

# 华懋科技（603306）

证券研究报告  
2025年11月10日

## 拟收购富创优越紧抓 AI 浪潮，光模块+铜连接高景气推动高成长

### 被动安全件龙头，营收利润有望持续稳定增长

汽车被动安全件龙头，向海外拓展。公司成立于2002年，历经多年发展，公司已成为汽车被动安全领域的龙头企业，产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋以及安全带等被动安全系统部件。近年随着汽车被动安全件市场稳定发展，新能源汽车配置安全件数量有望增加，公司持续布局出海，有望稳定快速发展。近两年来看，公司营收端持续稳步增长，25年上半年实现营业收入11.08亿元，同比增长14.42%，实现归母净利润1.37亿元，同比增长3.21%。

### 内生+外延布局第二增长曲线，紧抓 AI 带来的行业需求

2025年9月30日，公司发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金草案，拟收购富创优越57.84%股权，收购完成后，公司将100%持股富创优越。往后看，公司有望通过布局第二增长曲线，紧抓AI带来的行业机遇，实现快速发展。一方面，公司通过购进土地，引入先进的生产设备，提升公司马来西亚工厂的生产稳定性和生产制造实力；另一方面，公司将积极拓展全球光通信、高速铜缆连接及数字通信市场，积极提升覆盖全产业链的通信产品服务能力。通过“内生增长+外延拓展”双轮驱动，公司有望在核心业务领域实现规模扩张与价值提升。

### 富创优越业务呈现强增长动能，手握核心客户，需求高景气

光模块客户优质+需求高景气，1.6T有望起量成重要贡献。富创优越光模块收入结构来看，目前占比较大的仍然以800G和400G为主，且2024年呈现翻倍以上的增速（800G 2024年增速为477.57%，400G增速为301.59%）。而1.6T在2025年开始小规模起量，基数低增速高，我们预计后续有望逐步快速起量，1.6T将有望成为后续重要光模块收入增长贡献来源。从客户来看，公司手握核心客户包括迅特通信、光迅科技等，同时第一大客户同为光通信客户，需求旺盛，富创优越客户资源出众。

铜连接销量高速提升，第二大客户增长快速。公司主要产品AEC/ACC/DAC，在2025年1-4月均呈现较好的销量增长，其中ACC放量最为显著。铜缆连接器收入占比在2025年1-4月显著提升。

### 盈利预测与投资收益：

整体看，公司主业保持稳定增长，伴随汽车被动安全产品市场稳定增长以及公司出海拓展，有望维持较好发展。同时拟收购富创优越剩余股权，打造第二增长曲线，富创优越是AI基础设施产业链中重要一环，受益于AI带动的光模块以及连接器需求的增长，从产品销量、收入情况的披露数据来看，整体增长趋势强劲。暂不考虑收购情况下，我们预计公司25-27年归母净利润分别为3.0/4.1/5.1亿元，对应公司25-27年PE估值为56/42/34倍，同时公司拟收购富创优越股权，收购完成后将持有其100%股权，有望增厚华懋科技归母净利润，我们预计富创优越有望超额完成业绩承诺目标，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧风险、收购整合不及预期风险、AI发展不及预期风险、客户集中度较高的风险、业绩承诺无法实现的风险、前期股价波动较大的风险

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	51.85元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	329.49
流通A股股本(百万股)	329.49
A股总市值(百万元)	17,084.03
流通A股市值(百万元)	17,084.03
每股净资产(元)	9.42
资产负债率(%)	39.72
一年内最高/最低(元)	59.18/25.70

### 作者

王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	wangyihong@tfzq.com
袁昊	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524050002	yuanhao@tfzq.com
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	tanghaiqing@tfzq.com
孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	sunxiaoya@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《华懋科技-公司深度研究:安全气囊龙头企业，光刻胶业务曙光已现》2023-04-09
- 《华懋科技-季报点评:21Q3 主业维持稳健，持续推进半导体光刻胶产业布局》2021-10-28
- 《华懋科技-公司点评:主业稳定复苏上行，加码半导体光刻胶核心资产》2021-06-02

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,055.35	2,213.07	2,560.50	2,953.69	3,381.29
增长率(%)	25.54	7.67	15.70	15.36	14.48
EBITDA(百万元)	534.30	582.42	526.67	659.78	786.58
归属母公司净利润(百万元)	242.01	277.44	304.22	405.05	506.40
增长率(%)	21.94	14.64	9.65	33.14	25.02
EPS(元/股)	0.73	0.84	0.92	1.23	1.54
市盈率(P/E)	70.59	61.58	56.16	42.18	33.74
市净率(P/B)	4.65	4.51	4.30	3.94	3.57
市销率(P/S)	8.31	7.72	6.67	5.78	5.05
EV/EBITDA	14.67	16.59	31.44	24.59	20.38

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

1. 被动安全产品龙头稳健增长 .....	5
1.1. 汽车被动安全产品龙头，拓展第二增长曲线 .....	5
1.2. 营收利润稳健增长 .....	6
1.3. 被动安全系统市场平稳增长，积极拓展海外市场 .....	7
2. 拟收购富创优越，AI 浪潮下探寻第二增长曲线 .....	9
2.1. 光模块需求高景气，高速率上量带动业务高增 .....	13
2.1.1. 算力持续高增，光模块需求高景气且高速率占比提升 .....	13
2.1.2. 富创优越光通信业务持续高增可期 .....	15
2.2. 连接器：AI 带动铜连接需求高景气 .....	17
2.2.1. 连接器市场持续增长，AI 高景气驱动铜连接需求 .....	17
2.2.2. 受益需求及大客户放量，销量高速提升 .....	18
3. 投资建议与盈利预测 .....	19
3.1. 盈利预测 .....	19
3.2. 估值分析 .....	19
4. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：华懋科技主要产品 .....	5
图 2：华懋科技历史沿革 .....	5
图 3：华懋科技营业收入和归母净利润及其增速 .....	6
图 4：华懋科技销售毛利率及净利率 .....	6
图 5：华懋科技费用率 .....	7
图 6：华懋科技研发费用率 .....	7
图 7：中国汽车被动安全行业市场规模 .....	8
图 8：中国汽车安全气囊市场规模 .....	8
图 9：2019-2025 年 4 月中国汽车产销情况 .....	8
图 10：常见车型安全气囊个数 .....	8
图 11：富创优越业绩承诺 .....	9
图 12：富创优越产品覆盖领域 .....	10
图 13：富创优越发展历程 .....	11
图 14：富创优越收入结构构成 .....	12
图 15：富创优越全球生产基地 .....	12
图 16：AlexNet 至 AlphaGo Zero6 年时间内算力需求翻 30 万倍 .....	13
图 17：2020 年后算力需求约每两个月翻一番 .....	13
图 18：全球超大型数据中心增长 .....	14
图 19：光模块市场规模（亿美元） .....	14

图 20: 光模块市场各速率产品结构.....	15
图 21: 富创优越光模块产品收入占比.....	16
图 22: 富创优越光模块产品销量 (单位: 片).....	16
图 23: 全球前十大光模块厂商排名.....	16
图 24: 连接器市场规模及增速预测.....	17
图 25: 2023 年全球连接器市场按下游应用占比.....	17
图 26: NVL72 NVLink 互联系统.....	18
表 1: 富创优越产品线.....	10
表 2: 配套募集资金用途 (单位: 万元).....	13
表 3: 富创优越光模块收入结构及增速.....	15
表 4: 铜缆连接器 PCBA 产销量.....	18
表 5: 公司业务拆分预测 (单位: 百万元).....	19

