

无源器件高增，高速光互连打开成长空间

投资要点

- **事件：公司发布 2026 年半年度报告，收入及利润保持增长。**2026 年上半年，公司实现营业收入 28.28 亿元，同比增长 15.15%；实现归母净利润 12.04 亿元，同比增长 33.92%；实现扣非归母净利润 11.86 亿元，同比增长 36.76%；经营活动产生的现金流量净额 10.01 亿元，同比增长 64.57%。受益于 AI 算力基础设施建设及高速光互连需求增长，公司经营规模持续扩大，利润增速快于收入增速。
- **AI 算力需求持续释放，无源光器件成为核心增长来源。**2026 年上半年，公司无源光器件实现营业收入 15.30 亿元，同比增长 77.40%，毛利率达到 71.90%，同比提升 8.33 个百分点。公司无源产品覆盖 FA/FAU、AWG、WDM、隔离器及精密微光学组件等，主要应用于数据中心高速光互连场景。伴随 800G、1.6T 等高速光模块持续放量，以及 CPO 等新型光互连架构逐步推进，公司相关无源光器件需求有望保持增长。
- **有源业务短期受物料供应影响，高速光引擎持续推进。**2026 年上半年，公司有源光器件实现营业收入 12.60 亿元，同比下降 19.57%，毛利率为 47.03%，同比提升 3.67 个百分点。公司披露，个别关键物料阶段性供应紧张对有源光器件提产形成一定限制。随着关键物料供应逐步改善，同时 800G、1.6T 高速光引擎等产品持续升级，公司有源光器件业务有望恢复增长。
- **全球产能布局持续完善，前沿技术储备打开长期成长空间。**2026 年上半年，泰国生产基地无源、有源光器件业务均处于稳步提产状态，江西生产基地二期工程生产大楼已投入使用，苏州新总部及超级工厂预计于 2027 年开始陆续投入使用。同期公司研发投入 1.95 亿元，同比增长 55.32%，持续布局高速光引擎、CPO/NPO、硅光集成及薄膜铌酸锂等前沿方向，有望进一步提升高速光互连领域的产品覆盖及客户配套能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 90.53/141.43/203.71 亿元，同比增长 75.3%/56.2%/44.0%；归母净利润分别为 35.36/53.96/77.71 亿元，EPS 分别为 3.24/4.95/7.12 元。按照 2026 年 8 月 27 日收盘价 267.16 元计算，对应 PE 分别为 82/54/38 倍。公司持续受益于 AI 算力基础设施建设带来的高速光互连需求增长，同时 1.6T 高速光引擎、CPO 相关产品及全球产能布局有望支撑后续业务扩张。考虑公司当前估值仍处于较高水平，同时下游需求、原材料供应及新产品拓展等因素仍存在一定不确定性，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**AI 算力及数据中心建设不及预期风险；原材料供应风险；新产品拓展及技术迭代不及预期风险；市场竞争加剧风险；国际贸易政策风险；汇率波动风险；盈利预测不及预期等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5163.43	9052.54	14143.19	20371.43
增长率	58.79%	75.32%	56.23%	44.04%
归属母公司净利润(百万元)	2017.27	3536.16	5396.20	7771.12
增长率	50.15%	75.29%	52.60%	44.01%
每股收益 EPS(元)	1.85	3.24	4.95	7.12
净资产收益率 ROE	36.60%	47.36%	53.08%	55.93%
PE	144	82	54	38
PB	52.93	39.02	28.69	21.00

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
邮箱: yezy@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)	10.91
流通 A 股(亿股)	10.88
52 周内股价区间(元)	144.21-497.38
总市值(亿元)	2914.26
总资产(亿元)	75.88
每股净资产(元)	5.73

