



板块稳健发展，算力链国产与海外共振

——通信板块1H25半年度总结

分析师：张真桢

执业编号：S1130524060002

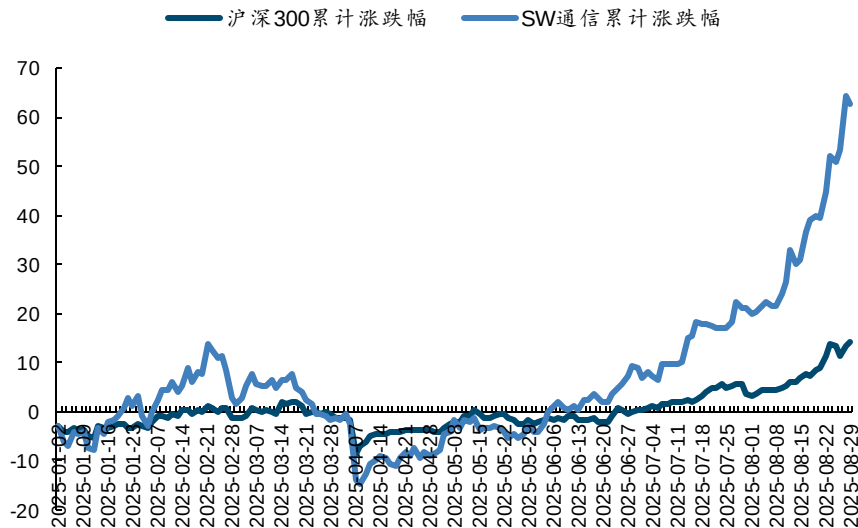
2025年8月31日

01 通信板块行情回顾

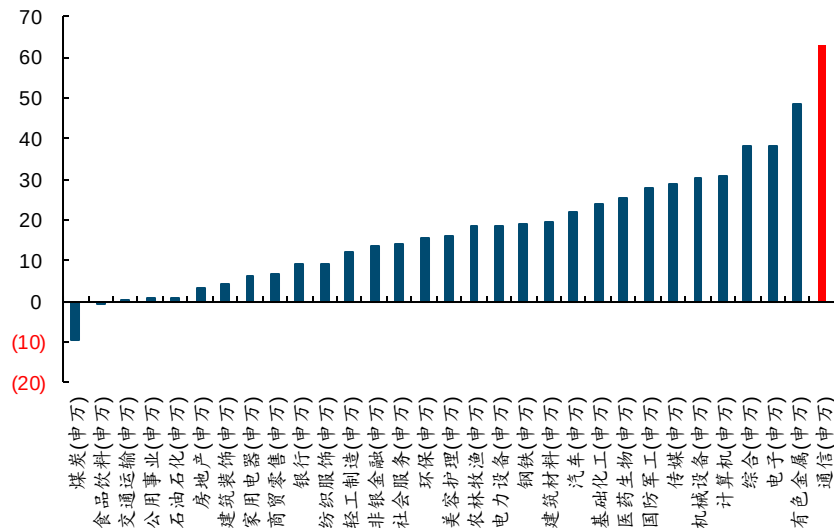
涨跌幅：6月以来通信板块显著上扬，位列行业首位

- 涨跌幅：截至2025年8月29日，通信（申万）指数较年初上涨62.85%，同期沪深300指数较年初上涨17.19%。
- 截至2025年8月29日，通信行业指数涨跌幅处于全行业第一(1/31)，区间涨幅为+62.85%。

