

中际旭创（300308）

证券研究报告

2025 年 05 月 12 日

一季度盈利能力再提升，布局车载光通信模块探索新增长点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。24 年实现营业收入 238.61 亿元，同 122.64%；归母净利润 51.71 亿元，同增 137.93%。25 年 Q1 实现营业收入 66.74 亿元，同增 37.82%；归母净利润 15.83 亿元，同增 56.83%。

800G 出货增加叠加 1.6T 出货预期，毛利率仍有向上空间：24 年光模块量价齐升：（1）终端客户对算力基础设施的持续建设，资本开支强劲增长带动光模块销售的大幅增加，光模块销量由 745 万只增长到 1459 万只；（2）800G 和 400G 高端光模块销售占比提升，公司业务结构不断优化，模块均价由 23 年的 1367 元提升到 24 年的 1569 元。如剔除汽车电子等业务，光模块子公司苏州旭创 24 年单体收入 227.29 元（YoY +128%），净利润 56.82 亿元（YoY +138.28%），公司主业盈利能力更优。

24 年存货增加有备无患，旺盛需求下公司产能同比翻倍：公司存货 23 年年末/24 年年末/25 年一季末分别为 42.95 亿/70.5 亿/78.2 亿。对比 23 年/24 年末数据，库存商品从 8.20 亿增长至 20.55 亿，在需求旺盛的背景下库存商品未来发出交付则有望转换营业收入；原材料从 16.58 亿增至 21.82 亿元，在芯片仍紧缺的背景下原材料增长有备无患；此外，半成品、周转材料账面价值均显著增加，增长幅度与公司 24 年约翻倍增长的产能相匹配。

一季度盈利能力提升，静待 1.6T 需求大规模释放：800G：2025 年 H 系列芯片&以太网交换机组网方式下，用于推理或训推一体的数据中心网络对 800G 光模块需求持续提升。1.6T：1.6T 光模块需求已经开始释放，但客户需求有递延现象，更大量部署预计在 25 年 H2，且 2026 年会比 2025 年有较大提升。由于光模块向更高速率迭代，25 年 Q1 毛利率同增 3.94pct，环增 1.62pct。我们预计，随着 1.6T 需求加速，下半年公司业绩有望持续增长。

此外，Q1 期间费用率为 7.07%，同减 1.32pct，环减 2.43pct。费用率同比缩减原因主要为收入显著增长使期间费用有所摊薄，而环比缩减则是季节性规律，近两年 Q4 费用计提往往多于前三季度。

公司非美业务占比提升，美国出口部分有望提交豁免申请：从采购端来看，公司已全面具备泰国生产能力，所需的进口芯片可直接发往泰国厂进行后续生产，采购端风险可控；从出口端看，公司出口目的地既有美国地区也有非美国地区，且非美国地区的出口比例在 2024 年已大幅增长，且非美地区出货量比例有望进一步增长。此外，公司正针对产品价值中可豁免的比例进行评估，如满足条件即提交相关豁免申请。

联合车联天下发布车载光通信模块产品，布局车载业务探索新增长点：公司与车联天下发布双方联合打造的“光电融合方案”及新一代车载高带宽光通信传输模块产品，该方案具备更高的数据传输速率、轻量化、抗电磁干扰、更强的环境适应性和系统集成能力，将为智能座舱、自动驾驶等场景提供更稳定、高效的信息传输支撑。中际旭创作为领先的光通信模块与系统解决方案供应商，依托在光电感知与光纤通信领域的深厚技术积累，不断拓展面向智能汽车市场的产品与解决方案。车联天下专注于智能座舱系统、智能辅助驾驶系统及舱驾融合系统的研发与落地，已构建起面向智能汽车核心架构的全栈式解决方案体系。未来双方将强强联合，共同构建光电智能融合的新型解决方案体系，助力智能汽车向更高阶智能化迈进。

投资建议：虽然 800G 光模块需求旺盛，但 1.6T 光模块需求有一定程度递延。我们预测 25-27 年归母净利润分别为 78.7/103.3/124.0 亿元（此前预测 25-26 年为 103.6 亿元/131.9 亿元）对应 PE 为 14X/10X/9X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求低预期；全球疫情影响超预期；市场竞争风险；产品研发风险。