## 1. 被动安全产品龙头稳健增长

### 1.1. 汽车被动安全产品龙头，拓展第二增长曲线

上市公司主要覆盖汽车被动安全相关产品。华懋(厦门)新材料科技股份有限公司成立于2002年，并于2014年9月26日在上海证券交易所主板挂牌上市，公司是一家新材料科技企业，作为我国汽车被动安全行业龙头企业，产品涵盖汽车安全气囊、气囊布、安全带等。

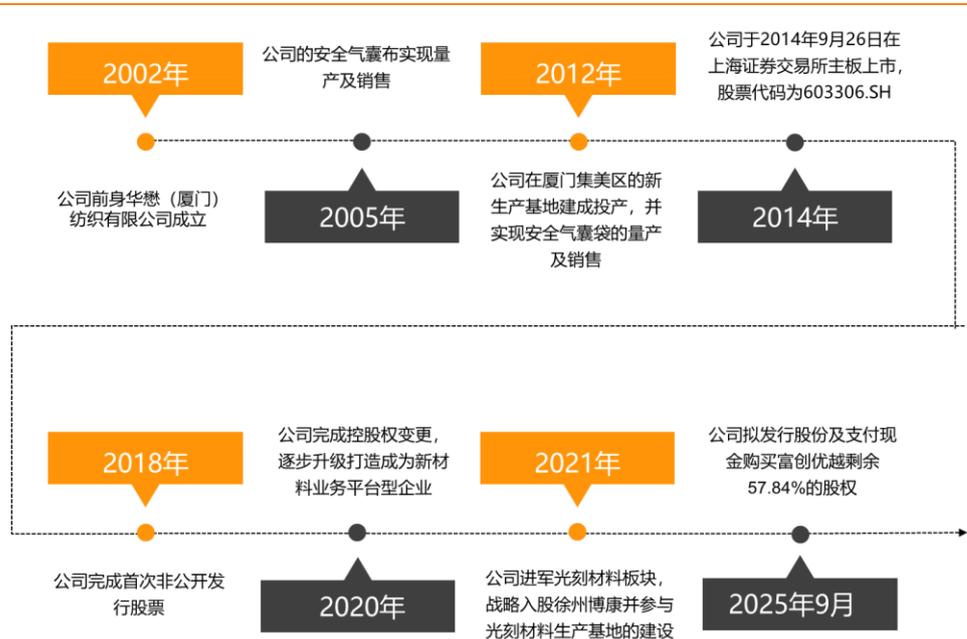
图 1：华懋科技主要产品



资料来源：华懋科技年度报告，天风证券研究所

外延拓展新业务，拟收购富创优越布局第二增长曲线。经历多年发展，公司已成为汽车被动安全领域的龙头企业，产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋以及安全带等被动安全系统部件。2025年9月，公司发布公告，拟收购富创优越剩余57.84%股权，本次交易是公司新的发展阶段、围绕自身发展战略、向新质生产力转型升级的关键步骤，本次交易完成后，富创优越将成为公司全资子公司以及重要的第二增长曲线，未来前景广阔。

图 2：华懋科技历史沿革

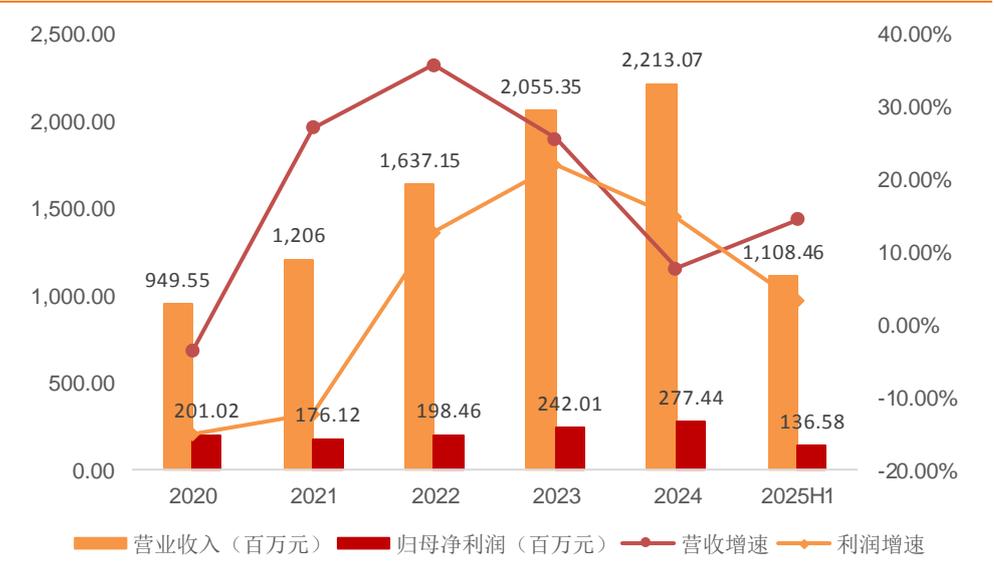


资料来源：华懋科技公告，华懋科技官网，天风证券研究所

## 1.2. 营收利润稳健增长

近三年持续实现营收及利润稳健增长。华懋科技近年营收端持续稳步增长，25年上半年实现营业收入11.08亿元，同比增长14.42%，实现归母净利润1.37亿元，同比增长3.21%。

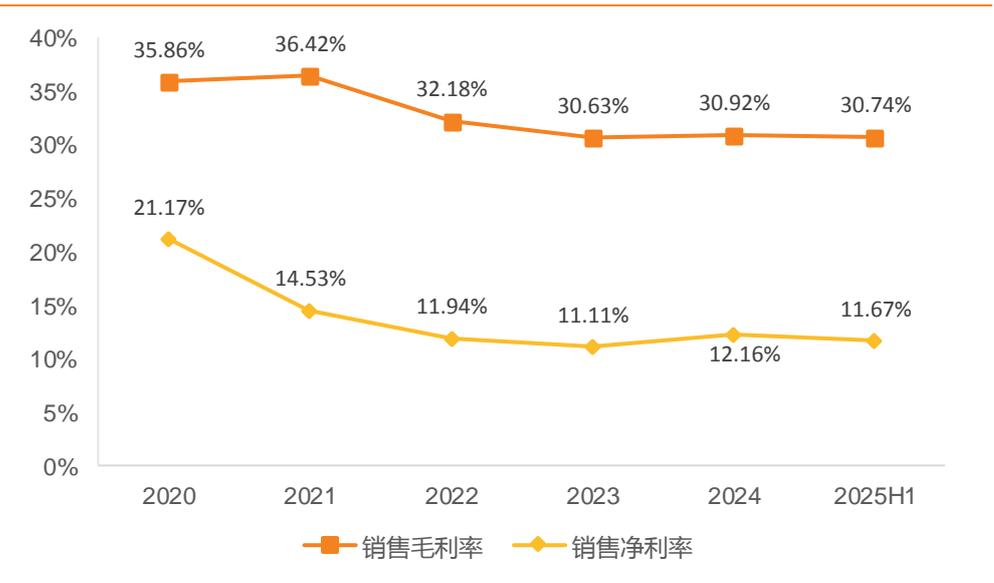
图 3：华懋科技营业收入和归母净利润及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利能力近两年保持稳定。公司2020-2023年间毛利率净利率均有所下滑，自2023年后，近年盈利能力保持相对稳定，25H1实现销售毛利率30.74%，实现销售净利率11.67%。

