

光通信精密器件供应商，产能扩张抢先机

投资评级(暂无)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	613.36	1,315.03	2,150.30	2,902.90	3,570.57
同比	29.03	114.40	63.52	35.00	23.00
归母净利润(百万元)	64.53	147.58	285.97	402.98	498.44
同比	16.62	128.71	93.77	40.92	23.69
EPS-最新摊薄(元/股)	0.95	2.17	4.20	5.92	7.32
P/E(现价&最新摊薄)	33.32	14.57	7.52	5.34	4.31

投资要点

- 光通信领域精密器件供应商：**公司主营业务为光通信领域无源光器件产品的研发、制造与销售，被认定为广东省专精特新中小企业、国家级专精特新“小巨人”企业、深圳市“瞪羚企业”。公司主要营收来自无源光纤布线产品，2024年实现营收13.15亿元，归母净利润1.48亿元，毛利率与归母净利率分别为26.74%、11.22%。公司招股说明书预计2025年1-12月业绩预增，营业收入约21.1亿元至22亿元，同比上升60.45%至67.30%，净利润约2.7亿元至3亿元，同比上升82.13%至102.36%，扣非净利润约2.65亿元至2.95亿元，同比上升84.74%至105.65%。
- 光器件行业快速发展，下游应用市场规模增长：**随着大模型训练及生成式AI的全球大潮，全球数据中心架构正经历从传统互连向高带宽、低延迟、低损耗算力网络的结构性重塑。同时，行业竞争重心由精密加工向半导体级微纳制造跨越，大幅提高产业技术壁垒。这种转变将无源器件从单纯的传输配件推向了决定算力集群效率的核心位置，为行业开辟了由技术换代与算力扩张双重驱动的新增长模式。随着细分行业深入供应链，高昂的转换成本与深度的技术耦合不断提高客户粘性，抢占基于信任和时间的准入壁垒优势。
- 长期沉淀精密制造工艺，快速适配客户需求：**
 - 核心技术实力深厚，助推优质高效生产。**公司凭借微米级精密制造工艺的成就，在硅光、CPO等前沿集成领域实现了从“基础连接”向“高精度集成方案”的跨越。这种底层工艺优势赋予了公司极强的定制化开发与快速适配能力，使其能高效应对全球AI巨头瞬息万变的技术需求，与AFL、Coherent、Jabil、Telamon、CCI、Cloud Light、飞速创新、青岛海信等国内外知名企确立了长期稳定的合作关系，产品应用于全球领先品牌。
 - 研发智造一体化，筑牢高品质交付护城河。**公司将研发与生产深度融合，并在处于行业前沿的硅光集成技术以及光电共封装(CPO)技术上具有深厚实力，从而确保产品卓越品质与稳定交付能力。
 - 募资情况概览：深化双轮驱动战略布局。**本次募集资金中，1亿元将用于越南生产基地扩建，2.1亿元用于桂林制造基地扩建(三期)，1.1亿元用于总部光学研发中心建设，7000万元用于补充流动资金。若本次发行的募集资金净额(扣除发行费用后)不能满足上述项目的资金需求，公司将通过银行借款等方式自筹解决。
- 盈利预测：**在公司2025年、2026年新增产能，同时大幅受益行业大潮的情况下，我们预计衡东光2025-2027年营业收入达到21.50/29.03/35.71亿元，归母净利润分别为2.86/4.03/4.98亿元，对应发行市值的PE估值分别为7.52/5.34/4.31倍，建议投资者积极关注。
- 风险提示：**光通信行业市场竞争加剧和毛利率下滑风险、客户集中度较高的风险、技术研发及产品开发风险、募集资金投资项目实施风险等。

2025年12月30日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书: S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.49
资产负债率(%LF)	53.55
总股本(百万股)	68.07
流通A股(百万股)	20.13

内容目录

1. 衡东光：光通信领域精密器件供应商	4
1.1. 在无源光器件领域先发优势明显	4
1.2. 无源光纤布线与光器件产品涵盖全面	5
1.3. 业务营收与盈利能力持续增长	12
2. 光器件行业快速发展，下游应用市场规模增长	14
2.1. AI、云计算及数据中心成为光通信需求增长的核心引擎	14
2.2. 数据中心需求增速最快，科技巨头加速抢跑	15
2.3. 前沿技术快速迭代，重塑行业门槛	17
3. 长期沉淀精密制造工艺，快速适配客户需求	18
3.1. 核心技术实力深厚，助推优质高效生产	18
3.2. 研发智造一体化，筑牢高品质交付护城河	20
3.3. 募资结构均衡务实，深化双轮驱动战略布局	21
4. 盈利预测与评级	22
4.1. 盈利预测	22
4.2. 与可比公司比较情况	23
5. 风险提示	25

图表目录

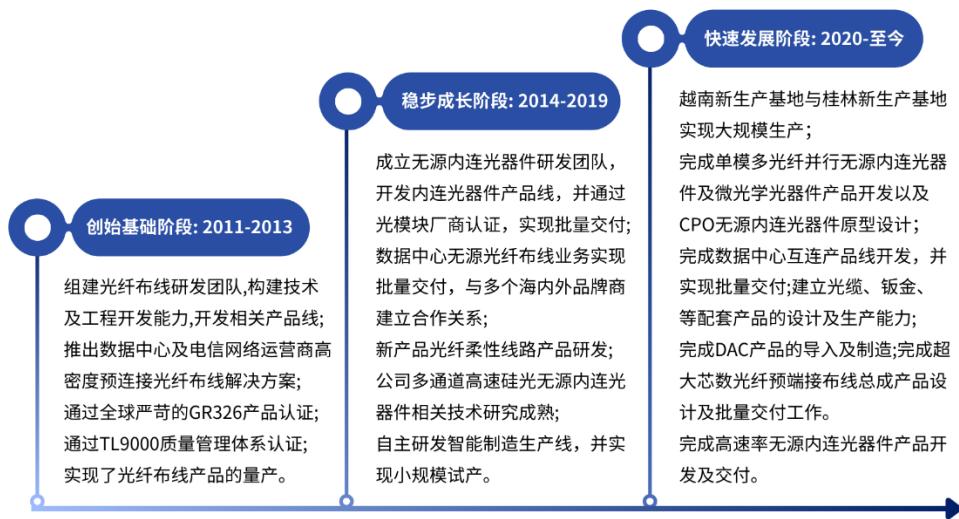
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 6 月 30 日)	5
图 3: 数据中心布线系统示意图	5
图 4: 电信光传输网络示意图	6
图 5: 公司 2022-2024 营收及同比增速	12
图 6: 公司 2022-2024 归母净利润及同比增速	12
图 7: 公司 2024 年各业务营收占比.....	12
图 8: 公司 2022-2024 年各业务营收 (单位: 亿元)	12
图 9: 公司 2022-2025H1 毛利率及归母净利率	13
图 10: 公司 2022-2025H1 期间费用率及构成	13
图 11: 衡东光及可比公司 2022-2025H1 毛利率	14
图 12: 衡东光及可比公司 2022-2025H1 净利率	14
图 13: 中国光通信行业市场规模 (单位: 亿元)	14
图 14: 全球数据中心市场规模 (单位: 亿美元)	16
图 15: 全球数据中心资本支出 (单位: 亿美元)	17
表 1: 公司生产的光纤连接器类型及功能	6
表 2: 公司生产的光纤柔性线路产品类型及功能	7
表 3: 公司生产的配线管理产品类型及功能	7
表 4: 公司生产的直连铜缆产品类型及功能	8
表 5: 公司生产的智能配线管理设备产品类型及功能	8
表 6: 公司生产的多光纤并行无源内连光器件类型及功能	9
表 7: 公司生产的 PON 光模块无源内连光器件类型及功能	10
表 8: 公司生产的波分复用无源内连光器件类型及功能	11
表 9: 公司生产硅光无源内连光器件类型及功能	11
表 10: 与同行业可比公司在经营情况、市场地位、技术实力比较情况.....	20
表 11: 公司本次募集资金用途与规模.....	21
表 12: 公司未来盈利预测拆分	23
表 13: 与可比公司比较情况	24

1. 衡东光：光通信领域精密器件供应商

1.1. 在无源光器件领域先发优势明显

衡东光通讯技术（深圳）股份有限公司成立于 2011 年 9 月，专注于光通信领域无源光器件产品的研发、制造与销售，主要业务涵盖无源光纤布线、无源内连光器件及相关配套服务三大板块。公司聚焦 AI 数据中心网络光纤连接产业链，沿着无源光器件自主设计、研发、集成与封装的发展路径持续推进产品升级，其产品广泛应用于数据中心（含 AI 数据中心）及电信领域。在高密度、高速率无源光器件产品方面，公司具备突出的市场竞争力，依托可靠的产品质量与较强的技术实力，有效解决了传统生产制造模式中的多项问题，能够满足 AI 算力需求高速增长背景下对无源光器件提出的更高要求。

