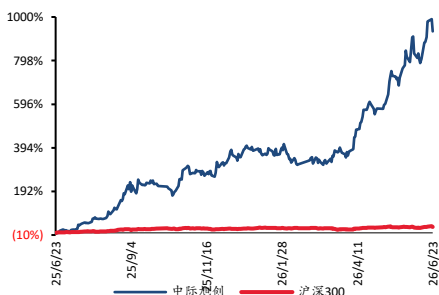


业绩持续超预期增长，光互连全栈布局成型

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	11.15/11.1
总市值/流通(亿元)	14,609.69/14,540.32
12 个月内最高/最低价(元)	1,416.88/123.2

相关研究报告

证券分析师：宋辰超

电话：

E-MAIL: songcc@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526050001

事件： 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司营业收入 382.40 亿元，同比增长 60.25%；归母净利润 107.97 亿元，同比增长 108.78%。2026 年一季度公司营业收入 194.96 亿元，同比增长 192.12%；实现归母净利润 57.35 亿元，同比增长 262.28%。2026Q1 公司经营性现金流净额为 33.68 亿元，同比增长 55.58%，经营回款能力不断增强；同期预付款项较上年末大幅增加，主要系预付材料款增加，反映公司在订单增长背景下持续推进备料和扩产。

2025 年公司营收 382.40 亿元 (+60.25%)，归母净利润 107.97 亿元 (+108.78%)；2026 年 Q1 营收 194.96 亿元 (+192.12%)，归母净利润 57.35 亿元 (+262.28%)，Q1 销售毛利率约 46.1%，同比明显提升。分业务看，光通信收发模块在 2025 年实现收入 374.57 亿元，同比增长 63.67%，营收占比达 97.95%，毛利率为 42.61%，同比提升 7.96pct，是公司收入核心来源；其他业务实现收入 7.83 亿元，同比下降 19.77%，营收占比为 2.05%。分地区看，境外收入 346.37 亿元，同比增长 67.20%，营收占比提升至 90.58%，公司业务增长主要受益于海外重点客户对算力基础设施的强劲投入。

800G 稳居压舱石，1.6T/硅光接棒成新主力。 高速光模块是公司当前最核心的业绩驱动，800G 与 1.6T 构成公司高端产品放量的主线。海外重点客户需求和订单保持较快增长，800G 等产品出货持续增长，1.6T 自 2025 年三季度开始向重点客户出货，后续上量节奏进一步加快。与此同时，硅光方案在 800G 和 1.6T 产品中的占比持续提升，叠加高端产品比重增加、产品工艺优化和良率提升，公司在高端光模块环节的盈利弹性和客户黏性有望进一步增强。公司持续推进产能扩建、核心物料备货和供应链保障，并通过技术迭代、量产交付和重点客户联合开发维持竞争优势。整体来看，公司增长主线已从单一 800G 放量，逐步变为 800G 持续高景气、1.6T 加速接力、硅光渗透提升和交付能力强化共同驱动。

多技术路径并行布局，光模块龙头向光互连综合方案商转型。 围绕 AI 数据中心和下一代光互连，公司正在从高速光模块龙头向光互连综合解决方案提供商转变。随着 AI 芯片与网络带宽需求持续提升，光连接技术正从传统机柜间互联进一步拓展到 Scale-up 等场景，公司已围绕 3.2T 及以上高速率光模块、硅光、相干、NPO、XPO、OCS 等方向进行产品储备和研发投入。其中，NPO 有望率先在 Scale-up 场景应用，XPO 可覆盖 Scale-up 和 Scale-out 等多种场景，6.4T NPO 和 12.8T XPO 等新产品也在推进研发与送测。公司在可插拔光模块、NPO、CPO 等多种技术路径上均有布局，不同路线之间更多体现为场景互补而非简单替代。可插拔高端光模块仍是短期需求主线，中期看，随着 1.6T 持续放量、3.2T 及更高速率产品逐步推进，Scale-up 光连接和 NPO/XPO 等新产品有望

成为公司下一阶段产品迭代的重要方向。

投资建议：公司是光模块行业龙头，800G、1.6T 光模块、硅光光模块技术储备、量产能力最优，充分受益 AI 算力浪潮下的增量市场。我们预计，2026-2028 年公司归母净利润分别为 350.51/672.05/1028.11 亿元，对应 EPS 分别为 31.43/60.26/92.19 元，当前股价对应 PE 分别为 41.68/21.74/14.21 倍。给予“买入”评级。

