

光迅科技（002281.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026 年8月26 日

基本信息	估值结果	四维评级
所属行业	价值 451.11 亿	成长空间 ★★★★★
当前股价	DDM估值 上行空间 -67%	盈利趋势 ★★★★★
总市值	状态 严重高估	产业格局 ★★★★★
PE-TTM	价值 454.27 亿	护城河 ★★★★★
PB-MRQ	动态估值 上行空间 -67%	
	状态 严重高估	

核心评级结论

光迅科技是国内唯一实现“光芯片→器件→模块→子系统”全链条垂直整合的A股光电子龙头，央企中国信科背景，全球光器件市占率第五、数通第四、电信第五，国内云厂400G/800G供应地位稳固。

公司成长空间高，核心驱动来自AI算力800G/1.6T/3.2T高速光模块升级、电信骨干网/6G扩容、硅光/CP0国产替代，以及海外市场拓展。盈利趋势向好，800G/1.6T高毛利SKU占比提升、光芯片IDM自给率爬坡、海外高毛利市场拓展带动毛利率中枢上移，但受国内集采压价和资产折旧压制，盈利弹性难线性爆发。产业格局较好，电信侧全谱交付能力国内领先、黏性强，数通侧全球Top10，但海外云厂穿透弱于中际旭创、新易盛，属“电信龙头+数通二线追赶”格局。护城河较深，来自全链条IDM垂直整合、电信全谱交付高替换成本、央企资质与国产算力自主可控，但资产折旧和央企决策灵活性不足。

基于公司受益AI算力高景气、800G/1.6T放量、海外市场拓展顺利、CP0/硅光客户导入良好、盈利中枢缓升等核心假设，经测算，公司当前估值处于严重高估水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：AI算力高景气、全链条IDM、光芯片自主可控、CP0技术领先和国家队稀缺性，共同支撑高估值溢价，市场对公司在资本市场的稀缺性和战略地位进行定价。

我们的观点：公司能否支撑高估值有待检验。后续需重点观察海外客户突破进度、高端产品放量节奏、光芯片良率提升、盈利改善持续性以及CP0商业化兑现等。若上述不及预期，当前估值存在回调压力。

风险提示

海外客户突破与高端产品认证进度不及预期，拖累成长兑现；行业技术迭代快，CP0等新路线演进存在不确定性；国内集采价格竞争、重资产折旧及供应链地缘摩擦，可能压制盈利；AI资本开支波动等。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 人力资源高端度	5
3.5 客户集中度	5
3.6 供应商集中度	6
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM 估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2026 年收入占比	4
图2：预测2026 年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM 估值	12

1. 基本信息

光迅科技源于1976年成立的邮电部固体器件研究所，2001年改制，2009年在深交所上市，是国内首家上市的通信光电子器件公司，实控人为国资委下属中国信科集团，属央企控股。公司具备光电子芯片、器件、模块及子系统全链条能力，产品覆盖传输、接入、数通等光通信核心场景，服务全球领先通信服务商与互联网厂商，并在武汉、马来西亚及欧美等地布局研发与生产基地，产能与技术实力居全球光通信行业前列。

2. 业务介绍

对于光迅科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

数据与接入：

公司数据与接入业务覆盖数据中心高速互联和通信网络接入两大场景，提供100G至1.6T全速率光模块、AOC及固网FTTx、5G无线接入产品，深度受益于AI算力爆发和千兆宽带升级。公司坚持“AI数通+电信接入双轮驱动”策略，400G/800G已批量交付头部云厂商，1.6T/CP0前瞻布局，并通过马来西亚、欧美基地服务全球客户。竞争市场为全球，面向云厂商、运营商及设备商提供一站式交付。

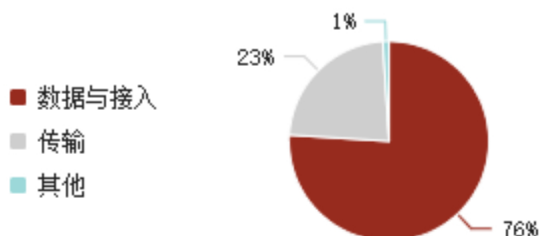
传输：

公司传输业务提供光传送网端到端整体解决方案，涵盖100G/400G光传输模块、光纤放大器、WSS/ROADM等智能光网络器件及各类无源器件，是电信骨干网和城域网建设的重要供应商。公司依托全链条IDM能力和深厚电信客户资源，在国内运营商集采中地位稳固，并向海外传输市场延伸。竞争市场为全球，服务运营商、设备商及专网客户。

