

高速数通光模块持续放量，海外业务拓展提速

——华工科技（000988.SZ）首次覆盖报告

机械设备

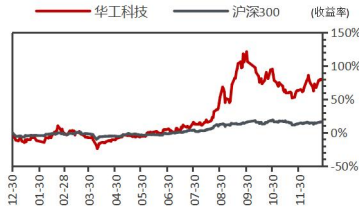
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据： 2025年12月29日
 收盘价（元） 80.20
 一年内最高/最低（元） 99.15/32.33
 市净率 7.4
 股息率（分红/股价） 0.25
 流通A股市值（百万元） 80,600
 上证指数/深证成指 3,965/13,537
 注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年09月30日
 每股净资产（元） 10.8
 资产负债率% 51.23
 总股本/流通A股（百万） 1,006/1,005
 流通B股/H股（百万） -/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

《中微公司（688012.SH）：补齐CMP关键拼图，平台化战略再进一步》2025-12-19
 《北方华创（002371.SZ）：收购光学镀膜装备公司，加速关键环节国产替代》2025-12-12
 《德昌电机控股（0179.HK）中期业绩点评：机器人与液冷泵开启新成长曲线》2025-11-13

证券分析师

王凯
 S0820524120002
 021-32229888-25522
 wangkai526@ajzq.com

投资要点：

- **投资建议：**我们预计公司2025E/2026E/2027E营业收入分别为163.25/221.42/275.55亿元，同比增长39.4%/35.6%/24.5%；归母净利润分别为18.62/22.96/28.24亿元，同比增长52.5%/23.3%/23.0%，对应PE为43.5/35.3/28.7倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **公司与行业情况：**1) 公司是全球领先的“激光+智能制造”系统解决方案提供商，在光通信领域具备显著竞争优势，光模块业务位列全球前十（据LightCounting统计）。2025年上半年，公司联接业务实现收入37.44亿元，同比增长124%，数通光模块400G、800G实现规模交付并持续放量，同时前瞻布局1.6T LPO/LRO及CPO等高端产品，加快下一代超高速光模块研发与产能建设。2) **行业：**数通光模块行业整体处于“量增+代际升级”的良性发展阶段，根据LightCounting，2023年全球数通光模块市场规模约为62.5亿美元，未来五年或以27%的平均复合增长率增长，2029年有望达258亿美元。根据公司公告，2025年海外市场整体光模块需求预计达4000-5000万只，且LPO、LRO等新型光模块在AI计算及超算计算场景中的渗透率持续提升。
- **关键假设点：**1) **收入端：**受益于数通光模块需求持续高景气及海外市场加速拓展，我们预计公司光电器件业务在2025E/2026E/2027E收入同比增速分别为97.6%/63.5%/34.9%。分市场来看：①**中国市场方面，**公司数通光模块产品结构正由400G向800G加速升级切换。公司预计2026年中国数通光模块整体需求规模约2000万只，其中800G光模块占比约40%。公司800G产品自11月份起逐步形成新客户订单，有望于26H1进入批量交付阶段。②**海外市场方面，**公司光模块产品布局持续推进。800GLPO光模块已于25年10月在海外工厂交付，预计25Q4出货规模将进一步提升，同时1.6T光模块相关产品布局持续推进，为后续放量奠定基础。2) **利润端：**我们预计公司光电器件业务毛利率将由2024年的8.4%提升至2025E/2026E/2027E的16.1%/17.7%/18.6%，2025年同比提升约7.7个百分点。主因①800G光模块逐步放量，产品结构向更高速率升级，高速率产品单价及盈利能力更优；②LPO、LRO等低功耗、高附加值光模块产品占比提升，带动公司产品结构持续优化；③随着国内外订单规模扩大，规模效应逐步显现，推动光电器件业务盈利能力持续改善。
- **股价表现的催化剂：**公司800G光模块放量超预期，公司海外业务拓展提速等。
- **风险提示：**云厂商资本开支不及预期；高端光模块放量节奏不及预期；行业竞争加剧导致公司产品利润承压。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	10,208	11,709	16,325	22,142	27,555
同比增长率（%）	-15.0%	14.7%	39.4%	35.6%	24.5%
归母净利润（百万元）	1,007	1,221	1,862	2,296	2,824
同比增长（%）	11.1%	21.2%	52.5%	23.3%	23.0%
每股收益（元/股）	1.00	1.21	1.85	2.28	2.81
毛利率（%）	23.1%	21.5%	22.9%	22.7%	22.8%
ROE（%）	11.0%	12.0%	15.5%	16.0%	16.5%
市盈率	80.6	66.5	43.6	35.3	28.7