图 4：华懋科技销售毛利率及净利率

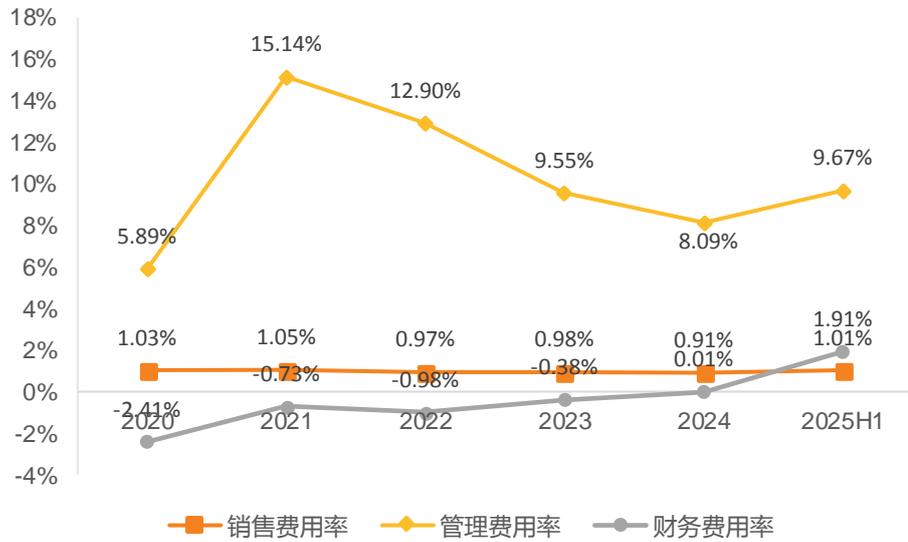


资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率有所提升，期待费用管控后回落。公司25H1费用率呈现提升趋势，其中管理费用率和财务费用率提升较明显，25H1管理/财务费用率分别实现9.67%/1.91%。我们认为，管

理费用率提升主要与 25H1 股份支付费用 793 万元，同时管理人员工资性支出及固定资产折旧上升所致；财务费用则因发行可转债利息费用增加，从而导致财务费用上升。

图 5：华懋科技费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

研发费用率近两年稳中有降。公司近年研发费用绝对额仍持续增加，2024 年研发费用 1.02 亿元，而研发费用率稳中有降，2024 年为 4.60%。

图 6：华懋科技研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 被动安全系统市场平稳增长，积极拓展海外市场

**被动安全市场稳定增长。**被动安全产品旨在保护各个年龄层驾乘者的乘车安全，主要包括安全气囊、安全带、智能方向盘和气体发生器等，2024 年中国汽车被动安全行业市场规模约为 345 亿元。安全气囊是被动安全系统的重要组成部分，主要分为传感器、气囊电脑、气体发生装置和气袋四部分。当汽车在行驶过程中碰撞达到规定的强度，安全气囊里的气体发生器接到信号后引燃气体发生剂，产生大量气体，使气囊在极短的时间内形成弹性气垫，及时的保护人体头部和胸部，避免撞击带来的二次伤害。当前，我国汽车安全气囊技

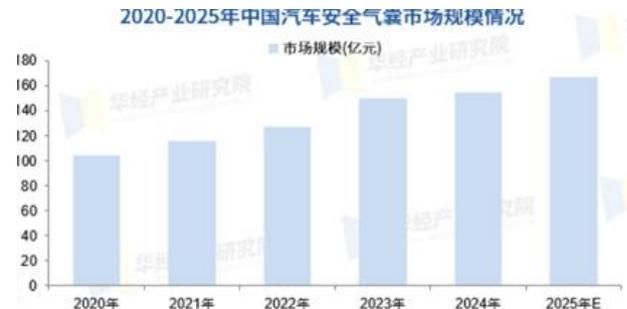
术已从传统的单片式发展到多片式、自适应式等，使得安全气囊在保护乘客安全方面的性能得到显著提升，能更好地应对各种复杂的碰撞场景。同时，单车安全气囊数量和配置率有望提升，新能源车的气表配置数量普遍高于燃油车，2024 年中国汽车安全气囊市场规模约为 155 亿元。

图 7：中国汽车被动安全行业市场规模



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 8：中国汽车安全气囊市场规模



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

**我国汽车产销量持续同比增长。**据智研咨询，2024 年，我国汽车产销双超 3100 万辆，分别完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%，保有量达到 3.53 亿辆；2025 年 1-4 月汽车累计产销量分别为 1017.5 万辆和 1006 万辆，同比分别增长 12.9%和 10.8%，首次突破千万辆大关。国内安全气囊应用需求日益上升，行业发展环境不断优化。

图 9：2019-2025 年 4 月中国汽车产销情况



资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

**单车安全气囊配置数量已经大幅提升，**而且，根据市场调查，新能源车的气囊配置数量高于燃油车。例如，A 级的比亚迪宋 PLUS、小鹏 P5 配置的安全气囊数量为 6 个，而大众朗逸、宝来、桑塔纳和长安逸动等车型仅配备 2-5 个安全气囊；小米 SU7 配备 7 个安全气囊，问界 M9 配备 9 个安全气囊，甚至部分高端车型配备了 24 个安全气囊。

图 10：常见车型安全气囊个数

常见车型安全气囊个数			
传统燃油车	安全气囊个数	新能源汽车	安全气囊个数
大众朗逸	5	比亚迪宋plus	6
长安逸动plus	2或4	比亚迪汉	9
大众宝来	5	小鹏P5	6
大众桑塔纳	2或4	小鹏P7	6
奔驰C级	6或8	蔚来ET5	7
奥迪A4L	6或8	蔚来ES6	7
奥迪A6L	6或8	理想L9	9
宝马3系	6	深蓝SL03	6
宝马5系	7	广汽AIONV	6
大众观途L	7	特斯拉model3	7

资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

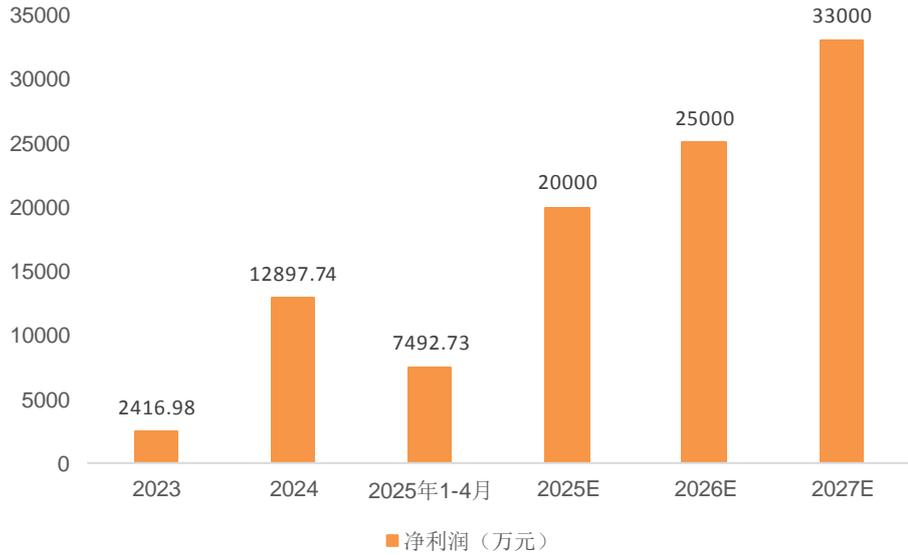
## 2. 拟收购富创优越，AI 浪潮下探寻第二增长曲线

**拟收购富创优越剩余股权，100%控股 AI 算力核心供应链标的。**2025 年 9 月 30 日，公司发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金草案，拟收购富创优越 57.84% 股权，交易价格 15.04 亿元，其中 10.2 亿元以发行股份方式支付，4.81 亿元以现金方式支付。收购完成后，公司将 100% 持股富创优越。

**控股股东增持&回购&定增全额认购彰显信心。**2025 年 10 月 22 日，控股股东东阳华盛以集中竞价交易方式首次增持了 195,100 股，占公司总股本的 0.06%，增持后持股比例由 14.94% 增加至 15.00%。公司此前披露公告，控股股东拟以集中竞价、大宗交易等方式增持公司股份，增持金额不低于 1 亿元，不高于 2 亿元。此前公司已斥资 7.82 亿元回购 2113.84 万股。此外，公司此前发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，募集配套资金 9.5 亿元，控股股东东阳华盛全额认购。整体看，公司对于自身长期发展具备十足信心。