图1：公司发展历程

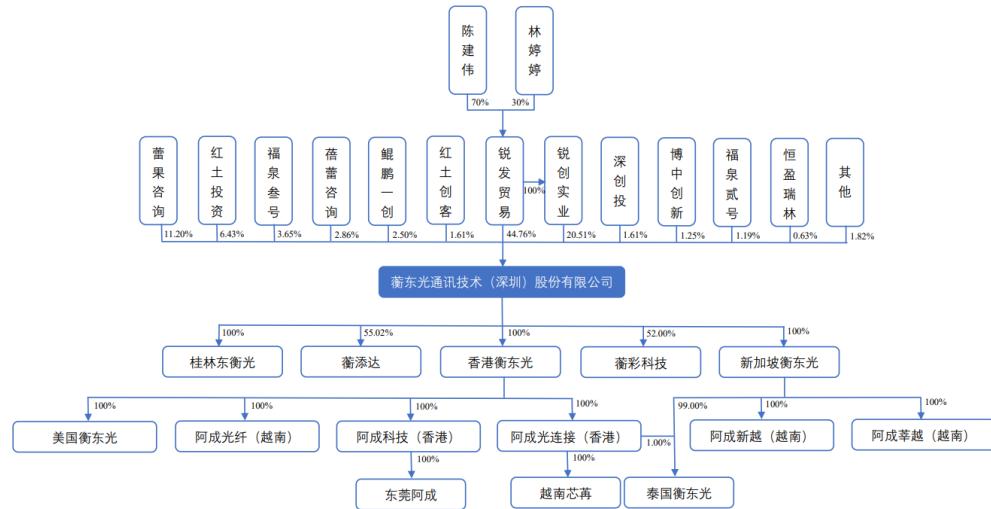


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司主营产品通过多项行业高标准认证。依托长期研发积累，公司在相关领域掌握多项关键核心技术并拥有一系列发明专利，技术创新性和领先优势明显。公司曾荣获中国国际光电博览会（CIOE）技术创新奖，设立广东省多通道高速硅光芯片及光引擎集成工程技术研究中心，并先后被认定为广东省专精特新中小企业、国家级专精特新“小巨人”企业及深圳市“瞪羚企业”。整体来看，公司已在无源光器件领域形成以技术创新和先进制造能力为核心的综合竞争优势，为其持续发展奠定了坚实基础。

公司股权结构集中且稳定。根据公司招股书，截至 2025 年 6 月 30 日，公司控股股东为锐发贸易，持股比例为 44.76%；公司实际控制人为陈建伟，间接合计持有公司 45.69% 股权。

图2：公司股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

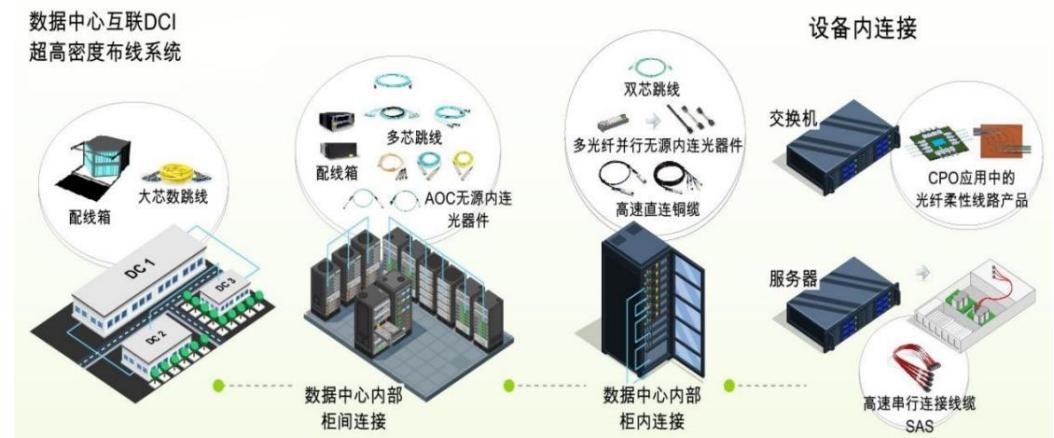
1.2. 无源光纤布线与光器件产品涵盖全面

公司主要产品包括无源光纤布线与无源内连光器件产品两大类，具体情况如下：

（1）无源光纤布线产品

公司无源光纤布线产品是在云服务商数据中心机房内及数据中心间、电信运营商中心机房内、电信运营商机房到终端用户间为设备与设备、设备与器件提供光信号传输通道的产品。其在构建机房内部网络传输体系的同时连接了机房与外部通信主干线路，可实现机房内部、机房之间数据的互联互通及机房与外部通信网络主干间信息的传输。

图3：数据中心布线系统示意图



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图4：电信光传输网络示意图

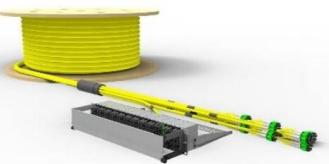


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司无源光纤布线产品主要分为五类：

① **光纤连接器**。该产品又称光纤跳线，是实现光纤冷接的主要器件，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，是目前使用数量最多的光无源器件，我们整理如表1所示：

表1：公司生产的光纤连接器类型及功能

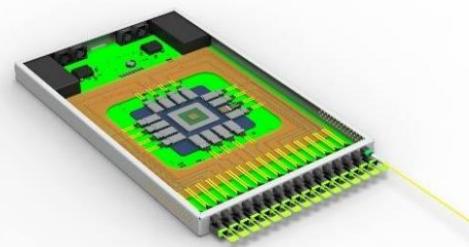
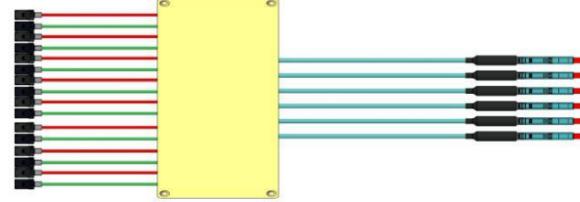
产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
单双芯及分支光纤连接器	光缆一端组装一个光纤连接头，另外一端组装一个或多个光纤连接头的光纤连接器。可用于布线网络架构接入侧设备端口的接入以及布线交叉管理面板端口的交叉连接。		公司可制造不同参数、规格的光纤连接器，以满足不同速率光模块的连接需求。公司光纤连接器机械性能优良，符合GR326和GR1435可靠性认证标准要求。
超大芯数光纤预端接布线总成	光缆两端各组装多个光纤连接头的光纤连接器，以及配套的配线箱、配线架及拉手等，用于连接大型数据中心多个机房的光纤布线产品。		公司可生产超大芯数光纤预端接布线总成产品，光缆产品种类和连接器种类多样，可满足大型数据中心建筑物间的光互连。公司产品可靠性高，符合GR2866行业严苛认证标准要求。公司光纤连接器机械性能优良，符合GR326和GR1435可靠性认证标准要求。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

② **光纤柔性线路产品（Shuffle）**。这是一种用于高密度光信号互连的关键无源光器件。将多根光纤以精密、柔性的排布方式集成在一条薄型带状线路中，主要用于数据中心、高性能计算（HPC）和光模块内部，实现不同光接口之间的灵

活、可靠连接。其特点是弯曲半径小、布线灵活、结构紧凑，能够在有限空间内实现高带宽、低损耗的光信号传输，尤其适用于需要频繁弯折或复杂走线的场景，是支撑高速光互连系统高效运行的重要基础组件。我们整理如表 2 所示：

表2：公司生产的光纤柔性线路产品类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
柔性板类光纤线路产品	该产品主要用于连接超级计算机或设备内连。		公司产品具有芯数高、占空间小、轻薄、可柔性连接方便、易安装及防火阻燃等级高的特点，能够优化设备通信系统的安装。
带外壳类光纤线路产品	公司带外壳类光纤线路产品主要用于连接超级计算机或设备内连。		公司产品在严苛环境下内部结构非常稳定，任何连接头损坏都能修复。通过结构优化设计，输出端能承受更高拉力及提供更好地机械保护和更稳定的性能。
分支器类光纤线路产品	公司分支器类光纤线路产品主要用于连接超级计算机或设备内连。		公司产品可以实现最小微弯损耗，协助客户优化光纤管理，减少安装时间和成本。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

③ 配线管理产品。该产品是用于对光纤、铜缆等通信线缆进行有序布放、固定、标识、保护和连接管理的系统化设备与附件总称。这类产品旨在确保通信机房、数据中心及网络布线环境的整洁、可靠与高效运维。我们整理如表 3 所示：

表3：公司生产的配线管理产品类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
配线箱、配线盒	装载有光纤适配器和光纤连接器的单个结构件或多个结构件总装，可实现光缆线路的连接、分配和调度，用于连接主干光缆与主干光缆，主干光缆与光纤连接器，光纤连接器与光纤连接器的中间产品。	 	公司可根据应用需求，生产不同接口密度的配线箱、配线盒。公司产品所用适配器满足 GR326 和 GR1435 要求，结构件机械性能以及钣金喷涂着附性满足 GR449 要求。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

④ 直连铜缆。该产品主要用于短距离高速数据通信，是一种预端接铜缆组件，两

端集成了固定式连接器（如 SFP+、QSFP 等），主要用于数据中心服务器与交换机之间的直接连接。我们整理如表 4 所示：

表4：公司生产的直连铜缆产品类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
高速直连铜缆 (DAC)	高速直连铜缆 (DAC) 通过两端 PCB 与高速差分线缆焊接成为一体，可通过无源差分信号进行数据传输，主要用于路由器、交换机、服务器、存储等设备网络接口的短距连接，实现设备间高速数据交换。		公司产品具有高性能、低功耗、低故障率、易维护、低损耗、低延时等特点。
服务器内部连接高速铜缆线 (SAS)	服务器内部连接高速铜缆线将两端 PCB 通过高速差分线缆、电子线焊接成为一体并对端子塑封成型，构成多芯、高速、易更换的软性通讯线缆，实现服务器主板和硬盘阵列、网卡、显卡等扩展设备间的高带宽数据交换。		满足服务器内部主要高速设备间连接，支持高速接口，接口形态支持各类主流连接器，并随着服务器架构逐步演进。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

⑤ 智能配线管理设备。该产品在传统物理配线架基础上，集成了电子传感与通信技术的智能化系统。其核心功能在于实时、自动地监控和记录所有端口的连接状态、变更操作及设备位置，实现对整个物理层布线网络的数字化、可视化与自动化管理。我们整理如表 5 所示：

表5：公司生产的智能配线管理设备产品类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
智能配线管理设备 (SAFE)	SAFE(Software Automated Fiber Engineering System) 是一款软、硬件结合的创新产品，由智能化的光纤管理系统和智能光纤控制模块组成，能够完成整个光纤网络中所有物理线路自由切换从而实现网络拓扑架构优化、网络链路及光纤资源管理，满足物联网、超级计算、人工智能发展对光纤通信技术的需求。		光纤资源集中化管理，具备实时感知、主动预防、自由跳纤、远程无人值守等特点。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