图：SW通信累计涨跌幅自2025年6月以来显著上升



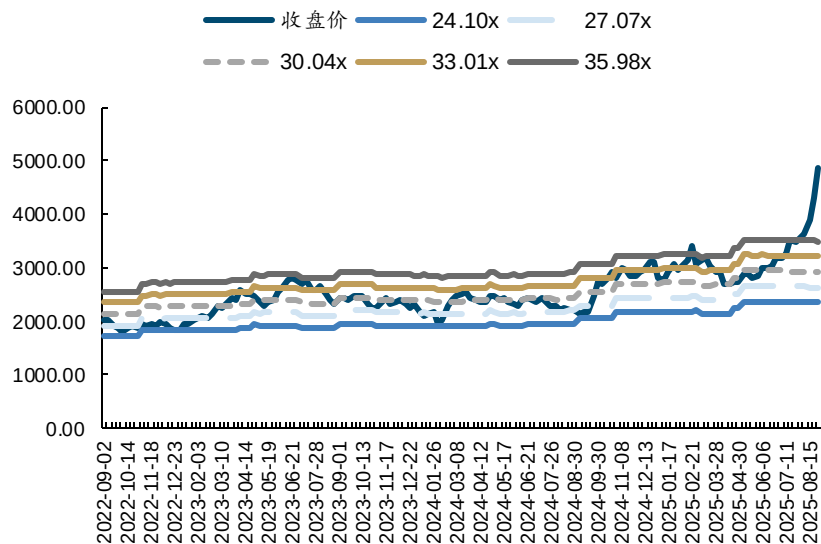
图：通信行业指数涨跌幅处于全行业首位



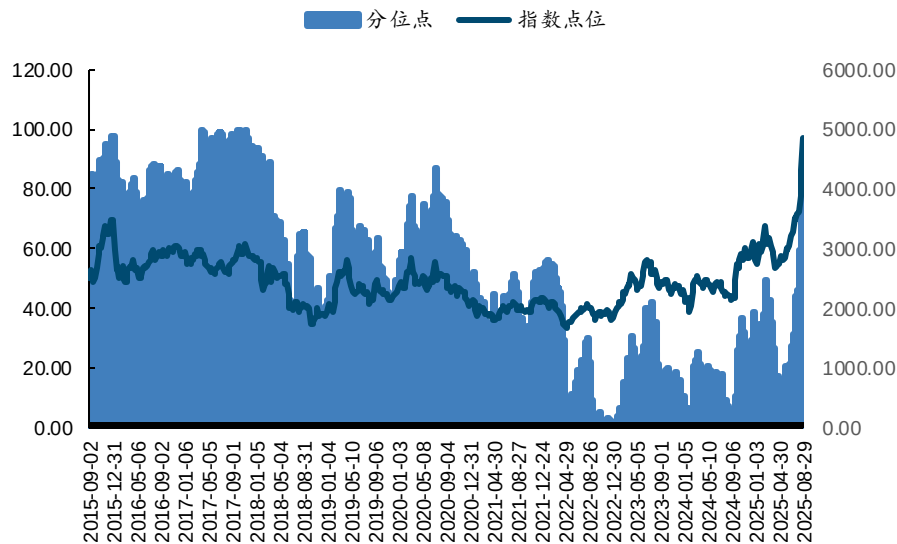
估值：处于历史较高点

- 估值：截至2025年8月29日，通信（申万）板块PE（TTM）为49.96；分位点为84.31%，行业估值处于历史较高点。

图：通信（申万）板块PE TTM为49.96



图：通信（申万）板块PE TTM分位点为84.31%



上半年基金重仓持股通信个股情况

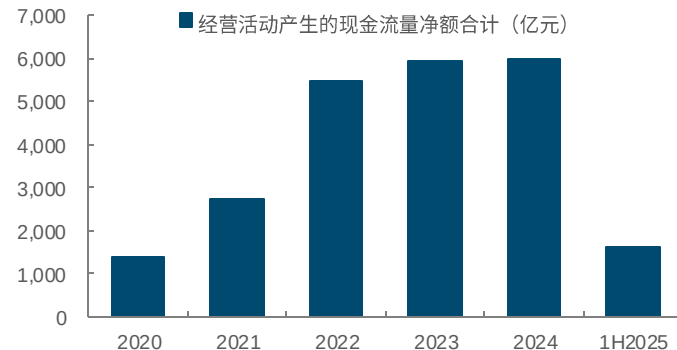
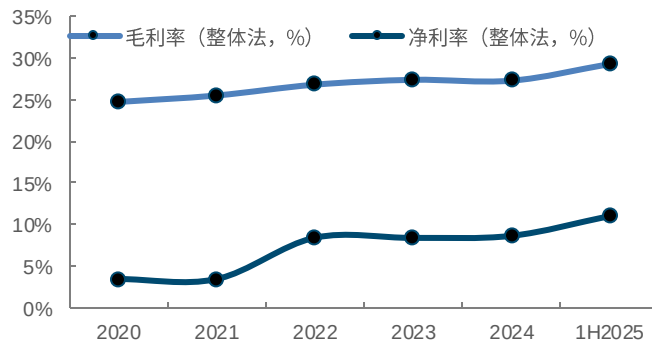
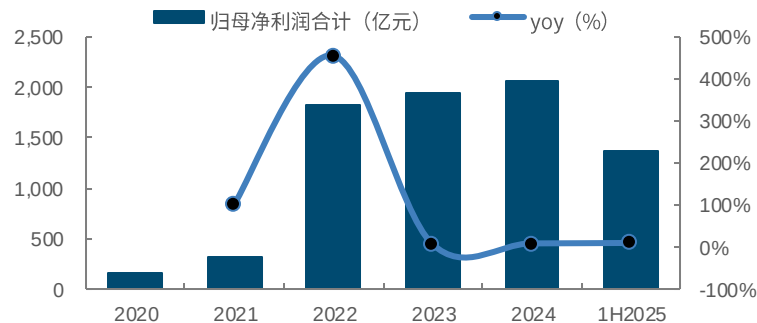
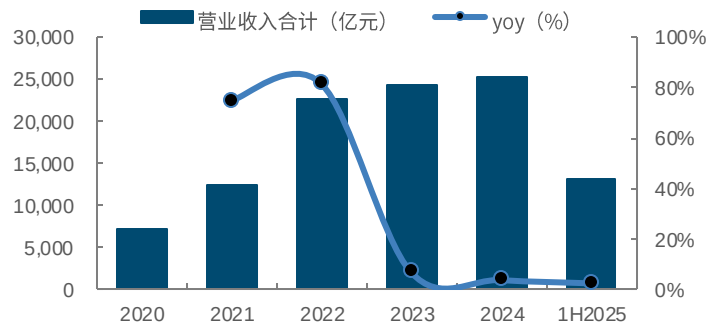
- 2025上半年，基金重仓持股通信个股前20中，新易盛、中际旭创、中国移动、中国电信等持有基金数量最多，新易盛、中际旭创、长芯博创、润泽科技、华测导航持股占流通股比重最大。奥飞数据、新易盛、光环新网、华测导航、天孚通信为半年度持仓股数增加量最多公司。

序号	代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	半年度持仓变动 (万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金股 票投资市值比(%)
1	300502.SZ	新易盛	1433	33,883.78	8,416.36	38.34	4,303,918.13	0.6005
2	300308.SZ	中际旭创	1395	28,512.26	1,032.68	25.79	4,158,797.91	0.5802
3	600941.SH	中国移动	1307	18,887.95	-1,180.74	20.92	2,125,838.58	0.2966
4	601728.SH	中国电信	846	195,409.78	-4,810.07	2.52	1,514,425.76	0.2113
5	300394.SZ	天孚通信	834	15,345.86	4,368.68	19.78	1,225,213.64	0.1709
6	600050.SH	中国联通	822	186,814.36	1,688.04	6.07	997,588.69	0.1392
7	000063.SZ	中兴通讯	806	36,370.57	-21,643.67	9.03	1,181,679.70	0.1649
8	300442.SZ	润泽科技	660	13,175.41	424.14	23.77	652,577.89	0.0910
9	300628.SZ	亿联网络	568	13,156.62	-1,517.81	18.14	457,324.19	0.0638
10	300627.SZ	华测导航	560	13,944.52	5,963.33	21.67	488,058.22	0.0681
11	600487.SH	亨通光电	533	24,594.12	-18,173.81	10.06	376,289.98	0.0525
12	300570.SZ	太辰光	492	4,136.13	-320.76	21.52	397,641.22	0.0555
13	300383.SZ	光环新网	481	27,206.47	7,411.13	15.17	387,691.14	0.0541
14	0941.HK	中国移动	468	19,882.97	-2,177.09	0.92	1,579,387.84	0.2204
15	600522.SH	中天科技	449	40,102.01	-6,383.33	11.75	579,875.06	0.0809
16	603236.SH	移远通信	424	3,797.83	601.24	14.51	325,853.46	0.0455
17	300548.SZ	长芯博创	397	6,405.30	3,199.63	23.83	427,681.75	0.0597
18	002281.SZ	光迅科技	393	4,957.38	-1,193.59	6.41	244,497.77	0.0341
19	688313.SH	仕佳光子	369	5,619.86	3,068.85	12.25	213,835.56	0.0298
20	300738.SZ	奥飞数据	350	12,773.49	10,260.00	12.97	267,349.10	0.0373

02 通信板块业绩回顾

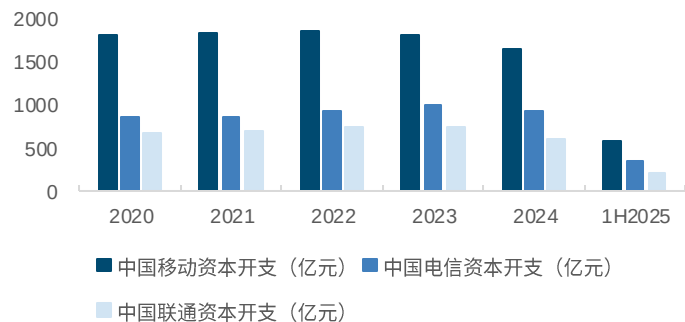
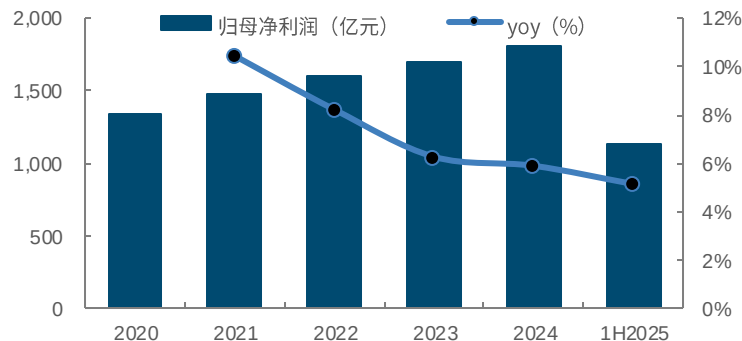
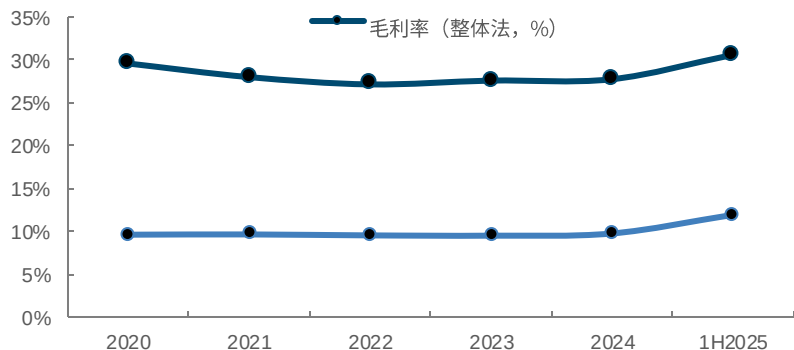
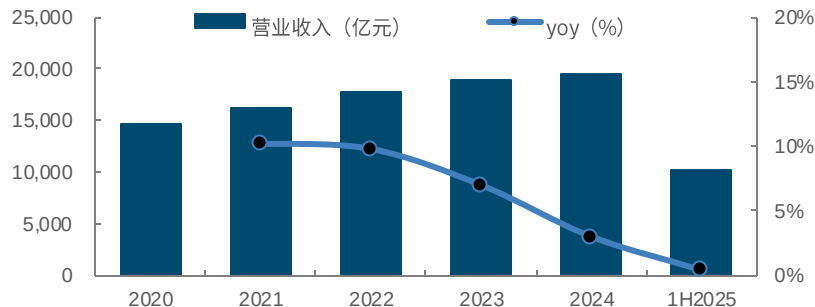
通信板块整体业绩向好