**业绩承诺，持续快速增长。**富创优越做出业绩承诺，2025-2027 年实现净利润不低于 2 亿元/2.5 亿元/3.3 亿元。

图 11：富创优越业绩承诺



资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

**富创优越产品覆盖三大领域。**富创优越 (Fastrain) 是全球 AI 及算力制造产业链企业，致力于高速光模块、高速铜缆连接等高可靠性复杂产品核心组件的智能制造。富创优越业务覆盖汽车电子、光通信以及海事通信三大业务板块，涉及光模块 PCBA、高速铜缆连接器 224G PCBA、及海事通信领域的多功能显示器、AIS 高频通信等产品。

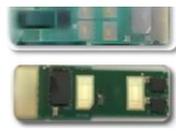
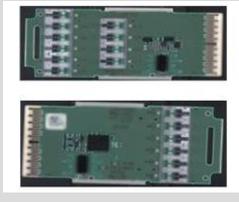
图 12：富创优越产品覆盖领域



资料来源：富创优越官网，天风证券研究所

表 1：富创优越产品线

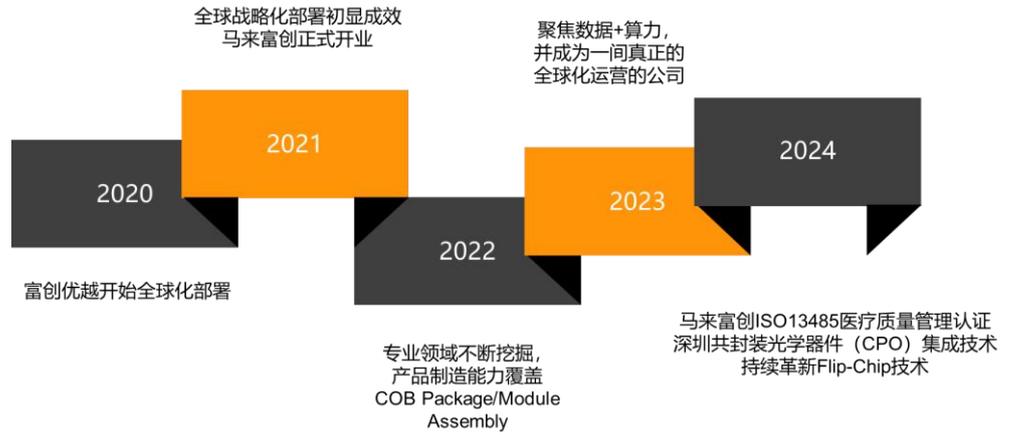
产品线	产品名称	产品用途	产品图示
光模块 PCBA	1.6T 光模块 PCBA	AI 超算集群机柜与机柜互联、数据中心集群与集群的互联、数据中心骨干网升级、下一代 800G 替代、解决 GPU 间带宽瓶颈、云厂商骨干网提速	
	800G 光模块 PCBA	800G 光模块是高速光通信的核心组件，主要用于数据中心、电信网络、云计算和高性能计算 (HPC) 等领域	
	400G 光模块 PCBA	400G 光模块是高速光通信的核心组件，主要用于数据中心、5G、云计算和	

		骨干网等场景，平衡性能、功耗与成本，当前高速网络的中坚力量，尤其适合需要平衡性能与TCO（总拥有成本）的场景	
高速铜缆连接器	224G PCBA	铜连接 ACC/AEC 是一种集成有源电子元件（如信号调理芯片或中继器）的电缆组件的核心组件，主要用于数据中心、GPU/CPU 节点间高速互联，替代部分光模块，降低布线和散热成本	
海事通信	VHF+AIS 高频通信+自动识别系统	用于短距离（约 30-50 海里）语音通信，自动广播船舶位置、航速、航向等数据（通过 VHF 频段），避免碰撞，商船、渔船、邮轮等所有 SOLAS 公约适用船舶的强制装备	
	多功能显示器	集成信息显示、航行规划与监控、雷达目标、AIS 目标、气象数据、辅助船长决策、支持大摄像头、自动驾驶仪等外设，远洋船舶、执法船、渔业船的驾驶室核心设备	
	辅助泊船 AI 盒子+摄像头	辅助泊船、高精度定位、环境感知、显示推荐靠泊推力控制，尤其适用于大型集装箱船或 LNG 船，与动态定位系统（DP）或自动驾驶仪联动，实现自动泊船	

资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

**富创优越全球部署，深耕产品能力。**2020 年，富创优越开始全球化部署，除总部深圳外，为更快地响应客户需求，公司在马来西亚、新加坡、中国香港等国家及地区拥有合作伙伴及分支机构。2024 年，马来富创获得 ISO13485 医疗质量管理认证，富创优越持续深耕共封装光学器件（CPO）集成技术，持续革新 Flip-Chip 技术，布局未来发展趋势。

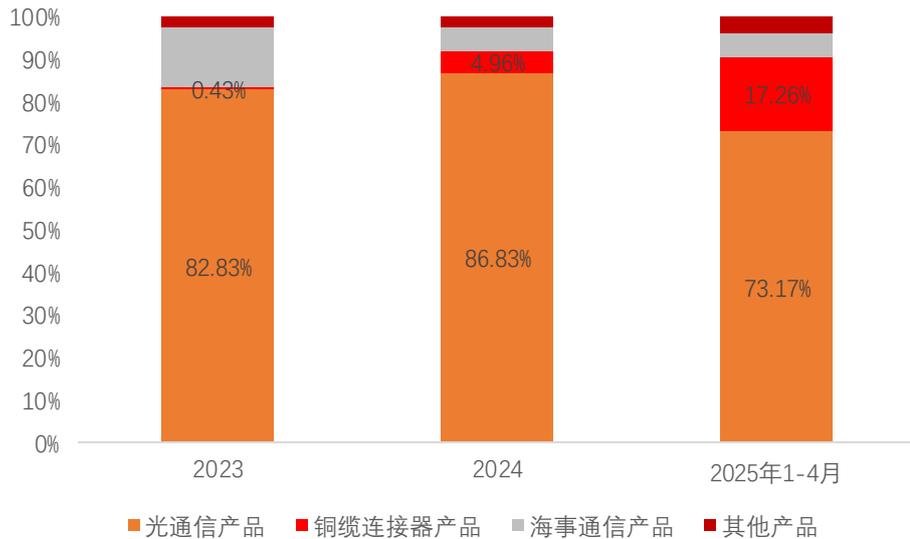
图 13：富创优越发展历程



资料来源：富创优越官网，天风证券研究所

**富创收入构成，光通信为核心产品，铜缆连接器高速增长。**富创优越营业收入主要构成为光通信产品，2023-2024 年间占比超过 80%，而 2025 年 1-4 月，铜缆连接器产品高速增长带来占比迅速提升至 17.26%，光通信产品占比相应有所下降至 73.17%。

图 14：富创优越收入结构构成



资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

**富创优越产能情况。**富创优越全球拥有超千名员工，近 30,000 平方智能制造园区。其中深圳生产基地约为 12000 平米，马来西亚生产基地超过 17000 平米。按照贴装点数计算标准产能，马来工厂 2024 年标准产能为 23.78 亿点，深圳工厂约为 35.61 亿点。公司产能有望持续扩充，公司募集配套资金的用途中，包括马来西亚新生产基地建设项目（项目投资总额 3.68 亿元）及深圳工厂扩产项目（项目投资总额 1.14 亿元）。

