



天弘科技 (CLS.NYSE)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

短期供给存在挑战，长期能见度明确

业绩简评

公司4月28日公布26Q1业绩，26Q1公司实现营收40.5亿美元，同比+53%，GAAP毛利率为10.8%，同比+0.5pcts，Non-GAAP毛利率为11.3%，同比+0.3pcts。26Q1 GAAP净利润2.12亿美元，同比+146%；Non-GAAP净利润为2.50亿美元，同比+78%。

公司指引26Q2营收41.5~44.5亿美元，Non-GAAP营业利润率为8.0%，Non-GAAP EPS为2.14~2.34美元。公司将26年全年营收指引上调至190亿美元（之前为170亿美元），全年Non-GAAP预计为8.1%（之前为7.8%），Non-GAAP EPS为10.15美元（之前为8.75美元）。公司维持全年CAPEX为约10亿美元。公司26年营收预计较25年增长65亿美元，预计27年收入增长将远超65亿美元。

经营分析

公司全年增长动能来自于CCS（云端与连接解决方案）业务。26Q1公司CCS业务营收为32.4亿美元，同比+76%，占总收入的80%。CCS业务中通信终端市场收入为24.1亿美元，同比+69%，企业终端市场（主要为服务器）营收为8.3亿美元，同比+101%。公司目前获得了一家大型云厂商的1.6T CPO项目，预计在27年开始部署，为博通Tomahawk交换芯片的首次CPO规模化部署，利润率预计高于公司平均水平，未来3.2T CPO会有更大规模部署。公司原生AI模型客户整机柜方案正常推进，预计27Q1产生收入。公司与AMD在Helios机柜展开合作，公司设计并制造scale up网络的交换机，预计26年年内交付样机，27年将产生较显著收入，公司预计该业务市场规模将达到数十亿美元。

当前下游客户需求明确，供给端短期存在挑战。公司客户目前已经有2028年的订单，公司大量订单都带有不可取消的条款，具有较高的能见度和保障。公司预计26年CAPEX将达到10亿美元，27年预计达到15亿美元。供给端存在短缺，公司算力项目瓶颈在于存储供给；网络项目当前瓶颈在于40层以上PCB板以及芯片。

盈利预测、估值与评级

我们认为公司下游客户需求明确，具备较高的订单能见度和增长确定性，未来有望持续受益于ASIC放量带来的服务器以及交换机需求增长。公司CPO也已经获得项目。我们预计公司26~28年Non-GAAP利润分别为11.79、17.77、25.75亿美元，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)：422.21元

相关报告：

- 《天弘科技公司点评：大幅上修CAPEX体现长期增长信心》，2026.1.30
- 《天弘科技公司点评：25年强势收官，26年指引强劲》，2025.10.29
- 《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



公司基本情况 (百万美元)

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,646	12,391	19,273	28,499	40,076
增长率 (%)	21.2%	28.5%	55.5%	47.9%	40.6%
EBITDA	684	1,212	1,828	2,685	6,249
GAAP 净利润	428	833	1,270	1,881	2,672
增长率 (%)	75.0%	94.5%	52.6%	48.1%	42.0%
GAAP EPS	3.69	7.24	11.05	16.36	23.24
Non-GAAP 净利润	461	703	1,179	1,777	2,575
Non-GAAP EPS	3.97	6.11	10.25	15.46	22.40
GAAP P/E	114.53	58.34	38.22	25.80	18.17
Non-GAAP P/E	106.38	69.07	41.17	27.31	18.85

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：报表预测摘要

单位：美元(百万)						
项目/报告期	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,961	9,646	12,391	19,273	28,499	40,076
营业成本	7,183	8,612	10,897	16,930	25,014	35,197
毛利	779	1,034	1,494	2,343	3,485	4,879
其他收入	0	0	0	0	0	0
一般费用	319	356	335	520	769	1,082
管理费用	0	0	0	0	0	0
研发费用	61	78	118	193	285	401
营业利润	398	599	1,041	1,630	2,431	3,396
利息收入	0	0	0	24	-12	-28
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	1,588	2,352	3,340
所得税	62	104	151	318	470	668
净利润(含少数股东损益)	245	428	833	1,270	1,881	2,672
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	245	428	833	1,270	1,881	2,672
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	1,270	1,881	2,672
股权薪酬	56	57	70	120	150	188
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	-16	-18	-17
调整后 Non-GAAP 净利润	292	461	703	1179	1777	2575

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	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