

光模块行业新锐，享 AI 时代发展机遇

华泰研究

2025 年 10 月 22 日 | 中国内地

首次覆盖

通信设备制造

首次覆盖联特科技，并给予增持评级，目标价 107.37 元，对应 2026 年 PE 62x。我们看好公司发展机遇，基于：1) AI 时代，光模块产业将迎来多维度积极变化，我们预计光模块市场空间有望相较于此前云计算时代显著扩张，产业链厂商有望迎接广阔的发展机遇。2) 联特科技深耕于光模块行业，成长驱动力已实现由电信市场向数通市场的切换，2024 年起业绩迎来拐点。目前公司已积累多家海外优质客户，未来有望基于产能、交付能力、性价比等优势进一步开拓海外数通市场的客户群体，成长天花板有望打开。

深耕光模块行业，发力数通业务，成长天花板打开

公司自成立以来深耕光模块业务，初期产品以长距离波分复用光模块为主，后期切入数通光模块市场，获得更为广阔的发展空间。根据 2024 年年报，公司基于 EML 调制技术的 400G 光模块已形成大批量发货，800G 光模块处于小批量阶段，1.6T 光模块已送样。在高速率数通光模块业务持续开拓的驱动下，1H25 公司收入同比增长 15.43%至 5.04 亿元，归母净利润同比增长 14.02%至 0.35 亿元。我们认为随着公司海外数通市场的进一步开拓，未来成长天花板有望打开。

海外市场份额有望提升，享受 AI 算力链需求红利

公司作为国内少数具备 100G~800G 高速率光模块研发设计和批量化生产能力的厂商，凭借良好的产品质量一致性和稳定性，目前已积累 NOKIA、Arista、Ciena、中兴通讯、新华三等国内外优质客户。目前公司积极推进在马来西亚等海外工厂的产能建设，助力海外市场加速开拓。基于公司在海外产能、研发、生产成本、交付能力等多方面优势，我们看好公司未来在海外数通市场客户群体的进一步开拓，充分享受全球 AI 算力链红利。

我们与市场观点不同之处

市场认为公司成长天花板有限，而我们认为随着公司在海外数通市场的进一步开拓，公司有望实现业绩端的快速增长。根据 2024 年年报，公司基于 EML 调制技术的 400G 光模块已形成大批量发货，800G 光模块处于小批量阶段。我们认为海外云厂商在加码 AI 投资的背景下，其对于高速光模块需求预计进一步显著扩张（根据 LightCounting 数据及预测，2024 年全球数通光模块市场规模达 107 亿美金，yoy+93%，预计 2026 年突破 200 亿美金），有望带给新供应商导入窗口期。基于公司在海外产能、研发、生产成本、交付能力等多方面优势，我们看好公司未来在海外数通市场的发展机遇。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 1.08/2.25/4.02 亿元，可比公司 2026 年 PE Wind 一致预期均值为 46x，考虑到公司向 800G、1.6T 等高端产品线的快速突破，以及未来在海外市场发展潜力，给予公司 2026 年 62 倍 PE，对应目标价为 107.37 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：AI 产业发展不及预期；光模块行业竞争加剧；公司海外市场开拓不及预期。

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

107.37

王兴

SAC No. S0570523070003
SFC No. BUC499

研究员

wangxing@htsc.com
+(86) 21 3847 6737

高名彦

SAC No. S0570523080006
SFC No. BUP971

研究员

gaomingyao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王珂

SAC No. S0570524080005
SFC No. BWA966

研究员

wangke020520@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

陈越兮*

SAC No. S0570525070005

研究员

chenyuxi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

唐攀尧*

SAC No. S0570124040002

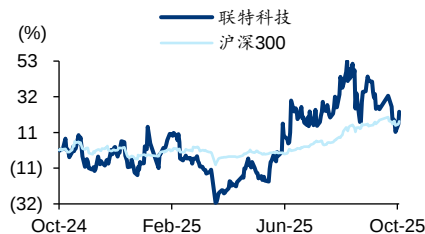
联系人

tangpanyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

收盘价(人民币 截至 10 月 21 日)	95.80
市值(人民币百万)	12,429
6 个月平均日成交额(人民币百万)	750.81
52 周价格范围(人民币)	53.65-119.22

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	891.05	1,063	1,708	2,603
+/-%	47.11	19.31	60.71	52.36
归属母公司净利润(百万)	92.95	107.60	224.69	401.76
+/-%	250.99	15.76	108.82	78.80
EPS(最新摊薄)	0.72	0.83	1.73	3.10
ROE(%)	6.15	6.76	12.49	18.42
PE(倍)	133.72	115.51	55.32	30.94
PB(倍)	8.23	7.80	6.91	5.70
EV/EBITDA(倍)	72.25	61.57	35.55	21.95
股息率(%)	0.21	0.15	0.15	0.14

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,028	1,322	1,250	1,445	1,677
现金	187.04	226.62	226.77	262.24	405.77
应收账款	132.51	106.24	130.00	211.70	261.58
其他应收账款	17.94	24.64	26.15	55.48	68.90
预付账款	2.39	10.76	4.93	20.28	18.12
存货	365.86	539.71	441.62	471.97	492.25
其他流动资产	322.44	414.26	420.63	423.80	429.90
非流动资产	712.37	897.42	958.80	1,162	1,274
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	257.94	676.72	725.67	894.13	962.31
无形资产	37.66	50.48	54.40	56.90	57.35
其他非流动资产	416.77	170.22	178.74	210.50	254.20
资产总计	1,741	2,220	2,209	2,607	2,950
流动负债	308.91	682.62	588.08	775.82	736.99
短期借款	149.06	330.22	330.22	330.22	330.22
应付账款	120.59	261.39	184.67	272.13	290.34
其他流动负债	39.25	91.01	73.19	173.48	116.44
非流动负债	10.03	26.04	28.18	32.09	31.72
长期借款	0.00	0.00	2.14	6.05	5.68
其他非流动负债	10.03	26.04	26.04	26.04	26.04
负债合计	318.93	708.66	616.26	807.91	768.71
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	129.74	129.74	129.74	129.74	129.74
资本公积	1,055	1,055	1,055	1,055	1,055
留存公积	236.91	323.38	411.90	590.05	900.55
归属母公司股东权益	1,422	1,511	1,593	1,799	2,182
负债和股东权益	1,741	2,220	2,209	2,607	2,950

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	118.50	118.72	159.70	343.05	388.81
净利润	26.48	92.95	107.60	224.69	401.76
折旧摊销	58.13	68.36	78.79	99.52	119.78
财务费用	(7.24)	(10.96)	0.13	0.02	3.42
投资损失	(2.77)	(3.76)	(2.39)	(2.44)	(2.84)
营运资金变动	5.69	(93.54)	(23.16)	21.83	(133.93)
其他经营现金	38.20	65.68	(1.27)	(0.57)	0.62
投资活动现金	(511.29)	(256.06)	(133.41)	(294.33)	(222.65)
资本支出	(418.37)	(170.54)	(139.08)	(300.43)	(232.13)
长期投资	(92.94)	(95.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.02	9.48	5.67	6.11	9.48
筹资活动现金	39.74	167.65	(26.14)	(13.26)	(22.63)
短期借款	59.99	181.15	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	2.14	3.91	(0.37)
普通股增加	57.66	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(57.66)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(20.26)	(13.50)	(28.29)	(17.17)	(22.26)
现金净增加额	(351.67)	36.58	0.15	35.47	143.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	605.72	891.05	1,063	1,708	2,603
营业成本	453.24	620.60	736.00	1,142	1,687
营业税金及附加	1.42	3.34	2.35	4.11	6.97
营业费用	20.51	22.79	24.45	37.59	54.66
管理费用	38.47	61.82	69.10	107.63	156.18
财务费用	(7.24)	(10.96)	0.13	0.02	3.42
资产减值损失	(42.29)	(68.25)	(47.84)	(68.34)	(104.12)
公允价值变动收益	7.27	5.73	3.47	4.34	5.20
投资净收益	2.77	3.76	2.39	2.44	2.84
营业利润	22.77	94.07	111.81	234.67	420.59
营业外收入	0.04	6.73	1.71	2.13	2.65
营业外支出	0.13	0.66	0.25	0.28	0.33
利润总额	22.67	100.13	113.27	236.52	422.91
所得税	(3.81)	7.18	5.66	11.83	21.15
净利润	26.48	92.95	107.60	224.69	401.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	26.48	92.95	107.60	224.69	401.76
EBITDA	75.55	168.31	197.50	341.19	546.11
EPS (人民币, 基本)	0.20	0.72	0.83	1.73	3.10

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(26.55)	47.11	19.31	60.71	52.36
营业利润	(81.65)	313.21	18.85	109.89	79.22
归属母公司净利润	(76.62)	250.99	15.76	108.82	78.80
获利能力 (%)					
毛利率	25.17	30.35	30.77	33.16	35.18
净利率	4.37	10.43	10.12	13.15	15.43
ROE	1.86	6.15	6.76	12.49	18.42
ROIC	2.12	8.32	9.42	16.72	25.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.32	31.93	27.90	30.99	26.05
净负债比率 (%)	(2.01)	7.90	7.48	4.93	(2.51)
流动比率	3.33	1.94	2.13	1.86	2.27
速动比率	2.11	1.10	1.34	1.21	1.56
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.45	0.48	0.71	0.94
应收账款周转率	4.37	7.46	9.00	10.00	11.00
应付账款周转率	3.80	3.25	3.30	5.00	6.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.72	0.83	1.73	3.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.92	1.23	2.64	3.00
每股净资产(最新摊薄)	10.96	11.65	12.28	13.87	16.82
估值比率					
PE (倍)	469.34	133.72	115.51	55.32	30.94
PB (倍)	8.74	8.23	7.80	6.91	5.70
EV EBITDA (倍)	160.26	72.25	61.57	35.55	21.95

正文目录

核心观点	4
与市场不同观点.....	4
公司股价历史复盘	4
光模块行业新锐，深耕电信&数通光模块业务	6
深耕电信&数通市场光模块业务，客户群体优质	6
公司股权结构清晰，管理层具备丰富的光电子产业背景	6
光模块：训练&推理需求共振向上，关注新供应商导入机遇	8
海外科技大厂坚定投入 AI 算力，Capex 仍处于上升周期	8
北美大集群加速建设，800G、1.6T 光模块需求延续高增	8
行业竞争格局：东升西落趋势有望延续，关注新晋供应商机遇	11
立足电信市场进军数通业务，成长天花板打开	13
公司立足电信市场，在波分复用光模块市场处于领先地位	13
基于技术&交付能力优势，公司已积累多家海外优质客户	13
进军数通光模块领域，实现增长动能切换	14
头部公司成长路径启示：切入北美数通市场，长期成长天花板打开	16
布局海外产能，马来西亚子公司全面投入运营	17
盈利预测及估值	19
财务数据复盘：高速率光模块收入占比持续提升，2024 年业绩迎反转拐点	19
未来盈利预测	21
估值分析	22
风险提示	23

