



海外+国内算力链共振，AI建设持续加速

——通信板块2025年第三季度总结

分析师：张真桢

执业编号：S1130524060002

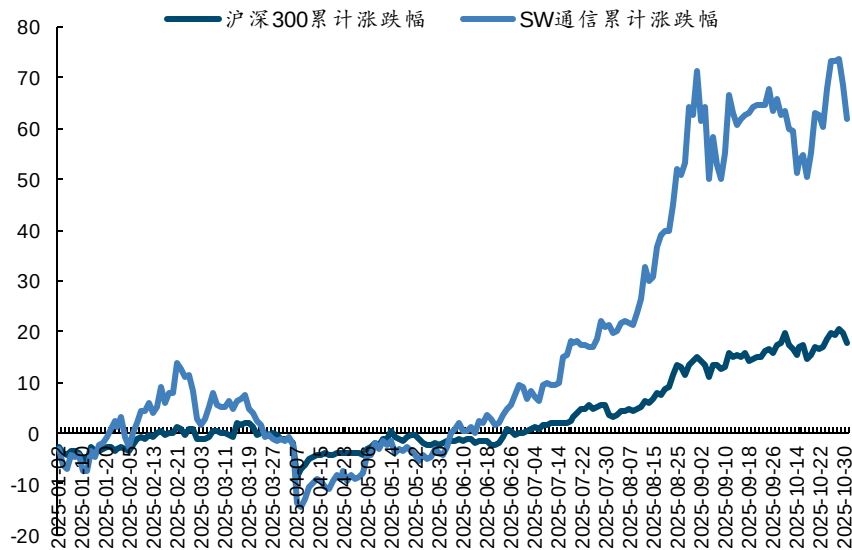
2025年11月3日

01 通信板块行情回顾

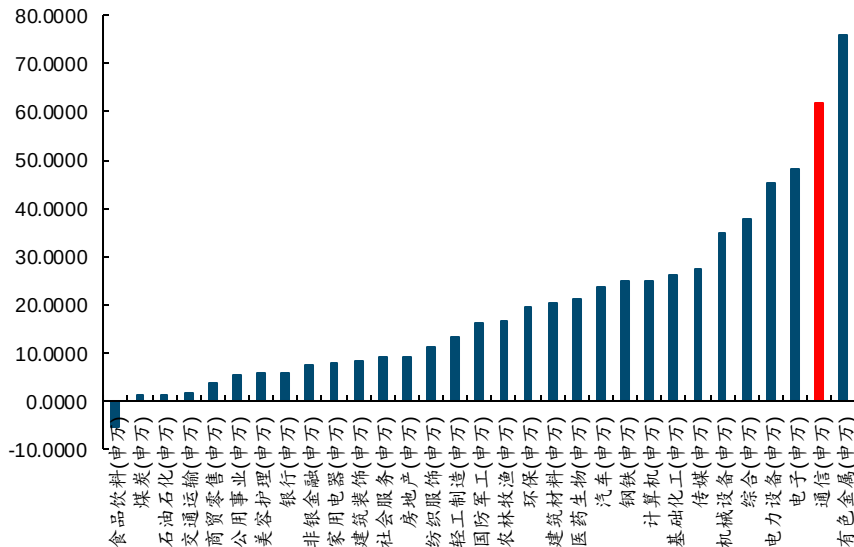
涨跌幅：6月以来通信板块显著上扬，位列行业首位

- 涨跌幅：截至2025年10月31日，通信（申万）指数较年初上涨61.88%，同期沪深300指数较年初上涨17.94%。
- 截至2025年10月31日，通信行业指数涨跌幅处于全行业第二(2/31)，区间涨幅为+61.88%。