(2) 无源内连光器件产品

公司无源内连光器件产品主要应用于光模块及通信设备内，用于连接激光器、探测器与光接口，承担着接收外部光信号并将其传输到光模块或通信设备内部探测器以及接收光模块或设备内激光器发出的光信号并将其传输到外部光纤线路的作用，主要产品包括多光纤并行无源内连光器件、PON 光模块无源内连光器件、波分复用无源内连光器件、硅光无源内连光器件。

公司无源内连光器件主要分为以下四类：

① **多光纤并行无源内连光器件**。该产品是支撑高速光互连系统的关键基础元件，其通过高精度集成的多通道光纤阵列（如 MT/MPO 连接器、光纤阵列等），在无源、无需供电的条件下，实现多路光信号在设备内部或板卡间的并行、高密度、低损耗传输。我们整理如表 6 所示：

表6：公司生产的多光纤并行无源内连光器件类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
AOC 无源内连光器件	有源光缆(AOC)内的无源内连光器件，用于连接 AOC 有源光缆两端模块内的有源光器件，负责将光信号在两个光模块的激光器与探测器之间进行传输。		该产品 MT 及其它类型插芯插入损耗不超过 0.35dB，根据客户光纤定制长度生产产品尺寸公差在±0.2mm 以内，可靠性可满足 GR1221、GR468 标准要求。
常规多模无源内连光器件	多模光模块内的无源内连光器件，用于连接多模短距光模块内的激光器与探测器和外部光接口，负责将光信号传递至模块内部。利用器件体积小、通道多等特性，可实现多路光信号的并行传输。		该产品 MT 及其它类型插芯插入损耗不超过 0.35dB，根据客户光纤定制长度生产产品尺寸公差在±0.2mm 以内，可靠性可满足 GR1221、GR468 标准要求。
常规单模无源内连光器件	光纤一端组装 MT 另一端组装多个 FA 形成 MT-FA 光器件。MT 端作为光模块对外光接口，与模块外部的 MPO 光纤连接器对接适配，FA 端与光模块内部激光器和探测器耦合，实现电光、光电转换。		公司可制造不同参数、规格的单模无源内连光器件，以满足不同速率、不同结构光模块内连需求。

光纤一端组装 12 或 48 芯 MT 另一端组装一个或多个 FA，同时光纤上通过热缩管进一步加强光纤结构强度形成 MT-FA 光器件。MT 端作为特殊领域光模块对外光接口，与模块外部的 MPO 光纤连接器对接适配，FA 端与光模块内部激光器和探测器耦合，实现电光、光电转换。



镀金 MT-FA

公司可根据产品工作环境定制原材料、设计专用器件结构、选择专用加工工艺以满足不同环境（如严苛环境）、不同可靠性要求的光器件。



48 芯 MT-4*FA

光纤一端组装保偏 MT 和常规 MT，另一端组装一个多通道 FA，FA 内有常规单模光纤和保偏光纤，形成 PMMT-FA 光器件。PMMT 端与外置激光器耦合作为光源输入，常规 MT 端作为对外光接口，与交换机内部的转接线或者外部的 MPO 光纤连接器对接适配，FA 端与交换机内部芯片耦合共封装，实现电光、光电转换。



PM MT-FA

公司可根据客户端要求设计不同结构、参数、规格的 CPO 无源内连光器件，以满足不同交换机内部线路结构、不同通道数量、不同密度的光纤布局。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

② PON 光模块无源内连光器件。该产品用于无源光网络终端光模块内部、实现光路连接与分配的关键无源组件。其在 PON 模块中承担光信号的路由、分合与耦合功能，例如在 OLT 或 ONU 光模块中连接激光器/探测器与光纤接口，或实现单纤双向传输中的信号分离与汇合。我们整理如表 7 所示：

表7：公司生产的 PON 光模块无源内连光器件类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
PON 光模块 无源内连光 器件	无源光网络（PON）光模块内的无源内连光器件，用于连接 PON 光模块内部的有源光器件和外部光接口。		公司产品插入损耗值 $\leq 0.2\text{dB}$ ，最小机械拉力承受值为 10N，可满足美国电信运营商 Verizon PFOC (Passive Fiber Optical Certification，无源光纤器件认证) 标准以及 GR1221、GR468 标准要求。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

③ **波分复用无源内连光器件**。该产品是实现波分复用技术的核心光学组件，其通过薄膜滤波片、阵列波导光栅或光纤光栅等无源结构，在单根光纤中对多个不同波长的光信号进行复用与解复用，从而在无需光电转换和外部供电的条件下，成倍提升光纤通信系统的传输容量与频谱效率。我们整理如表 8 所示：

表8：公司生产的波分复用无源内连光器件类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
阵列波导光栅 AWG 类无源内连光器件	光纤一端组装光纤插芯适配器另一端组装毛细管/FA，同时在毛细管/FA 端面上耦合 AWG 芯片。光纤插芯适配器端作为光模块对外光接口，与模块外部的 LC 光纤连接器对接适配，AWG 芯片将复用的光信号解复用成 4 路光信号与光模块内部探测器耦合，实现光电转换。	 400G FR4	公司可根据客户端不同的需求设计制造不同参数、规格的阵列波导光栅 AWG 类无源内连光器件，以满足不同速率的光模块内连需求。可靠性满足 GR468 可靠性认证标准要求。芯片端材质可自由定制，可靠性要求满足 GR468 可靠性认证标准要求。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

④ **硅光无源内连光器件**。该产品基于硅基光子集成技术制造，用于实现芯片上或芯片间光信号传输与调控。这类器件利用硅材料的高折射率差和 CMOS 兼容工艺，在微纳尺度上实现光波导、耦合器、分束器及光栅等无源结构，能够在极小的芯片面积内完成光信号的引导、分合、波长选择及模式转换等功能。我们整理如表 9 所示：

表9：公司生产硅光无源内连光器件类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	公司产品特点
硅光无源内连光器件	光纤一端组装 MT 另一端组装一个或多个 FA 形成 MT-FA 光器件。MT 端作为光模块对外光接口，与模块外部的 MPO 光纤连接器对接适配，FA 端与光模块内部硅光芯片耦合，实现电光、光电转换。	 400G DR4	公司可制造不同参数、规格的硅光无源内连光器件，以满足不同速率、不同硅光芯片结构光模块内连需求。FA 端的研磨面型使用特殊工艺控制，更加适配硅光芯片耦合面面型，耦合效率更高。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

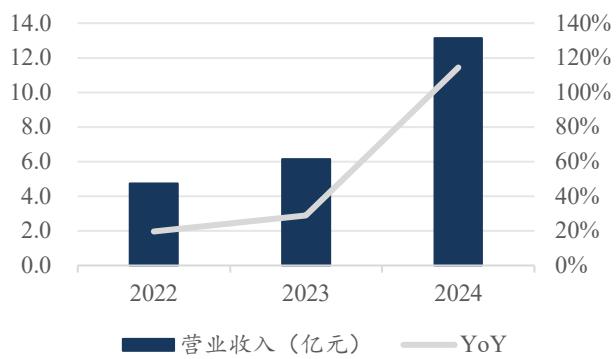
(3) 配套及其他产品

公司配套及其他产品主要包括光缆及连接器注塑类零部件产品，主要为完善公司自主品牌供应体系，提高产品核心部件的自主供应能力而研发及生产。

1.3. 业务营收与盈利能力持续增长

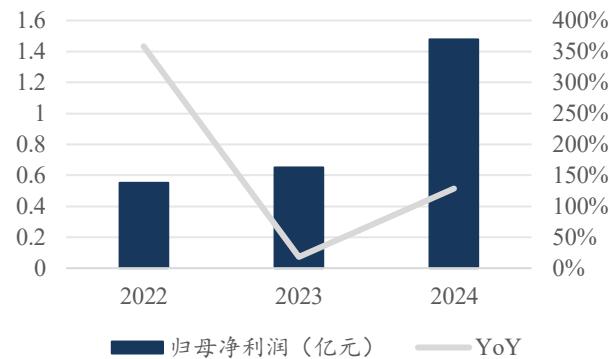
如图 5 所示, 2022-2024 年公司营业收入分别为 4.75 亿元、6.13 亿元和 13.15 亿元, 分别同比增长 19.65%、29.05% 和 114.40%, 三年营业收入的年复合增长率为 66.33%。如图 6 所示, 同期归母净利润分别为 0.55 亿元、0.65 亿元和 1.48 亿元, 分别同比增长为 358.33%、18.18% 和 128.71%。根据公司 2025 年半年度报告, 2025H1 营业收入为 10.21 亿元, 同期归母净利润 1.43 亿元。