核心观点

我们看好公司发展机遇，基于——1) AI 时代，光模块产业将迎来多维度积极变化，我们预计光模块市场空间有望相较于此前云计算时代显著扩张，产业链厂商有望迎接广阔的发展机遇：随着 2022 年底 ChatGPT 的出圈，北美头部科技厂商陆续开启对生成式 AI 的大规模投入：2Q23 起 Capex 进入快速上行通道，2Q25 微软、亚马逊、Meta、谷歌四大厂商合计 PPE 口径资本开支同比提升 69%至 874 亿美元，再创历史新高。根据英伟达在 8 月业绩会中的判断，预计全球 AI 基础设施投资规模将由 2025 年的 6000 亿美金增长至 2030 年的 3-4 万亿美金。光模块作为 AI 算力集群中的核心组件之一，在此背景下，我们看好光模块产业未来发展前景。

2) 联特科技深耕于光模块行业，成长驱动力已实现由电信市场向数通市场的切换，2024 年起业绩迎来拐点。公司在产品技术、客户结构、产能布局等维度均具备较高竞争力：①产品技术方面，公司深耕光模块行业，是国内少数具备 100G/200G/400G/800G 高速率光器件研发设计和批量化生产能力的厂商，目前公司基于 EML 调制技术的 400G 光模块产品已大批量出货，800G 光模块小批量出货；1.6T 光模块已处于样品测试阶段；②客户结构方面，公司经过多年在海外市场的积累，已与 NOKIA、Arista、ADTRAN、Halo、Google Fiber、Ciena、Infinera 等优质海外客户形成合作；③产能方面，公司积极布局国内与海外生产线，4Q23 公司马来西亚制造中心投产；2024 年公司国内“高速光模块及 5G 通信光模块建设项目”和“联特科技研发中心建设项目”投产运营，已形成境内外“双运营中心”的格局。我们认为公司未来有望基于产能、交付能力、性价比等优势进一步开拓海外数通市场的客户群体，成长天花板有望打开。

我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 1.08/2.25/4.02 亿元，可比公司 2026 年 PE Wind 一致预期均值为 46x（三家可比公司 PE 估值方差较大，主要系各家可比公司业务布局仍有所区别，以及可比公司所处成长阶段有所不同所致），考虑到公司向 800G、1.6T 等高端产品线的快速突破，以及未来在海外市场发展潜力，给予公司 2026 年 62 倍 PE，对应目标价为 107.37 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

与市场不同观点

市场认为公司成长天花板有限，而我们认为随着公司在海外数通市场的进一步开拓，公司有望实现业绩端的快速增长。我们认为行业头部厂商新易盛的成长路径（成功切入北美云厂商供应链，打开成长天花板）对于推演联特科技未来发展有一定启示意义。联特科技初期产品以电信光模块为主，后期切入数通光模块市场，获得更为广阔的发展空间。根据 2024 年年报，公司基于 EML 调制技术的 400G 光模块已形成大批量发货，800G 光模块处于小批量阶段；根据公司于 2025 年 6 月发布的投资者关系记录表，目前公司 1.6T 光模块已处于样品测试阶段。我们认为海外云厂商在加码 AI 投资的背景下，其对于高速光模块需求预计进一步显著扩张，有望带给新供应商导入窗口期。公司基于在海外产能、研发、生产成本、交付能力等多方面优势，我们看好公司未来在海外数通市场份额的进一步提升，享受全球 AI 算力链红利。

公司股价历史复盘

公司自 2022 年 9 月登陆创业板至今，股价大致可分为四个阶段：①2022 年 9 月~2023 年 2 月：受国内 5G 网络建设放缓、海外数据中心需求波动等因素影响，公司订单出现了一定的下滑，股价承压；②2023 年 2 月~2023 年 7 月：市场交易在全球 AI 算力侧投资加码背景下，光通信产业链的广阔发展前景，公司股价相较于创业板指有明显的超额收益；③2023 年 7 月~2025 年 4 月：随着 2H23 大盘调整、风险偏好下降，公司股价开始大幅调整，此后 2023/11~2025/4 期间公司股价基本跟随大盘走势波动；④2025 年 5 月至今：随着地缘政治风险稀释、北美云厂商陆续在业绩会中重申对于 AI Capex 的表态、2026 年光模块市场需求指引逐步明确等因素催化下，海外算力链 β 持续回暖，公司股价亦呈现明显反弹。

图表1：联特科技历史股价涨跌幅复盘



资料来源：Wind，华泰研究

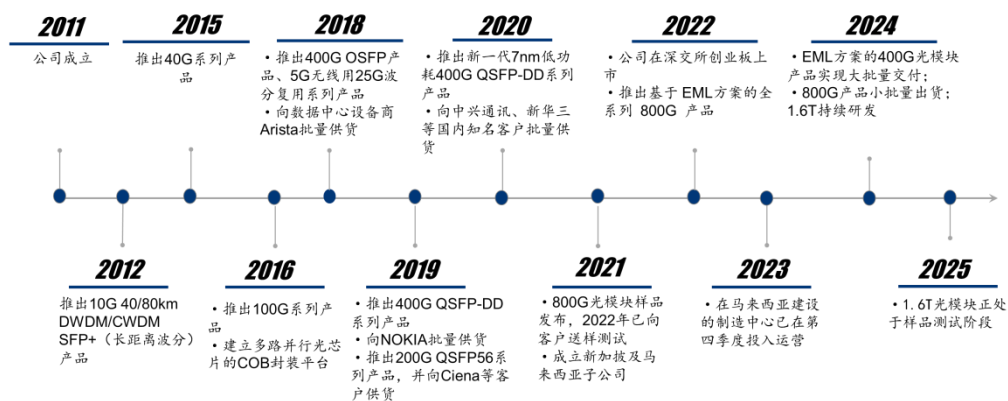
光模块行业新锐，深耕电信&数通光模块业务

深耕电信&数通市场光模块业务，客户群体优质

公司自成立起深耕光模块业务，下游客户群体优质。联特科技成立于 2011 年 10 月，总部位于湖北省武汉市，于 2022 年 9 月在创业板上市。公司自成立以来专注于光通信收发模块的研发、生产和销售，坚持自主创新和差异化竞争的发展战略，在光电芯片集成、光器件、光模块的设计及生产工艺方面掌握一系列关键技术，具备了光芯片到光器件、光器件到光模块的设计制造能力。公司依靠自主研发的核心技术，致力于开发高速率、智能化、低成本、低功耗的中高端光模块产品，为电信、数通等领域的客户提供光模块解决方案。根据公司 2024 年年报，公司为 NOKIA、Arista、ADTRAN、Halo 等国际知名通信行业客户，以及中兴通讯、新华三、锐捷网络、浪潮等国内知名电信或网络设备制造商提供光模块解决方案。

起家于电信市场产品，持续进军数通市场。根据公司招股书，公司成立初期产品以 10G 长距离波分复用产品为主；伴随着无线通信近十年完成了从 3G 到 4G 再到 5G 的迭代，公司针对性的实现产品速率从 6G、10G 到 25G 的演化，其中适用于 5G 无线前传的 25G 波分复用产品于 2018 年领先市场推出，之后公司相继推出了 5G 中回传 50G、100G、200G 系列产品，在 2020 年我国 5G 开始大规模建设时，为公司抢占市场先机。另一方面，随着大型数据中心建设的快速发展，高速光模块需求持续增大，公司紧跟市场需求，从 2015 年起开发了 40G 系列产品。根据 2024 年年报，公司基于 EML 调制技术的 400G 光模块已大批量发货，800G 光模块处于小批量阶段。

图表2：联特科技发展历程：公司自成立起深耕于光模块领域



资料来源：公司招股书，公司年报，华泰研究

公司股权结构清晰，管理层具备丰富的光电子产业背景

公司股权结构清晰，张健与杨现文为实际控制人。张健为公司董事长、总经理；杨现文为公司董事、副总经理。张健与杨现文为一致行动人，共同为公司的控股股东和实际控制人。根据公司于 2025 年 9 月 16 日发布的公告，截止 2025 年 9 月 14 日，张健和杨现文合计直接持有公司表决权比例为 34.62%，其中张健直接持有公司 21.14% 的股权，并通过同创光通、优耐特间接持有公司部分股权；杨现文直接持有公司股份 13.48%。

图表3： 公司前 10 大股东名单（截止 1H25 末）

股东名称	持股数量（股）	占股本比例（%）	持有限售股数量（股）
张健	27,429,300	21.14	27,429,300
杨现文	17,492,760	13.48	17,492,760
吴天书	9,366,840	7.22	9,366,840
李林科	7,496,820	5.78	7,496,820
武汉同创光通管理咨询合伙企业（有限合伙）	6,487,180	5	0
武汉优耐特企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	4,057,320	3.13	0
深圳同创伟业资产管理股份有限公司 — 深圳南海成长同赢股权投资基金（有限合伙）	3,872,440	2.98	0
深圳国中创业投资管理有限公司 — 深圳国中中小企业发展私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2,857,720	2.2	0
深圳同创锦绣资产管理有限公司 — 苏州同创同运同享科技创业投资合伙企业（有限合伙）	1,951,480	1.5	0
香港中央结算有限公司	1,861,401	1.43	0

资料来源：公司 2025 年半年度报，华泰研究

公司核心管理层在光电子行业拥有丰富的管理与技术背景。根据公司 2024 年年报，董事长**张健**先生曾任职于武汉高技术创业发展股份有限公司、武汉电信器件有限公司，现任联特科技董事长、总经理；**杨现文**先生曾任职于武汉电信器件有限公司，现任公司董事兼副总经理；**吴天书**先生曾任职于武汉电信器件有限公司，现任公司董事兼副总经理；**李林科**先生曾任职于武汉电信器件有限公司，现任公司董事兼副总经理；**肖明**先生曾先后任职于中天科技、上海贝尔阿尔卡特朗讯、Tellabs（现 Infinera）、思科系统（中国）、普修斯科技（上海）、苏州天孚通信等，现任公司董事会秘书、副总经理；**罗楠**女士曾任职于神龙汽车、北京云杉世界、岚图汽车等，现任公司财务总监。

