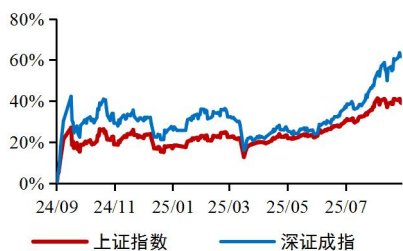


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 22 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,820.09	-0.30
深证成指	13,070.86	-0.04
沪深 300	4,501.92	0.08
中小板指	8,037.16	0.20
创业板指	3,091.00	-0.16
科创 50	1,362.65	-1.28

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【公司评论】新易盛(300502.SZ)：新易盛 2025 中报点评-二季度收入环比大幅增长，高端产品上量利好盈利能力

【公司评论】天孚通信(300394.SZ)：天孚通信 2025 中报点评-有源业务大幅增长，CPO 项目持续推进

【公司评论】德科立(688205.SH)：德科立 2025 中报点评-DCI 产能持续建设中，硅基 OCS 已获千万订单

【今日要点】

【公司评论】新易盛(300502.SZ)：新易盛 2025 中报点评-二季度收入环比大幅增长，高端产品上量利好盈利能力

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年半年报。上半年，公司实现营收 104.4 亿元，同比增长 282.6%；实现归母净利润 39.4 亿元，同比增长 355.7%。25Q2，公司实现营收 63.8 亿元，同环比分别+295.4%、+57.6%；实现归母净利润 23.7 亿元，同环比分别+338.4%、+50.7%。

➤ 事件点评

- 上半年产能大幅增长，公司保持优秀交付能力实现营收利润双增长。上半年公司光模块产能、产量分别达到 1520 万、710 万，较上年同期增长 66.7%、86.4%。固定资产方面，上半年达到 26.7 亿元，较 2024 年报增长 32.2%，主要为房屋建筑转固（泰国厂房扩建）以及机器设备大量购置。存货方面，上半年达到 59.4 亿元，较 2024 年报增长 43.8%，主要为原材料、半成品和成品库存的增加。二季度公司高速率产品占比持续提升，客户订单持续增加，公司保持了良好的交付能力，上半年的毛利率为 47.4%，较 2024 年报提升了 2.7pct。我们认为公司泰国转产顺利、成本控制优秀，同时重点大客户需求从 400G 大量转向 800G 以及新客户 1.6T 开始上量，均有助于下半年继续保持行业领先的盈利能力。
- 新品展望：1.6T 产品快速上量，硅光占比逐步提升，AEC&CPO 均有布局。公司 1.6T 产品覆盖多个客户项目，从目前市场需求和客户指引看预计下半年逐渐上量，明年进一步增加。公司拥有硅光芯片研发专业团队，预计下半年到明年硅光产品占比将有所提升。同时公司也积极布局了 AEC 和 CPO 光引擎产品，并将结合客户市场需求推进。我们认为，公司研发以大客户需求为导向，目标清晰、市场明确，未来 AEC 和 CPO 有望创造新的增长点。
- 2026 年北美 ASIC 定制芯片市场继续增长，公司作为大客户核心供应商深度受益。根据半导体行业观察引述工商时报报道，预计 2024-2026 ASIC 芯片出货量 CAGR 可达 70%，2025 年 AI 训练用 ASIC 出货量将增至 500 万颗，在整体 AI 服务器中 GPU 与 ASIC 的比重 2026 年将为六四开。北美四大 CSP 中，AWS 预计于今年下半年推出 Trainium 2/2.5 的 Teton 2 机柜，ASIC 出货量增长逾四成；Meta 计划自下半年起，逐步量产采用自家 MTIA 芯片的 Minerva 机柜。ASIC 设计大厂博通预计，到 2027 年，博通的 ASIC 业务收入将达到 600 亿至 900 亿美元。我们看到，北美大厂 ASIC 芯片设计规格均贴近同年代英伟达主流 GPU，Scaleout 带宽增长配合博通 Tomahawk6 交换芯片上量带动 800G、1.6T 增长，而博通的 SUE Tomahawk Ultra 则是目前唯一率先量产的非 NVLINK 超节点解决方案已受到大客户采用带动