图5: 公司 2022-2024 营收及同比增速



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

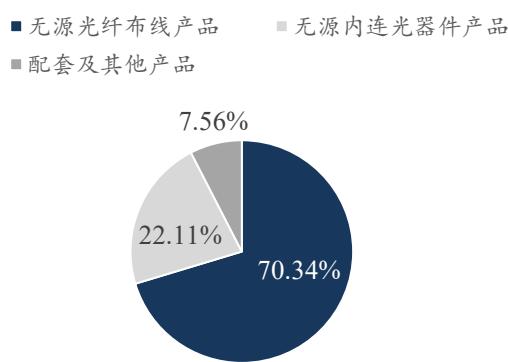
图6: 公司 2022-2024 归母净利润及同比增速



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

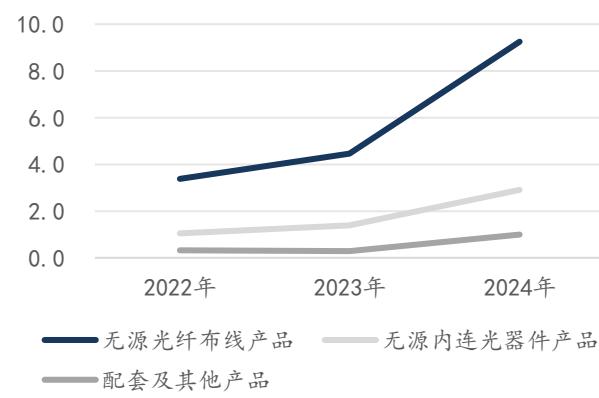
分板块来看, 2024 年, 公司营收的 70.34% 来自无源光纤布线产品, 营收达 9.25 亿元; 其余营收主要来自无源内连光器件产品, 占比 22.11%, 营收达 2.91 亿元。近年来, 随着全球 AI 数据中心数据流量的增长, 光通信网络的升级改造促进了光器件产品的市场需求增长, 形成了以无源光纤布线产品为主、无源内连光器件为辅的营收格局。

图7: 公司 2024 年各业务营收占比



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图8: 公司 2022-2024 年各业务营收 (单位: 亿元)

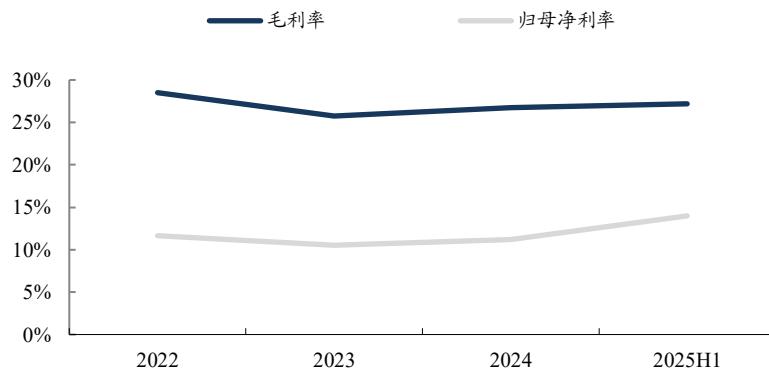


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

盈利能力方面, 2022 年至 2024 年期间公司销售毛利率与归母净利率总体平稳, 2024 年毛利率为 26.74%, 同期归母净利率为 11.22%。2022 年至 2025H1, 公司期间费用率呈现下降趋势, 2025H1 为 9.43%。公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用

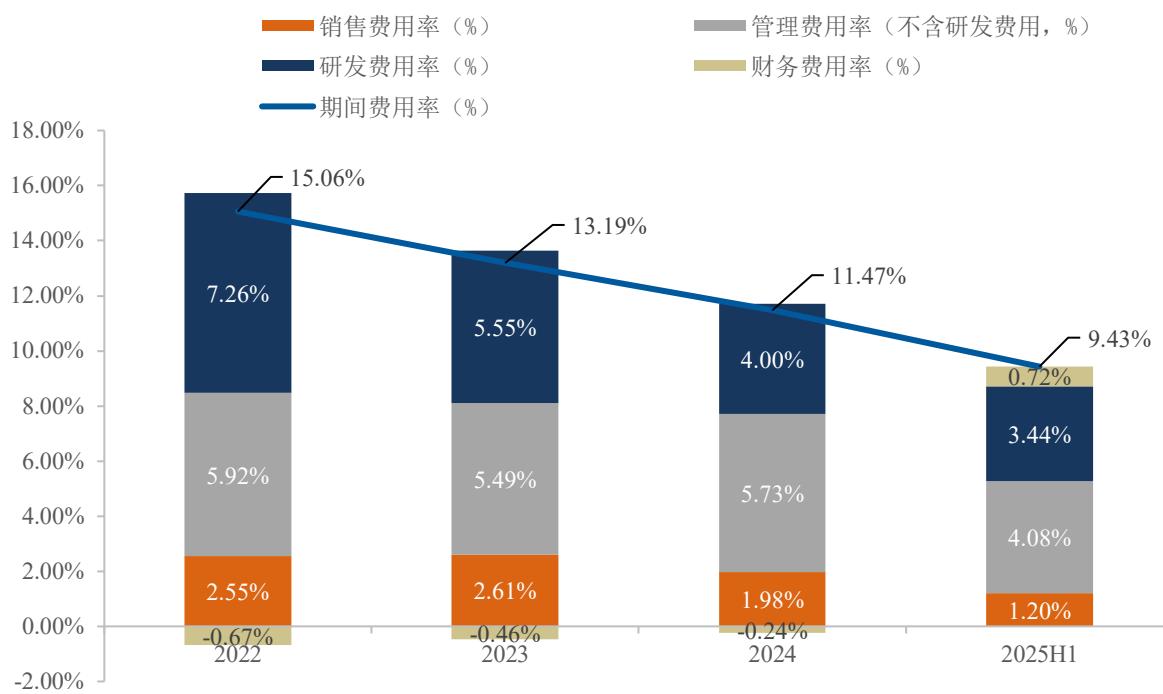
率常年均维持在较低水平，公司在成本控制上有显著成效。

图9：公司 2022-2025H1 毛利率及归母净利率



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

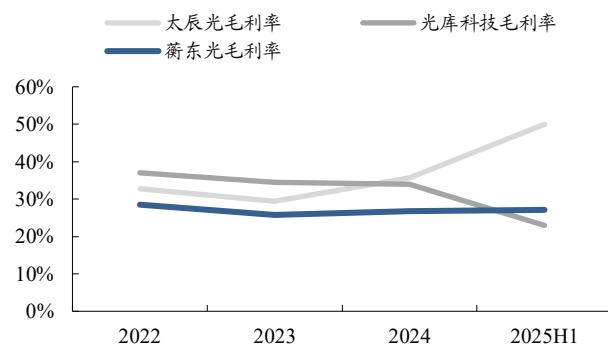
图10：公司 2022-2025H1 期间费用率及构成



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

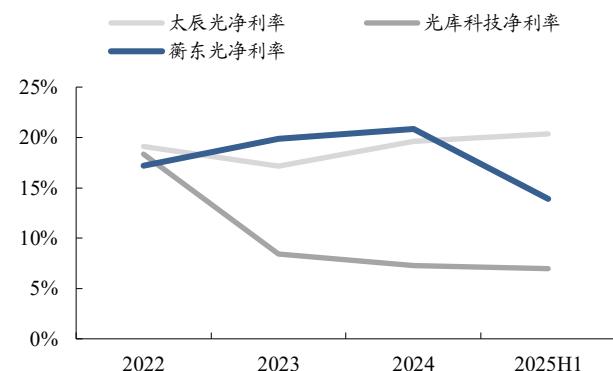
与相似业务的两家上市公司进行利润率的对比，公司盈利能力表现尚佳。如图 11、图 12 可以看出，2022 年至 2025 年 H1 期间，公司毛利率较为稳定。2025 年上半年因政府补贴减少（为 151 万元，同比减少 74.09%），净利率显示阶段性下滑，但整体盈利能力维持稳定。

图11: 衡东光及可比公司 2022-2025H1 毛利率



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图12: 衡东光及可比公司 2022-2025H1 净利率



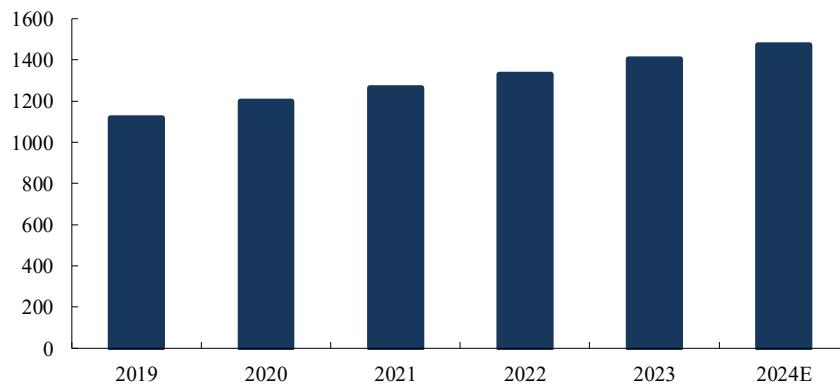
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

2. 光器件行业快速发展, 下游应用市场规模增长

2.1. AI、云计算及数据中心成为光通信需求增长的核心引擎

随着云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术快速发展, 全球数据流量呈巨幅增长, 数据中心建设成为大势所趋。此外, 数据中心作为光通信行业的重要应用领域, 近年来在世界主要国家和大型企业数字化转型的带动下发展迅速。

图13: 中国光通信行业市场规模 (单位: 亿元)



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

根据中商产业研究院数据, 2021-2023 年我国光通信市场规模分别为 1,266 亿元、1,331 亿元、1,405 亿元, 预计 2024 年市场规模将达到 1,473 亿元, 2021 年至 2024 年复合增长率为 5.18%。2023 年以来, 以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 对算力提出了更高的要求, 谷歌、亚马逊、微软、英伟达等巨头纷纷布局大模型, 为光通信产品的需求带来庞大增量。ChatGPT 技术的背后是其 AI 模型参数实现超过百倍的提升, 训练模型所需的算力和数据需求也迎来了巨量的增长。根据 Lightcounting 预测, 全球光通信产业链中

的核心产品光模块的市场规模在 2027 年将突破 200 亿美元，数据中心将成为第一大应用市场。

光器件作为数据中心信息传输链路中的关键基础组件，其行业重要性正持续提升。无论是跨数据中心的高速互联，还是数据中心内部服务器与交换机之间的高带宽连接，均高度依赖光通信系统的稳定运行，而光器件正是实现光信号传输、连接与管理的核心载体。随着数据流量密度不断提高、传输速率持续升级，光器件已由传统通信网络中的配套产品，逐步演变为支撑算力基础设施高效运转的重要基础环节。