图：SW通信累计涨跌幅自2025年6月以来显著上升



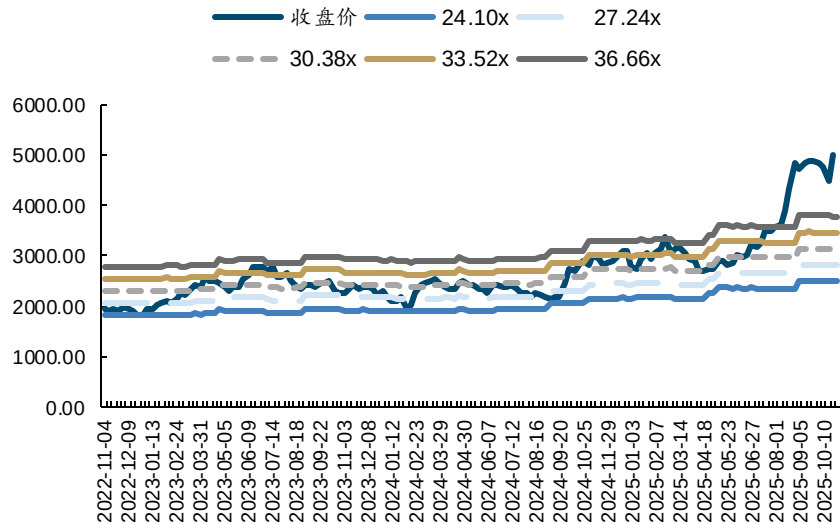
图：通信行业指数涨跌幅处于全行业第二



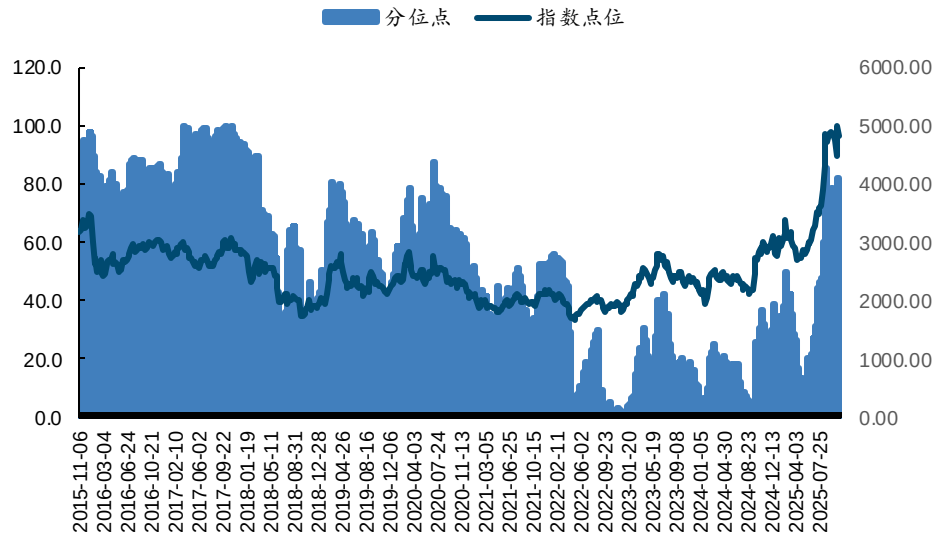
估值：处于历史较高点

- 估值：截至2025年10月31日，通信（申万）板块PE（TTM）为46.66；分位点为76.18%，行业估值处于历史较高点。

图：通信（申万）板块PE TTM为46.66



图：通信（申万）板块PE TTM分位点为76.18%



上半年基金重仓持股通信个股情况

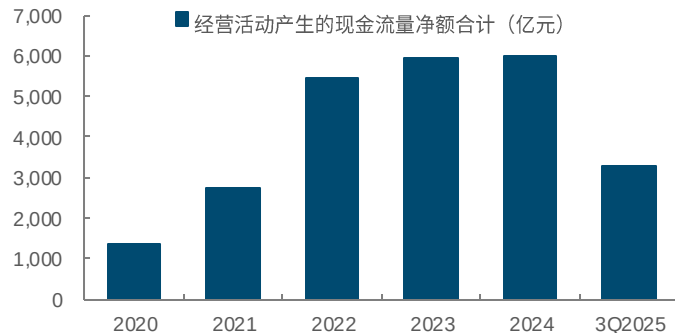
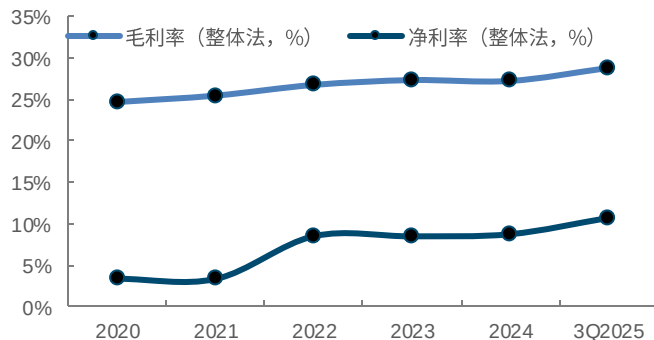
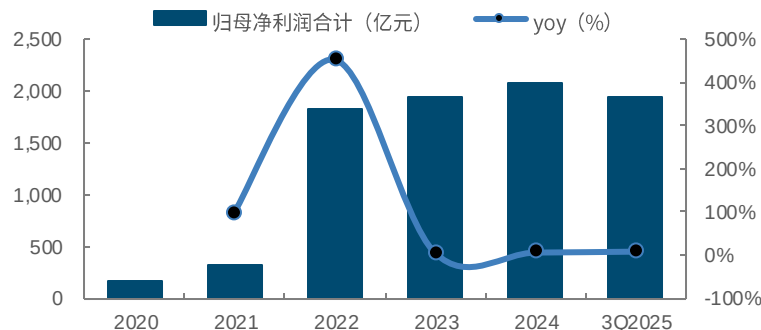
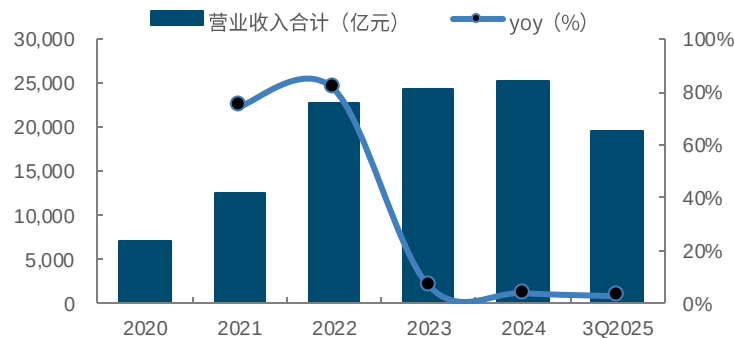
- 2025年三季度，基金重仓持股通信个股前20中，中际旭创、新易盛、天孚通信、中国移动等持有基金数量最多，新易盛、中际旭创、天孚通信、德科立、仕佳光子持股占流通股比重最大。中际旭创、新易盛、中兴通讯、天孚通信为三季度持仓股数增加量最多公司。

序号	代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	半年度持仓变动 (万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金股 票投资市值比(%)
1	300308.SZ	中际旭创	1158	27,513.76	7,882.56	24.89	11,106,755.81	1.2348
2	300502.SZ	新易盛	1116	30,110.03	5,548.95	34.01	11,013,346.62	1.2245
3	300394.SZ	天孚通信	235	8,717.10	2,038.59	11.24	1,462,143.56	0.1626
4	600941.SH	中国移动	231	3,574.77	-3,526.02	3.96	374,206.43	0.0416
5	000063.SZ	中兴通讯	199	14,658.22	4,265.13	3.64	669,001.18	0.0744
6	0941.HK	中国移动	178	13,511.81	-3,812.48	0.62	1,042,402.69	0.1159
7	600522.SH	中天科技	130	22,626.94	-2,406.13	6.63	428,101.62	0.0476
8	600487.SH	亨通光电	72	5,347.35	-818.83	2.19	122,828.69	0.0137
9	601728.SH	中国电信	67	17,726.81	-16,049.96	0.23	118,060.53	0.0131
10	603083.SH	剑桥科技	60	1,464.47	946.84	5.46	186,936.62	0.0208
11	603236.SH	移远通信	59	602.30	-162.46	2.30	63,313.31	0.0070
12	0763.HK	中兴通讯	55	4,539.05	2,601.39	0.95	147,114.13	0.0164
13	688313.SH	仕佳光子	49	3,179.33	-50.00	6.93	226,686.36	0.0252
14	600050.SH	中国联通	44	10,941.50	-3,520.70	0.36	60,178.23	0.0067
15	688205.SH	德科立	42	1,271.67	-418.39	8.03	153,897.81	0.0171
16	300563.SZ	神宇股份	41	132.83	-85.67	1.07	5,387.71	0.0008
17	002396.SZ	星网锐捷	39	2,025.98	880.03	3.47	61,488.64	0.0068
18	603602.SH	纵横通信	36	948.76	728.98	4.14	14,468.66	0.0020
19	300213.SZ	佳讯飞鸿	36	2,414.29	23.58	4.42	21,849.31	0.0030
20	300627.SZ	华测导航	35	2,382.70	-2,047.49	3.68	84,418.92	0.0094

02 通信板块业绩回顾

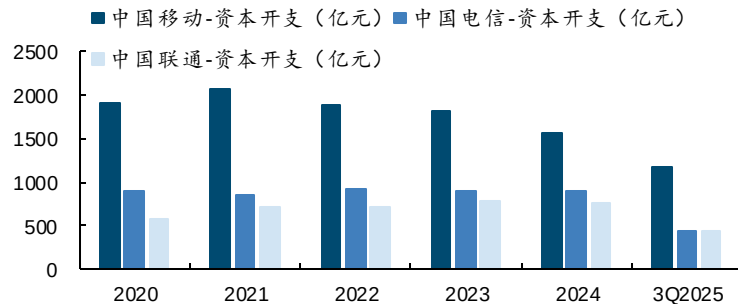
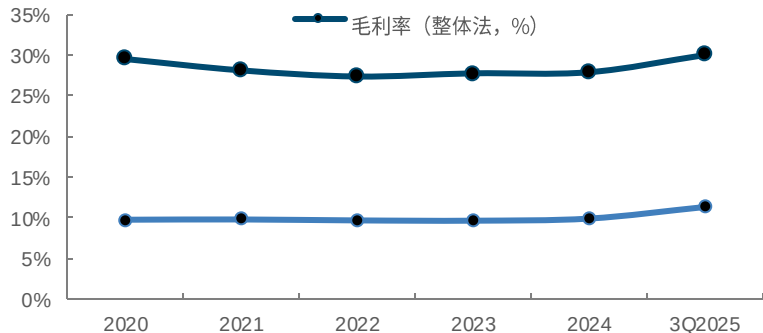
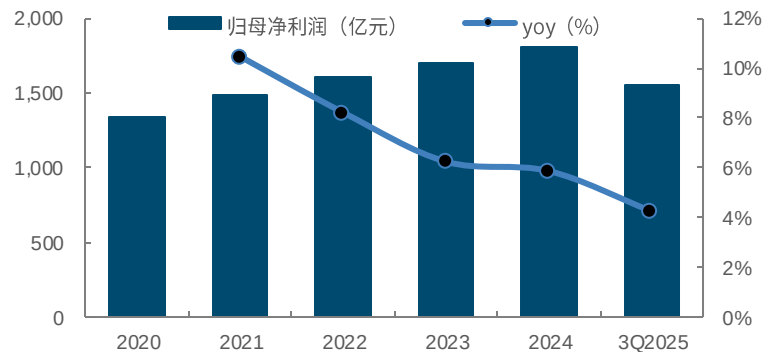
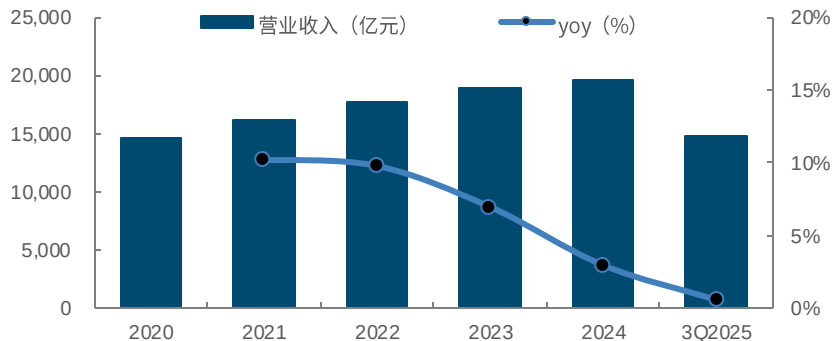
通信板块整体业绩向好