- 2025年上半年通信板块总体实现营收13244.84亿元，同比增长3.06%；实现归母净利润1372.56亿元，同比增长7.87%，利润增速超过收入增速，经营情况持续向好；实现毛利率29.33%，同比增长0.38pct；实现净利率11.05%，同比增长4.74pct；经营性现金流净额为1645.17亿元，同比下降24.07%。



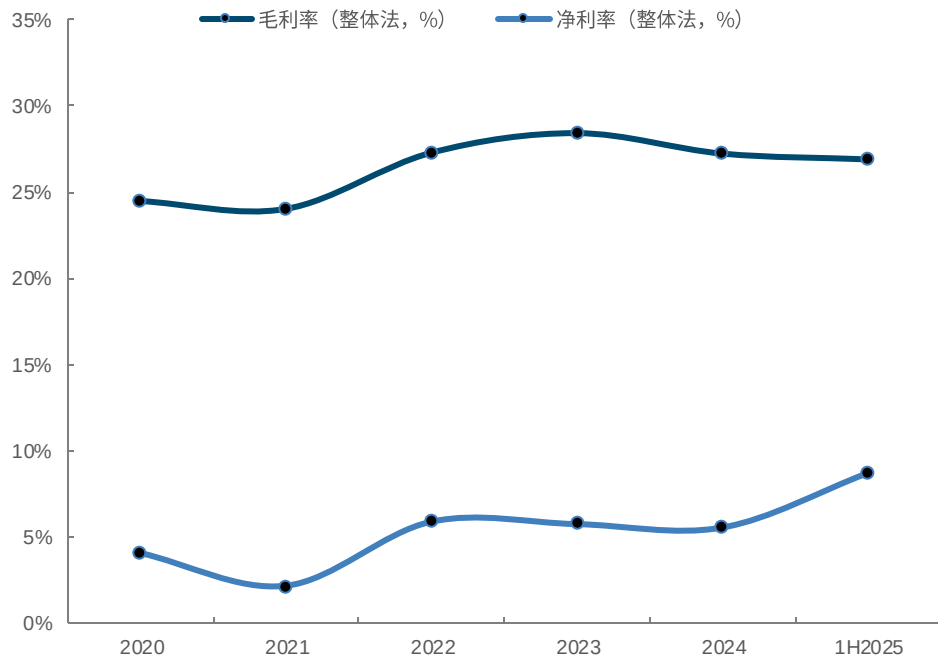
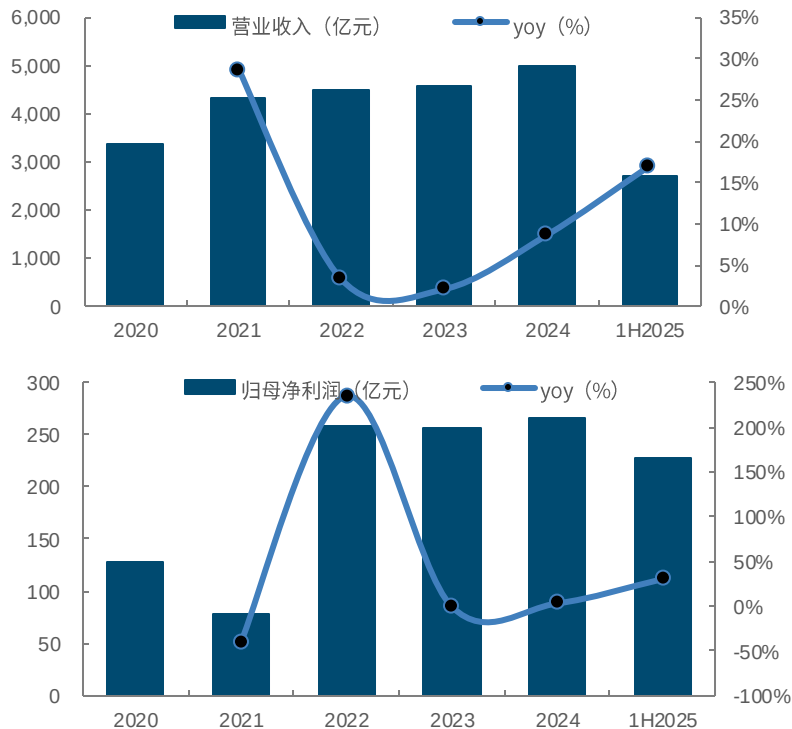
运营商：主营业务增速放缓，云和IDC业务接力成长

- 2025年上半年运营商板块总体实现营收10133.93亿元，同比增长0.33%；实现归母净利润1136.01亿元，同比增长5.14%；实现毛利率30.47%，实现净利率12.01%。从半年度看，行业整体增速放缓，上半年业绩的主要增量来自云业务与IDC，传统移动业务贡献有限。受5G投资周期基本结束的影响，三大运营商2025年上半年资本开支总额同比下降16.52%。



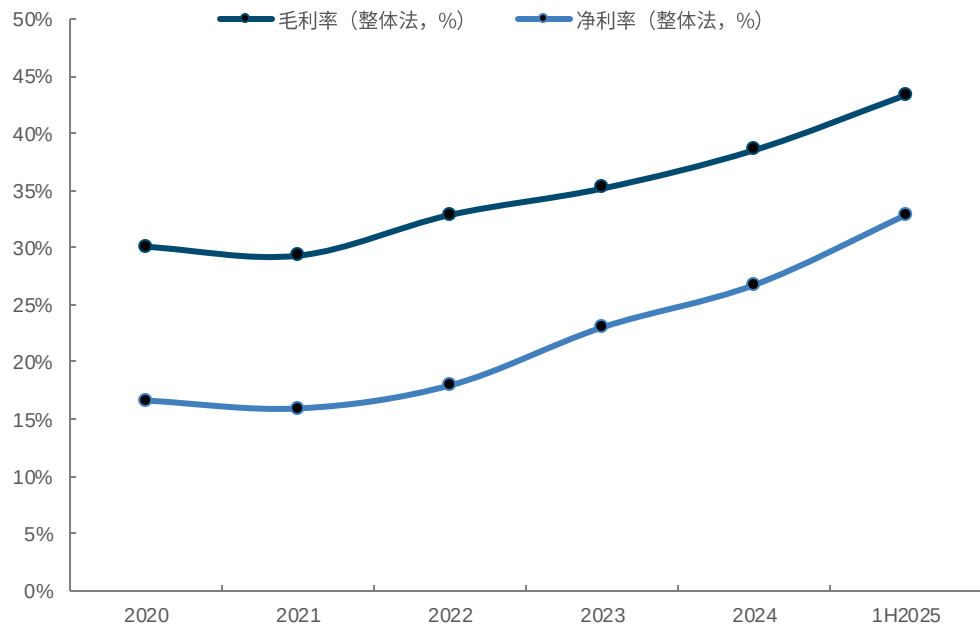
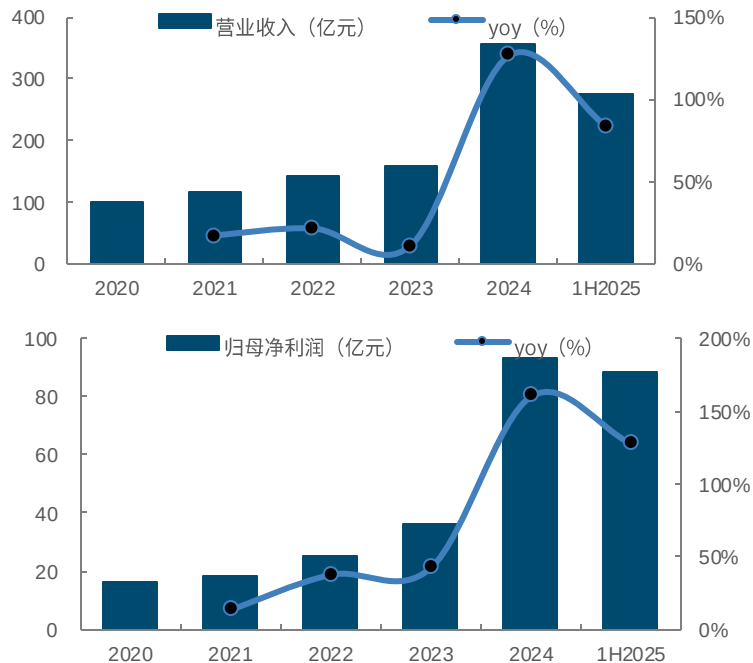
通信设备商：业绩持续增长，积极拓展新市场

