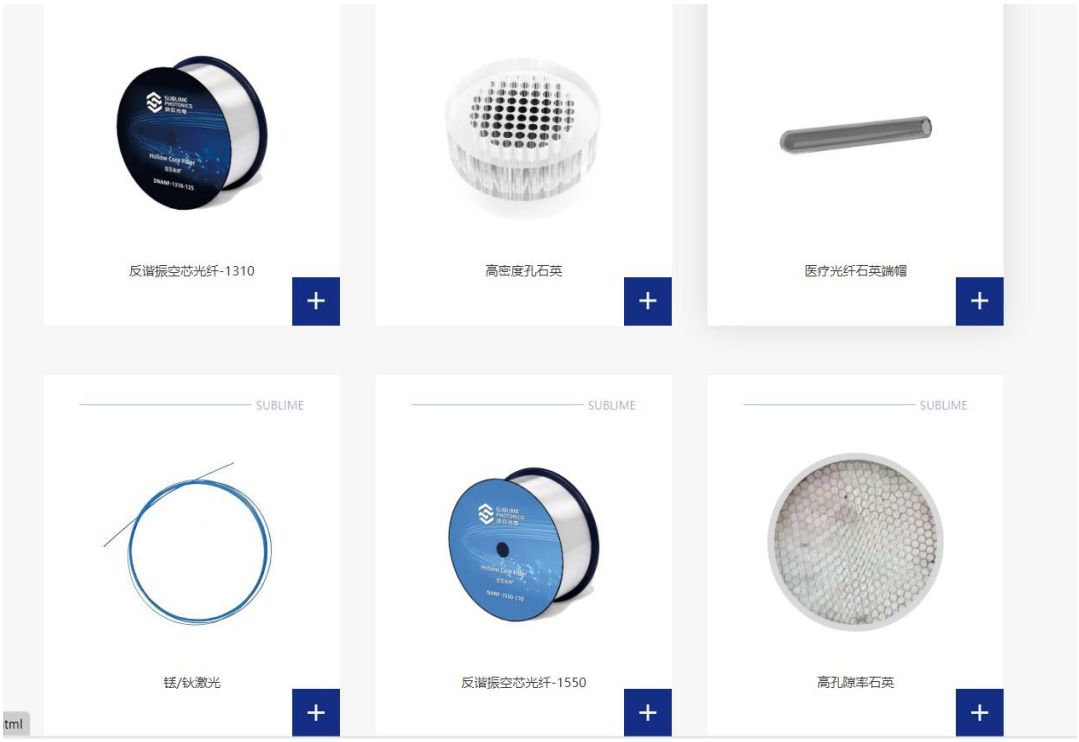


数据来源：MacroMicro 财经 M 平方数据库，西南证券整理

3.3 战略收购同昇光电，切入空芯光纤优质赛道

在消费电子、智能汽车业务等基础上，持续推进产业横向延伸与技术纵向深耕，布局下一代光传输核心元器件领域。2026 年 6 月 12 日，蓝思科技宣布全资子公司蓝思光电战略收购同昇光电控股权。同昇光电是国内领先的空芯光纤领域领先企业，研制生产先进的通信类空芯光纤、可见光类空芯光纤和传能光纤等系列产品。同昇光电拥有反谐振空芯光纤基础结构专利及 21 项核心工艺技术。公司自主研发高精度石墨炉设备与气压调控算法，实现光纤设计、拉丝制备、性能检测等在内的全流程自主化生产体系，多项自研技术成功填补国内产业技术空白。产品下游应用方面，同昇光电产品可适用落地于多个领域，包括高速通信网络、AI 算力集群内部高速互联、工业高精度传感、大功率激光能量传输、高端医疗诊疗设备等多个高景气赛道。

图 39：同昇光电部分产品



数据来源：同昇光电官网，西南证券整理

此次产业并购整合将为同昇光电空芯光纤业务带来多重协同效应。在实心光纤中，光信号在实芯玻璃介质中传播，空芯光纤则让光信号在其真空或特殊气体通道中传播。相较于传统实芯光纤，空芯光纤拥有低时延、低传输损耗、抗干扰性佳等突出性能，顺应 AI 产业蓬勃发展、算力中心扩容升级、6G 技术提前布局的行业大势，商业化发展前景十分广阔。首先在技术协同方面，蓝思科技深耕多年的高精密玻璃加工、光学封装、精密成型工艺，能够与同昇光电的空芯光纤制备技术深度融合，助力其快速优化生产工艺、提升产品良率与量产规模，同时推动光纤配套光学组件一体化研发制造；其次，蓝思科技在消费电子、智能终端、车载电子领域完善的产业链资源，可助力空芯光纤产品快速对接下游终端客户，加快产品认证与批量导入节奏；此外，依托公司规模化生产管理经验与供应链整合优势，能够有效优化空芯光纤原材料采购、产能排布体系，降低整体生产成本，加速技术成果商业化落地。

