

800G/1.6T 放量驱动业绩兑现, AI 光互联龙头进入加速成长期

投资要点

- **事件: 公司发布 2026 年半年度报告。**2026H1 实现营业收入 209.10 亿元, 同比增长 100.34%; 归母净利润 75.29 亿元, 同比增长 90.98%; 扣非归母净利润 75.11 亿元, 同比增长 90.92%。单看 2026Q2, 实现营业收入 125.72 亿元, 同比增长 96.90%、环比增长 50.78%; 归母净利润 47.49 亿元, 同比增长 100.40%、环比增长 70.81%。业绩处于此前预告中枢附近, Q2 环比加速特征显著, 高速光模块放量与物料改善共同驱动业绩兑现。
- **AI 算力景气持续, 800G/1.6T 结构升级推动收入与盈利共振。**公司主营高性能光模块研发、生产与销售, 产品覆盖可插拔光模块、LPO/LRO、XPO、NPO、CPO 等形态, 重点服务 AI 算力集群与全球超大规模云数据中心。2026H1 光互联产品收入 208.83 亿元, 同比增长 100.59%, 毛利率 48.46%, 占公司收入绝对比重。境外光互联收入占比约 97.92%, 高速率产品销售占比持续提升, ASP 抬升带动收入增速快于销量增速。公司是全球少数具备 800G 以上规模化量产能力、并首批量产交付 1.6T 的厂商之一, Q2 出货提速反映上游物料供给改善与客户提货节奏加快。
- **产能与供应链前置布局, 订单可见度较高。**公司持续扩大成都与泰国产能, 2025 年初泰国工厂二期运行、产能释放中。2026H1 末存货约 116.55 亿元, 较年初大幅增长, 原材料、在产品/库存商品同步上升, 发出商品下降, 体现备料加速与客户提货迫切; 预付款项升至约 8.70 亿元, 在建工程约 5.57 亿元, 资本开支主要用于扩产与设备安装。关联方光芯片相关交易显著增长, 有助于核心物料保障。前瞻布局方面, 公司已发布单波 400G PAM4 的 1.6T DR4、6.4T NPO、12.8T XPO 等方案, 中长期成长接力路径清晰。
- **双寡头格局中利润率领先, 差异化能力持续增强。**高速数通光模块以中际旭创、新易盛为最直接对标。2026H1 新易盛营收 209.10 亿元、归母净利润 75.29 亿元, 约为旭创同期的 50.1%、55.2%; 综合毛利率 48.44%对 46.25% (+2.19pp), 归母净利率 36.01%对 32.68% (+3.33pp), 光互联分部毛利率亦高 1.87pp。LPO/LRO 与 Alpine 硅光增强交付弹性, 1.6T 份额仍在爬坡。股权激励考核目标为 2026 年营收不低于 500 亿元、2026-2027 年累计不低于 1,400 亿元、2026-2028 年累计不低于 2,900 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2026-2028 年 EPS 分别为 14.47、25.78、39.21 元, 对应 PE 分别为 28.78、16.15、10.62 倍。公司 26 年规划目标积极, 改革动作持续落地, 有望全年加速成长, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** AI 算力需求不及预期风险; 高速光模块产品迭代及技术路线风险; 客户集中度较高风险; 毛利率波动风险; 产能扩张与供应链风险; 国际贸易及地缘政治风险; 盈利预测不及预期风险等。

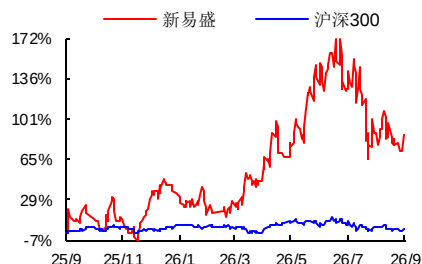
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,842	51,253	90,315	135,988
增长率	187.29%	106.32%	76.21%	50.57%
归属母公司净利润(百万元)	9,532	20,173	35,938	54,666
增长率	235.89%	111.63%	78.15%	52.11%
每股收益 EPS(元)	9.61	14.47	25.78	39.21
净资产收益率 ROE	53.18%	56.65%	53.01%	46.82%
PE	44.84	28.78	16.15	10.62
PB	23.90	16.30	8.56	4.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
邮箱: yezy@swsc.com.cn
联系人: 戚添翔
邮箱: qitianxiang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.94
流通 A 股(亿股)	12.54
52 周内股价区间(元)	293.0-785.73
总市值(亿元)	5,805.68
总资产(亿元)	366.47
每股净资产(元)	17.43

相关研究

目 录

1 公司概况：全球高速光互联解决方案龙头	1
1.1 定位与产品体系	1
1.2 硅光、1.6T 与 LPO 等产品推进节奏	3
1.3 经营模式与全球化布局	5
1.4 股权、激励与治理特征	5
2 业绩与经营：中报验证高景气，Q2 环比加速	6
2.1 收入与利润高增，Q2 利润弹性更强	6
2.2 增长拆解：量价齐升 + 结构升级	6
2.3 费用、汇率与利润真实性	7
2.4 现金流：高扩张期的“利润先行、现金滞后”	8
2.5 资产负债表信号：备货、扩产与订单前瞻	8
2.6 行业景气：AI 集群扩展打开光模块长坡厚雪	8
3 竞争格局与核心竞争力	9
3.1 双寡头格局中的差异化定位	9
3.2 竞争壁垒与差异化条件	9
4 盈利预测与估值	10
5 风险提示	12

图 目 录

图 1：公司所处产业链中游位置	2
图 2：公司产品推进节奏	3
图 3：2024Q1-2026Q2 公司单季度营收、归母净利润及毛利率	6
图 4：2024-2026Q2 公司销售、管理及研发费用率	7
图 5：2024 年末-2026H1 公司预付、存货、固定资产及在建工程	8

表 目 录

表 1：公司主要产品与技术布局	2
表 2：增量业务阶段与可见度	4
表 3：分业务收入、增速、营业成本及毛利率	10
表 4：可比公司估值	11
附表：财务预测与估值	13