- 2025年前三季度通信板块总体实现营收19525.33亿元，同比增长2.90%；实现归母净利润1937.62亿元，同比增长9.06%，利润增速超过收入增速，经营情况持续向好；实现毛利率28.90%，同比增长0.04pct；实现净利率10.58%，同比增长6.13pct；经营性现金流净额为3287.05亿元，同比下降15.56%。



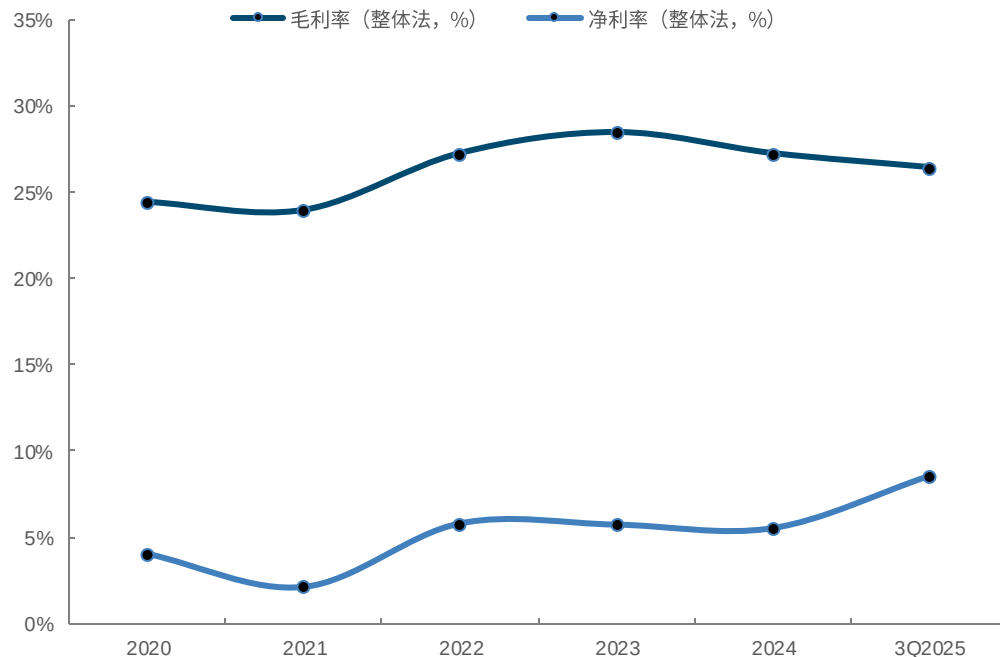
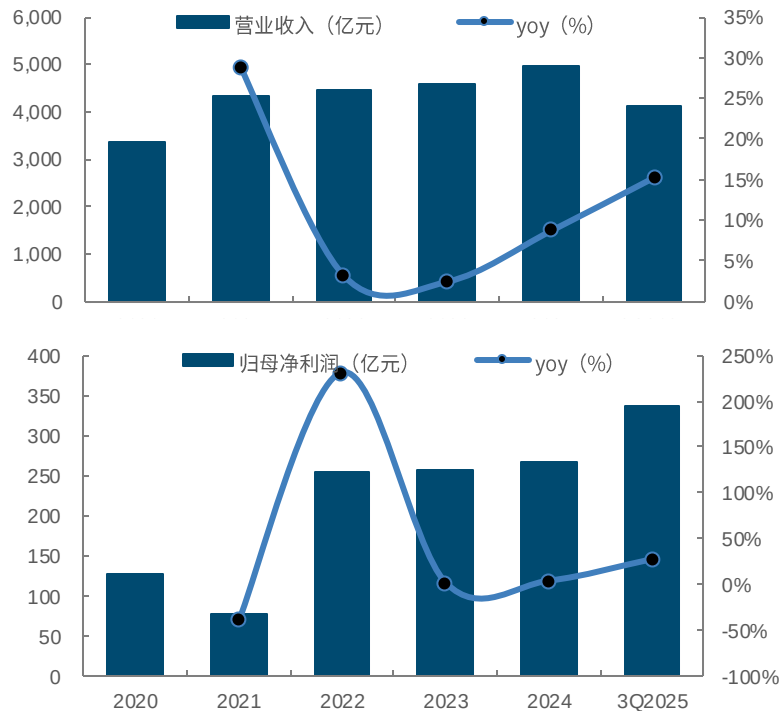
运营商：主营业务增速放缓，IDC等业务接力成长

- 2025年前三季度运营商板块总体实现营收14819.21亿元，同比增长0.57%；实现归母净利润1548.98亿元，同比增长4.30%；实现毛利率30.07%，实现净利率11.21%。从前三季度看，行业整体增速放缓，前三季度的主要增量来自IDC及安全收入，传统移动业务贡献有限。受5G投资周期基本结束的影响，三大运营商2025年前三季度资本开支同比下降8.38%。



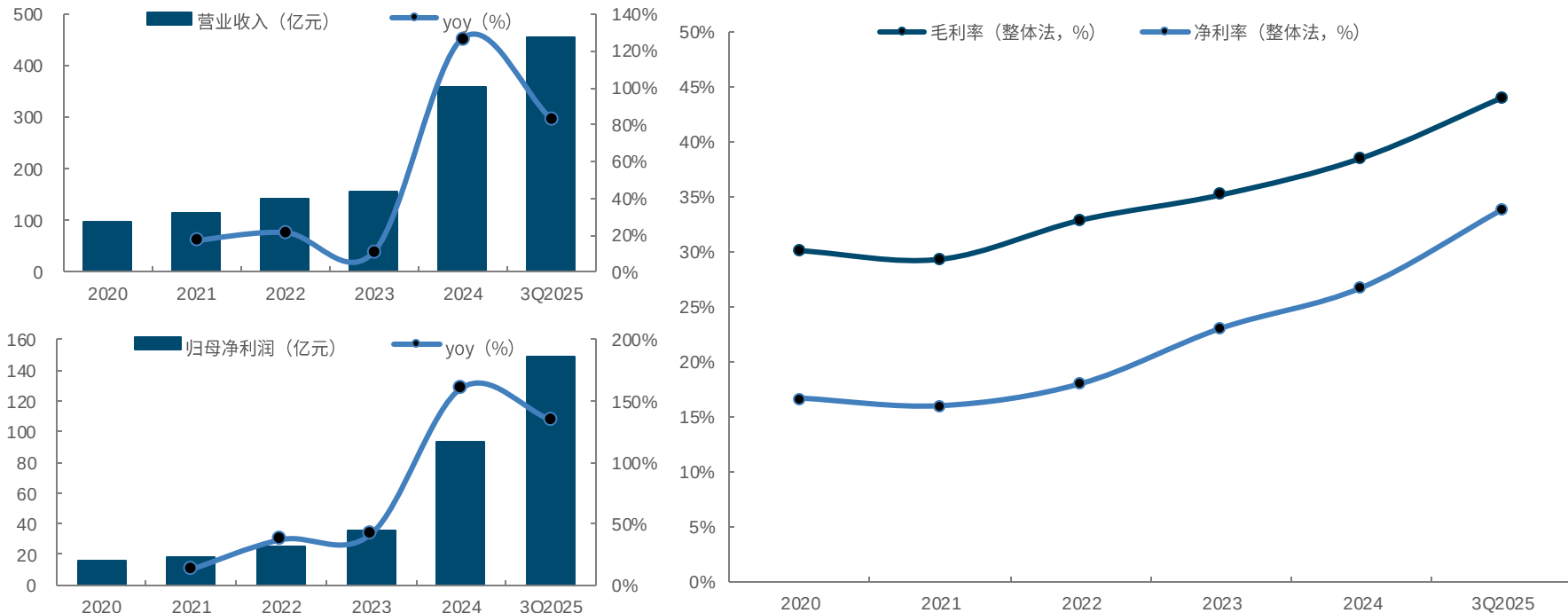
通信设备商：业绩持续增长，积极拓展新市场

- 2025年前三季度通信设备商板块总体实现营收4131.89亿元，同比增长15.24%；实现归母净利润337.68亿元，同比增长26.96%；利润增速超过收入增速，经营情况持续向好；实现毛利率26.45%，实现净利率8.54%。