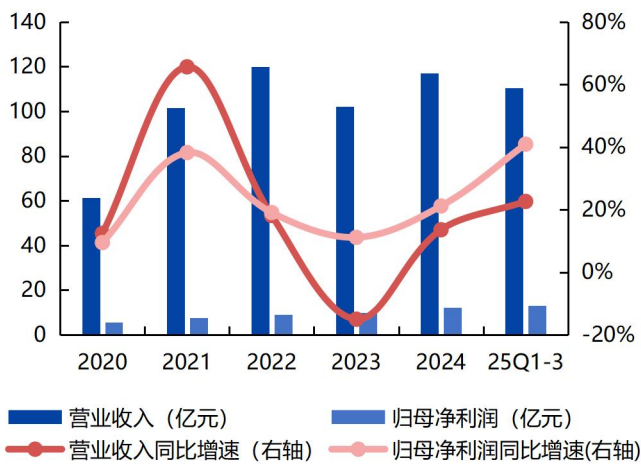
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE
 数据截至2025年12月29日

图表 1：公司主营业务板块及下游主要应用领域

业务板块	核心定位	主要产品/解决方案	下游应用
智能制造业务	激光+智能制造系统解决方案提供商	工业激光装备、自动化产线、智慧工厂系统	3C 电子、汽车电子、新能源、PCB、半导体面板、医疗等
联接业务	光通信一站式垂直集成解决方案商	有源光器件、光模块、家庭及网络终端、车载光	AI 算力、无线通信、数据中心、运营商、智能网联车
感知业务	新能源与多维传感解决方案提供商	热管理及多功能传感器、敏感陶瓷芯片	新能源汽车、光伏储能、智慧家居、智慧电网、智慧城市

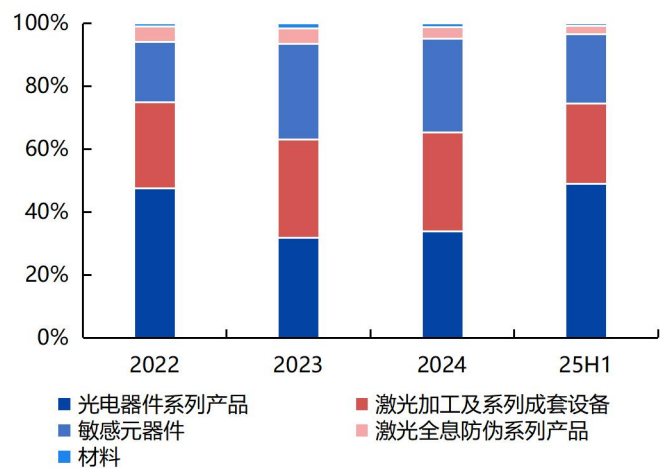
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 2：公司收入及归母净利润自 2024 年同比持续增长



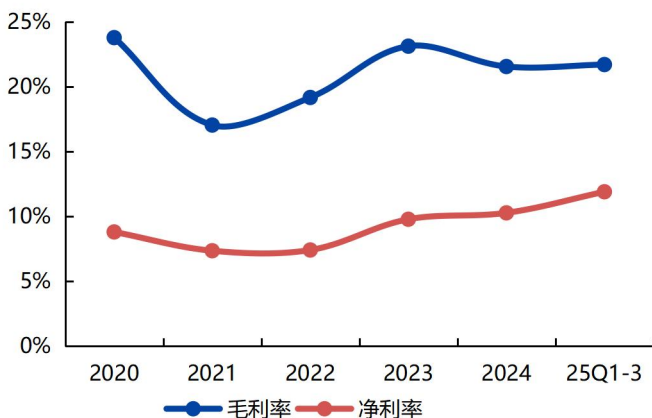
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：公司以光电器件产品和激光成套设备销售为主