图 15：富创优越全球生产基地

## 全球生产基地

近30,000平方总面积



深圳生产基地

- 12,000 m<sup>2</sup> 占地面积, 10K级无尘车间
- 全球研发中心
- PCBA, 超精密组装和系统集成
- 全球采购和物流中心
- 资质: ISO 9001, ISO 14001, ISO 45001, IATF 16949



马来西亚生产基地1&2

- 17,000+m<sup>2</sup> 占地面积, 10K级无尘车间
- PCBA, 光学封装和测试, 超精密组装
- 资质: ISO 9001, ISO 14001, ISO 45001

资料来源: 富创优越官网, 天风证券研究所

表 2: 配套募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额	使用金额占全部募集配套资金金额的比例
本次交易的现金对价	40000.00	40000.00	42.05%
马来西亚新生产基地建设项目	36771.00	36771.00	38.65%
深圳工厂扩产项目	11392.00	11392.00	11.98%
研发中心建设项目	4965.00	4965.00	5.22%
支付中介机构费用、交易税费等并购整合费用	2000.00	2000.00	2.10%
合计	95128.00	95128.00	100.00%

资料来源: 华懋科技公告, 天风证券研究所

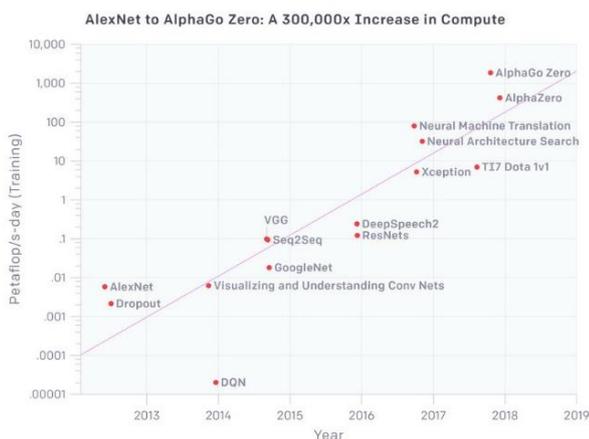
## 2.1. 光模块需求高景气, 高速率上量带动业务高增

### 2.1.1. 算力持续高增, 光模块需求高景气且高速率占比提升

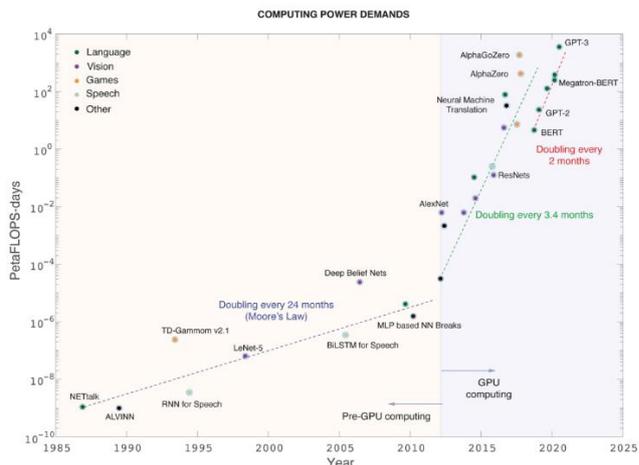
**AI 算力高增, 带动基础设施需求。**GPT-1 的模型参数量和预训练数据量分别为 1.17 亿个和 5GB, 到 GPT-3 已激增至 1750 亿个和 45TB, 且预计未来 GTP-5 的参数量将是 GTP-3 的 100 倍, 需要的计算量则是 GTP-3 的 200~400 倍, 随着模型不断升级迭代, 所需要的数据量也在快速呈倍数增长。根据 OpenAI 发布的《AI and Compute》分析报告中指出, 自 2012 年以来, AI 训练应用的算力需求每 3-4 个月就会翻倍, 且从 2012 年至今, AI 算力增长超过了 30 万倍。

图 16: AlexNet 至 AlphaGo Zero6 年时间内算力需求翻 30 万倍

图 17: 2020 年后算力需求约每两个月翻一番



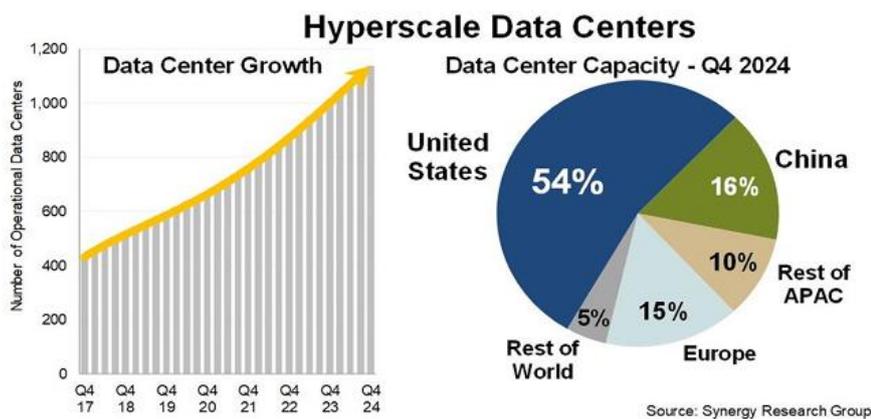
资料来源：凤凰网、A. Mehonic & A.J. Kenyon 《Brain-inspired computing - We need a master plan.》，天风证券研究所



资料来源：凤凰网、A. Mehonic & A.J. Kenyon 《Brain-inspired computing - We need a master plan.》，天风证券研究所

**大型数据中心建设高景气。**根据 Synergy Research Group 报告，截至 2024 年底，全球超大规模运营商运营的大型数据中心数量增加到 1,136 个，按照预测，超大规模数据中心的总容量将在未来不到四年的时间内再次翻一番。

图 18：全球超大型数据中心增长



资料来源：华懋科技公告，Synergy Research，天风证券研究所

**光模块市场规模将迎来高速增长。**根据 LightCounting 预测，2024-2029 年全球光模块市场规模复合年均增长率(CAGR)达 22%，2029 年全球市场规模有望突破 370 亿美元。背后的主要增长动力是 AI 集群应用对以太网光收发器的强劲需求，以及云服务厂商对其密集波分复用网络的升级等。

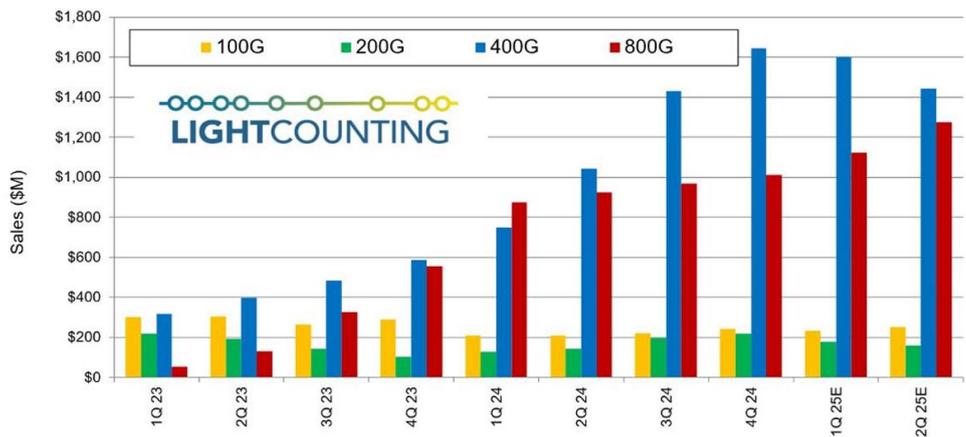
图 19：光模块市场规模（亿美元）



资料来源: 华懋科技公告, Light Counting, 天风证券研究所

**光模块持续演进迭代, 高速率产品需求高增。** AI 服务器内部及大数据中心内部之间数据互联更呈现指数型增长, 为了满足高速率数据传输的需求, 光模块数据传输速率迅速从 100Gb/s 迭代至目前的以 400Gb/s、800Gb/s 为主流, 并且未来逐步向 1.6Tb/s、3.2Tb/s 迈进。