其他：

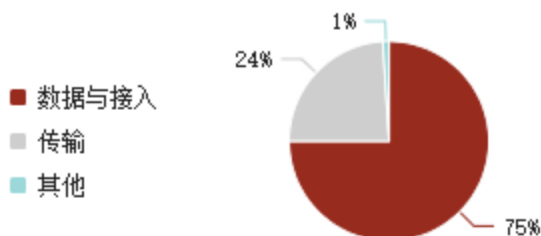
公司其他业务主要包括光纤传感、窄线宽激光器、特种光电子器件等，其中光纤传感模块可用于地震监测、油气管道、轨道交通等工业场景，窄线宽激光器面向高端传感与激光雷达延伸。该业务与核心光通信器件共享芯片、器件和封装平台，是公司技术能力的横向拓展，属于稳定增长的高毛利利基市场。竞争市场同样面向全球。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司采用“垂直整合+大规模制造+国内集采与全球云厂并重”的商业模式。公司以光芯片IDM为基石，自主完成外延晶圆、光芯片、器件、模块到子系统的全链条研发与量产，兼顾供应链安全与成本优势。在客户策略上，公司深耕国内运营商和设备商集采市场，稳固电信传输与接入基本盘，同时以400G/800G/1.6T/CP0等高端产品切入全球云厂商和AI算力供应链，并通过武汉、马来西亚及欧美基地构建本地化交付能力。其本质是以全链条垂直整合为核心，以电信基本盘和AI数通双轮驱动，分享全球算力基建与光通信升级红利。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司截至2025年末、2026年一季度末的资产总额分别为163.43亿元、182.64亿元，其中非流动资产占比约24%、22%，固定资产占比约18%、15%，资产强度相对不高。公司虽采用全链条IDM模式，但资产结构以存货、应收、货币资金等流动资产为主，光芯片产线、封装测试线等固定资产投入占总资产比重有限，折旧负担相对可控；不过IDM模式仍需持续资本开支和芯片备货，存货占用资金较多，本质上仍带有一定重资产特征。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司近五年平均研发费用率接近10%，研发投入强度较高。公司研发强度要显著高于行业平均水平，主要因其采用“光芯片—器件—模块—子系统”全链条IDM模式，需同时在光芯片、硅光、CP0、封装测试和子系统等环节投入，高强度研发既构筑技术壁垒，也短期压制利润弹性。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司近五年平均销售费用率在2%左右，营销强度低。国内以运营商集采、设备商项目制为主，海外走大客户直销认证，无需大量渠道铺设；央企背景带来稳定客户黏性，商务维护成本天然较低。

3.4 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司2025年的单位收入薪酬约为0.12，意味着公司每创造1元营业收入，相应需要投入约0.12元用于职工薪酬，人力资源密集度较高。这源于公司采用“光芯片—器件—模块—子系统”全链条IDM模式，既需要大量熟练技工完成晶圆制造、芯片封装、光耦合、模块组装、测试调试等精密工序，又需要庞大研发团队支撑硅光、CP0等前沿技术攻关，生产人员与研发人员合计占比超80%，属于典型的人力密集型高端光电子制造模式。

3.5 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近五年前五大客户销售占比多在40%左右，第一大客户占比约15%，客户集中度中等。源于公司采用电信传输、接入网与AI数通并行发展的业务结构，客户覆盖国内运营商、设备商、云厂商及海外科技企业，订单来源相对分散，形成多层缓冲。这种结构增强了经营稳定性，但下游客户体量大、议价强势，公司仍面临一定价格压力，业绩也会随全球AI资本开支和运营商集采节奏波动。

