下载日志已记录，仅供内部参考

股票研究

公司首次覆盖

证券研究报告

光无源器件小巨人，积极卡位蓄力成长

蘅东光(920045)

电信运营/信息技术

■ 蘅东光首次覆盖

姓名	电话	邮箱	登记编号
涂力磊(分析师)	021-23185710	tulilei@gtht.com	S0880525040101
余伟民(分析师)	010-50949926	yuweimin@gtht.com	S0880525040028
陈昭颖(分析师)	021-23183953	chenzhaoying@gtht.com	S0880525100002

首次覆盖	
评级	增持
目标价格(元):	707.45
当前价格：(元)	483.99

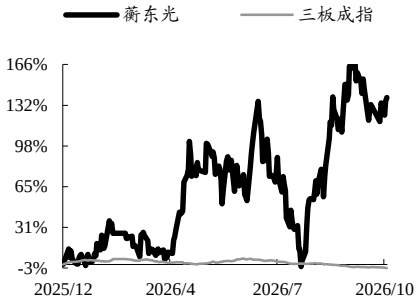
交易数据

52 周内股价区间(元)	216.66-726.50
总市值(百万元)	46,294
总股本/流通 A 股(百万股)	96/28
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	1,334
每股净资产(元)	13.95
市净率(现价)	34.7
净负债率	-2.69%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-16%	32%	
相对指数	-16%	36%	3%

本报告导读：

公司业绩增长核心驱动来自 AI 算力建设带来的高速光连接需求爆发，高附加值产品占比提升将带动毛利率长期稳中有升，产能优势带来规模效应费用端持续优化。

投资要点：

- **投资建议：“增持”。**我们预测 2026-2028 年公司 EPS 分别为 7.07、11.21、14.46 元。当前公司 PE 估值略低于行业中枢，结合其高成长属性，我们给予公司 2026 年 100 倍 PE 估值，对应目标价 707.45 元。
- **光学领域先行者。**蘅东光通讯技术(深圳)股份有限公司成立于 2011 年 9 月，总部位于深圳市宝安区。企业聚焦光通信领域光无源器件产品研发、制造与销售，属国家级专精特新“小巨人”企业。公司深耕光通信行业十余载，以 AI 数据中心网络光纤连接产业链为核心发展方向,专注于光无源器件的自主设计、研发、集成与封装，产品广泛应用于数据中心（含 AI 数据中心）与电信领域，是全球光通信领域光无源器件细分市场的重要参与者。
- **AI 算力驱动，光无源器件景气上行。**光通信是数据中心建设核心底座，算力基础设施快速扩容带动 800G/1.6T 高端光模块放量，拉动上游光器件、材料需求持续增长。蘅东光主营的无源内连光器件用于光模块内部核心光路连接，与光模块配比为 1:1 或 2:1，将直接受益于光模块市场高景气。AI 驱动算力、流量爆发及网络架构变革，将推动无源光纤布线向高密度低损耗演进，无源内连光器件同步向硅光集成、CPO 技术方向升级。
- **技术筑基产能铺底，全球布局双向放量。**公司致力于构建光无源器件的先进制造能力，通过自主研发“亚微米数字化运动控制技术平台”。2026 年上半年，公司 3456 芯超大芯数预端接布线实现量产交付，6912 芯完成开发，800G/1.6T 光模块无源内连器件规模交付；ELSFP 保偏及 CPO/NPO 无源内连光器件产品完成开发，当前正推进客户验证，同步开展小批量试产与量产前置准备。公司在越南、墨西哥、泰国及中国均设有生产基地，依托整合的全球供应链资源为客户提供世界级水准的产品与服务。公司在销售业务中遵循“大客户战略”，2025 年公司向前五大客户的销售比例为 78.34%。
- **风险提示。**客户集中度较高的风险，境外经营风险，国际贸易摩擦风险，募集资金投资项目实施风险，汇率波动风险，2026 年 12 月 31 日有限售条件股份将进入解禁期。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,315	2,216	3,798	5,622	7,030
(+/-)%	114.4%	68.5%	71.4%	48.0%	25.1%
净利润(归母)	148	305	677	1,072	1,384
(+/-)%	128.7%	106.5%	122.1%	58.4%	29.1%
每股净收益(元)	1.54	3.19	7.07	11.21	14.46
净资产收益率(%)	29.1%	28.2%	39.3%	40.3%	35.7%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	313.68	151.92	68.41	43.19	33.46

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	225	541	891	1,661	2,742
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	398	480	892	922	949
存货	265	330	718	732	774
其他流动资产	81	78	208	247	245
流动资产合计	**969**	**1,430**	**2,710**	**3,562**	**4,710**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	286	374	511	584	597
在建工程	12	30	57	73	79
无形资产及商誉	25	46	52	57	62
其他非流动资产	94	111	233	279	329
非流动资产合计	**417**	**560**	**852**	**992**	**1,066**
总资产	**1,387**	**1,990**	**3,561**	**4,554**	**5,776**
短期借款	125	105	85	65	45
应付账款及票据	551	521	1,026	1,062	1,027
一年内到期的非流动负债	42	66	95	95	95
其他流动负债	108	143	233	272	337
流动负债合计	**826**	**836**	**1,439**	**1,494**	**1,504**
长期借款	20	15	315	285	255
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	17	27	47	67	87
其他非流动负债	3	19	24	24	24
非流动负债合计	**40**	**60**	**386**	**376**	**366**
总负债	**867**	**896**	**1,825**	**1,870**	**1,870**
实收资本(或股本)	58	68	96	96	96
其他归母股东权益	450	1,012	1,624	2,567	3,783
归属母公司股东权益	**508**	**1,080**	**1,720**	**2,662**	**3,879**
少数股东权益	12	14	17	22	28
股东权益合计	**520**	**1,093**	**1,737**	**2,684**	**3,907**
总负债及总权益	**1,387**	**1,990**	**3,561**	**4,554**	**5,776**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	103	232	495	1,258	1,536
投资活动现金流	-148	-165	-410	-291	-221
筹资活动现金流	101	248	271	-198	-235
汇率变动影响及其他	6	3	-5	0	0
现金净增加额	62	318	350	769	1,081
折旧与摊销	36	67	124	150	146
营运资本变动	-109	-164	-366	-32	-58
资本性支出	-134	-165	-291	-231	-171

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,315**	**2,216**	**3,798**	**5,622**	**7,030**
营业成本	963	1,629	2,638	3,902	4,865
税金及附加	4	7	11	17	21
销售费用	26	27	38	56	63
管理费用	75	100	144	214	267
研发费用	53	77	125	197	246
EBIT	**167**	**360**	**830**	**1,238**	**1,579**
其他收益	7	8	19	26	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-3	20	71	31	28
减值损失	-33	-24	-30	-24	-20
资产处置损益	0	0	0	0	0
营业利润	**170**	**340**	**760**	**1,208**	**1,552**
营业外收支	-1	-1	-1	-1	-1
所得税	21	33	80	131	161
净利润	**148**	**306**	**680**	**1,077**	**1,390**
少数股东损益	1	1	3	5	6
归属母公司净利润	148	305	677	1,072	1,384

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	29.1%	28.2%	39.3%	40.3%	35.7%
ROA(%)	14.3%	18.1%	24.5%	26.5%	26.9%
ROIC(%)	20.2%	24.9%	32.6%	34.6%	32.2%
销售毛利率(%)	26.7%	26.5%	30.5%	30.6%	30.8%
EBIT Margin(%)	12.7%	16.3%	21.8%	22.0%	22.5%
销售净利率(%)	11.3%	13.8%	17.9%	19.2%	19.8%
资产负债率(%)	62.5%	45.1%	51.2%	41.1%	32.4%
存货周转率(次)	5.6	5.5	5.0	5.4	6.5
应收账款周转率(次)	4.6	5.2	5.6	6.3	7.6
总资产周转周转率(次)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
净利润现金含量	0.7	0.8	0.7	1.2	1.1
资本支出/收入	10.2%	7.4%	7.7%	4.1%	2.4%
EV/EBITDA	—	48.51	48.14	32.53	25.53
P/E(现价&最新股本摊薄)	313.68	151.92	68.41	43.19	33.46
P/B(现价)	91.18	42.88	26.92	17.39	11.93
P/S(现价)	35.20	20.89	12.19	8.23	6.58
EPS-最新股本摊薄(元)	1.54	3.19	7.07	11.21	14.46
DPS-最新股本摊薄(元)	0.00	0.38	0.85	1.35	1.74
股息率(现价,%)	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 衡东光：光学领域先行者 4
1.1. 公司基本业务介绍 4
1.2. 公司股权结构和实控人情况 4
1.3. 股权激励情况 5
2. 行业背景：AI 算力驱动，光无源器件景气上行 6
2.1. 光无源器件：数通主导、电信稳固 6
2.2. AI 算力拉动光器件高景气，海外需求拉动突出 8
2.3. 发展趋势：布线迈向“千芯”级，硅光 CPO 提出内连新需求 10
3. 公司业务：产品梯度布局落地，业绩增长趋势明确 12
3.1. 三阶产品矩阵落地，阶梯成长路径清晰 12
3.2. 业绩格局向好，ROE 快速增长 15
4. 公司优势：技术筑基产能铺底，全球布局双向放量 17
4.1. 技术突破传统，研发筑牢壁垒 17
4.2. 基地布局全球产能，募资聚焦主营扩产 19
4.3. 海外核心合作深化，国内增量潜力释放 20
5. 盈利预测与投资建议 22
5.1. 盈利预测 22
5.2. 估值与投资建议 23
6. 风险提示 23

下载日志已记录，仅供内部参考

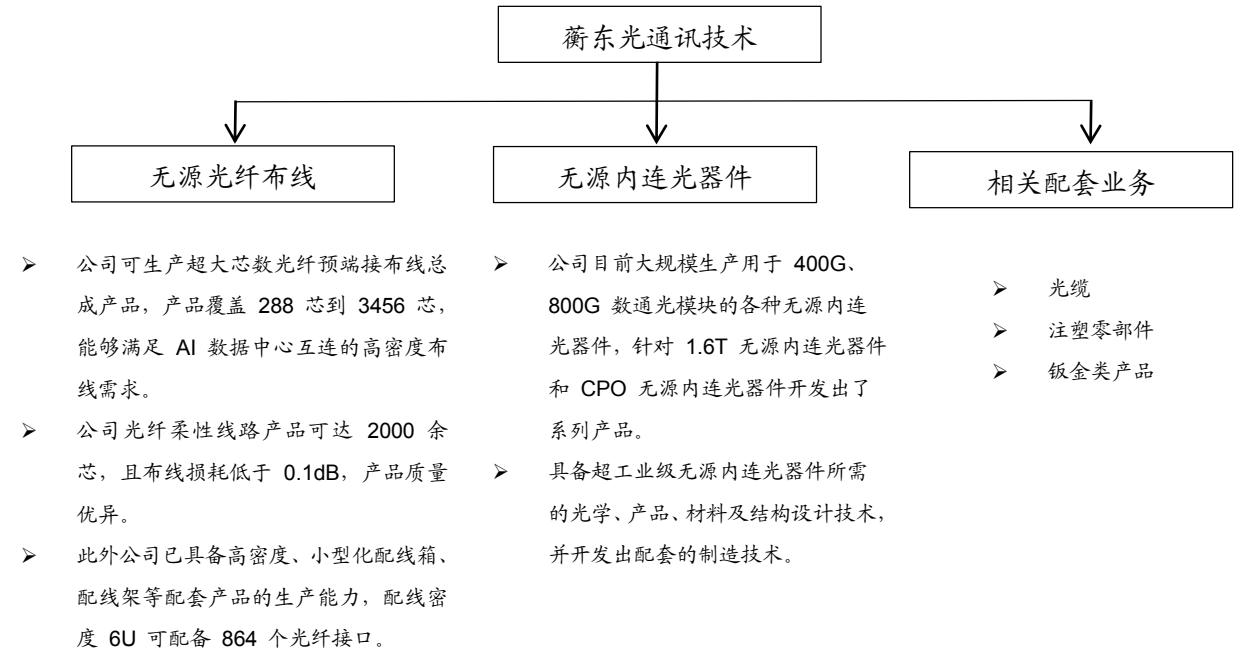
1. 衡东光：光学领域先行者

1.1. 公司基本业务介绍

衡东光通讯技术（深圳）股份有限公司成立于 2011 年 9 月，总部位于深圳市宝安区。企业聚焦光通信领域光无源器件产品研发、制造与销售，属国家级专精特新“小巨人”企业。公司深耕光通信行业十余载，以 AI 数据中心网络光纤连接产业链为核心发展方向，专注于光无源器件的自主设计、研发、集成与封装，产品广泛应用于数据中心（含 AI 数据中心）与电信领域，是全球光通信领域光无源器件细分市场的重要参与者。