图 20: 光模块市场各速率产品结构



资料来源: 华懋科技公告, Light Counting, 天风证券研究所

### 2.1.2. 富创卓越光通信业务持续高增可期

**1.6T 有望开始逐步起量。** 富创卓越光模块收入结构来看, 目前占比较大的仍然以 800G 和 400G 为主, 且 2024 年呈现翻倍以上的增速。而 1.6T 在 2025 年开始小规模起量, 基数低增速高, 我们预计后续有望逐步快速起量, 1.6T 将有望成为后续重要光模块收入增长贡献来源。

表 3: 富创卓越光模块收入结构及增速

	2023	2024	2025 年 1-4 月
<b>整体收入金额 (万元)</b>			
光通信产品	44143.45	103624.44	45427.53
光通信收入增速		134.74%	
<b>按速率结构收入金额 (万元)</b>			
100G 收入 (万元)	7448.13	11404.15	4900.15
100G 收入增速		53.11%	
200G 收入 (万元)	16079.28	17218.62	5767.87

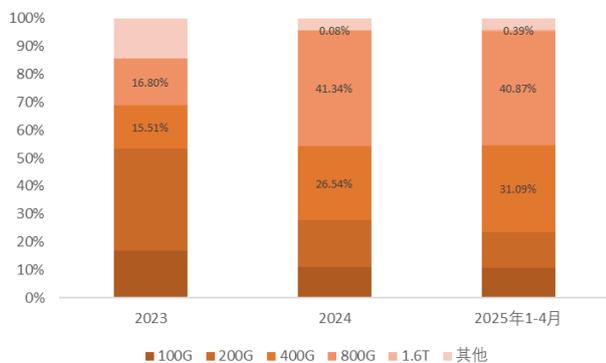
200G 收入增速		7.09%	
400G 收入 (万元)	6848.83	27504.15	
400G 收入增速		301.59%	
800G 收入 (万元)	7417.34	42840.51	
800G 收入增速		477.57%	
1.6T 收入 (万元)	-	80.37	175.73
1.6T 收入增速	-	-	-

资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

从占比来看，800G 占比最高，400G/800G/1.6T 增长较快。

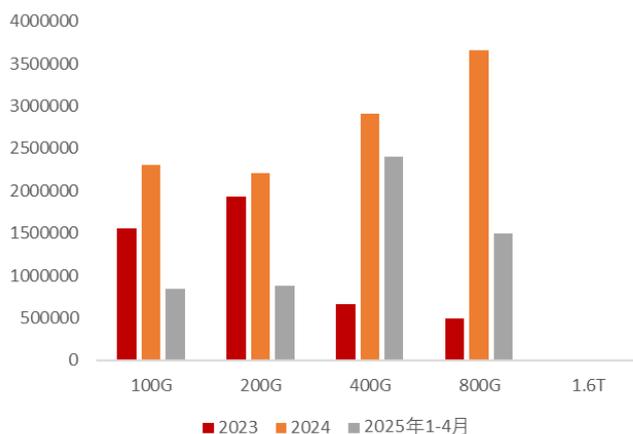
从销量看，400G&800G 目前为占比最高，同时增速较快。1.6T 静待高增长。1.6T 有望在 2026 年开始呈现高增速，占比有望明显提升。

图 21：富创优越光模块产品收入占比



资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

图 22：富创优越光模块产品销量 (单位：片)



资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

客户方面，覆盖全球领先光模块企业。富创优越 2025 年 1-4 月前五大客户中，第 1、3、5 大客户均为光通信客户，第三和第五大客户分别为迅特通信和光迅科技，光迅科技为全球前十大光模块厂商，2024 年排名前六。从收入贡献体量来看（第一大客户 2025 年 1-4 月销售收入 3.6 亿元，占比 56%），第一大客户需求同样旺盛，富创优越客户资源出众。此外，公司 2025 年 1-4 月第二大客户为铜缆连接器客户，收入占比显著提升。

图 23：全球前十大光模块厂商排名

排名	2010 年	2018 年	2023 年	2024 年
1	Finisar	Finisar	Innolight 中际旭创	Innolight 中际旭创
2	Opnext	Innolight 中际旭创	Coherent	Coherent
3	Sumitomo	Hisense 海信宽带	Huawei 华为	Eoptolink 新易盛
4	Avago	Accelink 光迅科技	Cisco	Huawei 华为
5	SourcePhotonics (索尔思)	FOIT (Avago)	Accelink 光迅科技	Cisco
6	Fujitsu	Lumentum/Oclaro	Hisense 海信宽带	Accelink 光迅科技
7	JDSU	Acacia	Eoptolink 新易盛	Hisense 海信宽带
8	Emcore	Intel	HGGenuine 华工正源	Marvell
9	WTD	AOI	SourcePhotonics (索尔思)	HGGenuine 华工正源
10	NeoPhotonics	Sumitomo	Marvell	SourcePhotonics (索尔思)

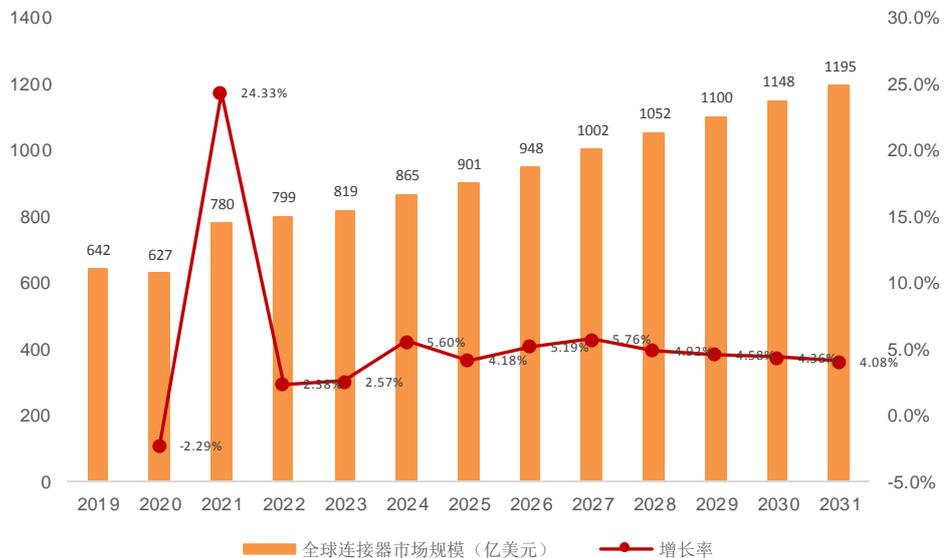
资料来源：华懋科技公告，Light Counting，天风证券研究所

## 2.2. 连接器：AI 带动铜连接需求高景气

### 2.2.1. 连接器市场持续增长，AI 高景气驱动铜连接需求

**连接器市场保持持续增长。**近年来，受益于通信、汽车、消费电子、工业控制、轨道交通等相关行业的持续推动，全球连接器市场规模总体呈现扩大趋势。根据 Bishop&Associates 和 QYResearch 调研数据，2024 年全球连接器规模达到了 865 亿美元，预计 2031 年全球连接器规模将达到 1195 亿美元，2024-2031 复合增长率为 5.53%。