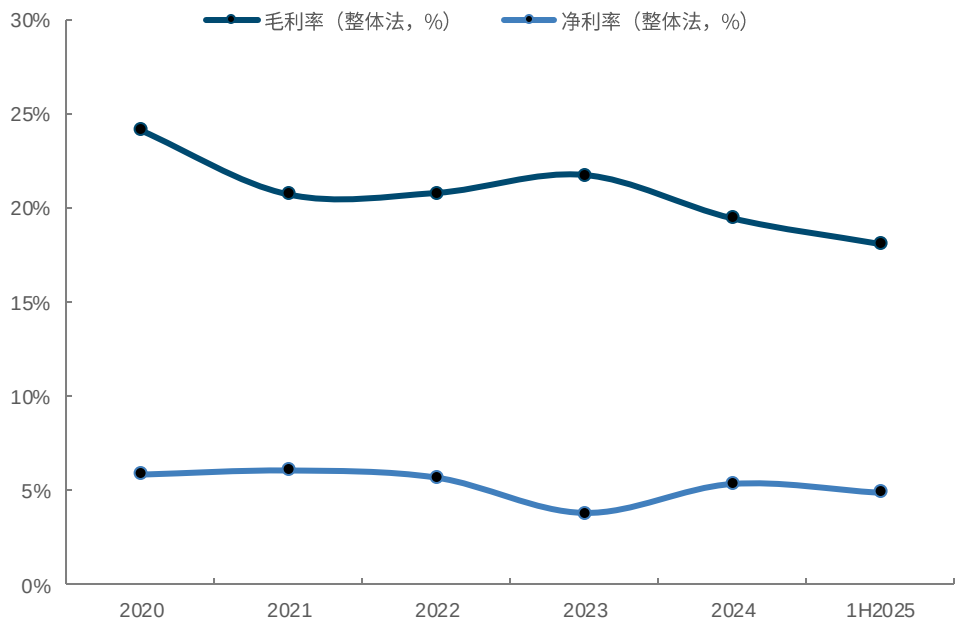
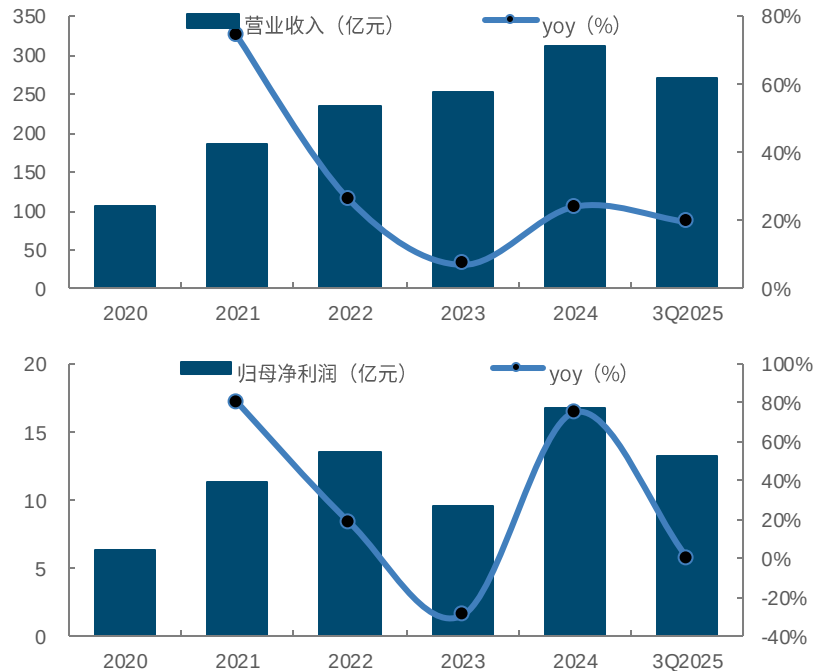
光模块：业绩同比高增，向高速率迭代

- 2025年前三季度光模块龙头总体实现营收454.28亿元，同比增长82.9%；实现归母净利润149.24亿元，同比增长134.1%；实现毛利率44.06%，实现净利率33.82%。可插拔光模块速率从800G向1.6T迭代升级，量价齐升；同时光模块市场TAM打开，向Scale-up域延伸。Lightcounting预测2030年scale-up网络中光模块市占率有望达21%。



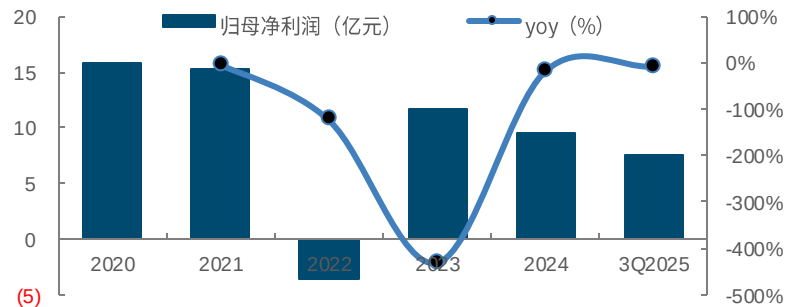
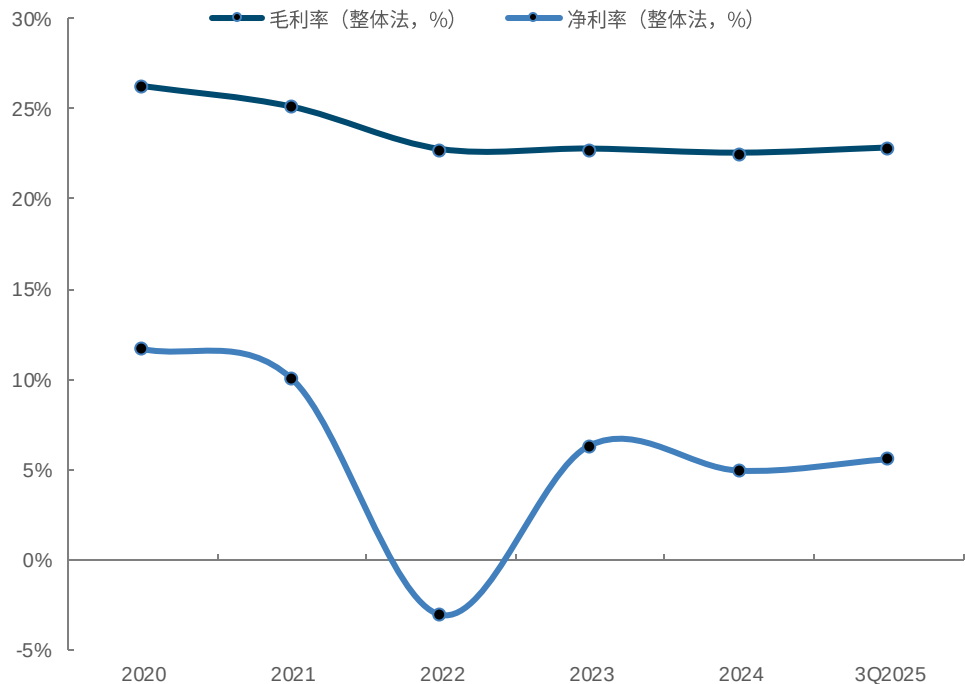
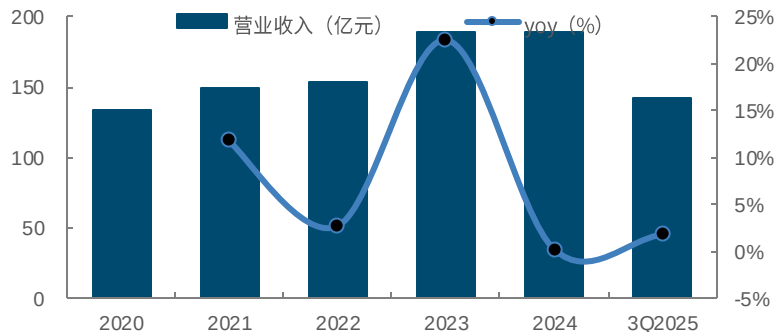
物联网：行业逐步回暖，AI有望带来增长新动力