1 公司概况：全球高速光互联解决方案龙头

1.1 定位与产品体系

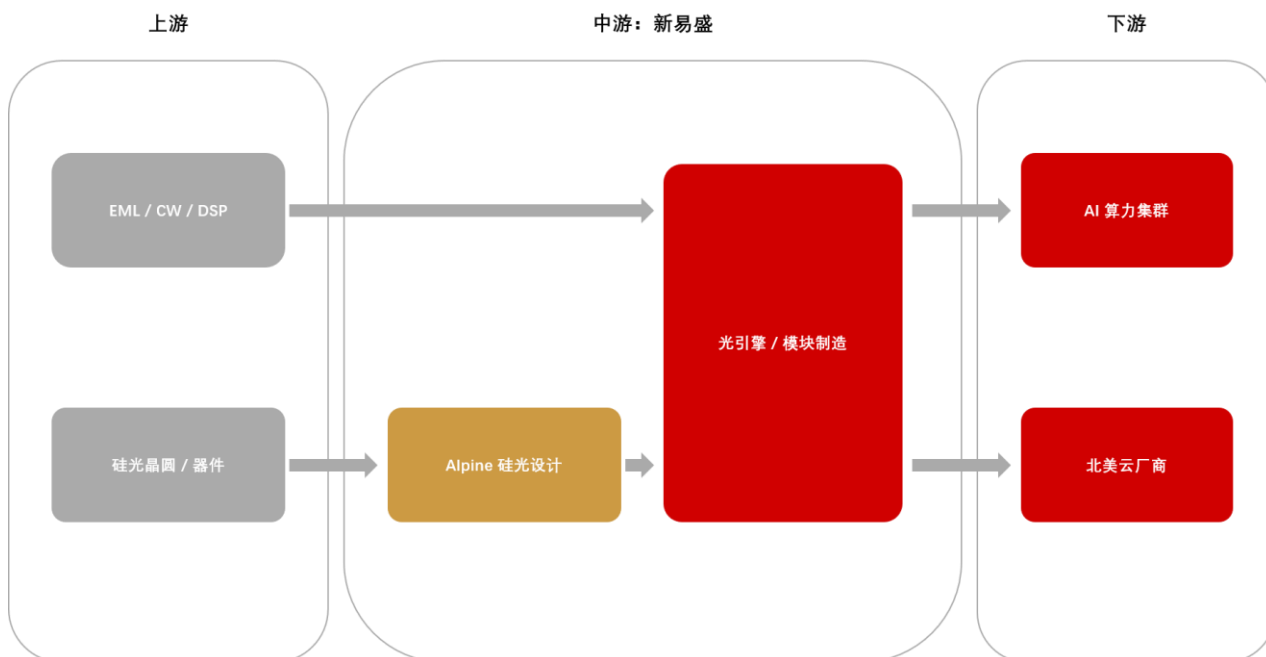
成都新易盛通信技术股份有限公司（以下简称“新易盛”）是全球领先的高速光互联解决方案提供商，主营高性能光模块的研发、生产与销售，产品服务人工智能算力集群（AI Cluster）、云数据中心及电信网络（传输、5G 无线、FTTx 等）。公司收入高度聚焦：2026H1 营业收入 209.10 亿元，其中光互联产品 208.83 亿元，占比约 99.87%，是典型的“纯光模块”标的；境外光互联收入约 204.6 亿元、占比约 97.8%，客户结构以北美头部云厂商及 AI 基础设施客户为主，境内占比仍低。

速率结构上，公司已完成从“400G 为主”到“800G 主力、1.6T 加速放量”的代际跨越。2024 年仍处 400G 向 800G 切换期，2025 年 800G 全面放量带动全年营收达 248.42 亿元（同比+187.3%）；2026 年公司明确“1.6T 和 800G 是交付主力”，1.6T 自 2025 年下半年小批量、2026Q1 起规模出货、Q2 环比放量，并预计 Q3、Q4 继续加速。高速率产品销售占比持续提升，ASP 结构抬升。

产品形态上，公司已构建覆盖传统可插拔光模块、LPO、LRO、XPO、NPO、CPO 的多技术路线矩阵，并发布基于自研 3D MEMS 技术的 OCS（光路交换机）产品。技术平台涵盖 VCSEL、EML、硅光（SiPh）、薄膜铌酸锂（TFLN）等，形成“多速率代际+多封装形态+多技术平台”组合。2026 年 3 月，公司在行业内率先发布基于单波 400G IMDD/PAM4 技术的 1.6T DR4 光模块、6.4T NPO 解决方案、12.8T XPO 可插拔光模块等面向 AI 算力互联的新品；同期具备单波 200G 光器件的 800G/1.6T 产品、400G/800G ZR/ZR+ 相干、以及基于 LPO 方案的 400G/800G 产品矩阵。

从产业链位置看，公司处于光互联中游封装制造环节：上游为 EML/CW 激光器、DSP 电芯片、硅光晶圆、隔离器、PCB 及结构件等；中游完成光引擎与光模块的设计、封装测试与规模交付；下游对接 AI 算力集群与超大规模云数据中心。传统视角下，中游不掌握最上游芯片制造、也不直接定义下游 Capex 节奏，属“次核心”位置；但高速率（800G/1.6T）模块的信号完整性、精密耦合、热管理与量产良率本身已形成显著工程壁垒——2026H1 光互联毛利率达 48.46%，远超一般组装制造，反映设计与交付溢价。

