

中际旭创（300308）

证券研究报告

2025 年 02 月 06 日

算力 Capex+AI 应用开始螺旋共振，长期成长空间打开

海外 AI 资本开支持续上修，算力受益逻辑仍在强化

2025 年 1 月 3 日，微软发布计划在 FY2025 投资约 800 亿美元用于开发数据中心，用于训练人工智能（AI）模型并部署人工智能和基于云的应用程序（备注：微软 2025 财年时间区间为日历年 24Q3~25Q2）。同时，近期 Meta 表示将在今年投资 600 亿至 650 亿美元用于 AI 相关的资本支出，并在年底前拥有 130 万块 GPU，资本开支上修持续带来增量。

1 月 22 日，特朗普 OpenAI 将与软银、甲骨文共同建立一个新的“星际之门计划”（The Stargate Project）合资公司，计划在未来四年内投资 5000 亿美元（约合人民币 3.6 万亿元），为 OpenAI 在美国建设新的 AI 基础设施。Stargate 公司将立即开始部署 1000 亿美元，初始股权投资者包括软银、OpenAI、甲骨文和 MGX。

DeepSeek 算力和训练时间减少主要来自硬件使用效率提升、模型架构优化、训练策略优化、数据增强等原因，其在特定任务表现出色（编程、数学等）。我们认为，AI 整体算力需求或将不会减少，DeepSeek 更聚焦在低成本快速落地。幻方梁文锋表示，在持续追求 AI 技术创新的道路上，大模型业务面临的主要是高端芯片的获取问题。

2025 年或将步入 AI 商业落地元年，有望提振算力估值，旭创作为全球光模块龙头将持续受益

1) AI 端侧百花齐放，百度、阿里、Rokid、Snap、三星等纷纷进军 AI 眼镜快速推动新品，以及基于字节豆包大模型的 AI 玩具等陪伴终端开始兴起；2) 机器人和自动驾驶受 AI 驱动带来快速迭代；3) 应用侧以 AI agent 产品大量涌现市场。我们认为，AI 端侧、应用侧的积极进展和落地，有望进一步推动 AI 算力和应用的闭环效应，强化未来算力需求信心。

公司业绩持续高增，800G 产品需求持续旺盛，1.6T 放量在即

公司连续 7 个季度业绩环比快速增长：24 年业绩预告中值 52 亿元，同比增长 139%，主要因为 AI 算力基础设施的持续建设、资本开支强劲增长，拉动公司 800G 和 400G 光模块销量大增长，产品结构持续优化，营收和利润大幅增长。其中 Q4 业绩预告中值为 14.5 亿元，同比增长 65%，环比增长 4.3%，公司在芯片原材料紧张+NV 新产品出货延迟背景下，仍可实现季度环比持续增长，反映 800G 需求尤为旺盛，未来随着 1.6T 产品放量、800G 旺盛需求的持续释放和芯片原材料供应缓解，预计公司季度业绩环比增长有望再进入提速通道。

硅光和 CPO 等新技术布局上依旧领先，公司仍具备长期成长空间

公司自研硅光产品相比传统光模块可以在成本端带来较大优势，随着 2025 年以太网市场 800G 光模块进一步上量、1.6 光模块逐步提升，公司持续扩充产能，提升良率和降低 BOM 成本以及积极推广硅光方案，加大硅光模块的出货比例，保持整体经营继续向上成长。此外，CPO 是光模块未来发展路径的一种新形式，公司通过投入大量研发资源，在硅光芯片设计研发和技术储备方面已取得显著进展，已具备一定技术基础研发 CPO 相关产品。

盈利预测和估值：综上，我们认为国内外 AI 军备竞赛依旧火热，光模块需求旺盛，公司作为全球光模块龙头，将持续从中受益。据业绩预告，考虑到股权激励费用、子公司固定&无形资产摊销、存货减值等因素，我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 52.5 亿元/103.6 亿元/131.9 亿元，对应 PE 倍数为 21X/11X/8X，维持“买入”评级。