- 2025年前三季度物联网板块逐渐回暖，总体实现营收271.96亿元，同比增长19.56%；实现归母净利润13.27亿元，同比增长0.74%；实现毛利率18.25%，实现净利率4.86%。2024年我国移动物联网（蜂窝）终端接入流量较上年实现翻番。进入2025年前三季度，蜂窝物联网连接规模继续走高——截至9月末达28.88亿户、较上年末净增2.32亿户，体现出AIoT在公共服务、车联网与家居等场景加速渗透，正成为行业回暖的重要动因。



IDC：板块回暖，AI算力需求增长与政策支持双轮驱动

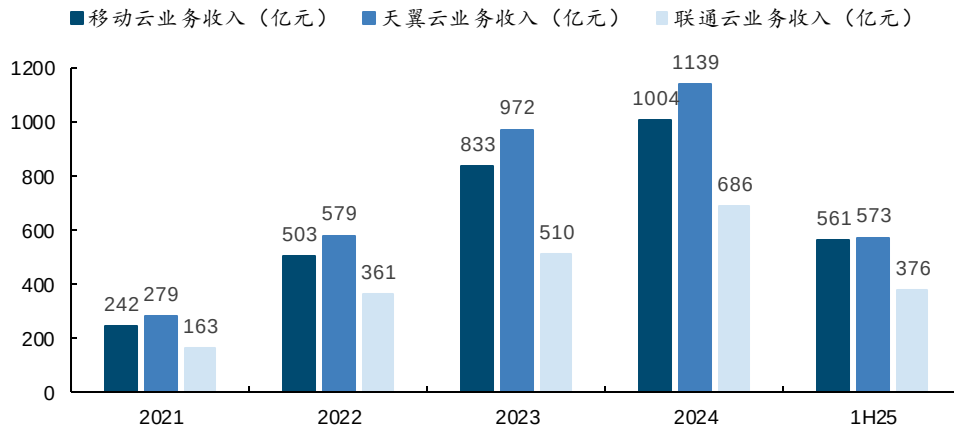
- 2025年前三季度IDC板块明显回暖，总体实现营收142.49亿元，同比增长1.90%；实现归母净利润7.53亿元，同比下降7.01%；实现毛利率22.82%，实现净利率5.57%。DeepSeek、字节跳动发布多款大模型，华为计划在2026年将昇腾产品线总产量推高至160万片，形成算力需求与国产AI芯片配套迭代升级正向循环，推动国产算力链向上。



03 投资建议

- **电信行业端承压**：2025年1-9月电信业务维持较低增速，根据工信部，电信业务收入同比仅增长0.9%，运营商主营业务收入增幅亦随之放缓。
- **云业务和IDC业务拉动业绩**：以中国联通为例，公司算力业务实现核心突破，3Q25联通云实现收入529亿元，同比增长20.78%。IDC数据中心业务收入214亿元，同比+8.9%。截止2Q25，公司IDC能力储备合计达2650MW，智算总规模达30EFLOPS。
- 我们认为，在C端及其余B端业务均承压的情况下，AI带动下云和IDC已实质性承担起了运营商增长的主力引擎。

图：运营商云收入快速增长



服务器：3Q25指数大幅上涨，英伟达GTC大会举行

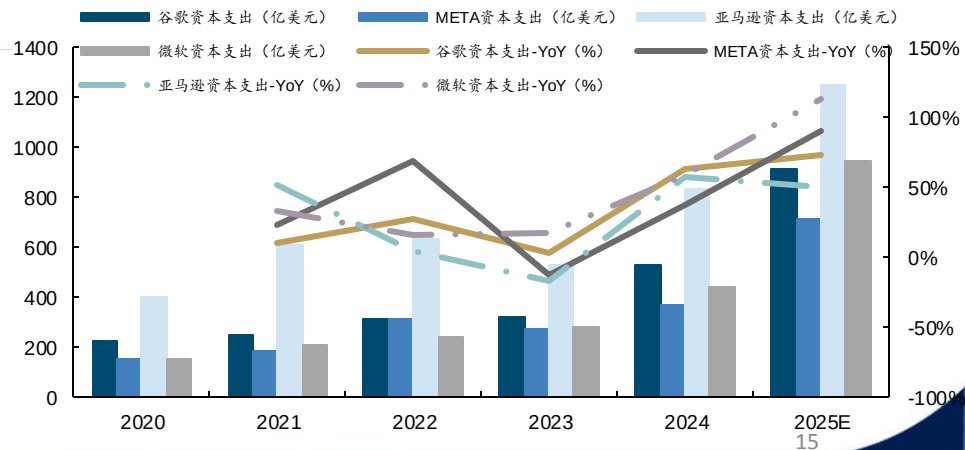
- 近三个月服务器指数+35.31%，近一年，服务器指数+72.48%。3Q25服务器板块指数大幅上涨，我们认为主要系：1) 全球CSP厂商加码算力竞赛，AI相关capex高增；2) AI商业模式跑通，token用量增加带动服务器需求。
- 英伟达GTC大会举行，重点涵盖6G、AI等领域。英伟达预计将出货2000万块Blackwell芯片，Blackwell与明年推出的Rubin芯片将合计带来五个季度5000亿美元的GPU销售额，超海外市场预期。同时宣布与诺基亚达成战略合作，将投资10亿美元认购诺基亚股份，共同推进AI原生6G网络平台。
- 建议关注：工业富联。工业富联是英伟达AI服务器的重要代工厂，通用服务器出货保持稳健，整体云计算业务营收结构持续优化。AI算力需求放量带动公司产品结构优化，高附加值业务占比将持续提升。看好公司持续受益。

