



天弘科技 (CLS.NYSE)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

大幅上修 CAPEX 体现长期增长信心

业绩简评

2026 年 1 月 29 日, 公司公布 25Q4 业绩。25Q4 营收 36.55 亿美元, 同比+43.6%, 环比+14.4%。25Q4 公司 GAAP 毛利率为 11.8%, GAAP 净利润为 2.67 亿美元, 同比+76%, 其中有 6140 万美元来自收益互换的衍生品。25Q4 公司 Non-GAAP 毛利率为 11.3%, Non-GAAP 净利润为 2.19 亿美元, 同比+68%。

公司指引 26Q1 营收为 3.85~4.15 亿美元, Non-GAAP 营业利润率为 7.8%, Non-GAAP EPS 为 1.95~2.15 美元。公司上调全年营收至 170 亿美元(之前为 160 亿美元), 26 年 Non-GAAP EPS 为 8.75 美元(之前预期 8.2 美元), 公司预计全年资本开支约 10 亿美元。

经营分析

公司数据中心快速增长, 25Q4 公司云与连接解决方案收入 28.6 亿美元, 同比+64%, 其中交换机相关的通信终端市场收入 21.1 亿美元, 同比+79%。随着主要 ASIC 客户新一代产品的顺利量产爬坡, 公司服务器相关的企业终端市场收入 25Q4 为 7.45 亿美元, 同比+33%, 在 1Q25~3Q25 的同比下降后, 实现正增长。公司正式官宣公司是谷歌 TPU 服务器主要供应商, 公司与谷歌有长达十年的合作历史, 目前是谷歌的首选供应商。公司的商业化 AI 客户的项目预计在 27 年产生显著收入。公司 1.6T 交换机也继续实现客户突破, 公司 25Q4 已经获得第三家大型云厂商的 1.6T 交换机项目。公司预计 26Q1 数据中心收入继续高速增长, 公司预计通信终端市场 26Q1 收入同比增长 60~65%, 企业终端市场收入预计同比增长 110~115%。

公司加大资本开支大力扩产, 体现公司长期能见度以及对长期增长的信心。公司预计 2026 年资本开支为 10 亿美元, 公司 23~25 年资本开支分别为 1.2、1.7、2.0 亿美元, 26 年资本开支大幅提升体现公司对需求的长期能见度。公司 26 年资本开支将主要用于在美国和泰国的扩产, 产能将陆续在 26、27 年释放。

盈利预测、估值与评级

我们认为公司是 ASIC 服务器与以太网交换机龙头厂商, 大力扩产体现公司对行业长期需求的能见度与信心, 我们认为公司未来有望随行业高速增长。我们预计公司 26~28 年调整后的 Non-GAAP 净利润分别为 10.13、14.47、19.61 亿美元, 维持“买入”评级。

风险提示

云厂商资本开支不及预期; 客户技术迭代不及预期; 美国关税风险; 行业竞争加剧; 内部人士减持风险。

电子组

分析师: 樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (美元): 300.00 元

相关报告:

1. 《天弘科技公司点评: 25 年强势收官, 26 年指引强劲》, 2025.10.29
2. 《天弘科技公司点评: 交换机业务高速增长, 上调全年指引》, 2025.7.29
3. 《天弘科技公司深度: 以太网交换机、ASIC 服务器双轮驱动》, 2025.5.20



公司基本情况 (美元)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,646	12,391	17,796	24,728	30,123
增长率 (%)	21.2%	28.5%	43.6%	39.0%	21.8%
EBITDA	684	1,212	1,675	2,327	5,553
GAAP 净利润	428	833	1,148	1,615	2,156
增长率 (%)	75.0%	94.5%	37.9%	40.8%	33.5%
GAAP EPS	3.69	7.24	9.98	14.04	18.74
Non-GAAP 净利润	461	703	1,013	1,447	1,961
Non-GAAP EPS	3.97	6.11	8.80	12.57	17.05
GAAP P/E	81.38	41.45	30.07	21.36	16.01
Non-GAAP P/E	75.59	49.08	34.08	23.86	17.60

来源: 公司年报、国金证券研究所


附录：利润表预测摘要（单位：百万美元）

项目/报告期	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,961	9,646	12,391	17,796	24,728	30,123
营业成本	7,183	8,612	10,897	15,660	21,741	26,308
毛利	779	1,034	1,494	2,135	2,987	3,815
其他收入	0	0	0	0	0	0
一般费用	319	356	335	480	668	813
管理费用	0	0	0	0	0	0
研发费用	61	78	118	178	247	301
营业利润	398	599	1,041	1,477	2,072	2,700
利息收入	0	0	0	24	14	24
利息支出	77	52	53	66	67	29
权益性投资损益	0	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-15	-15	-5	0	0	0
其他损益	0	0	0	0	0	0
除税前利润	307	532	983	1,435	2,019	2,695
所得税	62	104	151	287	404	539
净利润（含少数股东损益）	245	428	833	1,148	1,615	2,156
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	245	428	833	1,148	1,615	2,156
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润（GAAP）	245	428	833	1,148	1,615	2,156
股权薪酬	56	57	70	84	96	106
收益互换（负值为盈利）	-46	-91	-253	-271	-311	-342
摊销费用	37	39	40	40	40	40
重组费用	0	19	30	35	35	35
其他	15	14	5	0	0	0
税收调节项	-14	-6	-21	-24	-29	-34
调整后 Non-GAAP 净利润	292	461	703	1013	1447	1961

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究