公司聚焦于光通信领域光无源器件产品的研发、制造与销售，主要业务板块包括无源光纤布线、无源内连光器件及相关配套业务三大板块，主要产品包括光纤连接器、光纤柔性线路产品、配线管理产品等光纤布线类产品以及多光纤并行无源内连光器件、PON 光模块无源内连光器件等内连光器件类产品。

图1：衡东光主要产品结构



数据来源：公司招股说明书，公司 2026 年中报，国泰海通证券研究

经过多年研发经验积累，公司在光无源纤布线和无源内连光器件产品的设计、制造等环节形成一系列关键技术和发明专利。截至 2025 年 6 月 30 日，公司及其控股子公司取得的国内专利共 111 项，其中发明专利 17 项，实用新型专利 94 项；国际专利共 1 项，为发明专利；并拥有《Epcom-WMS 仓储管理系统 V1.0》、《Epcom-MES 制造执行管理系统 V1.0》、《衡东工业互联网-资产设备管理系统 V1.0》三项软件著作权。

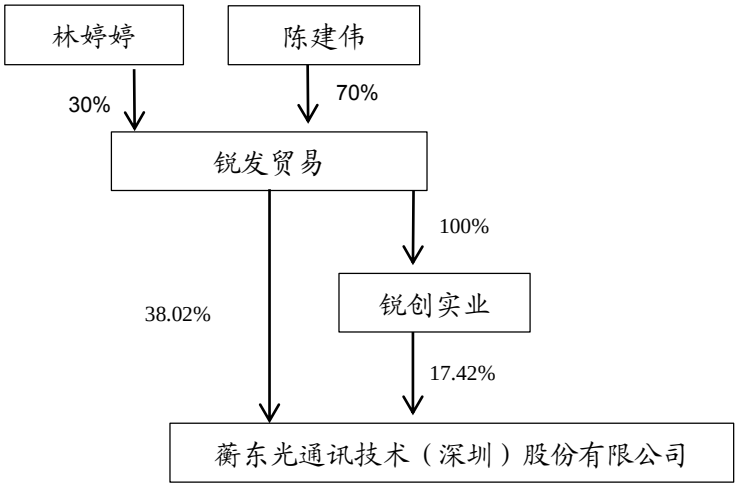
1.2. 公司股权结构和实控人情况

公司实际控制人为公司董事长陈建伟。截至 2026 年中报，陈建伟先生通过持股 70%的锐发贸易直接持有公司 38.02%的股份，通过锐创实业直接持有公司 17.42%的股份。考虑锐创实业为锐发贸易持股 100%的子公司，陈建伟通过锐创实业间接持有公司 12.19%的股份。陈建伟通过以上两家公司直接和间接合计持有公司 38.81%的股份。

下载日志已记录，仅供内部参考

招股说明书显示，锐发贸易另一持股人为林婷婷，持股比例 30%。林婷婷系公司实际控制人陈建伟先生之外甥女。2021 年 11 月至今，担任锐发贸易有限公司董事。

图2：蘅东光股东结构



数据来源：公司招股说明书，公司 2026 年中报，国泰海通证券研究

截至 2026 年中报，公司股本结构中无限售条件股份占 29.57%，有限售条件股份占 70.43%。有限售条件股份中控股股东、实际控制人股份占 55.44%。根据 Wind 显示，2026 年 12 月 31 日以上有限售条件股份将进入解禁期。该部分有限售条件股份类型主要是首发原股东限售股份和首发战略配售股份。

表1：公司普通股股本结构

股份性质		截至 2026 年中报	
		数量（股）	比例%
无限售条件股份	无限售股份总数	20127535	29.57%
	其中：控股股东、实际控制人	-	-
	董事、高管	-	-
	核心员工	-	-
有限售条件股份	有限售股份总数	47944013	70.43%
	其中：控股股东、实际控制人	37738431	55.44%
	董事、高管	-	-
	核心员工	-	-
总股本		68071548	-
普通股股东人数（人）		6704	

数据来源：公司 2026 年中报，国泰海通证券研究

1.3. 股权激励情况

为构建现代化企业管理制度，加强业绩与员工绩效绑定程度，公司已通过股权激励方案。

公司激励计划拟向激励对象授予限制性股票数量合计 43.71 万股，约占激励计划草案公告时公司股本总额 9530.0167 万股 0.46%。其中，首次授予限制性股票 34.97 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 9530.0167 万股的 0.37%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的 80.00%；预留授予限制性股票 8.74 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 9530.0167

下载日志已记录，仅供内部参考

万股的 0.09%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的 20.00%。

2026 年 9 月 1 日，首次授予工作已经完成。首次授予 149 人，授予价格 185.18 元/股。本激励计划首次授予的限制性股票的限售期分别为自首次授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月。激励计划首次授予的限制性股票解除限售对应的考核年度为 2026 年度、2027 年度和 2028 年度三个会计年度，分年度进行业绩考核。每个会计年度考核一次，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的解除限售条件之一。

表2：公司股权激励业绩考核目标

解除限售期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个解除限售期	2026 年度	2026 年度营业收入不低于 38.00 亿元。
第二个解除限售期	2027 年度	2027 年度营业收入不低于 53.00 亿元；或 2026 年度、2027 年度营业收入累计不低于 91.00 亿元。
第三个解除限售期	2028 年度	2028 年度营业收入不低于 68.00 亿元；或 2026 年度、2027 年度、2028 年度营业收入累计不低于 159.00 亿元。

数据来源：公司 2026 年股权激励计划公告，国泰海通证券研究

我们认为激励计划的构建有利于建立和完善公司利益共享机制，进一步增强公司核心经营管理团队与公司共同成长和发展的价值理念和企业文化，有利为股东带来持久价值回报。

2. 行业背景：AI 算力驱动，光无源器件景气上行

2.1. 光无源器件：数通主导、电信稳固

光通信是以光波为信息载体的通信方式，主要采用光纤作为传输介质从而实现用户间信息的传递，是通信行业主流的通信方式之一。相较于传统的电信号传输模式，光通信具有更大的传输带宽及传输容量、更低的传输损耗、更强的抗电磁干扰能力和更高的传输质量。

光通信网络由光/电芯片、光器件、光模块、光纤光缆等上游产品组合构建而成。产业中游主要为设备集成品牌商。光模块和光器件组合构成光设备，数据中心、电信机房设备通过光模块实现光电转换，再通过光通信设备、光连接解决方案实现数据中心、机房设备与城域网、主干网、接入网的光互联，即构成光通信网络的基本框架。

图3：光通信产业链



资料来源：公司招股说明书

下载日志已记录，仅供内部参考

公司主要生产的光无源器件产品处于产业链上游。

光器件是光通信网络中基础的组成元件，承担着光信号的产生、调制、探测、接收、连接、传导、发送、波分复用和解复用、光路转换、信号放大、光电转换等功能，是光通信网络的核心组成部分，也是当前制约光信号传输速度、质量、性能水平和可靠性的瓶颈环节。

根据是否需要能源驱动，光器件可分为有源光器件和光无源器件两种。有源光器件是需要外加能源驱动的光电子器件，负责光信号的产生，将电信号转换为光信号、光信号转换为电信号以及发射、接收光信号等工作；光无源器件不需要外加能源驱动，负责光信号的连接、传输、调节、相干、隔离、过滤等控制类工作，为光信号传输系统设置关键节点，具体包括光纤连接器、光模块内连器件、光开关、波分复用器、光分路器、光隔离器、光衰减器、光滤波器等。

表3：光无源器件主要种类及功能

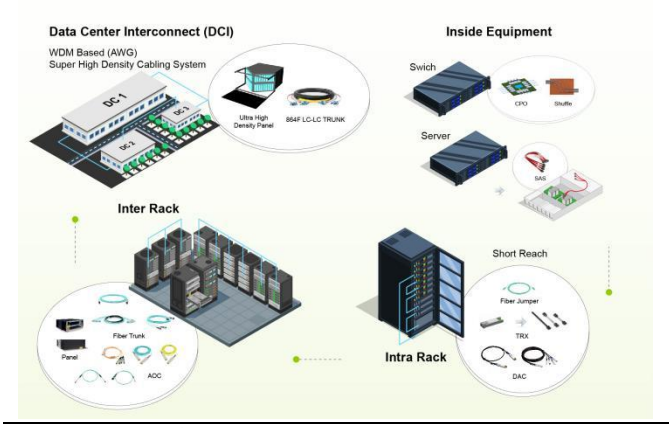
器件类型	器件	器件功能
光无源器件	光纤连接器	为光信号提供传输通道，实现系统中设备间、设备与仪表间、设备与光纤间以及光纤与光纤间的非永久性固定连接
	光模块内连器件	用于连接激光器、探测器与光接口，承担着接收外部光信号并将其传输到光模块或通信设备内部探测器以及接收光模块或设备内激光器发出的光信号并将其传输到外部光纤线路的作用
	光开关	是一种具有一个或多个可选择的传输端口，可对光传输线路或者集成光路中的光信号进行相互转换或逻辑操作的器件
	波分复用器	是一种特殊的耦合器，是构成波分复用多信道光波系统的关键器件，可以将若干路不同波长的光信号复合后送入同一根光纤中传送，将同一根光纤中传送的多波长光信号分解后传输给不同的接收机
	光分路器	是一种集成波导光功率分配器件，作用是实现光信号的分路，可将光信号分至多条光纤
	光隔离器	是一种只允许光正向传输的光无源器件，它相当于电子系统中二极管的功能，常置于光源后，用来抑制光传输系统中反射信号对光源的不利影响
	光衰减器	通过对光信号的衰减来实现光功率的控制，是使传输线路中的光信号产生定量衰减的光器件
	光滤波器	用来进行波长选择的器件，它可以从众多的波长中挑选出所需的波长，而除此波长以外的光将会被拒绝通过

