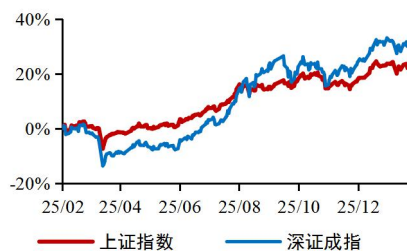


信义山证 汇通天下

研究早观点

2026年2月24日 星期二

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	4,082.07	-1.26
深证成指	14,100.19	-1.28
沪深300	4,660.41	-1.25
中小板指	8,589.07	-0.85
创业板指	3,275.96	-1.57
科创50	1,470.33	-0.72

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20260202-20260208）-北美资本开支增长并未见顶，Scaleup 是光通信重要增量

【公司评论】华丰科技(688629.SH)：华丰科技 2025 业绩预告点评-国产超节点项目储备丰富，高速线模组加速放量

【公司评论】长安汽车(000625.SZ)：长安汽车动态点评-销量增长目标明确，大额回购彰显长期发展信心

【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20260202-20260208）-北美资本开支增长并未见顶，Scaleup 是光通信重要增量

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
- 1) 北美主要 CSP 陆续发布财报，AI 飞轮高速运转，2026 资本开支指引超预期。近期，北美主要 CSP 完成了 2025 年度财报的公布，普遍向外界传达的信号是 AI 已从成本中心转为收入引擎，继续扩大投资急迫且真实。
 - 1.1 云业务通过 AI 算力与工具实现高增。例如，AWS 云销售额同比增长 20% 达到 1287 亿美元，其 Bedrock 上托管的 20+ 个模型得到客户来自项目编程、推理和代理工作流程的全面需求。谷歌云 2025 年年末年化营收突破 700 亿美元成为增长最快的核心业务，主要得益于企业 AI 基础设施、AI 解决方案及核心云服务的强劲客户需求。微软 Azure 的年收入已超过 750 亿美元，同比增长 34%，主要来自 OpenAI 等大客户的长期订单、Azure AI Foundry 等平台在企业端的快速 token 增长。
 - 1.2 AI 智能体深刻嵌入搜索、广告、电商，成为老业务新活力的核心催化剂。例如，亚马逊代理型 AI 购物助手 Rufus 可通过其代理购买功能为顾客选购物美价廉商品，实现了 120 亿美元年化增量销售额。Gemini 应用月活用户突破 7.5 亿，AI 技术持续推动搜索业务使用量新高，成为拉动广告业务增长的关键因素。微软 365 Copilot 月活跃人数突破 1 亿人次，微软所有产品 AI 功能月活跃用户超过 8 亿，GitHub Copilot 企业客户数量也同比增长了 75%。Meta 正努力将 LLM 与应用程序的推荐系统和广告系统融合，AI 驱动的广告已成为业务增长最重要驱动力。
 - 1.3 2026 资本开支计划公布后市场曾出现短期分歧，但我们认为 AI Token 的增长斜率并未放缓，AI 投资商业回报良好。根据 IT 之家引述金融时报消息，亚马逊、谷歌、微软和 META 宣布 2026 年资本开支总额将达到 6600 亿美元，较 2025 激增 60%，较 2024 翻倍以上增长。其中亚马逊资本开支预计达到 2000 亿美元，超出市场预期 500 亿美金；谷歌则计划将资本开支翻倍支出至 1850 亿美金，反映了公司对满足新增订单的迫切需求。
 - 1.4 市场分歧或创造加仓机会。虽然市场短期认为高昂的资本开支意味着企业自由现金流受到吞噬且 AI 回报时间或延长，但我们认为此轮 AI 资本开支超级周期不同于上一轮云计算基建期，其见顶标志往往是随着上云比例的提升云厂商收入增长的显著放缓。而近期伴随着 Claude Cowork、openclaw、Bedrock Agent、Copilot Studio、QoderWork、Coze 等自动化编程工作流智能体的上线，Token 增长被快速引爆，由于工作任务和数据量的不确定性，智能体工作流拉动 Token 的增长天花板目前并无上限。而诸如