图表4： 公司部分高管简介

姓名	职务	简介
张健	董事长； 总经理	1974 年出生，中国籍，无境外永久居留权，毕业于武汉大学工商管理专业，硕士研究生学历。1996 年 7 月至 1998 年 3 月任职于武汉高技术创业发展股份有限公司；1998 年 3 月至 2011 年 8 月任职于武汉电信器件有限公司；2011 年 10 月至 2020 年 9 月，先后任联特有限执行董事、董事长兼总经理；2020 年 9 月至今，任联特科技董事长兼总经理。
杨现文	董事； 副总经理	1978 年出生，中国籍，无境外永久居留权，毕业于华中科技大学光学工程专业，硕士研究生学历。2001 年 7 月至 2011 年 1 月任职于武汉电信器件有限公司；2011 年 10 月至 2020 年 9 月，先后任联特有限监事、副总经理、董事。2020 年 9 月至今，任联特科技董事兼副总经理。
吴天书	董事； 副总经理	1980 年 8 月出生，中国籍，无境外永久居留权，毕业于武汉大学物理学专业，硕士研究生学历。2005 年 6 月至 2011 年 3 月任职于武汉电信器件有限公司；2011 年 10 月至 2020 年 9 月，先后任联特有限副总经理、董事。2020 年 9 月至今，任联特科技董事兼副总经理。
李林科	董事； 副总经理	1982 年出生，中国籍，无境外永久居留权，毕业于大连理工大学光学工程专业，硕士研究生学历。2007 年 7 月至 2010 年 11 月任职于武汉电信器件有限公司；2011 年 10 月至 2020 年 9 月，任联特有限副总经理。2020 年 9 月至今，任联特科技董事兼副总经理。
肖明	董事会秘书； 副总经理	1978 年出生，中国籍，无境外永久居留权，毕业于复旦大学工商管理专业，硕士研究生学历。2001 年至 2017 年曾先后任职于中天科技有限公司、上海贝尔阿尔卡特朗讯、Tellabs（现 Infinera）、思科系统（中国）研发有限公司。2018 年至 2019 年担任普修斯科技（上海）有限公司 CEO 职务；2019 年至 2022 年先后担任苏州天孚光通信股份有限公司副总经理职务、TFC COMMUNICATION USA INC.（苏州天孚光通信股份有限公司之美国子公司）总经理职务。2023 年 2 月起任联特科技副总经理，2024 年 5 月起任董事会秘书。
罗楠	财务总监	1982 年 5 月出生，中国籍，无境外永久居留权，2004 年本科毕业于中南财经政法大学，获管理学、法学双学位。2004 年至 2023 年曾先后任职于神龙汽车有限公司、北京云杉世界信息技术有限公司、岚图汽车科技有限公司，担任财务经理、财务副总监、财务高级总监等职务；2024 年 3 月至今担任武汉联特科技股份有限公司财务总监。

资料来源：公司 2024 年年报、华泰研究

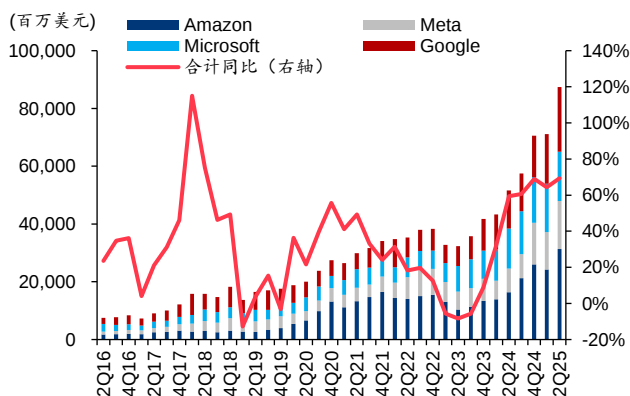
光模块：训练&推理需求共振向上，关注新供应商导入机遇

海外科技大厂坚定投入 AI 算力，Capex 仍处于上升周期

从 Capex 来看，海外大厂继续坚定投资 AI 算力。随着 2022 年底 ChatGPT 的出圈，北美头部科技厂商陆续开启对生成式 AI 的大规模投入：2Q23 起 Capex 进入快速上行通道，根据最新财报数据，2Q25 微软、亚马逊、Meta、谷歌四大厂商合计 PPE 口径资本开支同比提升 69% 至 874 亿美元，再创历史新高。2025 年 7 月，谷歌在业绩会中上调全年 Capex 指引至 850 亿美金（前值：750 亿美金），且预计 2026 年仍会进一步提升；Meta 预计 2025 年资本支出（含融资租赁）区间上调至 660-720 亿美元（前值为 640-720 亿美元）；微软预计 1QFY26（CY: 3Q25）资本支出超 300 亿美元，延续环比高增长；亚马逊预计二季度资本支出率可合理代表 2025 年下半年各季度资本投资率。

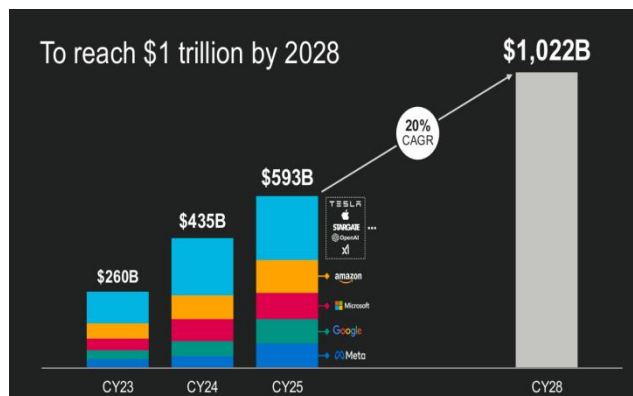
根据 Marvell 公司在 6 月 AI 投资者日交流会中的判断，预计 2025 年北美科技大厂（四大厂商以及 Oracle、特斯拉、xAI、OpenAI、苹果等）合计 Capex 有望达 5900 亿美金，并预计 2028 年将突破 1 万亿美金；英伟达在 8 月业绩会中的判断，预计全球 AI 基础设施投资规模将由 2025 年的 6000 亿美金增长至 2030 年的 3-4 万亿美金。

图表5：北美四大厂商季度资本开支情况



资料来源：各公司财报，华泰研究

图表6：Marvell 预测 28 年云厂商将达到万亿美元级资本开支



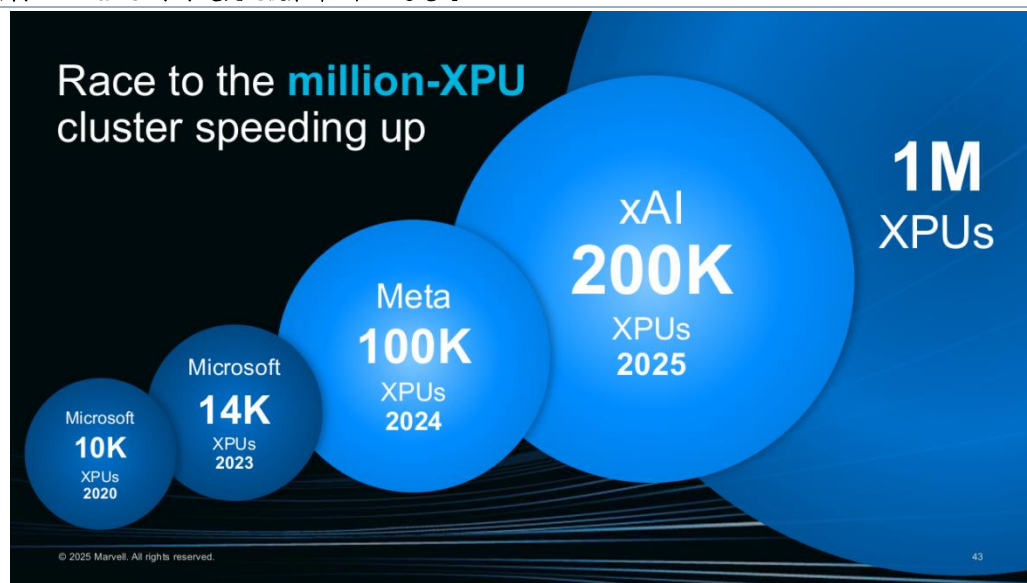
资料来源：Marvell Custom AI Investor Event（2025 年 6 月 17 日），华泰研究

北美大集群加速建设，800G、1.6T 光模块需求延续高增

展望 2H25 以及 2026 年，我们认为光通信产业值得关注如下趋势：1）北美超大规模 GPU 集群趋势依旧明确，在此背景下，我们看好光模块市场的需求前景；2）800G 光模块需求有望延续高增长，且随着英伟达 CX-8 网卡有望于 2H25 导入，1.6T 光模块需求预计开启批量出货；3）光互联有望由 Scale out 向 Scale up 渗透，推动其在 AI 算力价值链中占比的提升。

大规模集群趋势依旧明确。博通曾在 2024 年 3 月底召开的 AI 投资者交流日中提到，公司正在为客户潜在的 100 万节点集群所需的网络基础设施做准备。而 2025 年初 DeepSeek 的出圈引发市场对于大集群趋势的质疑，而我们观察到北美大集群趋势依旧明确：GTC 2025 的演讲中，英伟达 CEO 黄仁勋表示在未来 Rubin 系列的产品周期中，将会打造数十万卡的大集群；2025 年 6 月，博通在业绩会中再度重申，预计至少三家客户将在 2027 年部署百万卡集群；Marvell 在投资者日中亦强调，客户的百万卡集群正在加速建设。在超大规模 GPU 集群趋势依旧明确的背景下，我们看好配套 800G、1.6T 等高速率光模块市场的需求前景。

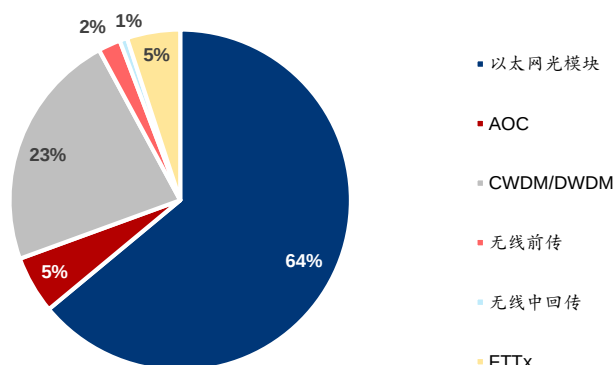
图表7: Marvell 表示超大规模集群正在加速建设



资料来源: Marvell 官网, 华泰研究

全球光模块市场持续增长, 以太网产品占比最高。根据 LightCounting 于 2025 年 4 月的统计及预测, 2024 年全球光模块总市场规模合计达 163 亿美金, 同比增长 42%。从结构来看, 以太网光模块 (主要用于数据中心内部, 属于数通市场) 占比最高, 2024 年占比达 64%; 其次为 CWDM/DWDM 光模块 (包括相干光模块, 用于 DCI 等长距离领域), 占比达 23%。

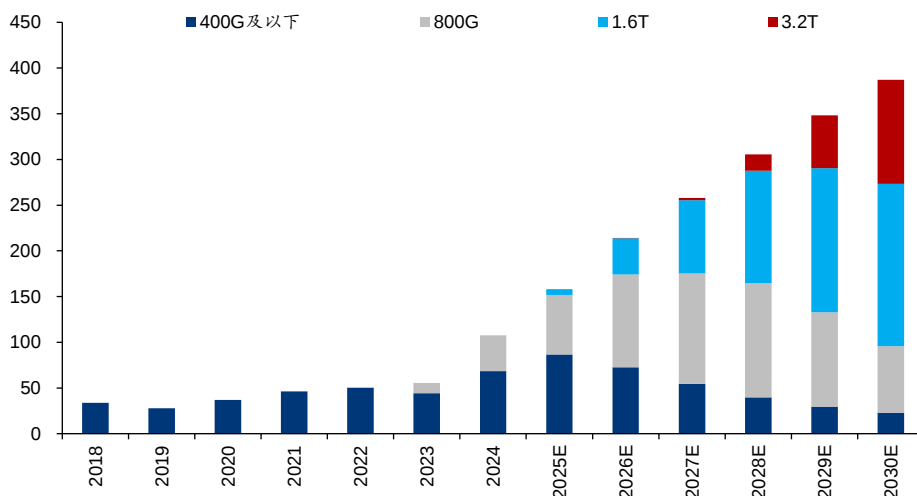
图表8: 2024 年全球光模块市场结构 (按金额)