3.6 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近年前五大供应商采购占比约26.67%，第一大供应商占比约8.81%，供应商集中度低。主要源于两方面：一是公司采用“光芯片—器件—模块—子系统”全链条IDM模式，10G及以下光芯片100%自供、25G DFB自给率较高，外购物料又分散于DSP、TIA、PCB、结构件等多个品类，合格供应商本就较多；二是公司客户结构覆盖运营商、设备商、云厂商和海外客户，采购规格不受单一客户体系约束，可灵活调配多家供应商，降低了对少数渠道的依赖，但DSP等高端电芯片仍一定程度依赖境外龙头。

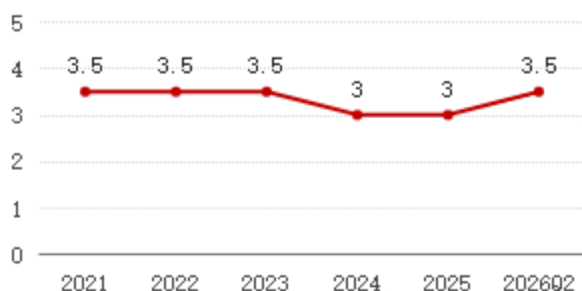
4. 历史经营绩效

公司成长能力历史波动大、近年来持续提升至良好水平；盈利能力在行业内中等偏上；业务控制力及财务健康情况较好；股东回报情况较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力在行业内中等偏上，历史表现较为平稳。2025年销售毛利率23.43%（2026Q1升至26.83%），ROE约9.88%。受益于800G/1.6T高毛利产品占比提升、光芯片IDM自给率爬坡、海外高毛利市场拓展以及规模效应释放，盈利水平中枢缓慢抬升。尽管受国内集采压价、资产折旧及海外客户结构影响，整体盈利质量仍保持平稳，呈现“稳中有升、弹性有限”的态势。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力历史波动较大，近年来星级持续提升至良好水平。前期受5G建设周期、电信集采节奏和数通需求波动影响，业绩呈现明显起伏；2023年以来，AI算力爆发带动800G/1.6T高速光模块放量，数据与接入收入高速增长，成长星级从2.5星提升至5星。核心驱动力来自国内云厂份额兑现、高端产品占比提升、海外客户突破以及CPO/硅光技术储备，节奏上兼具电信周期性和AI数通后周期特征，但中长期向上趋势清晰。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力及财务健康情况星级较好，历史表现较平稳。公司业务模式走“电信集采+国内云厂+海外突破”的多元客户路线，客户结构相对分散，电信传输和央企资质带来稳定黏性；但下游运营商和云厂商体量大、集采压价强，叠加IDM资产折旧刚性，公司对下游议价与利润弹性仍受限，更像全链条综合供应商而非定价主导者。公司财务情况稳健，资产负债率较低，现金流表现良好，应收账款和存货周转整体可控。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报评级较好，历史表现平稳。公司长期坚持连续分红，2024年股息支付率约31.7%，2025年因定增推进暂未现金分红，但大股东中国信科仍积极参与35亿元定增并锁定18个月，彰显长期信心。这主要源于央企背景下的稳健经营和连续分红传统，但公司处在IDM扩产和AI高速光模块投入期，富余现金更多投向产能建设与研发，而非高比例派现，股息支付率水平中等。

5. 四维评级

公司整体成长空间高，盈利趋势向好，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★★

公司整体成长空间高。AI算力集群持续扩容带动800G/1.6T/3.2T高速光互联需求，数据与接入业务受益国内云厂订单放量，1.6T硅光具备批量交付能力、3.2T NPO已完成头部客户验证，CPO商用化打开长期增量；电信侧骨干网升级、6G及算力网络建设提供稳健底盘，叠加海外收入占比仅约27%、马来西亚槟城基地补位交付，海外云厂突破弹性充足，中长期向上趋势清晰。

数据与接入(4.5星):

成长空间高。核心驱动力源于AI算力爆发带来的高速光互联升级需求，以及CPO技术迭代下的配套增量。公司凭借全链条IDM能力和1.6T/3.2T产品验证积累，正加速抢占800G/1.6T数通市场，海外收入占比低、提升空间充足，核心产品有望迎来量价齐升窗口期。但成长确定性偏低：海外云厂认证节奏、国内集采压价、CPO技术路线与主供格局未定，增量兑现时间与份额均存不确定性。