光模块大量需求。

➤ 盈利预测与投资建议

- 我们看到近期北美 CSP 纷纷给出资本开支积极指引，公司泰国工厂扩产加速，新品盈利能力优秀，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 76.8/147.3/198.9 亿元（前值为 58.9/74.3/92.1 亿元），9 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 45.2/23.6/17.5，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 关税政策变化或中美经贸摩擦导致北美 CSP 资本开支低于预期；下游大客户引入新供应商导致出货量不及预期；上游物料涨价以及降本措施未达预期导致毛利率下滑；公司在 CPO、OIO 等下一代光通信研发滞后导致技术路线风险。

【公司评论】天孚通信(300394.SZ)：天孚通信 2025 中报点评-有源业务大幅增长，CPO 项目持续推进

高字洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年半年报。2025 上半年，公司实现营收 24.6 亿，同比增长 57.8%，实现归母净利润 9.0 亿元，同比增长 37.5%。单二季度来看，公司实现营收 15.1 亿元，同环比分别增长 83.3%、60.0%；归母净利润实现 5.6 亿元，同环比分别增长 49.6%、66.3%。

➤ 事件点评

- 2025 上半年无源业务增长平稳，有源业务大幅增长。上半年，公司无源业务实现营收 8.6 亿元，同比增长 23.8%，主要得益于高速光模块配套 FAU、隔离器，短距 AOC 配套并行光学连接器以及波分复用光模块 AWG MUX 等产品放量。与此同时，我们认为由于无源产品被有源业务的内部领用以及工人招聘的短期瓶颈，公司实际无源出货量或大于表现体现。有源方面，高速率有源产品持续增加交付，客户下一阶段高速率产品需求依旧旺盛，公司泰国工厂产能建设正稳步推进，二期厂房预计将在明年贡献大批增量。我们看到，英伟达此前发布的 2026 第二财年报告中网络业务营收高达 73 亿美元，环比大涨 46%，下半年 GB300 机柜出货量快速爬坡将带动 1.6T 光模块需求增长，其自家麦洛斯光引擎高性能方案仍将占据一定比例。
- 英伟达 CPO 交换机即将量产，公司是精密光学连接核心供应商。在 GTC2025 上英伟达首次推出了 Quantum X800 硅光 CPO 交换机，并将 Browave、Corning、Senko、TFC、Coherent 作为光纤、连接器和微光学首批供应链合作伙伴。我们认为公司凭借光引擎成熟代工经验有望提供定制化高密度 FAU 并负责光引擎的气密封装和 FAU 精密耦合。英伟达认为，与可插拔光模块相比，CPO 可以实现 3.5 被能效提升、将可靠性提升 10 倍并将运营时间缩短至原来的 77%从而加快 AI 工厂的部署和快速扩展。我

们看到，英伟达有望在下一代 Scaleout 网络中大力推广 CPO 从而突出其高端口数（Radix）、低延迟和能耗效率优势，公司作为产业链早期合作伙伴有望深度受益。目前，公司 CPO 布局覆盖多个项目，根据不同客户的要求稳步推进中。

- **垂直一体化的商业模式将为公司带来更多有源业务。**公司 20 年在精密陶瓷、工程塑料、光学玻璃等基础材料的深厚积累形成了 FA 光纤阵列、BOX 封装制造、并行光学设计制造、纳米级精密模具设计等一站式产品解决方案。公司以无源能力带动有源竞争力（一站式物料提供和成本优势）、以有源带动无源销售（提升 ASP 和毛利率），有源业务的比重或进一步提升。随着更多的系统厂商加大 CPO 的布局推广以及未来大型 CSP 可能的硅光 CPO/OIO 定制，公司光引擎业务有望加速成长。国内方面，在爆发的需求引领下，光模块产能呈现供不应求的状态，新兴玩家有望崛起，公司上半年国内收入实现 5.3 亿元，同比+71.7%，有望加速成长。
- **盈利预测与投资建议**
- **我们看到公司大客户 1.6T 下半年开始快速上量，公司 CPO 深度布局，随着英伟达推广发力，有望成为 2026 新增长引擎，上调盈利预测。**我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 20.4/34.8/45.2 亿元，（前次预测为 20.8/28.8/32.4 亿元），9 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 68.5/40.2/31.0，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 由于 GB300 爬坡等原因大客户 1.6T 光模块需求释放低于预期；公司泰国产能扩产不及预期导致无源业务转产不顺利订单下滑；有源产品占比逐步提升拉低整体毛利率；CPO 产品量产价值量和毛利率不及预期；中美关税摩擦导致毛利率下滑。