资料来源：公司招股说明书，国泰海通证券研究

光无源器件产品主要应用于数通市场及电信领域。公司为数据中心提供的产品包括超大芯数光纤预端接布线总成、光纤柔性线路产品（Shuffle）、直连铜缆、多光纤并行无源内连光器件等，应用于长距离传输的数据中心互联（DCI）、中距离传输的数据中心内设备和设备之间的连接（Inter Rack）、短距离的柜内传输（Intra Rack）及光模块和设备内部的光信号传输；而在较为传统稳定的电信运营商市场，光连接无源产品主要用于 PON 光模块内连、通信设备内连、电信中心机房内互连(C/O)及 FTTx 等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图4：数通市场光无源器件应用场景



资料来源：公司官网

图5：电信领域光无源器件应用场景



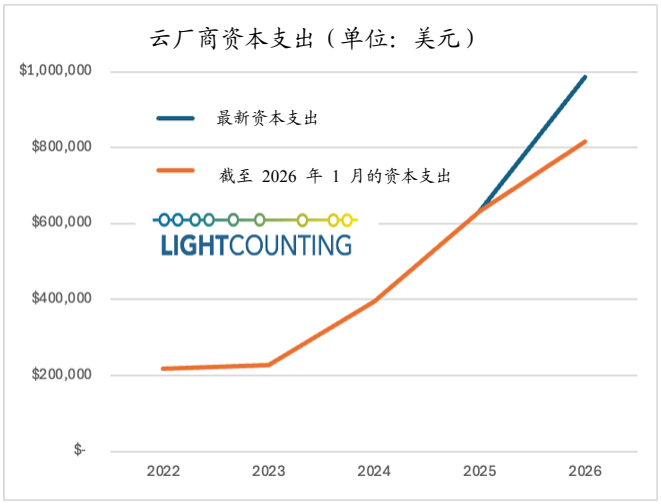
资料来源：公司官网

随着 AI 算力需求激增，光通信产业链呈现产业重心向 AI 算力基础设施倾斜的新趋势。根据 LightCounting 预测，数据中心将超越电信领域成为第一大应用市场。2022 年至 2025 年上半年，蘅东光主营业务收入中超过 80%来源于数据中心（包括 AI 数据中心）领域。

2.2. AI 算力拉动光器件高景气，海外需求拉动突出

AI 算力需求爆发，全球数据中心资本开支持续高增。2023 年以来，以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 对算力提出更高要求，全球算力中心密集落地、带宽需求指数级增长，基础设施开支持续上调。根据 Dell'Oro Group，2026 年第二季度全球数据中心资本支出增长 92%，预计将保持增长势头，到 2030 年累计资本支出总额将突破 3 万亿美元。其中，AI 高端加速器将占据数据中心资本支出的最大份额。LightCounting 指出，2025 年占据行业总资本支出的 68%北美五大云厂商（亚马逊、谷歌、Meta、微软和甲骨文）已然陷入算力“军备竞赛”，2026 年预计资本开支几乎翻倍。

图6：2026 年北美五大云厂商（亚马逊、谷歌、Meta、微软、甲骨文）资本开支变化



资料来源：LightCounting

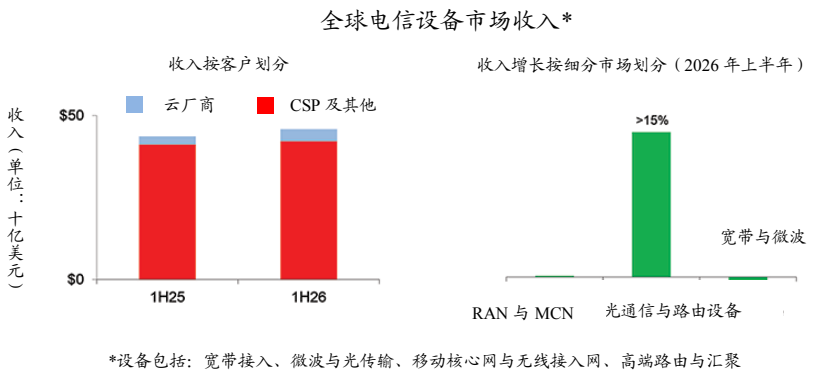
全球 AI 数据中心大规模建设，带动光通信产业景气上行。光通信行业是数据中心搭建的基础。随着算力基础设施的海量增长和升级，光模块正加速向更高速率迭代，800G、1.6T 等高端光模块产品持续放量，带动上游光器件、光通信材料等细分行业需求稳定增长。据 Dell’ Oro Group，2026 年第二季度光传输设备市场同比增长 15%，拉动增长的动力主要是 AI 数据中心

下载日志已记录，仅供内部参考

基础设施建设。

国内方面，2026 年上半年通信设备板块光模块、光器件、光纤光缆等光通信环节头部企业普遍实现营收、利润双升。截至 2026 年 10 月 12 日收盘，A 股市场万得光模块（CPO）概念指数年内涨幅 62.01%、万得光纤概念指数年内涨幅 56.91%。随着 AI 数据中心建设、跨区域算力连接和骨干网络改造持续释放需求，光通信产业或将延续高增长态势。

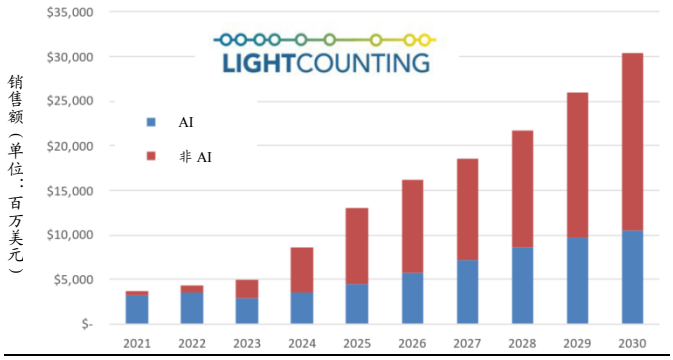
图7：2026 年上半年全球电信设备市场光通信和路由设备增长情况



资料来源：Dell'Oro Group

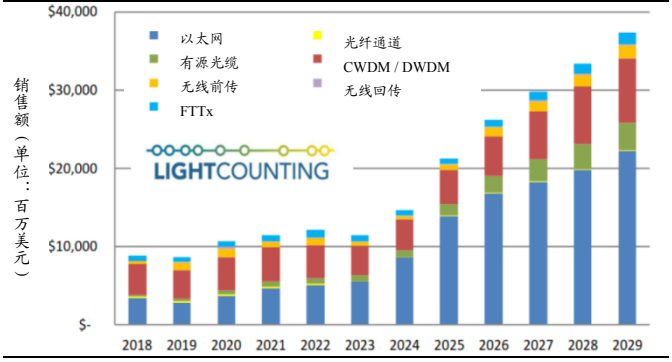
AI 应用光模块增长强劲，同步拉动光无源器件产品需求。LightCounting 数据指出，2024 年全球以太网光模块产品（100G 以上）的销售额达到 86.45 亿美元，对比上一年度增长率超 75%，其中 AI 应用光模块的销售额增长率接近 147%，增长非常强劲。根据 LightCounting 预测，全球光通信产业链中的核心产品光模块的市场规模将在 2027 年突破 200 亿美元。蘅东光主营业务产品无源内连光器件产品主要应用于光模块及通信设备内激光器、探测器与光接口的连接，与光模块产品的配比关系通常为 1:1 或 2:1。光模块市场的高速增长将同步拉动该产品的市场需求。

图8：数通光模块市场规模



资料来源：LightCounting

图9：全球光模块细分市场规模及预测情况



资料来源：LightCounting

海外市场需求为光器件行业重要增长极。海外科技巨头正大幅上调高端光通信产品采购计划，2026 年仅 1.6T 光模块在北美市场的需求就已突破 200 亿美元，Lumentum、Coherent 等头部光模块厂商持续扩产。国内厂商凭借原料保障和完整产业链优势，快速响应这轮需求爆发，在全球光通信市场持续扩大份额。其中，北美和东南亚是企业出口增长最显著的区域，南美、中东、非洲等新兴市场订单也在持续增长。海外顶级 AI 客户以预付货款方式锁定产能，订单排期已延至 2028 年。蘅东光产品主要出口至北美洲、亚洲、欧洲等地区，美国市场为最重要的收入来源。2025 年 1-6 月，北美洲销售金额 5.36 亿元，占外销收入比例 58.26%；亚洲销售金额 3.07 亿元，占

下载日志已记录，仅供内部参考

比 33.40%；欧洲销售金额 0.77 亿元，占比 8.34%。

2.3. 发展趋势：布线迈向“千芯”级，硅光 CPO 提出内连新需求

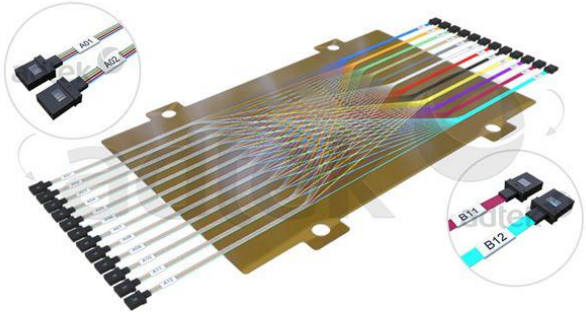
随着 AI 技术的发展，算力需求的增加、数据流量攀升以及通信网络架构变革对光器件产品提出了新要求。无源光纤布线产品正在向高密度、低损耗方向演进，“千芯”级光纤布线产品和光纤柔性线路产品表现优异；无源内连光器件产品匹配光模块速率迭代，向硅光集成、CPO 等新型技术方向延伸。

布线侧：“千芯”级光纤布线产品登场，高密度、低损耗成为发展方向

无源光纤布线产品用于数据中心机房内、数据中心间、电信机房到终端用户间的光信号传输，包括光纤连接器、光纤柔性线路产品（Shuffle）、配线管理产品、直连铜缆产品及智能配线管理设备等，是 AI 数据中心网络中提升效率、优化性能和实现低延时的关键环节。

随着 AI 集群 GPU 互联规模的扩张，光纤用量指数级放大，更高传输速率和有限物理空间促使光纤布线产品形态向超大芯数、小型化、高密度方向发展，**千芯级光纤布线产品**应运而生。蘅东光已实现“千芯”级光纤预端接布线总成的量产交付；在传统 MPO/MTP 连接器提供的高密度布线主流成熟方案基础上，MMC、SN-MT 等 VSFF 产品进一步提升了接口和光纤密度，正处于从技术储备走向规模化商用的加速落地期。现代布线系统还需支持超低损耗、多波长传输以及对高带宽和低延时需求的适应能力，以支撑 800G/1.6T 高速率光模块的稳定运行。

图10：光纤柔性线路产品（Shuffle）



资料来源：CFOL，国泰海通证券研究

光纤柔性线路产品（Shuffle）是布线侧表现良好的重要前沿产品，将光纤精密排布集成于薄型柔性线路，通过堆叠多层设计在最小空间内实现端口数量最大化，有效降低微弯损耗并提升信号传输效率，同时具备优越的环境适应能力和可靠性。Shuffle 深度贴合 CPO 封装、高密度数据中心、OXC 等新兴应用场景的实际需求；蘅东光在原有 shuffle 技术的基础上开发的应用于 CPO 的 3D shuffle，为实现小空间、多通道光纤连接提供了新的解决方案。