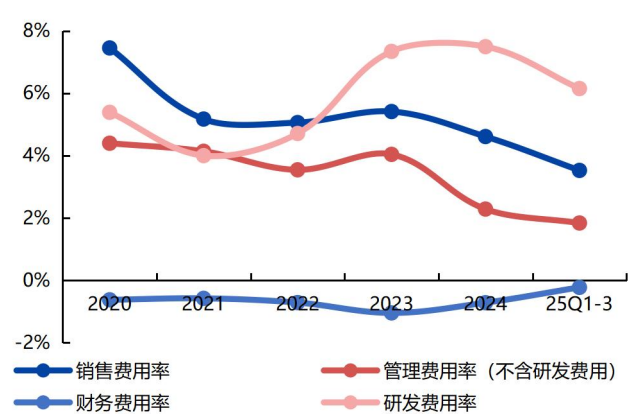
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：公司净利率自 2023 年起稳步提升



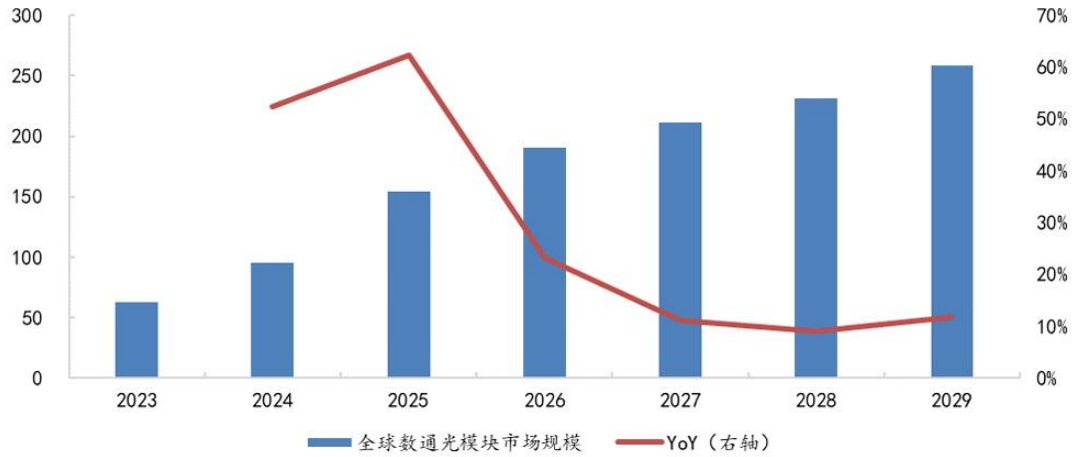
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 5：公司费用率自 2023 年逐渐优化



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6: 全球数通光模块市场规模有望从 2023 年 62.5 亿美元增至 2029 年 258 亿美元, CAGR 约为 27%