图 1：公司所处产业链中游位置



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

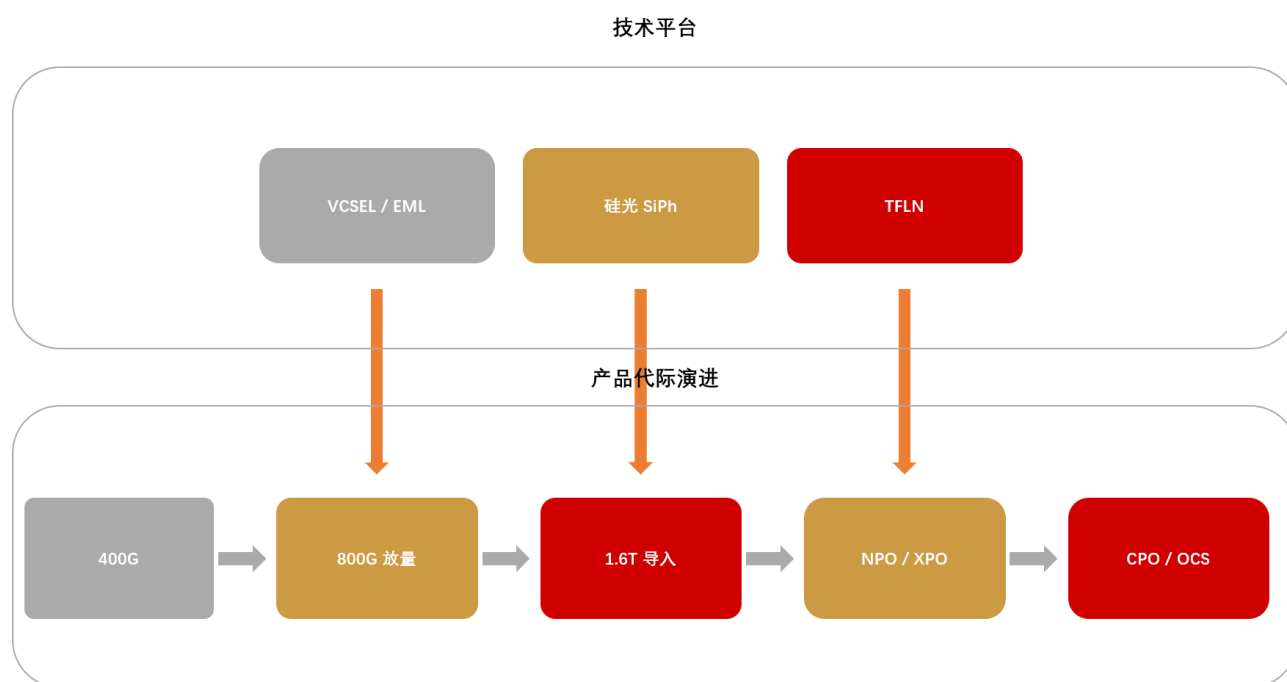
更重要的是，公司正通过硅光设计能力（Alpine）与 LPO 标准参与，从单纯“模块组装”向“可选择技术路线、部分重塑价值分配”的方向演进：硅光路径降低对紧缺 EML 的依赖，LPO 路径降低对 DSP 的依赖，使中游厂商在卡脖子物料周期中仍能维持交付弹性。对光模块厂商而言，研发设计、工艺良率与全球化规模交付构成核心壁垒。公司是全球少数具备 800G 以上光模块规模化量产与交付能力的厂商之一，亦是全球首批量产并交付 1.6T 光模块、全球首个推出并规模量产线性可插拔 LPO 光模块的厂商之一。

表 1：公司主要产品与技术布局

维度	内容
速率代际	中低速接入/传输；400G；800G 主力；1.6T 加速放量；3.2T/更高速率预研
封装/形态	可插拔、LPO/LRO、XPO、NPO、CPO；OCS（自研 MEMS）
技术平台	VCSEL/EML、硅光 SiPh（Alpine 设计+Foundry）、TFLN
标志性新品（2026.3）	单波 400G 1.6T DR4；6.4T NPO；12.8T XPO
下游场景	AI 算力集群、超大规模云数据中心、电信网络
客户类型	AI 基础设施公司、超大规模云厂商及设备商、通信设备商、经销商
收入结构（2026H1）	光互联约 99.87%；境外光互联约 97.8%

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

图 2：公司产品推进节奏



数据来源：西南证券整理

1.2 硅光、1.6T 与 LPO 等产品推进节奏

公司成长更多取决于产品组合如何沿速率与封装形态逐级切换：当前以 800G 兑现收入、1.6T 抬升弹性，硅光与 LPO 改善供给和差异化，NPO/XPO 及 CPO/OCS 承接更远期的密度与功耗需求。按披露与产业节奏分项梳理如下：

- 1) **硅光模块：已从概念走向主流贡献。**公司自 2017 年前后通过投资 Alpine 参与硅光布局，2022 年 4 月 29 日完成对美国硅光子公司 Alpine Optoelectronics 剩余股权交割，支付交割对价 22,218,542 美元，实现 100%控股并表，以提升硅光模块、相干光模块及硅光子芯片相关能力。2024 年 Alpine 业绩目标与技术目标按协议实现，相关技术产品样品及公司据此生产的特定光模块于 2025 年 OFC 发布及展示。年报显示，高速产品组合已涵盖基于硅光（及 EML、薄膜铌酸锂等）的 400G/800G/1.6T 方案。公司投资者关系活动记录表进一步披露：硅光模块已实现批量出货；2026 年硅光产品占比同比有较大幅度提升，并被表述为公司主流产品之一；公司已与主流 Fab 厂家建立合作并就未来产能提前规划。同期公司亦披露 2026 年一季度部分原材料供应偏紧、二季度起逐步缓解，并对 EML 等关键物料提前备货。硅光与 EML 等多技术路线并行，有助于在物料波动阶段增强交付弹性，并与 800G/1.6T 出货同步推进。
- 2) **1.6T：2026 - 2027 年最重要的增量引擎。**推进节奏可按公开信息概括为：约 2023 年 OFC 起展示/推出 1.6T 相关产品 → 2025 年下半年起逐渐上量 → 公司披露已实现批量出货 → 2026 年二季度起出货与结构占比明显抬升、三四季度进一步加快。

据 2026 年 4 月 24 日、6 月 2 日、7 月 20 日投资者关系活动记录表，1.6T 订单相对于上年增幅很大，预计呈逐季快速增长，主要体现在二季度以后、尤其是三、四季度放量；800G 与 1.6T 同为 2026 年交付主力，其中 800G 仍是当期出货与收入的重要底座，1.6T 贡献持续抬升。1.6T 单价显著高于 800G，对收入弹性通常大于单纯出货量弹性。技术上公司同步推进 EML 方案与硅光方案（OFC 等场合亦展示 SiPh 与 EML 双版本），并已发布基于单波 400G 的 1.6T DR4 等产品，降低对单一芯片路径的依赖。节奏风险仍在：公司披露 2026 年一季度部分核心原材料紧张对交付有所影响、二季度起逐步缓解，三季度供应链整体仍偏紧。