风险提示：下游 AI 建设不及预期；全球疫情影响超预期；市场竞争风险；产品研发风险；原材料光芯片与电芯片短缺。

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	98.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,121.17
流通 A 股股本(百万股)	1,115.71
A 股总市值(百万元)	110,154.61
流通 A 股市值(百万元)	109,618.96
每股净资产(元)	15.76
资产负债率(%)	31.11
一年内最高/最低(元)	192.88/95.82

作者

王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	wangyihong@tfzq.com
余芳沁	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080006	yufangqin@tfzq.com
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中际旭创-半年报点评:盈利能力环比改善,产能释放为 800G 增长+1.6T 放量提供支撑》 2024-08-30
- 《中际旭创-公司点评:高端产品放量带动 24H1 业绩高增, 800G&1.6T 有望释放更大需求》 2024-07-16
- 《中际旭创-年报点评报告:23 年 800G 出货增长业绩亮眼, 24 年先发优势凸显 1.6T 提速》 2024-04-29

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,641.79	10,717.98	24,892.76	47,454.17	56,296.31
增长率(%)	25.29	11.16	132.25	90.63	18.63
EBITDA(百万元)	3,106.21	3,865.91	7,013.46	13,382.87	16,727.56
归属母公司净利润(百万元)	1,223.99	2,173.53	5,245.63	10,363.58	13,187.02
增长率(%)	39.57	77.58	141.34	97.57	27.24
EPS(元/股)	1.09	1.94	4.68	9.24	11.76
市盈率(P/E)	90.00	50.68	21.00	10.63	8.35
市净率(P/B)	9.22	7.72	4.59	3.31	2.45
市销率(P/S)	11.42	10.28	4.43	2.32	1.96
EV/EBITDA	6.22	22.58	15.48	7.44	5.79

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 海外 AI 资本开支持续上修，算力受益逻辑仍在强化

2025 年 1 月 3 日，微软发布计划在 FY2025 投资约 800 亿美元用于开发数据中心，用于训练人工智能（AI）模型并部署人工智能和基于云的应用程序（备注：微软 2025 财年时间区间为日历年 24Q3~25Q2）。根据 Visible Alpha 数据，市场预计微软的资本开支，包括资本租赁，在 FY2025 将达到 842.4 亿美元。

海外 4 大云厂商资本开支持续高增，并对未来 AI 业务持续表示乐观。

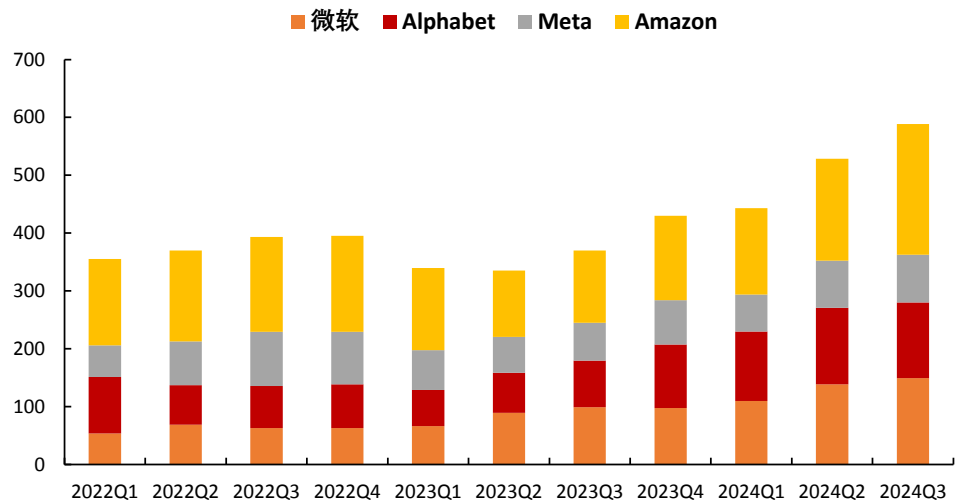
1) 微软 FY25Q1 资本开支 149.23 亿美元，同比+50.48%，环比+7.57%。微软 CFO Amy Hood 在 24 年 10 月份表示，资本支出将在 2025 财年第二季度继续增长。