内连侧：硅光集成技术与 CPO 带动配套产品发展

无源内连光器件产品主要应用于光模块及通信设备内，承担着接收外部光信号并将其传输到光模块或通信设备内部探测器以及接收光模块或设备内激光器发出的光信号并将其传输到外部光纤线路的作用，主要产品包括多光纤并行无源内连光器件、PON 光模块无源内连光器件、波分复用无源内

下载日志已记录，仅供内部参考

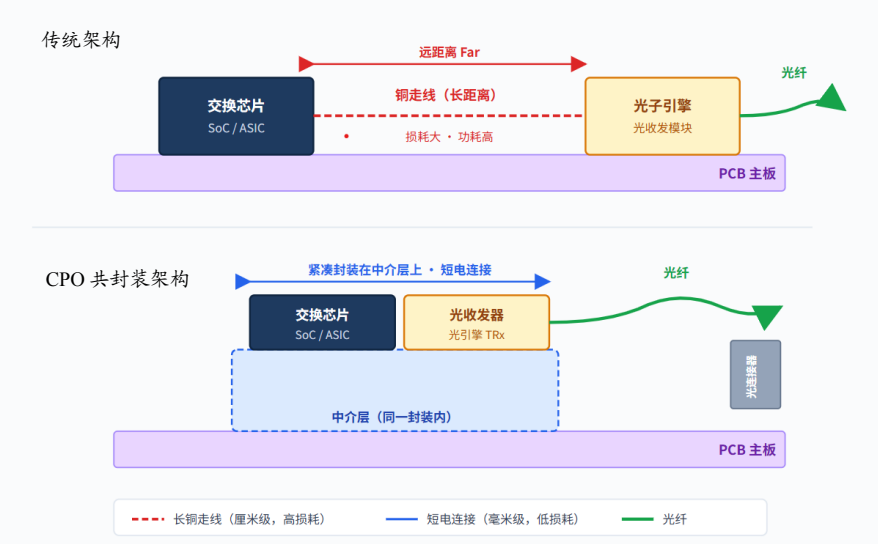
连光器件、硅光无源内连光器件。

随着光模块速率从 400G、800G 向 1.6T、3.2T 快速迭代，更高带宽、更低功耗和更小封装尺寸促使内连光器件向更高精度、更高集成度、更高可靠性方向发展。

硅光集成技术优势推动硅光无源内连光器件产品广泛应用。硅光集成技术基于硅和硅基衬底材料，利用现有成熟的硅芯片电路制造工艺实现多种光器件高度集成，其核心理念是“以光代电”。硅光集成技术突破传统光模块面临的功耗、速率和体积等瓶颈，更适应未来高速、复杂的光通信系统。根据 LightCounting 统计，光通信行业已经处在硅光技术规模应用的转折点，全球硅光模块市场将在 2026 年达到近 80 亿美元，有望占到一半的市场份额。在 800G 及 1.6T 速率下优势会更加明显，为硅光无源内连光器件产品带来进一步发展空间。

CPO 产业化全面加速。光电共封装（CPO）技术指的是交换芯片（ASIC）和光引擎（光学器件）在同一高速主板上协同封装，从而降低信号衰减、降低系统功耗、降低成本和实现高度集成。CPO 技术可以实现高速率、大带宽、低时延、低功耗网络传输。SK 海力士联合多家国际顶尖学术机构在《自然·电子学》发表 CPO 技术发展路线图，明确指出算力每两年增长约 3 倍，而互连带宽仅增长约 1.4 倍，“带宽墙”已成为 AI 算力扩展的核心瓶颈，CPO 被列为突围关键路径。

图11：CPO 结构与传统结构的区别



资料来源：Nature Electronics，国泰海通证券研究

2025 年 CPO 迎来关键进展。2025 年 3 月，英伟达在 GTC 2025 上宣布在其 InfiniBand 和以太网交换机中采用单通道 200G 的 CPO 技术。LightCounting 表示，英伟达的入局将为 CPO 生态注入强心剂，是 CPO 漫长征程的第一步。2025 年 9 月底，Meta 公布的测试数据显示了博通前两代 CPO 产品的卓越可靠性；10 月，博通推出了第三代单通道 200G 的 CPO 产品；12 月，英伟达称，基于 CPO 交换机的 AI 集群在可靠性方面相比采用可插拔光模块的系统提升了 10 倍。今年 1 月，英伟达全新升级基于 CPO 的 Spectrum-X 以太网产品线，Meta 和甲骨文正在采用该产品构建 AI 数据中心网络。面向 CPO 的并购整合也在 2025 年频繁上演。AMD 成功收购硅光芯片初创公司 Enosemi，Marvell 收购 Celestial AI，Ciena 收购 NubisCommunications，都是为了通过垂直整合，实现 CPO 方案的最优，进而抢占市场高地。LightCounting 预计 2030 年 CPO 市场规模将达百亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图12：英伟达采用 CPO 技术的 AI 集群



资料来源：英伟达 TEF 报告，C114 通信网

CPO 在 Scale-Up 网络有望大放异彩。从应用场景来看，CPO 的潜在“杀手级”应用更可能集中在 Scale-Up 互连领域。首先，当前 GPU 互连主要依赖铜缆方案，例如 GPU 之间通过 NVLink 铜互连进行通信，其有效传输距离通常不超过约 2 米，这对单个 GPU 集群的规模形成了物理限制。其次，随着 AI 模型参数规模持续扩大，训练系统对 GPU 数量和互连带宽的需求不断提高，需要更大规模的互连域以提升并行计算效率。CPO 通过提供高带宽、低延迟的光互连能力，有望突破铜互连的距离限制，实现跨机架甚至跨节点的 Scale-Up 互连。基于上述因素，行业普遍认为未来 CPO 在 Scale-Up 网络中的市场空间将显著大于 Scale-Out 网络，成为下一代 AI 数据中心互连架构的重要发展方向。

CPO 方案对光无源器件提出新的需求，带动上游企业投入相关产品研发制造。目前，光库科技已开发应用于 CPO 产品的系列微光学连接器；天孚通信 CPO 用光器件产品正在研发中；蘅东光开发的应用于 1.6TCPO 产品的保偏光纤与普通单模光纤混合方案的无源内连光器件、应用于 CPO 的 3D Shuffle 产品、满足耦合需求的透镜及透镜阵列均取得阶段性成果。

3. 公司业务：产品梯度布局落地，业绩增长趋势明确

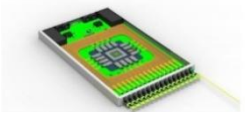
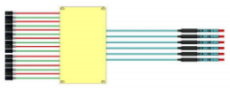
3.1. 三阶产品矩阵落地，阶梯成长路径清晰

公司聚焦于光通信领域光无源器件产品的研发、制造与销售，主要业务板块包括无源光纤布线、无源内连光器件及相关配套业务三大板块。根据自身业务特点与市场需求，公司采用直销模式（含 VMI 寄售）对境内外客户销售，收入主要来源于光无源器件产品的销售。公司以亚微米级精密制造能力为核心，绑定全球 AI 数据中心头部客户，通过无源光纤布线与无源内连光器件双产品实现高确定性盈利。企业产品不涉及高投入的有源光芯片、光模块组装环节，已走出一条专精特新细分赛道的高成长路径。

公司无源光纤布线产品是在云服务商数据中心机房内及数据中心间、电信运营商中心机房内、电信运营商机房到终端用户间为设备与设备、设备与器件提供光信号传输通道的产品。具体产品包括光纤连接器、光纤柔性线路产品（Shuffle）、配线管理产品、直连铜缆产品及智能配线管理设备等。其在构建机房内部网络传输体系的同时连接机房与外部通信主干线路，可实现机房内部、机房之间数据的互联互通及机房与外部通信网络主干间信息的传输。

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：公司无源光纤布线产品介绍

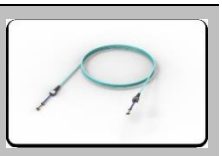
产品类别	产品分类	产品定义及功能	公司产品特点	图例
光纤连接器	单双芯及分支光纤连接器	光缆一端组装一个光纤连接头，另外一端组装一个或多个光纤连接头的光纤连接器。可用于布线网络架构接入侧设备端口的接入以及布线交叉管理面板端口的交叉连接。	公司可制造不同参数、规格的光纤连接器，以满足不同速率光模块的连接需求。	
	超大芯数光纤预端接布线总成	光缆两端各组装多个光纤连接头的光纤连接器，以及配套的配线箱、配线架及拉手等，用于连接大型数据中心多个机房的光纤布线产品。	公司可生产超大芯数光纤预端接布线总成产品，产品覆盖 288 芯到 3456 芯，光缆产品种类和连接器种类多样，可满足大型数据中心建筑物间的光互连。	
光纤柔性线路产品（Shuffle）	柔性板类光纤线路产品	公司柔性板类光纤线路产品主要用于连接超级计算机或设备内连。	公司产品具有芯数高、占空间小、轻薄、可柔性连接方便、易安装及防火阻燃等级高的特点，能够优化设备通信系统的安装。	
	带外壳类光纤线路产品	公司带外壳类光纤线路产品主要用于连接超级计算机或设备内连。	公司产品在严苛环境下内部结构非常稳定，任何连接头损坏都能修复。通过结构优化设计，产品光纤结构损耗接近 0dB，可 360 度转动无裂纤或损伤。	
	分支器类光纤线路产品	公司分支器类光纤线路产品主要用于连接超级计算机或设备内连。	公司产品可以实现最小微弯损耗，协助客户优化光纤管理，减少安装时间和成本。	
配线管理产品	配线箱、配线盒	装载有光纤适配器和光纤连接器的单个结构件或多个结构件总装，可实现光缆线路的连接、分配和调度，用于连接主干光缆与主干光缆，主干光缆与光纤连接器，光纤连接器与光纤连接器的中间产品。	公司可根据应用需求，生产不同接口密度的配线箱、配线盒，配线密度 6U 可配备 864 个光纤接口。	
直连铜缆	高速直连铜缆（DAC）	高速直连铜缆（DAC）通过两端 PCB 与高速差分线缆焊接成为一体，可通过无源差分信号进行数据传输，主要用于路由器、交换机、服务器、存储等设备网络接口的短距连接，实现设备间高速数据交换。	公司产品具有高性能、低功耗、低故障率、易维护、低损耗、低延时等特点。	
	服务器内部连接高速铜缆线（SAS）	服务器内部连接高速铜缆线将两端 PCB 通过高速差分线缆、电子线焊接成为一体并对端子塑封成型，构成多芯、高速、易更换的软性通讯线缆，实现服务器主板和硬盘阵列、网卡、显卡等扩展设备间的高带宽数据交换。	满足服务器内部主要高速设备间连接，支持 SAS12G/24G、PCIe4.0/5.0/6.0 等高速接口，接口形态支持 SFF-8654、SFF-1016、SFF-1020 等各类主流连接器，并随着服务器架构逐步演进。	
智能配线管理设备	智能配线管理设备（SAFE）	SAFE 是一款软、硬件结合的创新产品，由智能化的光纤管理系统和智能光纤控制模块组成，能够完成整个光纤网络中所有物理线路自由切换从而实现网络拓扑架构优化、网络链路及光纤资源管理。	光纤资源集中化管理，具备实时感知、主动预防、自由跳纤、远程无人值守等特点。	