- 3) **LPO/LRO：短距场景下的差异化方案。**据公司年报表述，公司是全球首个推出并规模量产线性可插拔 LPO 的厂商之一，功耗与延迟较传统可插拔显著降低；产品已覆盖 400G/800G LPO，并在 OFC 等场合展示向基于 200G/lane 的 1.6T LRO/LPO 等延伸。LPO 去掉或弱化 DSP 路径，在短距 AI 集群场景中具备能效与成本优势，使公司在客户招标中拥有 DSP 方案之外的备选。边界也需看清：互操作性与交换机兼容依赖链路协同，长距/复杂链路仍以带 DSP 方案为主；公司未单列 LPO 收入占比，结合其将 800G/1.6T 明确为 2026 年交付主力的披露，LPO 目前仍主要是产品矩阵中的差异化一环，体量上小于 800G/1.6T 主力出货。
- 4) **NPO/XPO：2027 - 2028 年新增量。**据 2025 年报及 2026 年中报，公司于 2026 年 3 月发布 6.4T NPO 与 12.8T XPO 等方案，定位强调更高密度与功耗/热管理能力，介于高密可插拔与共封装演进之间。据 2026 年 7 月 20 日投资者关系活动记录表，NPO 预计 2027 年下半年有订单交付需求，2028 年出货量级逐步提升，是 1.6T 之后重要的成长接力；但当前仍以产品发布与客户导入为主，尚未构成 2026 年利润的主要来源。
- 5) **CPO 与 OCS：技术储备与导入前期。**CPO 生态仍待交换机 ASIC、封装与可靠性体系成熟；公司投资者关系活动记录表表述为技术已有布局、进展取决于市场解决方案与客户需求，并认为在生态形成后有望参与竞争。OCS 基于自研 MEMS（年报披露搭载自研 MEMS 芯片的光路交换机，中报亦提及自研 3D MEMS 相关产品），面向数据中心光交换需求。据 2026 年 6 月 2 日投资者关系活动记录表，OCS 预计市场于次年下半年或 2028 年有批量供应需求；据 2026 年 7 月 20 日记录表，预计 OCS 自 2028 年开始有批量级商业需求。二者对 2026-2027 年盈利预测影响有限，但抬升长期技术叙事与客户粘性。

表 2：增量业务阶段与可见度

业务	阶段	对 2026 - 28 影响	关键观察点
硅光模块	主流化进行中	出货稳定+成本/供给	硅光占比、CW 供给、良率
800G	规模兑现	2026 收入压舱石	年降 vs 结构、物料
1.6T	放量早期	最重要增量	Q3/Q4 出货斜率、EML/SiPh
LPO/LRO	渗透提升	差异化与毛利	客户渗透、互操作
NPO/XPO	导入前期	2027 - 28 增量	订单时点、交换机协同
CPO/OCS	储备/导入前期	中长期方案储备	生态成熟度、批量窗口

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.3 经营模式与全球化布局

采购端，主要原材料包括光器件、集成电路芯片、结构件和 PCB；公司建立合格供应商体系与安全库存制度，与产业链头部供应商形成长期战略合作。2026 年以来 EML、法拉第隔离器、DSP 等环节曾阶段性紧张，公司以预付款锁定核心物料、提升原材料库存应对：预付款由 2025 年末约 0.17 亿元升至 2026H1 末约 8.70 亿元；存货升至 116.55 亿元，光芯片相关采购规模提升，有助于关键物料保障。

生产端实行“订单生产”，依托 ERP 实现订单与物料定量流转，并持续推进自动化、精益管理与柔性产线。**销售端**，境内以向云厂商、设备商直接销售为主；境外覆盖 AI 基础设施与云厂商，经销商采取买断式销售；收入确认按 FOB、FCA、DDP、DAP 及寄售等条款区分时点。

产能与组织方面，据公司 2025 年年报及 2026 年 4 月 24 日、7 月 20 日投资者关系活动记录表，公司构建中国（成都）+泰国协同的全球化制造网络。泰国工厂一期运行后，二期于 2025 年初正式投产并持续扩产；2026 年成都新增大额在建厂房、泰国多栋厂房并行爬坡，成泰两地产能均按未来订单指引持续扩充，人员规模（尤其是研发与生产人员）亦持续扩大，以支撑下半年及明年的交付需求。垂直整合上，2025 年年报表述围绕光芯片研发、光器件封装到光模块制造推进一体化，增强成本控制与交付响应；Alpine 补齐硅光设计与相关技术能力，并据 2026 年 6 月 2 日投资者关系活动记录表与主流 Fab 协作保障产能，与模块制造形成“设计—代工—组装”闭环。

1.4 股权、激励与治理特征

公司为创业板民营科技制造企业，增长更依赖技术迭代、客户认证与产能交付。实际控制人为高光荣、黄晓雷等一致行动安排下的核心团队，治理上呈现“产业资源 + 技术经营”双核特征：技术路线（LPO、硅光、多平台并行）与产品节奏长期由技术经营团队主导。经营风格上强调技术领先与规模交付并重：一方面坚持每年推出新一代高速产品；另一方面以海外基地+国内基地保障大规模供应。2026H1 研发投入约 4.40 亿元，占营收约 2.1%，全部费用化；研发覆盖高速模块、硅光、相干、LPO 以及 NPO、CPO、OCS 等。

股权激励传递了管理层对中长期收入路径的显性约束：2026 年限制性股票激励计划（草案）拟授予不超过约 648.12 万股（约占总股本 0.46%），首次授予价 212.00 元/股（草案公告前 20 日均价的 50%），激励对象约 961 人（含境外骨干）。考核目标要求 2026 年营收不低于 500 亿元，2026 - 2027 年累计不低于 1,400 亿元，2026 - 2028 年累计不低于 2,900 亿元（对应隐含 2027、2028 高基数）。该目标与我们模型 2026E 营收 512.53 亿元同量级，构成外部可验证的“管理层置信区间”；当然，激励目标不等于盈利指引，利润仍取决于毛利率、费用、汇兑与交付质量。

2 业绩与经营：中报验证高景气，Q2 环比加速

2.1 收入与利润高增，Q2 利润弹性更强

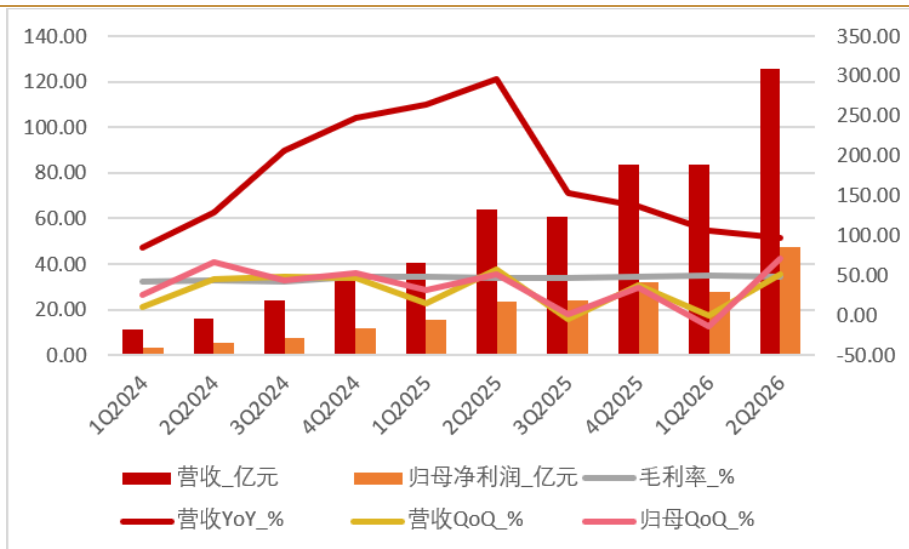
2025 年公司实现营业收入 248.42 亿元，同比增长 187.29%；归母净利润 95.32 亿元，同比增长 235.89%，完成由“通信周期”向“AI 算力驱动”的业绩跃迁。进入 2026 年，增长延续且 Q2 进一步加速：

