

证券研究报告 | 通信网络设备及器件 | 2026年05月26日

通信团队·公司深度报告

天孚通信(300394) 全球光器件龙头，核心卡位CPO新技术

分析师

安子超
林亮亮

登记编号：S1220525120002
登记编号：S1220525110001

黄王琥

登记编号：S1220525110002



全球光器件龙头，核心卡位CPO新技术

- **天孚通信是全球光模块领军企业，受益于AI光通信产业高景气。**公司布局高速光器件、无源器件等光模块核心组件。公司产品广泛应用于AI数据中心互联，对接海外头部客户，2025年外销占比74%。受益于高速光模块需求爆发，2025年公司实现收入51.63亿元，同比增长59%；实现归母净利润20.17亿元，同比增长50%。26Q1，公司实现收入13.30亿元，同比增长41%；归母净利润4.92亿元，同比增长46%。我们认为，随着公司上游物料紧缺问题逐渐缓解，业绩有望持续加速释放。
- **云厂商资本开支加速扩张，光通信迎来“黄金周期”。**预计2026年海外四大CSP资本开支超6000亿美金，标志着AI产业延续高景气。CSP的巨额投资推动高速光模块规模化放量，据LightCounting预测，全球800G光模块2026年出货量预计再增长一倍以上，1.6T模块出货量将从2025年的较小基数起步，快速攀升至数千万端口量级。光器件作为光模块核心组件，在光模块成本结构中的占比约为70%—74%，与光通信行业快速发展共振。
- **CPO作为下一代光通信方案迭代方向，天孚占据核心卡位。** CPO（共封装光学）通过将光引擎与交换芯片封装在一起，使功耗大幅降低，同时提供超高带宽。英伟达、博通作为CPO方案的核心领导者，两者的CPO产品预计于2026年内落地量产，2027年及后续CPO出货量有望持续上修。从应用场景来看，CPO或将率先在Scale Out互联中落地，但Scale Up的增量市场更加值得期待。对于4-8个机架组成的系统而言，若需实现数万个高速互连，CPO可能是唯一可行的选择。天孚通信与海外客户深度合作，在CPO方案中布局关键部件，主要包括光引擎、FAU、ELS模块。公司成功完成1.6T光引擎规模量产和CPO配套光器件的研发，为下一代超算中心与AI集群应用奠定基础。公司面向CPO领域配套的FAU、ELS外置光源等相关产品已实现稳定交付。

盈利预测与风险提示

- 我们预计2025-2027年公司营业收入分别为89、126、168亿元，分别同比增长73%、41%、33%；归母净利润35、48、64亿元，分别同比增长74%、37%、33%。当前股价对应26-28年PE分别为88、64、48X，考虑到公司的高成长性以及在CP0领域的前瞻布局，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**海外CSP投资不及预期，地缘政治风险，技术路径迭代不及预期等。

盈利预测（人民币）

单位/百万	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5163	8930	12562	16753
(+/-)%	58.79	72.94	40.68	33.36
归母净利润	2017	3516	4831	6401
(+/-)%	50.15	74.30	37.39	32.50
EPS（元）	2.60	4.51	6.20	8.21
ROE（%）	36.64	48.00	48.69	47.90
P/E	78.21	87.92	63.99	48.30
P/B	28.67	42.20	31.16	23.13

目录

- 1 天孚通信：全球光器件龙头
- 2 AI Capex高速增长，光通信迎来“黄金周期”
- 3 CPO大势所趋，天孚核心卡位
- 4 盈利预测
- 5 风险提示

目录

➤1 天孚通信：全球光器件龙头

➤1.1 天孚通信：业界领先的光器件整体解决方案提供商

➤1.2 主要产品包括高速光引擎、FAU无源光器件、微光学组件

➤1.3 天孚通信股权结构稳定，高管团队产业积淀深厚

➤1.4 1.6T光模块规模上量有望驱动公司增长提速

➤1.5 光器件利润率优异，规模效应推涨盈利能力

➤2 AI Capex高速增长，光通信迎来“黄金周期”

➤3 CPO大势所趋，天孚核心卡位

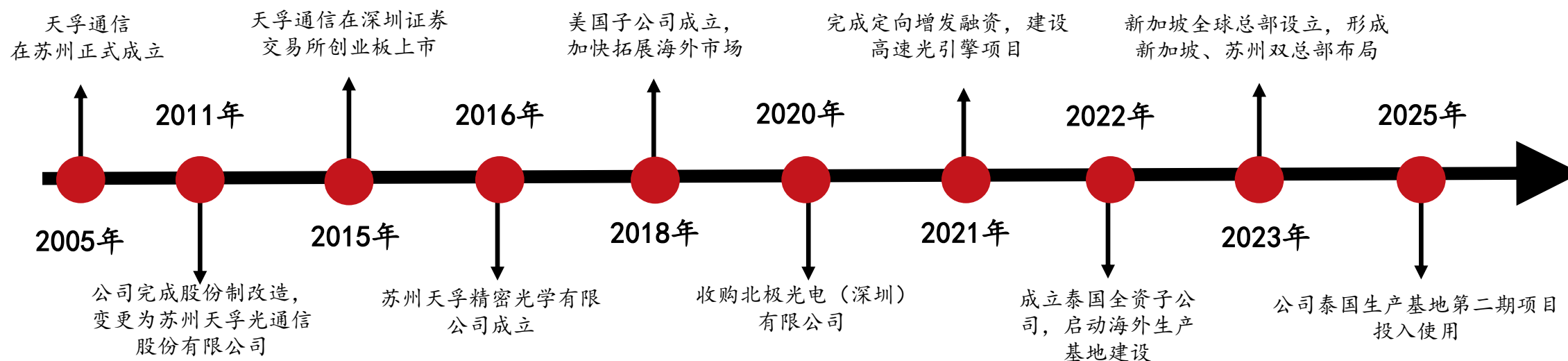
➤4 盈利预测

➤5 风险提示

1.1 天孚通信是业界领先的光器件整体解决方案提供商和光电先进封装制造服务商

- 天孚通信专注光通信器件领域二十余年，是业界领先的光器件整体解决方案提供商和光电先进封装制造服务商。公司成立于2005年，2016年在深交所创业板上市。公司围绕高速光互连需求，持续推出高速光引擎、FAU光纤阵列、微光学组件及光电封装组件等产品，并为下游光模块厂商提供垂直整合的一站式光器件解决方案。随着人工智能算力需求增长和数据中心网络升级，公司相关产品在400G、800G等高速光模块应用中持续放量，广泛应用于人工智能数据中心、云计算网络、光纤通信及光学传感等领域。
- 天孚通信持续推进全球化布局，积极参与光通信产业链竞争。公司在海外建立生产制造基地，产品销往北美、欧洲等地，客户涵盖全球主流光模块厂商及通信设备企业。近年来，公司在FAU光纤阵列、光学组件及光电封装等产品领域出货量持续增长，并在AI数据中心高速光互连应用中不断提升市场份额，进一步巩固其在全球光器件产业链中的竞争地位。

图表：天孚通信发展历程



1.2 主要产品包括高速光引擎、FAU无源光器件、微光学组件

- 天孚通信立足光通信领域，长期专注于中高速光器件产品的研发、生产与销售，为客户提供垂直整合的一站式解决方案。公司主要产品涵盖高速光引擎、FAU无源光器件及微光学组件等，广泛应用于高速光模块等光通信场景。依托成熟的光器件研发平台以及在基础材料与元器件、光学设计和集成封装等方面的技术积累，公司不断完善产品体系，并逐步向下游应用领域延伸，为激光雷达等新兴领域客户提供相关配套产品。

图表：天孚通信主要产品及应用领域

产品类别	具体产品	主要功能	主要应用领域
高速光引擎产品	OSA器件、光收发组件、BOX器件	实现高速光电转换 光模块内部信号传输	400G/800G/1.6T高速光模块 AI数据中心
FAU无源光器件	AWG器件、WDM器件、 OpticalFilter、FilterBlock	实现光信号分复用与滤波	光通信传输网络
微光学组件	隔离器组件、光纤适配器、陶瓷 套管	实现光信号耦合、连接及光路稳定	光模块封装、光通信设备

1.3天孚通信高管团队产业积淀深厚

- 截至2026年一季报，苏州天孚仁和投资管理公司为第一大股东，持股37.56%；股东朱国栋持股6.99%。

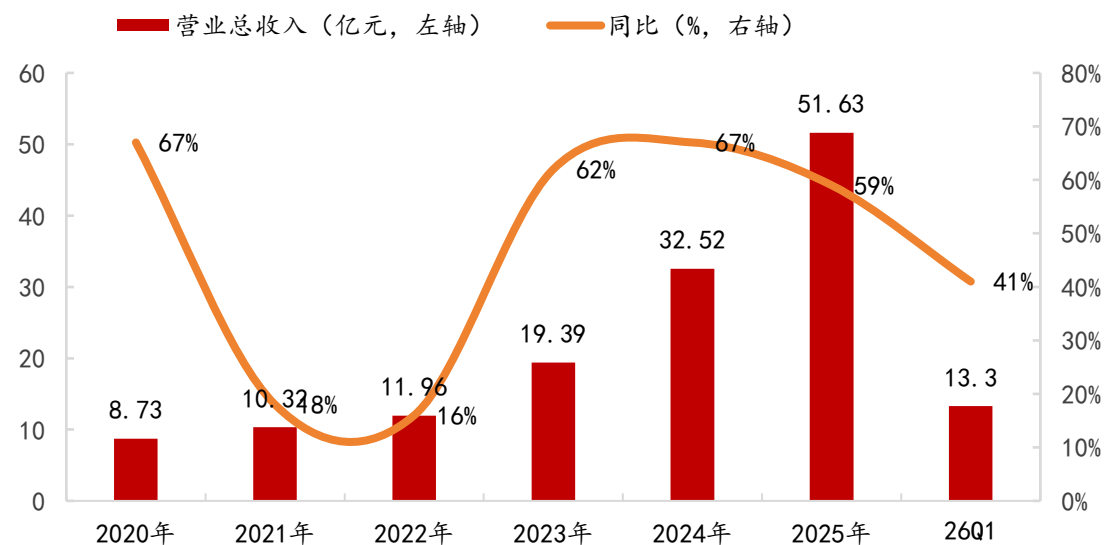
图表：天孚通信高管团队产业积淀深厚

姓名	职务	主要工作经历
邹支农	董事长	邹支农于2005年7月，邹支农与朱国栋共同创办了本公司的前身苏州天孚精密陶瓷有限公司，2005年至2018年1月历任天孚通信董事长、总经理、总工程师，2018年1月起担任公司董事长、总工程师。
欧洋	董事、总经理	2001年10月至2005年6月任苏州豪亿数码网络有限公司经理；2005年7月至2011年9月历任苏州天孚精密陶瓷有限公司总经理助理、副总经理、董事；2011年10月至2018年1月历任公司董事、副总经理，2018年1月起担任公司董事、总经理。
王志弘	董事、副总经理	2010年3月至2011年6月任苏州天孚精工技术有限公司总经理。2011年5月至2011年9月任苏州天孚精密陶瓷有限公司董事，现任本公司董事、副总经理。
朱松根	董事	2005年7月入职公司，现任公司全资子公司高安天孚光电技术有限公司执行董事、总经理。
吴文太	财务总监	2005年9月至2009年9月于新奥能源控股有限公司历任子公司总账、子公司财务经理；2009年10月至2020年5月在宝时得科技（中国）有限公司财务管理中心担任财务经理职务；2020年6月起在本公司财务部任职，2020年10月22日起任本公司财务总监。

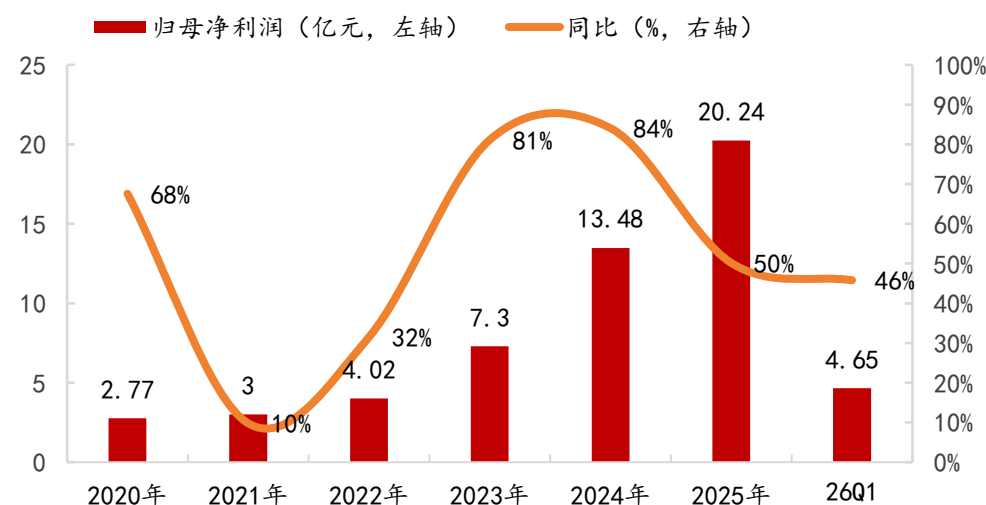
1.4 1.6T光模块规模上量有望驱动公司增长提速

- **高速光模块驱动光器件需求，公司业绩快速增长。** 随着人工智能算力需求持续增长以及数据中心建设加速，高速光模块需求显著提升，带动上游光器件产品出货量增加，公司有源及无源产品线收入持续增长。2025年公司实现收入51.63亿元，同比增长59%；实现归母净利润20.24亿元，同比增长50%。26Q1公司实现营收13.3亿元，同比增长41%；实现归母净利润4.65亿元，同比增长46%。
- **展望后续，英伟达GB300逐步放量，英伟达Rubin、谷歌TPU v7投入量产，1.6T光模块上量速度有望加快。** 公司作为核心光器件供应商，增长有望进一步提速。

2020年-26Q1公司营业总收入及同比



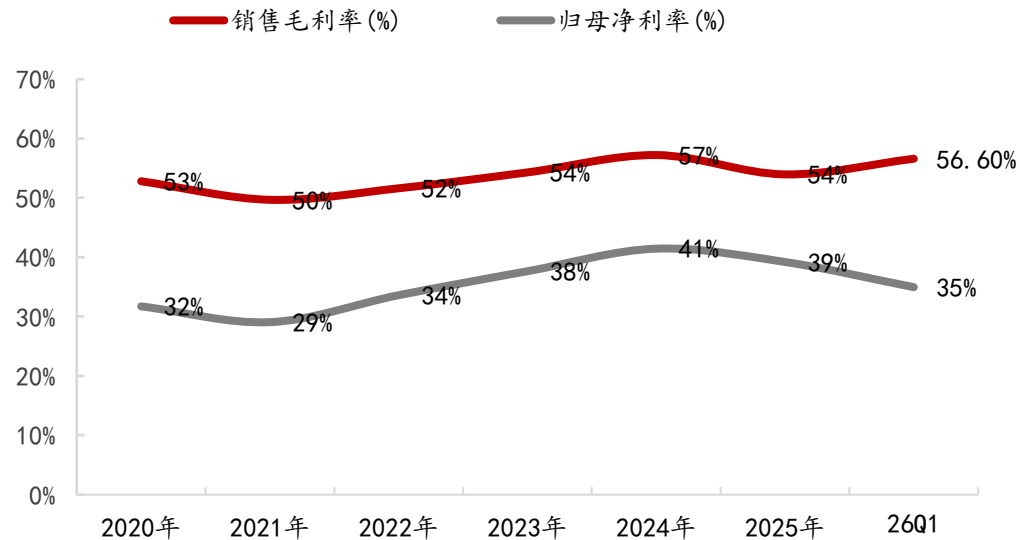
2020年-26Q1公司归母净利润及同比



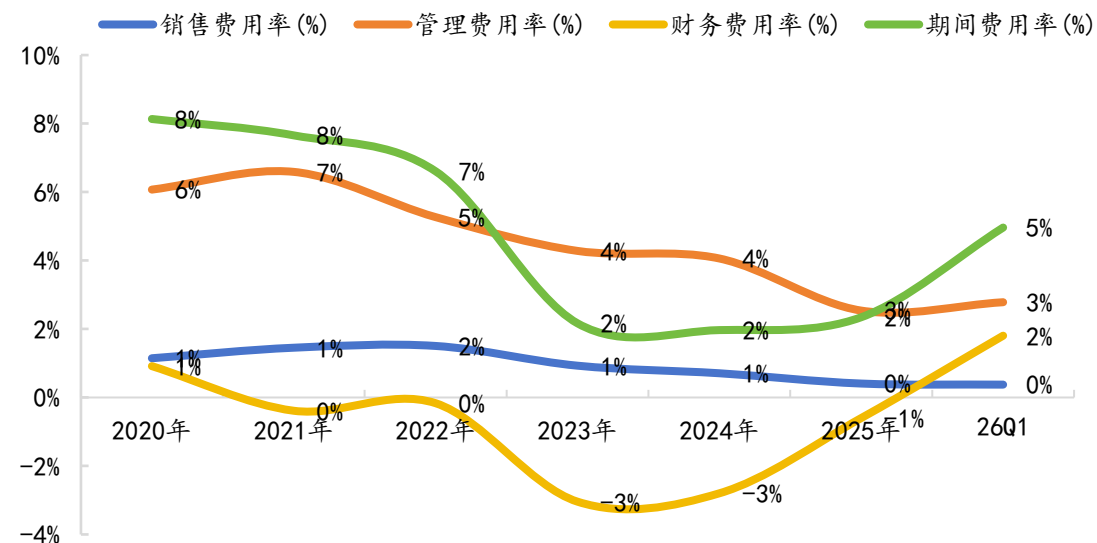
1.5 光器件利润率优异，规模效应推涨盈利能力

- 光器件技术壁垒高，享受高利润率。2025年，公司毛利率达到54%，归母净利率达到39%，主要得益于高端光器件的高壁垒、高利润率。我们认为，随着1.6T、3.2T以及CPO等新技术的逐步应用，光器件设计的复杂度显著提升，公司作为行业龙头有望持续享受行业发展红利。

2020年-26Q1公司销售毛利率与归母净利率



2020年-26Q1公司各项期间费用率



目录

➤1 天孚通信：全球光器件龙头

➤2 AI Capex高速增长，光通信迎来“黄金周期”

➤2.1 海外CSP资本开支维持高位，光模块产业链持续受益

➤2.2 高速率光模块出货量上行：800G已实现规模化放量，1.6T或将迎来放量元年

➤2.3 AI算力集群的互联需求爆发，光模块迭代周期缩至1-2年一代

➤2.4 光模块价值量拆解：光器件占比高，核心环节价值凸显

➤3 CPO大势所趋，天孚核心卡位

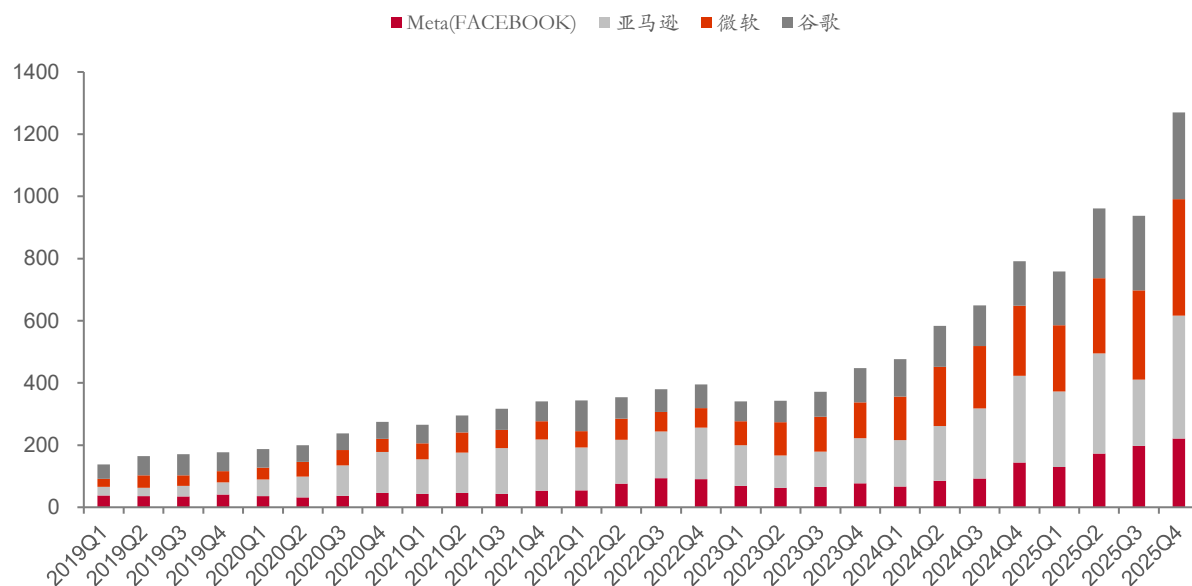
➤4 盈利预测

➤5 风险提示

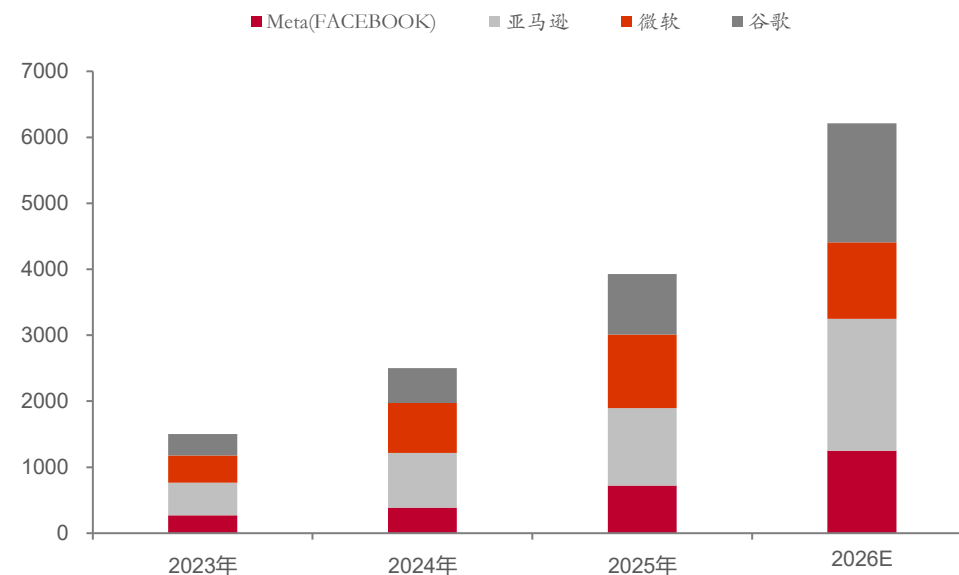
2.1 海外CSP资本开支维持高位，光模块产业链持续受益

- **云厂商资本开支加速扩张，AI算力投资驱动上游需求。**2025年Q4，四大云服务巨头合计资本开支约为1270亿美元，标志着新一轮投资周期已开启。其中，谷歌约60%的投资投向AI服务器，微软近半开支用于采购GPU/CPU，反映出资本正密集投向算力基础设施。这一趋势将直接拉动服务器PCB、高速板材及先进封装载板等上游关键硬件的增量需求。
- **AIGC应用增长推动超大规模数据中心规模持续扩张，进而带动光模块行业加速发展。**以ChatGPT为代表的生成式人工智能（AIGC）应用的增长带来了海量的算力资源需求。据Synergy Research Group预测，未来四年内即将启用的超大规模数据中心的平均容量将接近现有数据中心的两倍，到2030年，所有运营中的超大规模数据中心的总容量将增长近三倍。AI大模型的训练和推理应用需要海量并行数据计算，对网络带宽提出更高要求，从而加速高速光模块的发展和应用。

海外主要CSP厂商2019Q1-2025Q4资本开支（亿美元）



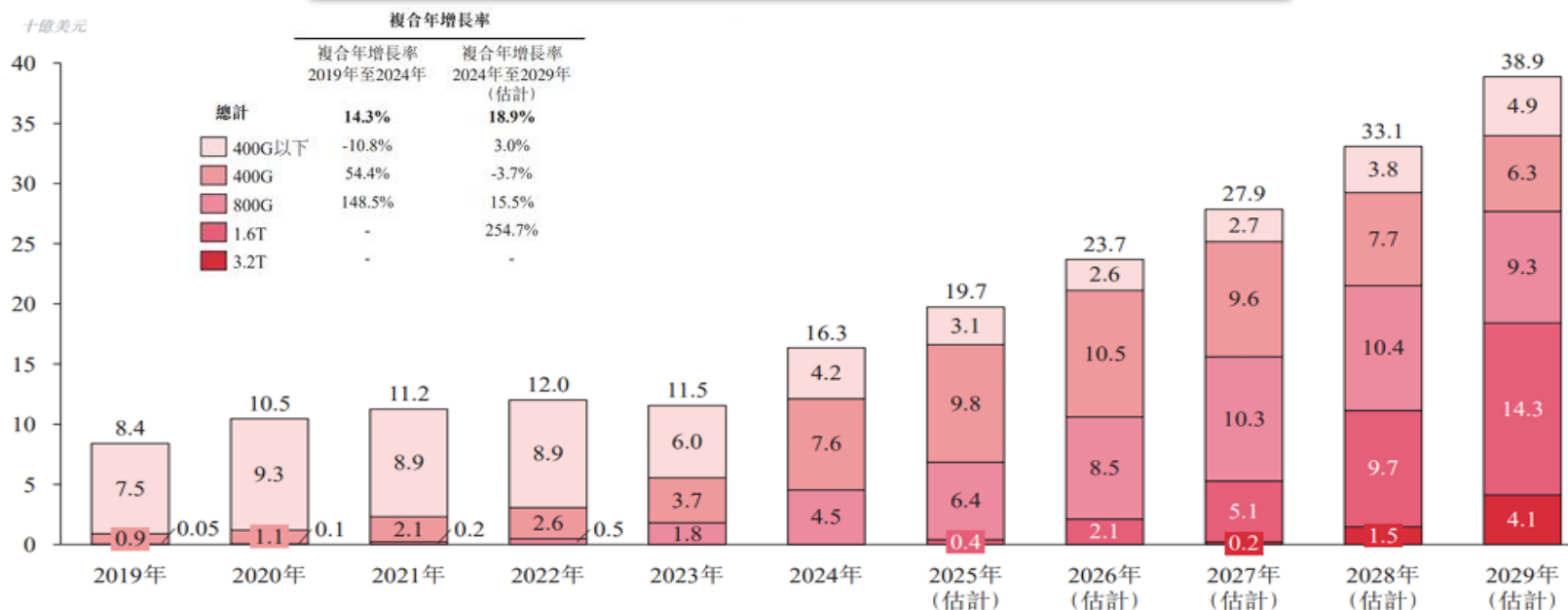
海外主要CSP厂商2023-2026E全年资本开支及预测（亿美元）



2.2 高速率光模块出货量上行：800G已实现规模化放量，1.6T或将迎来放量元年

- **CSP的巨额投资推动800G光模块规模化放量，2025年出货量将达1800万-1990万只。**数据显示，2025年800G PAM4芯片组出货量几乎增至三倍，预计其2026年出货量有增无减。据LightCounting预测，光模块市场在2025年至2026年将以每年30%至35%的速度增长，其中全球800G光模块2025年出货量将达1800万至1990万只，2026年出货量预计再增长一倍以上。
- **1.6T光模块伴随英伟达Rubin平台及B系列产品的上量开启商业化元年。**英伟达在GTC大会上披露，其Blackwell与Rubin架构GPU在2025至2026年间有望贡献超5000亿美元收入，对应出货量约2000万颗。数据显示，从GB300到Rubin架构，单颗GPU所需的1.6T光模块配比增长。LightCounting预测，1.6T模块出货量将从2025年的较小基数起步，快速攀升至数千万端口量级；2026年其芯片组销售额将突破20亿美元，并在此后直至2029年保持高速增长态势。

图表：2019-2029E 全球光模块市场规模（按速率划分）



2.3 AI算力集群的互联需求爆发，光模块迭代周期缩至1-2年一代

- 早期光模块技术迭代周期相对较慢，平均每4年更新一代。在传统的电信市场，光模块通常是十年迭代一个周期；在数据中心市场，大约四年一个周期。2012年，全球数据通信行业基于10G光芯片实现40G（10G×4）传输速率；2016年，100G（25G×4）产品开始进入市场；2021年，400G光模块产品亮相，至2023年才实现大规模商用。
- AI算力集群的互联需求爆发，光模块迭代周期缩至1-2年一代。随着AI大模型的爆发，互联速率与交换机带宽每2年翻倍，推动光模块迭代周期从过去的3-4年压缩至1-2年。以2023年为起点，光模块速率迭代进入每2年翻倍的快车道。伴随英伟达Blackwell GPU平台推出，光模块从800G升级至1.6T仅历时2年，扭转了云计算时代升级周期放缓的趋势。

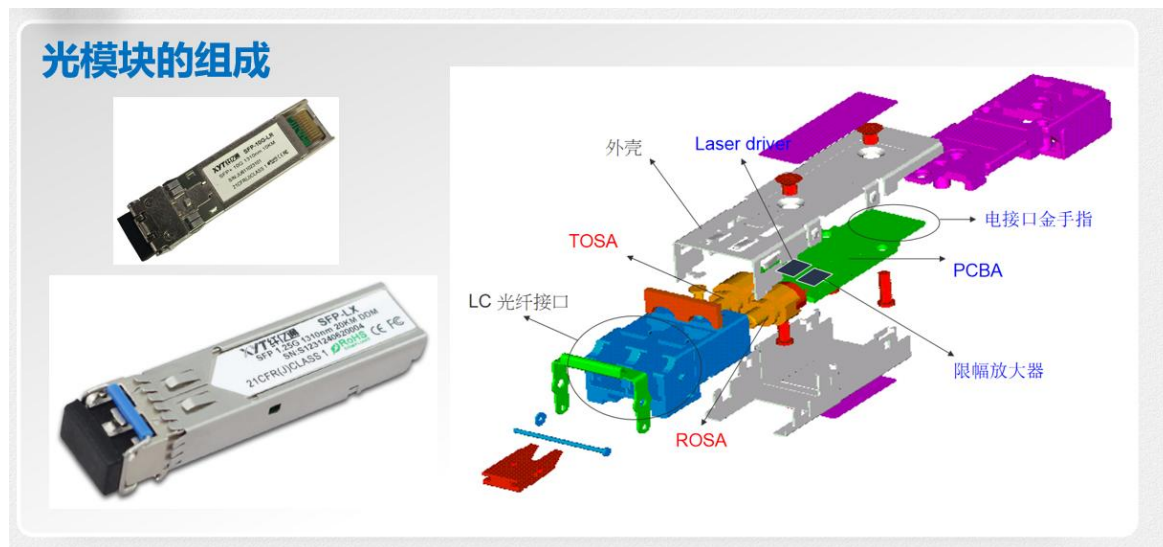
光模块升级周期由平均4年缩短至2年，迭代速率缩短一半



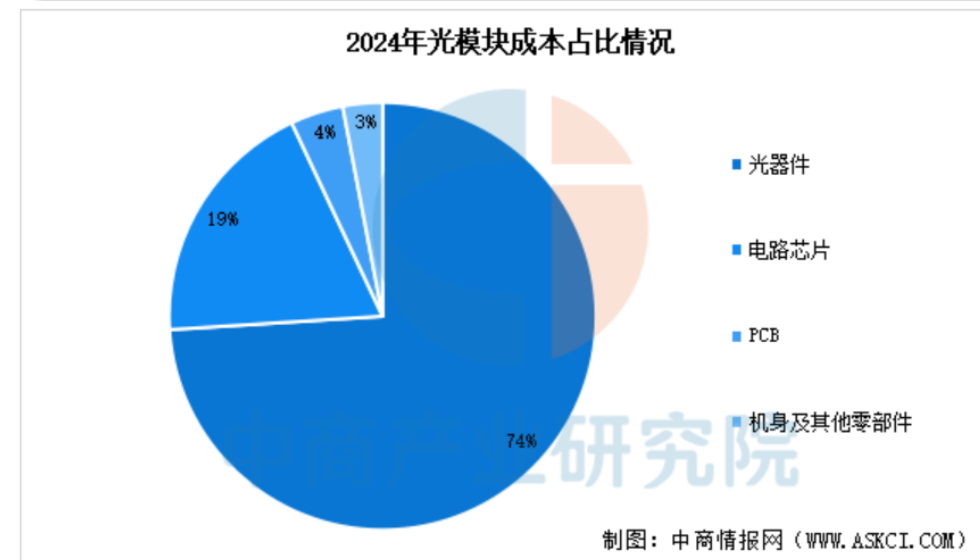
2.4 光模块价值量拆解：光器件占比高，核心环节价值凸显

- 光模块价值量主要集中在光器件环节，上游光器件在产业链中占据核心地位。光模块由光器件、功能电路和光接口等构成，其中光器件包括激光器（TOSA）和探测器（ROSA），分别实现光模块在发射端将电信号转换成光信号，以及在接收端将光信号转换成电信号的功能，是最主要的成本来源。2024年光器件在光模块成本结构中的占比约为74%，远高于功能电路和光接口等其他组件。随着光模块速率向800G及更高速率升级，模块内部光学结构更加复杂，对光学组件的数量与精度要求进一步提升，因此单个光模块中光器件价值量持续提高。AI数据中心建设带动高速光模块需求快速增长，也使上游光器件环节成为产业链中最具成长性的部分。

图表：光收发一体模块示意图



图表：光模块技术升级路线图



目录

➤1 天孚通信：全球光器件龙头

➤2 AI Capex高速增长，光通信迎来“黄金周期”

➤3 CP0大势所趋，天孚核心卡位

➤3.1 CP0：能效+带宽显著提升，下一代AI网络方案的优选

➤3.2 CP0将于2026年内落地应用，出货量预期大幅上修

➤3.3 重点关注CP0在Scale Up领域的应用

➤3.4 CP0的核心组件和主要供应商

➤3.5 天孚通信在CP0技术前瞻布局：光引擎、FAU、ELS模块

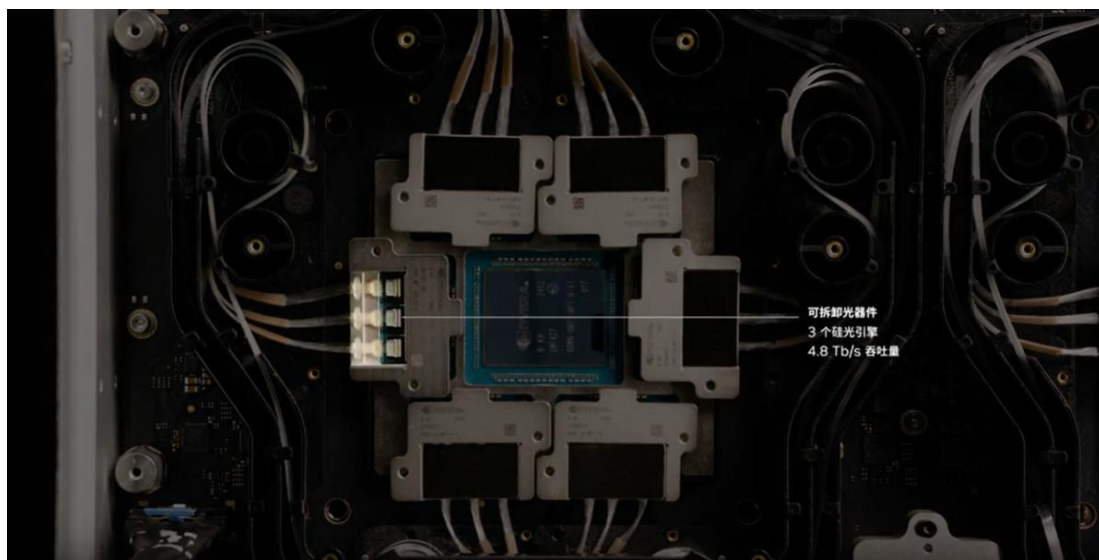
➤4 盈利预测

➤5 风险提示

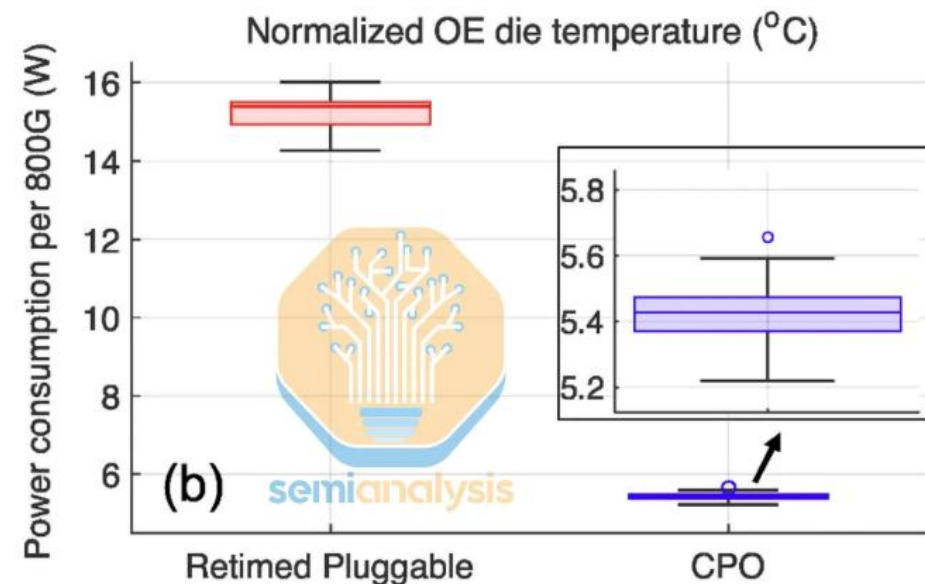
3.1 CPO：能效+带宽显著提升，下一代AI网络方案的优选

- **CPO（共封装光学）**通过将光引擎与交换芯片封装在一起，实现功耗降大幅降低。CPO核心架构是将光引擎直接与交换机ASIC、计算XPU等高密度封装集成，使高速电信号的传输路径彻底摆脱长距离PCB走线的限制，实现功耗显著降低。以Broadcom Baillly 51.2T CPO交换机为例，相较于800G传统可插拔光模块，节省了65%的功耗。
- **CPO方案带来超高带宽密度。**英伟达Quantum-X Photonics交换机交换容量达115Tb/s，支持144个800G端口；Spectrum-X Photonics更推出512个800G端口的SN6800型号，总带宽高达409.6Tb/s，支撑超大规模AI集群。
- **同时，CPO方案相较于传统可插拔方案，部署效率明显提升。**CPO模块无需单独插拔，AI工厂部署时间缩短至原来的77%，显著缩短第一个Token的生成时间，大幅降低大规模部署的运维成本。

CPO将光引擎和交换芯片封装在一起



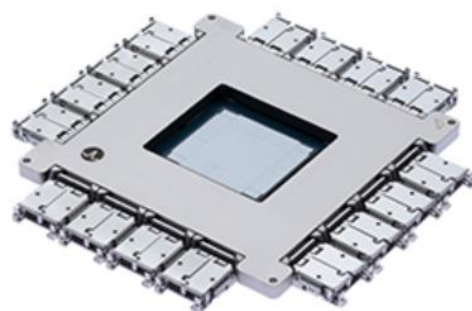
2×400Gbps带宽下，传统可插拔光模块与CPO方案的功耗对比



3.2 CPO将于2026年内落地应用，出货量预期大幅上修

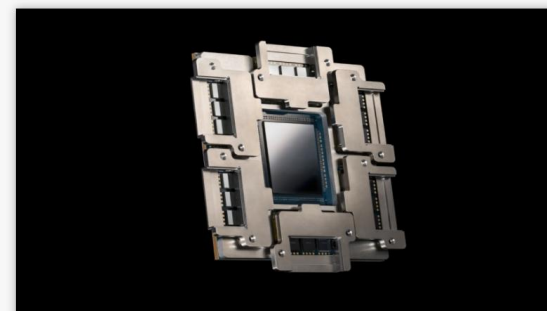
- 博通、NV的CPO方案预计于2026年落地。Broadcom即将发布第三代CPO，基于102.4Tbps的TH6以太网交换机ASIC；而NVIDIA的第一代CPO，由4颗800G InfiniBand交换机ASIC组成，也是200G/lane的光学引擎，预计2026年下半年发布。
- 鸿海上修26-27年CPO出货量至5万台。根据鸿海集团于26年5月披露，“全光CPO交换机机柜”已提前向大客户英伟达交货。鸿海在越南工厂生产的全光CPO交换机机柜，供应极为紧张。连原本计划用于展示的机柜都已全部交给英伟达，真正做到了“一机不剩”。并且，鸿海已将原本预估2026年超1万台的出货目标，大幅上修至2026至2027年合计超过5万台。

博通基于以太网设计的CPO方案



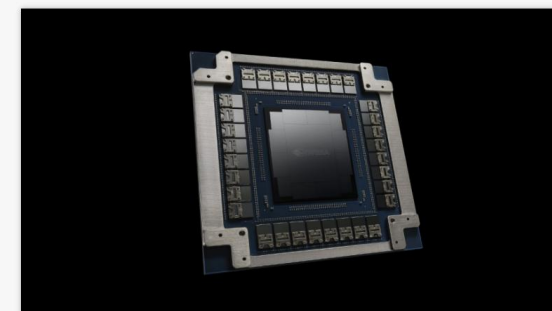
Ethernet Switch CPO

英伟达基于IB及以太网设计的CPO方案



NVIDIA Quantum-X InfiniBand 硅光技术

基于 200G 光电一体封装的 NVIDIA Quantum-X800 InfiniBand 平台。



NVIDIA Spectrum-X 以太网硅光技术

基于 200G 光电一体封装的 NVIDIA Spectrum-X™ 以太网平台。

3.3 重点关注CPO在Scale Up领域的应用

- 未来五年，Scale Up网络的市场增量更加明显。根据Lightcounting预测，AI Scale Up市场规模将显著扩容。目前CPO的应用率先在Scale Out场景落地，但Scale Up市场的增量更值得关注。
- 目前，Scale Up网络连接方案主要为铜连接、AEC、LP0光模块等。英伟达在Blackwell机柜内部大规模市场铜连接的方案。亚马逊正使用AEC在两个机架之间互连Trainium加速器（每个机架32颗XPU），但这种方案可能难以扩展到更多机架。华为则在其纵向Scale-Up网络中采用了800G可插拔LP0光模块，每颗XPU最多连接18个LP0。
- 对于4-8个机架组成的系统而言，若需实现数万个高速互连，CPO可能是唯一可行的选择。因此，LightCounting上调了CPO的市场预测，涵盖用于Scale-Up场景、传输距离小于50米的1.6T和3.2T端口。

2026-2030年Scale Up网络市场增量明显

CPO在AI网络市场的使用情况预测（按端口计算）

Scale-Up Grows as Scale-Out Slows

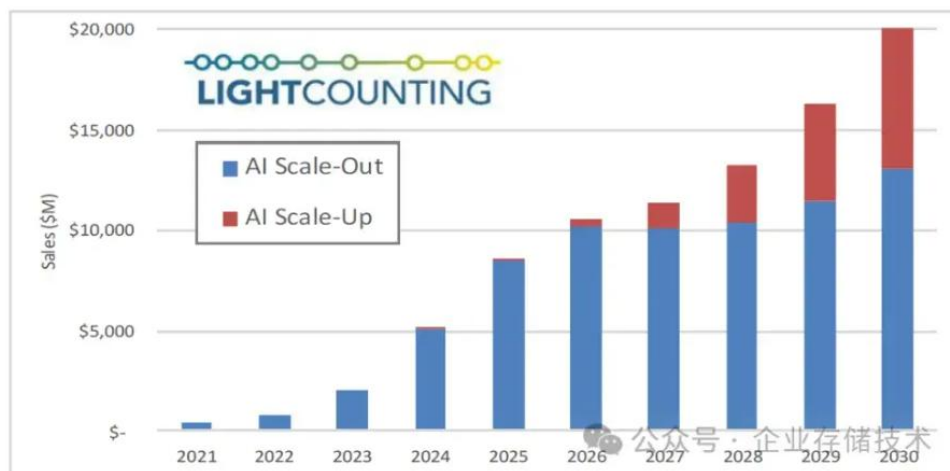
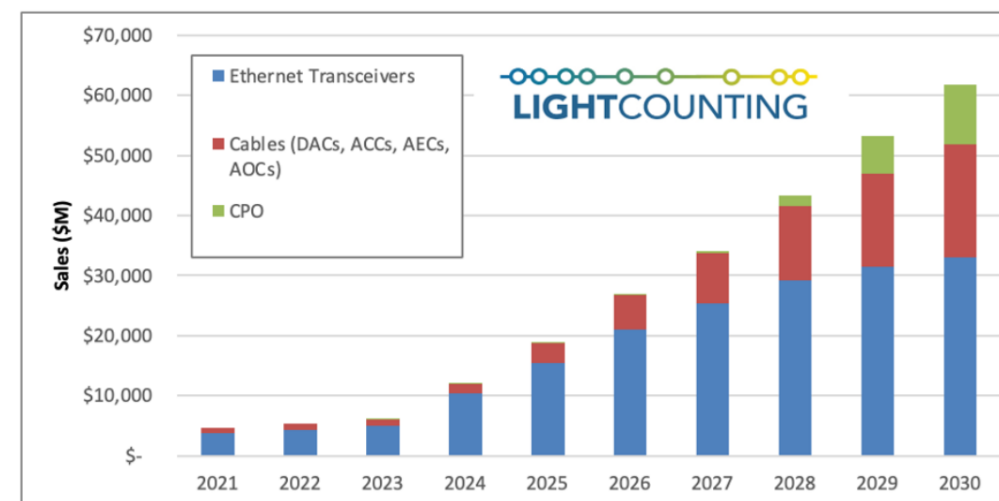


Figure 2: Sales of 100G and higher speed Ethernet transceivers, cables and CPO



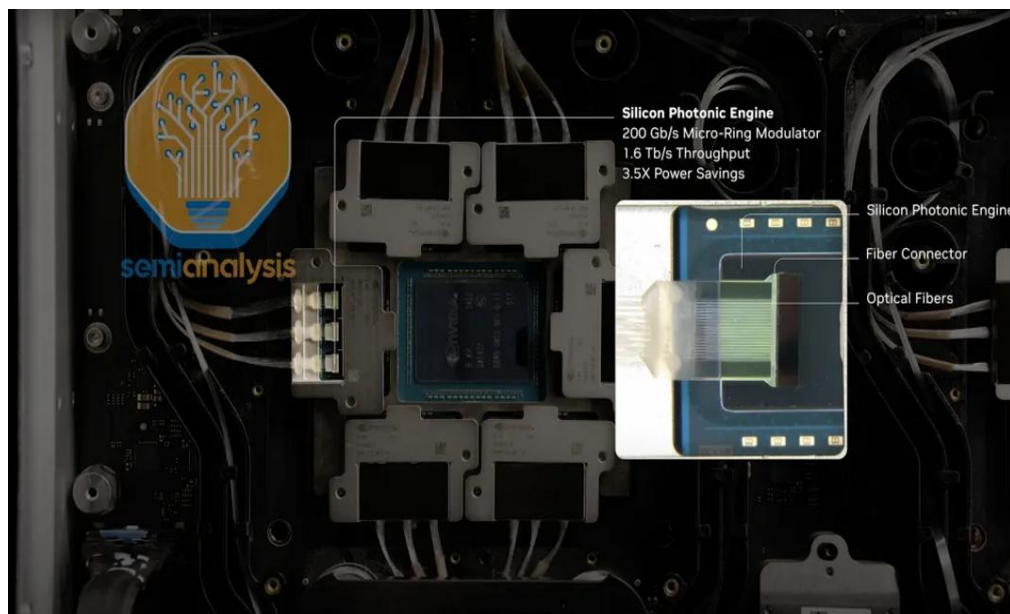
3.4 CPO的核心组件和主要供应商

	光引擎/光芯片	外部光源ELS	ELS模块	FAU	光纤交换箱	MPO连接器	MT插芯	晶圆制造
主要功能	英伟达 X800-Q3450 CPO 交换机总吞吐量为 115.2T，专为横句扩展网络设计。其初始版本将搭载 72 个光引擎，每枚运行速度为 1.6Tbit/s；后续版本预计升级为 36 个光引擎，每枚速率达 3.2Tbit/s，	英伟达 X800-Q3450 CPO 交换机采用 18 个 ELS 模块作为激光源，每个模块包含 8 个连续波（CW）DFB 激光芯片。CPO 系统需要使用相对较高功率的激光源，每个 CWDFB 芯片的功率输出约为 350mW。	通过从开关或 ASIC封装中移除连续波（CW）激光器，ELSFP使多个硅光子（SiPh）光学引擎能够共享一个高功率激光源，从而提升系统效率、热性能和可维护性	光纤连接单元是至关重要的被动元件，负责实现光纤与光引擎的耦合。高品质的光纤连接单元及其精确对准对于确保最佳光学性能至关重要。	光学引擎引出上千根光纤，需要通过交换箱进行布线整理并导向目标端口	交换箱的外围区域，布设有 MPO 连接器，它们将交换箱内部的光纤与外部端口相连。随后，光纤 MPO 线缆可插入该端口，使交换机与远端其他交换机或远端网卡实现连接。	MT 套圈是 FAU、混洗盒以及 MPO 连接器中至关重要的组件，其作用是以并行方式对齐多根光纤。	制造光子集成电路、电子集成电路及其集成
相关公司	LITE、COHR	LITE、COHR、IVGO、日本古河、源杰科技、仕佳光子	天孚通信、中际旭创、新易盛	天孚通信、Senko、FOCI、Sumitomo	天孚通信、太辰光、莫仕	US Conec、太辰光、Senko等	US Conec、太辰光、Senko、住友、天孚通信等	台积电、Tower Foundries

3.5 天孚通信在CPO技术前瞻布局：光引擎、FAU、ELS模块

- 光引擎：公司成功完成1.6T光引擎规模量产和CPO配套光器件的研发，为下一代超算中心与AI集群应用奠定基础。
- FAU & ELS：公司面向CPO领域配套的FAU、ELS外置光源等相关产品已实现稳定交付。

CPO光引擎&FAU



CPO ELS



目录

➤1 天孚通信：全球光器件龙头

➤2 AI Capex高速增长，光通信迎来“黄金周期”

➤3 CP0大势所趋，天孚核心卡位

➤4 盈利预测

➤ 4.1 盈利预测与可比公司估值

➤5 风险提示

4.1 盈利预测与可比公司估值

图表：天孚通信营收拆分及预测（百万元，%）

产品	指标	2025	2026E	2027E	2028E
有源光器件	收入	2,997.95	5,995.89	8,754.00	11,817.90
	yoy	81.11%	100.00%	46.00%	35.00%
	毛利率	46.63%	46.00%	45.00%	44.00%
无源光器件	收入	2,084.39	2,813.92	3,658.10	4,755.53
	yoy	32.23%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	63.67%	65.00%	63.00%	63.00%
其他	收入	81.10	120.00	150.00	180.00
	yoy	303.56%	47.96%	25.00%	20.00%
	毛利率	75.64%	65.00%	65.00%	65.00%
总营收（百万元）		5,163.43	8,929.81	12,562.10	16,753.43
yoy		58.79%	72.94%	40.68%	33.36%
综合毛利率		53.96%	52.24%	50.48%	49.62%

4.2 盈利预测与可比公司估值

- 我们选择中际旭创、新易盛、剑桥科技、矩光科技作为可比公司。中际旭创、新易盛、剑桥科技是光模块领域的头部公司，1.6T光模块上量将成为光模块厂商业绩主要驱动力。而矩光科技主要生产上游光学器件，相关产品在CPO领域应用。
- 我们预计2025-2027年公司营业收入分别为89、126、168亿元，分别同比增长73%、41%、33%；归母净利润35、48、64亿元，分别同比增长74%、37%、33%。当前股价对应26-28年PE分别为83、60、45X，考虑到公司既享受1.6T光模块上量带来的高业绩成长性，以及在CPO领域的前瞻布局，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表：可比公司估值表（元，亿元，元/股）

代码	证券简称	2026年5月25 日收盘价	归母净利润（亿元）			PE			EPS（元/股）		
			25A	26E	27E	25A	26E	27E	25A	26E	27E
300476.SZ	中际旭创	1093.00	107.97	295.64	509.19	112.45	41.17	23.91	9.72	26.55	45.72
300502.SZ	新易盛	659.01	95.32	185.03	292.96	68.72	35.47	22.40	9.59	18.58	29.42
002384.SZ	剑桥科技	209.00	2.63	13.57	24.24	278.67	54.43	30.42	0.75	3.84	6.87
688167.SH	矩光科技	504.00	-0.38	0.95	2.41	/	480.00	188.76	-0.43	1.05	2.67
均值			-	-	-	153.28	152.77	66.37	4.91	12.51	21.17
002938.SZ	天孚通信	396.75	20.17	35.16	48.31	114.92	75.87	58.82	2.60	4.51	6.20

目录

- 1 新易盛：全球领先的光模块解决方案提供商
- 2 海外CSP资本开支维持高位，光模块市场或将呈现“量增+代际升级”发展态势
- 3 硅光模块批量出货，攻克CPO晶圆级封装核心壁垒
- 4 盈利预测
- 5 风险提示
 - 5.1 风险提示

5.1 风险提示

- **海外CSP投资不及预期：**海外CSP的资本开支为AI投资的主要驱动力，若CSP投资力度不及预期，公司收入可能受到负面影响，估值或受到压制。
- **地缘政治风险：**公司海外收入敞口大，24年海外收入占比达79%。若地缘政治风险加剧，或影响公司经营。
- **技术迭代路径不及预期：**NP0、CPO等新技术迭代存在一定不确定性，若新技术迭代延后，或影响公司估值。

附录：公司财务预测表（单位：百万元人民币）

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5163	8930	12562	16753
营业成本	2377	4265	6221	8441
营业税金及附加	57	89	126	168
营业费用	21	36	38	50
管理费用	131	179	239	302
研发费用	267	313	377	452
财务费用	-31	-90	-114	-172
资产减值损失	-32	-50	-50	-50
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	10	18	25	34
营业利润	2352	4141	5689	7537
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	9	4	5	5
利润总额	2344	4137	5684	7532
所得税	326	621	853	1130
净利润	2018	3517	4832	6402
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	2017	3516	4831	6401
EBITDA	2489	4310	5899	7735
EPS（最新摊薄）	2.60	4.51	6.20	8.21

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1868	3615	5043	6621
净利润	2018	3517	4832	6402
折旧摊销	178	262	329	376
财务费用	47	0	0	0
投资损失	-10	-18	-25	-34
营运资金变动	-408	-223	-166	-197
其它	43	77	74	74
投资活动现金流	-265	-1107	-890	-581
资本支出	-414	-1004	-905	-605
长期投资	140	0	0	0
其他	9	-103	15	24
筹资活动现金流	-673	-1650	-2234	-2960
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	223	0	0	0
现金净增加额	-66	0	0	0

附录：公司财务预测表（单位：百万元人民币）

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4848	6542	9273	13295	成长能力(同比增长率%)				
货币资金	2997	3808	5727	8806	营业总收入	58.79	72.94	40.68	33.36
应收票据	2	5	7	9	营业利润	53.16	76.09	37.37	32.47
应收账款	1122	1766	2403	3198	归属母公司净利润	50.15	74.30	37.39	32.50
其他应收款	2	2	3	5	获利能力(%)				
预付账款	21	38	56	76	毛利率	53.96	52.24	50.48	49.62
存货	457	661	799	905	净利率	39.08	39.38	38.46	38.21
其他	248	262	278	296	ROE	36.64	48.00	48.69	47.90
非流动资产	1601	2459	3041	3277	ROIC	36.06	46.89	47.66	46.77
长期投资	9	9	9	9	偿债能力				
固定资产	1115	1660	2038	2169	资产负债率(%)	14.52	18.54	19.36	19.31
无形资产	90	90	90	90	净负债比率(%)	-54.28	-51.87	-57.63	-65.83
其他	387	700	904	1008	流动比率	5.33	3.99	3.94	4.19
资产总计	6449	9001	12314	16572	速动比率	4.78	3.55	3.56	3.87
流动负债	909	1639	2355	3170	营运能力				
短期借款	0	0	0	0	总资产周转率	0.92	1.16	1.18	1.16
应付账款	403	711	1037	1407	应收账款周转率	5.44	6.18	6.03	5.98
其他	506	928	1318	1763	应付账款周转率	7.50	7.66	7.12	6.91
非流动负债	28	30	30	30	每股指标(元)				
长期借款	0	0	0	0	每股收益	2.60	4.51	6.20	8.21
其他	28	30	30	30	每股经营现金	2.40	4.64	6.47	8.50
负债合计	937	1669	2384	3200	每股净资产	7.08	9.40	12.73	17.15
少数股东权益	7	7	8	10	估值比率				
股本	777	777	777	777	P/E	78.21	87.92	63.99	48.30
资本公积	953	953	953	953	P/B	28.67	42.20	31.16	23.13
留存收益	3749	5592	8189	11630	EV/EBITDA	62.22	70.85	51.44	38.83
归属母公司股东权益	5506	7325	9922	13362					
负债和股东权益	6449	9001	12314	16572					

分析师声明与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准;香港市场以恒生指数为基准， 美股市场以标普500指数为基准。



方正证券研究所

专注·专心·专业

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座17层

长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隼峰院2期3层方正证券