- 2025年上半年通信设备商板块总体实现营收2706.98亿元，同比增长17%；实现归母净利润226.63亿元，同比增长30.52%；利润增速超过收入增速，经营情况持续向好；实现毛利率26.92%，实现净利率8.72%。



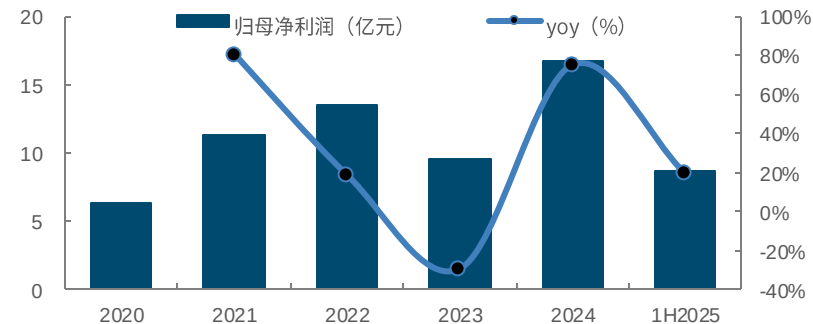
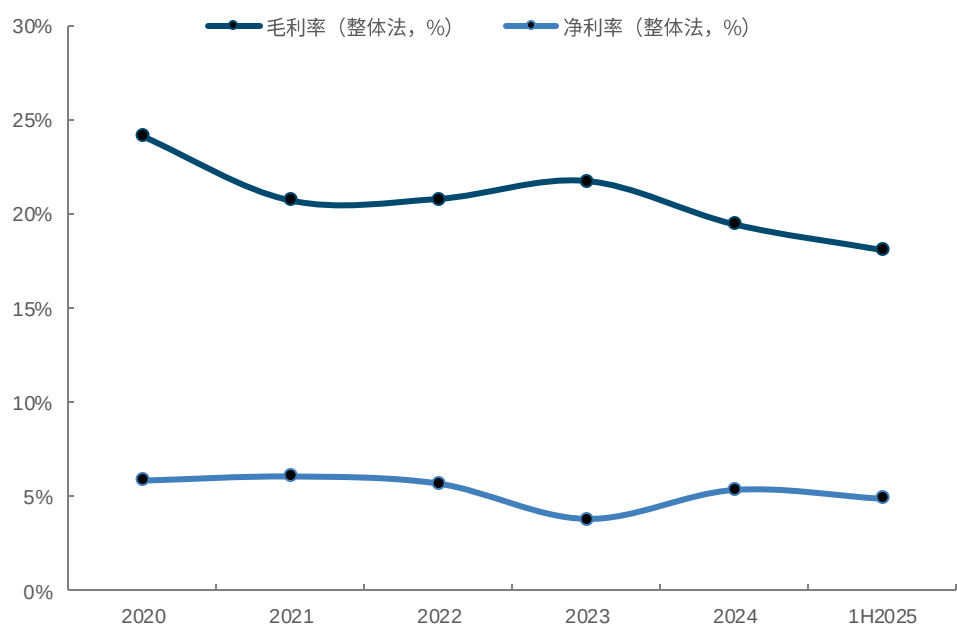
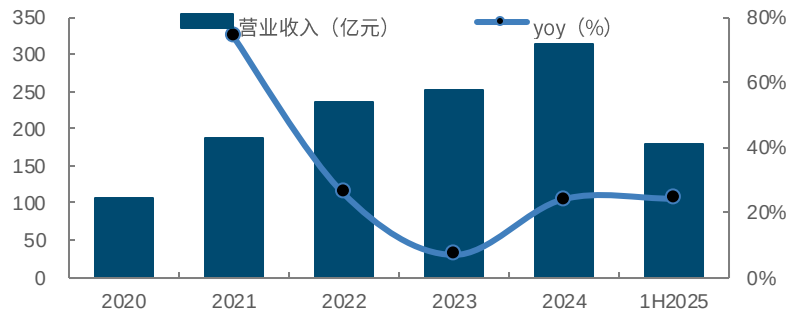
光模块：业绩同比高增，向高速率迭代

- 2025年上半年光模块龙头总体实现营收276.82亿元，同比增长83.54%；实现归母净利润88.37亿元，同比增长127.88%；实现毛利率43.4%，实现净利率32.82%。可插拔光模块速率从800G向1.6T迭代升级，量价齐升；同时光模块市场TAM打开，向Scale-up域延伸。Lightcounting预测2030年scale-up网络中光模块市占率有望达21%。



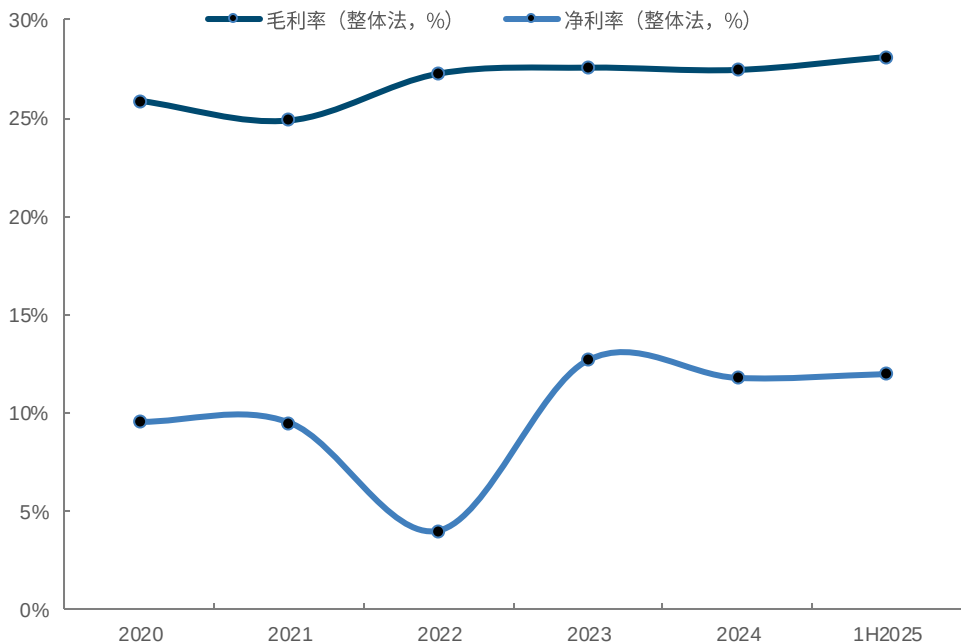
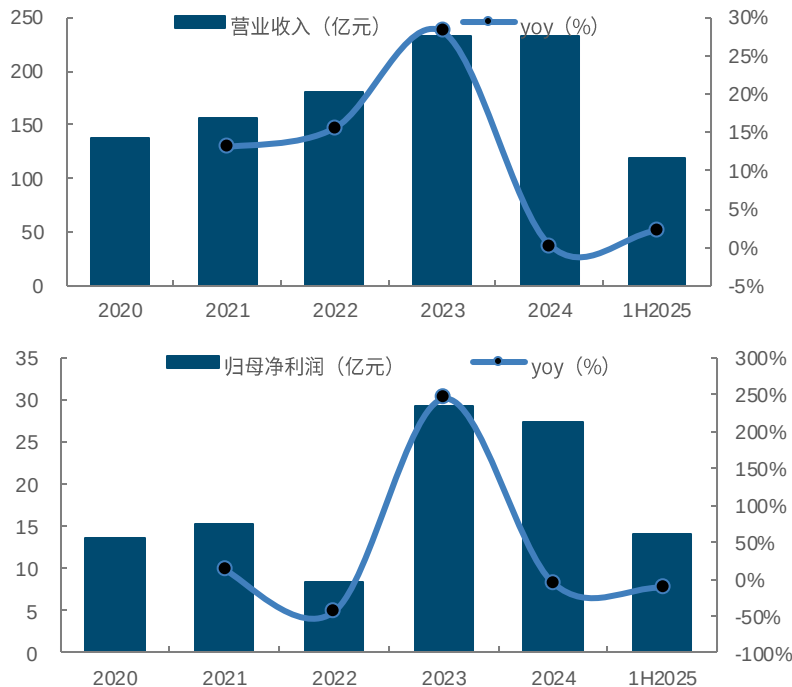
物联网：行业逐步回暖，AI有望带来增长新动力