【公司评论】德科立(688205.SH)：德科立 2025 中报点评-DCI 产能持续建设中，硅基 OCS 已获千万订单

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2025 年半年报。**上半年，公司实现营收 4.3 亿元，同比增长 5.9%，实现归母净利润 0.3 亿元，同比下滑 48.2%。单二季度来看，公司实现营收 2.3 亿元，同环比分别+5.9%、+18.0%；实现归母净利润 0.1 亿元，同环比分别-56.5%、-6.8%。从毛利率来看，上半年公司综合毛利率 26.3%，同比-5.2pct，Q1、Q2 分别为 27.2%、25.4%。
- **事件点评**
- **上半年电信传输需求下降，DCI 产能尚未充分释放导致业绩下滑。**上半年公司传输产品线实现营收 3.3 亿元，同比-7.9%。受国内电信传输市场资本开支延缓的影响，上半年电信市场需求下滑明显，同时公

司选择保份额策略主动调降价格导致传输产品线毛利率也同比下滑了 4.4pct。接入和数据产品线方面，上半年实现营收 1.0 亿元，同比大幅增长 104.7%，主要来自于数通市场特别是 DCI 和高速光模块的高速增长。然而上半年公司 DCI 仍然面临着产能释放不足的瓶颈，尽管春节至五一期间集中资源满足交付仍导致订单交付不足，并同时由于集中保障 DCI 交付导致其他产品交付延缓。我们认为，不同于光模块单一产线，DCI 产品线包括光放、波分、OLP、线路侧模块、客户端模块以及定制化软件的复杂集成测试需求，加上泰国产线验厂投产需要时间，公司的产能释放仍需要更长时间。

- **北美 DCI 互联市场需求爆发，公司以其子系统和器件全套量产代工能力充分受益。**根据 trendforce 集邦咨询，2025 年全球 DCI 产值达到 400 亿美金以上，同比+14.3%，2026 年有望突破 500 亿美元。而 Dell’ Oro 集团的最新报告显示，2025Q2 全球光传输设备市场同比增长 14%恰是由于分解式波分复用设备和 DCI 需求不断上升。在北美算力资本开支高增的背景下，DCI 需求逻辑主要来自三方面。1) 新建数据中心的物理连接，由于资源和能源的限制，北美等地区数据中心往往新建选址在小型电厂、集中式储能等基础设施附近，欧美地区过去几年在光纤基础设施的投资滞后亟需补足。2) 分布式训练，单数据中心规模和能耗限制客观产生了分布式训练需求，而英伟达 Spectrum XGS “scale-across” 产品的推出恰为满足这一点。3) 分布式推理的兴起，比如 PD 分离下对于 KV-cache 大量数据流的传送、多智能体协同工作流下数据的传送等。目前北美 DCI 设备商以 Ciena、诺基亚以及白盒为主，其板卡生产、光器件集成通常委托国内、台湾地区供应链完成，公司长期服务器于 Infinera、Ciena、诺基亚、ECI 等海外客户。
- **公司硅基 OCS 光交换机已出货样机，未来有望看到量产代工需求。**自谷歌在 TPU 集群部署 OCS 光交换机以来，光交换机在 AI 训练交换机 SPINE 层、AI 推理 Torus 网络呈现的功耗、时延和成本优势逐渐得到更多大厂重视。目前，OCS 主流技术路线尚未收敛，有 MEMS、DLC（数字液晶）、DBS（直接光束偏转）以及新兴的硅基波导开关等，谷歌自研 MEMS OCS 在面临端口可扩展性和成本瓶颈时也逐步转向了开放市场采购。公司硅基 OCS 获得了海外样品订单，第二代高维度 OCS 研发加速推进（目标 2026H1 样机）。公司的硅基 OCS 具有纳秒级时延领先优势，2024 已获得千万元人民币样机订单，2025 仍将有千万级以上样机订单，虽公司认为 OCS 规模出货尚需时日但保持对该领域的高强度研发投入。
- **盈利预测与投资建议**
- **我们认为公司 DCI 产能从下半年起将加速释放,同时预计 2027 年 OCS 产品或放量加速。**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.9/2.9/5.9 亿元（前次预测为 1.4/2.2/2.9 亿元），9 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 247/76/38，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- DCI 无锡新厂房以及泰国投产进度低于预期；DCI 量产爬坡过程中毛利率低于预期；国内运营商电信传输投入持续下滑导致传输产品线承压；中美关税政策不确定性导致客户下单节奏发生变化。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