收入端： Q2 收入 125.72 亿元、环比+50.8%（2026 年中报）。据 2026 年一季报，并与 2025 年年报分季数据对照，Q1 收入约 83.4 亿元、环比基本持平于上年 Q4 平台。物料与交付节奏据 2026 年 4 月 24 日、7 月 20 日投资者关系活动记录表：一季度部分原材料供应偏紧及当季产能/交付节奏对收入形成约束，二季度起物料紧张局面逐步缓解、出货明显回升，并指向三、四季度交付继续抬升。结构变化并见 2026 年 6 月 2 日投资者关系活动记录表——硅光方案占比提升、1.6T 环比放量与 800G 主力交付，共同支撑了斜率变化。

利润端： Q2 归母净利率约 37.8%，环比提升约 4.4pp；利润同比、环比均强于收入，体现规模摊薄费用与汇兑扰动缓和后的经营杠杆。扣非归母净利润与归母净利润几乎同步，非经常性扰动极小，利润主业成色高。

毛利率： H1 综合约 48.4%、光互联 48.46%，同比抬升；Q2 毛利率环比回落约 1.2pp，或与年降、物料成本阶段波动及产品结构切换有关。我们判断毛利率中枢已由早年 30%+抬升至接近 50%的区间，主因是高速率结构、规模效应与硅光/自研光器件路径；后续需跟踪年降与竞争是否侵蚀溢价。

图 3：2024Q1-2026Q2 公司单季度营收、归母净利润及毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

2.2 增长拆解：量价齐升+结构升级

公司收入几乎全部来自光互联。2026H1 光互联收入 208.83 亿元，成本 107.64 亿元，毛利率 48.46%，收入同比+100.59%，成本同比+96.84%，毛利率同比+0.99pp。其他业务可忽略。早期“点对点/PON”等分类已收敛为高速数通光互联主业叙事。

量价结构：2026H1 境外光互联产品收入约 204.6 亿元、占比约 97.92%，销量约 973 万只，对应 ASP 约 2,100 元量级，显著高于中低速产品，说明 800G 及以上贡献极高。光模块整体销量约 1,119 万只、同比约+61%，ASP 同比约+25%，呈现典型“量增+价升”：价的背后主要是产品结构升级，高速率光模块占比提高。境内收入约 4.35 亿元，代工业务贡献收敛。后续若行业年降加大，收入扩张仍更多取决于 800G/1.6T 的出货量与份额；高速率结构本身也可部分缓冲 ASP 下行压力。

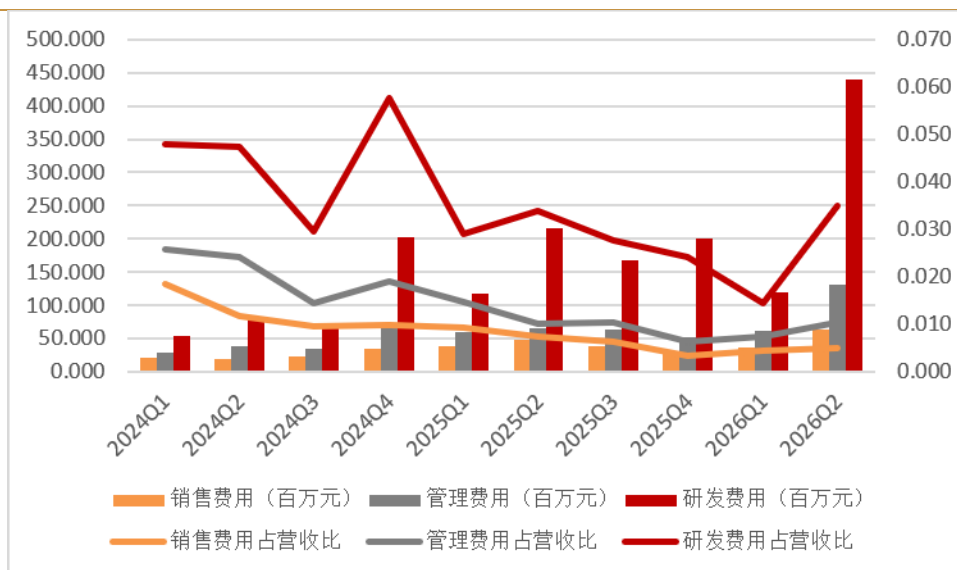
从时间序列看，公司已连续经历多轮代际切换带来的收入台阶：2024 年营收 86.47 亿元，2025 年 248.42 亿元，2026H1 即达 209.10 亿元。2026 年股权激励目标“全年营收不低于 500 亿元”，与 H1 进度、Q2 环比斜率及下半年扩产节奏相匹配，增强了市场对全年高增的置信度。

2.3 费用、汇率与利润真实性

2026H1 财务费用约 6.44 亿元，同比由负转正，主要受汇兑扰动：报告期确认汇兑相关损失约 7.44 亿元。公司境外收入占比高，多以美元结算，本位币涉及人民币与泰铢，Q1 汇率波动使汇兑费用抬升较明显；进入 Q2 后财务费用率环比回落，汇兑对利润表的冲击减弱。管理层表示将完善外汇管理安排，平滑波动。销售、管理费用率在高收入基数下整体可控；H1 研发费用约 4.40 亿元，同比+31.85%，费用率约 2.1%。

利润质量方面，H1 归母净利润 75.29 亿元、扣非归母净利润 75.11 亿元，差额很小，政府补助与非经常性损益占比低，盈利主体仍是光模块主业。汇兑主要扰动账面财务费用与单季利润增速对比，对出货和客户需求实质影响有限；看经营质量时可更侧重毛利率、经营现金流与订单交付节奏。