表 1：空芯光纤与实芯光纤对比

	传统实芯光纤	空芯光纤-HCF
纤芯材质	实心石英玻璃	空气/气体
导光原理	全内反射——靠玻璃折射率>包层折射率	反谐振反射/光子带隙效应——靠微结构玻璃壁的干涉反射把光“憋”在空气芯里
光在哪走	99.9%的光功率在玻璃中穿行	>98%的光功率在空气中穿行，几乎不碰玻璃
折射率（等效）	n≈1.444→光速≈c/1.444≈20.7 万 km/s	n≈1.0003→光速≈29.97 万 km/s 接近真空 c
传播时延	~4.85–5.0 μs/km	~3.3–3.5 μs/km，降低约 30%–47%
衰减/损耗极限	理论极限≈0.14dB/km，是瑞利散射+红外吸收的天花板	实验室已突破：0.091 dB/km 低于石英极限工程中 ~0.3–0.5 dB/km 量级

	传统实芯光纤	空芯光纤-HCF
非线性效应	较强，光与玻璃晶格相互作用大而限制功率&容量	降低 3–4 个数量级，光几乎不碰玻璃
高功率耐受	玻璃易被高功率激光损伤	空气不吸收→可传更高功率激光

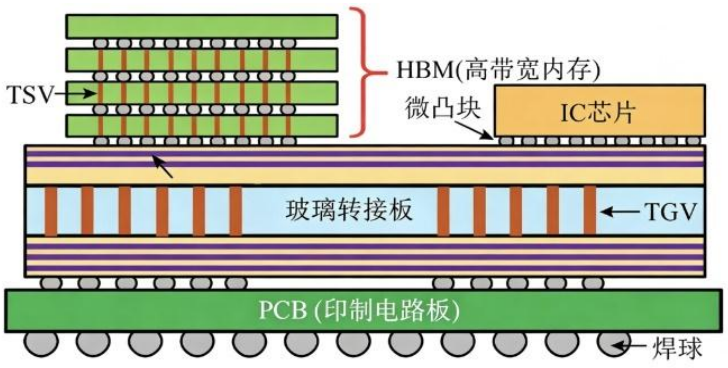
数据来源：ZIMACAPITAL，西南证券整理

此次收购深度贴合蓝思科技整体发展战略。依托同昇光电空芯光纤及光传感相关产品，公司可进一步夯实光电领域技术底蕴，完善光波导、光传输、光传感全品类产品布局，打通精密制造与高端光电元器件一体化产业链。借助公司全球化客户渠道与成熟量产实力，能够加快高端光电产品市场化量产进程，为企业长远发展增添全新增长动力。此次布局也推动公司业务跳出传统光学玻璃、精密结构件及车载光学配件范畴，顺利切入高速光通信、算力互联核心光纤材料赛道，完成从光学硬件制造向光通信核心元件领域的产业升级。蓝思科技表示，旗下蓝思光电将整合同昇光电技术与产能资源，推动 1310nm 数据中心跳线、1550nm 超低损耗空芯光纤等，在智算集群、数据中心高速互联、高频交易等低时延刚需场景实现规模化落地应用。

