

2025 年 09 月 22 日

深耕精密制造，“光+算”布局开新篇

致尚科技(301486.SZ)

深耕精密制造多年，服务核心终端客户完成关键卡位

公司早期业务围绕富士康，深耕精密制造领域多年，后收购春生电子，开始紧密服务 N 客户、索尼及 Meta 等核心客户，在游戏主机制造领域完成了关键卡位。游戏主机销售具备周期性，现公司核心客户新产品已发布且销售火爆，随着后续新料号的持续导入，公司作为上游供应商有望持续受益。

光通信业务高速增长，绑定 SENKO 受益全球算力基建

公司于 2019 年切入光纤连接器业务并于 2020 年顺利成为 SENKO 合格供应商开始批量供货，经过多年的快速发展，已成为公司业绩的重要增长点。公司光纤连接器产品门类齐全，包括 MTP/MPO 光纤跳线、高密度光纤跳线、光纤阵列类组件、常规光纤跳线等，广泛应用于数据中心等领域。随着全球算力基建的加速，叠加集群规模的扩张及 CPO 等新技术的大规模商用，公司光纤连接器业务有望引来量价齐升。

拟收购恒扬数据，“光+算”融合进行时

公司拟以发行股份及支付现金方式购买深圳市恒扬数据股份有限公司控制权。恒扬数据专注于智能计算和数据处理产品及应用解决方案的研发、销售与服务，是国内优秀的 AI 智算中心、云计算数据中心及边缘计算核心基础设施供应商。若并购整合完成，一方面公司可增厚利润丰富业务结构，另一方面公司可实现从“数据传输”向“数据智能传输与处理”的跃迁，从器件供应商升级为“光+算”解决方案商，覆盖更广客户需求。

投资建议

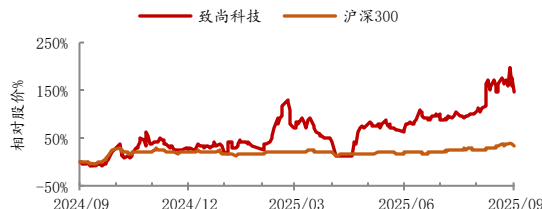
假设公司于 2026 年完成恒扬数据的收购，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 10.12、18.13、22.01 亿元，同比+3.84%、+79.20%、+21.42%；归母净利润分别为 2.23/2.04/2.48 亿元，同比+230.75%、-8.27%、+21.63%；EPS 分别为 1.73、1.59、1.93 元。25 年 9 月 22 日收盘价为 96.97 元，对应 PE 分别为 56.08x、61.13x、50.28x。考虑到公司传统主业发展稳健，光通信业务有望迎来高速发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，国际贸易政策变动风险，汇率波动风险，收购资产事项尚未完成存在不确定性。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	96.97
股票代码：	301486
52 周最高价/最低价：	106.66/31.66
总市值(亿)	124.78
自由流通市值(亿)	70.25
自由流通股数(百万)	72.45



分析师：单慧伟
邮箱：shanhw@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524120004
联系电话：

联系人：赵然
邮箱：zhaoran1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	502	974	1,012	1,813	2,201
YoY (%)	-12.8%	94.1%	3.8%	79.2%	21.4%
归母净利润(百万元)	73	67	223	204	248
YoY (%)	-37.7%	-7.8%	230.7%	-8.3%	21.6%
毛利率 (%)	34.6%	34.5%	28.9%	35.2%	35.1%
每股收益 (元)	0.65	0.53	1.73	1.59	1.93
ROE	2.9%	2.7%	6.7%	6.0%	7.2%
市盈率	149.18	182.96	56.08	61.13	50.28

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 精密制造为基，“光+算”融合打造一体两翼布局.....	6
1.1. 公司概况：深耕精密制造，拟深入拓展算力领域.....	6
1.2. 股权结构：股权集中，春生电子为核心子公司.....	7
1.3. 业务布局：精密制造为基，横纵拓展光通信+自动化设备.....	8
1.4. 财务分析：收入持续增长，财务指标受业务结构调整影响.....	9
2. 游戏机零部件：服务核心客户，随新机销售放量.....	11
2.1. 游戏主机行业格局稳定，任天堂 Switch2 销售火爆.....	11
2.2. 深耕精密制造多年，紧密围绕核心客户需求.....	13
3. 光纤连接器：绑定 SENKO，持续受益算力建设.....	15
3.1. 算力集群建设火热持续拉动光纤连接器需求，MPO 受益于光模块速率提升及 CPO 技术发展.....	15
3.2. 光纤连接器产品矩阵丰富，深度绑定 SENKO.....	19
4. 纵向拓展自动化设备，横向拓展算力领域.....	21
4.1. 自动化设备：控股西可实业.....	21
4.2. 拟收购恒扬数据完成“光+算”融合布局.....	22
5. 盈利预测与估值.....	27
5.1. 盈利预测.....	27
5.2. 相对估值.....	28
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1 公司发展历程.....	6
图 2 公司股权结构（截至 25Q2）.....	7
图 3 公司业务布局及合作客户.....	8
图 6 公司营业收入及增速（亿元）.....	9
图 7 公司分业务营收占比（25H）.....	9
图 6 公司毛利率与净利率.....	9
图 7 公司分业务毛利率.....	9
图 8 公司期间费用率.....	10
图 9 公司研发费用及研发费用率（万元）.....	10
图 10 2015-2027 年全球 PC 和主机游戏市场收入.....	11
图 11 2015-2027 年全球 PC 和主机游戏玩家数量.....	11
图 12 全球主流游戏主机总出货量（百万台）.....	11
图 13 全球主机销量排名前 20 分布.....	11
图 14 Switch 系列历年销量（万台）.....	12
图 15 Switch2 产品展示.....	13
图 16 任天堂 Switch2 销量预测.....	13
图 17 公司为 N 客户提供的精密零部件产品.....	14
图 18 Oculus 手柄零部件展示.....	14
图 19 模型训练所需算力情况.....	15
图 20 OpenRouterAPI Tokens 消耗情况.....	15
图 21 Meta 资本支出（亿美元）.....	16
图 22 Google 资本支出（亿美元）.....	16
图 23 亚马逊资本支出（亿美元）.....	16
图 24 微软资本支出（亿美元）.....	16
图 25 AIDC 智算中心网络拓扑结构图.....	16
图 25 数据中心各类型连接器展示.....	17
图 19 光模块的速率迭代.....	17
图 20 800G/1.6T/3.2T 光模块出货量（万只）.....	17
图 29 光模块的速率升级方式.....	18
图 30 光模块信号收发示例.....	18
图 31 不同光模块接口方案.....	18
图 32 CPO 连接与传统光模块技术方案区别.....	19
图 33 Quantum-X 交换机面板.....	19
图 34 公司光纤连接器产品展示.....	19
图 35 SENKO 为 NVIDIA Spectrum-X 及 Quantum-X 硅光网络交换机供应先进光子连接器.....	20
图 36 D-FAU 在 CPO 交换机的应用.....	20
图 37 SENKO MPC 展示.....	20
图 38 公司自动化设备产品.....	21
图 39 恒扬数据发展历程.....	23
图 40 恒扬数据 DPU 产品.....	23
图 41 恒扬数据融合算力一体机.....	24
图 42 恒扬数据交换机产品.....	24

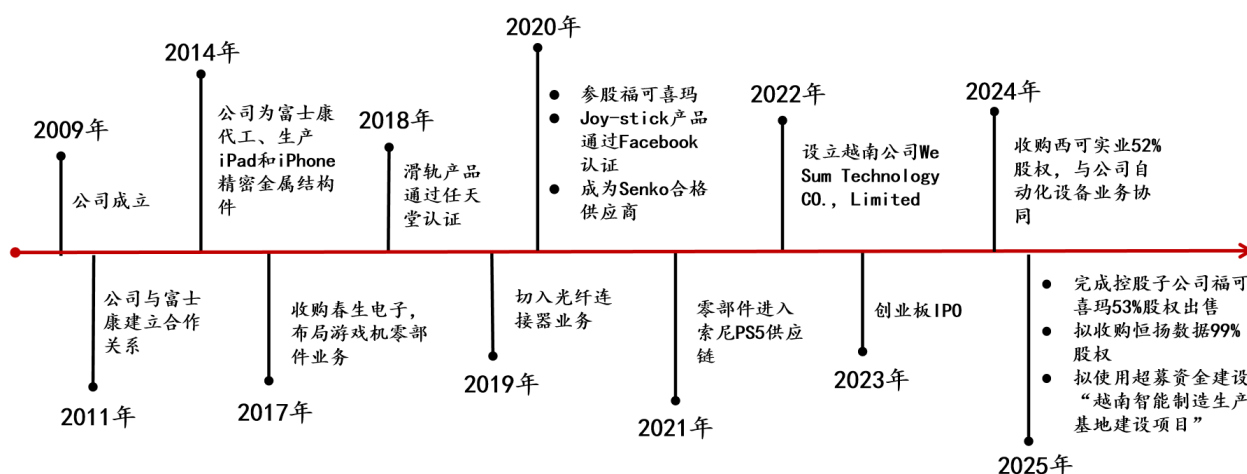
表 1 主要控股/参股公司情况.....	7
表 2 公司游戏机连接器产品.....	14
表 3 公司电子连接器产品	21
表 4 西可实业自动化设备产品.....	22
表 5 恒扬数据数据处理产品及解决方案.....	25
表 6 恒扬数据财务数据（单位：万元）	26
表 7 公司主营业务预测（百万元）	28
表 8 可比公司估值	28

1. 精密制造为基，“光+算”融合打造一体两翼布局

1.1. 公司概况：深耕精密制造，拟深入拓展算力领域

深耕精密制造领域，完成连接器+自动化设备横纵拓展。致尚科技成立于2009年，并于2023年在创业板上市。公司于2011年开始和富士康合作，2014年开始为富士康代工、生产iPad和iPhone精密金属结构件。2017年，公司完成对春生电子的收购，继续拓展游戏机领域市场及开拓电子连接器业务，同年公司滑轨产品通过N客户认证，并于2018年开始批量供货。2019年，公司切入光纤连接器业务，并于2020年成为Senko合格供应商。2023年，公司正式控股福可喜玛，向光纤连接器上游拓展。2024年，公司完成对西可实业的控股，完成自动化业务的拓展。至此，公司形成以游戏机、VR/AR设备的精密零部件为核心，以电子连接器、光纤连接器、自动化设备为重要构成的布局。

