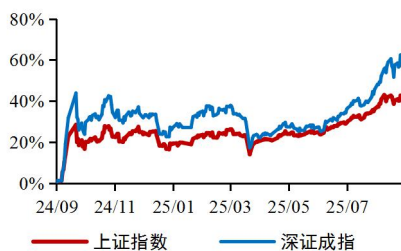


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 15 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：博通 ASIC 预期再上调，深圳光博会预热

【公司评论】上海瀚讯(300762.SZ)：上海瀚讯 2025 半年报点评-卫星收入受发射节奏客观影响，特种通信业务有望迎来实质性拐点

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,870.60	-0.12
深证成指	12,924.13	-0.43
沪深 300	4,522.00	-0.57
中小板指	7,880.17	-0.54
创业板指	3,020.42	-1.09
科创 50	1,338.02	0.90

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：博通 ASIC 预期再上调，深圳光博会预热

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 行业动向：

- 1) 博通最新财报显示 AI 业务继续高增，新的 ASIC 客户百亿订单已下达。根据光纤在线报道，博通 2025 财年第三季度财报实现营收 159.5 亿美元，同比增长 22%，实现 non-GAAP 美股盈余 1.69 美元，同比增长 36.3%，均超出分析师预期。博通预计第四财季营收约为 174 亿美元，实现接近双位数的环比增长。博通的 AI 收入实现了连续 10 个季度增长，第三财季 AI 业务营收同比增长 63% 达 52 亿美元，并预计下一季度进一步增至 62 亿美元。博通在财报电话会上透露，博通已从第四家主要客户手中取得价值高达 100 亿美元 AI 芯片订单，而某家潜在客户上一季度也向博通下了量产订单。博通在去年 12 月预测，至 2027 财年，市场的 ASIC 需求将达到 600 至 900 亿美元，这意味着若博通取得主要份额其 AI 业务有望实现年均翻倍增长。我们认为，博通强劲 AI 财报抵消了市场对北美云厂商投资放缓顾虑，定制化的 ASIC 芯片往往采取与同年英伟达主流 GPU 同等的网络端口配置，而其超节点设计则带来了铜连接背板、铜连接 AEC 以及光模块的全新增量，因此英伟达 GPU 出货量已不再成为衡量 AI 投资景气度的唯一指标，2026-2027 有望实现 GPU+ASIC 景气共振的局面。
- 2) 深圳光博会 CIOE2025 9 月 10 日深圳即将开幕，新品亮点前瞻预热。作为光通信行业业内最知名规模最大的展会之一，CIOE2025 备受关注，我们认为有望带动光模块板块走强。我们分析了光博会官网的热门展品合集，认为以下几个方向值得重点关注。1) 3.2T 光模块。我们看到主流参展光模块企业已将 1.6T 作为主流量产产品，3.2T 或在 2027 年 Rubin Ultra 量产时首次产生供货需求，代表头部厂商研发实力。早期的 3.2T 或为 3.2T DR8/2*DR4 XD 以及 3.2T DR8*2 XD 版本，将采用 400G EML 以及 400G TFLN 调制方案。2) TFLN 薄膜铌酸锂芯片。多家厂商如光库科技、铌奥光电等或在展会上展出 400G TFLN 或硅基异质集成 TFLN 芯片，除光模块外，TFLN 还可用于激光通信、量子通信等。3) 硅光芯片和光引擎。我们看到与去年相比，国内硅光芯片厂商已可成熟量产单通道 100G*4 或*8 硅光芯片，今年多波长 FR 芯片以及 CPO 16 通道光引擎芯片或也将展出。4) CPO 高密度光连接产品。自 2025 年初英伟达推出 CPO 交换机以来，CPO 上游 FAU、MPO 环节快速发展，本届光博会将有更多厂商展示 FAU 保偏、FAU 超高密度连接、CPO 机内光纤布线等解决方案。5) 空芯光纤产品。除几大光纤光缆厂商展示空芯光纤外，长芯博创等也将在展会上首次展出空芯光纤跳线产品，该类产品两段通过精密耦合封装实现空芯与实芯光纤低损连接，制造难度较大。
- 我们认为近期光博会板块调整较为剧烈主要为前期盈利兑现、风格漂移资金调仓以及“抱团”行为的

短期分歧，从光模块产业逻辑来看景气度仍在持续上行。我们认为调整过后主流光模块厂商业绩较有安全边际，上游相关 FAU、MPO、OCS 等标的也多有错杀，值得投资者甄别关注。