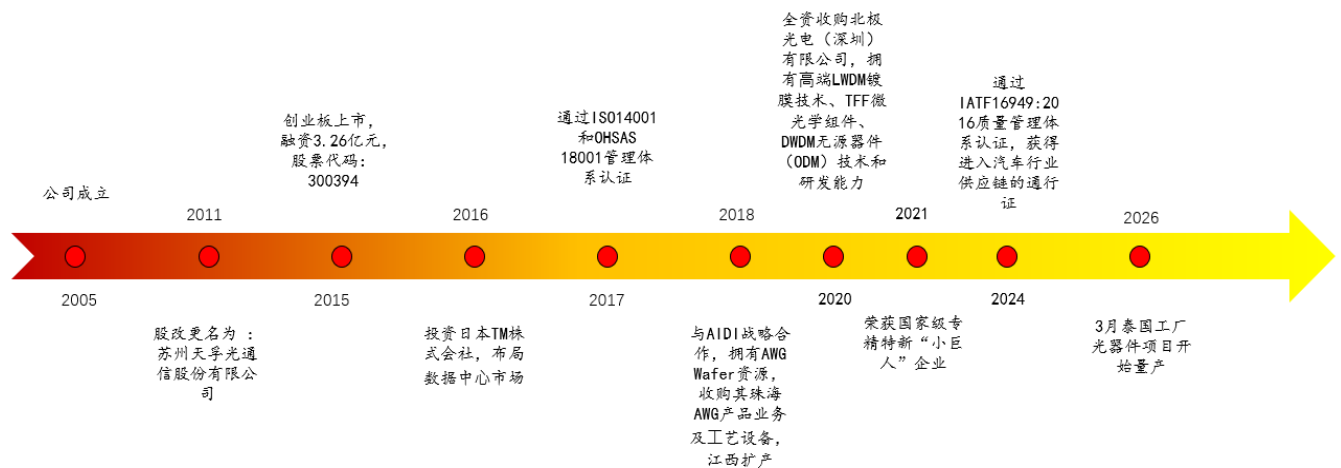
相关研究

1 深耕光互连领域，AI 算力需求推动高速光器件增长

苏州天孚光通信股份有限公司长期深耕光互连领域，是全球领先的一站式光互连解决方案供应商。公司依托高复用技术平台及产业链垂直整合能力，逐步形成“无源光器件+有源光器件+光模块代工服务”的一站式产品与服务体系，主要面向数据中心、AI 算力中心及电信通信等应用场景，同时拓展激光雷达、生物光子等新兴领域。公司客户覆盖全球头部光模块厂商及全球头部 AI 算力基础设施厂商，并通过参与客户联合研发及产品迭代持续拓展合作深度。

从产品体系看，公司围绕光互连领域已形成精密微光学组件、波分复用系统级无源器件、高精度封装、数据中心 AOC 配套无源器件、数据中心 PSM/DR 配套无源器件、多通道高速光引擎、高密度光互连及 ELS 外置光源等解决方案。其中，无源产品包括 FA/FAU、AWG、WDM、隔离器、光学滤光片及各类精密微光学组件等；有源产品则主要包括高速光引擎及相关高精度光电封装产品。伴随光互连速率由 400G 向 800G、1.6T 持续升级，公司亦积极布局硅光、CPO/NPO 等新技术方向。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

表 1：公司主要产品体系

产品/解决方案	代表产品或形态	主要应用领域
精密微光学组件解决方案	Lens Array、隔离器、光学滤光片等	数据中心、电信通信
波分复用系统级无源解决方案	AWG、WDM、Mux/Demux 等	数据中心、电信通信
高精度封装解决方案	OSA、TOSA、ROSA、BOX 等	数据中心、电信通信
AOC 配套无源解决方案	AOC 配套光学及连接器件	数据中心
PSM/DR 配套无源解决方案	FA/FAU 等	数据中心
多通道高速光引擎封装集成解决方案	高速光引擎	数据中心
高密度光互连集成解决方案	高密度光纤连接及集成器件	数据中心
ELS 解决方案	外置光源	数据中心