图1 公司发展历程



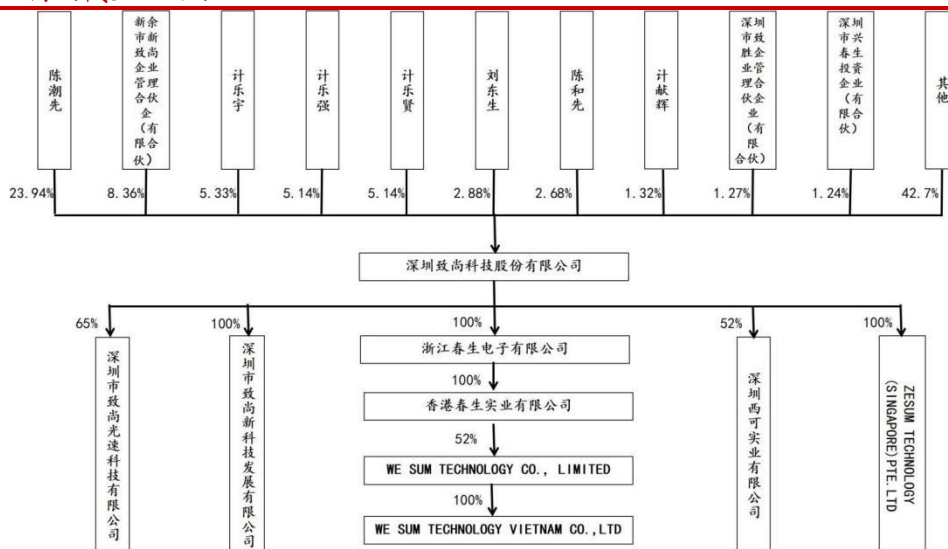
资料来源：招股书、上市公司公告，华西证券研究所

拟布局算力领域，“光+算”融合进行时。2025年4月7日，公司发布《关于筹划发行股份及支付现金购买资产事项的停牌公告》，拟以发行股份及支付现金方式购买深圳市恒扬数据股份有限公司控制权。恒扬数据专注于智能计算和数据处理产品及应用解决方案，是国内优秀的AI智算中心、云计算数据中心及边缘计算核心基础设施供应商。若并购整合完成，公司可实现从“数据传输”向“数据智能传输与处理”的跃迁，从器件供应商升级为“光+算”解决方案商，覆盖更广客户需求。

1.2. 股权结构：股权集中，春生电子为核心子公司

控股权相对集中，春生电子及下属企业为公司核心控/参股公司。公司控股股东、实际控制人为陈潮先生，根据公司 2025 年中报及 Wind 股权穿透信息，其直接持有公司 23.94%股权，通过新余市新致尚持有公司 2.18%股权，合计持有公司 26.12%股权。春生电子是公司重要组成部分，下设香港春生作为公司境外销售服务平台，香港春生在中国香港地区设立控股子公司 We Sum Technology Co., Limited，并通过该控股子公司在越南设立全资子公司开展光纤连接器业务。

图 2 公司股权结构（截至 25Q2）



资料来源：25 年半年报，华西证券研究所

表 1 主要控股/参股公司情况

子公司名称	穿透持股	24 年收入/利润	25H 收入/利润	介绍
春生电子	100%	收入：42,893.03 万元 净利：3,032.39 万元	收入：33,014.46 万元 利润：2,944.50 万元	主要生产游戏机连接器及电子连接器 春生电子下设全资子公司香港春生实业有限公司，为公司境外销售服务平台，负责与客户进行沟通对接、订单下达及货款收付
西可实业	52%	收入：18,411.33 万元 净利：2,074.19 万元	收入：3,304.84 万元 净利：561.99 万元	专注于高硬脆性材料研磨抛光设备的研发和制造 公司于 2024 年 2 月 5 日以现金支付的形式取得西可实业 52%股权，对应价 1.3 亿元
We Sum Technology Co., Limited	52%	收入：12,586.10 万元 利润：836.45 万元	收入：14,939.27 万元 利润：1,585.01 万元	香港春生穿透持有越南光纤连接器业务主体 We Sum Technology Vietnam Company., Limited

资料来源：招股书、上市公司公告、华西证券研究所

设有广东、浙江及越南三大核心生产基地。公司于 2025 年 4 月完成了对控股子公司福可喜玛 53%股权的转让，转让完成后公司核心一级子公司为春生电子与西可实业。按照生产工厂划分，公司生产部门由深圳工厂、浙江工厂、越南工厂组成，其中深圳工厂主要负责游戏机零部件、光纤连接器、自动化设备等产品的生产及研发，浙江工厂主要负责电子连接器产品的生产及研发，越南工厂主要负责光纤连接器的生产和销售。

1.3. 业务布局：精密制造为基，纵横拓展光通信+自动化设备

公司专注于精密电子零部件领域，核心布局消费类电子、光通信产品及自动化设备的研发、设计、生产和销售。公司主要产品包括游戏机零部件、光纤连接器、电子连接器、自动化设备等，应用覆盖各类消费电子、通信电子、工业自动化等领域：

- **游戏机零部件**：公司产品以游戏机精密零部件、VA/AR 设备零部件以及游戏机连接器等为代表，种类丰富，可根据用户需求提供定制化方案。
- **光纤连接器**：经过多年的发展，公司的光纤连接器已形成了门类齐全、品种繁多的系列产品，包含 MTP/MPO 光纤跳线、高密度光纤跳线、光纤阵列类组件、常规光纤跳线等。
- **自动化设备**：公司自 2022 年开展自动化设备业务，工业自动化设备包含制程非标类、AOI 光学自动检测等产品，研磨抛光设备产品主要应用于玻璃、蓝宝石、硅材料、磁性材料和陶瓷材料等硬脆材料的研磨和抛光加工。
- **电子连接器**：公司凭借自身精湛的模具开发及产品设计能力，为客户提供定制化的产品解决方案，目前已生产开发出包括专业音响类连接器、汽车类连接器及通用类连接器等多个系列数百种规格产品。

图 3 公司业务布局及合作客户

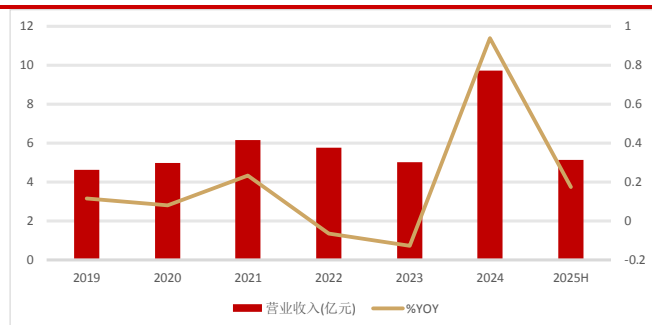


资料来源：招股书，公司定期报告，华西证券研究所

1.4. 财务分析：收入持续增长，财务指标受业务结构调整影响

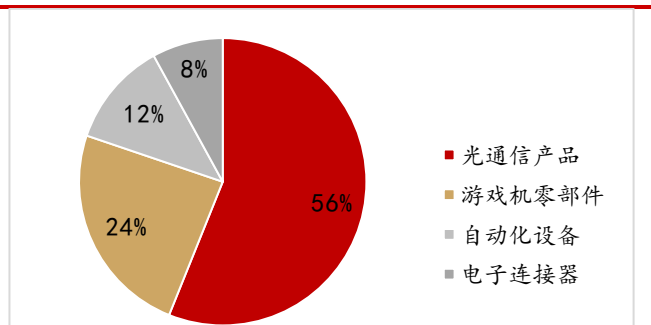
25H1 收入持续增长，已完成控股子公司福可喜玛处置。25H1 公司实现营业收入 5.16 亿元，同比+17.67%，主要系光通信产品高速增长驱动；归母净利润 1.82 亿元，同比+353.86%，非经常性损益 1.62 亿元，其中主要是 Q2 处置子公司福可喜玛产生的投资收益。按单季度看，公司 25Q2 实现营收 2.49 亿元，同比-5.40%，环比-6.26%；扣非归母净利润-348.14 万元，同比-115.97%，环比-115.33%，主要是因为 Q2 完成了对控股子公司福可喜玛的处置。

图 4 公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind、华西证券研究所

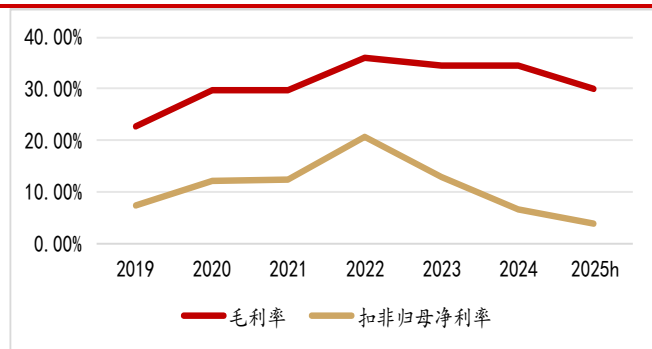
图 5 公司分业务营收占比（25H）



资料来源：Wind、华西证券研究所

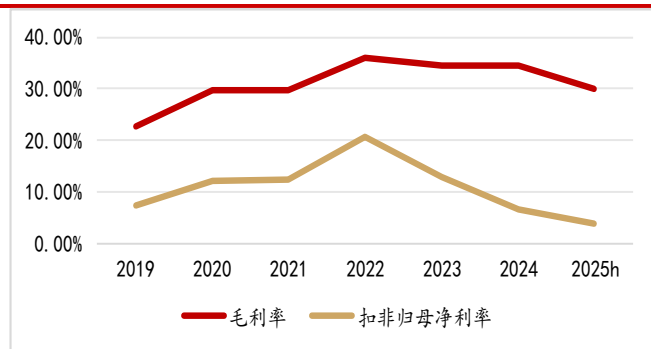
毛利率随业务结构调整波动，后续有望逐季修复。公司 25H1 毛利率为 30.09%，同比-4.26pct。分业务看，25H1 游戏机零部件业务毛利率为 22.30%，同比-10.20pct，主要系因为下游终端产品进入生命周期末期，随着客户新世代产品的推出后续毛利率有望逐步修复。光通信产品业务 25H1 毛利率为 33.41%，相比 24 年-6.33pct，主要系剥离上游插芯业务所致。