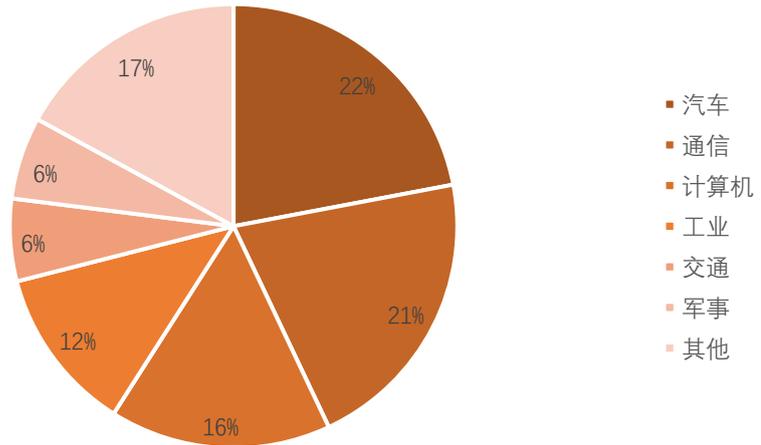
图 24：连接器市场规模及增速预测



资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

**下游领域主要为汽车和通信。**根据 QYResearch，按照下游应用场景来分，连接器下游应用场景主要集中在汽车、通信、计算机，2023 年三大场景应用分别占比 22%/21%/16%。

图 25：2023 年全球连接器市场按下游应用占比

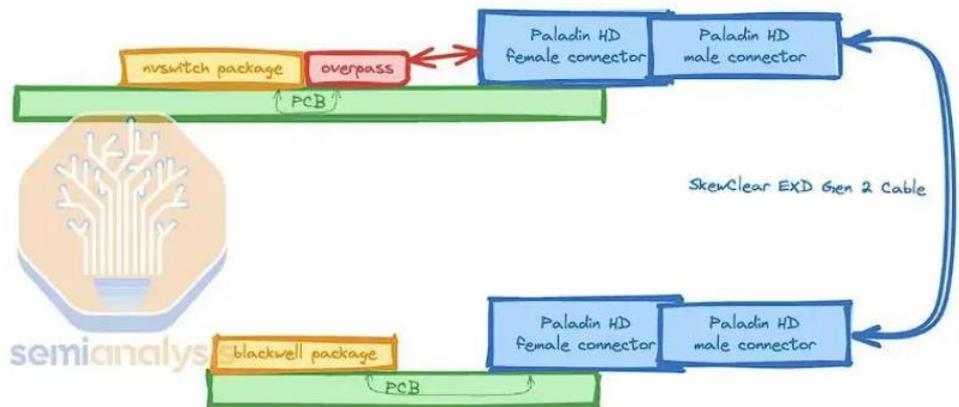


资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

**AI 浪潮下，服务器连接带动高速铜互联需求。** NVL72 使用一层 NVSwitch 交换架构连接了 72 颗 B200，这主要通过背板连接器到线背板再到交换芯片的跳线完成。根据 Semianalysis 的分析，每个 Blackwell GPU 都连接到一个安费诺 Paladin HD 224G 连接器，每个连接器有 72 个差分对(对应每颗 B200 900GB/s\*8\*2 的 NVLINK 收发带宽)，连接到背板 Paladin 连接器后接下来使用了 SkewClearEXD Gen2 电缆背板连接到 Switch tray 的 Paladin HD 背板连接器(每个连接器有 144 个差分对)，再通过 OverPass 跳线电缆连接到 NVSwitch 芯片。

图 26：NVL72 NVLink 互联系统

### NVL72 NVLink Interconnect System



资料来源：广东省连机器协会公众号，天风证券研究所

#### 2.2.2. 受益需求及大客户放量，销量高速提升

**销量高速提升，第二大客户增长快速。** 富创优越主要产品 AEC/ACC/DAC，在 2025 年 1-4 月均呈现较好的销量增长，其中 ACC 放量最为显著。

表 4：铜缆连接器 PCBA 产销量

产销量情况	2025 年 1-4 月	2024 年度	2023 年度
-------	--------------	---------	---------

AEC	产量 (片)	3324	998	-
	销量 (片)	2286	988	-
	产销率 (%)	68.77	99	
ACC	产量 (片)	343051	77527	
	销量 (片)	322895	74020	
	产销率 (%)	94.12	95.48	
DAC	产量 (片)	657721	883714	71375
	销量 (片)	714003	771068	55951
	产销率 (%)	108.56	87.25	78.39

资料来源：华懋科技公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议与盈利预测

#### 3.1. 盈利预测

业务基本假设：

**被动安全系统部件**方面，根据中报数据，25H1 公司整体营收同比增长 14.42%，前三季度营收同比增长 15.87%，而公司主业占比较高为被动安全系统部件，保持稳定增长。考虑到行业稳定增长，公司出海布局，我们预计增长可延续。同时毛利率方面，期待出海带动该业务毛利率改善。我们预计营业收入侧 2025-2027 年同比增速分别为 17%、16%、15%；毛利率方面分别为 30.2%、30.5%、30.8%。

**其他主营业务**方面，该业务波动较大，25H1 营收同比下滑 22.72%，我们按照相对稳定状态进行预测，预计营业收入 2025-2027 年同比增速分别为-5%、5%、5%；毛利率按照 35% 进行测算。

**其他业务**方面，业务增速波动幅度较大，我们预计 25-27 年同比增长-5%、-5%、-5%，毛利率在 25-27 年保持 30%。

表 5：公司业务拆分预测（单位：百万元）

		2024A	2025E	2026E	2027E
被动安全系统部件	业务收入	2082.22	2436.19	2825.99	3249.88
	同比增长率	8.14%	17%	16%	15%
	成本	1454.95	1700.46	1964.06	2248.92
	毛利率	30.13%	30.20%	30.50%	30.80%
其他主营业务	业务收入	101.18	96.12	100.92	105.97
	同比增长率	8.75%	-5%	5%	5%
	成本	43.15	62.48	65.60	68.88
	毛利率	57.35%	35%	35%	35%
其他业务	业务收入	29.67	28.19	26.78	25.44
	同比增长率	-19.40%	-5%	-5%	-5%
	成本	30.76	19.73	18.75	17.81
	毛利率	-3.65%	30%	30%	30%
合计	业务收入	2213.07	2560.50	2953.69	3381.29
	同比增长率	7.67%	15.70%	15.36%	14.48%
	成本	1528.85	1782.67	2048.41	2335.61
	毛利率	30.92%	30.38%	30.65%	30.93%

资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 3.2. 估值分析

整体看，公司主业保持稳定增长，伴随汽车被动安全产品市场稳定增长以及公司出海拓展，

有望维持较好发展。同时公司拟收购富创优越剩余股权，打造第二增长曲线，富创优越是 AI 基础设施产业链中重要一环，受益于 AI 带动的光模块以及连接器需求的增长，从产品销量、收入情况的披露数据来看，整体增长趋势强劲。鉴于公司目前仍在积极推进收购交易当中，仍存在较多的不确定性，故暂未选取可比公司进行估值对比。暂不考虑收购情况下，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.0/4.1/5.1 亿元，参考 2025 年 11 月 10 日收盘价，对应公司 25-27 年 PE 估值为 56/42/34 倍，给予“买入”评级。

## 4. 风险提示

### 行业竞争加剧风险：

PCBA 行业有较多竞争者，近年来，市场竞争进一步加剧，若未来一段时间内不能有效扩大经营规模、提升产品附加值和品牌影响力，则公司可能在市场竞争加剧的环境中面临业绩下滑的风险。

### 收购整合不及预期风险：

尽管上市公司已建立了有效、规范的治理结构及管理体系，对新业务的整合管理亦有较为明确的思路，但由于上市公司与标的公司既有业务分属不同行业，双方在企业文化、行业监管、经营模式、市场和客户群体等方面均存在较大差异，双方收购后要达理想、有效地整合、融合尚需要一定的时间。

