

公司研究 | 点评报告 | 中际旭创（300308.SZ）

毛利率环比提升，硅光产品放量在即

报告要点

公司 24 年国内及海外光模块均高增长，季度趋势来看，毛利率连续 2 个季度环比提升，后续仍有空间。公司费用端持续改善，现金流表现强劲，扩产及核心物料备货或阶段性结束。公司多元化产能布局有利于规避关税影响，但对归母净利润稀释有限。

分析师及联系人



于海宁

SAC: S0490517110002

SFC: BUX641



黄天佑

SAC: S0490522050005

中际旭创（300308.SZ）

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

毛利率环比提升，硅光产品放量在即

事件描述

4月20日，公司发布2024年年报及2025年一季报，2024年实现营收238.6亿元，同比增长123%，归母净利润51.7亿元，同比增长138%，扣非净利润50.7亿元，同比增长139%；2025年一季度实现营收66.7亿元，同比增长38%，环比增长2%，归母净利润15.8亿元，同比增长57%，环比增长13%，扣非净利润15.7亿元，同比增长58%，环比增长12%。

事件评论

- **公司24年国内及海外光模块均高增长**：拆分来看，2024年境外业务实现营收207.2亿元，同比增长128%；境内业务营收31.5亿元，同比增长91.3%。境外/境内业务毛利率为36.74%/14.45%，同比-0.93pct/+7.31pct，境内业务毛利率提升或由于国内市场高速光模块占比大幅提升。海外子公司TeraHop实现营收111.3亿元，同比增长388%，实现净利润6.9亿元，同比增长152%；君歌电子实现营收7.6亿元，同比增长131%，净利润0.3亿元，同比增长67%，反映汽车光电子方向增长强劲；储翰科技营收4.8亿元，同比增长13%，亏损0.5亿元；苏州溧矽实现营收3.6亿元，同比增长413%，净利润0.5亿元，同比增长262%，反映公司硅光芯片开始进入盈利阶段，硅光方案出货占比提升。
- **毛利率连续2个季度环比提升，后续仍有空间**：公司24Q4/25Q1毛利率为35.1%/36.7%，环比+1.4pct/+1.6pct，我们判断主要得益于：1) 公司硅光产品占比提升，带动毛利率结构性改善；2) 海外泰国工厂人力成本较低，且工人良率及效率提升持续改善；3) 产品结构持续高端化。展望后续季度，伴随公司硅光方案占比提升，公司毛利率仍有提升空间。
- **公司费用端持续改善，现金流表现强劲**：费用端，公司25Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为0.8%/2.2%/4.4%/-0.3%，分别同比-0.2pct/-0.4pct/-1pct/+0.3pct，分别环比-0.3pct/-0.9pct/-2.2pct/+2.1pct，整体改善趋势明显。其他指标层面，24Q4/25Q1公司经营性现金流同比增长307%/233%，反映公司海外扩产及核心物料备货或阶段性结束。
- **公司多元化产能布局有利于规避关税影响，但对归母净利润稀释有限**：公司24年海外子公司TeraHop（公司海外工厂的控制主体）营收约111.3亿元，占公司总营收比例达47%，对比24H1的35%进一步提升。子公司TeraHop Pte目前有33.3%的少数股东权益，24年/25Q1公司的少数股东净利润为2亿元/1.08亿元，占净利润比例约3.7%/6.4%，反映25Q1海外地区的工厂收入占比进一步提升，在中美贸易摩擦背景下，有利于公司应对潜在关税影响，但同时并未大幅稀释公司的归母净利润，且长期看有利于提升获单能力。
- **盈利预测及投资建议**：公司24年国内及海外光模块均高增长，季度趋势来看，毛利率连续2个季度环比提升，后续仍有空间。公司费用端持续改善，现金流表现强劲，扩产及核心物料备货或阶段性结束。公司多元化产能布局有利于规避关税影响，但对归母净利润稀释有限。预计公司2025-2027年归母净利润为76.61亿元、91.35亿元、106.47亿元，对应同比增速48%、19%、17%，对应PE 12倍、10倍、9倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、云商投入AI大模型力度不及预期；
- 2、中美贸易摩擦加剧。