资料来源: LightCounting, 华泰研究

AI 需求驱动下, 全球以太网光模块需求呈现快速扩张。我们认为随着 AI 训练与推理需求的共振向上, 光模块 (下文中如无特殊说明, 光模块均特指以太网光模块) 需求有望延续快速增长态势。根据 LightCounting 的预测, 在全球云厂商加码 AI 资本开支背景下, 预计 2026 年市场规模有望突破 200 亿美金, 其中 800G 光模块为核心品类, 且 1.6T 亦有望贡献新增量。

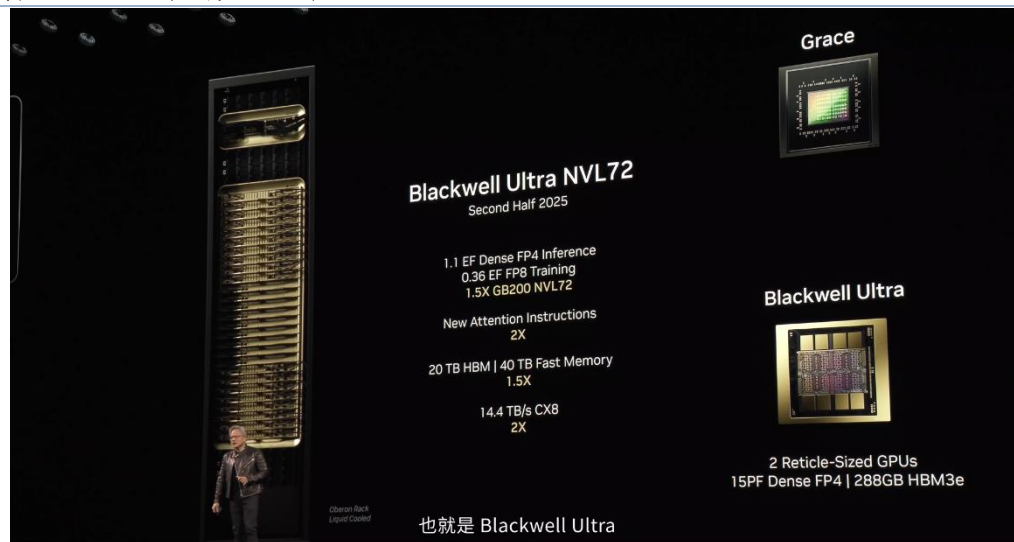
图表9：全球光模块市场规模及结构（按速率，单位：亿美元）



资料来源：LightCounting，华泰研究

CX-8 网卡有望于 2H25 导入，驱动 1.6T 光模块需求释放。根据 2025 年 3 月举办的 GTC 2025，英伟达 GB300 将搭载新一代网卡 CX-8。英伟达于 2025 年 5 月底召开的 1QFY26 业绩会中表示，GB300 产品已于月初交付给云厂商进行送样测试，公司预计 1QFY26 末有望实现量产出货；另一方面，英伟达于 5 月中旬举办的 Computex 大会中 NVIDIA RTX PRO 服务器中亦搭载了 CX-8 网卡。我们认为随着英伟达 CX-8 网卡的投产，有望带动 2025 年下半年 1.6T 光模块需求的批量释放，推动光模块行业头部厂商业绩的加速提升。

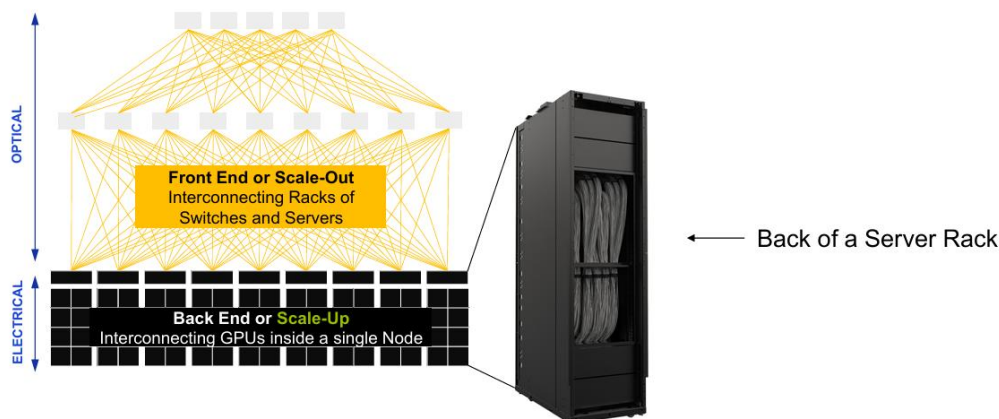
图表10：GB300 将搭载 CX-8 网卡



资料来源：英伟达官网，华泰研究

光互联有望向 Scale up 渗透，推动价值量占比提升。目前光互联已广泛应用于 Scale out 网络，即跨机柜、大规模互联场景；长期来看，我们认为光通信有望向 Scale up 网络渗透，即机柜内部的互联场景。当前 Scale up 网络由于互联距离较短、互联规模有限，仍可继续使用铜连接技术；而未来随着信号传输速率的进一步提升、Scale up 域的进一步扩大，光互联优势有望逐步显现，从而获得渗透率提升机遇。博通在 6 月业绩会中亦表示，Scale up 有望成为未来光互联的重要应用领域之一，可插拔光模块、CPO 等均有有望获得发展机遇。我们认为长期来看，随着光互联向 Scale up 的渗透，光通信在 AI 基础设施投资中的价值量占比有望进一步提升。

图表11：当前光互联应用于 Scale out 领域，未来有望切入 Scale up



资料来源：康宁官网，华泰研究

行业竞争格局：东升西落趋势有望延续，关注新晋供应商机遇

切入头部云厂商供应链，近十余年来国产厂商在全球光模块市场中崛起。近十余年来，国产光模块厂商凭借自身的成本优势、研发能力、交付能力以及满足客户要求的快速响应能力，逐步切入到全球头部云厂商的供应链体系，跟随着优质客户在全球光模块市场中的地位取得大幅提升。据 LightCounting 的统计，2010 年全球光模块销售额前十大供应商中，中国厂商仅有 WTD（后并入光迅科技）一家上榜，位列第九位；而 2024 年上榜中国厂商达到 7 家，分别为中际旭创（第一）、新易盛（第三）、华为海思（第四）、光迅科技（第六）、海信宽带（第七）、华工科技（第九）、索尔思（第十）。

图表12：全球前十大光模块供应商变动情况（2010-2024）

Ranking of Top 10 Transceiver Suppliers				
2010	2018	2023	2024	
Finisar	Finisar	1 Innolight	Innolight	
Opnext	Innolight	2 Coherent	Coherent	
Sumitomo	Hisense	3 Huawei	Eoptolink	
Avago	Accelink	4 Cisco	Huawei	
Source Photonics	FOIT (Avago)	5 Accelink	Cisco	
Fujitsu	Lumentum/Oclaro	6 Hisense	Accelink	
JDSU	Acacia	7 Eoptolink	Hisense	
Emcore	Intel	8 HGGenuine	Marvell	
WTD	AOI	9 Source Photonics	HGGenuine	
NeoPhotonics	Sumitomo	10 Marvell	Source Photonics	

资料来源：LightCounting，华泰研究

关注新晋供应商机遇。我们认为海外云厂商在加码 AI 算力投资的背景下，未来其对于 400G、800G、1.6T 等高速光模块需求预计仍将进一步显著扩张，有望带给新晋供应商导入窗口期。我们建议关注在交付能力、技术实力、海外工厂产能等方面具备优势的新晋厂商，未来有望获得导入北美云厂商供应链的机遇，进一步扩大在海外数通市场的份额，享受本轮 AI 算力产业链发展红利。根据联特科技 2024 年年报，公司是国内少数具备 100G/200G/400G/800G 高速率光器件研发设计和批量化生产能力的厂商，产品的质量一致性和稳定性已得到 NOKIA、Arista、ADTRAN、Halo、GoogleFiber、Ciena、Infinera 等国外一流客户认可，我们看好公司未来在海外数通市场发展前景。



图表13：联特科技与中际旭创、新易盛等行业头部厂商的多维度对比

	联特科技	中际旭创	新易盛
产品&技术	基于 EML 调制技术的 400G 光模块大批量出货，800G 光模块小批量出货；1.6T 光模块处于样品测试阶段	400G、800G 光模块大批量出货；1.6T 光模块 2Q25 已有出货，下半年将持续上量	400G、800G 产品大量出货；1.6T 产品预计 2025 年下半年起量
下游客户	NOKIA、Arista、ADTRAN、Halo、Google Fiber、Ciena、Infinera、中兴通讯、新华三、烽火通信、锐捷、浪潮等国际国内知名通信电信行业客户及网络设备制造商	云计算数据中心、数据通信、5G 无线网络、电信传输和固网接入等领域国内外客户	服务于人工智能/机器学习集群、云数据中心、数据通信、5G 无线网络、电信传输、固网接入等领域的国内外客户，分为国内外通信设备制造商、互联网厂商和经销商三类
产能规划	4Q23 马来西亚制造中心投产；2024 年公司国内“高速光模块及 5G 通信光模块建设项目”和“联特科技研发中心建设项目”投产运营。目前公司的武汉未来城科技园区和马来西亚生产制造中心全面投运，已形成境内外“双运营中心”的格局	1Q25 泰国工厂出货比例显著提升，预计 2Q25 泰国工厂出货量可满足北美客户订单需求。国内公司持续推进建设“铜陵旭创高端光模块生产基地项目”，建设新增“铜陵旭创高端光模块产业园三期项目”	泰国工厂一期 2023 年建成投产，二期 2024 年末建成并在 2025 年初投产

