



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

Q1 业绩稳步提升，利润端持续边际改善

——中际旭创 24 年年报&25 年一季报点评

买入 (维持)

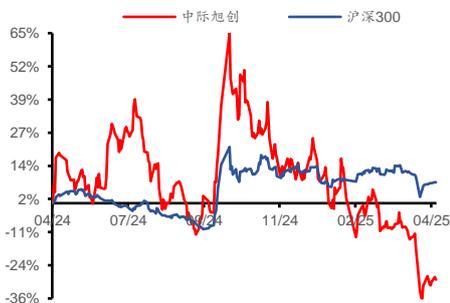
行业：通信
日期：2025年04月24日

分析师：刘京昭
E-mail: liujingzhao@shzq.com
SAC 编号: S0870523040005
联系人：杨昕东
SAC 编号: S0870123090008

基本数据

最新收盘价 (元)	80.07
12mth A 股价格区间 (元)	71.99-187.70
总股本 (百万股)	1,104.70
无限售 A 股/总股本	99.51%
流通市值 (亿元)	880.17

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《Q3 业绩持续高增，光通信产业密集催化》

——2024 年 10 月 25 日

《Q1 业绩高增速，AI 驱动光模块放量》

——2024 年 04 月 23 日

■ 投资摘要

事件概述

2025年4月21日，中际旭创发布2024年年报及2025年Q1季报。年报数据显示，公司实现营业收入238.62亿元，同比增长122.64%；实现归母净利润51.71亿元，同比增长137.93%。Q1季度数据来看，公司实现营业收入66.74亿元，同比增长37.82%；实现归母净利润15.83亿元，同比增长56.83%。

核心观点

产品结构加速优化，产能供给持续扩容。营业收入层面，我们认为 24 年公司营收规模的扩容主要系光模块产品大规模出货的影响，此外汽车光电子业务同比增幅达 128.11%，子公司智驰致远及其下属公司君歌电子为公司业务精进提供了一定助力。归母净利润层面，利润端的攀升由 800G/400G 高端产品出货比重增加、产品优化所带来的毛利率、净利率提升所致。此外，24 年内公司光模块产能、产量、销量分别同比增长 113.72%、125.55%、95.84%， “铜陵旭创高端光模块生产基地项目” 持续推进，产能供应的持续提升为公司业绩扩容的可持续性奠定坚实基础。

费用管控能力增强，利润率水平逐步改善。费用方面，24 年旭创销售、管理、研发三费费用率分别达 0.84%、2.85%、5.21%，相较 23 年分别减少 0.32 个百分点、1.20 个百分点、1.69 个百分点，费用增长显著弱于收入水平增加，这一下降趋势于 25 年 Q1 继续保持，销/管/研三费费用率降至 0.75%/2.22%/4.35%。利润率方面，毛利率、净利率呈现稳步前行趋势，2024 年公司光模块产品毛利率为 34.65%，较上一年度提升约 0.51 个百分点；公司总净利润率则从 23 年的 20.60% 提升至 24 年的 22.51%，这一数据于 25 年 Q1 提升至 25.33%。

贸易战影响或小于预期，算力需求催生光模块需求。我们认为中际旭创受到贸易战的影响或小于预期，理由如下：1) 公司与主要客户和供应商均建立了良好的长期合作关系，客户粘性较强；2) 公司可通过外汇套期保值以及加快海外布局等方式应对相应风险。此外，今年以来以 DeepSeek R1 为代表的推理模型步入密集迭代期，推理算力需求增长迅猛，公司作为全球光通信的领军企业，有望率先受益于本轮推理算力发展趋势，具体产品形态表现为以下两个层面：1) 传统光模块向着高速率系列加速推进；2) CPO 硅光模块低功耗逻辑明确，有望带来旭创成长的发展新增量。

■ 投资建议

伴随北美/中国大陆各云厂商资本开支的增加，算力集群全球化建设新局面开始出现，以光模块为代表的光通信产业链有望得到进一步强化。公司是全球领先的光模块厂商，有望依靠 800G/1.6T 光模块的放量实现企业高速增长。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 381.91、406.87、433.73 亿元，实现归母净利润 86.02、97.72、107.86 亿元，同比增长 66.34%、13.61%、10.38%，对应 PE 为 10.28/9.05/8.20 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