与此同时，算力规模扩张和网络架构升级显著抬升了对光连接系统性能的要求，使光器件需求不仅体现在数量增长层面，更集中于技术规格提升与产品价值升级。特别是在 AI 数据中心场景下，高速率、低损耗、高可靠性的光器件成为保障算力集群稳定运行的关键要素，行业定位由“成本型部件”向“性能型基础设施”转变。在此背景下，光器件行业的需求结构、产品形态及增长逻辑均发生深刻变化，为行业增长动能的结构性切换奠定了基础。

在需求端驱动因素变化的影响下，光通信行业的增长动能正由传统电信网络投资主导，逐步向以数据中心、尤其是 AI 数据中心建设为核心的新型需求结构转移。过去，光器件需求主要受运营商资本开支周期影响，行业景气度与 4G、5G 建设进度高度相关，呈现出明显的周期性特征。随着全球数字经济加速发展，超大规模数据中心和云服务提供商逐渐成为光通信产品的核心需求方，行业需求来源更加多元，增长逻辑随之发生根本性变化。

相较传统电信应用场景，数据中心对光器件在传输速率、端口密度、可靠性及部署效率等方面提出了更高要求，推动产品结构持续向高速率、高密度方向升级。一方面，AI 训练与推理对算力集群内部高速互连的依赖显著增强，400G、800G 及更高速率光连接产品加速渗透；另一方面，数据中心内部连接距离虽相对较短，但连接数量庞大、更新节奏较快，使无源光器件在布线密度、模块化设计及规模化交付能力方面的重要性不断提升。由此，光器件需求不再仅依赖“量的扩张”，而更多体现为产品结构升级与“量价齐升”带来的价值提升。

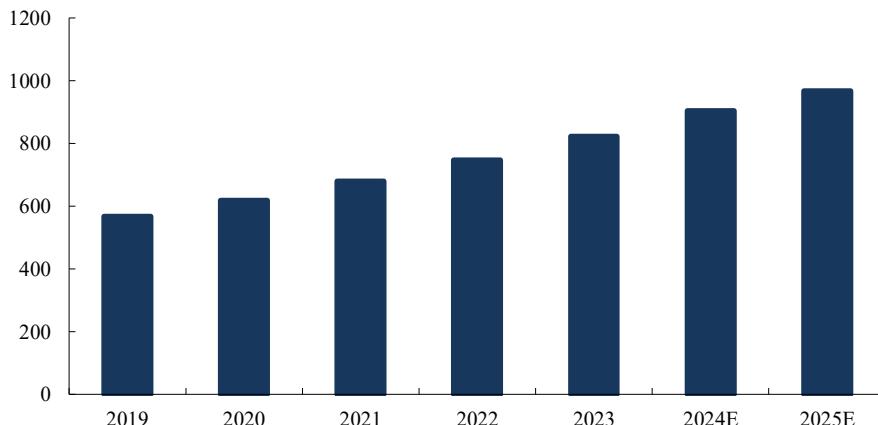
总体来看，随着 AI、云计算及数据中心成为光通信需求增长的核心引擎，光器件市场的增长动能已实现结构性切换。未来，行业增长将更多依托于数据中心场景下对高速率、高可靠性及高集成度光器件的持续需求，为具备技术积累、先进制造能力和持续产品迭代优势的光器件制造企业提供更为广阔的发展空间。

2.2. 数据中心需求增速最快，科技巨头加速抢跑

在光器件行业中，下游客户结构对行业竞争格局具有决定性影响。其中，电信运营商市场属于较为传统且相对稳定的应用场景，需求主要随通信网络建设与升级节奏释放；而数据中心（包括 AI 数据中心）市场则成为近年来光器件需求增长最快、技术要求最

高、客户集中度最强的核心应用领域。随着数据中心在数字经济中的基础设施属性不断强化，行业需求重心持续向头部云厂商和科技巨头集中，推动光器件行业逐步呈现出明显的“大客户导向”特征。

图14：全球数据中心市场规模（单位：亿美元）

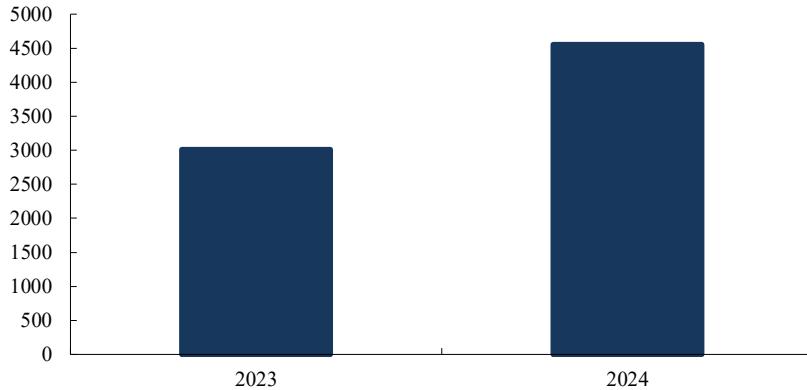


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

从市场规模维度看，全球数据中心建设需求保持长期上行趋势。中商产业研究院预计，2019—2025年全球数据中心市场规模将由567亿美元增长至968亿美元，整体呈现稳步扩张态势，反映出算力基础设施建设具备较强的长期确定性。在云计算、人工智能等技术持续渗透的背景下，数据中心已成为承载算力和数据流量增长的核心载体，其建设节奏和投资规模直接决定了光通信及光器件需求的中长期走势。

在市场规模持续扩大的同时，生成式AI的快速发展显著放大了数据中心建设的资本强度。自2023年以来，以ChatGPT为代表的生成式AI对算力提出更高要求，模型参数规模和训练复杂度大幅提升，谷歌、亚马逊、微软、英伟达等全球科技巨头纷纷加快大模型布局，并围绕算力展开新一轮基础设施投入。在此推动下，全球数据中心资本开支进入加速增长阶段。

图15: 全球数据中心资本支出 (单位: 亿美元)



数据来源: Dell'Oro Group, 东吴证券研究所

从资本开支结构来看,据 Dell'Oro Group 发布报告显示,2024 年全球数据中心资本支出同比增长 51%,达到 4,550 亿美元,预计 2025 年全球数据中心资本支出将同比增长 30%以上。其中 AI 基础设施相关支出同比增幅高达 161%,成为拉动整体资本开支增长的核心动力。相较传统通信网络投资, AI 数据中心建设节奏更快、投入更集中,且高度依赖高速、稳定、可规模化部署的光通信连接方案,对光器件产品的性能和可靠性提出了更高要求。

在高强度资本投入和快速技术迭代的背景下,数据中心客户,尤其是全球头部云服务商和科技巨头,对光器件供应商的选择显著趋严。一方面,下游客户通常要求光器件产品通过长周期、多轮次的可靠性测试和系统级验证,认证周期较长;另一方面,随着网络架构和传输速率不断演进,光器件供应商还需具备与客户协同研发、同步迭代的能力,以匹配其在高速率、高密度互连方面的持续升级需求。由此,光器件行业逐步形成以头部客户为核心、准入门槛较高的供应体系。

在此行业格局下,能够率先进入并持续服务全球科技巨头的数据中心和 AI 基础设施建设项目的光器件厂商,往往在产品验证、技术协同及规模化交付方面积累先发优势。随着合作关系不断深化,光器件产品在下游系统中的技术耦合度持续提升,客户在更换供应商时需重新进行产品认证、系统适配和交付验证,转换成本显著上升,从而进一步强化既有供应商在供应链中的地位。

2.3. 前沿技术快速迭代, 重塑行业门槛

近年来,光器件行业的材料升级趋势显著,有望对行业竞争格局带来深远影响。在光模块领域,硅光模块发展迅速。传统光模块主要由 III-V 族半导体芯片、高速电路硅芯片及各类光器件等分立元件封装而成,模块内部仍以电信号传输为主。然而,随着器件加工尺寸逐步缩小,多器件集成面临的传输瓶颈日益突出。相比之下,硅光技术通过

“以光代电”的方式，将光器件与芯片高度集成于单一微芯片内，利用激光束替代部分电信号传输，从而在高集成度、高功率及低功耗方面相较传统光模块具有明显优势。

当前，数据中心互连速率已从 100G、200G 升级至 400G、800G，1.6T 光互连模块已实现小批量应用，同时更高速率的 CPO 封装形式也在快速发展。以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 工具正在引领新一轮科技革命，数据中心升级及前沿科技产业化落地对光通信产品提出了更高需求。这意味着光器件产品面临新的发展机遇，也进一步提高了行业技术门槛。

光通信行业本身技术密集、竞争充分，技术不断升级迭代已成为行业发展的主流趋势。光通信器件的生产制造过程技术含量较高，涉及光学、光电子学、材料科学以及信息通信技术等多个领域。行业内器件生产正向智能化、高效化方向发展，产品逐步趋于集成化、小型化与精细化。

为适应行业发展趋势，企业需具备扎实的生产及工艺技术，在确保低损耗、高品质的前提下持续提升产品集成规模。随着 AI 技术发展及算力基础设施的持续扩张，高集成度、小型化、高速率、高密度的新型光器件产品将迎来新的增长空间。前沿技术的快速迭代不仅推动产品性能与生产效率提升，也不断重塑行业门槛，使具备核心技术储备和工艺能力的企业在竞争中占据优势地位。

3. 长期沉淀精密制造工艺，快速适配客户需求

公司自设立以来，致力于构建无源光器件的先进制造能力，在自主研发的过程中，充分运用先进制造及数字化技术，在十余年来积累的成熟制造工艺经验基础上，实现了在生产制造过程中高精度光器件产品的高可靠性与高一致性。凭借可靠的产品质量、突出的技术能力与快速响应能力，公司与主要客户包括 AFL、Coherent、Jabil、Telamon、CCI、Cloud Light、飞速创新、青岛海信等国内外知名建立了长期稳定的合作关系，产品应用到 AT&T、Verizon、谷歌、亚马逊、微软、甲骨文、腾讯、IBM、Cadence、英伟达等全球领先的大型品牌企业，其中主要应用终端用户为谷歌、亚马逊、微软、甲骨文等知名品牌。

3.1. 核心技术实力深厚，助推优质高效生产

在光通信行业技术快速迭代的背景下，硅光集成技术以及光电共封装（CPO）技术是光通信行业较为前沿且重要的技术发展方向。公司在以上核心技术领域均具备深厚实力，为快速响应客户需求奠定坚实基础。我们将分别介绍公司在两种核心技术上的发展情况。

（1）硅光集成技术：该技术是基于硅和硅基衬底材料，利用现有成熟的硅芯片电路制造工艺实现多种光器件高度集成。这一技术拥有高带宽、超快速率和高抗干扰特性以及微电子技术在大规模集成、低能耗、低成本等方面的优势，可满足长距离数据传输

以及微电子芯片间的短距离大容量数据传输，更适应未来高速、复杂的光通信系统。

公司从 2019 年开始针对硅光集成技术在数通光模块领域的应用开发了硅光无源内连光器件产品线，相关研究成果获得了深圳市科创委 2020 年技术攻关资助，并于 2021 年成立了广东省多通道高速硅光芯片及光引擎集成工程技术研究中心。公司通过对硅光边缘耦合及垂直耦合两种主流耦合方式相关技术的研究开发出了各种光纤与硅光芯片耦合的无源内连光器件产品。例如在采用硅光方案的光模块或 CPO 产品中，为满足和硅光芯片的模场直径匹配，公司开发了小模场直径光纤阵列（FA），将普通单模光纤的大模场转换成小模场，实现与芯片的高效率耦合，同时保证较高的稳定性和可靠性。针对硅光无源内连光器件高密度、高精度的特点公司开发了多种智能化设备，实现了高质量规模化生产，主要产品应用于数据中心 400G、800G 光模块，同时针对 1.6T 光模块的硅光无源内连光器件产品已处在原型开发阶段。随着全球 AI 数据中心的加速建设，公司硅光无源内连光器件产品将迎来进一步发展空间。

（2）光电共封装（CPO）技术：这一技术指的是交换芯片（ASIC）和光引擎（光学器件）在同一高速主板上协同封装，从而降低信号衰减、降低系统功耗、降低成本和实现高度集成。CPO 技术可以缩短交换芯片和光引擎之间的距离，以帮助电信号在光芯片和光引擎之间更快地传输，不仅能够减少尺寸、提高效率，还可以降低整体功耗，实现高速率、大带宽、低时延、低功耗网络传输。CPO 的技术创新，将有望取代当前数据中心内部传统的电气互连模式，为人工智能（AI）及其他计算密集型应用带来更高传输速率、更低延迟和更低功耗。根据 Lightcounting 预测，CPO 出货预计将从 800G 和 1.6T 端口开始，于 2026 至 2027 年规模开始上量，主要应用于超大型云服务商的数通短距场景。由于 CPO 技术拥有优异的性能优势并可实现降本增效，其有望广泛应用于 ChatGPT 和人工智能 AI 等高算力行业中，AI 数据中心或将成为 CPO 技术最大应用领域。

通过对 CPO 行业技术方案的分析，公司针对 CPO 的发展开发了一系列配套产品及技术方案。首先是高密度光纤与光纤片耦合技术。针对 CPO 方案中的主流方向硅光方案，公司开发了一系列产品及配套的工艺与设备，在高通道及小间距光纤列阵方面具有长期可靠性验证的经验，能够为高密度光纤方案提供完整的产品线。公司也开发了高密度光纤与光纤片耦合的完整产品线及配套工艺与设备，在高通道、小间距光纤列阵方面具有长期可靠性验证经验。同时，公司推出保偏与普通单模光纤混合的无源内连光器件，主要应用于 1.6TCPO 产品，正进行原型验证与小批量试产。在光纤柔性线路方面，公司基于现有 Shuffle 技术储备开发了 3DShuffle 产品及生产工艺，实现小空间多通道光纤连接，相关产品已完成原型设计和客户送样。此外，公司引进高通道多芯光纤连接器并开发相关产品及工艺，用于客户整体 CPO 方案；同时，在光芯片耦合方面，公司开发了高通道透镜阵列及自动化耦合技术与设备，能够满足高密度、高通道、高精度的耦合需求，为 CPO 方案的顺利推进提供了有力技术支持。

3.2. 研发智造一体化，筑牢高品质交付护城河

基于与可比公司在市场地位、经营状况和技术实力等方面的对比，公司精准聚焦无源光纤布线及互连器件领域，凭借高可靠性、高一致性、高精度的制造工艺及智能化、数字化生产能力，形成了鲜明的全球专业制造商形象。在数据中心和电信网络基础设施建设领域，公司已成为主流建设商及运营商信赖的优质供应商，展现出强大的市场执行力和客户粘性。2024年，公司实现营业收入13.15亿元，业务体量与行业领先者相近，显示其在细分领域的深度耕耘取得了显著成效。技术方面，公司构建了“产品设计-工艺制造-智能制造”一体化体系，将研发与生产深度融合，确保产品卓越品质与稳定交付能力。总体来看，公司在全球无源光器件细分市场具备专业化定位、稳健经营表现和难以复制的技术优势，为持续发展奠定了坚实基础。

表10：与同行业可比公司在经营情况、市场地位、技术实力比较情况

公司名称	主要产品	产品应用领域	市场地位及经营情况	技术实力
太辰光	陶瓷插芯、MT插芯、PLC芯片、AWG芯片、光纤连接器、PLC分路器、波分复用器、光纤柔性板、光纤配线机箱、光缆熔接箱、光模块、有源光缆(AOC)、光传感器、光解调仪及光传感整体解决方案等	电信网络和数据中心等	太辰光是全球最大的密集连接产品制造商之一，部分无源光器件产品的技术水平在细分行业处于领先地位。	作为国家级高新技术企业，太辰光始终坚持技术研发创新的发展道路，技术中心被认定为深圳市级企业技术中心。
天孚通信	高速同轴光器件产品解决方案、高速光引擎/BOX器件封装解决方案、微光学产品解决方案、波分复用(AWG)产品解决方案、PSM/DR系列光器件无源产品解决方案、PM保偏+FAU无源光器件产品解决方案、SR&OBO用塑料透镜和光纤阵列产品解决方案、AOC系列无源光器件产品解决方案、基础光学类器件、集成器件等	电信通信、数据中心、企业网领域	天孚通信2018年至2022年连续五年荣获亚太光通信委员会和网络电信信息研究院评选的“中国光器件与辅助设备及原材料最具竞争力企业10强”奖项，连续多年被行业主流客户评为优秀供应商。	形成了Mux/Demux耦合制造技术、FA光纤阵列设计制造技术、BOX封装制造技术、并行光学设计制造技术、光学元件镀膜技术、纳米级精密模具设计制造技术、金属材料微米级制造技术、陶瓷材料成型烧结技术共八大技术和创新平台。
光库科技	隔离器、合束器、光纤光栅、激光输出头、隔离器、MEMS Switch、波分复用器、偏振分束/合束器、光纤光栅、镀金光纤、光纤透镜、单芯和多芯光纤密封节等。	光纤激光器、激光雷达、自动驾驶、数据中心、云计算、移动通信、超高速干线光通信网、超高速数据中心、人工智能、超算中心、海底光通信网、城	光库科技已经成功打入全球市场，产品远销40多个国家和地区。	光库科技掌握了多项业界领先的光纤器件设计、制造和封装技术，包括铌酸锂调制器芯片制程和模块封装技术、高功率器件热管理技术、高可靠性光纤器件制造技术、保偏器件应

	域核心网、微波光子、测试及科研	力轴对位技术、光纤端面微结构处理技术等。
光迅科技	传输光收发模块、光纤放大器、光无源器件、智能光器件、光电器件模块、板卡、AOC 产品等	<p>光迅科技在全球光器件行业排名保持第四，在电信传送网、数据中心、接入网三大细分市场的全球排名分别为第 4、5、3 名。</p> <p>光迅科技的核心竞争力是光芯片和先进封装技术、多元化的产品线、大规模制造能力、完善的质量管理体系。光迅科技的主要优势是产品覆盖全面，拥有从芯片、器件、模块到子系统的垂直集成能力，拥有光芯片、耦合封装、硬件、软件、测试、结构和可靠性七大技术平台，支撑光迅科技有源器件和模块、无源器件和模块产品。</p>
衡东光	光纤连接器、光纤柔性线路产品（Shuffle）、配线管理产品、直连铜缆、智能配线管理设备、多光纤并行无源内连光器件、PON 光模块无源内连光器件、波分复用无源内连光器件、硅光无源内连光器件等	<p>衡东光立足于全球无源光器件细分市场，面向全球数据中心建设商及电信运营商提供高端无源光纤布线产品，并向全球知名光模块、通信设备制造商提供无源内连光器件产品。</p> <p>公司是国家级高新技术企业。已形成无源光纤布线产品及关键零部件设计与制造工艺、无源内连光器件产品及关键零部件设计与制造工艺、光缆产品及关键零部件设计与制造工艺、智能生产线研制、数字信息化开发与应用等底层核心技术与工艺，公司产品具有高可靠性、高一致性、高精度等特点。</p>

数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

注：上述同行业可比公司信息来源于上市公司年度报告等公开披露信息。

3.3. 募资结构均衡务实，深化双轮驱动战略布局

根据公司招股书，本次募集资金结构均衡，一方面聚焦于扩大产能以把握市场机遇，另一方面则致力于通过研发升级和全球化布局构建更深层次的竞争壁垒，为公司持续稳健增长提供双重动能。公司本次募集资金投资项目具体情况如下表：