传输(2.5星):

成长空间一般。核心驱动力源于电信骨干网扩容、6G预研和算力网络建设带来的传输侧需求。公司凭借电信全谱交付能力和运营商集采黏性，基本盘稳健，传输侧高端产品有望随网络升级温和放量。但成长确定性偏低：全球5G建设高峰已过，运营商capex向算力倾斜、传统传输投入放缓，6G规模商用节奏不确定，整体增量弹性有限。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。盈利能力近年呈稳步修复上行态势，核心驱动来自800G/1.6T等高速产品放量、高端品占比抬升，叠加光芯片IDM自给率爬坡、良率与规模效应释放，利润率中枢持续修复，未来仍有向上动能。公司虽受国内集采节奏、重资产折旧及海外认证进度影响存在季度波动，但整体盈利质量与水平在光通信行业中处于中上位置，呈现“稳中有升”的良好态势。

数据与接入(3星):

盈利趋势较好。核心驱动力来自800G/1.6T高速产品放量、高端品占比提升，带动均价与毛利中枢上移；同时光芯片IDM自给率爬坡、良率优化及规模效应释放，进一步夯实盈利基础。尽管受国内集采压价、海外认证进度影响存在季度波动，但整体盈利质量在光通信同行中处于中上水平，盈利中枢向上抬升趋势较为确定。

传输(2.5星):

盈利趋势平稳。核心驱动力来自电信集采黏性、骨干网升级带动高端传输产品占比提升，基本盘贡献稳定毛利；但受全球5G建设高峰已过、运营商capex向算力倾斜、重资产折旧刚性压制，盈利弹性有限，整体维持平稳态势，是公司稳健的现金牛业务。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局较好。主要体现在三个层面：一是电信侧全谱交付能力国内领先，传输、接入、波分/ROADM等品类覆盖完整，运营商集采黏性强，Omdia口径电信光器件全球第五，基本盘稳固；二是数通侧稳居全球光模块TOP10，国内云厂400G/800G供应地位稳固，1.6T/3.2T NPO与CPO布局领先，但海外收入占比仅约27%，北美云厂认证与份额仍弱于一线龙头；三是上游光芯片IDM自给构筑差异化壁垒，但DSP等高端电芯片仍依赖境外龙头，CPO新技术路线与主供格局尚未完全明朗，公司在新赛道的放量节奏仍需验证。整体来看，公司属“电信龙头+数通二线追赶”格局，产业链地位偏综合型供应商而非顶级定价主导者。

数据与接入(2.5星):

产业格局一般。公司稳居全球光模块TOP10，国内云厂400G/800G供应地位稳固，800G已批量出货、1.6T具备批量交付能力。但海外云厂穿透仍弱于一线龙头，北美市场仍处于认证加小批量阶段；800G/1.6T价格竞争持续，CPO新技术路线与主供格局尚未明朗，公司在新赛道的放量节奏仍需验证。整体来看，公司在产业链中处于“国内强势、海外追赶”的相对被动地位。

传输(3星):