Claude Opus 4.6 “极速模式”由于算力加成时间缩短的定价高达普通模式的 6 倍，这意味着算力的投入通过产品的包装完全可以转化成高溢价的市场策略，因此我们认为 CSP 激进的资本支出“仍在路上”，未来还需观察应用端的 Token 变化才能判定此轮资本开支见顶信号。

- **2) CPO 与光模块技术路线之争引发市场波动，柜内光的增量逻辑尚未被充分预期。**近期海外 CPO 的积极进展引发部分投资者对光模块市场空间被加速吞噬的担忧。我们认为首先须厘清 Scaleout 和 Scaleup 使用场景，在 Scaleout 场景 CPO 将以英伟达和 NEOCLOUD 等重点推动产业发展在显著加速，但并未动摇可插拔光模块市场根基（这是当前光模块业绩的锚）。例如，旭创认为预计到 3.2T 时代可插拔都依然是客户认可的主流方案。而对于 Scaleup，其带宽有望达到 Scaleout 的 5-10 倍，在光进铜退的过程中创造全新增量市场，NPO 可能在 CPO 之前率先推出作为成本和可维护性的折中选择。旭创认为 NPO 会是 CSP 客户比较青睐和重视的方案，公司也在积极推进 Scaleup 光连接产品的研发。最后，从估值层面，我们认为市场应分别看待光模块龙头的光模块成熟产品和 NPO、OCS 等创新产品，后者更需要系统层面的联合创新研发壁垒更高，这意味着市场对这一“第二增长曲线”统一估值有失公允。
- **建议关注：**1) Scaleup/NPO：中际旭创、天孚通信、新易盛、环旭电子、华工科技、罗博特科；2) 柜内无源：致尚科技、长芯博创、仕佳光子、太辰光、光库科技、唯科科技、衡东光；3) 谷歌链：中际旭创、联特科技、长芯博创、汇聚科技、腾景科技。
- **市场整体：**本周（2026.02.02-2026.02.06）市场整体下跌，上证综指跌 1.27%，沪深 300 跌 1.33%，深圳成指跌 2.11%，创业板指数跌 3.28%，科创 50 指数跌 5.76%，申万通信指数跌 6.95%。细分板块中，周涨幅最高的板块为光缆海缆（+19.05%）、控制器（+1.07%）。从个股情况看，长飞光纤、通宇通讯、网宿科技、腾景科技、东土科技涨幅领先，涨幅分别为+17.20%、+9.26%、+8.27%、+7.29%、+5.31%。中际旭创、联特科技、仕佳光子、科创新源、新易盛跌幅居前，跌幅分别为-16.79%、-14.73%、-14.42%、-13.43%、-13.21%。
- 。
- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【公司评论】华丰科技(688629.SH)：华丰科技 2025 业绩预告点评-国产超节点项目储备丰富，高速线模组加速放量

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2025 年度业绩预告。**公司预计 2025 年实现归母净利润 3.38-3.88 亿元，同比增加 3.56-4.06 亿

元。实现扣非归母净利润 3.02-3.52 亿元，同比增长 3.80-4.30 亿元。按照业绩预告中值，公司 25Q4 或实现归母净利润 1.4 亿元，同环比分别+351.6%、+94.4%。公司表示，数据中心建设热潮拉动的交换机、AI 服务器及核心路由器关键设备需求传导至上游是带动收入快速增长原因。