- 2025年上半年物联网板块逐渐回暖，总体实现营收178.51亿元，同比增长24.25%；实现归母净利润8.72亿元，同比增长19.65%；实现毛利率18.07%，实现净利率4.88%。2024年我国移动物联网（蜂窝）终端接入流量较上年实现翻番。进入2025年上半年，蜂窝物联网连接规模继续走高——截至7月末达28.35亿户、较上年末净增1.79亿户，体现出AIoT在公共服务、车联网与家居等场景加速渗透，正成为行业回暖的重要动因。



IDC：板块回暖，AI算力需求增长与政策支持双轮驱动

- 2025年上半年IDC板块明显回暖，总体实现营收119.03亿元，同比增长2.15%；实现归母净利润14.14亿元，同比下降11.99%；实现毛利率28.14%，实现净利率12.01%。阿里AI Capex超预期、寒武纪营收高增，看好国产算力需求增长，IDC有望进入新一轮招标期。

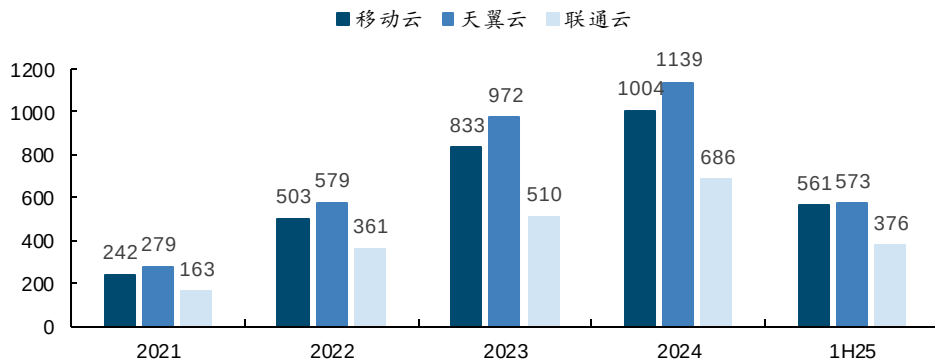


03 投资建议

运营商：电信行业端承压，云与IDC接力成长

- **电信行业端承压**：2025年1-7月电信业务维持较低增速，根据工信部，电信业务收入同比仅增长0.7%，远低于同期电信业务总量8.9%的增速。运营商主营业务收入增幅亦随之放缓。
- **云业务和IDC业务拉动业绩**：以中国联通为例，1H25联通云实现收入376亿元，同比+18.6%；IDC数据中心业务收入144亿元，同比+9.4%。截止2Q25，公司IDC能力储备合计达2650MW，智算总规模达30EFLOPS。
- 我们认为，在C端及其余B端业务均承压的情况下，AI带动下云和IDC已实质性承担起了运营商增长的主力引擎。

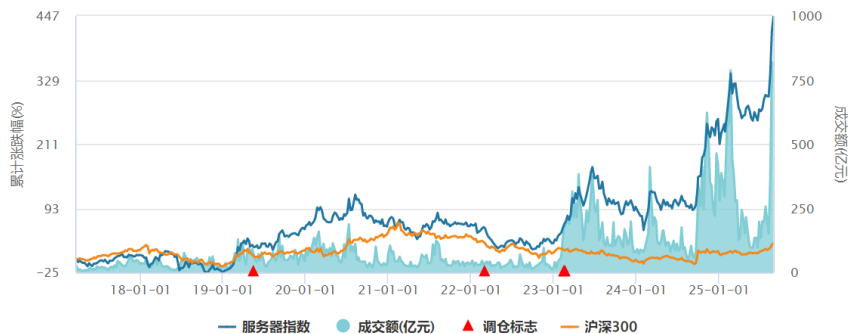
图：运营商云收入快速增长



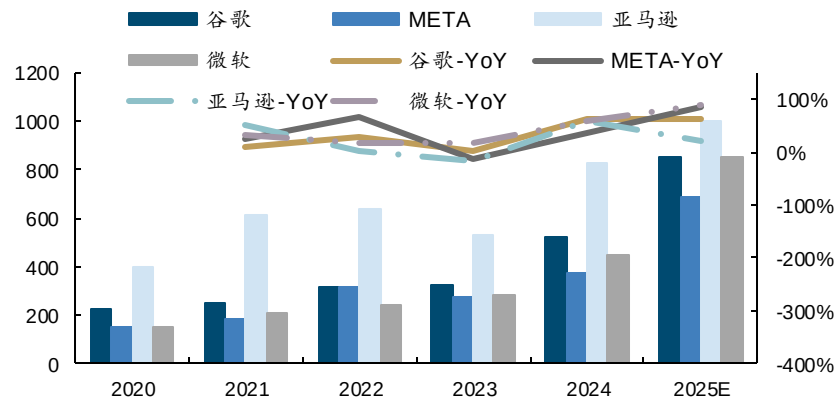
服务器：2Q25指数大幅上涨，英伟达服务器加速出货

- 近三个月服务器指数+51.03%，近一年，服务器指数+184.72%。2Q25服务器板块指数大幅上涨，我们认为主要系：1) 全球CSP厂商加码算力竞赛，AI相关capex高增；2) AI商业模式跑通，token用量增加带动服务器需求。
- 英伟达服务器出货量不断上调。预计2025年GB200出货量从上半年的2-2.5万件上修至3.4万件，其中3Q25 GB200与GB300机柜出货量将环比增加300%，印证服务器行业高景气度。
- 建议关注：工业富联。工业富联是英伟达AI服务器的重要代工厂，GB200系列产品的生产良率持续改善、且出货量逐季攀升，公司未来业绩可见度高。

