

CHARLES & KWOK · MULTI-ASSET RESEARCH

光模块赛道：中美资本市场定价逻辑深度对比

同一赛道，两套价值观——兼论中美产业链上下游的互依与博弈

核心结论：美股光模块提供更具持续性的配置价值

首席分析师：Chuck Guo · Charles & Kwok Multi-Asset Research · 2026 年 5 月

覆盖市场：A 股 / 纳斯达克 / NYSE · 时间窗口：2023 年至 2026 年 5 月

货币说明：全文以人民币 (CNY) 计价；美股金额格式为「人民币金额 (\$美元金额)」，参考汇率 1 USD ≈ 7.25 CNY (2026 年 5 月)

Section 01

同一赛道，价值支撑来源根本不同

2023 年以来，A 股与美股光模块板块均走出历史级别的行情，表面上由同一产业逻辑驱动，实则两边上涨的价值支撑性质迥异。我们认为，厘清这一差异，是判断当前时点配置方向的核心前提。

1.1 核心财务指标对比

货币说明：全文以人民币计价。美股栏目格式为「人民币金额（\$美元金额）」，参考汇率 1 USD ≈ 7.25 CNY。

公司（市场）	当前市值	2025 净利润	增速	毛利率	全球排名 / 定位
中际旭创（A 股）	约 1.1 万亿元	107.97 亿元	+109%	42.0%	#1 全球·模块龙头
新易盛（A 股）	约 6,000 亿元	95.32 亿元	+236%	47.0%	#3 全球·LPO 先行
天孚通信（A 股）	约 2,500 亿元	20.17 亿元	+50%	~55%	光器件·CPO 卡位
Coherent（美股）	约 5,400 亿元 （\$740 亿）	约 32 亿元 （\$4.4 亿）	扭亏	38.1%	多元光电·AI 转型
Lumentum（美股）	约 4,900 亿元 （\$680 亿）	约 18 亿元 （\$2.5 亿）	扭亏	~38%	激光组件·稀缺供给
Applied Opto（美股）	约 190 亿元 （\$26 亿）	亏损	N/A	~30%	中小体量·弹性标的

值得关注的是，A 股三家龙头 2025 年合计净利润逾 220 亿元人民币，盈利能力已充分兑现；而美股三家对应标的合计利润不足 50 亿元人民币，多数仍处于扭亏边缘。两者市值体量相近，这一盈利结构的根本差异，正是定价逻辑分歧的起点。

1.2 毛利率与本轮涨幅

毛利率对比（■ 深色 = A 股 · □ 浅色 = 美股）



本轮行情涨幅对比（低点至 2026 年 5 月）



中际旭创 约+1,300% (A股-2024年初低点起算)
Coherent 约+460% (美股-52周低点起算)

A 股的涨幅有净利润作支撑；美股的涨幅靠产业叙事作支撑。两者市值规模相近，但支撑的性质根本不同。

Section 02

定价逻辑：两条截然不同的路径

同一产业事实——AI 数据中心对光模块的需求爆发——在两个资本市场被解读为截然不同的投资逻辑。我们认为，理解这一分歧的结构根源，是判断哪个市场更具持续配置价值的核心前提。

2.1 两种定价路径

A 股路径 · 利润驱动型

- ① 云厂商资本开支超预期上修
- ② 出货量与订单持续增长
- ③ 净利润超预期兑现
- ④ PE × EPS 双击驱动股价上行

美股路径 · 叙事驱动型

- ① 产业叙事升级：光模块被重新定性为「AI 神经系统」
- ② 战略背书确立：英伟达各向 LITE/COHR 投资约 145 亿元人民币（\$20 亿）
- ③ 供给稀缺性得到确认：订单能见度延伸至 2028 年
- ④ EV/Sales 估值体系重构驱动股价上行

2.2 六维度系统性对比

维度	A 股定价逻辑	美股定价逻辑
核心驱动	净利润超预期兑现（EPS 增长）→ PE × EPS 戴维斯双击	产业叙事升级 + 战略背书 → EV/Sales 体系重构
估值锚点	Forward PE，合理区间 30–40x 超过即视为「透支未来利润」	EV/Sales + 长周期 DCF 对当期 PE 无绝对约束上限
崩塌触发	环比净利润下滑即构成利空（同比仍高增亦不例外）	叙事遭证伪方触发估值压缩 缺乏利润层托底，底部难以预判
核心催化剂	业绩预告、季报超预期、机构调研	管理层产能指引、战略投资入局、产业峰会
政策层	国家产业政策提供隐性估值底（A 股所特有，美股不具备）	纯粹市场化机制，无政策托底 完全依赖商业逻辑与基本面自持
制造业定性	通信行业历史 PE 均值 15–20x 溢价须由超额增速持续支撑	光模块被重新定性为 AI 基础设施 估值框架脱离制造业，向科技公司靠拢