图：服务器指数(8841058.WI)走势



数据来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

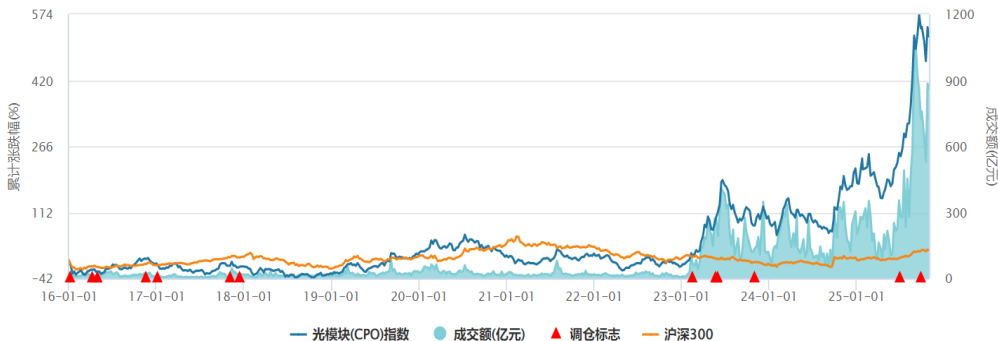
图：海外四大CSP厂商Capex及增速



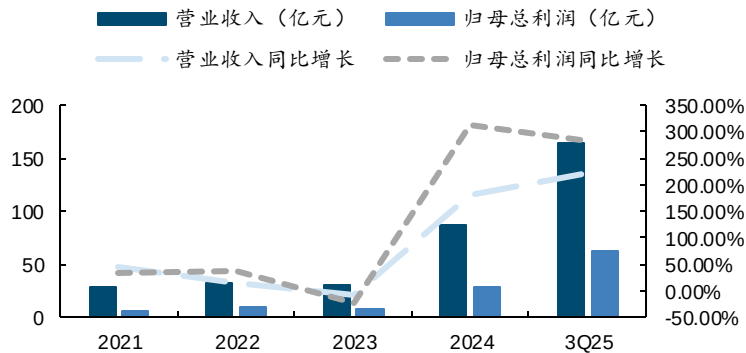
光模块：高速率光模块需求高增，龙头公司增收增利

- 近三个月光模块指数+46.12%，近一年光模块指数+127.09%。3Q25光模块指数大幅上涨，我们认为主要系：1) 全球CSP厂商加码算力竞赛，AI相关capex高增；2) 海外光通信方案加速迭代，高速率光模块需求量上升；3) 国内光模块厂商海外产能逐渐释放，中美贸易摩擦等担忧减弱。
- 建议关注：1) 新易盛：客户放量节奏影响收入，盈利能力仍处健康水平。公司3Q25单季度营收60.7亿元，环比下滑5%，我们认为主要与下游客户3Q的确收节奏有关。从资产负债表看，3Q25存货66亿，环比增加6.6亿元，但同时购买商品、接受劳务支付的现金环比减少28.6亿元，我们认为这体现出公司的产成品在增加、原材料在消耗。我们仍然看好4Q起1.6T等产品的放量拉动业绩增长。

图：光模块(CPO)指数(8841258.WI)走势



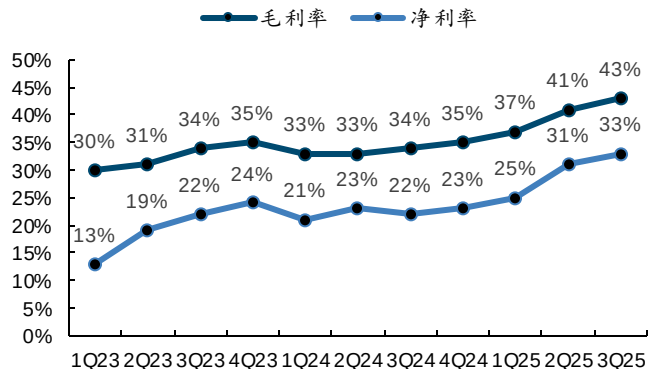
图：新易盛收入、利润及同比增长情况



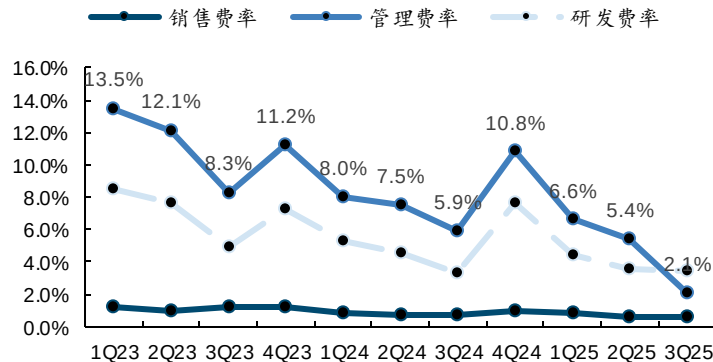
光模块：高速率光模块需求高增，龙头公司增收增利

- 2) 中际旭创：硅光+1.6T放量增收增利，scale-up打开光模块行业成长空间。3Q25毛利率42.79%，同比+9.2pct，环比+1.3pct。3Q25净利率32.57%，同比+10.1pct，环比+1.1pct。我们认为主要受益于硅光光模块量产爬坡及1.6T高速光模块的放量，预计伴随1.6T出货量占比的提升，未来盈利能力将进一步提升。
- 北美大厂AI建设持续加速，提供需求支撑，看好光向scale-up域渗透打开成长空间。伴随北美大厂AI建设持续加速，公司作为光模块重要供应商之一，短期多股价边际催化、长期有业绩支撑。公司面向新一代光互连技术（如相干技术等）均有前瞻布局，我们看好光向scale-up域渗透进一步公司业绩和估值的天花板。

表：中际旭创毛利率&净利率



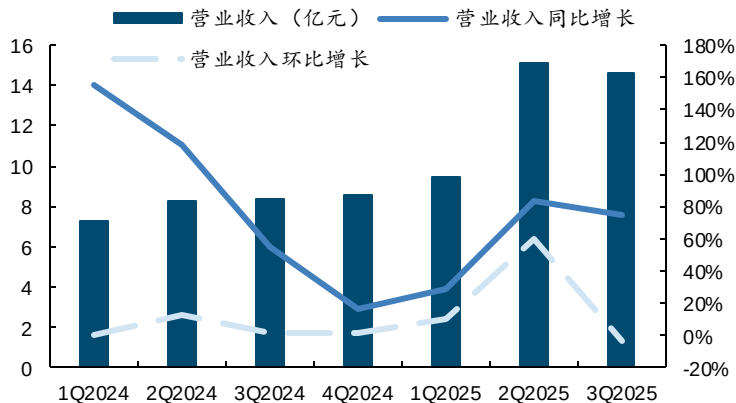
表：中际旭创费用率



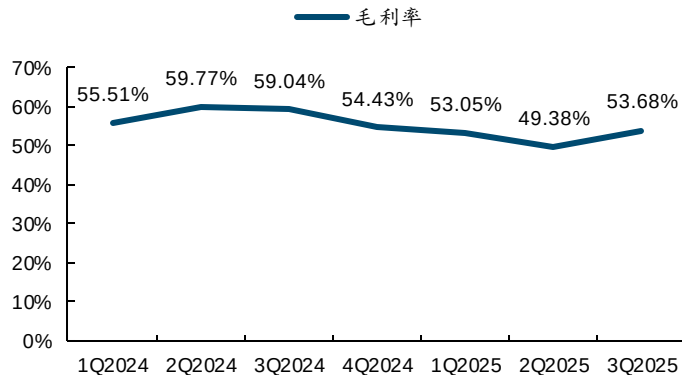
光模块：高速率光模块需求高增，龙头公司增收增利

- **3) 天孚通信：**公司是国内光器件龙头，3Q25公司毛利率达53.7%，盈利能力有所提升，我们认为收入同环比下滑主要是因为200G EML光芯片的短缺带来有源业务增速放缓。
- 2026年英伟达1.6T光模块需求有望大放量，我们认为天孚通信作为Mellanox供应商有望持续受益，同时持续看好公司远期CPO布局卡位。

表：天孚通信营业收入及同环比增长



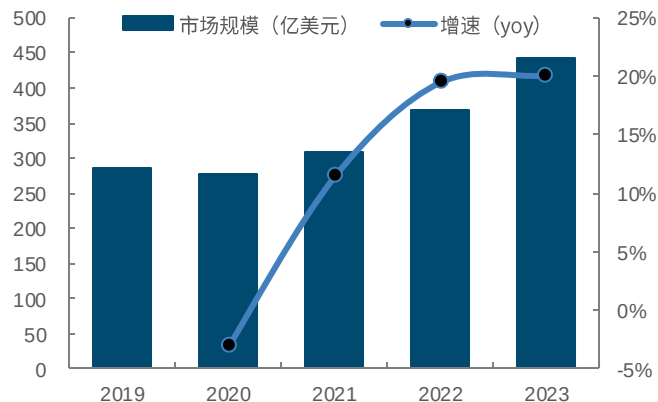
表：天孚通信单季度毛利率



交换机：数据中心高速交换机驱动增长，业绩有望触底回升

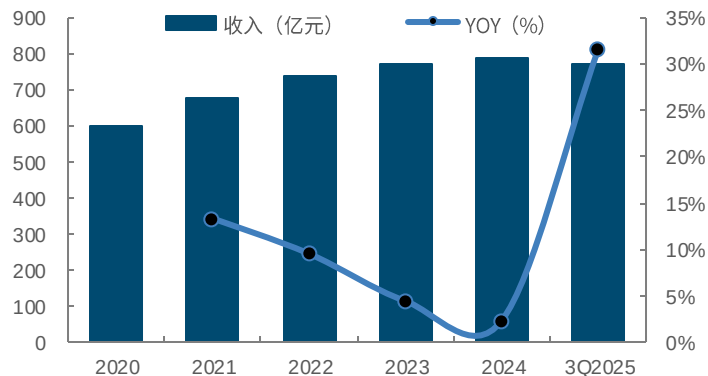
- 以太网交换机市场呈现结构性分化。1) 数通交换机：AI算力需求推动数据中心交换机向800G/1.6T高速率升级，白盒交换机凭借成本低、灵活性强等优势，受到互联网客户青睐。2) 园区交换机：园区交换机市场因产能过剩、低价竞争导致毛利率承压，行业短期承压。
- 建议聚焦：高技术壁垒、国产替代标的：紫光股份。紫光股份公司2025前1-3季度营收773.22亿元，同比增加31.41%。3Q25新华三政企营收增加，我们认为核心增量来自下游互联网客户对AI服务器的采购、以及400G/800G高速交换机收入占比的提升。公司持续深化智算领域的全栈布局，有望在scale-up域率先突破。我们持续看好公司在超节点、scale-up等领域率先取得突破，巩固行业地位。

图：全球以太网交换机市场规模及增速



数据来源：wind，智研咨询，国金证券研究所

图：紫光股份主营业务收入趋势图

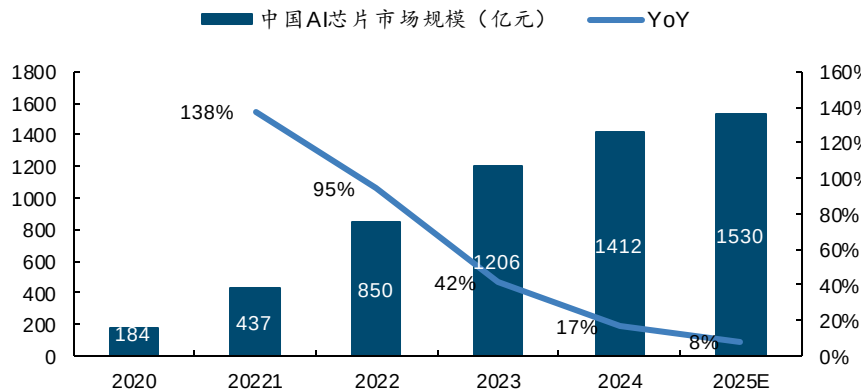


数据来源：iFind，国金证券研究所

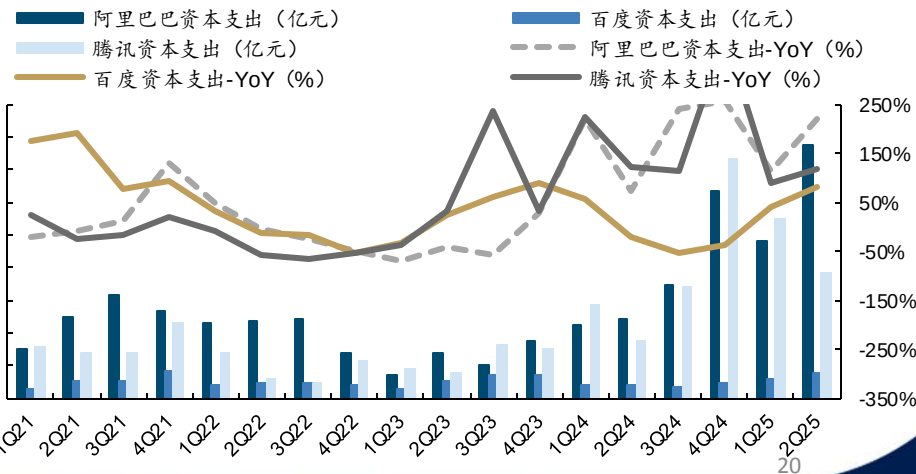
芯片：多重利好加速国产替代，国产芯片厂商蓄力待发

- 国产芯片板块近期迎来多重利好：DeepSeek发布DeepSeek-V3.2、文字识别模型DeepSeek-OCR，字节跳动发布3D生成大模型Seed3D 1.0，华为预计在2026年提升昇腾芯片出货量至160万片，国产大模型与国产芯片共振，国产链加速迭代。
- 寒武纪3Q25实现营收17.27亿元，同比高增；归母净利润5.67亿元，同比扭亏。存货3Q25共计37.3亿元，显示出供应链稳步改善修复的趋势，我们认为在回片正常化与供应链良率提升后有望快速兑现在手订单。公司研发费用为3.0亿元，同比增长42.2%，环比增长11.7%，我们认为公司有望加快新品研发迭代速度，并在26和27年贡献可观营收。
- 在芯片进口受限背景下，我国CSP厂商持续加大资本开支利好国产芯片厂商，建议关注寒武纪等。

图：我国AI芯片市场规模及增速



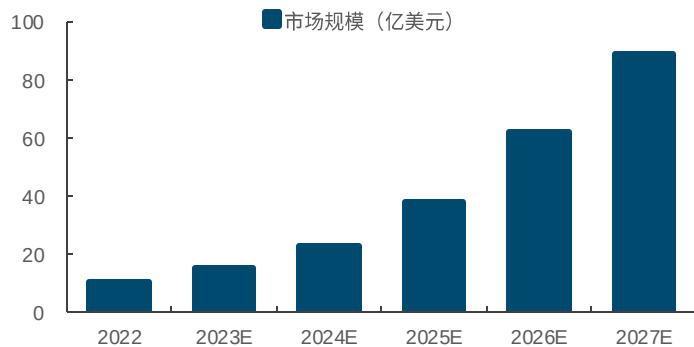
图：2025年阿里、腾讯、字节资本开支预计将有双位数增长



服务器液冷：AI硬件出海，市场前景广阔

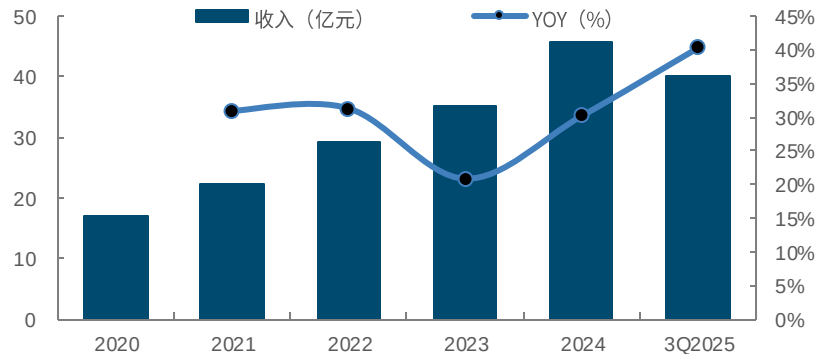
- CSP厂商全面拥抱液冷技术，服务器功耗升级增大液冷需求。AI浪潮下液冷想象空间极大。英伟达GB200及GB300系列、Meta ASIC系列机柜均采用液冷设计，且GB300机柜快接头用量翻倍，单机柜液冷价值量更高。英伟达下代AI平台RUBIN功耗预计高达2000W以上，现有散热方案无法适配，正推动供应商开发新的微通道水冷板（MLCP）技术。
- 建议关注：1) 英维克：英伟达液冷合作伙伴，产品已通过阿里、华为、中兴等客户的验证。在OCP大会上，公司推出英伟达MGX设计的快接头，并与谷歌联合研发Dechutes 5 CDU，新增谷歌大客户预期。我们看好公司凭借“端到端、全链条”的液冷产品平台化布局实现收入利润双升。2) 同飞股份：储能温控业务放量，客户覆盖宁德时代、阳光电源等；温控产品向数据中心领域拓展，现已推出冷板式液冷和浸没液冷全套解决方案，并已与科华数据、东莞泰硕等建立合作；公司正加速海外战略布局。我们看好公司纯水冷却单元营收在未来实现同比高双位数增长，打开成长空间。