表11：公司本次募集资金用途与规模

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投资 (万元)	建设期(月)
1	桂林制造基地扩建（三期）项目	22,958.09	20,958.09	36
2	越南生产基地扩建项目	26,198.17	10,000.00	24
3	总部光学研发中心建设项目	11,405.20	11,405.20	36
4	补充流动资金	7,000.00	7,000.00	-
	总计	67,561.47	49,363.29	-

数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

(1) 桂林制造基地扩建(三期)项目: 近年来 AI 算力市场的推动, 加速了光通信行业的扩张。在数据中心(包括 AI 数据中心)等下游市场需求增长拉动下, 公司拟在桂林市扩建生产场地, 并采购与自制先进的自动化产线, 用于扩大公司光纤连接器、多光纤并行无源内连光器件等产品产能。本项目实施后, 有助于满足公司高密度、高可靠性、高价值等高端无源光器件产品需求, 提升公司产品竞争力, 扩大公司规模, 进一步提升公司行业地位。

(2) 越南生产基地扩建项目: 为了抓住光通信行业发展机遇, 满足公司日益增长的订单需求, 公司亟需进一步扩大海外产能, 完善全球化产业链布局, 提高公司抗风险能力。本项目拟在越南扩建光器件生产基地, 引进无源光纤布线产品、相关配套等产品生产, 项目达产后有助于进一步优化公司海外生产基地布局和产品结构, 提升公司生产订单交付能力, 促进公司可持续发展。

为加强区域经济合作, 与邻国相互配合和相互促进, 我国大力推行“一带一路”政策, 鼓励有条件的中国企业开展对外投资办厂、对外劳务合作等各种形式的对外经济合作业务。同时, 越南政府为促进本地经济增长, 鼓励并引进外商投资, 积极参与全球经济合作, 制定了一系列政策。因此, 该项目拟在越南扩建生产基地, 响应了国家“一带一路”的合作号召, 同时也符合越南的相关投资政策和产业政策, 为项目的顺利实施进行提供了良好的投资环境。

(3) 总部光学研发中心建设项目: 随着市场对产品性能和工艺技术的要求日益提高, 且行业竞争愈加激烈, 光器件企业必须通过持续的研发和创新, 提升自身竞争力, 从而巩固和增强其市场地位。该项目计划通过改造研发场地、扩充研发团队、购置高精度设备, 搭建更加完善的研发测试实验室, 并从产品开发、基础工艺技术研究及配套零部件制造三个方面加大研发投入。通过实施本项目, 将提升公司的光学技术研发能力与数字化管理能力, 巩固公司的技术优势, 促进公司的可持续发展。

(4) 补充流动资金: 公司综合考虑现有资金情况、实际运营资金需求、市场环境及未来发展规划等因素来确定本次募集资金中用于补充流动资金的规模, 以满足公司日常生产经营周转的资金需求, 从而进一步增强公司抗风险能力。

若本次发行的募集资金净额(扣除发行费用后)不能满足上述项目的资金需求, 公司将通过银行借款等方式自筹解决。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

我们认为公司在 2025 年、2026 年行业需求大增的情况下新增产能, 业绩预计将有显著增长; 2027 年在公司产能基本扩产结束的情况下, 按光通信行业情况, 各业务收入

均给予 23%的增速空间。2025-2027 的毛利率预测方面，我们认为随着公司无源光纤布线产品的各细分类别趋于平稳，考虑到新增产能产生的部分新增营业成本，该项业务毛利率预计保持在 28%左右水平；无源内连光器件产品在大幅增长扩产后，毛利率逐步提升到 20%左右；配套业务及其他，毛利率稳定在 30%左右。

综上，我们整理公司未来盈利预测拆分如下表所示。

表12：公司未来盈利预测拆分

收入(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
无源内连光器件产品	139.50	290.73	465.18	651.25	801.03
增速	33.59%	108.41%	60.00%	40.00%	23.00%
毛利率	7.68%	16.64%	20.00%	20.00%	20.00%
无源光纤布线产品 (含高速直连铜缆、智能配线管理设备、光纤柔性线路产品、光纤配线管理产品、光纤连接器等)	445.11	924.94	1,526.15	2,136.60	2,628.02
增速	31.76%	107.80%	65.00%	35.00%	23.00%
毛利率	30.81%	29.79%	28.00%	28.00%	28.00%
配套业务及其他	28.58	99.36	158.98	222.57	273.76
增速	-13.25%	247.64%	60.00%	35.00%	23.00%
毛利率	35.75%	27.90%	30.00%	30.00%	30.00%
总计	613.20	1,315.03	2,150.30	2,902.90	3,570.57
总增速	29.04%	114.40%	63.52%	35.00%	23.00%
整体毛利率	25.75%	26.74%	26.42%	26.42%	26.42%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

基于以上假设，我们预计蘅东光 2025-2027 年营业收入达到 21.50/29.03/35.71 亿元，同比增速分别为 63.52%/35.00%/23.00%；预计归母净利润分别为 2.86/4.03/4.98 亿元，EPS 分别为 4.20/5.92/7.32 元。

4.2. 与可比公司比较情况

为了更好地评估公司的表现，我们主要与同行业可比公司情况进行分析。其中，太辰光是全球最大的密集连接产品制造商之一，部分无源光器件产品的技术水平在细分行业处于领先地位。天孚通信多年以来持续加大研发投入，提升产品能力，目前已成为全球光器件核心部件领域的领先企业。光库科技在光电子器件行业中占据重要位置，产品广泛应用于光纤激光、光纤通讯及数据中心等产业链上游的核心领域。光迅科技在全球光器件行业排名保持第四，主要优势是产品覆盖全面。

表13: 与可比公司比较情况

公司名称	2024 年营 收 (亿元)	2024 年归母净 利润 (亿元)	2025 年 Q1~Q3 归 母净利润同比增速	2025 年归母净 利润 (亿元)	市盈率 (倍) (按 2025 年净利润) (2025/12/24)	市值 (亿元) (2025/12/24)
太辰光	13.78	2.61	78.55%	4.21	65.61	275.91
天孚通信	32.52	13.44	50.07%	21.69	79.90	1,733.18
光库科技	9.99	0.67	106.61%	1.26	312.21	392.26
光迅科技	82.72	6.61	54.95%	10.56	54.35	573.71
平均值	34.75	5.83	72.55%	9.43	78.92	744.02
衡东光 (按上市 发行价)	13.15	1.48	123.75%	2.86	7.52	21.5

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

注：上述同行业可比公司信息来源于上市公司年度报等公开披露信息；2025 年归母净利润情况衡东光数据按东吴证券预测，其余公司为 Wind 2025 年 12 月 24 日一致预期数据；衡东光市值按上市后最新股份计算

与以上可比公司相比，公司表现出了突出的成长性与发展潜力。公司 2024 年营业收入为 13.15 亿元，体现了公司在无源光器件细分市场广阔的发展空间。盈利能力方面，公司归母净利润 2024 年达 1.48 亿元，2025 年 Q1-Q3 归母净利润同比增速达 123.75%，显著高于可比公司平均增速，显示出良好的盈利成长性。整体来看，公司已建立起收入与利润协同增长的良性发展态势，财务表现扎实稳健。我们认为公司市盈率较为低估，建议投资者积极关注。

5. 风险提示

(一) 经营风险

1. 国际贸易摩擦风险

公司境外收入较高，其中美国市场为最重要的收入来源。公司主要客户 AFL、Coherent、Jabil、Telamon、CCI 等均为美国企业。由于美国政府自 2018 年以来陆续对中国商品发布了数项关税加征措施，相关加征关税商品清单涉及光器件产品，一定程度上对中国光通信行业经营者造成了阻碍。若未来中美贸易摩擦进一步加剧或贸易政策发生不利变化且公司无法采取有效措施加以应对，将可能导致公司的无源光器件产品在美国销售受阻，从而对公司的产品销售产生重大不利影响。2025 年 4 月，美国发布对包括中国在内的多个国家和地区出口至美国的产品征收或拟征收不同税率关税的政策，如果未来全球主要贸易国家对进口产品持续施加更严格的关税政策，可能会不利于下游终端客户在全球市场的布局并减少对光器件产品的市场需求。上述国际贸易摩擦风险将可能导致公司经营业绩受到不利影响。

2. 客户集中度较高的风险

公司聚焦光通信领域中无源光器件产品的研发、制造与销售，主要产品包括无源光纤布线产品、无源内连光器件产品及相关配套产品。公司主要客户包括 AFL、Coherent、Jabil、Telamon、CCI、Cloud Light、飞速创新、青岛海信等。2022-2024 年、2025 年 1-6 月，公司向前五大客户的销售比例分别为 66.74%、67.85%、76.97% 及 79.87%，公司客户群体较为稳定且整体客户集中度较高。若公司未来下游客户对无源光纤布线产品、无源内连光器件产品及相关配套产品的需求减少，或公司拓展新的客户及业务不及预期，将会对公司经营业绩的增长产生不利影响。此外，2022-2024 年、2025 年 1-6 月，公司对第一大客户 AFL 的销售金额占比分别为 34.80%、43.64%、53.71% 和 58.22%，占比较高。若未来公司与 AFL 合作发生不利变化，或因经营不善、市场需求减少、市场竞争加剧等原因而发生重大不利变动，可能会对公司的盈利能力产生不利影响。

3. 其他经营风险

(1) 市场竞争加剧和毛利率下滑风险

公司所处的光通信行业属于充分竞争的行业，涉及产业链范围广，市场参与者众多。随着光通信行业的快速发展，无源光器件生产商不断发展壮大，在技术研发、产品创新等方面展开了充分的竞争。目前公司主要竞争对手均为上市公司，在规模上拥有较大优势。随着新竞争者的涌入及原有市场参与者的持续投入，光通信行业存在竞争加剧的风险。若公司的产品、技术和服务不能及时满足下游客户的需求或落后于同行业竞争对手，