A 股跌的是数字，美股跌的是故事。两种崩塌的速度、深度与可预判性，在结构上存在根本差异。

Section 03

2023 年至今：四阶段历史时间轴

以下四个阶段完整还原了 2023 年以来中美光模块板块的行情演进脉络。需要指出的是，每一阶段两个市场的启动时序、涨幅弹性与回调触发机制均呈现出规律性分歧，持续印证本报告对定价逻辑差异的判断。

第一阶段 2023 年 1 月—2023 年 6 月

ChatGPT 引爆，两市同步启动，驱动逻辑已现分歧

中际旭创+约 120%，新易盛+约 80%；Coherent+约 60%，Lumentum+约 50%。两市同向上行，然驱动逻辑已现本质差异。

A 股：800G 订单开始真实放量，净利润预期先于美股形成，业绩逻辑率先确立。

美股：仍以预期为主要驱动，利润兑现时间表尚不明朗，估值依赖算力叙事支撑。

第二阶段 2023 年 7 月—2024 年 3 月

市场进入震荡回调，A 股盈利底显现韧性

市场对需求兑现节奏及美联储加息路径的担忧升温，两市均出现不同程度回调，但触发机制与回调深度存在明显差异。

A 股：业绩持续超预期提供净利润底部支撑，回调幅度约为-30%，持续时间明显较短。

美股：叙事遭短暂质疑，回调幅度-20%至-40%，然叙事框架未被证伪，修复节奏反而更为迅速。

第三阶段 2024 年 4 月—2025 年 3 月

800G 规模放量，戴维斯双击逻辑完整成立

四大北美云厂商资本开支同比增幅达 69%，需求侧确定性显著提升。中际旭创+约 430%，新易盛+约 410%；美股 Lumentum+约 200%，Coherent+约 150%。

A 股：「业绩兑现+叙事升级」形成双轮驱动，EPS 暴增与 PE 维持形成戴维斯双击，逻辑完整成立。

美股：以英伟达战略投资及谷歌 TPU 产业背书为核心催化，估值体系升级进程开始启动。

第四阶段 2025 年 4 月—2026 年 5 月

1.6T 进入上量周期，美股加速赶超，利润爆发窗口开启

中际旭创再涨约 550%，于 2026 年 4 月突破千元历史高位，市值逼近人民币 1.1 万亿元；美股 AAOI 年内+488%，LITE+166%，COHR+97%。英伟达各向 LITE/COHR 投资约 145 亿元人民币（\$20 亿），引发估值体系系统性重构。

A 股：机构集中持仓格局持续强化（新易盛公募持流通股比例达 34%），业绩主导定价，然增速天花板效应日益显

现。

美股：5 个月内完成 A 股历时一年的涨幅，斜率更为陡峭；叙事重构已完成，利润爆发周期方才启动。

3.1 可总结的四条规律

规律	A 股	美股
启动时序	先响应利润信号（业绩预告、季报）对净利润数字的敏感度居于首位	后响应叙事升级（产业事件、战略投资）对产业地位变化的响应更为显著
回调触发	深度回调须以业绩为触发，具可预判性「不及预期」构成最强利空信号	单日可跌逾 10%（无负面基本面支撑）纯属情绪性获利了结，无征兆
修复路径	须等待下季度业绩重新超预期方可修复	叙事重新获得市场认可即可修复，节奏更快
联动规律	两市同涨：共同因素几乎均为北美云厂商 资本开支数据超预期	两市背离：美涨 A 跌=叙事升级而利润未兑现；A 涨美跌=利润超预期而叙事无新增内容

Section 04 · 新增章节

产业链上下游：中美互依与博弈

中际旭创以全球光模块市占率第一的市场地位，在产业链中游占据主导位置，然而其高端产品所依赖的核心上游芯片，却高度集中于美股上市公司手中。这一结构性矛盾，既是供应链层面的卡脖子风险，亦是理解两个资本市场定价差异的重要视角——同一事件，在两个市场往往呈现截然相反的解读逻辑。