数据来源：公司招股说明书，国泰海通证券研究

公司无源内连光器件产品主要应用于光模块及通信设备内，用于连接激光器、探测器与光接口，承担着接收外部光信号并将其传输到光模块或通信设备内部探测器以及接收光模块或设备内激光器发出的光信号并将其传输到外部光纤线路的作用，主要产品包括多光纤并行无源内连光器件、PON 光模块无源内连光器件、波分复用无源内连光器件、硅光无源内连光器件。

下载日志已记录，仅供内部参考

表5：公司无源内连光器件产品

产品类别	产品分类	产品定义及功能	公司产品特点	图例
多光纤并行无源内连光器件	AOC 无源内连光器件	有源光缆（AOC）内的无源内连光器件，用于连接 AOC 有源光缆两端模块内的有源光器件，负责将光信号在两个光模块的激光器与探测器之间进行传输。	该产品 MT 及其它类型插芯插入损耗不超过 0.35dB，根据客户光纤定制长度生产产品尺寸公差在±0.2mm 以内，可靠性可满 GR1221、GR468 标准要求。	
	常规多模无源内连光器件	多模光模块内的无源内连光器件，用于连接多模短距光模块内的激光器与探测器和外部光接口，负责将光信号传递至模块内部。	该产品 MT 及其它类型插芯插入损耗不超过 0.35dB，根据客户光纤定制长度生产产品尺寸公差在±0.2mm 以内，可靠性可满足 GR1221、GR468 标准要求。	
	常规单模无源内连光器件	光纤一端组装 MT 另一端组装多个 FA 形成 MT-FA 光器件。	公司可制造不同参数、规格的单模无源内连光器件，以满足不同速率、不同结构光模块内连需求。	
	超工业级无源内连光器件	光纤一端组装 12 或 48 芯 MT 另一端组装一个或多个 FA，同时光纤上通过热缩管进一步加强光纤结构强度形成 MT-FA 光器件。	公司可根据产品工作环境定制原材料、设计专用器件结构、选择专用加工工艺以满足不同环境（如严苛环境）、不同可靠性要求的光器件。	
	CPO 无源内连光器件	光纤一端组装保偏 MT 和常规 MT，另一端组装一个多通道 FA，FA 内有常规单模光纤和保偏光纤，形成 PM MT-FA 光器件。	公司可根据客户端要求设计不同结构、参数、规格的 CPO 无源内连光器件，以满足不同交换机内部线路结构、不同通道数量、不同密度的光纤布局。	
PON 光模块无源内连光器件	PON 光模块无源内连光器件	无源光网络（PON）光模块内的无源内连光器件，用于连接 PON 光模块内部的有源光器件和外部光接口。	公司产品插入损耗值≤0.2dB，最小机械拉力承受值为 10N，可满足美国电信运营商 Verizon PFOC 标准以及 GR1221、GR468 标准要求。	
波分复用无源内连光器件	阵列波导光栅 AWG 类无源内连光器件	光纤一端组装光纤插芯适配器另一端组装毛细管/FA，同时在毛细管/FA 端面上耦合 AWG 芯片。	公司可根据客户端不同的需求设计制造不同参数、规格的阵列波导光栅 AWG 类无源内连光器件，以满足不同速率的光模块内连需求。	
硅光无源内连光器件	硅光无源内连光器件	光纤一端组装 MT 另一端组装一个或多个 FA 形成 MT-FA 光器件。	公司可制造不同参数、规格的硅光无源内连光器件，以满足不同速率、不同硅光芯片结构光模块内连需求。	

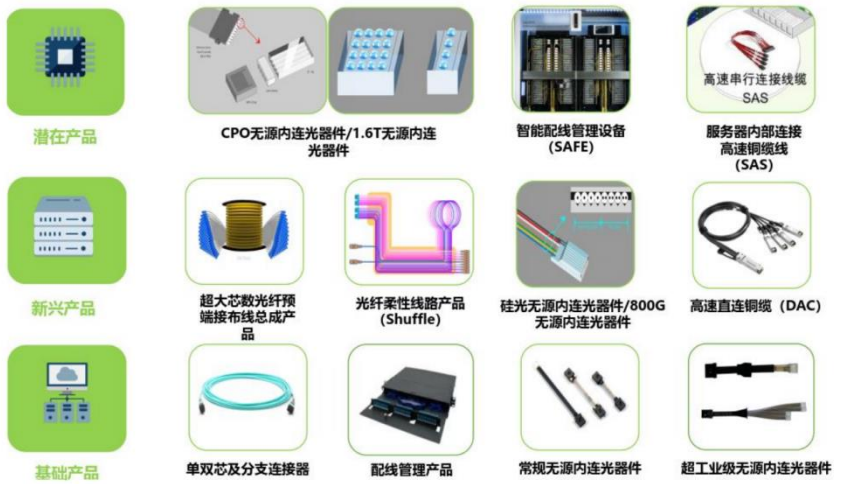
数据来源：公司招股说明书，国泰海通证券研究

公司配套及其他产品主要包括光缆及连接器注塑类零部件产品，主要为完善公司自主产品供应体系，提高产品核心部件的自主供应能力而研发及生产。

公司搭建了覆盖当前需求、中期增量、远期趋势的全维度产品矩阵，基础盘托底、新兴盘冲量、前沿盘卡位，形成持续向上的高成长发展格局。公司以常规连接器、配线管理、通用无源内连光器件为核心，筑牢现金流和量产交付能力的底座，保障稳定的基本营收盘；以超大芯数预端接布线、光纤柔性线路产品、硅光/800G 无源内连光器件、高速铜缆等高景气产品，匹配数据中心的高规模建设需求，驱动营收实现高速增长；提前布局 1.6T/CPO 无源内连光器件、智能配线管理设备、高速串行连接线缆，把握未来发展趋势，构筑业绩潜在爆发的引擎。

下载日志已记录，仅供内部参考

图13：公司产品战略定位



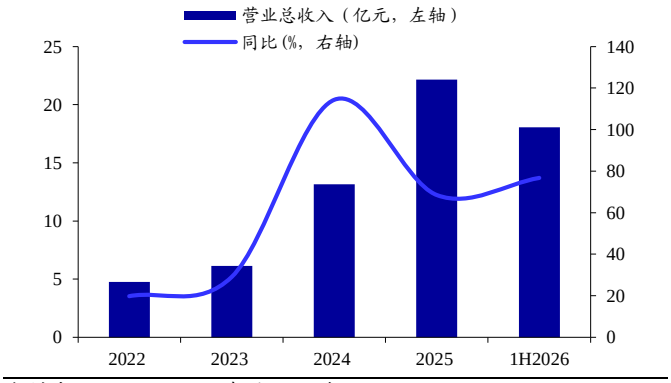
资料来源：公司招股说明书

3.2. 业绩格局向好，ROE 快速增长

公司 2025 年实现营业总收入 22.2 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 67.0%；2026 年上半年实现营业总收入 18.1 亿元，同比增长 76.8%。公司 2025 年实现归母净利润 3.0 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 76.6%；2026 年上半年实现归母净利润 3.0 亿元，同比增长 113.3%。

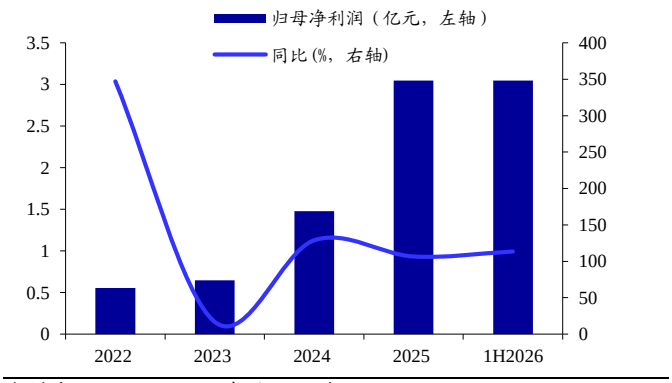
伴随下游应用领域的扩展和需求的不断扩张，叠加公司全球客户拓展加速、产能扩大布局、产品竞争力持续抬升，公司营收利润驶入高速增长通道。

图14：公司营业总收入近年来快速攀升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图15：公司归母净利润近年来快速攀升



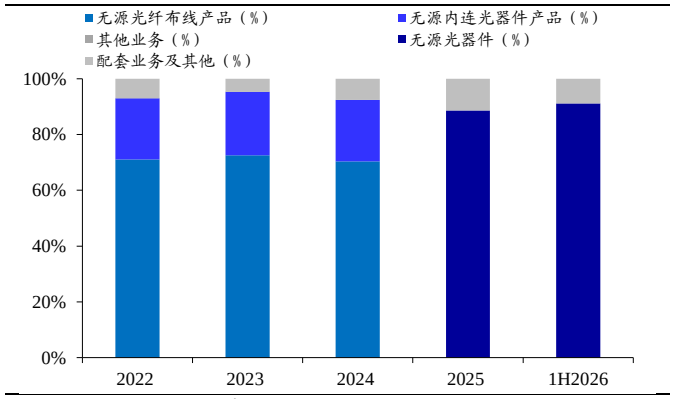
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2026 年上半年，公司营业收入中光无源器件产品、配套产品分别占比为 91.1%、8.9%。2024 年公司营业收入中无源光纤布线产品、无源内连光器件产品、配套产品分别占比为 70.3%、22.1%、7.6%。光纤连接器产品为公司无源光纤布线产品中收入贡献最大的产品，2024 年光纤连接器产品对无源光纤布线产品的收入增加贡献度为 87.87%。

公司光线连接器产品近年来呈现量价齐升的趋势。价格方面，公司高价值产品如超大芯数光纤预端接布线总成的出货量上升，进而拉高光纤连接器产品的平均售价；销量方面，全球数据中心建设进程加快带动对高速光器件产品需求的持续稳定增长，公司原有产品需求的持续提升以及新产品的引入，使得光纤连接器产品出货量进一步扩大。