图 6 公司毛利率与净利率



资料来源：Wind、华西证券研究所

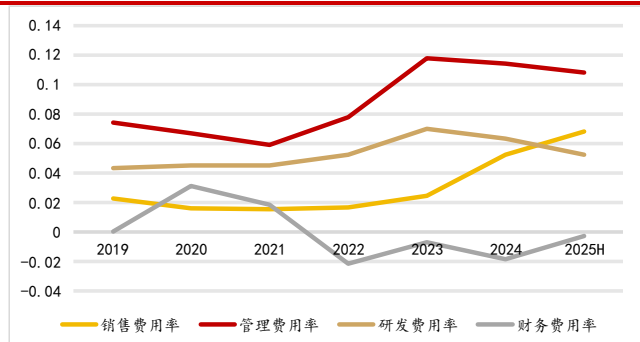
图 7 公司分业务毛利率



资料来源：Wind、华西证券研究所

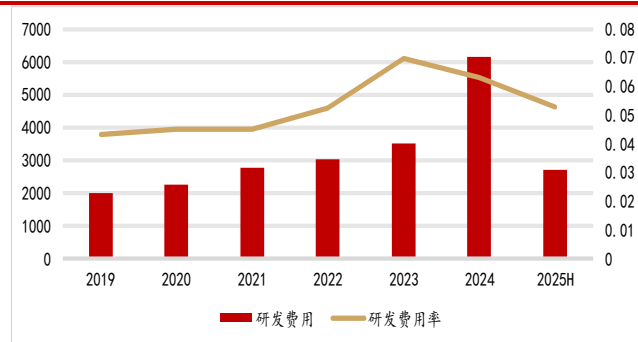
销售费用增加致期间费用提升，围绕核心客户持续进行研发投入。25H1 公司期间费用率为 22.69%，同比+4.41pct。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.83、10.82、5.27、-0.23%，同比+3.11、+0.8、-1.59、+2.09pct。销售费用增加主要是业务拓展增加居间服务费及职工薪酬等所致。公司围绕核心客户需求持续进行研发投入，25H1 公司研发投入为 2,718.75 万元，占公司营业收入的 5.27%，同比下降 9.54%。

图 8 公司期间费用率



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 9 公司研发费用及研发费用率（万元）



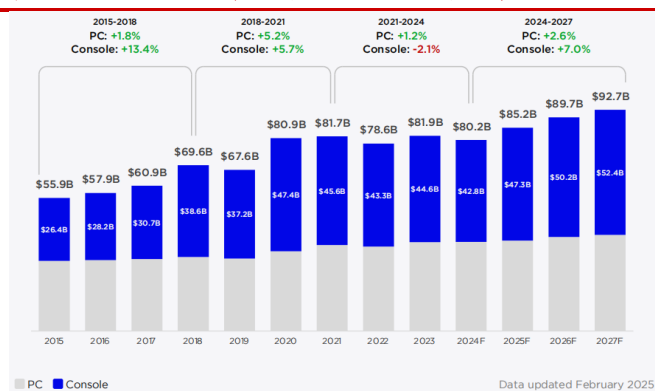
资料来源：Wind、华西证券研究所

2. 游戏机零部件：服务核心客户，随新机销售放量

2.1. 游戏主机行业格局稳定，任天堂 Switch2 销售火爆

主机游戏玩家人数低于 PC，但收入仍占主导地位。根据游戏设备应用上的不同，可以将游戏产业划分为主机游戏、PC 游戏以及手机游戏。相较于 PC 游戏和手机游戏，由于产品定位、性能及用户群体等存在差异，主机游戏具有独特的用户市场和发展空间。根据 Newzoo 发布的《2025 年 PC 与主机游戏报告》，2024 年全球 PC 与主机游戏总收入为 802 亿美元，同比下降 2%，其中主机游戏收入达到 428 亿美元，PC 游戏收入为 373 亿美元。从玩家人数看，尽管 2024 年全球 PC 玩家数量达 9.07 亿人，高于主机玩家人数 6.29 亿人，但预期 2024-2027 年主机玩家人数增速将略高于 PC 玩家，CAGR 达 3.5%。

图 10 2015-2027 年全球 PC 和主机游戏市场收入



资料来源：《2025 年 PC 与主机游戏报告》、华西证券研究所

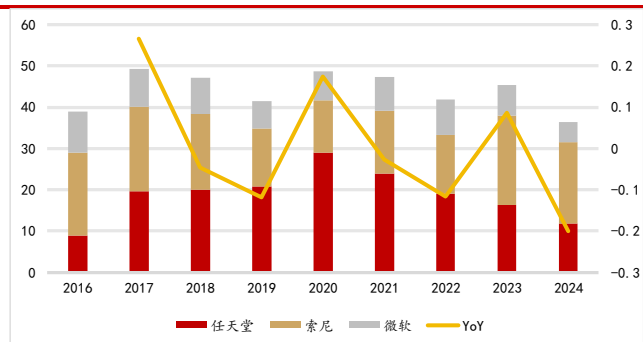
图 11 2015-2027 年全球 PC 和主机游戏玩家数量



资料来源：《2025 年 PC 与主机游戏报告》、华西证券研究所

游戏主机出货量随新世代产品发布波动，出货量在 3500-5000 万台之间。根据 VGChartz，16-24 年全球主流游戏主机出货量随各品牌新世代主机发售呈现明显波动。2017 年任天堂发布第一代 Switch，全球主流游戏主机出货量达 4930 万台，同增 26.67%；2020 年索尼发布 PS5，叠加疫情因素，2020 年全球游戏主机出货量达 4870 万台，同增 17.40%；随后全球游戏主机出货量有所回落。2024 年全球游戏主机出货量仅为 3638 万台，同比下降 20.03%。

图 12 全球主流游戏主机总出货量（百万台）



资料来源：VGChartz、华西证券研究所

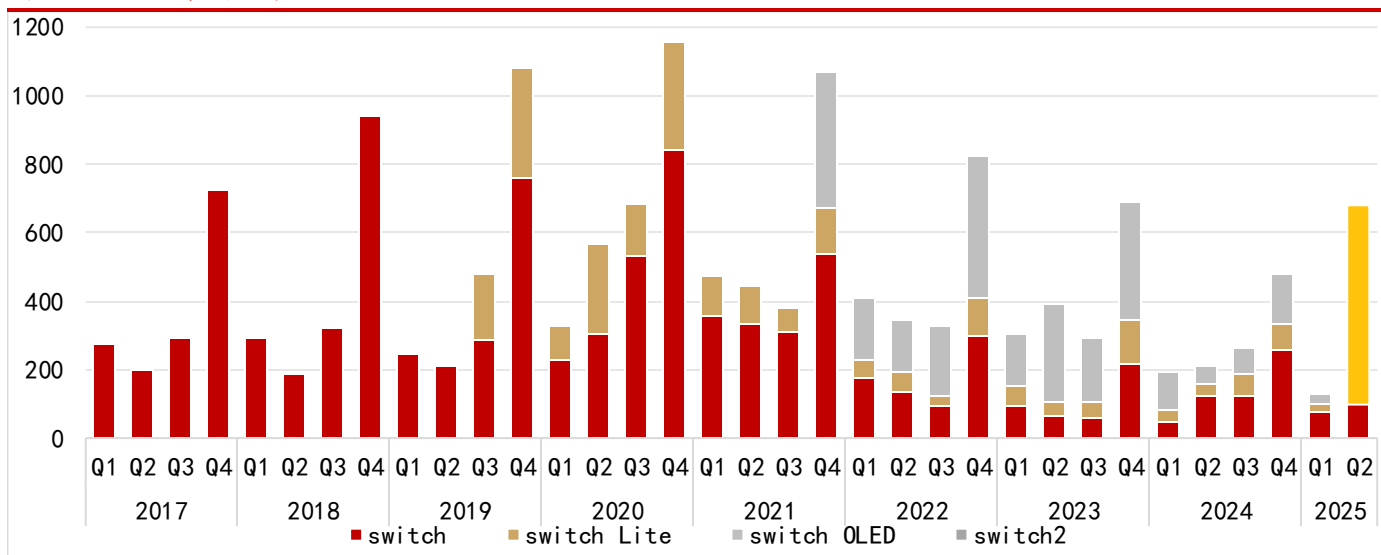
图 13 全球主机销量排名前 20 分布



资料来源：Statista、华西证券研究所

任天堂、索尼和微软占据游戏主机主要份额。经过 50 余年的发展，主机游戏产业已进入市场成熟期，具备完整的产业链模式和庞大的市场规模。目前游戏主机主要市场被任天堂、索尼及微软三家主导，市场主流游戏主机产品包括索尼 PS 系列，微软 Xbox 系列及任天堂 Switch 系列。根据 Statista，累计至 2024 年，索尼与任天堂分别以 49.36%和 36.73%的份额共同主导市场，合计占 86.09%份额，形成显著的行业壁垒。索尼凭借顶级第三方游戏阵容和强大品牌声誉占据高端核心玩家市场，任天堂则通过独创的硬件设计和顶级第一方 IP 成功开辟差异化细分市场。微软以 10.31%的份额位列第三。

图 14 Switch 系列历年销量（万台）



资料来源：任天堂、IT之家、华西证券研究所

游戏主机世代生命周期长，Switch 第四年达销量峰值。不同于硬件更新节奏更快的手机等消费电子产品，游戏主机的固定硬件架构和软件优化功能使得其生命力较长，以任天堂初代 Switch 游戏机系列为例，其发售于 2017 年 3 月，至今已持续销售 8 年，其销量于 2020 年达到生命周期峰值（2737 万台），截至 2025 年 Q2 累计销量已超 1.5 亿台。

任天堂 Switch2 销售火爆，上游供应商深度受益。2025 年 6 月 5 日，任天堂 Switch2 开售，在发售后四天内全球销量突破 350 万台，成为任天堂有史以来销售速度最快的游戏主机，而初代 Switch 于 2017 年 3 月 3 日发售，当月销量仅为 274 万台。根据任天堂预测，预期 Switch2 在 2026 财年（自然年对应 25Q2-26Q1）的销量将达到 1500 万台。根据 Go Nintendo，据任天堂的一些合作伙伴透露的信息显示，Switch2 预计会在圣诞节前增加产量，其中 Joy-Con 2 光学传感器的供应商 PixArt Imaging 预计 7-9 月对任天堂的出货量将增加 11%至 19%，而 Switch/Switch2 硬件及配件的组装商 Hosiden 则修改了销售额预期，预计 4-9 月会增长 10.3%。