风险提示：CP0 落地节奏不及预期、1.6T 光模块物料紧缺、行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	38,240	96,403	171,337	265,829
营业收入增长率(%)	60.25%	152.10%	77.73%	55.15%
归母净利（百万元）	10,797	35,051	67,205	102,811
净利润增长率(%)	108.78%	224.63%	91.74%	52.98%
摊薄每股收益（元）	9.68	31.43	60.26	92.19
市盈率（PE）	135.31	41.68	21.74	14.21

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,054	10,987	29,201	74,202	146,649
应收和预付款项	4,751	6,484	16,297	28,936	44,904
存货	7,051	12,681	27,377	45,962	72,283
其他流动资产	1,340	933	1,254	1,669	2,192
流动资产合计	18,196	31,084	74,129	150,768	266,027
长期股权投资	812	1,263	1,263	1,263	1,263
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	5,820	7,081	8,207	9,371	10,286
在建工程	53	1,422	1,454	1,560	1,851
无形资产开发支出	453	432	393	301	180
长期待摊费用	405	554	554	554	554
其他非流动资产	21,324	34,537	77,833	154,433	269,688
资产总计	28,866	45,289	89,705	167,481	283,822
短期借款	1,426	301	301	301	301
应付和预收款项	3,508	7,800	16,841	28,273	44,464
长期借款	606	510	510	510	510
其他负债	3,034	5,056	8,690	13,236	19,287
负债合计	8,573	13,668	26,342	42,320	64,563
股本	1,121	1,111	1,115	1,115	1,115
资本公积	7,731	8,107	8,103	8,103	8,103
留存收益	10,799	20,596	50,394	107,902	195,877
归母公司股东权益	19,134	29,765	59,568	117,075	205,050
少数股东权益	1,159	1,856	3,795	8,085	14,209
股东权益合计	20,293	31,621	63,363	125,161	219,260
负债和股东权益	28,866	45,289	89,705	167,481	283,822

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	3,165	10,896	25,280	56,006	88,481
投资性现金流	-2,942	-2,619	-1,835	-1,264	-1,156
融资性现金流	1,492	-2,144	-5,037	-9,740	-14,878
现金增加额	1,754	5,956	18,214	45,002	72,447

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23,862	38,240	96,403	171,337	265,829
营业成本	15,796	22,166	47,854	80,340	126,349
营业税金及附加	47	78	318	457	793
销售费用	199	226	688	1,118	1,815
管理费用	680	761	2,332	3,777	6,145
财务费用	-144	183	-173	-551	-1,491
资产减值损失	-79	-126	0	0	0
投资收益	-33	379	412	1,215	1,510
公允价值变动	67	14	0	0	0
营业利润	6,050	13,597	41,561	80,330	122,396
其他非经营损益	2	3	1	2	2
利润总额	6,052	13,600	41,562	80,332	122,398
所得税	681	2,020	4,572	8,837	13,464
净利润	5,372	11,580	36,990	71,495	108,935
少数股东损益	200	782	1,939	4,290	6,124
归母股东净利润	5,171	10,797	35,051	67,205	102,811

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	33.80%	42.04%	50.36%	53.11%	52.47%
销售净利率	21.67%	28.24%	36.36%	39.22%	38.68%
销售收入增长率	122.64%	60.25%	152.10%	77.73%	55.15%
EBIT 增长率	174.17%	127.96%	208.78%	92.76%	51.55%
净利润增长率	137.93%	108.78%	224.63%	91.74%	52.98%
ROE	27.03%	36.27%	58.84%	57.40%	50.14%
ROA	21.98%	31.23%	54.80%	55.60%	48.28%
ROIC	22.70%	34.28%	56.62%	55.97%	48.70%
EPS (X)	4.64	9.68	31.43	60.26	92.19
PE (X)	282.50	135.31	41.68	21.74	14.21
PB (X)	76.36	49.08	24.53	12.48	7.12
PS (X)	61.23	38.21	15.15	8.53	5.50
EV/EBITDA (X)	20.65	46.62	33.76	17.13	10.75

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。