将使得公司产品在市场竞争中处于不利地位，进而对公司市场份额和盈利能力产生不利影响，公司毛利率可能存在下降的风险。

(2) 客户需求变化风险

公司生产的无源光器件产品的下游应用领域包括数据中心和电信网络，主要客户群体包括 AFL、Coherent、Jabil、Telamon、CCI、Cloud Light、飞速创新、青岛海信等品牌商和集成商。随着 AI 数据中心流量的增长，光通信网络的升级改造对光器件产品的性能及质量要求越来越高。若未来公司下游应用客户的需求发生变化，公司生产的无源光器件产品无法满足数据中心和电信网络下游应用客户对产品的性能及质量要求，将导致公司经营业绩发生不利变化。

(3) 原材料价格波动的风险

2022-2024 年、2025 年 1-6 月公司直接材料成本占相应期间主营业务成本的比例分别为 65.54%、66.70%、69.49% 和 70.64%，原材料价格波动对公司生产成本构成重大影响。公司生产所需原材料主要为连接器插芯、连接器套件、光缆、光纤等，由于公司下游行业需求迅速增长，部分原材料受到市场供需情况的影响较大，材料价格存在一定波动。上述原材料价格变化将直接造成公司生产成本的波动，因此若未来公司主要原材料价格发生大幅上涨，且如果公司无法及时采取相应提高产品价格等措施向下游客户传导，将引起公司产品成本的上升，给公司生产经营带来不利影响。

假设公司主要原材料价格上升 1%，其他因素维持不变，将导致 2022-2024 年、2025 年 1-6 月各期公司营业成本分别上升 0.65%、0.67%、0.69% 和 0.71%，利润总额分别下降 3.62%、4.23%、3.97% 和 3.25%，毛利率也有略减。假设公司主要原材料价格上升 3%，其他因素维持不变，将导致 2022-2024 年、2025 年 1-6 月各期公司营业成本分别上升 1.96%、2.00%、2.08% 和 2.12%，利润总额分别下降 10.85%、12.68%、11.90% 和 9.74%，毛利率也有略减。

(二) 财务风险

1、汇率波动风险

公司的产品主要销往海外市场，2022-2024 年、2025 年 1-6 月各期，公司主营业务收入中境外收入占比分别为 75.90%、79.00%、87.62% 及 90.00%。公司外销产品主要以美元结算，因此人民币对美元的汇率波动直接影响公司以人民币计价的销售收入及产生汇兑损益。由于结算货币与人民币之间的汇率可能随着国内外政治经济环境的变化而波动，使得公司面临汇率波动风险。经测算，美元兑人民币汇率变动 1% 和 3%，造成 2022 年至 2025 年 6 月公司扣除非经常性损益后的净利润波动平均值分别为 5.08% 和 15.24%，如果未来公司境外销售规模持续扩大，或者短期内汇率出现大幅波动，公司若不能采取

合理有效的措施规避汇率波动，将可能存在业绩下滑的风险。2022-2024年、2025年1-6月，公司汇兑损益对利润总额的影响分别为729.80万元、567.37万元、706.80万元及-353.62万元，占当期净利润的比重分别为13.19%、8.72%、4.77%及-2.48%。若未来公司境外销售规模进一步扩大且人民币对美元持续升值，将会对公司经营业绩造成不利影响。

2、税收监管政策变化的风险

公司的产品销售涉及全球多个国家和地区，且在中国香港、越南、美国、新加坡、泰国等地均设立子公司。因此，公司的生产经营活动不仅受到中国政府相关主管部门的监管，还受到美国、越南等其他国家或地区的税务监管。若未来公司主要收入来源国或地区的税收政策发生重大不利变化，将会对公司的经营造成不利影响。此外，由于公司在母子公司及不同子公司之间存在内部交易，若相关交易环节的内部转移定价因税收监管政策变化被主管税务机关认定为不满足独立第三方原则而需重新核定交易价格，则可能存在需要补缴税款的风险，从而对公司的财务状况产生不利影响。

3、税收优惠和政府补助政策变化风险

公司作为高新技术企业，享有减按15%的税率征收企业所得税的税收优惠政策。如果有关上述税收优惠政策发生变化，或公司不再符合税收优惠条件，使得公司不能继续享受15%的所得税优惠税率，公司的所得税费用将会上升，盈利水平将受到不利影响。此外，公司享受多项政府补助相关政策，2022-2024年、2025年1-6月政府补助金额分别为473.20万元、318.88万元、646.28万元及182.68万元。若未来国家产业政策及相关政府补助政策发生变化，导致公司不能继续享受相关政府补助，公司的盈利水平将受到不利影响。

(三) 技术研发及产品开发风险

发行人所处的光通信行业市场竞争充分，技术更新迭代速度快，下游客户对光器件产品及解决方案的要求越来越高。由于新技术研发投入的成果转化存在一定时滞性，研发项目亦存在研发失败的风险，上述因素将可能会对公司短期经营业绩造成一定不利影响。

此外，公司新产品的开发进度及市场应用情况也会对经营业绩变化产生影响，若公司新产品的开发进度减缓或市场应用情况不佳，也会对经营业绩产生不利影响。

(四) 内部控制与管理风险

2022-2024年，公司资产规模及营业收入实现快速扩张，其中资产总额复合增长率为61.34%，营业收入复合增长率为66.33%。若公司的内部控制及管理能力不能够适应资产、业务、人员等规模快速扩张的需要，组织架构和管理模式未能随着公司规模的扩大而及时调整和完善，将会导致公司经营效率下降，从而对公司整体盈利水平及盈利质量造成不利影响。

此外，截至 2025 年 6 月 30 日，公司共有 14 家子公司，分布在桂林、东莞、中国香港、越南、美国、新加坡、泰国等地。由于不同子公司之间所属地域不同，在法律法规、政策环境、文化理念等方面存在一定差异。若无法较好地处理各子公司之间业务往来关系，未能及时关注各子公司之间存在的潜在业务风险点，将给公司整体经营管理带来较大风险隐患，进而不利于公司经营业绩的持续提升。

（五）其他风险

1. 募集资金投资项目实施风险

公司本次募集资金主要用于桂林制造基地扩建（三期）项目、越南生产基地扩建项目、总部光学研发中心建设项目、补充流动资金项目，其中越南生产基地扩建项目为在境外开展的建设项目。在境外募投项目实施过程中，可能因国际政治经济形势变化、境内外法律或行业政策变化、境外人员及项目组织管理不顺畅等情形导致境外募投项目无法按计划顺利实施，从而直接影响项目的投产时间、投资回报及公司的预期收益，将会给募集资金投资项目的预期效益带来不利影响，进而影响公司的经营业绩。

2. 新增固定资产折旧、无形资产摊销摊薄利润风险

公司本次募集资金投资项目需要建设厂房及购置较多的研发和测试设备、生产设备、管理软件等。募集资金投资项目建成后，公司固定资产及无形资产规模将有所增加，公司预计本次募投项目投产当年及其后每年新增折旧摊销金额较大。若未来市场环境发生重大变化，公司无法及时消化本次募集资金投资项目产能，将导致募集资金投资项目的预期收益下降，公司存在因新增固定资产折旧、无形资产摊销摊薄利润的风险。

衡东光三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	969	1,420	2,023	2,701	营业总收入	1,315	2,150	2,903	3,571
货币资金及交易性金融资产	225	517	826	1,244	营业成本(含金融类)	963	1,582	2,136	2,627
经营性应收款项	403	380	513	631	税金及附加	4	17	23	29
存货	265	440	593	730	销售费用	26	39	52	64
合同资产	0	0	0	0	管理费用	75	118	145	179
其他流动资产	76	82	90	96	研发费用	53	86	116	143
非流动资产	417	379	364	349	财务费用	(3)	(7)	(17)	(28)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	11	12	11
固定资产及使用权资产	319	306	291	276	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	12	9	6	4	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	25	27	28	30	减值损失	(33)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	24	24	24	24	营业利润	170	326	459	568
其他非流动资产	38	15	15	15	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	1,387	1,799	2,387	3,050	利润总额	169	326	459	568
流动负债	826	680	864	1,027	减:所得税	21	39	55	68
短期借款及一年内到期的非流动负债	167	141	141	141	净利润	148	287	404	500
经营性应付款项	551	220	297	365	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	0	108	145	179	归属母公司净利润	148	286	403	498
其他流动负债	108	212	281	343	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.17	4.20	5.92	7.32
非流动负债	40	44	44	44	EBIT	167	319	442	540
长期借款	20	20	20	20	EBITDA	203	338	461	559
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.74	26.42	26.42	26.42
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	11.22	13.30	13.88	13.96
其他非流动负债	3	7	7	7	收入增长率(%)	114.40	63.52	35.00	23.00
负债合计	867	724	908	1,071	归母净利润增长率(%)	128.71	93.77	40.92	23.69
归属母公司股东权益	508	1,062	1,465	1,963					
少数股东权益	12	13	14	16					
所有者权益合计	520	1,075	1,479	1,979					
负债和股东权益	1,387	1,799	2,387	3,050					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	103	29	314	422	每股净资产(元)	8.78	15.60	21.52	28.84
投资活动现金流	(148)	18	(4)	(4)	最新发行在外股份 (百万股)	68	68	68	68
筹资活动现金流	101	245	(1)	(1)	ROIC(%)	25.38	28.37	26.72	24.90
现金净增加额	62	292	309	417	ROE-摊薄(%)	29.07	26.93	27.51	25.39
折旧和摊销	36	19	19	19	资产负债率(%)	62.49	40.24	38.03	35.11
资本开支	(134)	(4)	(4)	(4)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.57	7.52	5.34	4.31
营运资本变动	(109)	(278)	(110)	(98)	P/B (现价)	3.60	2.03	1.47	1.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>