资料来源: Lightcounting, 中际旭创 2024 年报, 爱建证券研究所

图表 7: 25Q2 海外云巨头 (前 4) 资本开支及 YoY



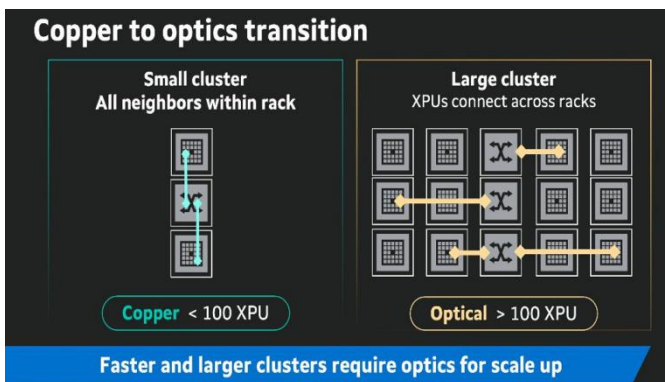
资料来源: 中际旭创 2025 半年报, 爱建证券研究所

图表 8: 中国头部云厂商资本开支 (亿元人民币) 及 YoY



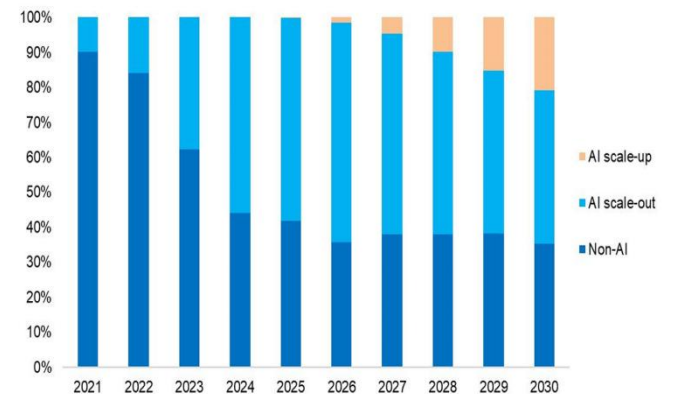
资料来源: 中际旭创 2025 半年报, 爱建证券研究所

图表 9: 大规模 scale-up 网络中铜缆连接有望向光互连转换



资料来源: Marvell, 中际旭创 2025 半年报, 爱建证券研究所

图表 10: 2021-2030 年用于 AI 的光模块市场规模占比



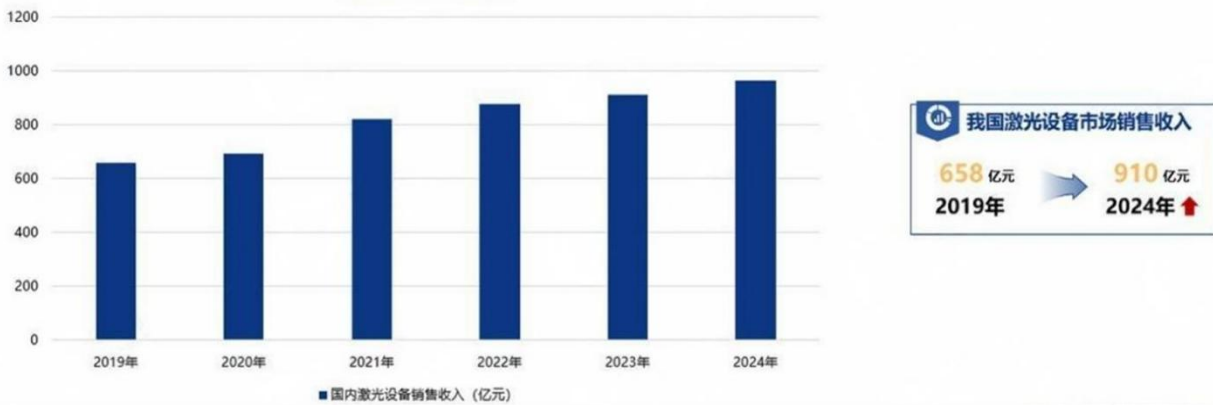
资料来源: Lightcounting, 中际旭创 2025 半年报, 爱建证券研究所

图表 11: 2024 年全球前十大光模块厂商中, 公司 (HGGenuine) 位列第 9

Ranking	2018	2021	2022	2023	2024
1	Finisar	II-VI & Innolight (tie)	Innolight & Coherent (tie)	Innolight	Innolight
2	Innolight			Coherent	Coherent
3	Hisense	Huawei (HiSilicon)	Cisco (Acacia)	Huawei (HiSilicon)	Eoptolink
4	Accelink	Cisco (Acacia)	Huawei (HiSilicon)	Cisco (Acacia)	Huawei
5	FOIT (Avago)	Hisense	Accelink	Accelink	Cisco
6	Lumentum / Oclaro	Broadcom (Avago)	Hisense	Hisense	Accelink
7	Acacia	Eoptolink	Eoptolink	Eoptolink	Hisense
8	Intel	Accelink	HGGenuine	HGGenuine	Marvell
9	AOI	Molex	Intel	Source Photonics	HGGenuine
10	Sumitomo	Intel	Source Photonics	Marvell	Source Photonics

资料来源: Lightcounting, 中际旭创 2025 半年报, 爱建证券研究所

图表 12: 中国激光设备市场规模从 2019 年的 658 亿元增长至 2024 年的 910 亿元, CAGR=6.7%



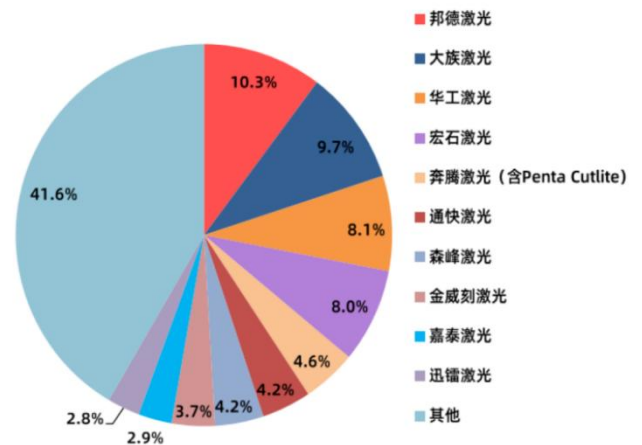
资料来源: 公司公告, 智研咨询, CounterpointResearch, Yole Group, 中国电子企业协会, 爱建证券研究所