图 15 Switch2 产品展示



资料来源：IGN 中国、华西证券研究所

图 16 任天堂 Switch2 销量预测

Consolidated Financial Forecast			
	FY25 (Actual)	FY26 (Forecast)	Comparison
Nintendo Switch 2			
Hardware	- mil units	15.00 mil units	- %
Software	- mil units	45.00 mil units*2	- %
Nintendo Switch			
Hardware	10.80 mil units	4.50 mil units	-58.3 %
Software	155.41 mil units*1	105.00 mil units*2	-32.4 %

资料来源：任天堂、华西证券研究所

2.2. 深耕精密制造多年，紧密围绕核心客户需求

实控人背景专业，帮助公司紧密服务核心终端客户。公司实际控制人陈潮先于 2002 年 8 月至 2007 年 4 月就职于富士康下属鸿富锦精密工业（深圳）有限公司，在消费电子产品事业群从事项目管理（企划）工作，消费电子产品事业群主要从事游戏机、电脑等产品的研发和生产业务，项目管理主要负责客户对接与组织研发生产。陈潮先在此任职期间与游戏机行业主要客户索尼、N 公司建立了良好的沟通渠道，并在此后与客户长期保持良好的业务沟通与联系。公司经过多年精密制造领域生产经验的积累，凭借良好的研发设计、模具开发、生产制造能力及严格的质量控制，树立了良好的企业形象，并已成为众多国内知名品牌企业和大型跨国企业的指定供应商之一，终端客户包含 N 公司、索尼、Meta（前 Facebook）等品牌商。

1、2017 年开始服务 N 客户，提供多种精密零部件

N 公司于 2016 年 10 月发布了新一代游戏机且受到市场的极大关注，公司基于多年电子制造行业经验和市场分析，认为公司在 N 公司新一代游戏机零部件生产领域可能存在较大的业务机会。由于当时公司尚未进入 N 公司供应链体系，而成为 N 公司合格供应商需耗费较长的时间，后公司通过收购春生电子成为 N 公司合格供应商。公司为 N 公司游戏机产品提供包含初代 Switch 游戏机公/母端滑轨、耳机麦克风端口、Tact Switch、卡槽等产品。

2、精准定位器产品供应 Meta、PICO 等国际领先 VR/AR 厂商

公司精准定位控制器（Joy-stick），摇杆系列产品，包括电阻式和霍尔式产品系列，其关键技术显著改善了产品漂移问题，并已在国内及日本取得专利授权，产品小巧轻便，复位精度高，具有 2,000 万次以上使用寿命，可被应用于 VR/AR、无人机、远程医疗等需要精准定位及实时遥控的领域，技术门槛高。公司的精准定位控制器产品已于 2020 年顺利通过 Meta 认证，用于 Meta 旗下 Oculus 品牌 VR/AR 产品的控制手柄，并开始实现批量出货。2022 年，公司又获得收到国内知名企业字节跳动 Pico 系列产品精准定位控制器配件采购需求，并向 PICO 提供精准定位控制器产品。

图 17 公司为 N 客户提供的精密零部件产品



资料来源：招股书、华西证券研究所

图 18 Oculus 手柄零部件展示



资料来源：招股书、华西证券研究所

3、游戏机连接器应用于日本 N 公司及索尼的游戏机产品

公司游戏机连接器产品主要包括 PJ3.5 插口系列、DC 电源插座系列等多种系列产品，可实现信号及电流之间的传输，主要应用于日本 N 公司游戏机及索尼游戏机等。

表 2 公司游戏机连接器产品

图例	产品	介绍
	PJ3.5 插口系列、DC 电源插座系列等	公司游戏机连接器应用于游戏机等领域，可实现信号及电流之间的传输。

资料来源：招股书、华西证券研究所

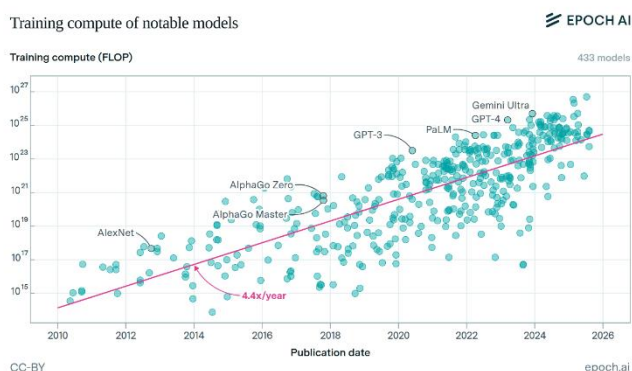
下游知名终端品牌导入周期长具有护城河效应。公司通过富士康、歌尔股份等公司为上述终端品牌提供精密零部件产品，终端品牌对供应链产品的认证严苛且认证时间较长，以公司为日本 N 客户供应的滑轨产品为例，初代滑轨产品认证导入周期长达 16 个月，而通过富士康/歌尔股份导入索尼 PS5 游戏机的连接器产品认证导入周期长达 14/11 个月。企业一旦通过合格供应商资质的最终认定，将与终端客户保持较为稳定的长期合作关系，除非出现重大质量或交期问题，否则不会轻易更换，这对新进入厂商构成了较高的市场壁垒。公司已进入核心公司供应链完成关键卡位，后续将深度受益于客户新一代游戏机的持续出货及 AR/VR 产业链的爆发。

3. 光纤连接器：绑定 SENKO，持续受益算力建设

3.1. 算力集群建设火热持续拉动光纤连接器需求，MPO 受益于光模块速率提升及 CPO 技术发展

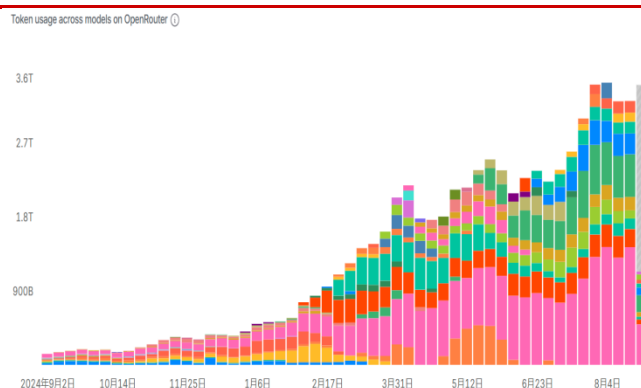
大模型持续迭代，训推算力需求快速增长。根据 Epoch.ai 统计数据，自 2010 年开始，用于训练 AI 大模型的算力以约每年 4.4 倍速度增长。以 OpenAI 旗下大模型 ChatGPT 为例，GPT4 于 2023 年 3 月发布，使用训练算力 2.1×10^{25} FLOP，而 Gpt4.5 于 2025 年 2 月发布，使用训练算力 2.1×10^{26} FLOP，相较 GPT4 算力使用增长 9 倍。而在推理段，根据 OpenRouter 整理的 API Tokens 使用数据，2024 年 9 月周均 Tokens 用量在 200B 内，而 2025 年 8 月 18-24 周 Tokens 用量达到了 3.21T，使用量增长超 15 倍。根据 The Information 报告，ChatGPT 产品目前拥有约 7 亿周活跃用户，涵盖消费者和企业客户，相比 3 月底 OpenAI 所有产品 5 亿周活跃用户的数据实现显著增长。

图 19 模型训练所需算力情况



资料来源：EPOCH AI、华西证券研究所

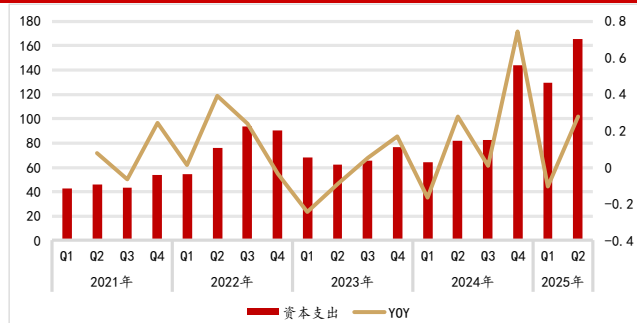
图 20 OpenRouter API Tokens 消耗情况



资料来源：OpenRouter、华西证券研究所

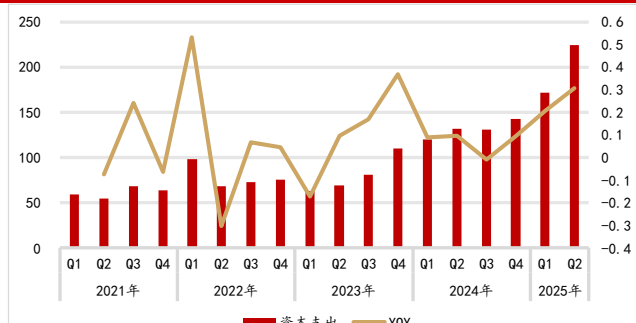
算力基础设施建设持续火热，海外 CSP 大厂资本支出同环比增长强劲。2025 年 7 月谷歌母公司 Alphabet 公布截至 2025 年 6 月 30 日的财报，上调 2025 年资本开支 100 亿元，至 850 亿美元；Meta 于今年 7 月 30 日公布截至 2025 年 6 月 30 日财报，全年资本支出最低水平由 640 亿美元上调至 660 亿美元，全年资本支出范围在 660-720 亿美元之间。美东时间 8 月 27 日美股盘后，英伟达发布 2026 财年第二季财务报告，英伟达首席财务官 Colette Kress 在财报后的业绩说明会上表示，预计到 2030 年，人工智能基础设施支出将达到 3 万亿至 4 万亿美元。