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

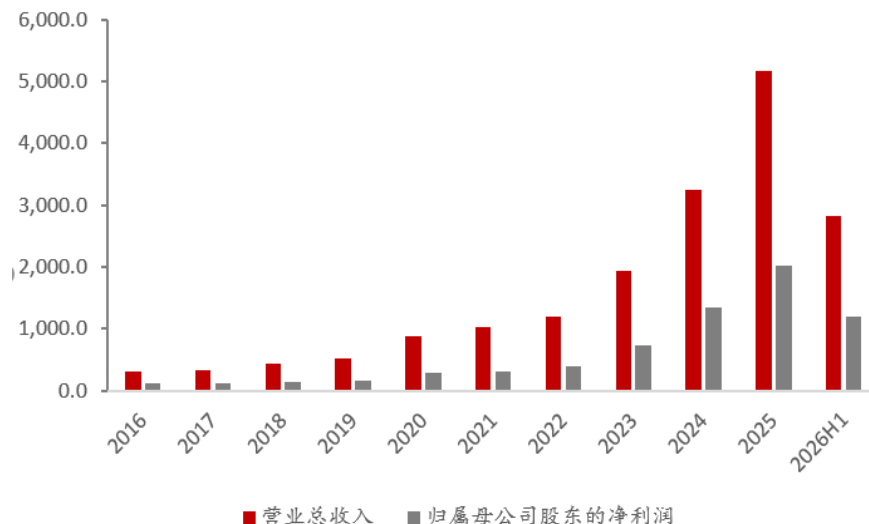
1) AI 算力基础设施建设持续推进，公司业绩保持增长

2026 年上半年，全球人工智能及数据中心基础设施建设持续推进，高速光互连需求保持较高景气度。伴随 AI 训练及推理集群规模扩大，数据中心内部数据交换量持续增长，并推动高速率、高密度光互连产品需求提升。公司产品主要应用于数据中心及 AI 算力中心，受益于全球云厂商资本开支及高速光互连需求增长，主营业务规模延续增长态势。

2026 年上半年，公司实现营业收入 28.28 亿元，同比增长 15.15%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.04 亿元，同比增长 33.92%；实现扣除非经常性损益后的归母净利润 11.86 亿元，同比增长 36.76%；经营活动产生的现金流量净额 10.01 亿元，同比增长 64.57%。公司利润端增速明显快于收入端，整体盈利质量保持较好水平。

公司业绩增长主要得益于全球人工智能产业快速发展以及数据中心、AI 算力中心建设持续推进，高速光器件需求保持增长。同时，公司依托高度复用的技术平台和垂直整合能力持续优化产品结构、推进自动化升级及精益生产，进一步提升规模化交付及盈利能力。报告期内尽管个别关键物料阶段性供应紧张对有源光器件提产形成一定限制，公司仍实现收入及利润同比增长，体现出较强的经营韧性。

图 2：公司营业收入及归母净利润情况（单位：百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

2) 无源光器件高速增长，产品结构优化推动盈利能力提升

2026 年上半年，公司无源光器件业务实现营业收入 15.30 亿元，同比增长 77.40%，成为报告期内最主要的增长来源；同期无源光器件毛利率达到 71.90%，同比提升 8.33 个百分点，收入规模与盈利能力同步提升。公司无源光器件主要覆盖 FA/FAU、AWG、WDM、隔离器、滤光片及精密微光学组件等产品，并广泛应用于数据中心高速光互连场景。

伴随 AI 算力集群持续扩容，800G、1.6T 等高速光模块需求增长，对 FAU、精密微光学组件及其他高速光互连配套器件的需求持续提升。公司依托 FAU 光纤阵列设计制造、精密光学及微米级耦合等技术平台，不断提升高价值量产品占比，并通过自动化升级及垂直整合提升生产效率和成本控制能力。公司半年报亦指出，2026 年上半年无源光器件业务同比增长超过 77%，成为核心业务增长的重要支撑。

从整体经营数据看，2026 年上半年公司光互连元器件实现营业收入 27.90 亿元，同比增长 14.87%；销量 1.35 亿个，同比增长 6.48%，收入增速明显高于销量增速，反映产品结构升级及高价值量产品占比提升对收入增长形成一定支撑。同期光互连元器件整体毛利率达到 60.67%，较上年同期 50.54%明显提升。

总体来看，公司无源光器件业务在 AI 高速光互连需求增长背景下保持较快增长，同时产品结构优化及规模效应推动盈利能力改善。随着高速率光模块持续放量以及 CPO 等新型光互连架构逐步推进，公司 FAU、精密微光学组件及相关无源器件需求有望继续增长。

3) 有源业务短期受物料供应影响，高速光引擎产品持续推进

2026 年上半年，公司有源光器件实现营业收入 12.60 亿元，同比下降 19.57%；毛利率为 47.03%，同比提升 3.67 个百分点。与无源业务快速增长相比，有源业务收入阶段性承压。公司披露，报告期内个别物料供应紧缺对有源光器件产品提产带来较大影响，因此有源业务收入下降更多体现为阶段性供给约束，而非公司整体光互连业务需求发生明显变化。

从产品结构看，公司已形成高速光引擎设计与封装技术平台，高速光引擎通过对高速发射、接收芯片以及精密微光学组件、隔离器、光波导器件等进行集成，实现单路或多路高速光信号传输与接收。随着数据中心光互连速率持续向 800G、1.6T 乃至更高速率升级，高速光引擎在精密耦合、封装精度、散热及规模化量产等方面的技术要求不断提高，公司在相关精密制造及封装领域的长期积累有望继续发挥作用。公司半年报披露的 BOX 器件传输速率已达到 1.6T，反映公司已持续推进高速率光器件产品布局。

与此同时，公司持续加强供应链保障能力。针对报告期内部分关键物料供应偏紧，公司通过多元化供应、安全库存管理以及采购与研发协同推进替代方案等方式提升供应链韧性。伴随上游关键物料产能及良率逐步改善，公司有源光器件提产约束有望边际缓解，并为高速光引擎等产品后续放量提供更好的供应保障。

总体来看，2026 年上半年公司有源光器件业务受到阶段性物料供应紧张影响，收入表现弱于无源业务，但产品毛利率同比提升。随着关键物料供应改善以及 800G、1.6T 等高速光互连产品持续升级，公司有源光器件业务规模有望恢复增长，并成为后续业绩增长的重要驱动之一。

表 2：公司部分光器件产品关键性能指标

产品名称	复用技术	传输速率	信号传输损耗	抗干扰指标	封装模式
AWG 器件	波分复用	—	<2.0dB	>30dB	—
隔离器组件	—	—	<0.3dB	>30dB	—
OSA 器件	—	100G	<2.5dB	>30dB	同轴封装
BOX 器件	—	1.6T	<2.5dB	>30dB	盒式封装
WDM 器件	波分复用	—	<0.8dB（单通道）	>30dB	—

数据来源：公司2026 年半年报，西南证券整理

4) 全球化产能布局持续完善，提升规模化交付能力

2026 年上半年，公司持续推进全球化生产体系建设，围绕重点客户需求及高速光互连市场增长进一步提升产能保障能力。目前公司已形成以**江西高安和泰国春武里两大生产基地**为核心的全球生产体系，并通过苏州、新加坡等区域协同提升研发、供应链及客户服务能力。报告期内，泰国生产基地无源及有源光器件业务均处于稳步提产阶段，海外生产能力进一步增强。

国内产能方面，2026 年上半年**江西生产基地二期工程生产大楼已交付投入使用**，进一步提升公司核心光器件产品的生产及交付能力。同时，公司继续推进苏州新总部及超级工厂建设，预计于**2027 年开始陆续投入使用**。随着新增生产场地及产线逐步投产，公司在高速光器件及光互连产品领域的规模化交付能力有望进一步提升。

从产能数据看，2026 年上半年公司光互连元器件产能达到 **3.40 亿个**，上年同期为 2.98 亿个，同比增长约 14%；产量达到 **2.58 亿个**，同比增长约 23%；销量达到 **1.35 亿个**，同比增长 6.48%。公司持续扩充产能并推进自动化设备升级，有助于提升生产效率和柔性交付能力，为后续 AI 高速光互连需求增长提供产能保障。

此外，公司持续强化全球供应链管理，采用“总部集采为主、属地分采为辅”的采购体系，并在中国、新加坡、泰国、日本等地布局采购及供应链团队。通过多元化供应、安全库存管理以及数字化系统建设，公司进一步增强关键原材料保障和供应链韧性，有助于降低国际贸易环境及阶段性物料短缺对订单交付的影响。

总体来看，公司全球产能布局正在由国内生产基地向国内外协同制造体系持续升级。随着泰国基地产能爬坡、江西二期投入使用以及苏州超级工厂后续投产，公司高速光器件及光互连产品的产能保障和规模化交付能力有望持续提升，为业务规模扩张提供支撑。

表 3：公司光互连元器件产能及产销情况

指标	2025H1	2026H1	同比增速
产能（亿个）	2.98	3.4	+14.2%
产量（亿个）	2.1	2.58	+22.8%
销量（亿个）	1.27	1.35	+6.5%
营业收入（亿元）	24.29	27.9	+14.9%
毛利率	50.54%	60.67%	+10.13pp

数据来源：公司2026 年半年报，西南证券整理

5) 持续加大研发投入，前沿技术布局打开长期成长空间

2026 年上半年，公司围绕光互连核心技术、重点产品及前沿应用方向持续加大研发投入，研发投入达到 **1.95 亿元，同比增长 55.32%**，占营业收入比重达到 **6.89%**。公司持续推进新产品开发、现有产品升级及关键工艺攻关，并通过苏州、深圳、日本三大研发中心协同提升研发效率及产品产业化能力。

在高速光互连产品方面，伴随数据中心网络由 400G 向 800G、1.6T 乃至更高速率持续演进，公司围绕高速光引擎、FAU 光纤阵列、精密微光学及高精度封装等核心技术平台持续进行产品升级。根据公司半年报援引弗若斯特沙利文研究，公司是**全球首家交付 800G 与 1.6T 光引擎的供应商**，在高速光器件及集成封装领域具备较强技术积累。

同时，公司积极布局下一代光互连技术路线。在 CPO/NPO 方向，公司已持续投入研发并已有相关解决方案服务不同客户；在硅光集成、薄膜铌酸锂等新技术方向，公司亦进行前瞻性技术储备。随着高速互连进一步向更高带宽、更低功耗及更高集成度发展，光器件行业竞争维度正逐步由单一器件性能升级至芯片、精密封装、光学耦合及系统集成等综合能力竞争，公司长期积累的精密制造与平台化技术能力有望进一步发挥协同优势。

公司目前已形成高速光引擎设计与封装、FAU 光纤阵列设计与制造等核心技术平台，并依托底层材料、精密光学、封装工艺等能力持续提升产业链垂直整合水平。伴随 800G、1.6T 等高速产品持续放量以及 CPO/NPO 等新型光互连技术逐步推进，公司产品覆盖范围和单客户配套深度有望持续提升，为中长期业务增长提供支撑。

表 4：公司研发投入情况

指标	2025H1	2026H1	同比变化
研发投入（百万元）	125.5	194.93	+55.32%
研发投入占营业收入比例	5.11%	6.89%	+1.78pp
重点研发方向	—	高速光引擎、CPO/NPO、硅光集成、薄膜铌酸锂等	—

数据来源：公司 2026 年半年度报告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

公司主营业务以光器件产品为核心，已形成无源光器件、有源光器件及其他业务协同发展的业务结构。考虑全球 AI 算力基础设施持续建设带动高速光互连需求增长，同时公司持续推进高速光引擎、高密度光互连及全球产能布局，我们对公司各业务作出如下假设：

1) 光无源器件：AI 高速光互连需求持续增长，无源业务保持较快增长。 公司无源光器件产品覆盖精密微光学组件、FA/FAU、波分复用器件以及数据中心 AOC、PSM/DR 等配套解决方案。2026 年上半年公司无源光器件收入同比增长 77.4%，保持较快增长。伴随 800G、1.6T 等高速光模块持续放量，以及 CPO 等新型光互连架构逐步推进，公司相关无源光器件需求有望保持增长。我们预计 2026-2028 年公司光无源器件业务收入分别为 30.85/40.10/51.33 亿元，同比增长 48%/30%/28%；预计毛利率分别为 68.0%/68.5%/68.5%。

2) 光有源器件：供应瓶颈缓解叠加高速光引擎放量，有源业务有望实现较快增长。 公司有源光器件业务主要包括多通道高速光引擎等产品。2026 年上半年，受个别关键物料阶段性供应紧张影响，公司有源光器件提产受到一定限制；随着相关供应瓶颈逐步缓解，同时 1.6T 等高速光引擎产品持续推进，公司有源光器件业务有望恢复较快增长。我们预计 2026-2028 年公司光有源器件业务收入分别为 58.46/99.38/149.07 亿元，同比增长 95%/70%/50%；预计毛利率分别为 47%/47%/47%。