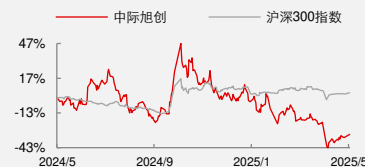
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	86.65
总股本(万股)	110,470
流通A股/B股(万股)	109,925/0
每股净资产(元)	18.75
近12月最高/最低价(元)	185.83/67.20

注：股价为2025年5月6日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《硅光方案进度领先，海外产能布局加速》2024-10-30
- 《产品结构持续升级，存货提升印证高景气》2024-05-20
- 《Q3业绩环比高增，发布股权激励提振信心》2023-10-30



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**云商投入 AI 大模型力度不及预期**：目前产业内对 AI 大模型的商用价值给予比较大的期望，若国内外云商对 AI 大模型投入力度不及预期，则数通链各个环节的增长可能会不及预期。
- 2、**中美贸易摩擦加剧**：如果中美之间贸易摩擦加剧，可能会导致部分厂商拿不到上游关键芯片的供应，进而导致经营情况不及预期。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23862	32432	37753	42964	货币资金	5054	8605	15432	23519
营业成本	15796	21065	23973	27025	交易性金融资产	523	533	543	553
毛利	8067	11367	13780	15939	应收账款	4604	7108	8275	9417
%营业收入	34%	35%	37%	37%	存货	7051	14428	16420	18510
营业税金及附加	47	49	53	56	预付账款	80	337	384	432
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	884	895	943	989
销售费用	199	259	283	301	流动资产合计	18196	31907	41995	53420
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	812	912	1012	1112
管理费用	680	843	944	1031	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	2%	固定资产合计	5820	5961	6230	6612
研发费用	1244	1686	1925	2148	无形资产	378	288	248	208
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	1939	1939	1939	1939
财务费用	-144	42	84	85	递延所得税资产	222	222	222	222
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1501	1519	1525	1531
加：资产减值损失	-79	-111	-181	-181	资产总计	28866	42747	53170	65043
信用减值损失	-19	-15	-30	-40	短期贷款	1426	1426	1426	1426
公允价值变动收益	67	0	0	0	应付款项	2991	6925	7225	7404
投资收益	-33	259	189	172	预收账款	0	162	189	215
营业利润	6050	8783	10582	12333	应付职工薪酬	282	632	719	811
%营业收入	25%	27%	28%	29%	应交税费	244	49	57	64
营业外收支	2	1	0	0	其他流动负债	1555	3195	3547	3917
利润总额	6052	8784	10582	12333	流动负债合计	6497	12389	13162	13837
%营业收入	25%	27%	28%	29%	长期借款	606	656	696	726
所得税费用	681	966	1164	1357	应付债券	0	0	0	0
净利润	5372	7818	9418	10977	递延所得税负债	270	270	270	270
归属于母公司所有者的净利润	5171	7661	9135	10647	其他非流动负债	1200	1200	1200	1200
少数股东损益	200	156	283	329	负债合计	8573	14515	15328	16033
EPS（元）	4.68	6.94	8.27	9.64	归属于母公司所有者权益	19134	26916	36243	47083
现金流量表（百万元）					少数股东权益	1159	1315	1598	1927
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	20293	28232	37841	49010
经营活动现金流净额	3165	4263	7808	9298	负债及股东权益	28866	42747	53170	65043
取得投资收益收回现金	20	259	189	172	基本指标				
长期股权投资	119	-100	-100	-100		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1849	-810	-1010	-1210	每股收益	4.68	6.94	8.27	9.64
其他	-1232	-29	-17	-18	每股经营现金流	2.86	3.86	7.07	8.42
投资活动现金流净额	-2942	-679	-938	-1156	市盈率	26.38	12.49	10.48	8.99
债券融资	0	0	0	0	市净率	7.13	3.56	2.64	2.03
股权融资	246	-16	0	0	EV/EBITDA	20.59	9.66	7.31	5.65
银行贷款增加（减少）	1651	50	40	30	总资产收益率	17.9%	17.9%	17.2%	16.4%
筹资成本	-399	-82	-84	-85	净资产收益率	27.0%	28.5%	25.2%	22.6%
其他	-6	16	0	0	净利率	21.7%	23.6%	24.2%	24.8%
筹资活动现金流净额	1492	-32	-44	-55	资产负债率	29.7%	34.0%	28.8%	24.6%
现金净流量（不含汇率变动影响）	1715	3552	6826	8087	总资产周转率	0.83	0.76	0.71	0.66

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。