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	97.27 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,104.70
流通 A 股股本(百万股)	1,099.25
A 股总市值(百万元)	107,454.22
流通 A 股市值(百万元)	106,923.91
每股净资产(元)	18.75
资产负债率(%)	30.39
一年内最高/最低(元)	185.83/67.20

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

- 1 《中际旭创-公司点评:算力 Capex+AI 应用开始螺旋共振，长期成长空间打开》 2025-02-06
- 2 《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
- 3 《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

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,717.98	23,862.16	34,923.97	43,324.13	48,219.80
增长率(%)	11.16	122.64	46.36	24.05	11.30
EBITDA(百万元)	3,865.91	7,897.20	10,524.18	13,494.32	16,011.41
归属母公司净利润(百万元)	2,173.53	5,171.49	7,866.67	10,331.51	12,401.20
增长率(%)	77.58	137.93	52.12	31.33	20.03
EPS(元/股)	1.97	4.68	7.12	9.35	11.23
市盈率(P/E)	49.44	20.78	13.66	10.40	8.66
市净率(P/B)	7.53	5.62	3.84	2.89	2.23
市销率(P/S)	10.03	4.50	3.08	2.48	2.23
EV/EBITDA	22.58	17.11	10.08	6.41	5.68

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,317.28	5,053.81	5,238.60	23,836.66	20,168.25
应收票据及应收账款	2,904.79	4,670.63	7,940.81	6,500.57	6,893.82
预付账款	59.31	80.34	671.20	252.62	745.71
存货	4,294.66	7,051.32	19,252.41	9,232.00	24,045.79
其他	743.36	1,339.66	644.06	669.39	662.66
流动资产合计	11,319.39	18,195.74	33,747.07	40,491.24	52,516.22
长期股权投资	930.33	811.80	911.80	1,011.80	1,111.80
固定资产	3,947.63	5,819.88	5,374.26	4,977.35	4,581.57
在建工程	328.57	52.54	127.78	180.44	217.31
无形资产	448.51	453.40	354.54	255.68	156.82
其他	3,032.32	3,532.92	3,351.60	3,170.27	2,988.95
非流动资产合计	8,687.35	10,670.53	10,119.97	9,595.54	9,056.45
资产总计	20,006.75	28,866.28	43,867.04	50,086.78	61,572.67
短期借款	62.20	1,425.68	2,381.49	330.00	330.00
应付票据及应付账款	2,163.48	3,507.82	5,260.09	5,517.80	2,801.65
其他	2,132.20	1,553.88	4,365.72	2,239.05	4,673.72
流动负债合计	4,357.88	6,487.39	12,007.30	8,086.85	7,805.37
长期借款	318.72	606.28	724.04	800.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	553.04	1,469.77	1,469.77	1,469.77	1,469.77
非流动负债合计	871.77	2,076.05	2,193.80	2,269.77	1,969.77
负债合计	5,232.25	8,573.44	14,201.10	10,356.62	9,775.14
少数股东权益	513.48	1,158.95	1,685.94	2,540.12	3,565.42
股本	802.83	1,121.17	1,104.70	1,104.70	1,104.70
资本公积	8,057.57	7,731.32	9,105.12	9,105.12	9,105.12
留存收益	5,982.43	10,798.83	17,800.17	26,995.21	38,032.29
其他	(581.80)	(517.44)	(30.00)	(15.00)	(10.00)
股东权益合计	14,774.50	20,292.84	29,665.94	39,730.16	51,797.53
负债和股东权益总计	20,006.75	28,866.28	43,867.04	50,086.78	61,572.67