2) Alphabet FY24Q3 资本开支 130.61 亿美元，同比+62.15%，环比-0.95%。Alphabet CEO Pichai Sundararajan 表示过去的 6 个月里，Gemini API 的调用量几乎增长了 14 倍，Snapchat 在扩展其“My AI”聊天机器人功能时，选择了 Gemini 的多模态能力，结果用户参与度在美国提升了 2.5 倍。

3) Meta FY24Q3 资本开支 82.6 亿美元，同比+26.30%，环比+1.10%；Meta CFO Susan Li 预计公司 2025 年的资本支出将大幅增长。

4) Amazon FY24Q3 资本开支 226.2 亿美元，同比+81.25%，环比+28.38%。Amazon CFO Brian T. Olsavsky 预计公司 2024 年资本支出约 750 亿美元，其中大部分用于支持对技术基础设施日益增长的需求，并主要与 AWS 有关。

图 1：2022Q1~2024Q3 海外 4 大云厂商 Capex（单位：亿美元）



资料来源：Finbox、MarketScreener，天风证券研究所

2. 2025 年有望步入 AI 商业落地元年，有望提振算力估值，旭创作为全球光模块龙头将持续受益

AI 端侧百花齐放，百度、阿里、Rokid、Snap、三星等纷纷进军 AI 眼镜快速推动新品，以及基于字节豆包大模型的 AI 玩具等陪伴终端开始火爆市场；**机器人和自动驾驶受 AI 驱动带来快速迭代**；**应用侧以 AI agent 产品大量涌现市场**。我们认为，AI 端侧、应用侧的积极进展和落地，有望进一步推动 AI 算力和应用的闭环效应，强化未来算力需求信心。

百度发布小度 AI 眼镜：全球首搭中文大模型，支持边走边问、第一视角拍摄。在 2024 百度世界大会上，百度正式发布了小度 AI 眼镜，该产品具备第一视角拍摄、边走边问、卡路里识别、识物百科、视听翻译、智能备忘等功能。

阿里进军 AI 眼镜：与雷鸟签约战略合作，产品将接入通义大模型。消费级 AR 品牌雷鸟创新 RayNeo 与阿里云于 1 月 2 日举行战略签约仪式，双方宣布在 AI 眼镜领域达成独家战略合作，通义系列大模型将为雷鸟创新的 AI 眼镜提供独家定制的技术支持。双方表示，将以 AI 眼镜为核心载体，共同投入研发资源和人力，并围绕云计算、大模型、AI 硬件等领域持续开展合作。

Rokid 发布 Rokid Glasses AR 眼镜。通过整合阿里巴巴通义千问多模态大模型，Rokid Glasses 支持接打电话、AI 问答搜索、AI 识别物体、AI 拍照答题、AI 多语种翻译、AI 导航、AI 转译、AI 健康提醒等；Rokid Glasses 还支持 AI 快速回复，可筛选重要消息进行实时提醒，并过滤掉不重要消息；从发布会获悉，Rokid Glasses 定价 2499 元，将于 2025 年第二季度上市开售。

Snap 推出第五代透视式独立 AR 眼镜 Spectacles。2024 年 9 月 17 日，Snap 推出了第五代 Spectacles，新款 Spectacles 眼镜的主要亮点是融合数字内容与现实世界，提供语音控制的 AR 滤镜，并集成 OpenAI 的多模态 AI 模型。佩戴者能够要求生成 AI 图像作为 AR 滤镜，或与 Snap 的 AI 聊天机器人 MyAI 互动，获取视野内物体的相关信息。