图：2019-2027年中国液冷服务器市场规模



数据来源：IDC，科智咨询，国金证券研究所

图：英维克主营业务收入趋势图

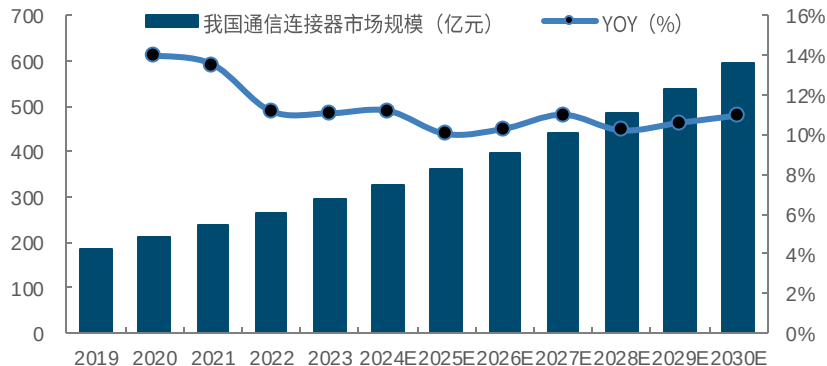


数据来源：iFind，国金证券研究所

连接器：AI算力驱动下，数据中心高密度连接需求爆发

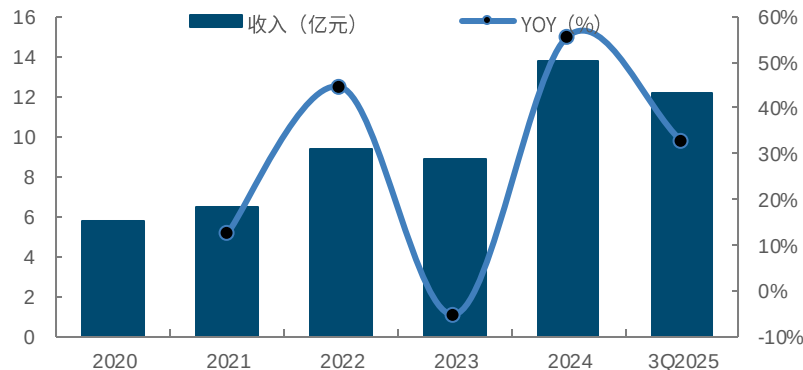
- 华为发布最新超节点产品及超节点集群，在卡规模、总算力、内存容量、互联带宽等关键指标上全面领先。我们看好超节点渗透率的持续提升，带动华为连接器供应链的放量，建议关注意华股份等厂商。
- 连接器在通信设备中的价值占比约为3-5%。假设单台AI服务器价格为130万，则连接器模组部分价值量约为5万元。AI算力驱动下，数据中心高密度连接需求爆发，MPO及AEC成为核心增量赛道。
- 太辰光3Q25业绩持续亮眼，强化连接器逻辑。太辰光2025前三季度主营业务收入12.14亿元，同比上升32.58%；公司通过康宁率先进入英伟达CPO供应链，并且在MPO之外，还新增配套了保偏MPO、Shuffle box等产品，可配套价值量不断提升。展望未来，2025年底与2026年英伟达Spectrum系列的CPO交换机发布仍将成为产业链重要催化，公司作为CPO产业的Beta型标的，具备较高的配置价值。

图：2030年中国通信连接器市场规模预计将达597.85亿元



数据来源：华丰科技投资者调研纪要，wind，智研瞻，国金证券研究所

图：太辰光主营业务收入趋势图



数据来源：FIND，国金证券研究所

建议关注标的

代码	证券简称	股价（元）	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600941.SH	中国移动	105.79	6.16	6.43	6.72	7.03	7.37	16.04	15.33	14.62
600050.SH	中国联通	5.42	0.26	0.28	0.32	0.35	0.38	16.80	15.46	14.30
300308.SZ	中际旭创	473.01	2.71	4.61	8.79	34.18	51.52	9.28	19.83	41.14
300394.SZ	天孚通信	158.01	1.85	2.42	2.78	3.95	5.00	56.88	40.01	31.58
300502.SZ	新易盛	344.31	0.97	4.00	10.04	30.85	42.69	40.46	13.16	9.51
300570.SZ	太辰光	100.28	0.67	1.15	1.89	2.74	3.75	58.99	40.71	29.80
300548.SZ	长芯博创	100.11	0.30	0.25	1.31	2.51	3.73	76.29	39.88	26.84
688205.SH	德科立	94.36	0.94	0.82	0.82	1.78	3.19	115.34	53.06	29.60
601138.SH	工业富联	72.00	1.06	1.17	1.57	2.17	2.74	51.45	37.28	29.47
000063.SZ	中兴通讯	43.46	1.95	1.76	1.73	1.96	2.29	22.41	19.68	16.92
000938.SZ	紫光股份	27.08	0.74	0.55	0.63	0.97	1.30	44.50	28.68	21.42
301165.SZ	锐捷网络	74.31	0.71	1.01	1.34	1.93	2.60	55.31	38.48	28.53
301191.SZ	菲菱科思	96.25	2.08	1.69	1.41	2.02	3.00	68.30	47.72	32.04
603118.SH	共进股份	11.94	0.08	-0.10	0.15	0.30	0.40	80.35	40.17	29.75
002837.SZ	英维克	70.06	0.61	0.61	0.94	1.40	2.02	83.35	56.34	38.87
300990.SZ	同飞股份	68.00	1.08	0.91	1.58	2.21	2.93	46.32	33.12	25.02
002897.SZ	意华股份	46.89	0.72	0.64	2.08	2.30	2.75	23.14	20.91	17.45
688629.SH	华丰科技	76.39	0.17	-0.04	0.72	1.25	1.74	105.61	61.29	44.01
300638.SZ	广和通	27.31	0.74	0.87	0.58	0.83	1.01	47.53	33.19	27.06
002881.SZ	美格智能	45.45	0.25	0.52	0.78	1.09	1.37	60.01	43.05	34.42

注：中国移动、中国联通、中际旭创、新易盛、太辰光、中兴通讯、工业富联、广和通、美格智能、英维克、同飞股份、美格智能、意华股份、紫光股份为已覆盖标的，盈利预测采用最新研报预测，其余采用wind一致预期

- 运营商资本开支不及预期：运营商承担国家网络基础设施建设重任，若每年规划的算网侧资金投入下降，则会降低国家算网建设的速度和规模，导致上游各产业链市场缩小。
- 5G产业链进展和5G商用进展不及预期：5G应用尚未形成规模，若产业链进展缓慢，则会导致降低网络覆盖率与技术稳定性，进而应用5G商用的落地。
- 物联网连接数增长不及预期：当前物联网产业发展处在技术驱动向产能驱动的过渡期，若物联网连接数增长放缓，则会影响物联网感知、连接层市场扩展，进而影响物联网平台构建。
- 上游原材料持续短缺：若上游原材料持续短缺，价格始终处于高位，则会对中游通信制造业带来成本端压力，不利于相关公司盈利能力释放。
- AI发展不及预期：AI行业发展带动着服务器、交换机、光模块、液冷等板块的快速发展。若由于芯片供应、应用落地等问题导致AI行业发展不及预期，可能影响相关行业发展进度与需求情况。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题