图：服务器指数(8841058.WI)走势



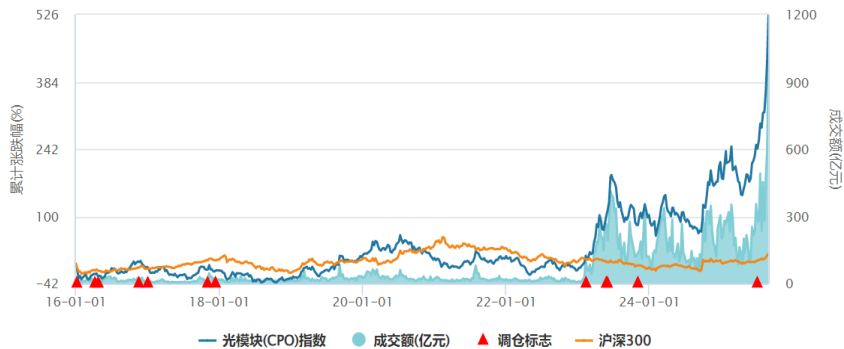
图：海外四大CSP厂商Capex及增速



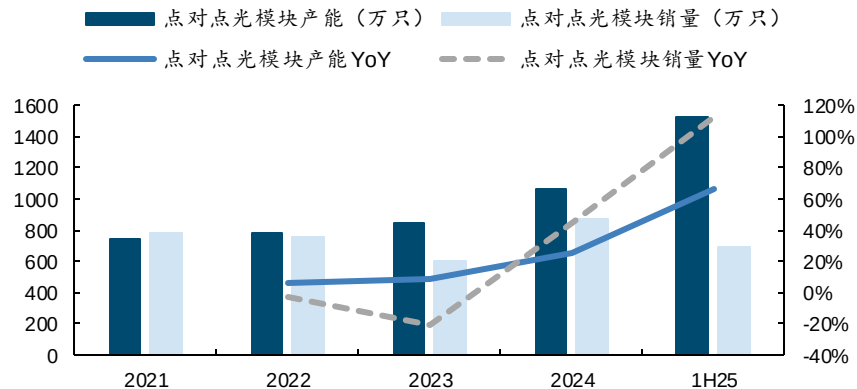
光模块：高速率光模块需求高增，龙头公司业绩亮眼

- 近三个月光模块指数+119.35%，近一年光模块指数+270.06%。2Q25光模块指数大幅上涨，我们认为主要系：1) 全球CSP厂商加码算力竞赛，AI相关capex高增；2) 海外光通信方案加速迭代，高速率光模块需求量上升；3) 国内光模块厂商海外产能逐渐释放，中美贸易摩擦等担忧减弱。
- 建议关注：1) 新易盛：产能扩张支撑高速光模块大规模放量。公司是Meta、AWS等北美大厂供应商，1H25境外点对点光模块收入达98.53亿，同比增长355.96%，光模块产能1520万只，同比增长66.67%。公司800G LPO光模块已进入大批量生产，400G/800G相干光模块产品已小批量阶段，已成功推出基于VCSEL/EML、硅光及薄膜铌酸锂方案的1.6T光模块产品和基于200G/lane的1.6T LRO光模块产品，有望在下一代高速光模块产品中保持领先。

图：光模块(CPO)指数(8841258.WI)走势



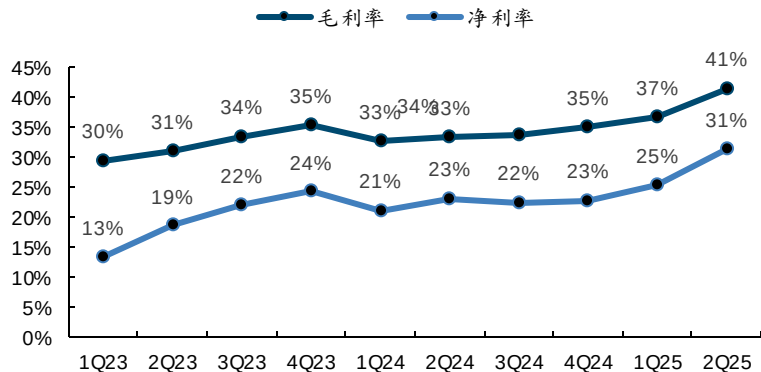
图：新易盛光模块产销量及同比增长率



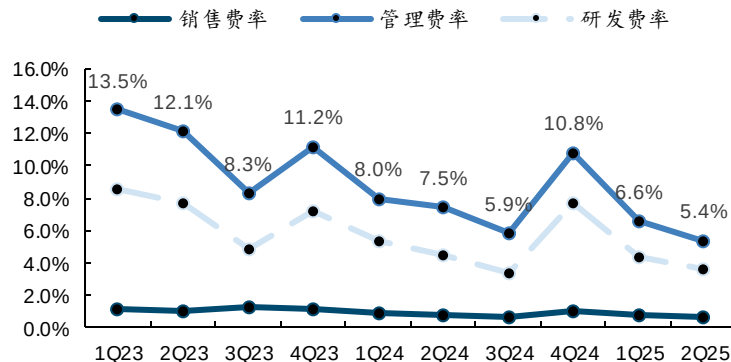
光模块：高速率光模块需求高增，龙头公司业绩亮眼

- 2) 中际旭创：毛利率与净利率双升，scale-up打开成长空间。2Q25毛利率41.49%，同比+8.05pct，环比+4.79pct。2Q25净利率31.45%，同比+8.29pct，环比+6.12pct。我们认为原因包括：①800G高端光模块和1.6T高速光模块放量；②硅光量产良率提升；③管理费率和销售费率的下降。
- 光模块市场TAM打开，向Scale-up域延伸。伴随单节点内GPU集成数量的增加，传输距离和带宽的要求提高，铜连接面临瓶颈，光连接方案有望持续渗透。中际旭创面向新一代光互连技术（如相干技术等）均有前瞻布局，我们看好公司未来依托领先的研发能力打开长期成长空间。

表：中际旭创毛利率&净利率



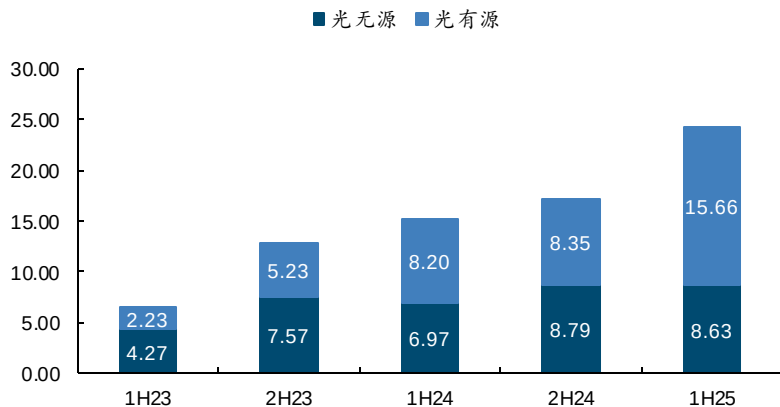
表：中际旭创费用率



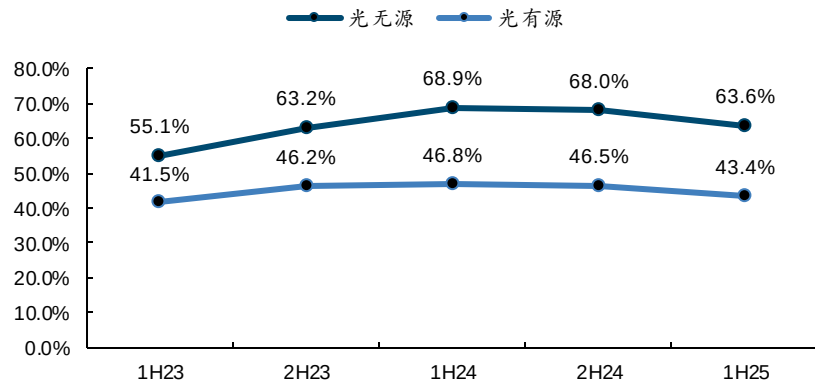
光模块：高速率光模块需求高增，龙头公司业绩亮眼

- **3) 天孚通信：**公司是国内光器件龙头，通过供货Fabrinet间接供货英伟达、思科、Lumentum等海外头部企业。公司1H25光有源器件收入占比大幅提升至64%，反超光无源器件，我们认为主要系800G/1.6T大量出货。考虑到下游客户下半年拉货节奏逐季加快，下半年业绩或更超预期。
- 1H25光无源/光有源毛利率为63.6%/43.4%，同比-5.4/3.5pct，我们认为下跌或与上半年光引擎季节性常规调价有关。当前行业供需两旺，产品迭代周期加速，随着高速率光器件大量出货，我们看好公司下半年毛利率企稳回升。