产业格局较好。公司电信光器件全球第五，传输侧全谱交付能力国内领先，运营商集采黏性强，WSS/ROADM、光放大器等高端器件构成稳定壁垒，基本盘韧性足。但下游运营商资本开支向算力倾斜，传统传输升级节奏平缓，6G规模商用尚远，成长弹性有限；上游高端电芯片仍依赖境外龙头，供应链话语权不完全自主。整体来看，公司属“电信龙头+稳健现金牛”格局，产业链地位偏综合型供应商。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河较深。公司护城河主要来自三个方面：一是国内唯一实现光芯片、器件、模块到子系统全链条IDM垂直整合，核心光芯片自供构筑成本与交付优势；二是电信传输侧全谱交付能力和运营商集采黏性形成高替换成本，央企背景强化国产算力自主可控客户黏性；三是硅光、CPO等前沿技术布局较早，专利与工艺积累较难短期复制。但这条护城河并非无懈可击：高端电芯片仍依赖境外供应链，北美云厂穿透尚在突破，重资产模式和决策灵活性也限制反应速度。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
数据与接入	(3星)护城河宽度较好。公司护城河主要来自全链条IDM能力与光芯片自给，叠加国内云厂及国产算力集群较高份额，400G/800G批量交付、1.6T/CPO前瞻布局形成技术与客户双壁垒。但高端电芯片仍部分依赖境外，北美云厂穿透弱于一线龙头，CPO新路线与主供格局尚未明朗，形成一定的负面压制。整体业务控制力中等偏强，2025年业务销售毛利率21.8%，ROE和ROIC（经壹评级调整后）均在13%左右，有一定的超额收益。	(3星)护城河可持续性较好。公司护城河可持续性具备较强支撑：全链条IDM、光芯片自给与国内云厂份额构成长期底座，800G/1.6T放量和CPO前瞻布局有望延长优势周期。但可持续性仍面临考验：北美云厂认证与放量节奏不确定，800G/1.6T价格竞争持续，CPO新路线格局未定，重资产折旧也会压制盈利兑现。预计未来超额收益衰减速度较慢，但仍需观察技术迭代与客户突破。
传输	(3星)护城河宽度较好。公司护城河主要来自电信侧全谱交付能力、运营商集采长期黏性及光放大器、ROADM等高端器件壁垒，央企背景强化国产替代与客户绑定，基本盘现金流稳定。但这些壁垒也有边界：传统传输capex增长平缓，运营商集采压价常态化，高端电芯片仍依赖境外供应链，供应链话语权不完全自主。整体业务控制力较强，2025年业务销售毛利率26.5%，ROE和ROIC（经壹评级调整后）均在13%左右，有一定的超额收益。	(3星)护城河可持续性较好。公司护城河可持续性来自电信全谱交付、运营商集采黏性和高端器件壁垒，更换成本高、现金流稳定，基本盘韧性较强。但可持续性也有限制：传统传输capex增长平缓，运营商集采压价常态化，6G规模商用节奏不确定，高端电芯片仍依赖境外供应链。预计未来超额收益衰减速度较慢，整体呈现“稳健有余、弹性不足”的特征。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司受益AI算力驱动光通信数通市场高景气、800G/1.6T高速光模块持续放量、CP0/NP0等下一代产品客户导入进展良好、海外市场拓展顺利、盈利中枢稳步抬升等核心假设，经测算，公司当前估值处于严重高估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括数据与接入、传输、其他三大板块。

业务一：数据与接入

1. 收入假设

1) 中短期：受益于AI算力爆发，800G已批量交付、1.6T具备批量交付能力、3.2T NP0完成头部客户验证，国内云厂份额持续提升，海外收入占比从27%向35%-40%爬升。预计2026-2030年国内数通收入CAGR约30%、海外数通收入CAGR约70%、电信接入收入CAGR约10%，数据与接入整体收入CAGR约26.5%，2026-2028年收入同比增速分别为44.6%、35.4%、20.3%。

2) 长期：2031年后AI数通增速自然回落，CP0/NP0逐步接棒可插拔模块，海外渗透趋稳，预计2031-2041年数据与接入收入CAGR约7%，增速台阶式下移。

2. 盈利能力假设

1) 毛利率：2025年约21.8%，受益800G/1.6T高毛利SKU占比提升、光芯片IDM自给率爬坡、海外高毛利市场拓展，2026-2029年逐步抬升至30.5%；其后因行业价格战、电信低毛利业务占比回升，2031年后逐步回落至22.5%并保持平稳。

2) 费用率：随着业务规模扩大和内部持续推进降本增效，销售、管理和研发费用率逐步压降至2.0%、1.5%和7.0%并保持平稳。

业务二：传输

1. 收入假设

1) 中短期：全球5G建设高峰已过，运营商capex向算力倾斜、传统传输投入放缓，增长主要来自骨干网升级、6G预研和算力网络建设。预计2026-2030年收入CAGR约10%，从2025年34.1亿元增至2030年约53.6亿元，属稳健现金牛。