- **国产超节点服务器层出不穷，华为昇腾系列互联带宽提升路径清晰。**英伟达 GB200 NVL72 的推出代表了整个 AI 服务器市场的需求导向：随着 DeepSeekv3 等主流 MoE 模型规模从千亿向万亿乃至十万亿演进，专家并行、序列并行的通信范围突破单一服务器物理边界，亟需构建规模更大带宽更高的高带宽通信域（HBD）。2025 年下半年以来，华为、阿里、字节、腾讯、浪潮、新华三、沐曦、摩尔线程、海光等陆续推出超节点服务器，我们认为国产算力 2026、2027 超节点形态渗透率将快速提升。目前国产算力在满足超节点规模和互联距离前提下优先选用成本更低、可靠性更高的铜缆互联方案，因此我们认为国内市场高速铜连接市场放量刚刚开始。以华为为例，去年的全连接大会 2025 上，华为发布了昇腾系列 Roadmap，910C/950/960/970 系列互联带宽分别为 784GB/s、2TB/s、2.2TB/s、4TB/s，超节点带宽的倍增趋势需要铜连接模组的快速迭代和产能提升。
- **定增加速高速线背板模组和各类芯片 IO 项目扩产，在手订单放量预期明确。**根据主流 AI 服务器推算，线模组平均占 AI 服务器价值量的 3%-5%，按照 4%推算 2028 年全球高速线模组市场规模达 89 亿美元，中国市场达 22 亿美元。公司现有高速线模组（CableTray）产能 6000 套/月，拟定增新建 24000 套/月以及高速线缆组件 Bundle 80000 套/月。其中，Cable Tray 新增产线主要满足 W 客户、C 客户等智算服务器需求，公司预计 CableTray 客户未来峰值需求下可获取 2.2 万套/月订单，订单需求释放明确。Bundle 项目主要面向 A 客户通用异构服务器，此外公司客户群体还覆盖中兴、浪潮、华勤、超聚变、新华三、华鲲振宇等主流 AI 服务器厂商。截至 2025 年 10 月 27 日，公司公告高速线模组已通过认证并签约在手订单达 6.2 亿元。毛利率方面，公司已完成高速线模组产能爬坡和良率提升过程，56G 和 112G 占比提升也拉动了高速背板连接器平均毛利率。2025 前三季度公司平均毛利率 30.8%，较 2024 同期提升 13.87%。
- **防务领域订单复苏，新增低轨星载、低空等项目储备。**公司在防务领域覆盖航天卫星、武器装备、军用无人机、海洋装备等下游应用，已通过航天科工、航天科技、中国电科、中国船舶、中核集团等防务龙头企业合格供方认证。截至 2025 年 9 月末，公司防务类连接产品在手订单 2.31 亿元，同比增长 80.24%，主要受益于下游装备总装/分系统厂订单回暖以及前期研制的新项目批产。面向星载领域，公司开发的 JHD 系列高速星载连接器率先突破 25G/56G，可支持卫星载荷 100G 链路传输，已入选星网 25G 以上星载高速连接器名录，辐射客户包括 W 客户、星际联信、航天恒星等。面向无人装备与低空经济，公司可提供无缆化方案、配电互连、总线线缆以及光电连接器，已实现腾盾科创、傲势科技小批量供货，并开拓了小鹏汇天、览翌航空等新客户。公司拟定增新增防务连接器年产能 188.8 万件达到合计 400 万/年。2025 上半年新增订单 2.97 亿元，在手订单较 2024 年末增长 118.1%，增长潜力明显。
- **盈利预测投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 3.66/6.91/10.57 亿元，同比增长 2160%/8%/88.9%/52.9%，对应 EPS 为 0.79/1.50/2.29 元，2 月 12 日收盘价对应 PE 为 133.3/70.5/46.1 倍，

维持“买入-B”评级。

- 风险提示：大客户 AI 服务器出货量不及预期，国产超节点项目由于协议标准和供应链不成熟等推迟，新产线产能良率爬坡不及预期导致毛利率下滑，防务板块受采购节奏不及预期影响下滑，首发原股东限售股份 20260629 大额解禁风险。