图 4：2024-2026Q2 公司销售、管理及研发费用率



数据来源：wind，西南证券整理

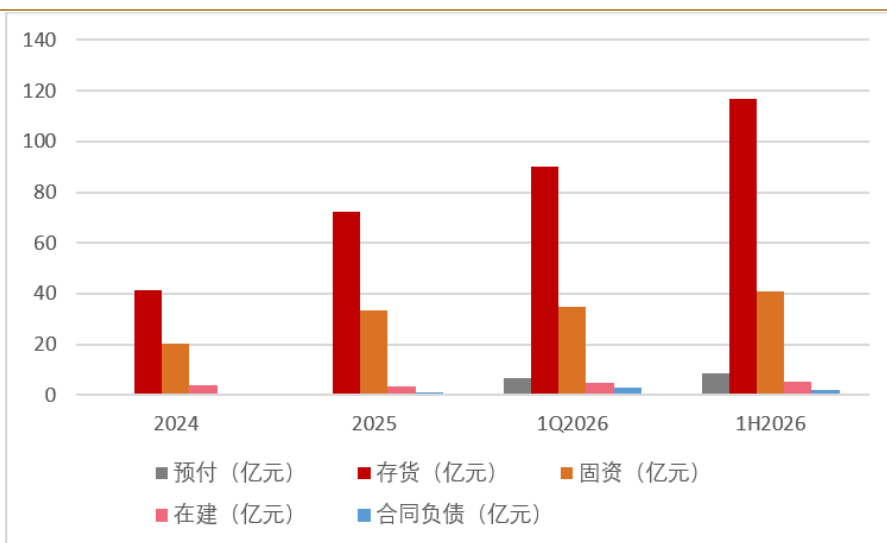
2.4 现金流：高扩张期的“利润先行、现金滞后”

2026H1 经营现金流净额约 16.16 亿元，同比约+70%，但明显低于同期净利润，主因存货与营运资本占用（战略备料、应收随收入扩张）。投资活动净流出约 12.92 亿元，其中购建固定资产等约 12.64 亿元，对应成都、泰国扩产。这是典型的高成长制造特征：利润表领先确认，资产负债表先扩产能与库存，现金流量表随后收敛。2025 年全年经营现金流已证明公司具备利润转化能力；H1 “偏低”更多反映扩张节奏下的营运资金占用。资本结构上资产负债率约 33%，有息负债压力有限，扩张弹药相对充裕。

2.5 资产负债表信号：备货、扩产与订单前瞻

存货结构中原材料与在产品占比较高，反映芯片等关键物料紧缺背景下的主动战略备货；发出商品下降说明下游提货加快，产成品积压压力相对有限。预付款与在建工程抬升，与“订单能见度上升—锁定物料—扩产交付”闭环一致。公司披露亦提示：对采购周期长、单价高的材料会基于预测提前备货，若份额或预测偏差，存在积压与跌价风险——H1 存货跌价准备期末余额约 6.00 亿元，需持续跟踪周转天数与跌价计提。综合看，当前资产负债表更接近景气上行期的进攻型备货与扩产结构。

图 5：2024 年末-2026H1 公司预付、存货、固定资产及在建工程



数据来源：wind，西南证券整理

2.6 行业景气：AI 集群扩展打开光模块长坡厚雪

生成式 AI 推动模型参数与集群规模扩张，算力网络在 Scale-Up、Scale-Out、Scale-Across 三个维度同步升级，对高带宽、低时延、高密度光互联提出刚性需求。据公司转引，ICC 讯石产研院 2026 年 5 月报告显示，亚马逊、谷歌、Meta、微软和甲骨文等 2026 年资本开支预算中值合计有望超过 7,400 亿美元，重点投向高性能 GPU 集群、自研 ASIC 与下一代高密度数据中心。LightCounting《Market Forecast Report - July 2026》再次上调 AI 算力集群以太网光模块预测，并预计以太网光模块整体市场有望在 2031 年达到约 800 亿美元。供给端，200G EML、DSP、CW 激光器、隔离器、硅光产能等构成瓶颈组合，使得具备多技术路径、预付锁料与海外产能的龙头更易获得超额交付弹性。

对公司而言，行业 β （云厂 Capex 与以太网光模块总量）决定天花板， α 来自：（1）800G 到 1.6T 切换中的份额与 ASP；（2）硅光、LPO 带来的供给与产品差异化；（3）成都+泰国的产能爬坡速度。中报验证的是 α 与 β 在 2026H1 的共振：收入利润高增、Q2 环比加速、资产负债表进攻扩张。

3 竞争格局与核心竞争力

3.1 双寡头格局中的差异化定位

全球高速数通光模块供应格局中，中国厂商已占据核心位置，中际旭创与新易盛构成最具代表性的双龙头：前者在业务规模、头部云客户覆盖及 1.6T 等新一代高速产品放量节奏上仍具先发优势；后者则在盈利能力、LPO 差异化以及硅光/PIC 技术布局上形成鲜明标签。LightCounting 数据显示，2025 年中际旭创、新易盛分别位列全球光收发模块供应商第一、第二，其中中际旭创是主要头部云厂商的领先供应商，新易盛则已成为 Amazon 400G/800G 的重要供应商，并进入包括 NVIDIA 在内的其他大型美国客户体系。考虑到大型云厂商普遍采用多供应商体系保障供应安全与议价能力，两家公司更多表现为交叉供货、并行竞争，而非单一厂商独占。因此，投资视角下更值得关注的是新易盛在双龙头格局中的份额提升弹性和盈利能力，以及其与中际旭创在客户结构、产品节奏和技术路径上的差异化。

新易盛毛利率持续不弱于龙头，背后可见几项结构性因素：（1）高速率产品占比高；（2）垂直整合与光器件自研/自加工降低外购；（3）LPO 去除/弱化 DSP 降低部分 BOM；（4）硅光路径在物料错配期的交付与成本弹性。这些因素使公司在“同样卖光模块”的表象下，利润率曲线可以不同于规模第一的友商。

3.2 竞争壁垒与差异化条件

2026H1 新易盛综合毛利率 48.44%、归母净利率 36.01%，中际旭创分别为 46.25%、32.68%，差额为+2.19pp、+3.33pp；光互联分部毛利率 48.46%，对中际光通信收发模块 46.59%，差额+1.87pp。