资料来源：各公司公告，华泰研究

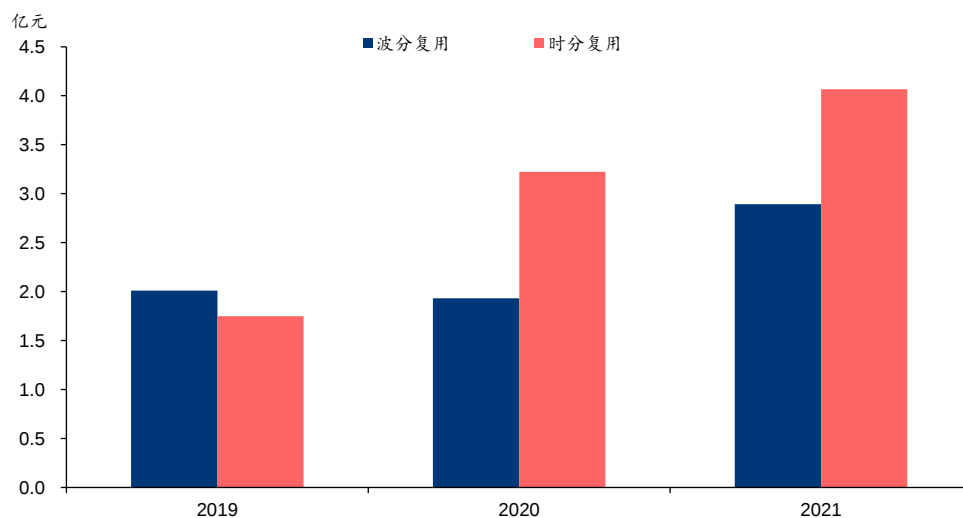
立足电信市场进军数通业务，成长天花板打开

我们看好联特科技未来发展前景，公司在产品技术、客户结构、产能布局等维度均具备较高竞争力：1) 产品技术方面，公司深耕光模块行业，是国内少数具备 100G/200G/400G/800G 高速率光器件研发设计和批量化生产能力的厂商，目前公司基于 EML 调制技术的 400G 光模块产品已大批量出货，800G 光模块小批量出货；1.6T 光模块已处于样品测试阶段；2) 客户结构方面，公司经过多年在海外市场的积累，已与 NOKIA、Arista、ADTRAN、Halo、Google Fiber、Ciena、Infinera 等优质海外客户形成合作；3) 产能方面，公司积极布局国内与海外生产线，4Q23 公司马来西亚制造中心投产；2024 年公司国内“高速光模块及 5G 通信光模块建设项目”和“联特科技研发中心建设项目”投产运营。目前公司的武汉未来城科技园区和马来西亚生产制造中心全面投运，已形成境内外“双运营中心”的格局。我们认为公司未来有望基于产能、交付能力、性价比等优势进一步开拓海外数通市场的客户群体，成长天花板有望打开。

公司立足电信市场，在波分复用光模块市场处于领先地位

光模块产品按照是否支持波分复用技术，可以划分为波分复用光模块和时分复用光模块，公司是国内最早开始自主研发并批量生产波分复用光模块的企业之一，在成立初期的产品以 10G 长距离波分复用产品为主，该类产品广泛应用于电信城域网、接入网及数据通信企业网领域。根据公司招股书，2021 年公司波分复用产品收入占比为 42%。经过长期的技术创新及生产工艺改进，公司在波分复用 CWDWDM 光模块产品中占据优势地位。根据公司 2024 年中报引自 FROST&SULLIVAN 的统计，中国本土光模块制造厂商中，以 2020 年光模块收入排名，联特科技位列第七，国内市场份额占比约为 1.30%。在波分复用(WDM)光模块细分产品领域，按 2018-2020 年累计收入规模排名，联特科技位列第二，市场份额占比接近 3%。

图表14：公司按照是否支持波分复用技术划分的收入结构（2021 年数据）

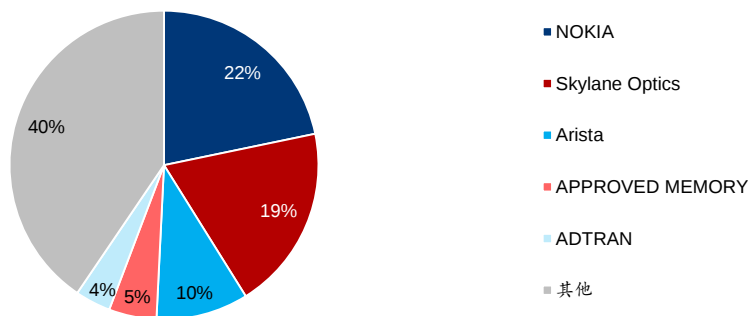


资料来源：公司招股书，华泰研究

基于技术&交付能力优势，公司已积累多家海外优质客户

根据公司招股书，公司成立初期以国际市场为主，客户包括中小型设备制造商、集成商；2014 年后调整市场策略，以中大型电信及网络设备制造商为主要目标客户。目前公司作为国内少数具备 100G~800G 高速率光器件研发设计和批量化生产能力的厂商，产品的质量一致性和稳定性得到 NOKIA、Arista、ADTRAN、Halo、GoogleFiber、Ciena、Infinera、中兴通讯、新华三、烽火通信、锐捷网络、浪潮等国内外一流客户认可。根据公司招股书，公司 2021 年前五大客户中包括 NOKIA、Arista 等海外头部设备厂商。

图表15： 公司按下游客户拆分收入结构（2021 年数据）

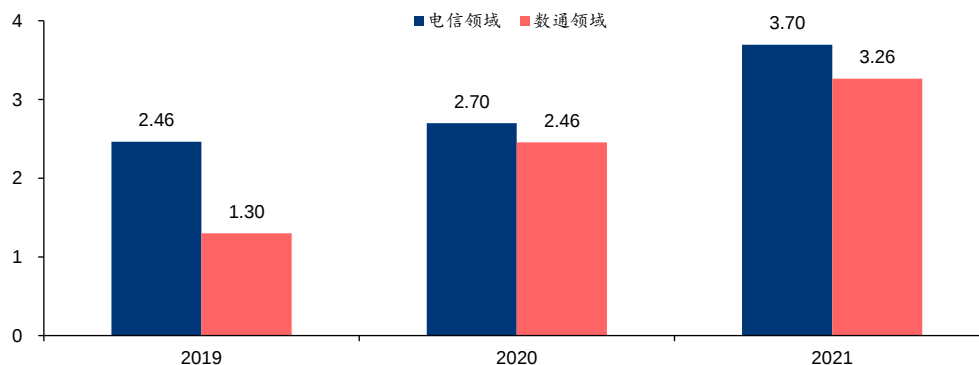


资料来源： 公司招股书，华泰研究

进军数通光模块领域，实现增长动能切换

公司成长动能已实现由电信市场向数通市场的切换。数通和电信是公司产品的两大主要应用领域，公司在传统电信领域市场布局 5G 相关光模块，同时重点开拓数通领域中应用于数据中心的光模块产品，从 2015 年起开发了 40G SR4、LR4 及 AOC 等数据中心普遍应用的产品，而后又陆续开发了 100G、400G、800G 等数通光模块产品。根据公司招股书，公司应用于数通领域的高速率光模块产品销售快速上升，2019~2021 年期间，公司数通产品占主营业务收入比重由 34.53% 上升至 46.88%。我们认为随着公司成长动能实现由电信市场向数通市场的切换，公司未来长期成长天花板有望打开。

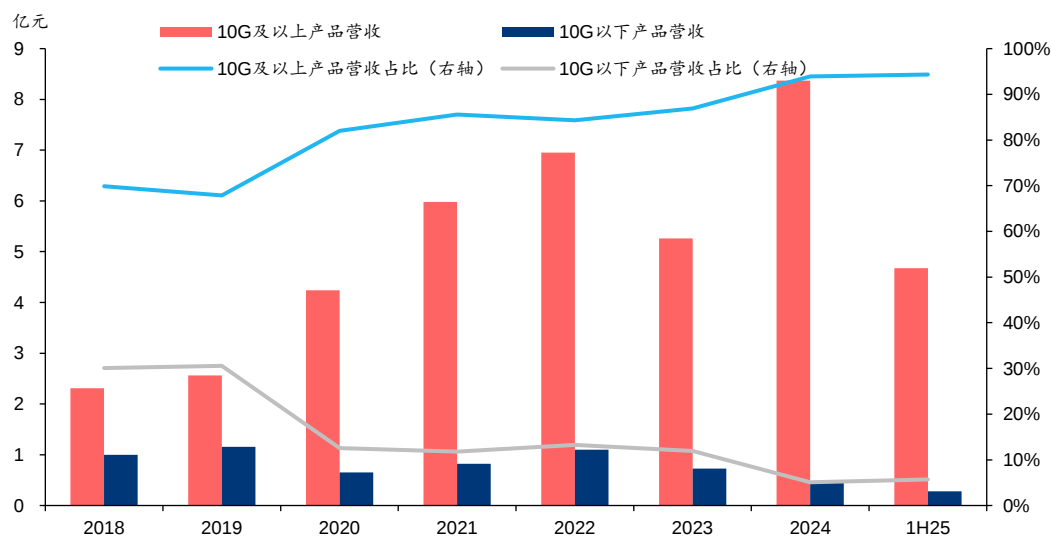
图表16： 公司主营业务收入结构历史变化情况（按产品应用领域拆分，左轴单位：亿元）



资料来源：公司招股书，华泰研究

公司 10G 以上速率产品收入占比持续提升。公司产品主要分为 10G 以下、10G 及以上两大板块。根据公司招股书，在 10G 以下低速段，公司早期以长距离波分复用产品切入电信城域网与接入网，目前收入占比已由 2018 年的 30% 收敛至 2024 年的 5%。而伴随通信技术升级与数通市场快速增长，公司战略重心加速转向 10G 及以上数通光模块产品，2018~2024 年公司 10G 及以上光模块产品收入占比由 70% 攀升至 94%。

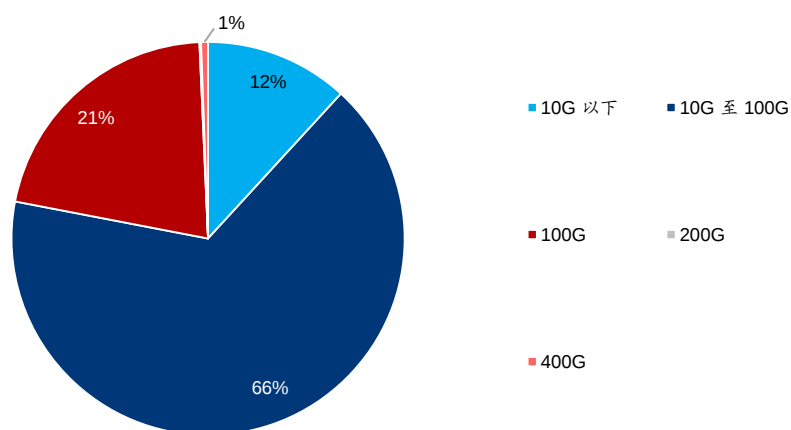
图表17：公司营业收入结构变化情况（按产品速率拆分，左轴单位：亿元）



资料来源：公司招股书，公司财报，华泰研究

公司持续推进高速率数通产品布局，400G 已大批量出货，800G 实现小批量。根据公司招股书，2021 年公司仍以 100G 及以下速率光模块为主要产品；根据 2024 年年报，公司继续推进超高速率产品开发，采用 5nm 先进制程芯片的 800G 光模块已经送样；基于单波 200G 的 800G DR4 和 1.6T 2XD4 项目有序进行，其中 800G DR4 成功完成样机测试；采用 7nm 先进制程芯片及 16nm 先进制程芯片的 400G 光模块已完成批量交付、800G 光模块已形成小批量出货。基于 EML 调制技术的 400G 光模块已形成大批量发货，800G 光模块处于小批量阶段；基于 SIP 调制技术、TFLN 调制技术的 800G 光模块均处于样品阶段；CPO 处于早期研发阶段，用于 CPO 的外部光源 ELSFP 处于样品阶段；采用 EML 和硅光调制技术的 LPO 也处于样品阶段。