3) 其他业务：业务规模相对较小，预计保持增长。 公司依托光器件研发及精密制造技术平台，持续拓展激光雷达、生物光子等新兴应用领域，目前其他业务收入占比较低。考虑新应用场景逐步拓展，我们预计 2026-2028 年其他业务收入分别为 1.22/1.95/3.31 亿元，同比增长 50%/60%/70%；预计毛利率分别为 50%/60%/70%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入、营业成本及毛利率如下表。

表 5：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	5163.43	9052.55	14143.21	20371.46
	增速	58.80%	75.32%	56.24%	44.04%
	营业成本	2,377.02	4,146.37	6,608.37	9,617.12
	毛利率	53.97%	54.20%	53.28%	52.79%
光无源器件	营业收入	2,084.39	3,084.90	4,010.37	5,133.27
	增速	32.20%	48.00%	30.00%	28.00%
	营业成本	757.26	987.17	1,263.27	1,616.98
	毛利率	63.67%	68.00%	68.50%	68.50%
光有源器件	营业收入	2997.95	5846	9938.2	14907.31
	增速	81.10%	95.00%	70.00%	50.00%
	营业成本	1600.01	3098.38	5267.25	7900.87
	毛利率	46.63%	47.00%	47.00%	47.00%
其他业务	营业收入	81.1	121.65	194.64	330.89
	增速	303.50%	50.00%	60.00%	70.00%
	营业成本	19.76	60.83	77.86	99.27
	毛利率	75.64%	50.00%	60.00%	70.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2026–2028 年公司营业收入分别为 90.53 亿元、141.43 亿元、203.71 亿元，同比增长 75.3%、56.2%、44.0%；归母净利润分别为 35.36 亿元、53.96 亿元、77.71 亿元，EPS 分别为 3.24 元、4.95 元和 7.12 元。

我们选取仕佳光子、太辰光和光库科技作为可比公司。三者均与天孚通信同属光通信器件产业链，业务覆盖光芯片、无源/有源光器件及光纤连接解决方案，在 AI 算力驱动的高速光互联升级背景下具备较高可比性。因此，我们选取上述三家公司作为天孚通信估值的可比公司。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
300570.SZ	太辰光	475.56	209.38	1.32	2.41	3.79	5.07	158.62	86.88	55.25	41.3
688313.SH	仕佳光子	719.29	159.14	0.82	1.69	2.99	4.79	194.07	94.17	53.22	33.22
300620.SZ	光库科技	749.78	300.9	0.71	1.02	1.31	1.57	423.8	295	229.69	191.66
平均值								258.83	158.68	112.72	88.73
300394.SZ	天孚通信	2,914.25	267.16	1.85	3.24	4.95	7.12	144.47	82.41	54.01	37.50

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2026 年 8 月 27 日）

根据 Wind 一致预期，可比公司 2026–2028 年平均 PE 分别为 158.68 倍、112.72 倍和 88.73 倍。根据我们的盈利预测，公司 2026–2028 年 EPS 分别为 3.24 元、4.95 元和 7.12 元，按照 2026 年 8 月 27 日收盘价 267.16 元计算，对应 PE 分别为 **82.41 倍、54.01 倍和 37.50 倍**，均低于可比公司平均水平。公司深耕光互连领域，受益于 AI 算力基础设施建设带来的高速光器件需求增长，同时 1.6T 高速光引擎、CPO 相关产品及全球产能布局有望支撑后续业务扩张。考虑公司当前估值仍处于较高水平，同时下游需求、原材料供应及新产品拓展等因素仍存在一定不确定性，审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。