图 21 Meta 资本支出（亿美元）



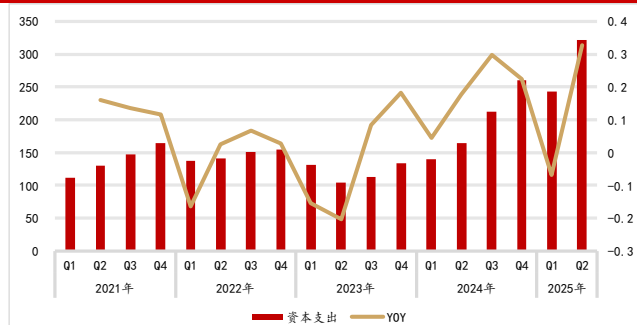
资料来源：Wind、华西证券研究所

图 22 Google 资本支出（亿美元）



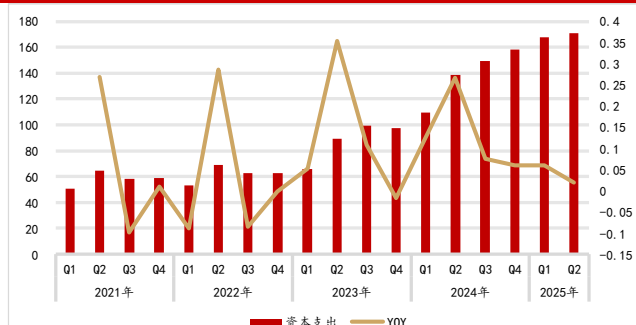
资料来源：Wind、华西证券研究所

图 23 亚马逊资本支出（亿美元）



资料来源：Wind、华西证券研究所

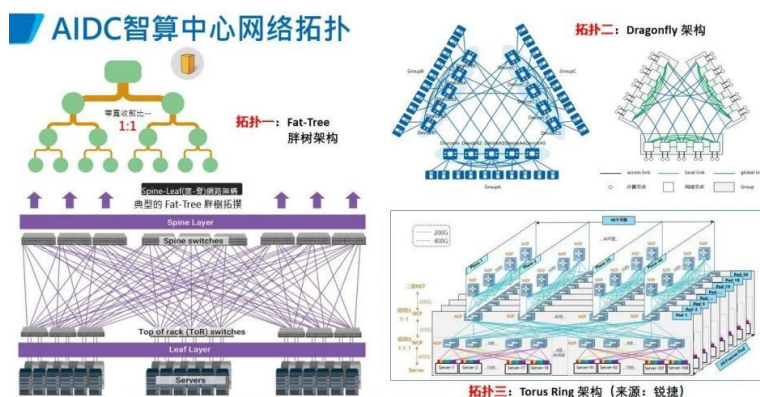
图 24 微软资本支出（亿美元）



资料来源：Wind、华西证券研究所

算力集群持续扩张，端口数增加带来新的光纤连接器需求。2024 年 12 月，马斯克宣布计划将 xAI 的 Colossus AI 超级计算机从目前的 10 万个 GPU 扩展到 100 万个，引发了业界广泛关注。在博通 2024 财年第四季度财报电话会议上，总裁兼 CEO Hock Tan 表示：“我们目前有三家超大规模客户，他们已经制定了自己的多代 AI XPU 路线图，计划在未来三年内以不同速度部署。我们相信，到 2027 年，他们每家都计划在单一架构上部署 100 万 XPU 集群。”算力集群规模的扩张将增加网络层次及交换机端口密度，有望显著增加光纤连接器的使用。

图 25 AIDC 智算中心网络拓扑结构图



资料来源：FASTLINKCABSYS 公众号、华西证券研究所

光纤连接器属于光无源器件，是光通信器件的重要组成部分。光纤连接器主要用于光纤线路的连接、光发射机输出端口/光接收机输入端口与光纤之间的连接、光

纤线路与其他光器件之间的连接等，可实现低时延、超高速信息传输，常见的光纤连接器包含 LC、CS、MPO 等，应用场景包括数据中心、电信机房、4G & 5G 室外基站、FTTH 等。

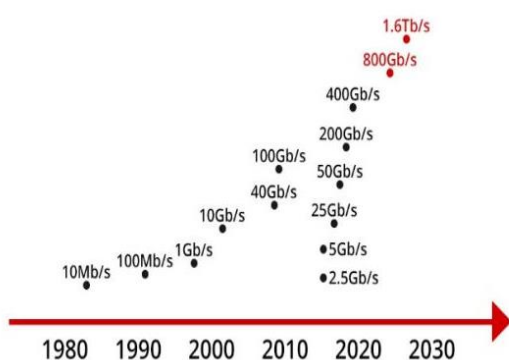
图 26 数据中心各类型连接器展示



资料来源：FASTLINKCABSYS 公众号、华西证券研究所

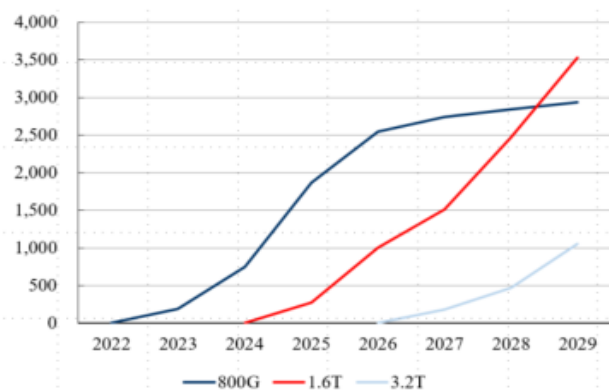
人工智能数据中心内部流量大幅增加推动了对更高带宽的需求和刺激，光模块速率迅速从 100G 提升至 1.6T。LightCounting 预计，1.6T 光模块部署曲线与 800G 接近，受益于 AI 产业快速发展，高速率光模块出货量达到 1000 万只的时间越来越短。800G 光模块从 2023 年开始应用，2024 年起量约为 750 万只；参考 800G 产品部署曲线，1.6T 光模块 2025 年开始量产，2026 年则有望超过 1000 万只；而 3.2T 光模块或于 2027 年开始批量出货。

图 27 光模块的速率迭代



资料来源：FS Europe、华西证券研究所

图 28 800G/1.6T/3.2T 光模块出货量（万只）

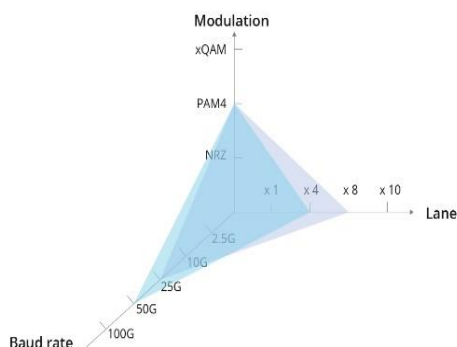


资料来源：LightCounting、华西证券研究所

光模块速率提升增加 MPO 接口使用量。光模块速率的提升方式主要包含使用更高级的调制格式、增加波特率和增加通道数三种方式。通道数的增加方式包含提升并行光纤数量或采用波分复用（CWDM、DWDM），并行方案主要应用于中短距离传输场景，

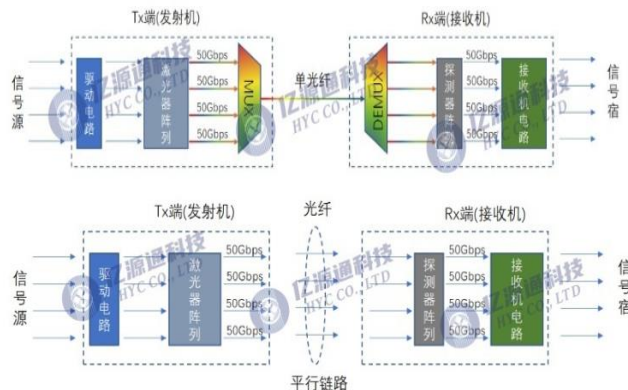
通常使用 MPO 连接器；波分方案主要应用于长距离传输场景，一般使用 LC 接口。根据罗森博格发布的《面向 AI 智算数据中心网络架构与连接技术的发展路线展望》展示的 400G/800G/1.6T 光模块传输方案，所有用于长距离 FR 传输的光模块均使用 LC 接口，而用于中短距离传输的光模块芯数为 8/16 芯，使用 MPO 接口。

图 29 光模块的速率升级方式



资料来源：FS Europe、华西证券研究所

图 30 光模块信号收发示例



资料来源：亿源通科技、华西证券研究所

图 31 不同光模块接口方案

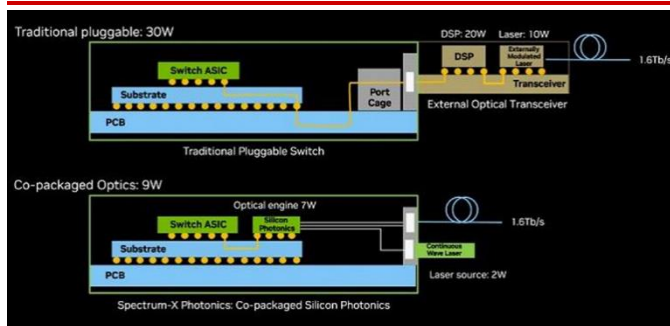
传输方案	芯数	接口	OS2	OM3	OM4	OM5	标准
400GBASE-SR8	16	MPO		70m	100m	100m	IEEE 802.3cm
400GBASE-SR4.2	8	MPO		70m	100m	150m	IEEE 802.3cm
400GBASE-VR4	8	MPO			50m	50m	IEEE 802.3db
400GBASE-DR4	8	MPO	500m				IEEE 802.3bs
400GBASE-FR4	2	LC	2km				IEEE 802.3cu
800GBASE-VR8	16	MPO			50m	50m	IEEE 802.3df
800GBASE-SR8	16	MPO		70m	100m	100m	IEEE 802.3df
800GBASE-DR8/4	16/8	MPO	500m				IEEE 802.3df
800GBASE-FR8/4	2	LC	2km				IEEE 802.3df
1.6TBASE-VR8.2	16	MPO			50m	50m	TBD
1.6TBASE-SR8.2	16	MPO		70m	100m	100m	TBD
1.6TBASE-DR8	16	MPO	500m				TBD
1.6TBASE-DR8-2	16	MPO	2km				TBD