三星 25 年 1 月有望发布头戴式设备“Moohan”。三星计划在 2025 年 1 月的 Galaxy Unpacked 活动中展示其首款搭载 Android XR 系统的头戴式设备，代号“Moohan”，寓意“无限”可能。该眼镜是三星与谷歌、高通等公司合作的产品，该 AR 眼镜旨在设计出更接近普通眼镜或太阳镜的外观，重量仅为 50 克，并搭载 AI 技术，支持支付、手势识别和面部识别等功能。

图 2：雷鸟 V3 AI 拍摄眼镜



资料来源：RayNeo 雷鸟创新公众号，天风证券研究所

3. 公司业绩持续高增，800G 产品需求旺盛，1.6T 放量在即，且硅光、CPO 等新技术依旧领先布局

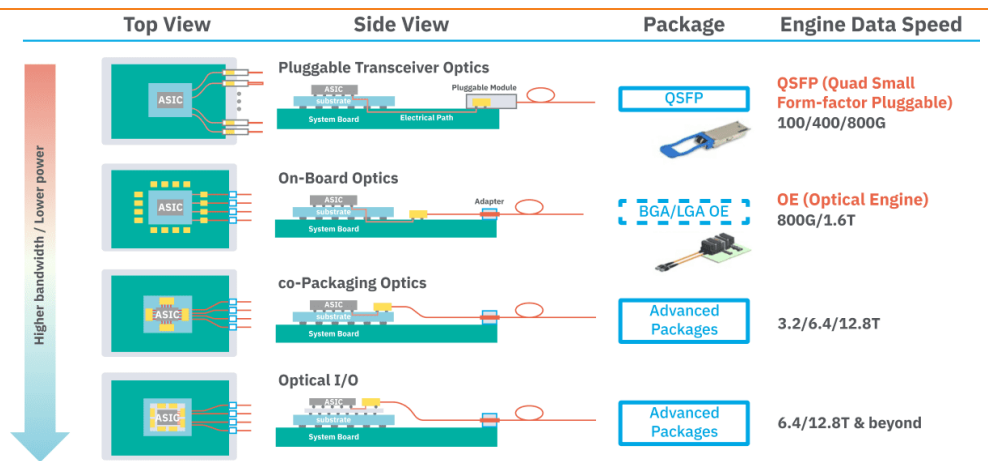
公司业绩持续高增，800G 产品需求持续旺盛，1.6T 放量在即

公司连续 7 个季度业绩环比快速增长：24 年业绩预告中值 52 亿元，同比增长 139%，主要原因为 AI 算力基础设施的持续建设、资本开支强劲增长，拉动公司 800G 和 400G 光模块销量大增长，产品结构持续优化，营收和利润大幅增长。其中 Q4 业绩预告中值为 14.5 亿元，同比增长 65%，环比增长 4.3%，公司在芯片原材料紧张+NV 新产品放量延迟背景下，仍可实现季度环比持续增长，反映 800G 需求尤为旺盛，未来随着 1.6T 产品放量、800G 旺盛需求的持续释放和芯片原材料供应缓解，预计公司季度业绩环比增长有望再进入提速通道。

公司硅光产品具备成本优势，出货比例持续上升。公司自研硅光芯片相比传统光模块可以在成本端带来较大优势，主要客户对公司的硅光产品反馈乐观。随着 2025 年以太网方案配套 800G 光模块进一步上量，1.6T 光模块逐步进入迭代周期，公司通过持续扩充产能，提升良率和降低 BOM 成本以及积极推广硅光方案，加大硅光模块的出货比例，保持整体经营继续向上成长。