3.4 玻璃基板

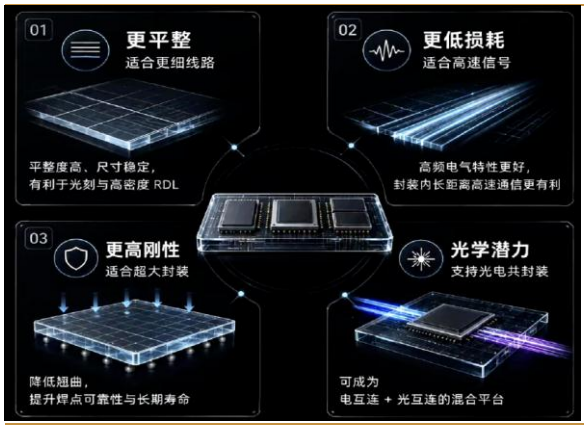
TGV 玻璃基板适配高端封装，替代优势显著。随着当前万亿级别大模型参数持续迭代，AI 芯片的尺寸与发热量持续提升，传统硅基封装材料极易出现形变问题。伴随万亿参数大模型持续迭代，AI 芯片尺寸与发热量同步提升，传统硅基封装材料极易出现形变问题。相较于传统封装基材，玻璃基板热膨胀系数低、高频损耗小且易实现大尺寸制作，可有效改善大算力芯片封装变形、信号衰减等问题，是全球头部企业布局下一代先进封装的主流材料。传统硅基板采用平面布局设计，晶体管排布越密集，越容易出现信号拥堵、散热困难等问题。而 TGV 玻璃基板可实现芯片垂直互联，通过在玻璃基材制备微米级通孔完成金属填充，有效缩短信号传输路径，大幅提升互联密度。不过玻璃材质本身脆性高，对原料配比、纯度及热稳定性能要求严苛，细微缺陷都会影响后续加工，整体研发量产难度较高。TGV 玻璃通孔技术是先进封装核心发展方向，借助玻璃基板垂直通孔实现芯片高密度垂直集成。对比传统有机基板，玻璃基板介电常数更低，平整度与热稳定性更出色，可充分满足 AI 芯片、高性能计算产品对信号传输与散热性能的严苛需求。

图 40：玻璃基板封装



数据来源：《TGV 技术发展现状与未来挑战》，西南证券整理

图 41：玻璃基板优势



数据来源：隔壁星球日记，西南证券整理

公司依托自身超薄玻璃精密加工优势，布局半导体先进封装核心材料领域。目前公司已搭建专属 TGV 玻璃基板中试产线，成功攻克激光隐形打孔、高精度化学蚀刻核心工艺，解决玻璃微孔加工、基板翘曲控制等行业痛点，产品各项性能指标达到国际同类水准，同时参与制定行业技术规范，拥有完备自主专利技术。不仅最低孔径做到 10 微米及以下，更实现百万级通孔 0ppm 的不通率。客户拓展方面，公司正同韩国及北美头部客户密集开发验证 22 层玻璃芯载板，推进 HBM 配套产品研发并完成多项稳定性测试，当前以样品送检、技术合作为主，部分客户已率先通过概念验证。TGV 玻璃基板是公司重点中长期布局业务，蓝思将消费电子领域成熟的玻璃加工工艺跨界应用至半导体封装赛道，当前已规划建设 3 万平方米的专用厂房及全套产线，预计 2026 年底投产，未来有望充分受益于海外供应链转移及先进封装材料国产化替代趋势。

与 Intel 深入拓展合作，展现公司在行业的领先地位及深厚竞争力。7 月 24 日，蓝思科技发布关于与 Intel 签署合作备忘录的公告，双方以 TGV 为备忘录重点讨论方向，双方将就玻璃基板穿孔成型、高精度激光加工、金属化通孔沉积及多层互连布线等关键工艺（包括但不限于上述内容）相关的潜在合作进行讨论和评估，Intel 将提供说明性架构信息、可制造性设计（DFM）指南、基准测试方法和验证方法。除 TGV 外，双方有意向在 AI PC 的结构件和模组、数据中心服务器高可靠性结构件和散热组件、具身智能机器人、工业智能设备和边缘计算硬件等方面进行讨论，有望进一步拓展合作机会。此次合作打破行业上下游研发制造脱节的固有格局，英特尔提供顶层架构与行业标准，蓝思依托深厚材料积淀与成熟量产能力，高效落地前沿设计并保障量产良率。依托双方优势互补，蓝思成功从单一制造向技术协同研发转型，借力英特尔生态顺利跻身全球高端算力核心供应链。该次合作显示出公司在产业极具稀缺性的客户资源与头部地位，同时展示出公司长久以来积累的领先行业影响力与技术竞争力。随着产能与工艺持续成熟，双方联手有望加速玻璃基板商业化进程，抢先抢占先进封装行业发展机遇。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：智能手机与电脑类：随主要客户苹果逐步上线采用 3D 及 UTG 玻璃 新系列产品，公司智能手机与电脑业务预计在 26/27/28 年实现-9.2%/21.0%/20.4%的增长率，并逐步实现 15.9%/16.1%/16.3%的毛利率。