表：天孚通信有源器件收入拆分



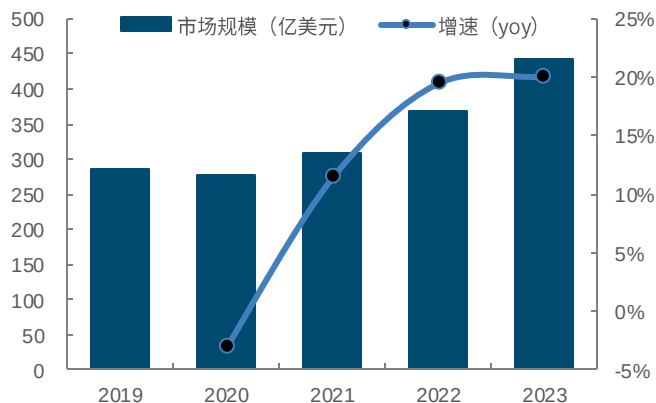
表：天孚通信无源&有源器件毛利率



交换机：数据中心高速交换机驱动增长，业绩有望触底回升

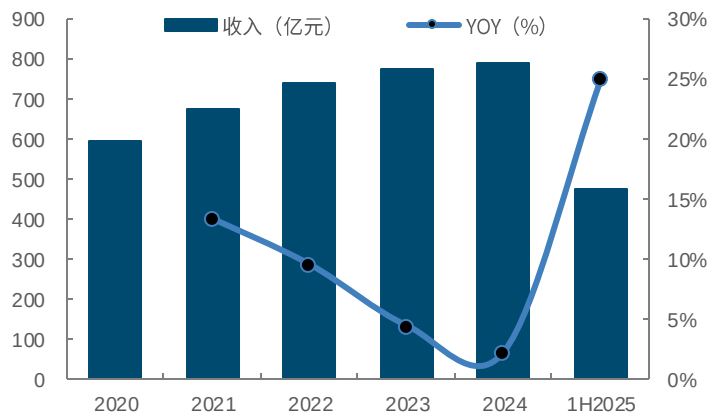
- 以太网交换机市场呈现结构性分化。1) 数通交换机：AI算力需求推动数据中心交换机向800G/1.6T高速率升级，白盒交换机凭借成本低、灵活性强等优势，受到互联网客户青睐。以锐捷网络为代表，其数据中心交换机2024年收入中互联网行业约占80%，同比增长80-90%。2) 园区交换机：2024年园区交换机市场因产能过剩、低价竞争导致毛利率承压，行业短期承压。
- 建议聚焦：高技术壁垒、国产替代标的：紫光股份。紫光股份公司是腾讯ETH-X、阿里ALS等超节点项目核心成员，凭借服务器与芯片设计优势有望在scale-up率先突破；2025H1营收474.25亿元，同比增加24.96%，约为2024年的60%，动能显著回升，显著扭转2021-2024年增速放缓趋势（2024年仅同比上升2.22%）。

图：全球以太网交换机市场规模及增速



数据来源：wind，智研咨询，国金证券研究所

图：紫光股份主营业务收入趋势图

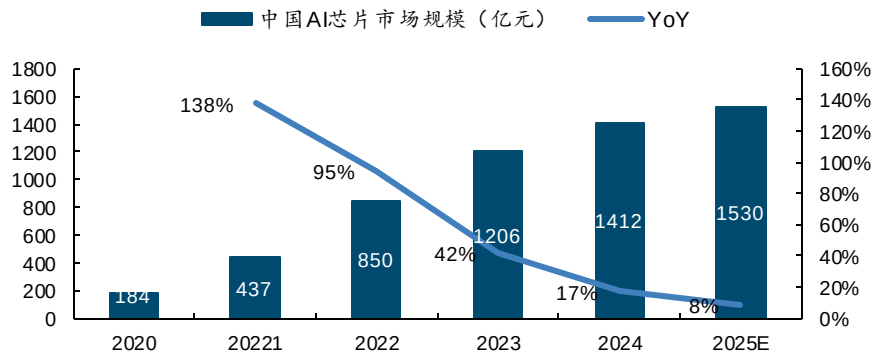


数据来源：iFind，国金证券研究所

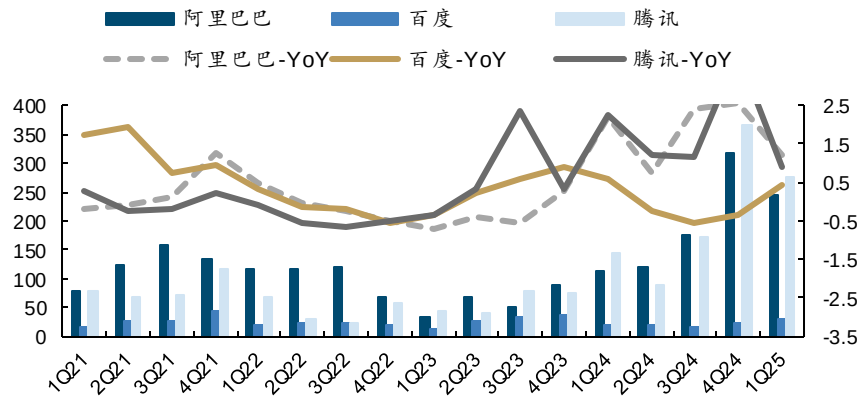
芯片：多重利好加速国产替代，国产芯片厂商蓄力待发

- 国产芯片板块近期迎来多重利好：DeepSeek发布适配国产芯片的DeepSeek-V3.1模型，寒武纪市值突破6000亿元，叠加英伟达暂停H20芯片生产，共同推动AI芯片国产替代加速。
- 寒武纪2Q25实现营收17.7亿元，同比高增；归母净利润6.8亿元，同比扭亏。合同负债2Q25共计5.4亿元，奠定全年营业业绩高增基础。中兴通讯自研交换芯片“凌云”，实现国产化GPU卡大规模高速互联；构建Nebula星云智算超节点，适配英伟达的AI加速卡和适配海光、寒武纪等国内大多数GPU企业。
- 在芯片进口受限背景下，我国CSP厂商持续加大资本开支利好国产芯片厂商，建议关注寒武纪、中兴通讯等。

图：我国AI芯片市场规模及增速



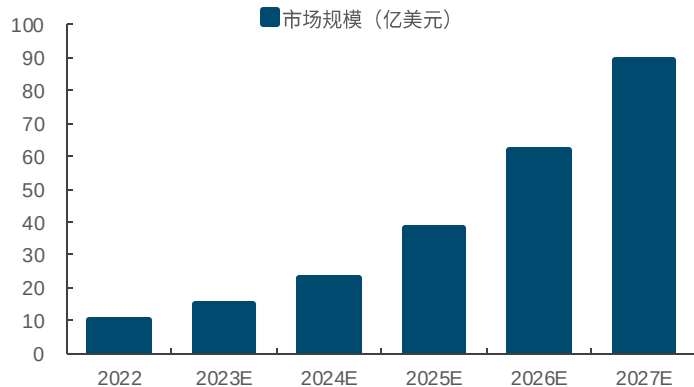
图：2025年阿里、腾讯、字节资本开支预计将有双位数增长



服务器液冷：AI硬件出海最强板块，市场前景广阔

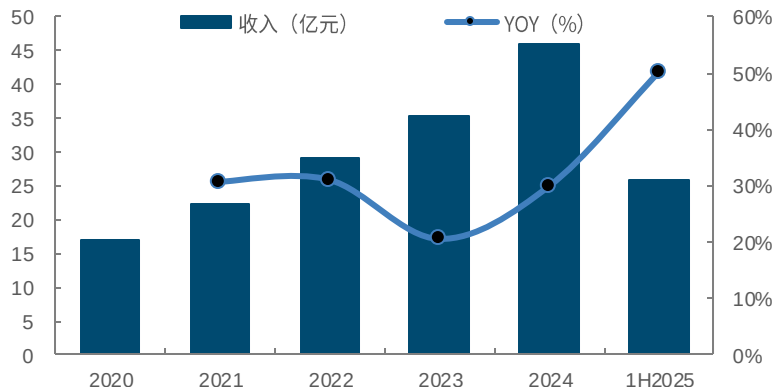
- CSP厂商全面拥抱液冷技术，服务器功耗升级增大液冷需求。Meta“智慧女神”服务器液冷方案采用机架式风液CDU，英伟达GB300机柜相较GB200升级为全液冷方案，芯片功耗增加同时快接头用量翻倍，单机柜液冷价值量提升。英伟达H100/H200、GB200及Meta“智慧女神”等高算力产品带动需求放量，叠加谷歌、亚马逊、AMD等客户，北美市场空间巨大。我们认为液冷出海将成为2H25、2026年的核心增长主线，2026年或可达千亿市场规模。
- 建议关注：1) 英维克：英伟达液冷合作伙伴，产品已通过阿里、华为、中兴等客户的验证，1H25算力的设备及机房的液冷相关营业收入超过2亿元。我们看好公司数据中心液冷业务在AI出海背景下迎来放量。2) 同飞股份：储能温控客户覆盖宁德时代、阳光电源等，温控产品向数据中心领域拓展，目前已与科华数据、东莞泰硕等建立合作。

图：2019-2027年中国液冷服务器市场规模



数据来源：IDC，科智咨询，国金证券研究所

图：英维克主营业务收入趋势图

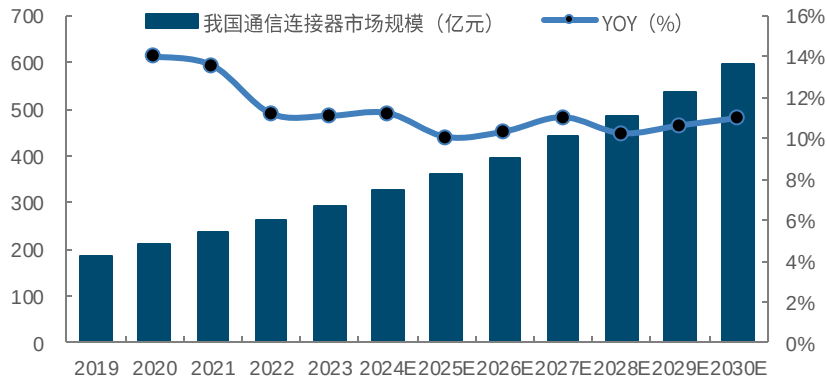


数据来源：iFind，国金证券研究所

连接器：AI算力驱动下，数据中心高密度连接需求爆发

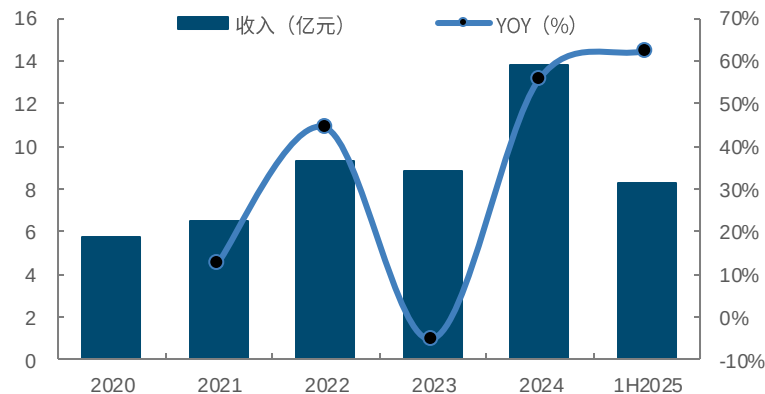
- 连接器在通信设备中的价值占比约为3-5%。假设单台AI服务器价格为130万，则连接器模组部分价值量约为5万元。AI算力驱动下，数据中心高密度连接需求爆发，MPO及AEC成为核心增量赛道。
- 太辰光、长芯博创1H25业绩持续亮眼，强化连接器逻辑。1) 太辰光：1H25主营业务收入8.28亿元，同比上升62.49%；光器件产品收入8.12亿元，同比增长64%；其中北美光器件收入6.1亿元，同比+69%。2025年底与2026年英伟达Spectrum系列的CPO交换机发布将成为产业链重要催化，公司作为CPO产业的Beta型标的，具备较高的配置价值。2) 长芯博创：数通业务1H25收入9.76亿元（同比+81%），毛利率45.7%（同比+10pct），主要受益于北美客户AI数据中心布线需求激增。公司深度绑定海外大客户，800G硅光模块及CPO加速商业化，我们建议关注MPO和高速铜缆两条主线。

图：2030年中国通信连接器市场规模预计将达597.85亿元



数据来源：华丰科技投资者调研纪要，wind，智研瞻，国金证券研究所

图：太辰光主营业务收入趋势图



数据来源：iFind，国金证券研究所

建议关注标的

代码	证券简称	股价（元）	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600941.SH	中国移动	109.50	6.16	6.43	6.73	7.05	7.39	16.77	16.03	15.28
600050.SH	中国联通	5.70	0.26	0.28	0.32	0.35	0.38	16.80	15.46	14.30
300308.SZ	中际旭创	354.92	2.71	4.61	7.49	10.94	12.74	10.56	7.24	6.21
300394.SZ	天孚通信	198.53	1.85	2.42	2.68	3.64	4.58	74.04	54.49	43.32
300502.SZ	新易盛	356.20	0.97	4.00	7.66	13.17	17.40	16.51	8.60	7.27
300570.SZ	太辰光	139.69	0.69	1.15	1.89	2.74	3.75	71.96	49.66	36.35
300548.SZ	长芯博创	141.53	0.30	0.25	0.80	1.23	1.72	176.58	114.65	82.07
688205.SH	德科立	125.00	0.94	0.82	0.97	1.56	2.24	128.48	80.27	55.73
601138.SH	工业富联	53.83	1.06	1.17	1.57	1.98	2.40	25.29	20.07	16.57
000063.SZ	中兴通讯	45.44	1.95	1.76	1.79	1.96	2.29	21.64	19.69	16.92
000938.SZ	紫光股份	27.90	0.74	0.55	0.75	0.94	1.10	36.96	29.83	25.27
301165.SZ	锐捷网络	89.30	0.71	1.01	1.11	1.49	1.80	80.30	59.90	49.64
301191.SZ	菲菱科思	105.45	2.08	1.69	2.04	2.73	3.59	51.65	38.63	29.36
603118.SH	共进股份	13.20	0.08	-0.10	0.16	0.24	0.31	80.64	55.65	42.15
002837.SZ	英维克	80.00	0.61	0.61	0.94	1.40	2.02	74.42	50.31	34.71
300990.SZ	同飞股份	82.13	1.08	0.91	1.56	2.26	2.96	20.35	14.07	10.76
002897.SZ	意华股份	46.73	0.72	0.64	1.60	2.01	2.40	24.24	19.32	16.21
688629.SH	华丰科技	93.83	0.17	-0.04	0.60	0.93	1.28	155.50	100.44	73.11
300638.SZ	广和通	32.46	0.74	0.87	0.84	1.04	1.33	38.28	31.10	24.29
002881.SZ	美格智能	56.70	0.25	0.52	0.79	1.10	1.37	57.75	41.42	33.12

注：中国移动、中国联通、中际旭创、新易盛、太辰光、中兴通讯、工业富联、广和通、美格智能、英维克、同飞股份、美格智能为已覆盖标的，盈利预测采用最新研报预测，其余采用wind一致预期

- 运营商资本开支不及预期：运营商承担国家网络基础设施建设重任，若每年规划的算网侧资金投入下降，则会降低国家算网建设的速度和规模，导致上游各产业链市场缩小。
- 5G产业链进展和5G商用进展不及预期：5G应用尚未形成规模，若产业链进展缓慢，则会导致降低网络覆盖率与技术稳定性，进而应用5G商用的落地。
- 物联网连接数增长不及预期：当前物联网产业发展处在技术驱动向产能驱动的过渡期，若物联网连接数增长放缓，则会影响物联网感知、连接层市场扩展，进而影响物联网平台构建。
- 上游原材料持续短缺：若上游原材料持续短缺，价格始终处于高位，则会对中游通信制造业带来成本端压力，不利于相关公司盈利能力释放。
- AI发展不及预期：AI行业发展带动着服务器、交换机、光模块、液冷等板块的快速发展。若由于芯片供应、应用落地等问题导致AI行业发展不及预期，可能影响相关行业发展进度与需求情况。

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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题