1.6T 出货拉动盈利水平，公司投入大量研发资源布局 CPO。1.6T 新产品的迭代需求有利于优化整体毛利水平，公司 1.6T 光模块已全面完成送测和认证，于 24 年 12 月开始出货。此外，CPO 是光模块未来发展路径的一种新形式，公司通过投入大量研发资源，在硅光芯片设计研发和技术储备方面已取得显著进展，已具备一定技术基础研发 CPO 相关产品。

图 3：光通信集成的演变



资料来源：ASE，天风证券研究所

4. 盈利预测和估值

整体看，我们认为国内外 AI 军备竞赛依旧火热，光模块需求旺盛，公司作为全球光模块龙头，将持续从中受益。根据业绩预告，24 年苏州旭创子公司预计归母净利润为 50 亿-63 亿元，但考虑到股权激励费用、子公司固定&无形资产摊销、存货减值等因素，我们将 24 年上市公司归母净利润由此前的 60 亿元调整至业绩预告中位数 52 亿元，并将 25-26 年归母净利润由 100.5 亿元/125.4 亿元调整至 103.6 亿元/131.9 亿元。

综上，我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 52.5 亿元/103.6 亿元/131.9 亿元，对应 PE 倍数为 21X/11X/8X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,831.02	3,317.28	3,733.91	13,044.12	16,789.87
应收票据及应收账款	1,565.02	2,904.79	6,084.26	9,733.80	5,904.07
预付账款	64.35	59.31	485.75	543.73	663.51
存货	3,887.95	4,294.66	14,782.32	16,959.89	23,281.35
其他	1,238.76	743.36	355.31	406.99	384.87
流动资产合计	9,587.10	11,319.39	25,441.56	40,688.52	47,023.67
长期股权投资	635.74	930.33	1,030.33	1,130.33	1,230.33
固定资产	3,216.99	3,947.63	3,806.50	3,686.34	3,547.90
在建工程	236.33	328.57	321.00	315.70	311.99
无形资产	349.83	448.51	352.48	256.45	160.43
其他	2,531.00	3,032.32	2,882.03	2,731.74	2,581.45
非流动资产合计	6,969.89	8,687.35	8,392.34	8,120.57	7,832.11
资产总计	16,556.99	20,006.75	33,833.90	48,809.09	54,855.77
短期借款	385.19	62.20	1,239.76	330.00	330.00
应付票据及应付账款	1,378.22	2,163.48	4,195.51	7,815.05	2,245.25
其他	1,478.41	2,132.20	2,395.23	4,276.93	3,147.91
流动负债合计	3,241.83	4,357.88	7,830.51	12,421.98	5,723.17
长期借款	695.89	318.72	679.72	800.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	527.85	553.04	553.04	553.04	553.04
非流动负债合计	1,223.74	871.77	1,232.77	1,353.04	1,053.04
负债合计	4,487.99	5,232.25	9,063.27	13,775.03	6,776.21
少数股东权益	123.79	513.48	759.19	1,784.04	3,088.09
股本	800.96	802.83	1,121.17	1,121.17	1,121.17
资本公积	7,931.84	8,057.57	12,269.22	12,269.22	12,269.22
留存收益	3,966.18	5,982.43	10,651.04	19,874.63	31,611.08
其他	(753.77)	(581.80)	(30.00)	(15.00)	(10.00)
股东权益合计	12,069.00	14,774.50	24,770.63	35,034.06	48,079.56
负债和股东权益总计	16,556.99	20,006.75	33,833.90	48,809.09	54,855.77

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,233.69	2,207.65	5,245.63	10,363.58	13,187.02
折旧摊销	480.83	516.62	534.72	551.49	568.17
财务费用	120.15	48.57	(3.67)	3.41	(84.85)
投资损失	(103.26)	(323.17)	(50.00)	(20.00)	(105.00)
营运资金变动	221.15	(1,423.19)	(11,763.82)	(383.22)	(9,234.93)
其它	496.38	870.64	291.09	1,153.51	1,468.22
经营活动现金流	2,448.94	1,897.13	(5,746.05)	11,668.76	5,798.64
资本支出	639.01	1,651.39	290.00	330.00	330.00
长期投资	105.53	294.59	100.00	100.00	100.00
其他	(2,297.43)	(3,122.15)	(243.96)	(744.00)	(661.00)
投资活动现金流	(1,552.88)	(1,176.17)	146.04	(314.00)	(231.00)
债权融资	(585.22)	(945.66)	1,542.24	(792.89)	(215.15)
股权融资	(750.39)	(55.53)	4,474.41	(1,251.66)	(1,606.75)
其他	(305.70)	685.30	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(1,641.31)	(315.89)	6,016.65	(2,044.55)	(1,821.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(745.25)	405.07	416.64	9,310.21	3,745.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,641.79	10,717.98	24,892.76	47,454.17	56,296.31
营业成本	6,815.59	7,181.88	16,351.70	30,884.31	36,217.11
营业税金及附加	63.00	50.63	77.17	142.36	157.63
销售费用	90.73	124.84	181.72	332.18	365.93
管理费用	506.80	433.59	667.13	1,248.04	1,351.11
研发费用	767.02	739.37	1,319.32	2,182.89	2,308.15
财务费用	(22.20)	(83.57)	(3.67)	3.41	(84.85)
资产/信用减值损失	(356.65)	(157.84)	(125.00)	(150.00)	(160.00)
公允价值变动收益	52.55	(3.48)	15.00	2.00	3.00
投资净收益	103.26	323.17	50.00	20.00	105.00
其他	294.29	(384.70)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,327.39	2,494.10	6,239.41	12,532.97	15,929.24
营业外收入	28.00	2.50	4.00	4.40	4.84
营业外支出	3.85	4.13	7.00	7.35	7.72
利润总额	1,351.55	2,492.46	6,236.41	12,530.02	15,926.36
所得税	117.86	284.81	714.69	1,014.93	1,274.11
净利润	1,233.69	2,207.65	5,521.72	11,515.09	14,652.25
少数股东损益	9.70	34.12	276.09	1,151.51	1,465.22
归属于母公司净利润	1,223.99	2,173.53	5,245.63	10,363.58	13,187.02
每股收益（元）	1.09	1.94	4.68	9.24	11.76

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	25.29%	11.16%	132.25%	90.63%	18.63%
营业利润	37.85%	87.89%	150.17%	100.87%	27.10%
归属于母公司净利润	39.57%	77.58%	141.34%	97.57%	27.24%
获利能力					
毛利率	29.31%	32.99%	34.31%	34.92%	35.67%
净利率	12.69%	20.28%	21.07%	21.84%	23.42%
ROE	10.25%	15.24%	21.85%	31.17%	29.31%
ROIC	11.55%	22.23%	50.71%	51.30%	64.30%
偿债能力					
资产负债率	27.11%	26.15%	26.79%	28.22%	12.35%
净负债率	-7.14%	-16.09%	-5.07%	-32.41%	-32.03%
流动比率	2.94	2.60	3.25	3.28	8.22
速动比率	1.75	1.61	1.36	1.91	4.15
营运能力					
应收账款周转率	5.22	4.80	5.54	6.00	7.20
存货周转率	2.51	2.62	2.61	2.99	2.80
总资产周转率	0.58	0.59	0.92	1.15	1.09
每股指标（元）					
每股收益	1.09	1.94	4.68	9.24	11.76
每股经营现金流	2.18	1.69	-5.13	10.41	5.17
每股净资产	10.65	12.72	21.42	29.66	40.13
估值比率					
市盈率	90.00	50.68	21.00	10.63	8.35
市净率	9.22	7.72	4.59	3.31	2.45
EV/EBITDA	6.22	22.58	15.48	7.44	5.79
EV/EBIT	7.26	25.70	16.76	7.76	6.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com