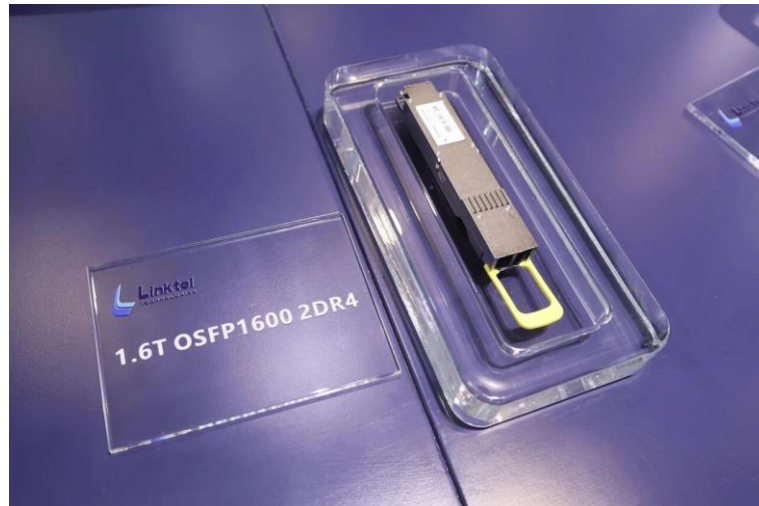
图表18：公司 2021 年主营业务收入（含受托加工）按速率划分



资料来源：公司招股书，华泰研究

公司 1.6T 光模块已处送样阶段；硅光、LPO 等新产品持续推进。根据联特科技公司官方微信公众号,公司在 2025 年 9 月举办的中国国际光电博览会上展出了 1.6T OSFP1600 2DR4 光模块,采用 8×200G 架构,传输距离为 500m,应用 EML 和硅光两大技术平台,最大功耗 24W;根据公司此前于 2025 年 6 月发布的投资者关系记录表,公司 1.6T 产品已处于样品测试阶段。针对 800G 主流市场,公司展示了多元化的成熟产品组合,且已实现批量交付:包括 OSFP 800G DR4、OSFP 800G 2DR4/2FR4、QSFP-DD 800G 2DR4/2FR4 等产品,覆盖数据中心内部不同传输距离的互连需求。此外,现场重点展出的 800G OSFP 2DR4 LPO 光模块,传输距离为 500m,采用硅光方案,有效降低功耗与传输延迟,为 AI 数据中心内部提供更高能效的互联选择。

图表19: 2025 年中国国际光电博览会上联特科技展示的 1.6T 产品



资料来源:公司官方微信公众号,华泰研究

头部公司成长路径启示:切入北美数通市场,长期成长天花板打开

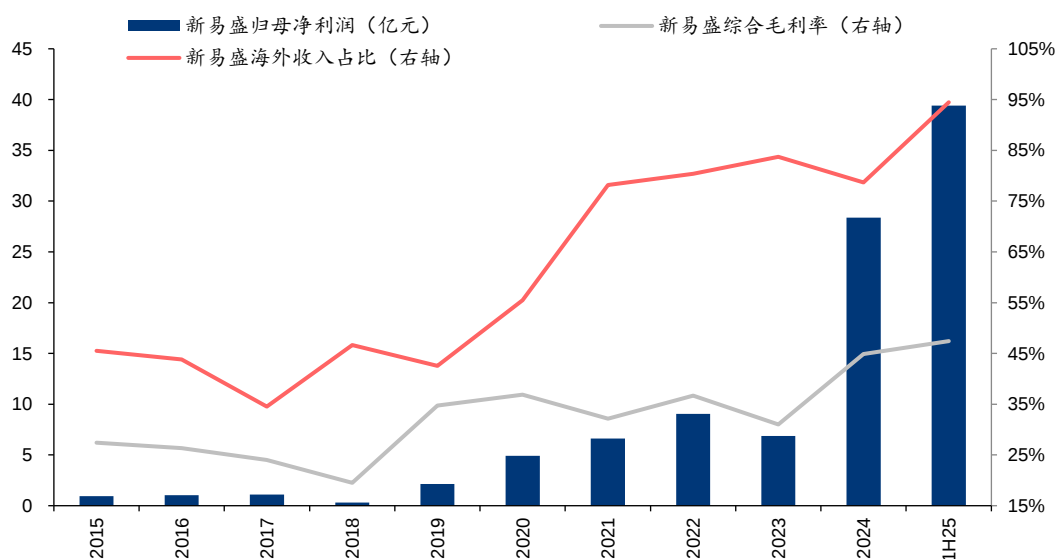
新易盛成长启示:享受海外数通光模块市场红利。通过复盘国内光模块行业头部厂商的成长路径,我们认为新易盛对于推演联特科技未来发展或有一定启示意义:新易盛于 2019 年及以前主要业务布局于电信市场,与联特科技成立初期的情况类似。根据上文,联特科技成立于 2011 年,截止 2019 年,联特科技电信业务收入占比为 65%,主要业务仍面向电信市场。届时新易盛收入与利润的驱动因子主要为无线网络与 PON 网络建设节奏;2019~2020 年新易盛加速导入海外数通市场,增长驱动力实现了由电信市场向数通市场的切换,打开了公司成长天花板,我们认为这也是联特科技未来潜在的发展路径之一。

至 2022 年,新易盛海外收入占比达 80%,相比于 2019 年的 43%有显著提升,至 1H25 海外收入已高达 94%;公司的综合毛利率受益于出货结构的持续优化,2024 年为 45%,1H25 已达 47%。在海外头部云厂商于 2019~2022 年开启 400G 光模块批量部署的背景下,新易盛业绩呈现快速增长,归母净利润由 2019 年的 2.13 亿元提升至 2022 年的 9.04 亿元,对应期间 CAGR 为 62%,2024 年新易盛归母净利润为 28.38 亿元,1H25 提升至 39.42 亿元,同比增长 356%。

我们认为海外云厂商在加码 AI 投资的背景下,其对于高速光模块需求有望进一步显著扩张,带给新供应商导入窗口期。而联特科技未来亦有望基于在交付能力、技术实力、产能等方面优势,进一步扩大自身在海外数通市场的份额,享受本轮 AI 算力产业链发展红利。根据公司 2024 年年报,公司已在武汉、马来西亚、美国、新加坡拥有制造、研发及商务运营中心,提供高速光模块、光引擎和 ODM/JDM 服务。凭借产品性能、品质稳定、交付迅速、售后专业等优势,公司产品已经成功打入全球市场,产品远销欧洲、北美、东南亚等多个国家和地区。

技术方面，光耦合工艺是光器件制程中的核心工艺，根据联特科技 2024 年年报，公司已掌握行业领先的光耦合工艺技术，并通过定制的自动化光耦合设备，实现设备软硬件配置的差异化，贴合公司产品设计和工艺，有效提高工艺自动化水平，使得生产效率和产品良率显著上升，保证产品一致性和稳定性。光器件具有设计多样性和工艺复杂性的特点，依据行业的产品发展趋势，公司的 100G/200G/400G 高速率光器件设计和工艺开发充分考虑设计和工艺平台的兼容性，器件的核心元件能有效共用，独特的核心光耦合工艺能在不同产品中通用，并能沿用到更高速率的 800G 产品及其他未来产品，有效缩短开发周期并快速响应客户需求，保证新开发产品的质量和可靠性，同时节省了研发资源投入。**基于公司在交付能力、技术实力、产能等方面优势，我们看好公司在海外数通市场发展前景。**

图表20：新易盛财务数据历史复盘

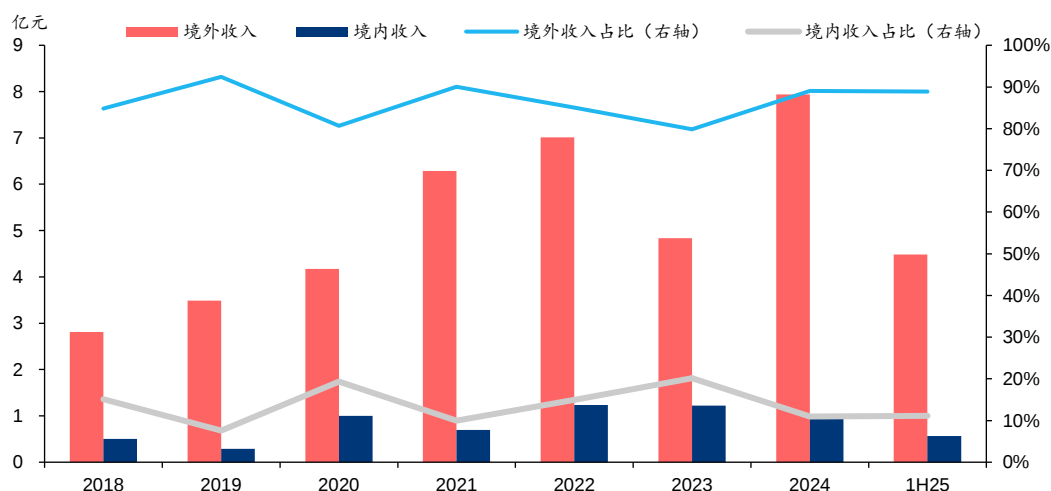


资料来源：Wind，华泰研究

布局海外产能，马来西亚子公司全面投入运营

境外市场是公司经营重心。欧美市场系全球光模块传统重点市场，产品质量要求高，新产品迭代速率快，公司自成立以来，主攻海外市场重点客户，多年来持续注重研发创新，不断推出新产品，获得客户的一致认可，境外销售规模稳定增长。根据公司招股书及年报，公司产品以海外销售为主，产品主要销往美国、欧洲等国家和地区，近年来公司产品出口销售收入占同期营业收入的比例始终保持较高水平。2023 年公司境外收入占比为 80%，2024 年该比例提升至 89%，1H25 该比例保持 89%高位。随着公司继续推进在海外数通市场的开拓，我们预计公司境外市场收入占比仍将保持较高位。

图表21：公司境内、境外营业收入历史变化情况



资料来源：Wind，华泰研究

推进马来西亚产能布局，助力海外市场加速开拓。根据公司招股书，公司于2021年8月召开第一届董事会第八次会议，审议通过了《关于全资子公司联特科技（新加坡）股份有限公司对外投资设立马来西亚孙公司的议案》，马来西亚联特为公司二级全资子公司，新加坡联特持有其100%股权；公司于2022年11月召开第一届董事会第十七次会议，拟投资人民币1.8亿元在马来西亚建设全球制造基地。根据公司于2024年3月发布的公告《关于变更部分募投项目实施方式的公告》，公司通过马来西亚子公司在海外建设生产基地，系公司提升国际竞争力的重要布局之一，通过海外生产基地的建设，公司将提升400G、800G等高速率光模块的海外生产能力，同时提升马来西亚联特的失效分析及产品返修能力，有利于公司及时了解市场变化，建立全球化供应链体系，快速响应客户需求，进一步打开全球市场，扩大市场份额，提升公司的综合实力。