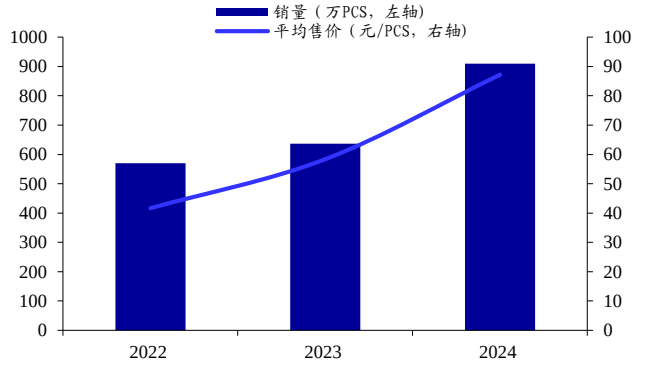
下载日志已记录，仅供内部参考

图16：公司营业收入分项业务占比



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

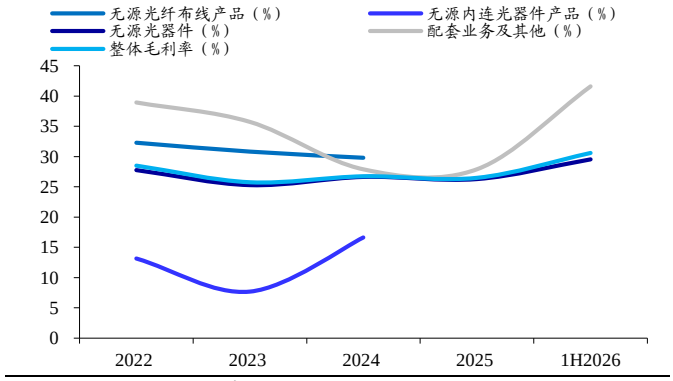
图17：公司光纤连接器产品量价齐升



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

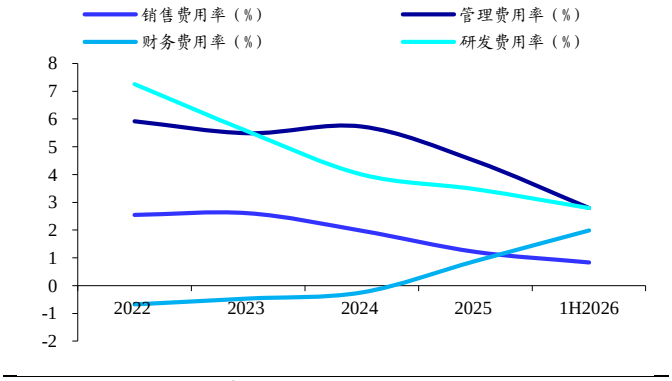
公司整体毛利率稳中有升。2026 年上半年，公司毛利率为 30.6%，较 2022 年提高 2.1 个百分点。2026 年上半年，公司光无源器件、配套业务及其他的毛利率分别为 29.53%、41.62%，较 2022 年分别提高 1.8、2.7 个百分点。公司采购模式为直接采购，依据客户订单需求以及市场供需情况确定采购计划，确保原材料稳定供应并在保证产品质量的前提下控制采购成本。公司费用率逐年下降。2026 年上半年，公司期间费用率为 8.42%，较 2022 年下降 6.64 个百分点。公司完成海内外制造基地的全球化布局，产能释放带来规模效应，销售费用率、管理费用率下行趋势明显。

图18：公司分项业务及总体毛利率情况



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

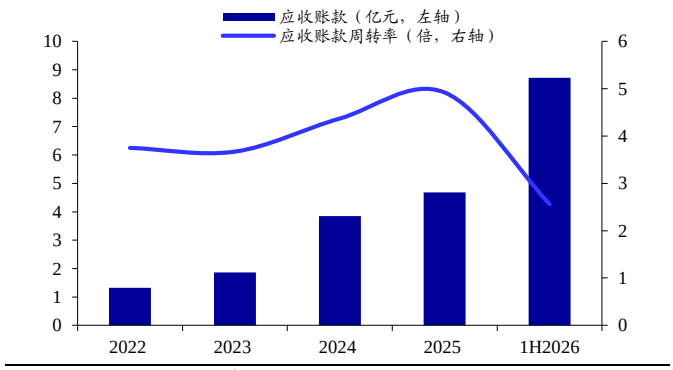
图19：公司期间费用率呈下行趋势



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

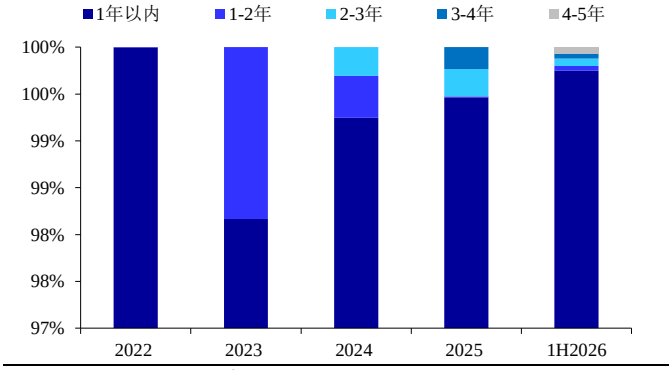
伴随公司营收规模持续扩容，应收账款规模同步实现快速扩张。公司应收账款运营效率稳步提升，应收账款周转率从 2022 年的 3.75 倍提升至 2025 年的 4.92 倍，历年账期 1 年以内的应收账款占比始终保持在 98%以上，整体资产质量维持高水平。

图20：公司应收账款周转率逐年提高



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图21：公司应收账款账期基本在一年以内

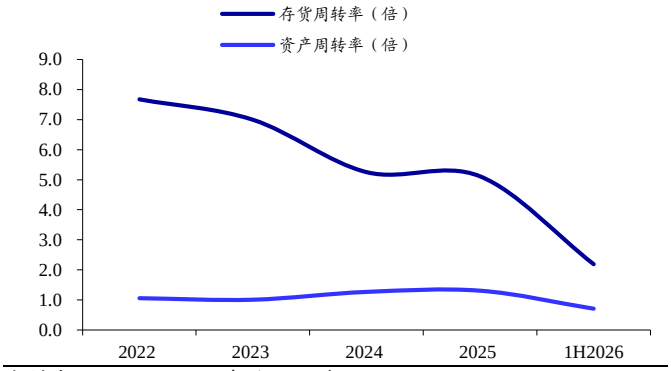


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

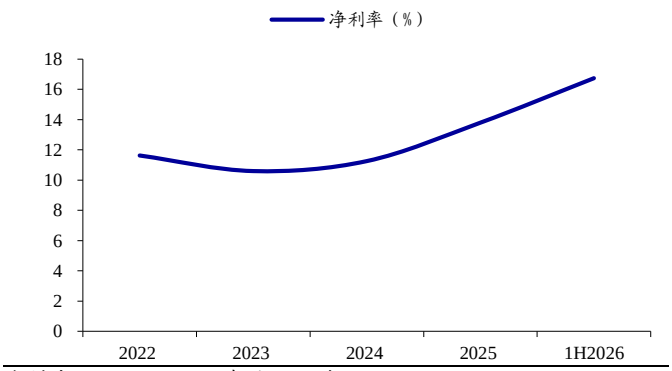
公司生产模式为以销定产，主要根据客户订单情况制定排产计划，资产周转效率处于高位。公司资产周转率从 2022 年的 1.06 倍提升至 2025 年的 1.31 倍；存货周转率从 2022 年的 7.67 倍下降至 2025 年的 5.11 倍，我们认为和公司业务快速增长背景下为应对交付和采购周期加大原材料的备货有关。

图22：公司资产周转率持续提升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

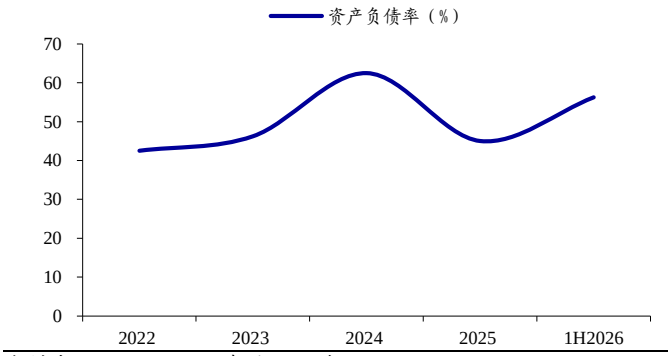
图23：公司净利率逐年攀升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

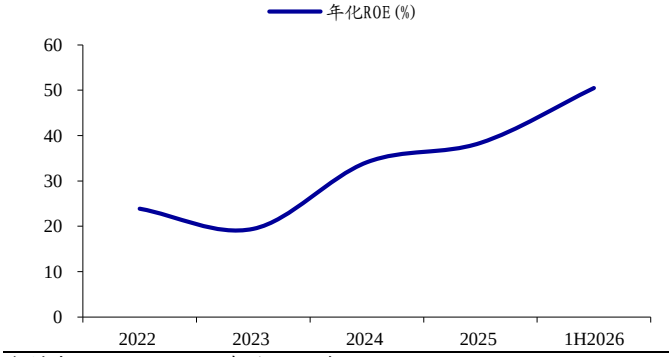
2026 年上半年，公司净利率为 16.75%，较 2022 年提高 5.11 个百分点；资产负债率为 56.27%，较 2022 年提高 13.72 个百分点。公司净利率逐年攀升，资产周转效率提升，杠杆水平有序提高，带动 ROE 实现快速增长。2026 年上半年，公司年化 ROE 为 50.49%，较 2022 年提高 26.59 个百分点。

图24：公司资产负债率有序提高



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图25：公司 ROE 逐年走高



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

4. 公司优势：技术筑基产能铺底，全球布局双向放量

4.1. 技术突破传统，研发筑牢壁垒

公司致力于构建光无源器件的先进制造能力，通过自主研发“亚微米数字化运动控制技术平台”，实现光无源器件产品传统手工作业生产模式难以达到的亚微米级别精度。基于该技术平台，公司可实现常规光无源器件的自动化生产以提高产品质量及生产效率。公司逐步积累形成产品设计与工艺技术、生产制造技术、智能化与数字化技术共“三大类、十小类”核心技术。公司核心工艺中精密封装精度可达 0.5μm、精密加工精度可达 0.15μm、精密测量精度可达 0.1μm，生产出的产品能够满足 GR326、GR1435、GR2866、GR1221、GR468、GR449、Telcordia VZ.TPR 9404 等行业内高标准认证。

无源光纤布线产品方面，2026 年上半年公司无源布线业务高速增长，3456 芯超大芯数预端接布线实现量产交付，6912 芯产品开发完成；同步扩大 MMC 光纤连接器产能规模，光纤柔性线路产品（Shuffle）开发和应用落地持续推进。

下载日志已记录，仅供内部参考

无源内连光器件方面，公司无源内连光器件已覆盖多模/单模并行、硅光、AOC 全品类，2026 年上半年 800G、1.6T 光模块的无源内连光器件产品实现规模化交付；ELSFP 保偏及 CPO/NPO 无源内连光器件产品完成开发，当前正推进客户验证，同步开展小批量试产与量产前置准备。

表6：公司主要产品的关键性能指标

产品类型	产品性能指标	公司产品关键性能指标
光纤连接器	密度	公司光纤连接器产品量产芯数范围最高可达 3456 芯，6912 芯光纤连接器产品已完成产品开发
	插入损耗	公司光纤连接器产品光纤插损平均值为 0.12dB
	回波损耗	公司 UPC 研磨端面光纤回波损耗大于 55dB，APC 研磨端面光纤回波损耗大于 65dB
	可靠性	公司获得了全球通信行业严苛的无源光器件产品 GR326、GR1435 产品认证
光纤柔性线路产品	密度	该类产品芯数类型包括 576 芯、768 芯、1112 芯等
	附加损耗	附加损耗参数数值小于 0.1dB，结构损耗接近 0dB
无源内连光器件	插入损耗	插入损耗指标为＜0.35dB
	纤芯间距	产品纤芯间距精度指标为 ± 0.5 μ m
	传输速率	公司 400G、800G、1.6T 数通光模块所需无源内连光器件产品已实现批量交付
	可靠性	无源内连光器件产品满足 GR468 和 GR1221 标准

数据来源：公司 2025 年年报，国泰海通证券研究

为巩固和提升公司的技术优势，公司结合行业技术发展趋势及客户需求等，在核心技术、新产品、新材料、新工艺、智能化设备等方面全方位开展研发工作，相继开展一系列研发项目。