2) 长期：6G规模商用和骨干网扩容节奏不确定，预计2031-2041年收入CAGR约4%-5%，整体维持低个位数增长。

2. 盈利能力假设

1) 毛利率：电信集采压价常态化，但高端ROADM/WSS/相干模块占比提升形成支撑，预计维持在25%-28%区间，波动小于数通业务。

2) 费用率：费用投放相对稳定，销售和管理费用率低于数通业务，费率随规模缓慢下行。

业务三：其他

主要包括光传感、窄线宽激光器等，目前占比较小。预计2026-2030年收入CAGR约20%，其后增速逐年递减；毛利率维持在70%左右的高位，但对整体利润贡献有限。

表2：公司整体业绩预测

光迅科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	60.6	82.7	119.3	160.7	207.1	243.3	276.4	323.8
归母净利润(亿)	6.2	6.6	9.5	17.4	27.2	35.1	42.8	47.2
归母净利润增速(%)	1.8	6.8	43.1	83.5	56.5	29.2	21.9	10.2
经营性净利润(亿)	5.2	5.9	8.9	17.1	26.8	34.6	42.2	46.5
经营性净利润增速(%)	-4.4	12.7	51.6	92.6	56.5	29.2	21.9	10.2
经营性归母净利润(亿)	5.2	5.9	9.0	17.4	27.2	35.1	42.8	47.2
经营性归母净利润增速(%)	-3.6	13.6	52.8	92.6	56.5	29.2	21.9	10.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

数据与接入	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	26.6	51.0	84.6	122.4	165.7	199.3	230.5	268.8
收入增速(%)	-17.0	91.5	65.9	44.6	35.4	20.3	15.7	16.6
经营性净利润(亿)	1.3	2.9	5.9	13.6	23.2	30.9	38.3	40.3
经营性净利率(%)	4.9	5.6	6.9	11.1	14.0	15.5	16.6	15.0
经营性净利润增速(%)	-20.4	118.2	104.8	132.2	69.7	33.5	24.0	5.1
传输	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	33.4	31.0	34.1	37.5	40.5	43.0	44.7	53.6
收入增速(%)	-8.6	-7.2	10.0	10.0	8.0	6.0	4.0	20.0
经营性净利润(亿)	3.7	2.8	2.9	3.3	3.4	3.4	3.5	5.7
经营性净利率(%)	11.2	9.1	8.4	8.7	8.3	7.8	7.8	10.7
经营性净利润增速(%)	1.4	-25.0	2.2	14.2	2.6	0.1	3.5	64.4
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.5	0.7	0.5	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4
收入增速(%)	17.5	29.3	-21.1	34.2	27.2	16.0	12.2	17.6
经营性净利润(亿)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
经营性净利率(%)	25.5	25.8	24.2	24.8	27.1	29.2	31.2	32.3
经营性净利润增速(%)	50.7	30.6	-25.9	37.4	39.2	24.9	19.8	21.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
数据与接入	7.4%	中等	一般	较强	9.0%	12.54	37.9
传输	4.2%	中低	较好	较强	9.0%	11.79	6.5
其他	6.4%	中等	一般	一般	10.0%	9.87	0.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
数据与接入(亿)	65.0	283.2	348.2	26.4	-4.2	0.6	379.4
传输(亿)	12.7	46.0	58.7	10.7	-0.8	0.1	70.2
其他(亿)	1.3	3.1	4.4	0.2	-0.0	0.0	4.6
公司整体测算(亿)	79.0	332.3	411.3	37.3	-5.0	0.7	454.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM 估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
数据与接入(亿)	163.2	182.3	345.5	26.4	-4.2	0.6	376.8
传输(亿)	30.1	26.8	56.9	10.7	-0.8	0.1	68.5
其他(亿)	3.1	2.6	5.7	0.2	-0.0	0.0	5.9
公司整体测算(亿)	196.5	211.7	408.1	37.3	-5.0	0.7	451.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。虽然公司受益于AI算力建设对高速光模块和CPO的长期需求，全链条IDM、光芯片自主可控和国产替代逻辑也支撑市场给予较高估值溢价，但核心问题在于当前估值已较多反映未来数年的乐观成长预期。海外云厂突破节奏、高端产品放量速度、国内集采价格竞争、重资产折旧压力以及CPO技术路线与主供格局仍存在不确定性，全球AI资本开支波动和高端电芯片供应约束也进一步加大了未来盈利和现金流的可预测难度。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。