马来西亚生产基地进展顺利，4Q23已投入运营。如今公司的武汉未来城科技园区和马来西亚生产制造中心全面投入运营，其中在海外市场，公司通过马来西亚子公司布局建设海外生产制造基地。公司实现“双运营中心”规划，形成境内外双运营中心的格局。根据公司2023年年报，2023年马来西亚生产制造基地项目已经在第四季度正式投入运营。2023年马来西亚联特实现营收981万元，净利润374万元；根据公司2024年年报，2024年马来西亚联特全年实现营业收入1.84亿元，净利润2151万元；根据公司2025年半年报，1H25马来西亚联特实现营业收入2.09亿元，净利润4453万元，呈现快速增长。

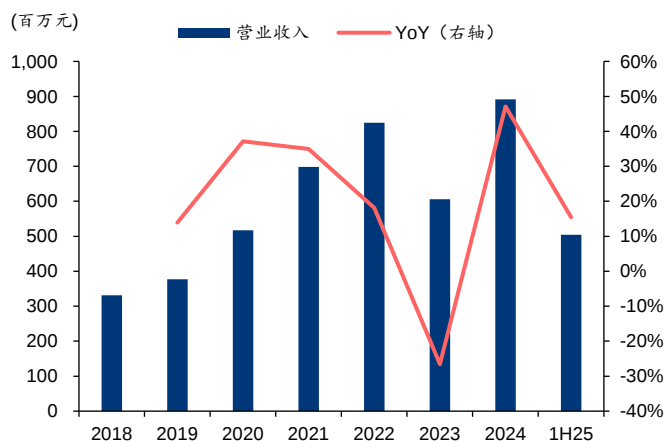
盈利预测及估值

财务数据复盘：高速率光模块收入占比持续提升，2024 年业绩迎反转拐点

2018~2022 年公司业绩快速增长；需求放缓导致 2023 业绩承压。随着国内 5G 建设的持续推进，以及数据中心市场的扩张，公司电信与数通业务持续发力，公司收入由 2018 年的 3.31 亿元增长至 2022 年的 8.25 亿元，对应期间 CAGR 为 126%；公司归母净利润由 2018 年的 0.48 亿元增长至 2022 年的 1.13 亿元，对应期间 CAGR 为 124%，其中 2020 年公司归母净利润出现同比下滑，主要系综合毛利率的短期承压；2023 年公司收入、归母净利润分别同比下滑 27%、77%，主因受海外数据中心、国内接入网及传输网的建设放缓影响，公司的订单量出现了一定程度的下滑；同时随着竞争加剧，公司根据市场行情调整了部分产品售价，从而导致公司毛利率出现下滑。

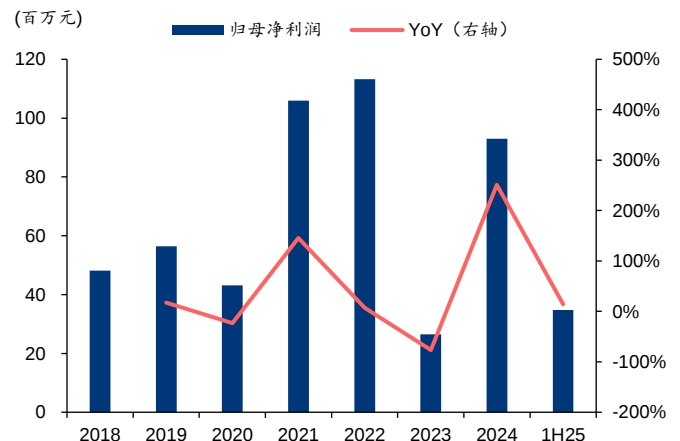
2024 年公司业绩迎反转拐点，1H25 延续良好增长。根据公司 2024 年年报，2024 年公司收入为 8.91 亿元，同比增长 47%；归母净利润为 0.93 亿元，同比增长 251%；2025 年半年报来看，1H25 公司收入为 5.04 亿元，同比增长 15%；归母净利润为 0.35 亿元，同比增长 14.02%。我们判断公司业绩增长主因受益于数通市场需求的增长，公司高速率产品订单量实现较大提升；另一方面，随着公司营收结构的优化，以及持续推进降本增效，公司盈利能力得到改善。

图表22：2018~1H25 公司营收及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

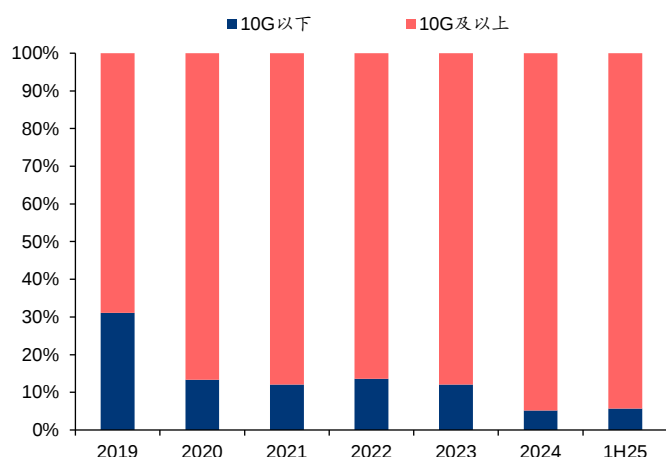
图表23：2018~1H25 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

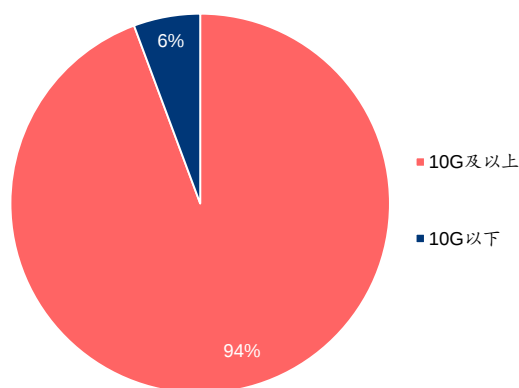
根据公司招股书，2019~2021 年公司不断开发高速率光模块产品，10G 以下速率产品营业收入占比呈持续下降；2019~2021 年公司 10G 及以上速率产品营业收入占比逐年上升，由 69.33%增长至 88.18%。其中按速率进一步细分来看，2021 年公司 10G 至 100G 产品（含 10G/25G/40G 等，不含 100G）收入占比 66.21%，100G 产品收入占比 21.28%，200G、400G 产品收入占比分别为 0.13%、0.57%。根据公司招股书，截至 2021 年末，公司 400G 在手订单 909.07 万元。根据公司 2024 年年报，2024 年公司 10G 及以上产品收入占比达 95%，其中 400G 光模块已完成大批量交付，部分 800G 产品已小批量出货。根据 2025 年 6 月公司发布的投资者关系记录表，公司 1.6T 产品已处于样品测试阶段。

图表24：按产品速率分析公司主营业务收入结构历史变化情况



资料来源：公司招股书，公司 2025 年半年度报告，华泰研究

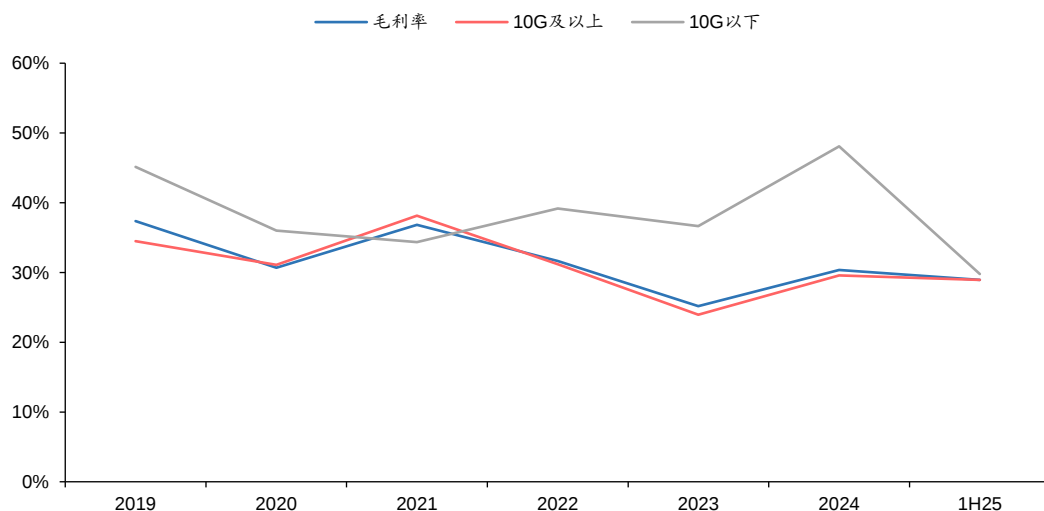
图表25：1H25 公司各速率光模块产品营收占比情况



资料来源：公司 2024 年年度报告，华泰研究

2024 年综合毛利率同比修复。2019~1H25 公司综合毛利率分别为 37.37%、30.69%、36.82%、31.66%、25.17%、30.35%、28.93%。其中 2020 年毛利率下降主要系收入结构变化所致，2020 年公司加大国内市场的开拓力度，国内市场较低的毛利率形成一定拖累；2023 年公司毛利率同比下滑，主要系行业内竞争较为激烈，公司根据市场行情对部分产品售价进行了调整；2024 年公司毛利率同比回升，主要系公司营收结构优化以及推动降本增效；公司 1H25 综合毛利率为 28.93%，同比提升 0.85pct。

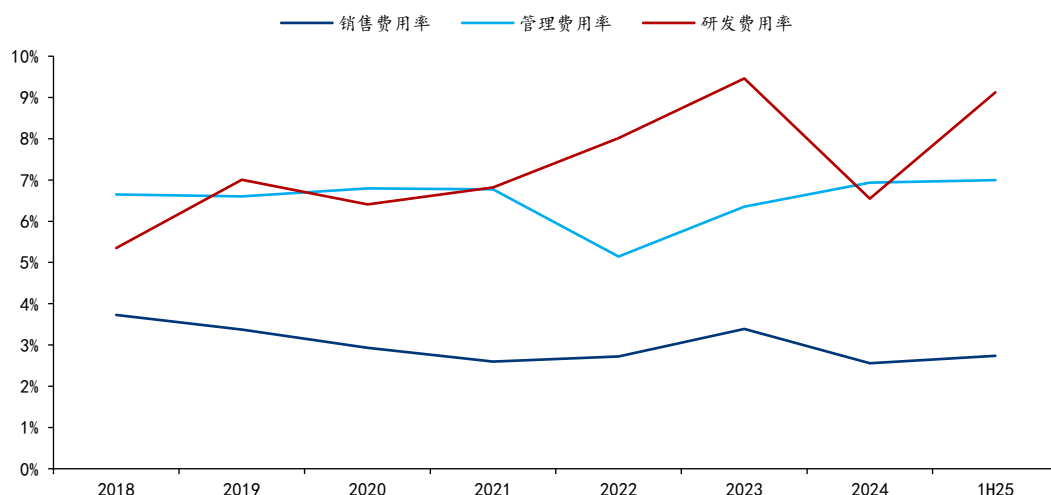
图表26：2019~1H25 公司综合毛利率和分产品毛利率变化情况



资料来源：Wind，华泰研究

公司近年加码研发投入力度。2023 年公司研发费率快速提升，我们判断主要系公司加码数通高速率光模块产品的研发投入。此外，公司进行多项生产工艺的研发改良与优化，为提高公司生产效率、提升产品性能提供强大技术支撑。2024 年公司销售费用、研发费用率均呈现下降，我们判断主要系公司收入的快速增长带动费用率的摊薄，以及公司推进精细化管理所致。1H25 公司研发费率达 9.12%，研发保持高度投入。

图表27：公司费用率变化情况



资料来源：Wind，华泰研究

未来盈利预测

我们预计 2025~2027 年公司营收分别为 10.63/17.08/26.03 亿元，同比增速分别为 19.31%/60.71%/52.36%；归母净利润分别为 1.08/2.25/4.02 亿元，同比增速分别为 15.76%/108.82%/78.80%；综合毛利率分别为 30.77%/33.16%/35.18%。按照产品速率拆分来看，公司主营业务可分为 10G 以下、10G 及以上大板块业务，我们对各板块主要假设如下：

10G 及以上：2022/2023/2024/1H25 公司 10G 及以上产品的营收分别为 6.95/5.26/8.37/4.67 亿元，同比增速分别为 16.34%/-24.31%/59.01%/15.34%，其中 2022~2023 年板块收入增速的变化主要受到电信市场的需求（如 5G 网络建设节奏）影响；2024 年板块收入呈现快速增长，我们判断主要受益于公司数通 400G 光模块等高速率产品的放量，带动板块收入迎来反转拐点，1H25 延续良好增长态势。展望未来，我们认为 400G 及以上光模块有望成为公司业绩增长的核心驱动力，在全球 AI 算力链投资加码背景下，400G、800G 等高速光模块需求有望持续释放；公司基于在交付能力、技术实力、产能布局等优势的带领下，有望进一步提升自身在海外数通市场的份额，我们假设 2025~2027 年板块营收分别为 10.25/16.79/25.80 亿元，同比增速分别为 22.44%/63.88%/53.60%，其中 2026-2027 年增速较 2025 年有望提升，我们主要假设 2025 年公司 800G 等高速率产品仍处于导入初期，随着后续进一步规模放量，有望推动该板块营收增速上行。

2022/2023/2024/1H25 公司 10G 及以上产品的毛利率分别为 31.17%/23.95%/29.60%/28.93%，其中 2022~2023 年板块毛利率的承压主要系产品结构变化以及电信市场竞争加剧等影响。随着公司在数通市场的快速开拓，较高毛利率的高速率光模块出货占比提升带动 2024 板块毛利率迎来拐点，1H25 板块毛利率同比提升 1.90pct。我们认为未来公司 400G 及以上高速率产品收入持续增长的带动下，板块毛利率有望延续上行趋势，我们预计 2025~2027 年板块毛利率分别为 30.74%/33.23%/35.26%。

10G 以下：2022/2023/2024/1H25 公司 10G 以下产品的营收分别为 1.10/0.72/0.45/0.28 亿元，同比增速分别为 33.32%/-33.93%/-37.45%/-8.30%，2023~1H25 板块收入的承压主要系电信市场需求的波动；考虑到电信市场需求的放缓，我们假设 2025~2027 年板块营收分别为 0.32/0.24/0.19 亿元，同比增速分别为 -30.00%/-25.00%/-20.00%。板块毛利率方面，2022/2023/2024/1H25 公司 10G 以下产品的毛利率分别为 39.18%/36.63%/48.08%/29.78%，板块毛利率的变化主要受到出货结构的影响。我们假设 2025~2026 年板块毛利率分别为 36.00%/33.00%/30.00%。

费率方面，我们作出如下假设：

销售费率：2022/2023/2024/1H25 年公司销售费率分别为 2.72%/3.39%/2.56%/2.74%。我们认为随着公司营收规模的快速增长，未来公司销售费率有望呈现下降趋势，我们预计 2025~2027 年公司销售费率分别为 2.30%/2.20%/2.10%。

管理费率（不含研发）：2022/2023/2024/1H25 年公司管理费率分别为 5.14%/6.35%/6.94%/7.00%，我们认为随着公司营收规模的快速增长，未来公司管理费率有望呈现下降趋势，我们预计 2025~2026 年公司管理费率分别为 6.50%/6.30%/6.00%。

研发费率：2022/2023/2024/1H25 年公司研发费率分别为 8.02%/9.46%/6.55%/9.12%。我们认为随着公司收入规模的扩张，以及公司研发效率的进一步提升，研发费率有望呈现下行趋势，我们预计 2025~2027 年公司研发费率分别为 8.00%/7.50%/7.00%。

图表28：公司业务拆分及费用率假设（单位：百万元）

项目	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收	825	606	891	1063	1708	2603
YoY	18.08%	-26.55%	47.11%	19.31%	60.71%	52.36%
综合毛利率	31.66%	25.17%	30.35%	30.77%	33.16%	35.18%
归母净利润	113	26	93	108	225	402
YoY	6.95%	-76.62%	250.99%	15.76%	108.82%	78.80%
分板块预测：						
10G 以下	110	72	45	32	24	19
YoY	33.32%	-33.93%	-37.45%	-30.00%	-25.00%	-20.00%
营收占比	13.30%	11.96%	5.09%	2.98%	1.39%	0.73%
毛利率	39.18%	36.63%	48.08%	36.00%	33.00%	30.00%
10G 及以上	695	526	837	1025	1679	2580
YoY	16.34%	-24.31%	59.01%	22.44%	63.88%	53.60%
营收占比	84.32%	86.90%	93.93%	96.40%	98.30%	99.10%
毛利率	31.17%	23.95%	29.60%	30.74%	33.23%	35.26%
其他业务	20	7	9	7	5	4
YoY	6.72%	-64.92%	27.07%	-25.00%	-20.00%	-15.00%
营收占比	2.38%	1.14%	0.98%	0.62%	0.31%	0.17%
毛利率	6.90%	-1.47%	10.68%	10.00%	10.00%	10.00%
费率预测：						
销售费用率	2.72%	3.39%	2.56%	2.30%	2.20%	2.10%
管理费用率	5.14%	6.35%	6.94%	6.50%	6.30%	6.00%
研发费用率	8.02%	9.46%	6.55%	8.00%	7.50%	7.00%
财务费用率	-1.35%	-1.20%	-1.23%	0.01%	0.00%	0.13%

资料来源：公司财报，华泰研究预测

估值分析

公司聚焦于光模块业务，所处产业链环节为中游制造，主营产品具体为光模块的研发、设计、生产与销售，主要产品包括 10G 以下、10G 及以上光模块系列产品等，目前主要应用于光纤接入、移动通信网络和数据中心等领域。我们选择：新易盛（300502 CH）、德科立（688205 CH）、剑桥科技（603083 CH）3 家同样布局于光通信产业链的 A 股上市公司作为可比公司，且业务覆盖领域包括数通、电信市场，与联特科技的下游市场相似。

图表29：可比公司主要产品对比

可比公司名称	彭博代码	公司主营业务领域
新易盛	300502 CH	公司业务主要涵盖全系列光通信应用的光模块，公司致力于高性能光模块的研发、生产和销售。
德科立	688205 CH	公司专业从事光收发模块、光放大器、光传输子系统的研发、生产和销售。
剑桥科技	603083 CH	公司的主营业务从事电信、数通、企业网络及家庭网络领域的终端设备以及高速光模块产品的研发、生产与销售。

资料来源：各公司 2024 年年报，华泰研究

我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 1.08/2.25/4.02 亿元,可比公司 2026 年 PE Wind 一致预期均值为 46x (三家可比公司 PE 估值方差较大,主要系各家可比公司业务布局仍有所区别,以及可比公司所处成长阶段有所不同所致),考虑到公司向 800G、1.6T 等高端产品线的快速突破,以及未来在海外市场发展潜力,给予公司 2026 年 62 倍 PE,对应目标价为 107.37 元,首次覆盖,给予“增持”评级。

图表30: 可比公司估值表 (截至 2025 年 10 月 21 日收盘价)

证券代码	证券名称	股价 (元)	总市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)				PE (X)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300502 CH	新易盛	365.42	363,217	2838	7720	11562	14234	128	47	31	26
688205 CH	德科立	109.30	17,301	100	130	282	505	172	134	61	34
603083 CH	剑桥科技	112.48	30,147	167	302	674	1108	181	100	45	27
	平均值							160	93	46	29
301205 CH	联特科技	95.80	12,429	93	108	225	402	134	116	55	31

注: 可比公司预测来自 Wind 一致预期。

资料来源: Wind、华泰研究预测

风险提示

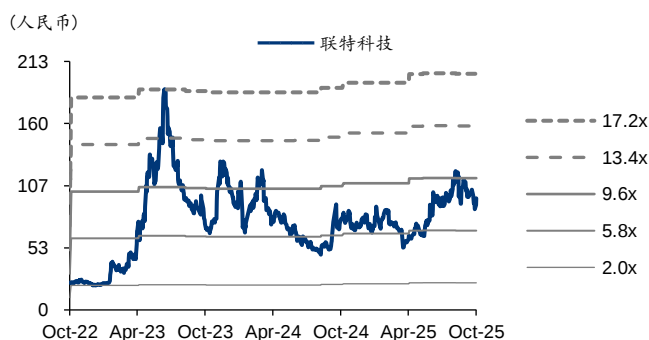
- 1) AI 产业发展不及预期: 以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 大模型快速发展,全球 AI 算力需求持续释放,带动光模块需求增长。若全球 AI 产业发展不及预期,或导致 AI 算力侧投入不及预期,导致光模块需求不及预期,对光模块厂商业绩增长产生一定负面影响;
- 2) 光模块行业竞争加剧: 随着 AI 大模型快速发展带来算力升级,光模块下游需求持续增长,全球光模块市场规模呈现较快发展态势,若行业厂商竞争态势加剧,或导致产品的销售价格超预期下降,继而对厂商销售收入和利润率产生一定负面影响。
- 3) 公司海外市场开拓不及预期: 联特科技在海外市场的开拓是未来业绩增长的主要驱动因素之一,我们在报告中也以行业头部公司新易盛的发展历程作为参考,分析了联特科技未来有望的发展路径,但公司能否导入海外客户供应链仍存不确定性,若公司海外市场开拓进展不及预期,或导致公司业绩增长不及预期。

图表31: 联特科技 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表32: 联特科技 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 王兴、高名焱、王珂、陈越兮, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王兴、高名焱、王珂、陈越兮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司