图表 13: 2025Q2 海外云巨头 (前 4) 资本开支及 YoY



资料来源: 激光制造网 LaserfairCom 公众号, 爱建证券研究所

图表 14: 2024 年中国激光切割成套设备竞争格局



资料来源: 激光制造网 LaserfairCom 公众号, 爱建证券研究所

图表 15: 公司盈利预测核心假设

亿元人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	120.11	102.08	117.09	163.25	221.41	275.55
YoY		-15.0%	14.7%	39.4%	35.6%	24.5%
光电器件	57.10	31.10	39.75	78.55	128.40	173.21
YoY		-45.5%	27.8%	97.6%	63.5%	34.9%
敏感元器件	23.20	32.48	36.68	41.15	46.13	51.64
YoY		40.0%	12.9%	12.2%	12.1%	12.0%
激光加工装备	32.89	31.90	34.92	38.03	41.50	45.38
YoY		-3.0%	9.5%	8.9%	9.1%	9.4%
激光全息膜类系列产品	5.73	5.01	4.27	4.09	4.01	3.97
YoY		-12.6%	-14.8%	-4.1%	-2.1%	-1.0%
租赁及其他	1.19	1.58	1.47	1.42	1.38	1.35
YoY		32.8%	-7.0%	-3.5%	-2.8%	-2.2%
毛利率	19.2%	23.1%	21.6%	22.9%	22.7%	22.8%
光电器件	8.9%	9.5%	8.4%	16.1%	17.7%	18.6%
敏感元器件	21.2%	24.0%	25.7%	26.2%	26.5%	26.7%
激光加工装备	32.3%	33.9%	31.0%	32.2%	32.9%	33.2%
激光全息膜类系列产品	38.8%	35.0%	33.6%	33.9%	34.3%	34.6%
租赁及其他	12.2%	17.5%	14.3%	21.4%	25.7%	28.2%
费用率						
销售费用率	5.1%	5.4%	4.6%	4.4%	4.2%	4.0%
管理费用率	3.5%	4.0%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
研发费用率	4.7%	7.3%	7.5%	7.6%	7.6%	7.7%
归母净利润	9.06	10.07	12.21	18.62	22.96	28.24
YoY		11.1%	21.2%	52.5%	23.3%	23.0%

资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所预测

图表 16: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300308	中际旭创	627.00	4.61	9.34	17.45	22.76	26.78	67.16	35.92	27.55
002281	光迅科技	69.60	0.83	1.31	1.84	2.32	62.61	53.20	37.76	29.97
300747	锐科激光	26.89	0.24	0.35	0.50	0.61	80.60	76.89	53.78	44.07
平均值							56.66	65.75	42.49	33.87
000988	华工科技	80.68	1.21	1.85	2.28	2.81	35.67	43.58	35.33	28.73

资料来源: Wind, 爱建证券研究所 (可比公司业绩均为 Wind 一致预期, 基于 2025/12/26 数据)