3 风险提示

AI 算力及数据中心建设不及预期风险；原材料供应风险；新产品拓展及技术迭代不及预期风险；市场竞争加剧风险；国际贸易政策风险；汇率波动风险；盈利预测不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5163.43	9052.54	14143.19	20371.43	净利润	2017.68	3544.39	5403.72	7776.45
营业成本	2377.10	4146.37	6608.36	9617.10	折旧与摊销	176.41	122.42	125.30	128.34
营业税金及附加	56.52	89.70	142.02	206.55	财务费用	-30.62	-5.62	-42.30	-26.18
销售费用	21.28	64.72	91.21	127.44	资产减值损失	-32.44	-24.75	-28.59	-26.67
管理费用	131.19	301.78	451.22	637.60	经营营运资本变动	-271.43	-933.69	-992.44	-1219.88
研发费用	266.58	400.00	700.00	900.00	其他	8.60	57.07	82.52	89.98
财务费用	-30.62	-5.62	-42.30	-26.18	经营活动现金流净额	1868.20	2759.82	4548.19	6722.04
资产减值损失	-32.44	-24.75	-28.59	-26.67	资本支出	-316.01	-100.00	-80.00	-50.00
投资收益	9.74	8.61	9.18	8.89	其他	51.49	-75.95	24.87	3.87
公允价值变动损益	0.05	0.23	0.14	0.16	投资活动现金流净额	-264.52	-175.95	-55.13	-46.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	2351.93	4058.38	6184.05	8895.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.06	-7.65	-8.38	-7.76	股权融资	157.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	2343.88	4050.73	6175.68	8887.38	支付股利	-934.12	-1546.98	-2706.90	-4054.16
所得税	326.20	506.34	771.96	1110.92	其他	103.40	-0.71	32.35	32.93
净利润	2017.68	3544.39	5403.72	7776.45	筹资活动现金流净额	-673.13	-1547.69	-2674.55	-4021.23
少数股东损益	0.41	8.23	7.52	5.33	现金流量净额	885.25	1036.18	1818.51	2654.67
归属母公司股东净利润	2017.27	3536.16	5396.20	7771.12					
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2996.66	4032.84	5851.35	8506.02	成长能力				
应收和预付款项	1146.32	2081.21	3249.20	4656.32	销售收入增长率	58.79%	75.32%	56.23%	44.04%
存货	457.20	930.26	1465.48	2178.50	营业利润增长率	53.16%	72.55%	52.38%	43.84%
其他流动资产	248.23	313.15	323.14	361.78	净利润增长率	50.25%	75.67%	52.46%	43.91%
长期股权投资	9.31	9.31	9.31	9.31	EBITDA 增长率	59.23%	67.16%	50.10%	43.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1318.14	1309.32	1277.61	1212.87	毛利率	53.96%	54.20%	53.28%	52.79%
无形资产和开发支出	119.45	106.81	94.18	81.54	三费率	2.36%	3.99%	3.54%	3.63%
其他非流动资产	154.00	191.18	190.22	189.27	净利率	39.08%	39.15%	38.21%	38.17%
资产总计	6449.30	8974.08	12460.49	17195.60	ROE	36.60%	47.36%	53.08%	55.93%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	31.29%	39.50%	43.37%	45.22%
应付和预收款项	723.72	1377.04	2136.74	3097.34	ROIC	86.24%	107.45%	116.14%	125.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	48.37%	46.12%	44.31%	44.17%
其他负债	212.90	113.25	143.15	195.37	营运能力				
负债合计	936.62	1490.29	2279.89	3292.71	总资产周转率	0.92	1.17	1.32	1.37
股本	777.42	1090.83	1090.83	1090.83	固定资产周转率	5.38	8.35	13.85	21.25
资本公积	953.22	639.81	639.81	639.81	应收账款周转率	5.17	5.45	5.16	5.01
留存收益	3749.06	5738.23	8427.52	12144.49	存货周转率	5.29	5.55	5.29	5.13
归属母公司股东权益	5505.98	7468.86	10158.16	13875.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.98	—	—	—
少数股东权益	6.69	14.93	22.44	27.77	资本结构				
股东权益合计	5512.68	7483.79	10180.60	13902.89	资产负债率	0.15	0.17	0.18	0.19
负债和股东权益合计	6449.30	8974.08	12460.49	17195.60	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	5.33	5.03	4.83	4.81
					速动比率	4.83	4.39	4.18	4.14
					股利支付率	0.46	0.44	0.50	0.52
					每股指标				
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股收益	1.85	3.24	4.95	7.12
EBITDA	2497.73	4175.18	6267.05	8997.29	每股净资产	5.05	6.85	9.31	12.72
PE	144.47	82.41	54.01	37.50	每股经营现金	1.71	2.53	4.17	6.16
PB	52.93	39.02	28.69	21.00	每股股利	1.20	1.42	2.48	3.72
PS	56.44	32.19	20.61	14.31					
EV/EBITDA	81.81	68.73	45.50	31.40					
股息率	0.45%	0.53%	0.93%	1.39%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@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	lzh@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