标准参与、客户认证与产能节奏，共同构成交付壁垒。据公司 2025 年年报，公司早期推出 800G LPO 并推进量产，在低功耗可插拔方案上积累了客户侧认知，并推进相关 MSA/标准协同。1.6T 据新易盛 2025 年年报、2026 年 4-7 月投资者关系活动记录表：新易盛已批量交付 1.6T，且将 800G 与 1.6T 作为 2026 年交付主力，但未单独披露 1.6T 全球份额。竞争格局上新易盛处于抬升份额的阶段，可借助硅光与 LPO/LRO 在部分客户、部分场景形成差异化切入。后续跟踪重点包括：1.6T 份额能否在跟随中抬升，以及 LPO 渗透能否打开独立于 DSP 方案的增量需求。

差异化优势仍取决于几项外部条件能否成立。短距 LPO/LRO 的功耗与时延卖点，会随 CPO 生态成熟度以及新一代低功耗 DSP 进展而变化，互操作性与交换机匹配仍是落地变量；若 EML 供给显著改善，硅光相对 EML 的供给溢价可能收敛，集成度与向更高密度封装演进的路径价值仍在；高速率认证周期长、云厂供应商名单相对稳定，抬高了新进入门槛，但潜在进入者若以价格冲击成熟规格，行业毛利率仍有下行压力。

4 盈利预测与估值

公司主营以光互联产品（高速光模块）为核心，其他业务体量很小。2026H1 光互联收入 208.83 亿元，占营收约 99.87%，境外光互联收入占比约 97.92%，客户侧以北美云厂商及 AI 基础设施需求为主。产品覆盖可插拔、LPO、LRO、XPO、NPO、CPO 等形态，技术平台包括 VCSEL、EML、硅光与 TFLN；当前收入兑现以 800G 规模交付为主，1.6T 已进入放量早期，NPO、XPO 等为后续导入。结合 AI 算力资本开支维持高位、公司成都与泰国产能扩张、中报 Q2 环比加速及股权激励 2026 年营收不低于 500 亿元的考核约束，我们对各业务作出如下假设：

关键假设：

假设 1：光互联产品：核心主业，高速模块放量驱动收入高增

光互联产品：核心主业，高速模块放量驱动收入高增

光互联产品为公司几乎全部收入来源，包括应用于 AI 算力集群与超大规模云数据中心的高速光模块及光互联方案。行业处于 800G 大规模交付、1.6T 加速导入阶段；公司已具备 800G 以上规模量产能力，并推进 1.6T EML、硅光方案与 LPO、LRO 差异化产品。成都与泰国产能持续释放、预付锁料与存货抬升为订单交付提供支撑。

我们预计 2026 - 2028 年光互联产品收入分别增长 106.6%、76.3%、50.6%，对应年收入分别为 511.77、902.25、1,358.79 亿元。增长主要来自：

- 1) AI 训练与推理拉动云厂商算力基建，以太网高速光模块需求维持高景气；
- 2) 800G 作为 2026 年交付主力，出货规模与收入贡献继续抬升；
- 3) 1.6T 自 2026 年规模出货并逐季抬升，ASP 高于 800G，对收入弹性贡献加大；
- 4) 高速率占比提升支撑结构 ASP；年降压力由产品升级部分对冲；
- 5) 海外基地与国内基地协同扩产，保障大客户订单承接与交付。

盈利能力方面，2025A 光互联毛利率 47.8%，2026H1 分部毛利率 48.46%。考虑 800G/1.6T 结构升级、硅光方案导入、规模与良率改善，并计入行业年降与竞争，我们预计光互联毛利率 2026 - 2028 年分别为 49.1%、49.6%、50.0%，较 2025A 稳中有升。

关键假设 2：其他业务：体量很小，预计平稳增长

其他主营收入占比较低，对整体业绩影响有限。我们预计 2026 - 2028 年其他业务收入分别同比增长 7.0%、18.3%、21.6%；毛利率分别为 46.8%、49.4%、51.6%，对应营收分别为 0.76、0.89、1.09 亿元。

表 3：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	24841.85	51252.86	90314.91	135988.30
	增速	187.29%	106.32%	76.21%	50.57%
	营业成本	12966.05	26089.44	45518.89	67992.41
	毛利率	47.81%	49.10%	49.60%	50.00%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
光互联产品	营业收入	24771.16	51177.21	90225.42	135879.48
	增速	188.07%	106.60%	76.30%	50.60%
	营业成本	12927.60	26049.20	45473.61	67939.74
	毛利率	47.81%	49.10%	49.60%	50.00%
其他主营业务	营业收入	70.70	75.65	89.49	108.82
	增速	47.93%	7.00%	18.30%	21.60%
	营业成本	38.45	40.24	45.28	52.67
	毛利率	45.62%	46.80%	49.40%	51.60%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2026–2028 年公司营业收入分别为 512.53、903.15、1359.88 亿元，同比增长 106.3%、76.2%、50.6%；归母净利润分别为 201.73、359.38、546.66 亿元，同比增长 111.6%、78.2%、52.1%；EPS 分别为 14.47、25.78、39.21 元。按 2026 年 9 月 8 日收盘价 416.4 元计算，对应 PE 分别为 28.78、16.15、10.62 倍。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
300308.SZ	中际旭创	10629	902.37	9.72	27.25	50.41	72.15	62.77	33.12	17.9	12.51
300394.SZ	天孚通信	2820	258.5	2.59	3.25	5.2	7.72	78.24	79.45	49.73	33.5
002281.SZ	光迅科技	1489	179.92	1.17	2.01	3.79	5.28	59.63	89.66	47.46	34.1
平均值								66.88	67.41	38.36	26.70
300502.SZ	新易盛	5806	416.4	9.61	14.47	25.78	39.21	44.84	28.78	16.15	10.62

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2026 年 9 月 8 日）

根据我们的盈利预测，公司 2025–2028 年 EPS 分别为 9.61 元、14.47 元、25.78 元和 39.21 元，按照 2026 年 9 月 8 日收盘价 416.4 元计算，对应 PE 分别为 44.84 倍、28.78 倍、16.15 倍和 10.62 倍。

我们选取中际旭创、天孚通信、光迅科技作为可比公司，一致预期下可比公司 2025–2028 年平均 PE 分别为 66.88 倍、67.41 倍、38.36 倍和 26.70 倍，公司对应 PE 均低于可比公司平均水平。相对最直接对标中际旭创，其一致预期 2026–2028 年 EPS 约 27.25/50.41/72.15 元、对应 PE 约 33.12/17.90/12.51 倍，公司同期估值亦整体略低。公司深耕高速光模块，受益于 AI 算力基础设施建设带来的 800G 放量与 1.6T 导入，是全球少数具备 800G 以上规模化量产并首批量产交付 1.6T 的厂商之一，成都与泰国产能及 LPO/硅光等方案有望支撑后续业务扩张。考虑公司当前估值已部分反映高增长预期，同时下游云厂商资本开支节奏、产品代际导入及客户订单波动仍存在一定不确定性，审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