表7：截至 1H2025 底公司在研项目情况

项目名称	研发内容	拟达到的目标	研发期间	项目阶段	项目预算（万元）
用于 AI 算力光模块的多通道并行光纤阵列器件研发	1、建立 MT-FA 短跳线的量产能力；2、建立多通道保偏 FA 的封装、研磨能力；3、建立保偏 FA 的 PER 测试能力；4、建立隔离器的测试能力；5、优化现有的生产工艺，提高 MT-FA 短跳线生产效率；6、拓展保偏后续应用至相干光模块市场。	1、评估水解及切割后产品的可靠性，满足要求后定型切割工艺；2、高效准确的使用保偏光纤封装成 FA；3、对于保偏 FA 的 PER 测试能力的相关方案进行优化。	2 年	验收阶段	800
全自动化跳线生产线开发	本项目研发内容为开发自动化设备及数字化管理软件，提高主要产品的自动化生产及数字化管理能力，关键工序实现自动化，关键生产过数据并上传平台，实现数字化管理。	1、自动化裁光纤，实现光纤自动下料；2、机器人或传送带运输产品与夹具，实现流转无人化；3、开发自动化剥纤及检测设备，实现剥及检测自动化；4、开发自动穿纤设备，实现插芯穿入光纤自动化；5、开发 LC\SC 型连接器一体式组装自动化设备，实现组装自动化；6、动化设备，实现胶水固化自动化；7、开发各种检测设备，实现极性、尺寸、端面等检测环节自动化；8、开发数字化管理软件，采集设备数据并上传云平台，通数据分析，管理及优化自动化产备。	3 年	验收阶段	1000
小芯数自动跳纤调度机器人开发	1、Any to Any 跳接无缠绕控制方式；2 、测试单元（OTDR 配置、光功率计配置选配）；3、提供服务器接口文档；4、模块化、可拼接柜式。	1、实现产品基本功能；2、量产并优化成本，扩大市场份额。	1 年	研发阶段	262
1.6T 光纤透镜阵列器件开发	开发适用于 1.6T 数通光模块的光纤阵列器件，含透镜阵列耦合与小模场直径光纤熔接封装。	1、完成透镜阵列与光纤阵列 AA 耦合能力的建立；2、完成 9μm 模场直径与 6μm 模场直径光纤熔接工艺开发以及对应封装工艺的开发。	1 年	研发阶段	500
应用于硅光集成的光纤耦合产品开发	应用于硅光集成的光纤耦合产品开发。	PM FAU 工艺开发，工艺设备及夹具可满足后期自动化大批量生产要求。	1 年	验收阶段	400
超高低温光纤及连接器应用开发	研发可应用于-60~150℃环境的多芯光纤连接器组装工艺。	产品可应用于-60~150℃的超高低温环境。	2 年	研发阶段	400

下载日志已记录，仅供内部参考

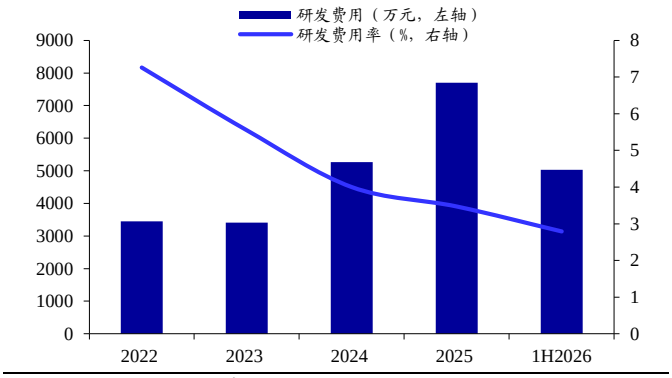
CPO 交换机内硅光芯片可插拔耦合系统开发	1、PM FAU 工艺能力开发；2、Lens 耦合工艺能力开发；3、针对可插拔 PIC 的连接工艺能力开发。	建立支持 CPO 交换机的硅光芯片可插拔耦合系统工艺能力。	1 年	研发阶段	183.5
新人工智能领域的超大芯数布线应用开发	864 芯至 6912 芯产品系列布线方案设计及制作	实现 864 芯至 6912 芯产品系列批量制作，满足 MPO、LC Uinboot、MMC、SN-MT Uniboot 等连接器布线方案应用端使用。	1 年	研发阶段	995
数据中心网络机柜开发	1、IDC 机柜系列开发；2、MDC 机柜系列开发。	完成数据中心机柜的开发。	1 年	研发阶段	290
144 芯及以上 OFNP 光缆开发	144 芯及以上 OFNP 光缆的开发。	144 芯和 288 芯 OFNP 认证通过并投产。	1 年	研发阶段	166.5
LSZH CPR 光缆开发	LSZH CPR 光缆的开发。	16 芯、32 芯、64 芯、72 芯、288 芯 CPR 产品认证完成。	1 年	研发阶段	167
超高密度布线系统	1、MPO 连接器和适配器开发；2、高密度配线架开发。	完成超高密度布线系统包括 MPO 连接器和适配器、高密度配线架等产品开发工作。	1 年	研发阶段	467.88
OSFP 1.6T 高速 DAC/ACC 铜缆的研发	OSFP 1.6T 高速 DAC 铜缆和 OSFP 1.6T 高速 ACC 铜缆的方案设计，包括产品结构外壳、PCB 接口、管理接口开发等，使产品长度、速率、性能满足要求。	实现 OSFP 1.6T 高速 DAC 铜缆和 OSFP 1.6T 高速 ACC 铜缆的 PCB 设计，线缆可加工性及性能验证分析，作为后续生产方案的指导。	2 年	研发阶段	155

数据来源：公司招股说明书，国泰海通证券研究

公司主营产品以光器件中的光无源产品为主，对比产品线更丰富的上市可比公司，在人员、材料、设备等维度的研发支出规模虽小但更集中。公司前期研发投入成果已逐步兑现，带动营收显著增长。现阶段研发投入规模正持续扩大。2026 年上半年，公司研发费用为 5032.95 亿元，同比增长 43.1%，研发费用率为 2.8%，较 2022 年下降 4.47 个百分点。

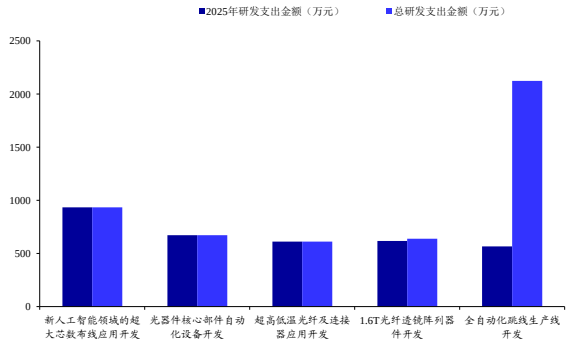
2025 年，公司研发支出前五名的研发项目占当期总研发费用支出的比重为 44.1%，研发聚焦 AI 超大芯数布线、1.6T 光模块核心器件两大前沿产品方向，同步推进全产线自动化与数字化升级、极端环境特种产品开发，全面筑牢制造壁垒。

图26：公司研发费用及研发费用率情况



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图27：公司 2025 年研发支出前五名的项目情况



资料来源：公司 2025 年年报，国泰海通证券研究

4.2. 基地布局全球产能，募资聚焦主营扩产

公司在越南、墨西哥、泰国及中国均设有生产基地，依托整合的全球供应链资源，凭借灵活的产能配置与极短的交付周期，为客户提供世界级水准的产品与服务。

公司国内本土生产体系以深圳总部为研发中心，桂林制造基地为规模量产枢纽。桂林东衡光是公司国内生产基地，主要业务板块包括无源光纤布线、无源内连光器件及相关配套业务。2026 年上半年，桂林制造基地扩建（三期）项目已按照工程装修进度分阶段投入使用。

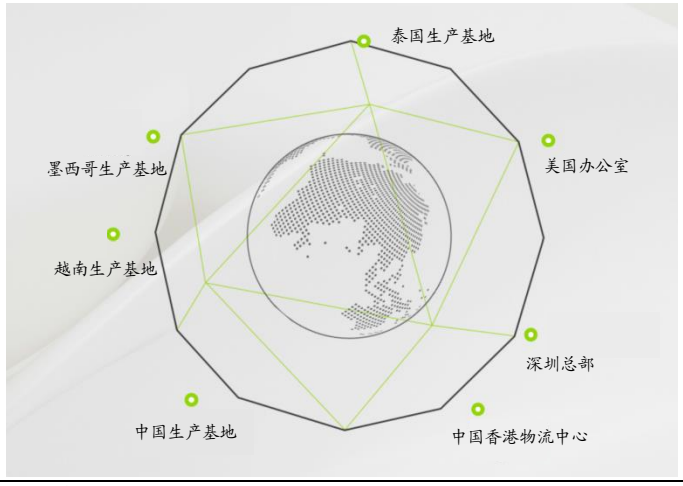
下载日志已记录，仅供内部参考

公司从 2018 年设立越南生产基地，已实现规模化生产。2026 年上半年，公司越南生产基地扩建项目一期厂房已按计划投产，二期厂房已开工建设。公司海外越南生产基地主要布局光纤连接器等无源光纤布线产品和光缆、钣金、注塑等相关配套产品的生产制造。

公司海外泰国生产基地主要布局无源内连光器件产品的生产制造。泰国生产基地二期厂房已于 2026 年 1 月投入使用。

公司通过 Shelter 模式于墨西哥开展生产运营。墨西哥 Shelter 模式专为外资企业设计，依托本地服务商提供合规资质、行政配套，企业无需注册独立公司即可快速投产，大幅降低初期运营风险与成本。

图28：公司全球供应链体系



资料来源：公司官网

公司发行募集资金主要用于桂林制造基地扩建（三期）项目、越南生产基地扩建项目、总部光学研发中心建设项目、补充流动资金项目。募集资金投向主营业务，助力公司扩大经营规模、增强资金实力，进一步提升核心竞争力与盈利能力，巩固市场份额，维护股东长远利益。截至 2026 年上半年底，公司累计投入募集资金总额为 2.34 亿元，投入进度为 84.12%。

表8：公司募集资金用途和规模

募集资金用途	调整后投资总额（万元）	截至 1H2026 底累计投入金额（万元）	截至 1H2026 底投入进度（%）	项目实施预计效用
越南生产基地扩建项目	7200	7200	100%	预计新增无源光纤布线产品及无源内连光器件产品产能 1062.66 万只；预计新增 22 条配套及其他产品（包括光缆、注塑、钣金等）生产线，用于内部产品自主配套生产及直接对外销售。
桂林制造基地扩建（三期）项目	9587.84	8077.64	84.25%	预计新增无源光纤布线产品及无源内连光器件产品产能 1330 万只
总部光学研发中心建设项目	5000	2096.99	41.94%	提升公司的光学技术研发能力与数字化管理能力，巩固公司的技术优势，促进公司的可持续发展。
补充流动资金	6000	6000	100%	满足公司日常生产经营周转的资金需求
合计	**27787.84**	**23374.63**	**84.12%**	