资料来源：《面向 AI 智算数据中心网络架构与连接技术的发展路线展望》、华西证券研究所

CPo 前景可期，带来 MPO 新需求。当前数据中心网络在支持 AI 应用时主要面临网络吞吐能力不足、功耗成本居高不下、网络可靠性与扩展性不足等瓶颈，面对上述痛点光电一体化封装（Co-Packaged Optics, CPo）技术和产业正日趋成熟，成为未来 5 年数据中心大规模横向扩展（scale-out）网络架构的关键技术。CPo 通过将光引擎与交换 ASIC 芯片集成封装在同一基板上，实现“光电融合”，从物理层根本上缓解了传统架构的瓶颈，带来了更高带宽密度、功耗和能效优化、可靠性与低时延、成本与集成度等诸多优势。以英伟达 2025 年 GTC 大会发布的 115.2Tb/s Quantum-X CPo 交换机为例，其内部多平面数据通道光纤接口共有 1152 根单模光纤，若使用双工 LC，

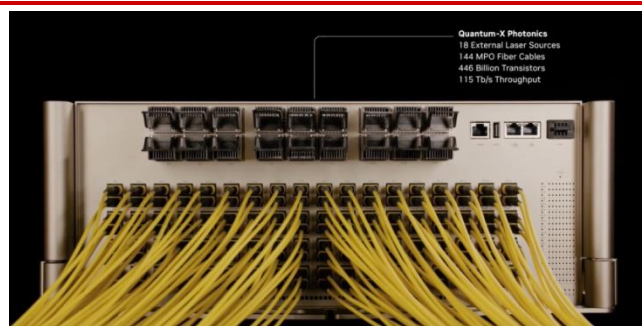
则需使用 576 个连接器，外部面板空间有限难以放置如此多的端口，因此英伟达使用了 144 个 800Gb/s MPO 接口。根据 IDC 预计，CPO 技术大规模商用可能在 2027-2028 年，CPO 技术的大规模商用会进一步提升 MPO 的需求量。

图 32 CPO 连接与传统光模块技术方案区别



资料来源：IDC、华西证券研究所

图 33 Quantum-X 交换机面板



资料来源：英伟达 bilibili 频道、华西证券研究所

3.2. 光纤连接器产品矩阵丰富，深度绑定 SENKO

公司光纤连接器产品丰富，主要生产基地位于越南及深圳。公司于 2019 年切入光纤连接器业务，经过多年的快速发展，已成为公司业绩的重要增长点。公司的光纤连接器已经形成了门类齐全、品种繁多的系列产品，包括 MTP/MPO 光纤跳线、高密度光纤跳线、光纤阵列类组件、常规光纤跳线等。目前，公司生产光纤连接器的主要生产基地位于深圳和越南，其中在越南设有两处生产基地。根据 2025 年 4 月 30 日投资者调研纪要，公司越南一处生产基地已处于满产状态，另一处生产基地于 2025 年初投入建设，目前处于产能爬坡阶段。

图 34 公司光纤连接器产品展示



资料来源：上市公司公告，华西证券研究所

深度绑定全球领先互联解决方案提供商 SENKO。公司于 2020 年顺利成为 SENKO 合格供应商并开始批量供货。2021 年 9 月 6 日，公司与 SENKO 等就未来共同在越南开展光纤跳线业务相关事宜达成合作意向，并签署《合作投资意向协议》。SENKO 集团是一家专注于汽车关联产品、通信及光通信、电子及电工等领域的全球知名跨国企业，成立于 1946 年，其中 SENKO Advanced Components 是 SENKO 集团全资子公司，被誉为光纤“互连解决方案”领域的行业专家之一。SENKO Advanced Components 已宣布加入 NVIDIA 硅光生态系统，为 NVIDIA 在 2025 年 GTC 大会上发布的 Spectrum-X Photonics 和 Quantum-X Photonics 网络交换机提供尖端光连接解决方案。

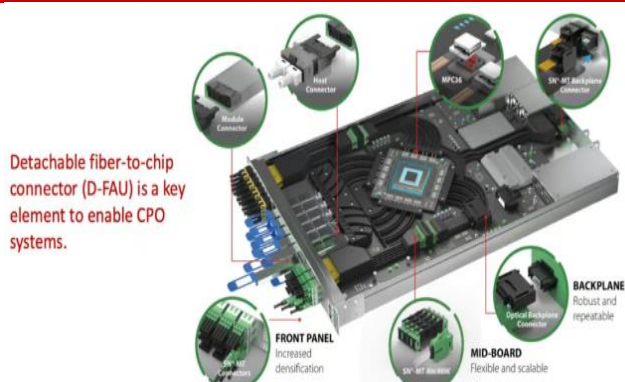
图 35 SENKO 为 NVIDIA Spectrum-X 及 Quantum-X 硅光网络交换机供应先进光子连接器



资料来源：SENKO、华西证券研究所

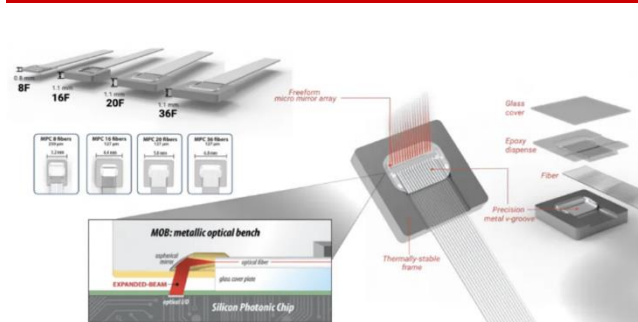
SENKO 收购 CudoForm，加速布局 CPO 产业。Senko Advanced Componets 在 2022 年完成了对 CudoForm 的全资收购，CudoForm 是一家全球领先的光学互联企业，主要设计和制造高精度的金属微光学组件，应用于数据通信、消费光子学和生物安全等领域。2025 年 7 月，LightCounting 举办了其首届关于 CPO 及相关技术的线上会议，会议上，CudoForm 的首席执行官 Ryan Vallance 博士讨论了连接到 CPO 的光纤连接，包含可拆卸的光纤到芯片连接器，如 Senko 使用金属光学平台（MOB）技术开发的 MPC 形连接器。可拆卸光纤连接器可帮助 CPO 实现器件进一步解耦，公司作为 SENKO 光纤连接器的核心供应商，后续有望受益于相关产品的高速增长。

图 36 D-FAU 在 CPO 交换机的应用



资料来源：LightCounting、华西证券研究所

图 37 SENKO MPC 展示



资料来源：LightCounting、华西证券研究所

公司电子连接器产品应用于音响、汽车、通用领域。在电子连接器领域，公司目前已生产开发出包括专业音响类连接器、汽车类连接器及通用类连接器等多个系列数百种规格产品。其中，在专业音响类连接器领域，春生电子与知名音响设备制造厂

商均建立了良好的合作关系，市场排名前列。此外，春生电子先后通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、IATF16949 质量管理体系认证等国际国内标准体系认证，具有较强的市场竞争力。

表 3 公司电子连接器产品

种类	产品	介绍
专业音响类连接器	XLR (CT) 连接器系列、XLR 音响组合插座系列、HP 音响插座系列、PJ6.35 插口系列等	应用于舞台音响、家庭音响等专业音响设备领域，可实现音响系统中音频信号及电流传输。
汽车类连接器	车载连接器系列、线束系列等	应用于汽车中控主机、OBD 主机、仪表、显示器、音响、方向盘等总成模块，可实现电气设备内部电源、信号连接及传输。
通用类连接器	USB 连接器系列、HDMI 连接器系列等	专用的电子设备电源、信号传输、音视频接口，应用领域包括电脑、手机、电视机顶盒、数码相机，PDA 设备等，可实现音频、视频信号及电流之间的传输。

资料来源：上市公司公告、华西证券研究所

4. 纵向拓展自动化设备，横向拓展算力领域

4.1. 自动化设备：控股西可实业

2022 年公司拓展自动化设备业务，满足核心客户需求。为充分满足核心客户富士康的需求，满足公司与客户的智能化生产需求，降低劳动力成本，进一步提升公司的市场竞争力和综合服务能力，公司于 2022 年开展自动化设备业务，现产品主要包括制程非标类、AOI 光学自动检测等自动化设备，能够根据客户需求，提供一系列自动化解决方案。

图 38 公司自动化设备产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

控股西可实业，布局研磨抛光设备。为进一步提升公司在自动化设备及精密制造领域的影响力，抓住消费电子智能制造的战略性新兴产业机遇，公司于 2024 年 2

月以超募资金 1.3 亿元收购深圳西可实业有限公司 52% 股权。西可实业专注于高硬脆性材料研磨抛光设备的研发和制造，主要产品包括自动曲面抛光设备、金属抛光设备、半导体抛光设备等，广泛应用于消费电子、汽车、半导体等领域金属及非金属零部件的研磨抛光，为蓝思股份、比亚迪、富士康集团、立讯精密、美国康宁、信濠光电等国内外知名企业提供研磨抛光定制化方案。

表 4 西可实业自动化设备产品

主要产品	产品图片	产品介绍
研磨抛光设备		自动曲面抛光设备： 自动曲面抛光设备实现了四工位“粗抛、中抛、精抛”的不停机高效抛光模式，产品具备较高的运行效率、稳定性、安全性及操作便利性。广泛应用于各种品牌手机产品玻璃盖板的研磨抛光，为蓝思股份、比亚迪、富士康集团、立讯精密、美国康宁、信濠光电等国内外知名企业提供消费类电子相关产品的研磨抛光定制化方案。
		金属抛光设备： 金属抛光设备实现了五轴联动，通过双力控模式，对金属异形结构件（如手机中框、笔记本电脑前后盖、航空发动机叶片）等产品进行研磨抛光，经过循环加工后，使其表面达到均匀平滑的亮面，设备目前已成功应用于钛合金等金属的研磨抛光并实现量产。2021 年以来，西可精工成功研发了五轴四位去毛刺机、五轴六工位机，六轴七联动机并实现量产，与立讯精密、比亚迪、维达力等知名客户建立了良好的合作关系
		半导体抛光设备： 半导体抛光设备应用于碳化硅、氮化硅晶体、金刚石、石英玻璃等高硬脆特殊材料的研磨抛光领域。成功为浙江蓝特光学股份有限公司、浙江水晶光电科技股份有限公司、衡阳凯新特种材料科技有限公司等客户提供针对半导体研磨抛光的产品解决方案