1) AI 算力需求不及预期风险：公司业绩高度依赖下游云厂商及互联网企业在 AI 算力基础设施上的资本开支。若全球宏观环境波动、下游客户资本开支节奏放缓或 AI 应用落地不及预期，可能导致高速光模块需求增长不及预期，从而对公司收入及业绩产生影响。

2) 高速光模块产品迭代及技术路线风险：当前行业正处于由 400G 向 800G、并向 1.6T 演进的技术升级阶段。若公司在新一代产品（如 3.2T 光模块）研发、验证或量产进度不及预期，或技术路线发生变化（CPO 替代等），可能影响公司在行业中的竞争优势及市场份额。

3) 客户集中度较高风险：公司下游客户主要为海外云厂商及互联网头部企业，客户集中度相对较高。若核心客户需求波动、订单节奏变化或供应链策略调整，可能对公司短期业绩产生一定影响。

4) 毛利率波动风险：公司毛利率受产品结构、原材料价格及行业竞争格局等多因素影响。若未来高端产品占比提升不及预期，或上游关键器件价格波动、行业竞争加剧导致价格承压，可能对公司盈利能力产生影响。

5) 产能扩张与供应链风险：在行业高景气背景下，公司持续推进产能扩张及供应链布局。若扩产进度不及预期、上游关键原材料或核心器件供应受限，可能对公司订单交付及业绩释放节奏产生影响。

6) 国际贸易及地缘政治风险：公司业务涉及海外客户，若未来国际贸易环境或地缘政治形势发生变化，可能对公司产品出口、供应链稳定性及客户合作产生不确定影响。

7) 盈利预测不及预期风险：本报告盈利预测基于行业需求、份额、毛利率、费用率及产能爬坡等假设，实际经营结果可能与模型假设存在偏差。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	24,842	51,253	90,315	135,988	净利润	9,553	20,274	36,119	54,941
营业成本	12,966	26,089	45,519	67,992	折旧与摊销	399	756	1,089	1,483
营业税金及附加	75	155	272	410	财务费用	-99	-112	-128	-141
销售费用	151	256	406	612	资产减值损失	190	190	300	410
管理费用	239	333	542	816	经营营运资本变动	-1,720	-4,898	-5,151	-5,122
财务费用	-318	-234	-393	-780	其他	-622	-304	-33	-49
资产减值损失	-191	-180	-280	-380	经营活动现金流净额	7,701	15,907	32,196	51,523
投资收益	1	5	9	14	资本支出	-1,320	-2,627	-3,626	-4,224
公允价值变动损益	-9	0	0	0	其他	-40	-1,701	18	20
其他经营损益	30	51	72	109	投资活动现金流净额	-1,359	-4,328	-3,608	-4,204
营业利润	10,859	23,290	41,492	63,115	短期借款	0	0	0	0
其他非经营损益	6	13	24	36	长期借款	0	0	0	0
利润总额	10,866	23,303	41,516	63,150	股权融资	126	0	0	0
所得税	1,312	3,029	5,397	8,210	支付股利	-319	-1,996	-3,627	-5,571
净利润	9,553	20,274	36,119	54,941	其他	-4	3	-34	-36
少数股东损益	21	101	181	275	筹资活动现金流净额	-197	-1,992	-3,661	-5,607
归属母公司股东净利润	9,532	20,173	35,938	54,666	现金流量净额	6,331	9,558	24,927	41,712
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	8,156	17,713	42,641	84,352	成长能力				
应收和预付款项	4,459	10,297	16,678	23,649	销售收入增长率	187.29%	106.32%	76.21%	50.57%
存货	7,234	13,952	22,932	32,212	营业利润增长率	236.05%	114.47%	78.15%	52.11%
其他流动资产	641	671	711	762	净利润增长率	235.89%	111.63%	78.15%	52.11%
长期股权投资	14	14	14	14	EBITDA 增长率	235.01%	117.63%	77.17%	51.27%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	3,681	5,587	8,167	10,959	毛利率	47.81%	49.10%	49.60%	50.00%
无形资产和开发支出	193	154	124	101	三费率	0.29%	0.69%	0.61%	0.48%
其他非流动资产	88	1,805	1,805	1,805	净利率	38.46%	39.56%	39.99%	40.40%
资产总计	25,881	51,937	94,867	155,704	ROE	53.18%	56.65%	53.01%	46.82%
短期借款	0	0	0	0	ROA	50.09%	52.11%	49.21%	43.85%
应付和预收款项	5,275	11,450	19,598	28,330	ROIC	51.30%	55.95%	52.43%	46.20%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	44.07%	46.49%	46.74%	46.96%
其他负债	2,541	4,633	7,051	9,928	营运能力				
负债合计	7,817	16,084	26,650	38,258	总资产周转率	1.30	1.32	1.23	1.09
股本	994	1,394	1,394	1,394	固定资产周转率	9.24	12.08	14.25	15.29
资本公积	1,572	1,171	1,171	1,171	应收账款周转率	7.12	7.49	7.29	7.13
留存收益	15,141	33,177	65,360	114,315	存货周转率	2.28	2.46	2.47	2.47
归属母公司股东权益	17,923	35,610	67,794	116,748	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	141	243	423	698	资本结构				
股东权益合计	18,064	35,853	68,217	117,446	资产负债率	30.20%	30.97%	28.09%	24.57%
负债和股东权益合计	25,881	51,937	94,867	155,704	带息债务/总负债	0.19%	0.11%	0.06%	0.04%
					流动比率	2.97	2.89	3.28	3.82
					速动比率	1.83	1.83	2.30	2.90
					股利支付率	10.45%	10.45%	10.45%	10.45%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	10,947.66	23,825.36	42,211.00	63,853.64	每股收益	9.61	14.47	25.78	39.21
PE	44.84	28.78	16.15	10.62	每股净资产	18.03	25.54	48.62	83.74
PB	23.90	16.30	8.56	4.97	每股经营现金	7.75	11.41	23.09	36.95
PS	17.24	11.33	6.43	4.27	每股股利	1.00	1.51	2.69	4.10
EV/EBITDA	38.38	23.62	12.74	7.77					
股息率	0.00	0.00	0.01	0.01					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（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，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn