

信义山证汇通天下

证券研究报告

网络接配及塔设

中际旭创（300308.SZ）

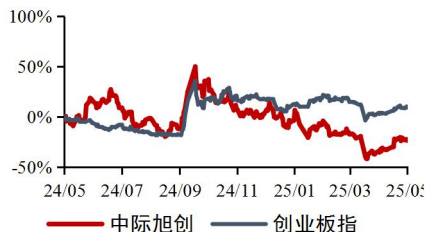
买入-A(维持)

一季度盈利能力环比改善，2025 海外算力依旧保持旺盛需求

2025 年 5 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 22 日

收盘价（元）：	94.46
年内最高/最低（元）：	185.83/67.20
流通 A 股/总股本(亿)：	11.00/11.05
流通 A 股市值（亿）：	1,038.88
总市值（亿）：	1,044.03

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	1.44
摊薄每股收益(元)：	1.44
每股净资产(元)：	19.90
净资产收益率(%)：	7.69

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营收 238.6 亿元，同比增长 122.6%；实现归母净利润为 51.7 亿元，同比增长 137.9%。同时，得益于 800G/400G 等高端产品出货比重的快速增加、产品结构不断优化以及持续的降本增效，公司毛利率（33.8%）、净利率（22.5%）进一步得到提升。

2025 年一季度，公司实现营收 66.7 亿元，同环比分别提升 37.8%、1.9%；实现归母净利润 15.8 亿元，同环比分别提升 56.8%、11.6%。同时由于高端产品占比提升以及成本降低、海外工厂良率提升等因素净利率率环比提升 2pct。

事件点评

➢ 2025 一季度环比增速放缓不改全年积极展望，公司产能继续增长迎接交付需求。2025 年一季度公司收入增长阶段性放缓主要由于 AI 大客户 800G 向 1.6T 切换以及 IB 市场向 ROCE 过渡等。其中 800G 出货量同环比均有明显增长，400G 出货增长下降主要由于海外客户更多转向 800G。与此同时，1.6T 出货低于预期，但公司预计 Q2 到 Q3 1.6T 会逐步起量。展望 2025 年，根据 Factset 一致预期，微软、META、谷歌、亚马逊四家公司合计 CAPEX 有望同比提升 37%至 3055 亿美元，并且在最新的 25Q1 财报中我们看到对资本支出的稳定指引。公司产能快速爬坡以应对不断增长的需求并反映出公司供应份额的稳定。2024 年公司光模块产能达 2088 万只，销量 1459 万只，同比分别提升 113.7%、95.8%。2025 年一季度，公司固定资产账面价值达到 59.1 亿元，环比继续增长；同时存货账面价值达到 78.2 亿元，环比增长 10.9%，反映了旺盛的备货需求。

➢ 硅光芯片能力全球领先，泰国工厂已成海外客户主要产地。面对光模块需求爆发带来的高速 EML 芯片供应紧张以及中美经贸关税摩擦等冲击，公司保持了稳定的交付能力。一方面，公司自研硅光芯片已在 400G 产品中大量出货，2025 年 800G 硅光比例也会逐步提升，同时面向 1.6T 大客户需求，公司硅光方案或成为主要供应力量。根据 YOLE 统计，旭创将是 2025 年全球硅光模块出货的龙头厂商，领先于过往的硅光芯片龙头 Intel（目前光模块业务由 Jabil 承接）。面对 2025 年以来的关税冲击，根据最新的政策，对半导体分类下的通讯设备、光模块等进行了豁免，因此泰国出货暂时为零关税，



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



得益于过往泰国产能建设规模，公司已具备全面从泰国出货的能力。

➤ **海外算力之外：国内算力、车载光通信亦成为新看点。**2024 年 Q4 国内三大互联网厂商 BAT 合计 CAPEX 为 707 亿元，同比增速 253.5%，AI 服务器和网络设备成为主要增量。据 Lightcounting 预计，2029 年中国光模块市场规模有望达 65 亿美元，2025 年在 DeepSeek 和各类智能体应用的部署需求下预计国内市场将呈现爆发式增长。2024 年，公司国内市场收入达到 31.5 亿元，同比大幅增长 91.3%，与此同时毛利率为 14.4%，同比也提升了 7.3pct。公司在国内市场主要出货 400G，同时加快 800G 导入，2025 年公司在几个重要大客户招标都保持了份额领先。此外，2024 年公司汽车光电子业务实现营收 7.6 亿元，同比大幅增长 128.1%。收购君歌电子后公司汽车光电子业务快速发展，公司以智驰领驭作为汽车光电子创新品牌，以车载光通信与传感为核心突破方向。2025 年 3 月，智驰领驭发布全球首款基于 PCIE4.0 的车载光传输模块及解决方案，未来有望推动 FTTV（Fiber to the Vehicle）在车载总线网络的落地。