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,207.65	5,371.78	7,866.67	10,331.51	12,401.20
折旧摊销	516.62	703.46	759.24	773.11	787.77
财务费用	48.57	36.33	25.30	(22.54)	(36.13)
投资损失	(323.17)	32.61	(50.00)	(50.00)	(55.00)
营运资金变动	(1,423.19)	(2,729.26)	(11,238.66)	10,068.26	(15,890.55)
其它	870.64	(250.34)	607.12	961.76	1,155.02
经营活动现金流	1,897.13	3,164.58	(2,030.33)	22,062.09	(1,637.68)
资本支出	1,651.39	1,209.33	290.00	330.00	330.00
长期投资	294.59	(118.53)	100.00	100.00	100.00
其他	(3,122.15)	(4,032.80)	(137.45)	(714.00)	(711.00)
投资活动现金流	(1,176.17)	(2,942.00)	252.55	(284.00)	(281.00)
债权融资	(945.66)	1,880.93	1,048.27	(1,952.99)	(263.87)
股权融资	(55.53)	56.46	914.31	(1,227.04)	(1,485.86)
其他	685.30	(444.91)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(315.89)	1,492.48	1,962.57	(3,180.03)	(1,749.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	405.07	1,715.06	184.79	18,598.06	(3,668.41)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,717.98	23,862.16	34,923.97	43,324.13	48,219.80
营业成本	7,181.88	15,795.57	22,546.06	27,714.56	29,950.01
营业税金及附加	50.63	46.91	108.26	125.64	130.19
销售费用	124.84	199.27	254.94	303.27	313.43
管理费用	433.59	679.54	935.96	996.46	1,060.84
研发费用	739.37	1,244.03	1,466.81	1,602.99	1,687.69
财务费用	(83.57)	(144.43)	25.30	(22.54)	(36.13)
资产/信用减值损失	(157.84)	(97.49)	(95.00)	(93.00)	(93.00)
公允价值变动收益	(3.48)	66.88	15.00	2.00	3.00
投资净收益	323.17	(32.61)	50.00	50.00	55.00
其他	(384.70)	54.57	(0.00)	(0.00)	0.00
营业利润	2,494.10	6,049.94	9,556.64	12,562.75	15,078.77
营业外收入	2.50	4.61	4.00	4.40	4.84
营业外支出	4.13	2.12	7.00	7.35	7.72
利润总额	2,492.46	6,052.44	9,553.64	12,559.80	15,075.89
所得税	284.81	680.66	1,094.85	1,268.54	1,522.67
净利润	2,207.65	5,371.78	8,458.79	11,291.26	13,553.23
少数股东损益	34.12	200.29	592.12	959.76	1,152.02
归属于母公司净利润	2,173.53	5,171.49	7,866.67	10,331.51	12,401.20
每股收益（元）	1.97	4.68	7.12	9.35	11.23

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	11.16%	122.64%	46.36%	24.05%	11.30%
营业利润	87.89%	142.57%	57.96%	31.46%	20.03%
归属于母公司净利润	77.58%	137.93%	52.12%	31.33%	20.03%
获利能力					
毛利率	32.99%	33.80%	35.44%	36.03%	37.89%
净利率	20.28%	21.67%	22.53%	23.85%	25.72%
ROE	15.24%	27.03%	28.12%	27.78%	25.71%
ROIC	22.23%	48.14%	53.70%	42.30%	83.38%
偿债能力					
资产负债率	26.15%	29.70%	32.37%	20.68%	15.88%
净负债率	-16.09%	-11.72%	-5.02%	-55.53%	-36.09%
流动比率	2.60	2.80	2.81	5.01	6.73
速动比率	1.61	1.72	1.21	3.87	3.65
营运能力					
应收账款周转率	4.80	6.30	5.54	6.00	7.20
存货周转率	2.62	4.21	2.66	3.04	2.90
总资产周转率	0.59	0.98	0.96	0.92	0.86
每股指标（元）					
每股收益	1.97	4.68	7.12	9.35	11.23
每股经营现金流	1.72	2.86	-1.84	19.97	-1.48
每股净资产	12.91	17.32	25.33	33.67	43.66
估值比率					
市盈率	49.44	20.78	13.66	10.40	8.66
市净率	7.53	5.62	3.84	2.89	2.23
EV/EBITDA	22.58	17.11	10.08	6.41	5.68
EV/EBIT	25.70	18.63	10.87	6.80	5.97

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