### AI 发展不及预期风险：

AI 浪潮目前正在席卷各个行业，但 AI 的推进节奏以及行业的发展均存在未知和不确定性，AI 发展不及预期可能导致相关产业链的业务需求受到较大影响，从而影响公司近期的营业收入及利润情况。

**客户集中度较高的风险：**2023 年、2024 年、2025 年 1-4 月，富创优越向前五大客户销售金额占营业收入的比重分别为 87.48%、88.98%和 85.40%，客户集中度较高。

**业绩承诺无法实现的风险：**标的公司能否适应未来行业的行业格局、市场竞争、技术革新等亦存在不确定性。如果标的公司经营情况未达预期，可能导致业绩承诺无法实现，进而影响上市公司的整体经营业绩和盈利水平。

**前期股价波动较大风险：**公司前期股价上涨较多，存在股价波动的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,480.52	1,135.32	1,802.97	2,095.97	1,943.95
应收票据及应收账款	717.54	836.51	870.49	934.54	981.52
预付账款	27.53	29.26	33.13	35.15	40.11
存货	274.96	281.40	312.83	313.07	335.71
其他	478.44	181.91	264.25	226.64	308.67
<b>流动资产合计</b>	<b>2,978.99</b>	<b>2,464.41</b>	<b>3,283.66</b>	<b>3,605.37</b>	<b>3,609.95</b>
长期股权投资	861.45	1,125.00	1,125.00	1,125.00	1,125.00
固定资产	670.79	944.37	1,047.62	1,123.90	1,192.51
在建工程	86.74	215.35	283.82	327.44	366.69
无形资产	56.49	85.41	68.33	51.25	34.17
其他	429.07	536.36	552.20	572.00	601.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,104.54</b>	<b>2,906.49</b>	<b>3,076.97</b>	<b>3,199.58</b>	<b>3,320.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,083.54</b>	<b>5,370.90</b>	<b>6,360.63</b>	<b>6,804.95</b>	<b>6,930.10</b>
短期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	227.72	331.24	243.17	303.07	280.83
其他	170.62	207.64	205.95	235.93	239.67
<b>流动负债合计</b>	<b>398.34</b>	<b>538.88</b>	<b>549.13</b>	<b>638.99</b>	<b>620.50</b>
长期借款	0.00	0.00	800.00	800.00	500.00
应付债券	786.25	835.74	835.74	835.74	835.74
其他	88.35	88.93	90.00	92.00	95.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>874.60</b>	<b>924.67</b>	<b>1,725.74</b>	<b>1,727.74</b>	<b>1,430.74</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,273.81</b>	<b>1,464.64</b>	<b>2,274.87</b>	<b>2,366.74</b>	<b>2,051.25</b>
少数股东权益	139.35	119.77	111.66	100.86	87.36
股本	326.09	328.97	329.49	329.49	329.49
资本公积	1,646.42	1,708.40	1,622.66	1,622.66	1,622.66
留存收益	1,616.08	1,830.86	2,103.69	2,466.94	2,921.09
其他	81.79	(81.74)	(81.74)	(81.74)	(81.74)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,809.73</b>	<b>3,906.26</b>	<b>4,085.76</b>	<b>4,438.22</b>	<b>4,878.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,083.54</b>	<b>5,370.90</b>	<b>6,360.63</b>	<b>6,804.95</b>	<b>6,930.10</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	228.34	269.20	304.22	405.05	506.40
折旧摊销	119.01	122.63	165.37	177.18	189.22
财务费用	6.93	23.93	(20.55)	(18.07)	(23.10)
投资损失	13.37	29.65	25.00	15.00	15.00
营运资金变动	(634.95)	347.41	(259.44)	52.86	(196.88)
其它	497.82	(130.29)	(11.01)	(2.04)	(10.05)
<b>经营活动现金流</b>	<b>230.51</b>	<b>662.51</b>	<b>203.59</b>	<b>629.99</b>	<b>480.59</b>
资本支出	69.89	816.60	318.93	278.00	277.00
长期投资	33.20	263.54	0.00	0.00	0.00
其他	(607.25)	(1,930.95)	(659.99)	(593.00)	(582.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(504.16)</b>	<b>(850.80)</b>	<b>(341.06)</b>	<b>(315.00)</b>	<b>(305.00)</b>
债权融资	793.63	45.66	920.80	18.57	(276.90)
股权融资	284.11	(127.30)	(115.68)	(40.56)	(50.71)
其他	(77.57)	(89.31)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,000.17</b>	<b>(170.96)</b>	<b>805.12</b>	<b>(21.99)</b>	<b>(327.60)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>726.52</b>	<b>(359.24)</b>	<b>667.64</b>	<b>293.00</b>	<b>(152.01)</b>

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2,055.35</b>	<b>2,213.07</b>	<b>2,560.50</b>	<b>2,953.69</b>	<b>3,381.29</b>
营业成本	1,425.88	1,528.85	1,782.67	2,048.41	2,335.61
营业税金及附加	15.52	14.97	17.92	20.68	23.67
销售费用	20.18	20.09	30.73	29.54	27.05
管理费用	196.27	178.97	235.57	251.06	260.36
研发费用	95.65	101.81	120.34	132.92	145.40
财务费用	(7.85)	0.17	(20.55)	(18.07)	(23.10)
资产/信用减值损失	(61.00)	(23.39)	(20.00)	(22.25)	(24.76)
公允价值变动收益	0.11	0.27	(1.97)	10.00	5.00
投资净收益	(13.37)	(29.65)	(25.00)	(15.00)	(15.00)
其他	124.33	83.71	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>259.61</b>	<b>337.28</b>	<b>346.85</b>	<b>461.91</b>	<b>577.55</b>
营业外收入	1.82	0.56	0.62	0.68	0.75
营业外支出	0.73	0.19	0.20	0.22	0.24
<b>利润总额</b>	<b>260.70</b>	<b>337.65</b>	<b>347.27</b>	<b>462.37</b>	<b>578.06</b>
所得税	32.37	68.45	52.09	69.35	86.71
<b>净利润</b>	<b>228.34</b>	<b>269.20</b>	<b>295.18</b>	<b>393.01</b>	<b>491.35</b>
少数股东损益	(13.68)	(8.25)	(9.04)	(12.04)	(15.05)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>242.01</b>	<b>277.44</b>	<b>304.22</b>	<b>405.05</b>	<b>506.40</b>
每股收益(元)	0.73	0.84	0.92	1.23	1.54

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.54%	7.67%	15.70%	15.36%	14.48%
营业利润	12.49%	29.92%	2.84%	33.17%	25.04%
归属于母公司净利润	21.94%	14.64%	9.65%	33.14%	25.02%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.63%	30.92%	30.38%	30.65%	30.93%
净利率	11.77%	12.54%	11.88%	13.71%	14.98%
ROE	6.59%	7.33%	7.66%	9.34%	10.57%
ROIC	8.92%	10.07%	9.09%	10.94%	13.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.06%	27.27%	35.76%	34.78%	29.60%
净负债率	-18.09%	-7.64%	-1.61%	-8.07%	-10.38%
流动比率	7.46	4.56	5.98	5.64	5.82
速动比率	6.77	4.04	5.41	5.15	5.28
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.16	2.85	3.00	3.27	3.53
存货周转率	7.54	7.96	8.62	9.44	10.42
总资产周转率	0.46	0.42	0.44	0.45	0.49
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.73	0.84	0.92	1.23	1.54
每股经营现金流	0.70	2.01	0.62	1.91	1.46
每股净资产	11.14	11.49	12.06	13.16	14.54
<b>估值比率</b>					
市盈率	70.59	61.58	56.16	42.18	33.74
市净率	4.65	4.51	4.30	3.94	3.57
EV/EBITDA	14.67	16.59	31.44	24.59	20.38
EV/EBIT	18.87	21.01	45.83	33.62	26.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com