假设 2：智能汽车与座舱类：超薄夹胶玻璃产品有望随新能源汽车市场进一步高端细分优化而提升整体出货量，并在市场充分竞争前实现毛利率的小幅提升，因此我们预计 26/27/28 年实现 8.1%/21.8%/22.2%的增长率，并实现毛利率 11.8%/11.0%/11.0%以反映新能源市场的发展趋势。

假设 3：智能头显与穿戴及其他智能终端类：头显与主要客户合作稳定，预计 26/27/28 实现营收 16.8%/18.1%/20.8%同比增长，26/27/28 预计实现 12.3%/12.0%/11.9%的毛利率。其他智能终端随收购业务落地并表预计较当前将实现提升，26/27/28 实现 22.1%/17.2%/17.1%的增长，以及 10.4%/13.5%/13.6%的毛利率水平。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
智能手机与电脑	收入（亿元）	611.8	555.6	672.2	809.4
	增速	5.9%	-9.2%	21.0%	20.4%
	毛利率	15.4%	15.9%	16.1%	16.3%
智能汽车及座舱	收入（亿元）	64.6	69.9	85.1	104.0
	增速	8.9%	8.1%	21.8%	22.2%
	毛利率	7.2%	11.8%	11.0%	11.0%
智能头显与其他穿戴类	收入（亿元）	39.8	46.5	54.9	66.3
	增速	14.0%	16.8%	18.1%	20.8%
	毛利率	19.9%	12.3%	12.0%	11.9%
其他智能终端类	收入（亿元）	10.5	12.8	15.0	17.6
	增速	-25.3%	22.1%	17.2%	17.1%
	毛利率	16.8%	10.4%	13.5%	13.6%
其他业务收入	收入（亿元）	17.3	21.7	40.1	62.2
	增速	32.3%	25.1%	85.0%	55.0%
	毛利率	59.6%	54.0%	52.0%	49.0%
合计	收入（亿元）	744.1	706.4	867.4	1059.4
	增速	6.5%	-5.1%	22.8%	22.1%
	毛利率	16.0%	16.3%	17.0%	17.4%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取消费电子行业的三家公司作为可比公司，三家公司 2025 年平均 PE 为 33.47 倍。公司作为消费电子玻璃及元器件龙头，在 3D 及 UTG 玻璃逐步上线及 AI 算力大基建背景下同行竞争优势较为明显。我们预计未来三年归母净利润分别为 35.2/56.2/74.8 亿元，对应 PE 为 43.15/27.07/20.33 倍。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
002600.SZ	领益智造	11.87	0.31	0.37	0.54	0.70	49.64	32.41	22.11	16.95
002475.SZ	立讯精密	50.78	2.28	2.62	3.71	4.81	24.89	19.35	13.67	10.56
002241.SZ	歌尔股份	24.74	1.11	0.97	1.22	1.54	25.87	25.45	20.28	16.10
平均值							33.47	25.74	18.69	14.54
300433.SZ	蓝思科技	28.81	0.79	0.67	1.06	1.42	38.32	43.15	27.07	20.33

数据来源：Wind，西南证券整理（注：截止 2026 年 11 月 9 日）

5 风险提示

大客户集中风险：苹果、特斯拉等单一大客户订单波动会显著影响业绩。若苹果 iPhone 销量不及预期或特斯拉销量大幅下滑，将对公司业绩造成显著冲击。

消费电子需求下行风险：若全球宏观经济或换机周期低于预期，将影响手机/PC/可穿戴整体需求。当前全球智能手机出货量虽已触底回升，但仍未恢复至峰值，结构性增长依赖折叠机和 3D 玻璃创新，若上述创新节奏推迟将影响蓝思单机价值量跃升节奏。

汇率波动风险：2026Q1 财务费用同比较大幅度上涨主要因汇兑亏损放大，公司海外收入占比高，对美元汇率波动较为敏感。后续若人民币兑美元持续大幅波动，将对公司利润产生显著影响。

行业竞争加剧风险：富士康、广达自供、华勤、长盈精密、立讯精密等在精密制造与机柜领域的竞争可能压缩公司份额与毛利。AI 服务器结构件市场仍处于高速发展期，存在更多新进入者参与；消费电子领域立讯精密、领益智造对苹果业务的份额争夺仍在持续。