- **建议关注：**国产算力服务器：中兴通讯、紫光股份、华勤技术；光模块：中际旭创、新易盛、天孚通信、剑桥科技、光库科技、长芯博创；铜连接&AEC：立讯精密、华丰科技、沃尔核材、瑞可达、汇聚科技、鼎通科技；卫星互联网：铖昌科技、臻镭科技、信科移动、中国联通、上海港湾、金信诺、陕西华达
- **市场整体：**本周（2025.09.01-2025.09.07）市场涨跌不一，创业板指数涨 2.35%，沪深 300 跌 0.81%，深圳成指跌 0.83%，上证综指跌 1.18%，申万通信指数跌 2.68%，科创板指数跌 5.42%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为光模块（+8.4%）、设备商（+1.7%）、工业互联网（+0.0%）。从个股情况看，源杰科技、中际旭创、东土科技、数据港、中天科技涨幅领先，涨幅分别为+24.87%、+14.67%、+10.46%、+0.39%、+0.31%。中国卫星、中国卫通、海格通信、移远通信、剑桥科技居后，涨跌幅分别为-16.95%、-15.89%、-15.87%、-14.26%、-13.72%。
- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【公司评论】上海瀚讯(300762.SZ)：上海瀚讯 2025 半年报点评-卫星收入受发射节奏客观影响，特种通信业务有望迎来实质性拐点

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **上海瀚讯发布 2025 半年度报告。**2025H1，公司实现营收 1.73 亿元，同比+63.34%；实现归母净利润-0.29 亿元，同比+44.97%；扣非后归母净利润为-0.40 亿元，同比+32.35%。
- **事件点评：**
- 1) 垣信星座发射受火箭产能影响慢于预期，公司载荷项目正常推进，核心地位不变。
- **根据规划，千帆星座 2025 年陆续开展业务性能测试试验与服务功能应用商业示范，原计划 2025 年底完成 648 颗发射，提供区域网络覆盖，受到火箭产能紧张影响，截至 2025 年 8 月底在轨数量 90 颗。**7 月 21 日，上海垣信卫星发布了 2025 年运载火箭发射服务采购项目招标公告，总预算达 13.36 亿元，包含 4 次一箭 10 星和 3 次一箭 18 星发射任务。8 月 14 日，一箭 18 星标包公布了蓝箭、天兵、中科宇航三位候选人，而一箭 10 星标包由于投标数量不足正在重新招标。我们认为，今年特种、遥感、低轨多种星座组网发射密集，国家队火箭产能紧张处于市场预期之中，民营火箭以低成本、高周转的经营策略有望大幅增加航天产能，静待技术问题突破，2026 年千帆星座组网进程仍保持乐观。

- 公司是相关低轨卫星星座通信分系统承研单位，研发并供给相关卫星通信载荷、信关站、卫星通信终端等关键通信设备。公司在低轨卫星领域先发布局，拥有相控阵天线研制、卫星载荷研制核心能力。在星上宽带通信交换组网、星上宽带通信协议及基带信号处理、地面信关站宽带通信管理软件等技术基础上定制开发自研模块，利用自动化产线实现成本优势。今年以来，商业航天领域催化政策频出，8月底工信部印发《关于优化业务准入促进卫星通信产业发展的指导意见》提出促进手机直连卫星规模应用，到2030年发展卫星通信用户超1000万，有望实质性加速行业发展。
- 2) 国防信息化建设将迈入“十五五”新阶段，公司5G、电台、数据链多款型号推进，行业有望迎来实质性拐点。
- 信息支援部队的成立（2024年4月）标志着我国国防信息化进入统筹建设新阶段，其职能涵盖全军信息链路融合、SJL标准化及实战化信息支援，直接推动军工通信系统向宽带化、智能化升级。在今年9月3日纪念抗日战争80周年盛大阅兵上，信息支援方队由战场网云车、数智赋能车、天地组网车、信息融合车组成的新式装备惊艳亮相，这些装备主要功能包括打通全军协同作战体系、提供空天地一体化通信链路以及战场态势实时感知传递等。
- 公司主研的军用5G、多功能电台、卫星通信设备、数据链等是各型信支装备、移动指挥所、无人装备乃至单兵背负的主要新型通信装备，公司多个在研项目进展顺利，有望于“十五五”放量。2025H1，公司中标某无人分队5G自组网项目、为某控制平台研制的自组网设备顺利转入定型试验阶段、承研的某地面保障系统通信设备已随系统进入调试阶段、中标多个新型车辆通信配套任务、完成某重要试点项目的无线宽带基站固定建设。无人平台通信系统产品，已经完成小批量交付，正在进行型号统型阶段；网络化测控产品，已经完成样机研制，正在小批量试用和产品推广阶段。
- 我们认为，2025年军工企业、国央企人事调整逐步落地，随着新式装备阅兵亮相，十四五末期国防预算实际使用节奏或将加速，行业迎来回暖。公司在军用5G、宽带数据链等新领域方面新品众多，领先地位明显。上半年，公司专用市场部分项目受客户审价因素影响暂定价签署较低导致毛利率下降，下半年随着军工行业交付旺季以及相关费用合理控制，全年有望扭亏。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.23/1.20/1.83亿元（前次预测为1.36/2.82/4.44亿元），2025年09月05日收盘价对应PE分别为673/128/84倍，短期公司卫星业务节奏受到火箭产能客观影响、特种通信业务正处于投入期但未来市场广阔，下调评级至“增持-A”。
- 风险提示：
- 卫星星座发射不及预期风险，卫星通信分系统单位竞争格局发射变化风险，军用5G、多功能电台等新型装备采购节奏低于预期风险，研发投入较大推迟业绩释放风险。

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