【公司评论】长安汽车(000625.SZ)：长安汽车动态点评-销量增长目标明确，大额回购彰显长期发展信心

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 近日，长安汽车公告，拟回购 A 股与 B 股股份，用于减少注册资本，资金来源为自有资金。回购总金额 10-20 亿元，其中 A 股 7-14 亿元，B 股为 3-6 亿元。
- 事件点评
- 大额回购有望增强投资者信心。本次回购用于减少注册资本，资金来源为自有资金，回购方式为集合竞价，回购价格上限不高于董事会审议通过前 30 个交易日均价的 150%，期限为审核通过后 12 个月以内。本次回购总金额 10-20 亿元，其中 A 股 7-14 亿元，B 股为 3-6 亿元，回购金额较大，充分显示了公司对长期发展的信心和对股东回报的重视。
- 2025 年长安汽车销量表现稳健。全年合计销量达 291.3 万辆，同比增长 8.5%，创 9 年新高。其中新能源汽车销量 110.9 万辆，同比增长 51.1%，新能源业务成为增长核心。公司未来发展目标明确，2026 年全年销量目标 330 万辆，同比增长 13.3%。其中新能源汽车 140 万辆，同比增长 26.2%。计划到 2028 年实现中国品牌累计销量 4000 万辆、2030 年年产销目标 500 万辆，其中新能源占比 60%，海外占比 35%。未来三年将投放 43 款新品，覆盖 140 余个国家和地区，为销量持续增长提供支撑。海外市场方面，2025 年海外销量 63.7 万辆，同比增长 18.9%，2026 年海外销量目标为 75 万辆，同比增长 17.7%，有望成为新的增长引擎。
- 拟定增持续提升新能源汽车市场竞争力。2026 年 1 月，公司公告拟定增不超过 60 亿元，其中新能源车型及数智平台开发项目拟投入 45 亿元，该项目包含多款新能源车型开发及数智平台开发。全球研发中心建设及核心能力提升项目拟投入 15 亿万元，主要用于全球研发中心（二期）建设及新汽车试验验证能力提升，以增强研发实力与智能化测试能力。2025 年 12 月，公司获得首批 L3 级自动驾驶产品准入许可，并取得中国首块 L3 级专用正式号牌。项目实施有助于持续推进新能源“香格里拉”计划、智能化“北斗天枢”计划，提升在新能源汽车市场的竞争实力。
-
- 公司将加速推动具身智能人形机器人、飞行汽车等新兴产业的布局 and 产业化落地。力争在 2028 年实现

人形机器人量产、2030年推出商用航线飞行汽车。公司围绕核心场景，以“1+N+X”战略布局智能汽车机器人技术及业务。其中“大脑”依托长安智能驾驶技术积累，与头部科技企业联合搭建强大算力设施、研发大模型；“小脑”与行业头部及中小型企业合作，集成核心技术，实现自主可控。

➤ **投资建议**

➤ **短期，随着公司高竞争力新品的持续推出，公司销量有望保持稳健增长。**中长期，随着海外市场布局不断深入，同时叠加机器人、飞行汽车等新兴产业落地，公司有望打造新的增长引擎。

➤ 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 1652.25、1765.69、2006.72 亿元；归母净利润分别为 56.42 亿元、65.15 亿元、80.73 亿元，EPS 分别为 0.57、0.66、0.81 元，对应 2026 年 2 月 11 日 PE 分别为 20、17、14 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ **行业竞争加剧风险：**汽车行业竞争持续加剧，行业价格战可能对公司产品定价和毛利率构成持续压力。

➤ **技术迭代风险：**汽车行业正经历“电动化、智能化”的快速技术变革。若技术路线发生重大变化或竞争对手实现突破性创新，公司现有技术优势可能被削弱。

➤ **宏观经济周期波动的风险：**汽车行业与宏观经济景气度高度相关。若宏观经济环境发生波动，公司可能面临销量下滑等经营困境。

➤ 回购事项尚存在不确定性相关风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数 -15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