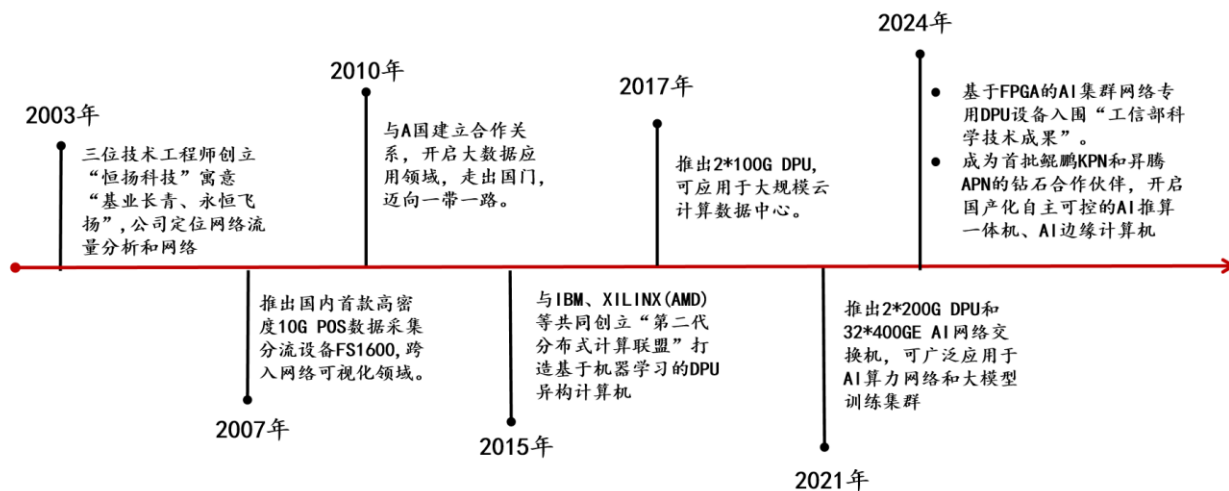
资料来源：上市公司公告、华西证券研究所

4.2. 拟收购恒扬数据完成“光+算”融合布局

拟以“股份+现金”收购，作价 11.48 亿元。2025 年 4 月 7 日，公司发布《深圳市致尚科技股份有限公司关于筹划发行股份及支付现金购买资产事项的停牌公告》，筹划发行股份及支付现金购买深圳市恒扬数据股份有限公司股份。根据上市公司 2025 年 8 月 12 日披露的《深圳市致尚科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(草案)》，本次交易标的为恒扬数据 99.8555% 股权，交易作价为 11.48 亿元，其中股份对价为 8.05 亿元，现金对价为 3.44 亿元。

恒扬数据成立于 2003 年，专注智能计算及数据处理产品及应用解决方案。恒扬数据早期专注于互联网实时线速大流量大容量的数据采集设备、网络流量监管、数据分析产品及互联网数据应用解决方案的研发、生产、销售和服务。后随智算行业蓬勃发展，公司开始积极拓展智能计算业务，现专注于智能计算和数据处理产品及应用解决方案的研发、销售与服务，是国内优秀的 AI 智算中心、云计算数据中心及边缘计算核心基础设施供应商，同时提供网络可视化与智能计算系统平台解决方案。

图 39 恒扬数据发展历程



资料来源：恒扬数据官网、华西证券研究所

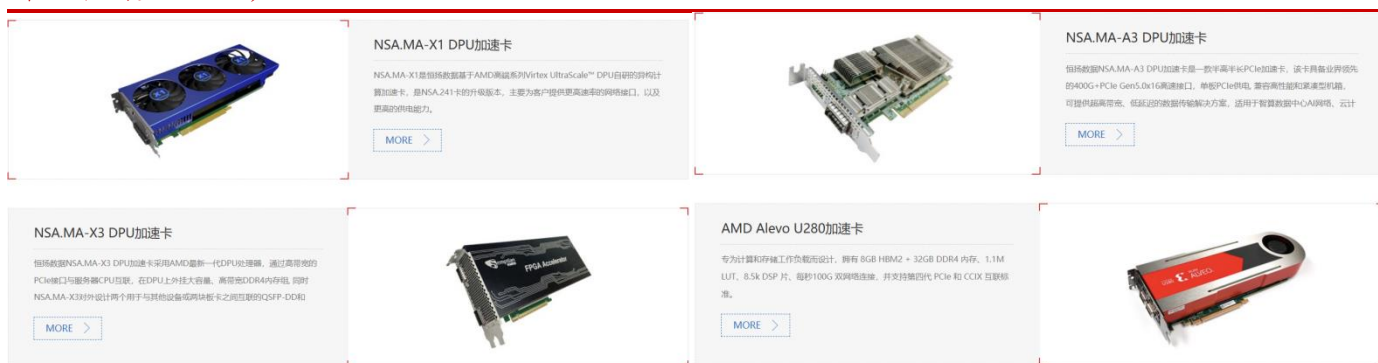
1、智能计算业务

恒扬数据智能计算业务专注于AI智算与云计算数据中心领域，重点布局AI智算中心、云计算数据中心及边缘计算核心基础设施建设，主要产品涵盖AI算力集群DPU产品、AI智算一体机/DPU智算一体机和AI算力集群交换机等。

(1) AI算力集群DPU产品

恒扬数据AI算力集群DPU产品主要应用于云计算集群和AI算力集群两大场景：在云计算集群领域，产品有效满足CPU算力释放、服务器间高速互联、物理机虚拟化及分布式存储等核心需求；在AI算力集群领域，产品重点解决Scale out架构下多GPU卡之间200G/400G高带宽低延迟互联、集群网络流量智能调度以及RDMA高带宽低延迟远程存储等关键技术需求。公司DPU产品已应用于阿里云智算中心、华大智造和国内知名半导体设备与量测装备制造企业子公司。

图 40 恒扬数据 DPU 产品



资料来源：恒扬数据官网、华西证券研究所

(2) AI 智算一体机/DPI 智算一体机

在智算一体机领域，恒扬数据积极响应国家 AI 算力基础设施建设和国产化自主可控的战略需求，与华为在 GPU 和 CPU 领域开展深度战略协同。作为华为“鲲鹏 KPN 钻石合作伙伴”（国内仅少数企业获此认证），恒扬数据深度融入华为计算生态，整合 DPU、CPU 和 GPU 的多芯异构融合技术，打造了具备高性能、高密度特性的智能计算一体机产品系列，形成了覆盖 AI 算力基础设施的完整解决方案体系。目前，恒扬数据智算一体机产品已获得国内安全行业客户认可，产品及服务逐步落地并确认收入。

图 41 恒扬数据融合算力一体机



资料来源：恒扬数据官网、华西证券研究所

(3) AI 算力集群交换机

AI 算力集群交换机是一种专为大规模人工智能计算集群设计的高性能网络交换设备，用于连接多个计算节点（如 GPU/TPU 服务器），实现低延迟、高带宽、高密度高速接口的互联通信，以支持分布式训练和推理任务。作为支撑大模型训练的关键基础设施，AI 算力集群交换机的性能直接决定了分布式计算网络的性能和扩展性。

图 42 恒扬数据交换机产品



资料来源：恒扬数据官网、华西证券研究所

2、数据处理产品及应用解决方案

数据处理业务作为恒扬数据的传统业务板块，依托自主研发产品体系，为客户提供涵盖数据采集、智能分析、流量检测、网络可视化统一运维等全流程解决方案。该业务板块凭借其全面的技术覆盖和稳定的服务输出，是公司稳定的营收来源和利润支柱之一。

表 5 恒扬数据数据处理产品及解决方案

产品		产品介绍	产品图片
数据处理产品	NGIS 系列正交架构分流器	恒扬数据自主研发的大容量、高密度、具备超高背板交换能力的正交架构分流器，产品最大可支持 1120 个 10GE/25GE/100GE/400GE 接口，达到 51.2T 整机交换能力。产品可部署于 IDC 网络、骨干城域网、4G/5G 移动核心网等网络节点内，用于采集分析 10GE/25GE/100GE/400GE 等链路数据，设备主要应用在三大运营商和信息安全行业的 IDC/ISP 信息安全管理系统、4G 日志留存系统、5G DPI 系统、僵木蠕系统以及其他信息安全系统。	
	FC 系列标准机架式分流器	具有紧凑型高密度的 10GE/100GE/400GE 接入能力，支持精细化的流量采集分析、智能的负载均衡、DPI 数据报文检测等功能，在保证超高处理能力的基础上只需消耗超低的运行功耗。可以广泛运用于网络用户行为分析、IDC 大数据处理，固网移动网数据分析等应用场景，为合作伙伴提供高性价比的业务增值解决方案。	
数据应用解决方案	D-EYE 大数据分析平台	D-EYE 大数据分析平台是以互联网的大数据分析处理为基础，对互联网数据（移动网、固网、专网）和客户自有数据、外部导入数据等多维数据进行智能挖掘分析，实现用户画像、时空多维关联、行为分析、数据治理、信息安全等应用呈现，为客户提供智能化高收益的行业完整解决方案。	

资料来源：上市公司公告、华西证券研究所

目前恒扬数据已进入阿里巴巴供应链体系，恒扬数据产品开发完成后销售给新华三等阿里巴巴集团指定整机生产厂商。若将阿里巴巴集团穿透为最终客户并合并计算，则报告期各期（23、24 及 25Q1）标的公司向阿里巴巴集团销售金额分别为 6,356.27 万元、24,897.59 万元及 14,625.16 万元，占报告期各期营业收入的比例分别为 26.84%、52.63%和 79.81%，占比不断提升。公司与非洲西北部国家重要 A 客户于 2009 年建立了合作关系，合作以来已累计签署多份合作协议。未来，随着中国和 A 客户所在国家“一带一路”合作关系的不断深化，A 客户国内经济的持续向好和产业政策的扶持，以及数据量增加、技术迭代和市场下沉引至的持续性需求，基于客户对恒扬数据技术和服务的认可，预计双方合作具有可持续性。

业绩对赌 3 年累积净利润 3 亿元，本轮收购 PE 约 12.75x。根据《报告书》披露，恒扬数据 2025Q1 实现营业收入 1.83 亿元，扣非归母净利润为 1,091 万元；2024 年实现营业收入 4.73 亿元，同增 99.75%，扣非归母净利润为 8,725 万元，同增 127.96%。本次交易业绩承诺方承诺标的公司于协议约定的补偿期间累积承诺实现净利润不低于 3 亿元（净利润指经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润），其中：2025 年、2026 年及 2027 年各年度实现的净利润分别不低于 0.9 亿元、1.00 亿元、1.10 亿元。若按照 25 年业绩对赌净利润 0.9 亿元进行计算，公司本轮收购 PE 约为 12.75x。

表 6 恒扬数据财务数据（单位：万元）

	2025 年 3 月 31 日		2024 年 12 月 31 日		2023 年 12 月 31 日	
营业收入	18,325.07		47,307.50		23,683.42	
毛利率	16.21%		46.07%		54.09%	
智能计算产品	16,294.83	91.48%	26,375.82	57.93%	7,071.14	32.83%
其中：DPU 产品	16,259.16	91.28%	26,190.09	57.52%	6,770.32	31.43%
交换机	31.74	0.18%	131.37	0.29%	296.99	1.38%
智算一体机	2.96	0.02%	—	—	—	—
其他	0.96	0.01%	54.37	0.12%	3.82	0.02%
数据处理产品及应用解决方案	1,517.59	8.52%	19,157.17	42.07%	14,468.92	67.17%
其中：数据应用解决方案	316.64	1.78%	16,518.55	36.28%	12,084.72	56.10%
正交架构分流器	1,082.22	6.08%	1,758.14	3.86%	1,786.43	8.29%
标准机架式分流器	98.1	0.55%	873.02	1.92%	539.07	2.50%
其他	20.63	0.12%	7.46	0.02%	58.69	0.27%
营业成本	15,354.88		25,513.09		10,872.87	
净利润	1,093.44		8,546.67		3,735.30	

资料来源：深圳市致尚科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）、华西证券研究所

若并购完成公司将实现“光+算”一体融合布局。若后续并购整合完成，公司可实现从“数据传输”向“数据智能传输与处理”的跃迁，从器件供应商升级为“光+算”解决方案商，覆盖更广客户需求。通过“算力+网络”的生态协同，双方技术耦合或将催生软硬一体化的数据中心解决方案，构建在数据通信及计算领域更强的竞争力。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

基本假设：

- **游戏机零部件：**公司产品主要应用于全球知名终端客户，包括N公司、索尼、Meta 等品牌厂商，游戏机零部件业务一方面受公司在终端产品供应料号情况及所占份额影响，另一方面受终端产品更新迭代进度及销售周期影响。随着终端客户新世代产品的推出以及公司供应料号及份额的增加，公司游戏机零部件业务有望迎来持续增长。我们假设公司该板块 2025-2027 年营收分别为 1.58/2.07/3.57 亿元。毛利率方面，随着新料号在终端产品的导入以及新一代终端产品的发售，我们预计公司 2025-2027 游戏机零部件业务的毛利率为 24.00%/25.00%/26.00%。
- **光通信产品：**光纤连接器业务快速发展，已成为公司业绩的重要增长点。公司的光纤连接器已形成了门类齐全、品种繁多的系列产品，主要生产基地位于深圳和越南。后续随着算力基础设施的持续火热建设、产能的释放及新产品的量产，公司光纤连接器业务有望迎来可观的增长。我们假设公司该板块 2025-2027 年营收分别为 5.70/6.28/7.34 亿元。毛利率方面，随着新产品的发布及产能利用率的提升，我们预计公司 2025-2027 公司光纤连接器的毛利率分别为 30.00%/31.00%/32.00%。
- **连接器：**公司凭借自身精湛的模具开发及产品设计能力，已开发出专业专业音响类连接器、汽车类连接器及通用类连接器等多个系列数百种规格产品。我们假设公司该板块 2025-2027 营业收入分别为 0.86/0.91/0.95 亿元，毛利率维持在 31.32%。
- **精密制造及其他：**公司于 2022 年开展自动化设备业务，并于 2024 年控股西可实业拓展研磨抛光设备业务，下游主要应用于消费电子制造、半导体等领域。板块业务受下游扩产建设及设备更新升级周期影响。我们假设公司该板块 2025-2027 年营收分别为 1.78/2.02/2.27 亿元，毛利率维持在 27.38%。
- **恒扬数据：**我们假设对恒扬数据的收购于 2026 年完成，并采用《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）》披露的盈利预测，我们假设恒扬数据 2026-2027 年营业收入分别为 6.65/7.69 亿元，毛利率参考 2024 年，为 46.07%，假设 2026-2027 年毛利率稳定在 45%。

综上所述，我们预计 2025-27 年营业收入分别为 10.12、18.13、22.01 亿元，同比+3.84%、+79.20%、+21.42%；毛利率分别为 28.89%、35.15%、35.13%。

表 7 公司主营业务预测（百万元）

亿元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	974.17	1011.56	1812.70	2200.97
yoy	94.07%	3.84%	79.20%	21.42%
毛利率	34.53%	28.89%	35.15%	35.13%
游戏机零部件	204.34	157.87	206.76	356.57
yoy	-19.16%	-21.07%	30.97%	72.46%
毛利率	29.45%	24.00%	25.00%	26.00%
光通信产品	480.93	569.59	628.34	733.60
yoy	-	18.43%	10.32%	16.75%
毛利率	39.74%	30.00%	31.00%	32.00%
连接器	82.21	86.32	90.63	95.16
yoy	-	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	32.62%	31.32%	31.32%	31.32%
精密制造及其他	186.97	178.08	201.89	227.08
yoy	-	-4.75%	13.37%	12.48%
毛利率	27.10%	27.38%	27.38%	27.38%
恒扬数据	-	-	665.36	768.85
yoy	-	-	19.21%	15.55%
毛利率	-	-	45.00%	45.00%
其他	19.71	19.71	19.71	19.71
yoy	34.45%	-	-	-
毛利率	38.66%	39.00%	39.00%	39.00%

资料来源：Wind，华西证券研究所

5.2. 相对估值

我们选取游戏机、光通信及算力三大领域 5 家公司作为可比公司。2025-2027 年可比公司平均 PE 为 61.91x、44.00x、33.52x。我们预计公司 2025-27 年营业收入分别为 10.12、18.13、22.01 亿元，同比+3.8%、+79.2%、+21.4%；归母净利润分别为 2.23、2.04、2.48 亿元，同比+230.7%、-8.3%、+21.6%；EPS 分别为 1.73、1.59、1.93 元。2025 年 9 月 22 日股价为 96.97 元，对应 PE 分别为 56.08x、61.13x、50.28x。考虑到公司光通信业务前景可期，后续并购成功有望进一步增厚公司利润丰富公司业务结构，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8 可比公司估值

行业	公司	代码	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
游戏机	南极光	300940.SZ	30.06	1.13	1.68	2.06	26.62	17.90	14.57
光通信	太辰光	300570.SZ	116.46	1.95	2.99	4.34	59.67	38.92	26.85
	仕佳光子	688313.SH	78.02	0.94	1.42	1.91	82.81	54.77	40.91
算力	恒为科技	603496.SH	31.50	0.41	0.54	0.69	79.13	60.04	46.41
	迪普科技	300768.SZ	18.99	0.31	0.39	0.49	61.34	48.36	33.52
平均							61.91	44.00	33.52
致尚科技		301486.SZ	96.97	1.73	1.59	1.93	56.08	61.13	50.28

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：可比公司数据均为 Wind 一致预期，时间截至 2025 年 9 月 17 日

6. 风险提示

下游需求不及预期，新产品量产进度不及预期，收购资产事项尚未完成存在不确定性。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	974	1,012	1,813	2,201	净利润	115	254	224	270
YoY (%)	94.1%	3.8%	79.2%	21.4%	折旧和摊销	68	83	85	86
营业成本	638	719	1,175	1,428	营运资金变动	-62	298	-305	-126
营业税金及附加	11	8	16	20	经营活动现金流	110	433	-13	204
销售费用	51	59	109	132	资本开支	-119	-333	-726	-10
管理费用	111	103	197	236	投资	-289	-138	0	0
财务费用	-18	-1	-9	1	投资活动现金流	-392	-409	-690	34
研发费用	62	53	107	127	股权募资	3	804	0	0
资产减值损失	-9	-9	-9	-9	债务募资	0	0	0	0
投资收益	22	223	36	44	筹资活动现金流	-114	629	-158	-191
营业利润	133	282	248	299	现金净流量	-390	653	-861	47
营业外收支	-7	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	126	282	248	299		2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	11	28	24	29	成长能力				
净利润	115	254	224	270	营业收入增长率	94.1%	3.8%	79.2%	21.4%
归属于母公司净利润	67	223	204	248	净利润增长率	-7.8%	230.7%	-8.3%	21.6%
YoY (%)	-7.8%	230.7%	-8.3%	21.6%	盈利能力				
每股收益	0.53	1.73	1.59	1.93	毛利率	34.5%	28.9%	35.2%	35.1%
资产负债表 (百万元)					净利率	6.9%	22.0%	11.3%	11.3%
货币资金	363	1,016	154	201	总资产收益率 ROA	4.0%	7.2%	5.5%	6.2%
预付款项	16	15	27	32	净资产收益率 ROE	2.7%	6.7%	6.0%	7.2%
存货	218	221	368	441	偿债能力				
其他流动资产	1,475	1,239	1,585	1,743	流动比率	5.65	7.77	3.98	3.64
流动资产合计	2,072	2,491	2,134	2,417	速动比率	2.63	5.58	2.35	2.20
长期股权投资	3	6	6	6	现金比率	0.99	3.17	0.29	0.30
固定资产	590	729	685	634	资产负债率	14.8%	10.4%	14.9%	17.0%
无形资产	44	137	141	145	经营效率				
非流动资产合计	1,023	1,443	2,086	2,011	总资产周转率	0.34	0.29	0.44	0.51
资产合计	3,095	3,934	4,220	4,429	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.53	1.73	1.59	1.93
应付账款及票据	257	229	388	483	每股净资产	19.31	25.95	26.34	26.81
其他流动负债	110	91	149	181	每股经营现金流	0.85	3.37	-0.11	1.58
流动负债合计	367	320	537	664	每股股利	0.40	1.31	1.20	1.46
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	93	90	90	90	PE	182.96	56.08	61.13	50.28
非流动负债合计	93	90	90	90	PB	2.48	3.74	3.68	3.62
负债合计	459	411	627	754					
股本	129	147	147	147					
少数股东权益	151	183	203	225					
股东权益合计	2,636	3,523	3,593	3,674					
负债和股东权益合计	3,095	3,934	4,220	4,429					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。