数据来源：公司招股说明书、2026 年半年度募集资金专项报告，国泰海通证券研究

4.3. 海外核心合作深化，国内增量潜力释放

凭借可靠的产品质量、突出的技术能力与快速响应能力，公司与主要客户包括 AFL、Coherent、Jabil、Telamon、CCI、Cloud Light、飞速创新、青岛海信等国内外知名企业建立长期稳定的合作关系，产品应用到 AT&T、

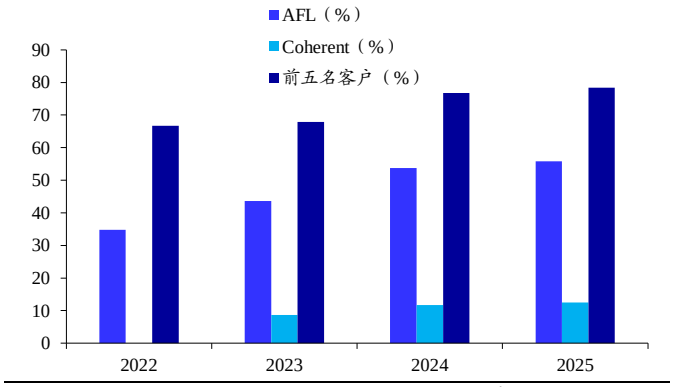
下载日志已记录，仅供内部参考

Verizon、谷歌、亚马逊、微软、甲骨文、腾讯、IBM、Cadence、英伟达等全球领先的大型品牌企业，其中主要应用终端用户为谷歌、亚马逊、微软、甲骨文。

公司在销售业务中遵循“大客户战略”，通过与光通信行业大型品牌企业深度合作从而实现业务可持续发展。在光通信行业持续向好、下游光通信设备商集中度较高的背景下，公司作为光通信行业的生产商，凭借产品和技术优势，与下游大型设备集成商和品牌商保持长期合作，关系较为稳定，故客户较为集中具备合理性，符合行业特征。

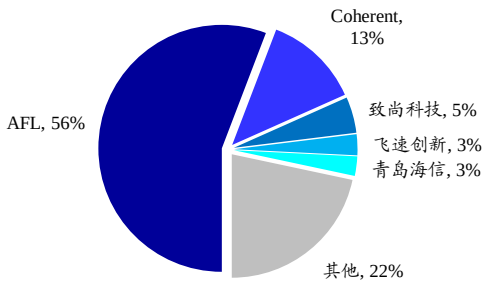
公司客户集中度呈现逐年提高的趋势，2025 年公司向前五大客户的销售比例为 78.34%，较 2023 年提高 10.49 个百分点。近年来 AFL、Coherent 始终稳居公司前两大核心客户行列。2025 年公司对两家客户的销售额占比分别达 55.81%、12.52%，较 2023 年分别提升 12.17、3.85 个百分点，直接推动公司整体销售集中度稳步上行。

图29：公司销售额客户集中度逐年提高



资料来源：公司招股说明书、2025 年年报，国泰海通证券研究

图30：2025 年公司销售额前五名客户占比情况



资料来源：公司 2025 年年报，国泰海通证券研究

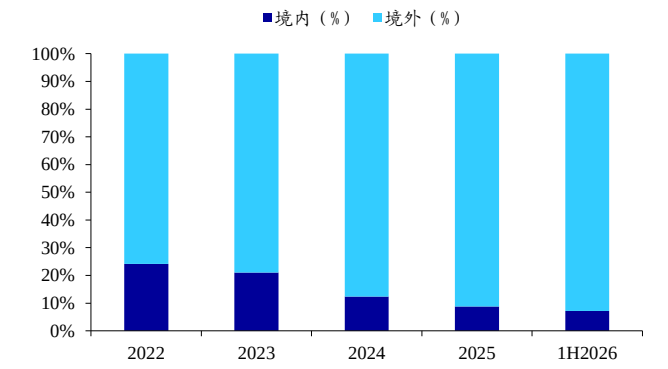
AFL 是全球知名光纤产品制造商、日本上市公司日本株式会社藤仓下属公司。Coherent 是工程材料和光电子元件的全球领导者，全球光模块行业龙头，是一家垂直集成制造公司。藤仓与 Coherent 均被评为“2024 年全球光器件最具竞争力企业 10 强”。公司 2013 年起与 AFL 展开合作，2017 年起与 Coherent 展开合作，公司与核心头部客户形成长期深度绑定，构建起稳固的客户准入壁垒。同时 AFL 也是公司的第一大供应商，2025 年公司对 AFL 的采购额占比为 28.37%，属于行业典型的既采又销的深度协同模式。

随着公司对海外长期核心大客户的销售占比持续提升，公司外销收入占比呈现逐年稳步上行的趋势。2026 年上半年，公司外销收入占比为 92.8%，较 2022 年提高 16.9 个百分点。

公司外销毛利率高于内销，核心是产品结构、客户与定价策略差异。外销以高毛利无源光纤布线产品为主，海外头部品牌商准入门槛高、竞争格局良性，叠加长期深度绑定，定价兼顾供应商能力与协同价值，毛利率更优；内销主打无源内连光器件，下游光模块厂商竞争激烈、价格敏感度高，公司适度让渡价格配合客户参与终端竞争，对应毛利率偏低。2026 年上半年，公司外销、内销毛利率分别为 31.78%、15.33%，相较 2022 年分别回落 2.18 和 0.27 个百分点。

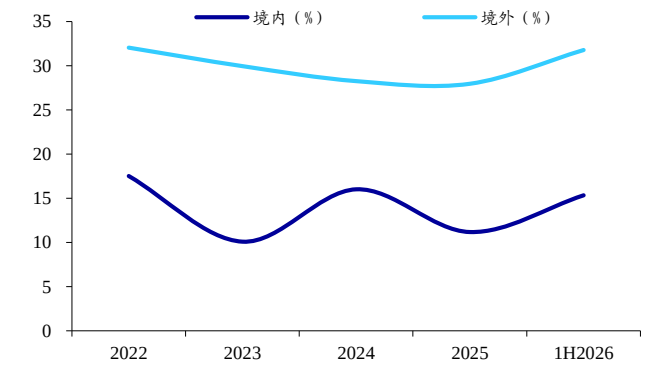
下载日志已记录，仅供内部参考

图31：公司外销收入占比逐年提升



资料来源：公司招股说明书、2025 年年报、2026 年中报，国泰海通证券研究

图32：公司内销与外销毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、2025 年年报、2026 年中报，国泰海通证券研究

公司与海外头部客户的合作绑定持续加深，已获得核心供应链准入资质，伴随高毛利产品销售占比稳步提升，整体盈利结构持续优化。同时国内客户作为重要增量补充，依托国内算力基建升级的旺盛需求逐步释放增长潜力，进一步丰富客户结构，降低单一市场依赖风险。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

公司在光无源器件赛道构建起技术、产品、产能、客户四大核心壁垒，深度受益全球 AI 算力建设浪潮，是全球数据中心无源光连接领域的核心供应商。光无源器件作为公司核心主业，预计 2026-2028 年营收分别为 34.20 亿元、51.30 亿元、64.64 亿元，同比增速分别为 74.18%、50.00%、26.02%。配套业务及其他作为公司主业的协同补充，预计 2026-2028 年营收分别为 3.79 亿元、4.92 亿元、5.66 亿元，同比增速分别为 50.00%、30.00%、15.00%。公司主业景气度高，海内外产能持续释放，预计 2026-2028 年营业总收入分别为 37.98 亿元、56.22 亿元、70.30 亿元，同比增速分别为 71.43%、48.01%、25.05%。

公司光无源器件毛利率预计从 2025 年的 26.29%逐步提升至 2028 年的 30.00%，超大芯数布线、1.6T 光模块核心器件等高价值产品占比持续提升，带动产品结构优化。随着高毛利配套产品占比持续抬升，公司配套业务及其他毛利率预计从 2025 年的 27.92%逐步提升至 2028 年的 40.00%，2026 年中期业绩已经率先确认了这一上行趋势的起点。公司客户格局清晰，业务底盘稳固，综合毛利率预计从 2025 年的 26.48%抬升至 2028 年的 30.81%，整体盈利质量持续改善。

我们认为公司业绩增长的核心驱动来自 AI 算力建设带来的高速光连接需求爆发，高附加值产品占比持续提升将带动毛利率长期稳中有升，产能优势带来规模效应费用端持续优化，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 6.77 亿元、10.72 亿元、13.84 亿元，同比增速分别为 122.1%、58.4%、29.1%。

表9：公司主营业务盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
光无源器件					
营业收入（百万元）	1215.67	1963.25	3419.68	5129.52	6464.21
同比（%）	107.95	61.50	74.18	50.00	26.02
总收入占比（%）	92.44	88.60	90.03	91.24	91.95
毛利率（%）	26.64	26.29	29.50	29.70	30.00
配套业务及其他					
营业收入（百万元）	99.36	252.52	378.78	492.41	566.28

下载日志已记录，仅供内部参考

同比（%）	247.66	154.15	50.00	30.00	15.00
总收入占比（%）	7.56	11.40	9.97	8.76	8.05
毛利率（%）	27.90	27.92	40.00	40.00	40.00
营业总收入（百万元）	1315.03	2215.77	3798.46	5621.93	7030.49
同比（%）	114.40	68.50	71.43	48.01	25.05
综合毛利率（%）	26.74	26.48	30.55	30.60	30.81

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

5.2. 估值与投资建议

投资建议：“增持”。 我们预测 2026-2028 年公司 EPS 分别为 7.07、11.21、14.46 元。考虑业务结构、细分赛道、经营规模等核心因素，我们将太辰光、天孚通信、光库科技、光迅科技四家公司作为可比公司和蘅东光进行对比。当前公司 PE 估值略低于行业平均中枢，结合其高成长属性，我们给予公司 2026 年 100 倍 PE 估值，对应目标价 707.45 元。

表10：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
300570.SZ	太辰光	188.46	1.32	2.34	3.86	142.77	80.67	48.82
300394.SZ	天孚通信	223.33	2.60	3.25	5.37	86.04	68.82	41.55
300620.SZ	光库科技	231.52	0.71	1.18	2.05	326.54	195.56	113.06
002281.SZ	光迅科技	132.96	1.21	2.08	4.12	109.88	64.00	32.27
	平均值					166.31	102.26	58.93

注：收盘价为 2026 年 10 月 15 日价格，EPS 为 Wind 一致预期
数据来源：国泰海通证券研究

6. 风险提示

客户集中度较高的风险。公司客户群体较为稳定且整体客户集中度较高，若公司未来下游客户需求减少，或公司拓展新的客户及业务不及预期，将会对公司经营业绩的增长产生不利影响。

境外经营风险。境外收入变动对公司经营业绩影响较大，若未来公司境外业务所在国家政策发生不利变化，将对公司生产经营发展造成重大不利影响。

国际贸易摩擦风险。公司境外收入较高，其中美国市场为最重要的收入来源，中美贸易摩擦进一步加剧或贸易政策发生不利变化将对公司的产品销售产生重大不利影响。

募集资金投资项目实施风险。境外募投项目可能受国际政经形势、境内外政策变动、境外运营管理不畅等因素影响，无法按计划推进，进而拖累项目投产节奏、投资回报与公司预期收益。

汇率波动风险。公司外销产品主要以美元结算，使得公司面临汇率波动风险。

流通盘扩大影响。2026 年 12 月 31 日有限售条件股份将进入解禁期。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666