盈利预测与投资建议

受益于全球 AI 基础设施投入的持续性以及 AI 芯片带宽的持续增加，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 83.5/107.2/133.1 亿元，yoy 分别为 61.5%/28.4%/24.1%，当前公司动态市盈率处于较低区间，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ **受 AI Infra 降本和关税政策不确定性影响海外 CSP 资本开支不及预期；**北美 CSP 导入新供应商导致公司既有供货份额下降；国内营收占比提升导致公司综合毛利率下降；汇率变化影响公司盈利能力等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,718	23,862	37,420	46,105	55,982
YoY(%)	11.2	122.6	56.8	23.2	21.4
净利润(百万元)	2,174	5,171	8,350	10,718	13,307
YoY(%)	77.6	137.9	61.5	28.4	24.1
毛利率(%)	33.0	33.8	35.7	36.1	35.4
EPS(摊薄/元)	1.97	4.68	7.55	9.70	12.04
ROE(%)	14.9	26.5	29.7	28.6	27.0
P/E(倍)	48.0	20.2	12.5	9.7	7.8
P/B(倍)	7.3	5.5	3.8	2.8	2.1
净利率(%)	20.3	21.7	22.3	23.2	23.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11319	18196	31163	37211	55645
现金	3317	5054	10349	16061	30168
应收票据及应收账款	2905	4671	7803	7565	11095
预付账款	59	80	210	97	304
存货	4295	7051	11458	12118	12823
其他流动资产	743	1340	1342	1369	1254
非流动资产	8687	10671	10931	11347	11564
长期投资	930	812	852	822	862
固定资产	3948	5820	6611	7002	7136
无形资产	449	453	457	460	473
其他非流动资产	3361	3585	3011	3063	3093
资产总计	20007	28866	42094	48558	67209
流动负债	4360	6497	11812	8399	15243
短期借款	62	1426	1000	800	500
应付票据及应付账款	2163	3508	9499	6431	13117
其他流动负债	2135	1564	1313	1168	1626
非流动负债	872	2076	1414	1473	1181
长期借款	319	606	725	784	543
其他非流动负债	553	1470	689	689	639
负债合计	5232	8573	13225	9871	16424
少数股东权益	513	1159	1385	1737	2136
股本	803	1121	1105	1105	1105
资本公积	8058	7731	7748	7748	7748
留存收益	5982	10799	18088	27498	39148
归属母公司股东权益	14261	19134	27484	36949	48648
负债和股东权益	20007	28866	42094	48558	67209

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1897	3165	7991	8077	17080
净利润	2208	5372	8576	11071	13706
折旧摊销	517	703	756	916	1062
财务费用	-84	-144	-34	-228	-428
投资损失	-323	33	50	35	-35
营运资金变动	-832	-3194	-1422	-3651	2830
其他经营现金流	412	395	65	-66	-55
投资活动现金流	-1176	-2942	-1178	-1260	-1201
筹资活动现金流	-316	1492	-1518	-1105	-1771
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.97	4.68	7.55	9.70	12.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	2.86	7.23	7.31	15.45
每股净资产(最新摊薄)	12.90	17.31	24.87	33.43	44.02

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10718	23862	37420	46105	55982
营业成本	7182	15796	24063	29471	36164
营业税金及附加	51	47	75	92	112
营业费用	125	199	299	369	448
管理费用	434	680	1085	1199	1288
研发费用	739	1244	1908	2167	2519
财务费用	-84	-144	-34	-228	-428
资产减值损失	-158	-97	-374	-692	-672
公允价值变动收益	-3	67	-10	50	60
投资净收益	323	-33	-50	-35	35
营业利润	2494	6050	9671	12479	15453
营业外收入	2	5	5	7	9
营业外支出	4	2	4	6	8
利润总额	2492	6052	9672	12480	15454
所得税	285	681	1097	1409	1748
税后利润	2208	5372	8576	11071	13706
少数股东损益	34	200	226	352	399
归属母公司净利润	2174	5171	8350	10718	13307
EBITDA	2977	6755	10384	13268	16238

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	122.6	56.8	23.2	21.4
营业利润(%)	87.9	142.6	59.9	29.0	23.8
归属于母公司净利润(%)	77.6	137.9	61.5	28.4	24.1
获利能力					
毛利率(%)	33.0	33.8	35.7	36.1	35.4
净利率(%)	20.3	21.7	22.3	23.2	23.8
ROE(%)	14.9	26.5	29.7	28.6	27.0
ROIC(%)	14.1	23.4	28.7	28.0	26.8
偿债能力					
资产负债率(%)	26.2	29.7	31.4	20.3	24.4
流动比率	2.6	2.8	2.6	4.4	3.7
速动比率	1.5	1.6	1.6	2.9	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	1.0	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	4.8	6.3	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	4.1	5.6	3.7	3.7	3.7
估值比率					
P/E	48.0	20.2	12.5	9.7	7.8
P/B	7.3	5.5	3.8	2.8	2.1
EV/EBITDA	34.4	15.4	9.3	6.9	4.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