风险提示

- 1) **云厂商资本开支不及预期风险**: 若全球主要云厂商及 AI 算力客户资本开支放缓, 可能导致数通光模块需求增长不及预期, 从而影响公司光电器件业务订单及收入释放。
- 2) **高端光模块放量节奏不及预期风险**: 若 800G 及后续 1.6T 等高端光模块在客户认证、订单导入或量产交付环节推进不及预期, 可能制约公司产品结构升级及盈利能力改善进程。
- 3) **行业竞争加剧风险**: 随着光模块行业景气度提升, 市场竞争可能进一步加剧, 若产品价格承压或竞争策略变化, 或将对公司产品毛利率及整体盈利水平造成不利影响。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,356	4,502	5,097	6,839	8,205	净利润	999	1,203	1,837	2,268	2,786
应收款项	4,374	5,597	7,012	11,215	11,228	折旧摊销	212	245	269	292	301
存货	1,889	2,621	3,599	5,102	5,487	营运资本变动	1,151	-453	614	466	1,439
流动资产	13,040	15,208	17,321	25,201	27,285	经营活动现金流	1,478	732	1,192	1,898	1,441
长期股权投资	692	521	505	400	302	资本开支	391	710	500	400	300
固定资产	1,930	2,272	2,586	2,757	2,805	投资变动	310	85	32	-37	-17
在建工程	58	169	113	75	50	投资活动现金流	-73	-1,115	-535	-366	-286
无形资产	375	408	380	355	331	银行借款	2,563	2,370	1,985	1,985	1,985
非流动资产	4,367	5,616	5,859	5,920	5,900	筹资活动现金流	-443	554	-67	205	204
资产合计	17,408	20,824	23,180	31,121	33,185	现金净增加额	967	168	595	1,742	1,366
短期借款	49	385	0	0	0	期初现金	3,356	4,356	4,502	5,097	6,839
应付款项	4,150	5,574	6,083	11,175	9,985	期末现金	4,356	4,502	5,097	6,839	8,205
流动负债	5,425	8,236	8,755	14,427	13,705						
长期借款	2,514	1,985	1,985	1,985	1,985						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	2,805	2,311	2,311	2,311	2,311						
负债合计	8,230	10,547	11,066	16,738	16,016						
股本	1,006	1,006	1,006	1,006	1,006						
资本公积	2,699	2,694	2,694	2,694	2,694						
留存收益	5,441	6,466	8,327	10,623	13,447						
归母股东权益	9,157	10,177	12,039	14,335	17,159						
少数股东权益	20	100	75	48	10						
负债和权益总计	17,408	20,824	23,180	31,121	33,185						

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	-15.0%	14.7%	39.4%	35.6%	24.5%
营业利润增速	10.1%	16.2%	52.9%	23.1%	22.3%
归母净利润增速	11.1%	21.2%	52.5%	23.3%	23.0%
盈利能力指标					
毛利率	23.1%	21.5%	22.9%	22.7%	22.8%
净利率	9.8%	10.3%	11.3%	10.2%	10.1%
ROE	10.9%	11.7%	15.2%	15.8%	16.2%
ROIC	8.4%	8.7%	12.0%	13.0%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	50.6%	47.7%	53.8%	48.3%
净负债比率	0.90	1.03	0.91	1.16	0.93
流动比率	2.40	1.85	1.98	1.75	1.99
速动比率	1.76	1.32	1.48	1.31	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.56	0.70	0.71	0.83
应收账款周转率	2.33	2.09	2.33	1.97	2.45
存货周转率	5.40	4.47	4.54	4.34	5.02
每股指标					
每股收益	1.00	1.21	1.85	2.28	2.81
每股经营性现金流	1.47	0.73	1.19	1.89	1.43
每股净资产	9.13	10.22	12.05	14.30	17.08
估值比率					
市盈率	80.57	66.45	43.58	35.33	28.73
市销率	7.95	6.93	4.97	3.66	2.94
市净率	8.84	7.89	6.70	5.64	4.72
EV/EBIT	70.97	63.48	40.80	34.92	27.96
EV/EBITDA	60.30	53.88	36.23	31.41	25.54

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,208	11,709	16,325	22,142	27,555
营业成本	7,849	9,186	12,588	17,110	21,272
税金及附加	51	53	79	106	130
销售费用	553	540	715	921	1,089
管理费用	412	267	354	457	540
研发费用	750	878	1,236	1,693	2,128
财务费用	-107	-84	-34	-65	-97
资产减值损失	-19	-51	0	0	0
公允价值变动	-2	2	2	1	2
投资净收益	228	99	288	145	113
营业利润	1,108	1,288	1,970	2,425	2,966
营业外收支	-4	9	3	3	5
利润总额	1,105	1,297	1,973	2,427	2,971
所得税	106	94	136	159	185
净利润	999	1,203	1,837	2,268	2,786
少数股东损益	-8	-18	-25	-28	-37
归母净利润	1,007	1,221	1,862	2,296	2,824
EBITDA	1,410	1,618	2,404	2,898	3,482

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建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、意见等均仅供签约客户参考，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，爱建证券及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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。