AI 大模型商用化不及预期；北美云厂商投资不及预期；网络架构转变；宏观经济不及预期等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23862	38191	40687	43373
年增长率	122.6%	60.0%	6.5%	6.6%
归母净利润	5171	8602	9772	10786
年增长率	137.9%	66.3%	13.6%	10.4%
每股收益（元）	4.68	7.79	8.85	9.76
市盈率（X）	17.10	10.28	9.05	8.20
市净率（X）	4.62	3.36	2.52	1.98

资料来源：iFinD，上海证券研究所（2025年04月22日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5054	7223	16420	24683
应收票据及应收账款	4671	8008	9174	9121
存货	7051	13531	13104	14314
其他流动资产	1420	1940	2081	2342
流动资产合计	18196	30703	40779	50461
长期股权投资	812	906	996	1017
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5820	6657	7700	8421
在建工程	53	26	26	26
无形资产	378	376	394	392
其他非流动资产	3609	3682	3812	3971
非流动资产合计	10671	11647	12928	13828
资产总计	28866	42350	53708	64289
短期借款	1426	2789	4153	5516
应付票据及应付账款	3508	6267	6901	6817
合同负债	10	0	0	0
其他流动负债	1554	3720	4202	3572
流动负债合计	6497	12775	15256	15905
长期借款	606	388	285	274
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1470	1507	1516	1522
非流动负债合计	2076	1895	1801	1796
负债合计	8573	14670	17056	17701
股本	1121	1105	1105	1105
资本公积	7731	7281	7281	7281
留存收益	10799	18475	27204	36839
归属母公司股东权益	19134	26343	35072	44706
少数股东权益	1159	1336	1580	1882
股东权益合计	20293	27679	36651	46588
负债和股东权益合计	28866	42350	53708	64289

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	3165	3794	10571	9673
净利润	5372	8779	10016	11089
折旧摊销	713	886	1027	1192
营运资金变动	-3013	-5245	130	-2076
其他	93	-626	-601	-532
投资活动现金流量	-2942	-1312	-1512	-1617
资本支出	-2857	-1710	-2070	-1890
投资变动	-106	-268	17	-80
其他	20	667	541	353
筹资活动现金流量	1492	-307	138	207
债权融资	1685	1155	1269	1359
股权融资	246	-467	0	0
其他	-439	-995	-1131	-1152
现金净流量	1754	2169	9197	8263

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23862	38191	40687	43373
营业成本	15796	25911	27058	28444
营业税金及附加	47	168	151	146
销售费用	199	374	404	406
管理费用	680	1146	1017	1084
研发费用	1244	1910	1831	1952
财务费用	-144	-108	-121	-346
资产减值损失	-79	-20	24	23
投资收益	-33	764	662	504
公允价值变动损益	67	0	0	0
营业利润	6050	9797	11257	12443
营业外收支净额	2	8	3	5
利润总额	6052	9806	11260	12448
所得税	681	1026	1244	1359
净利润	5372	8779	10016	11089
少数股东损益	200	177	244	302
归属母公司股东净利润	5171	8602	9772	10786

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	33.8%	32.2%	33.5%	34.4%
净利率	21.7%	22.5%	24.0%	24.9%
净资产收益率	27.0%	32.7%	27.9%	24.1%
资产回报率	17.9%	20.3%	18.2%	16.8%
投资回报率	22.7%	27.5%	23.7%	20.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	122.6%	60.0%	6.5%	6.6%
EBIT 增长率	174.2%	64.9%	14.9%	8.6%
归母净利润增长率	137.9%	66.3%	13.6%	10.4%
每股指标 (元)				
每股收益	4.68	7.79	8.85	9.76
每股净资产	17.32	23.85	31.75	40.47
每股经营现金流	2.86	3.43	9.57	8.76
每股股利	0.50	0.83	0.94	1.04
营运能力指标				
总资产周转率	0.98	1.07	0.85	0.74
应收账款周转率	6.64	6.30	5.06	5.04
存货周转率	2.78	2.52	2.03	2.07
偿债能力指标				
资产负债率	29.7%	34.6%	31.8%	27.5%
流动比率	2.80	2.40	2.67	3.17
速动比率	1.62	1.28	1.75	2.19
估值指标				
P/E	17.10	10.28	9.05	8.20
P/B	4.62	3.36	2.52	1.98
EV/EBITDA	20.65	8.04	6.34	5.28

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断