4.1 产业链结构

层级	主要企业	核心价值 / 风险标注
上游 芯片供应商 (美股)	Lumentum (LITE, Nasdaq) Coherent (COHR, NYSE) Marvell (MRVL, Nasdaq) · Broadcom (AVGO, Nasdaq)	EML 光芯片 + CW 激光器 + 高速探测器 DSP 芯片 (电子侧核心器件, 接近垄断) ▲ 卡脖子环节: 中际旭创高端方案 60%+ 依赖此层
↓ 组装封装 ↓		
中游 光模块组装 (A股)	中际旭创 (300308.SZ) 新易盛 (300502.SZ) 天孚通信 (300394.SZ) —— 光器件层	全球市占 #1 (中际旭创) 2025 年合计净利润 >220 亿元人民币 ↗ 自研硅光 (舜矽科技) 进展: 2025H1 收入 1.42 亿元, 同比+2,103%
↓ 出货交付 ↓		
下游 云厂商客户 (美股)	谷歌 (Alphabet) · Meta · 微软 · 亚马逊 2026 年四大 CSP 合计资本开支预计逾 8,000 亿元人民币	谷歌采购中, 中际旭创份额约 70% ▲ 客户高度集中: 订单波动对 A 股业绩影响直接

注: 人民币金额均为 2025 年或 2026 年最新数据; 美元金额按 1 USD ≈ 7.25 CNY 换算, 仅供参考。

Lumentum 与 Coherent 既是中际旭创的上游核心供应商, 亦是其在光模块终端市场的直接竞争对手。英伟达向两家各投资约 145 亿元人民币 (\$20 亿) 后, 这一内在矛盾被进一步激化, 而两个资本市场对此事件的解读方向截然相反。

4.2 同一事件, 两个市场的相反解读

关键事件	A 股市场解读	美股市场解读
英伟达向 LITE/COHR 各投资约 145 亿元人民币 (\$20 亿)	间接利好: 北美供应链整合强化, A 股光模块出货量预期随之上修	直接利好: 产业绑定信号确立, 公司身份从制造商升级为 AI 基础设施提供商
EML 芯片 供应持续偏	供应链约束风险, 出货节奏受限, 对 A	稀缺性溢价得以强化, 卖方市场格局延

紧	股业绩形成短期压力	续，直接利好 LITE/COHR 芯片端定价权提升
中际旭创硅光自研取得阶段进展	积极信号：有助于降低对美依赖程度，毛利率改善预期得以提振	构成潜在威胁：下游客户对美方芯片的采购需求中长期存在减少风险
关税及地缘政治风险上升	引发系统性回调，但政府稳市信号随即介入，形成隐性估值底部支撑	无政策托底机制，公司须依赖自身基本面与供应链弹性独立应对

4.3 核心判断：上游供给稀缺性具备更持久的定价逻辑

需要指出的是，无论中国光模块厂商的市占率是否持续提升，上游 EML 及 DSP 芯片的需求均不会消失。即便中际旭创自研硅光最终取得突破、逐步降低对美方芯片的依赖，全球其余数十家光模块厂商仍将持续采购。

其根本原因在于：EML 与 DSP 芯片的供给瓶颈愈趋明显，Lumentum 和 Coherent 的定价权与毛利率提升空间反而随之扩大。这一「卖方市场」特征在美股被定价为稀缺性溢价，在 A 股则被解读为供应链风险——同一客观事实，在两个市场产生了截然相反的估值效应。

为什么美股是更具持续性的配置选择

A 股光模块板块的涨幅具有真实的业绩支撑，这一判断无可争议。然而，从长期配置的视角审视，美股光模块标的提供了 A 股所无法复制的结构性优势——这一差异对不受中国政策周期约束的国际投资者而言，尤为值得关注。

5.1 A 股题材行情的历史规律：叙事退潮，估值必然重置

我们认为，A 股存在一条较为稳定的历史规律：每一轮由政策驱动的题材行情，在叙事消退后，估值均经历不同程度的系统性压缩。好公司的基本面或仍稳健，但因叙事层及政策层溢价的同步撤出，高估值往往难以为继。以下三个历史案例提供了直接的参照：

A 股题材行情	核心驱动逻辑	题材退潮原因	估值结果
互联网金融（2014–2015）	政策导向驱动，「互联网+金融」叙事主导，PE 一度超过 200 倍	2016 年监管趋严，题材退出市场叙事体系	多数标的回吐 涨幅的 80%以上
新能源汽车产业链（2020–2022）	政策补贴+全球化+供不应求 宁德时代 PE 峰值约 150 倍	补贴退坡+增速放缓 竞争格局加速恶化	PE 从 150 倍压缩至 20 倍以下
半导体「国产替代」（2019–2021）	政策溢价+国家战略叙事 中芯国际、北方华创享受高估值	业绩兑现不及叙事预期 叠加流动性环境收紧	基本面依然稳健，但高估值难以为继