资本开支强度过高风险：海外产能扩张叠加 AI 算力扩产与 UTG 产线建设+元拾并购对价持续抬高资本开支。若新业务投产不及预期或下游需求疲软，可能影响 ROIC 并对公司中长期资产负债表造成压力。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	74,410	70,640	86,735	105,944
营业成本	62,511	59,106	72,028	87,531
营业税金及附加	460	503	599	726
销售费用	586	662	780	946
管理费用	2,892	2,826	3,469	4,238
财务费用	21	723	310	300
资产减值损失	-768	-400	-300	-300
投资收益	93	155	185	213
公允价值变动损益	28	0	0	0
其他经营损益	261	395	408	509
营业利润	4,605	3,907	6,247	8,335
其他非经营损益	-19	-21	-21	-20
利润总额	4,586	3,887	6,226	8,315
所得税	545	331	558	774
净利润	4,041	3,555	5,668	7,541
少数股东损益	23	31	49	62
归属母公司股东净利润	4,018	3,524	5,619	7,479

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	4,041	3,555	5,668	7,541
折旧与摊销	5,444	6,032	6,586	7,185
财务费用	250	379	343	329
资产减值损失	787	400	300	300
经营营运资本变动	800	-1,475	-38	-378
其他	143	-87	-126	-141
经营活动现金流净额	11,465	8,805	12,733	14,836
资本支出	-9,249	-5,419	-5,886	-6,383
其他	-368	-126	185	213
投资活动现金流净额	-9,617	-5,545	-5,701	-6,170
短期借款	-918	-100	-100	-100
长期借款	-3,441	1,000	-1,000	-1,000
股权融资	4,968	0	0	0
支付股利	-2,815	-907	-1,184	-1,449
其他	-758	-1,179	0	0
筹资活动现金流净额	-2,964	-1,186	-2,284	-2,549
现金流量净额	-1,147	1,622	4,748	6,117

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9,815	11,438	16,186	22,303
应收和预付款项	10,889	10,926	13,220	16,118
存货	6,932	6,726	7,766	9,280
其他流动资产	554	554	554	554
长期股权投资	338	338	338	338
投资性房地产	855	855	855	855
固定资产和在建工程	41,511	40,850	40,091	39,217
无形资产和开发支出	5,210	5,210	5,210	5,210
其他非流动资产	1,331	1,507	1,507	1,507
资产总计	84,339	85,355	92,791	102,628
短期借款	644	544	444	344
应付和预收款项	16,122	14,759	18,064	22,024
长期借款	4,367	5,367	4,367	3,367
其他负债	8,119	7,525	7,930	8,486
负债合计	29,252	28,195	30,804	34,221
股本	5,284	5,279	5,279	5,279
资本公积	25,510	25,510	25,510	25,510
留存收益	24,363	26,908	31,685	38,045
归属母公司股东权益	55,023	57,065	61,842	68,202
少数股东权益	64	95	144	206
股东权益合计	55,087	57,160	61,987	68,408
负债和股东权益合计	84,339	85,355	92,791	102,628

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	6.46%	-5.07%	22.78%	22.15%
营业利润增长率	18.96%	-15.15%	59.87%	33.44%
净利润增长率	10.87%	-12.29%	59.43%	33.12%
EBITDA 增长率	12.62%	5.21%	23.31%	20.41%
获利能力				
毛利率	15.99%	16.33%	16.96%	17.38%
三费率	4.70%	5.96%	5.26%	5.18%
净利率	5.43%	5.03%	6.53%	7.12%
ROE	7.30%	6.18%	9.09%	10.97%
ROA	4.89%	4.19%	6.36%	7.72%
ROIC	6.34%	6.27%	8.38%	10.24%
EBITDA/销售收入	13.59%	15.06%	15.13%	14.91%
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.83	0.97	1.08
固定资产周转率	1.93	1.75	2.19	2.73
应收账款周转率	6.88	6.55	7.28	7.31
存货周转率	8.87	8.66	9.94	10.27
销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
资本结构				
资产负债率	34.68%	33.03%	33.20%	33.34%
带息债务/总负债	33.61%	35.77%	29.17%	23.04%
流动比率	1.24	1.43	1.55	1.68
速动比率	0.92	1.08	1.21	1.34
股利支付率	72.06%	14.97%	14.97%	14.97%
每股指标				
每股收益	0.79	0.67	1.06	1.42
每股净资产	10.41	10.81	11.72	12.92
每股经营现金	2.17	1.67	2.41	2.81
每股股利	0.55	0.10	0.16	0.21

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	10,115	10,642	13,122	15,800
PE	38	43	27	20
PB	3	3	2	2
PS	2	2	2	1
EV/EBITDA	16	14	11	9
股息率	1.82%	0.35%	0.55%	0.74%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn