下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

“制造强国”实干系列周报(26/09/13期)

证券分析师：
韩强 A0230518060003 屠亦婷 A0230512080003 王珂 A0230521120002
刘正 A0230518100001 马天一 A0230525040004 戴文杰 A0230522100006
黄莎 A0230522010002 武雨桐 A0230520090001 李蕾 A0230519080008
程恺雯 A0230524080009
联系人：何佳霖 A
2026.9.16

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

- **安孚科技：持续提高易缆微持股比例，布局下一代光芯片技术路线**
- **石头科技：盈利拐点到来、竞争格局改善**
- **风险提示：市场竞争加剧的风险；原材料价格波动风险；经济周期波动的风险**

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 安孚科技：持续提高易缆微持股比例，布局下一代光芯片技术路线

2. 石头科技：盈利拐点到来、竞争格局改善

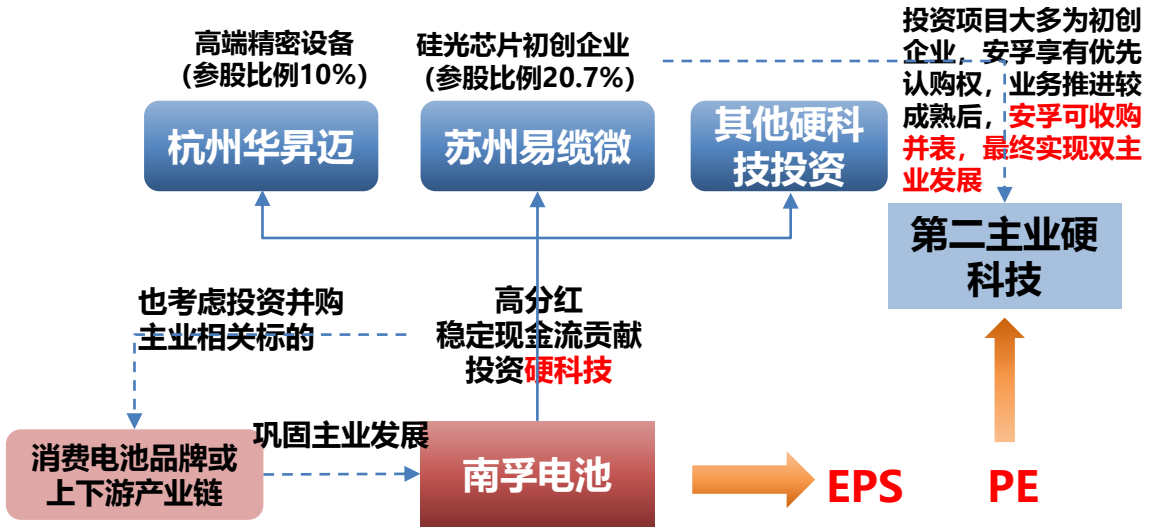
下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 安孚科技：南孚主业贡献现金流，收并购提升估值

- **安孚科技依托南孚电池稳定现金流、高比例分红，具备外延扩张发展能力**
  - 南孚一次消费电池优质白马资产：凭借产品及制造、品牌营销、渠道优势，稳定卡位；出海贡献业绩增量

- **外延：投资硅光芯片初创企业苏州易缆微、杭州华昇迈等；前期投资参股，根据标的业务进展增加持股/控股**
  - 易缆微专注于硅光异质集成薄膜铌酸锂光芯片，是实现数据中心1.6T/3.2T集成高性能光模块和光电共封装CPO的核心技术
  - 华昇迈主要做DUV深紫外光源，国内少数具备前道光刻级 ArF/KrF 光源系统级研发能力企业；安孚与华昇迈成立合资公司，深化高端精密国产替代半导体设备制造合作

2025年12月投资硅光芯片初创公司苏州易缆微，2026年持续提高持股比例



2022-2025年南孚均超额完成业绩对赌目标

考核项目	扣非前后归母孰低（亿元）			扣非归母净利润（亿元）		
年份	2022	2023	2024	2025	2026	2027
南孚电池	7.5	8	8.5	9.14	9.50	9.82
YOY		7%	6%	8%	4%	3%
亚锦科技	6.16	6.57	6.99	7.46	7.76	8.02
实际利润情况	2022	2023	2024	2025		
南孚扣非	7.66	8.12	8.65	9.38		
YOY		*6.0%*	*6.6%*	*8.4%*		
完成率	*102%*	*102%*	*102%*	*103%*		
亚锦扣非	6.26	6.62	7.06	7.65		
YOY		*5.8%*	*6.6%*	*8.4%*		
完成率	*102%*	*101%*	*101%*	*103%*		

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 持续增厚易缆微持股比例，布局下一代光芯片技术路线

- **直接投资参股苏州易缆微（参股4.3%→8.5%→20.7%），2026年内持续提高持股比例至20.7%**
  - **25年12月安孚投资3000万，参股比例4.3%；2026年5月提升至8.5%，2026年9月进一步提升至20.7%。**公司享受优先认购权，后期根据业务推进进展，考虑收并购
  - 创始人陈伟总：10年前第一次创业在比利时微电子研究中心IMEC做硅光芯片研究；2013年被华为收购，在华为推动硅光芯片量产；技术实力强劲
  - 核心技术：独创硅光异质集成薄膜铌酸锂技术平台，**相较于目前EML具备低成本优势，同时实现高调制带宽，**适用于数据中心的高速高密度光电集成芯片和光学引擎，是**实现数据中心1.6T/3.2T集成高性能光模块和光电共封装CPO的核心技术**
  - 此次深圳光博会展出**3.2T DR8/1.6T DR4 硅光异质集成 TFLN PIC（400G/lane）、OCS 64×64 端口光开关**；前期1.6T、3.2T样品已向国内外客户送样，**已有国内外客户（包含大型终端厂商）验证通过；股东产业背景优势，**26年3月OFC大会联合索尔思光电共同发布 3.2T（单波 400G）光模块 DEMO 产品
  - **25年8月中试线（8英寸D2W）已可完成相关工艺并实现较好良率，掌握核心键合技术**；委托Fab厂生产，**预计2027年跑通量产流程并批量出货**

不同材料体系性能对比

对比维度	磷化铟 InP（EML）	硅光 SOI	纯铌酸锂 TFLN	易缆微异质集成 HISP
调制方案	调制带宽基于磷化铟材料	调制带宽基于硅波导掺杂后的等离子色散效应	调制带宽基于薄膜铌酸锂材料	调制带宽基于薄膜铌酸锂材料
调制速率	次优	最差	最优	最优
耦合方案	光纤与透镜耦合	光纤与硅或氮化硅波导耦合	光纤与铌酸锂波导耦合	光纤与SiN氮化硅波导耦合
耦合插损	最优	最优	最差	最优
无源波导插损	NA	最优	最差	最优
有源调制器插损	NA	最差	最优	最优
集成度	最差	最优	次优	最优
调制电压	次优	最差	最优	最优
成本优势	最差	最优	最差	最优
工艺成熟度	最优	最优	最差	次优

资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 与杭州华昇迈设立合资公司，布局高端半导体设备光源

- **安孚与华昇迈拟设立合资公司安孚华昇迈，主营光刻机光源精密零部件**
  - 华昇迈主要做DUV深紫外光源，国内少数具备前道光刻级 ArF/KrF 光源系统级研发能力企业，主要海外竞对包括，日本Gigaphoton（佳能、尼康等光刻机光源供应商）、美国Cymer（ASML子公司、兼具高端EUV光刻光源技术&深紫外（DUV，包括KrF）光源技术
  - 华昇迈将提供全套工艺标准、研发技术和团队支撑，安孚将提供资金和运营管理支持
  - **双方成立的合资公司后期业务将主要做光源的精密零部件（光源腔体、光路基座、真空传动结构件等），为华昇迈的上游，华昇迈将完整的光源产品组装好之后交付给下游光刻机企业**；双方合作突破境外供应链瓶颈，逐步全链条自主可控与规模化量产，降低产业链关键部件对外依存度，后续承接泛半导体及其他高端设备精密零部件加工业务，拓展下游客户范围
  - 安孚可以从资金和制造能力上对华昇迈进行赋能，华昇迈此前为保护知识产权将多个零部件分散到多个工厂生产，效率较低，**通过合资公司的方式可以在合资公司进行完整生产，并保护知识产权；通过合资公司形式，也将打造安孚上市公司第二主业。**今年合资公司仍在建设期，暂无业绩贡献，27年开始预计有一定业务贡献

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 安孚科技：持续提高易缆微持股比例，布局下一代光芯片技术路线

2. 石头科技：盈利拐点到来、竞争格局改善

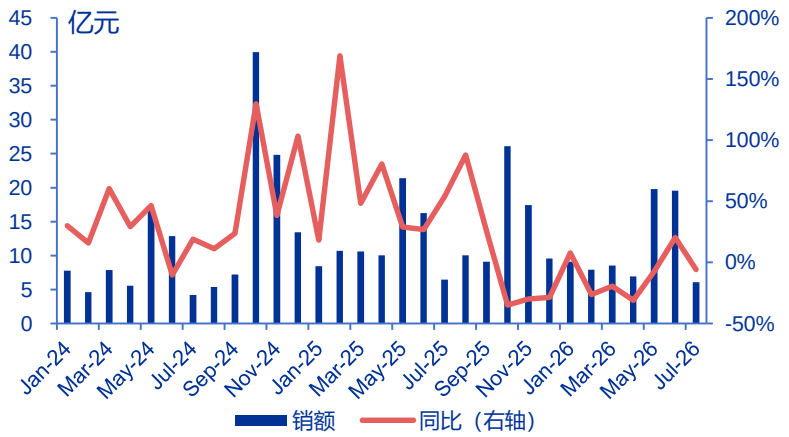
下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 石头科技：盈利拐点到来、竞争格局改善

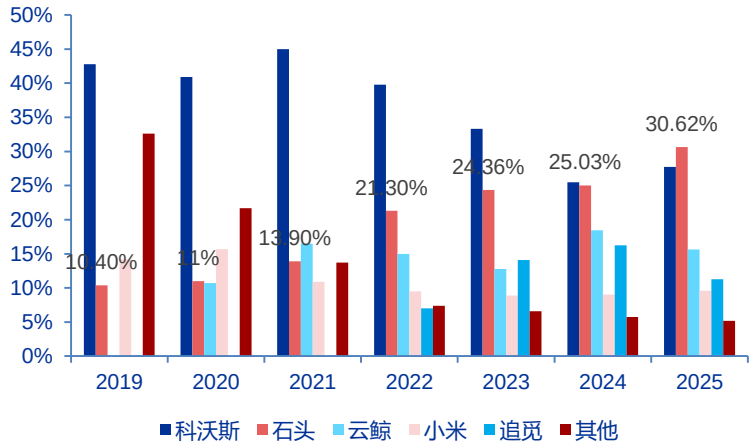
石头盈利拐点到来，追觅承压利好行业格局改善

- **24Q4以来，国家补贴对扫地机销额拉动效果显著**，由于价格是当前微创新阶段限制消费的重要因素，**2025年Q1-3销售高增延续，25M7-9线上销额增速分别为54%/88%/26%**，主要由销量增长拉动。**10月以来受去年同期国补高基数影响，扫地机线上销额同比增速转负**，10-12月分别下降35%/30%/29%。**2026年1-6月行业线上累计销额71.87亿元，同比下降7.3%，5月起618促销带动需求回暖，5/6/7月同比分别为-7.5%/+20.3%/-5.9%。**
- **竞争格局改善：非上市公司面临压力，科沃斯滚筒活水洗份额提升快，石头科技大单品高占比。**追觅融资反哺的商业模式受到冲击，收缩至四大业务，小BU裁撤较多，预计影响的是商业模式，后续扫地机等业务投放会受到根本性影响，**6-7月内销份额显著承压。**云鲸主动收缩规模，预计H2行业格局会进一步优化。石头大促期间优势突出，8月推出滚筒新品。

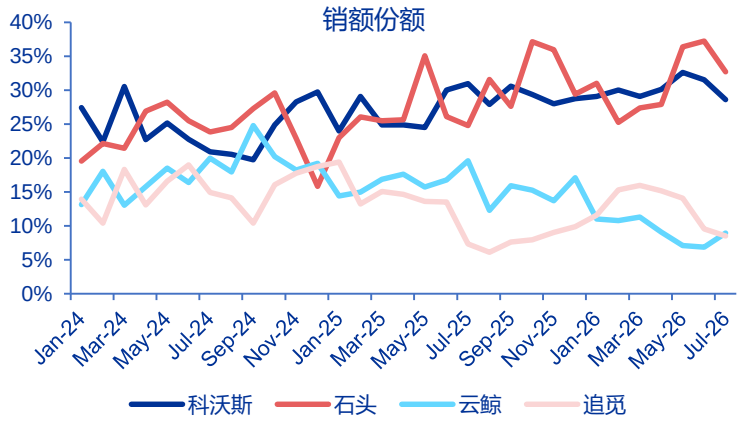
24Q4以来扫地机行业销额受益于国补快速增长，25年10月至26年4月受高基数影响同比转负



目前扫地机市场形成四分天下格局



扫地机行业龙头效应增强



下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值表

证券代码	证券简称	2026/9/15	归母净利润（百万元）				PE			
		市值（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603031.SH	安孚科技	158	226	434	526	595	70	36	30	27
688169.SH	石头科技	321	1363	2003	2525	3065	24	16	13	10

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：盈利预测均来自Wind一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **市场竞争加剧的风险**
  - 制造业快速发展，国内外企业加快布局相关细分市场，可能会对公司产品价格和销售推广产生一定压力
- **原材料价格波动风险**
  - 制造业相关企业直接材料占主营业务成本的比例较高，如果市场波动，原材料价格出现较大幅度上涨，原材料采购将占用更多的流动资金，并将增加公司的生产成本，公司的经营业绩会面临下降风险
- **经济周期波动的风险**
  - 制造业领域公司产品应用于消费电子、新能源、3D打印、芯片制造、生物医疗等领域，下游行业分布较为广泛，与宏观经济联系较为紧密。若宏观经济出现较大波动，公司经营业绩可能在一定程度上受到影响



下载日期：2021-11-26，仅供内部参考

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（BUY）：	：股价预计将上涨20%以上；
增持（Outperform）	：股价预计将上涨10-20%；
持有（Hold）	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持（Underperform）	：股价预计将下跌10-20%；
卖出（SELL）	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	：恒生中国企业指数（HSCEI）

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

下载日期：2021-12-31 仅供内部参考

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志自记录，仅供内部参考

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

韩强
hanqiang@swsresearch.com

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号