我们认为，光模块在 A 股同样面临上述路径风险。当 AI 算力叙事进入平台期、增速放缓，或国家政策重心出现转移，当前定价中的「政策溢价层」与「叙事层」存在同步压缩的可能，且压缩过程通常缺乏事前征兆与缓冲空间。

5.2 国家意志：看似构成支撑，实则具有双刃剑属性

A 股光模块的估值中包含一层「国家意志溢价」——涵盖科技自立自强、国产替代加速及 AI 产业政策的持续支持。这层溢价在上行周期中具有加速效应，在政策稳市时亦可提供阶段性底部支撑，表面上构成优势。然而，以下两个结构性问题值得深入审视：

- 政策退出的时点不可预判。政策溢价可在极短时间内从资产定价中消失（互联网金融 2016 年、教育行业 2021 年均为例），且缺乏可提前识别的财务预警指标。
- 国产替代叙事存在自我兑现的天花板。一旦中际旭创硅光自研实现突破、对美依赖程度显著降低，「国产替代」这一叙事属性反而可能被市场视为已充分兑现，失去持续催化意义，进而将市场关注点引向增速放缓的基本面压力。
- 国际资金的可及性受到多重约束。外资通过沪深港通持仓受制于额度上限、外汇管制及政策风险等因素，估值中的政策溢价对国际投资者而言更难以把握，兑现路径亦不确定。

5.3 三层地基对比：美股两层更为扎实

综合前述分析，两个市场的定价均由三个层次叠加构成。A 股具备三层，然第三层（国家意志）具有双刃剑属性；美股仅有两层，但第二层（产业地位再定性）已通过英伟达战略投资完成锁定，稳固程度在结构上优于 A 股的对应层次。

层次	核心内容	A 股	美股
第一层	AI 叙事 + 全球云厂商资本开支持续扩张	具备	具备
第二层	净利润兑现（A 股） 产业地位再定性（美股）	具备（增速天花板日益临近）	具备（利润爆发周期才刚启动）
第三层	国家意志：政策溢价 国产替代叙事 + 隐性估值底	具备（双刃剑性质）	不具备

5.4 核心结论：配置美股光模块的三大理由

核心理由	逻辑阐述	建议标的
叙事持续性 更为稳健	AI 基础设施需求具有全球性特征，Lumentum 及 Coherent 的客户为全球头部云厂商，不受任何单一国家政策周期影响。叙事的持续性在结构上优于 A 股，无需依赖政策护航。	LITE COHR
利润爆发周期 尚未启动	美股三家标的目前均处于扭亏或微利阶段，合计利润约 50 亿元人民币，利润释放过程尚未实质启动。A 股的戴维斯双击已基本完成，而美股对应进程才刚刚开始——这一时间差构成当前最显著的不对称机会。	LITE COHR AAOI
上游卡位 价值更为持久	中际旭创依赖 Lumentum 与 Coherent 的芯片，而非反向依赖。即便中际旭创硅光自研最终取得突破，全球其余光模块厂商的采购需求依然存在。上游供给端的定价权与稀缺性溢价，在持久性上显著优于下游组装环节。	LITE COHR MRVL AVGO

A 股的涨幅已经发生，有净利润作支撑，但天花板受制于政策框架与 PE 框架的双重约束。美股的涨幅有相当一部分仍在前方——叙事框架成立、利润释放尚未启动、产业地位已通过战略投资完成锁定。

免责声明

本报告由 Charles & Kwok Multi-Asset Research 编制，仅供专业投资者参考，不构成任何投资建议或买卖要约。报告所引用数据来源于公开信息、Wind 数据库、各公司年报及公开研究摘要，Charles & Kwok 不对相关数据的准确性或完整性作出任何保证。投资者应自行研判投资风险，据此操作所产生的后果由投资者自行承担。本报告版权归 Charles & Kwok 所有，未经书面授权不得转载或引用。

货币说明：全文以人民币（CNY）计价。美股金额格式为「人民币金额（\$美元金额）」，参考汇率 1 USD ≈ 7.25 CNY（2026 年 5 月参考汇率），仅作参考，不代表实际交易汇率。

Chuck Guo · 首席分析师 · Charles & Kwok Multi-Asset Research · 2026 年 5 月