

## 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)

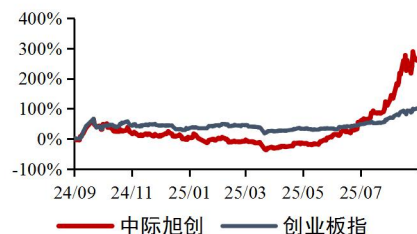
量将进一步

提升盈利，光模块全球最佳交付者地位不变

2025 年 9 月 17 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➤ 公司发布 2025 年半年报。2025 年半年度，公司实现营收 147.9 亿元，同比+37.0%；实现归母净利润 40.0 亿元，同比+69.4%。单 Q2 来看，公司实现营收 81.1 亿元，同环比分别+36.2%、+21.6%；实现归母净利润 24.1 亿元，同环比分别+78.8%、+52.4%。

事件点评

➤ 二季度收入环比增速快速提升、毛利率大幅改善主要由于大客户采购节奏加速以及高速硅光产品占比提升等。2025Q2 海外重点客户进一步增加资本开支，公司 800G 出货量快速增长，其中硅光比例也在快速提升，均有利于提升毛利率水平。Q2 1.6T 已开始逐步出货，公司预计未来两个季度 1.6T 将持续量产和规模出货，1.6T 产品以硅光为主预计有利于进一步提升毛利率。为满足大客户明年继续高速增长的需求，公司仍然致力于快速扩产保障交付能力。公司半年报固定资产为 61.1 亿元，较 2024 年报增长了 2.9 亿元，主要为机器设备的持续增加；存货为 91.7 亿元，较 2024 年报增长了 21.2 亿元，主要为原材料和在产品的增加。上半年公司光模块产能为 1161 万只，产量为 940 万只，较上年同期分别增长了 29%、44%，公司产能进一步向高速高端倾斜。国内方面，上半年公司实现营收 20.1 亿元，同比+51.4%，增速高于海外市场，这说明公司在国内主要互联网客户中也保持了领先地位同步受益于国内 AI 建设。

市场数据：2025 年 9 月 16 日

收盘价（元）：	411.42
年内最高/最低（元）：	448.00/67.20
流通 A 股/总股本（亿）：	11.06/11.11
流通 A 股市值（亿）：	4,548.25
总市值（亿）：	4,571.36

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	3.64
摊薄每股收益(元)：	3.64
每股净资产(元)：	21.82
净资产收益率(%)：	17.50

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

➤ 为何 2026 光模块市场仍然能连续保持高增长景气度？随着视频多模态、深度研究、智能体工作流在各主流大模型平台的上线，用户量增长、单任务运算量增长双重因素催化着推理 token 继续爆发，推理算力的需求是驱动全球云厂商资本开支的关键（同时多种形式的后训练也还在增加训练需求）。根据 7 月 30 日 Factset 一致预期，2025 海外四家云厂商合计资本开支预计同比增长 50%至 3338 亿美元。2026 年在特朗普政府的鼓励下投资将进一步扩大。据财新网报道，美国科技巨头在 9 月 4 日的白宫宴会上表达了“口头投资意愿”，如 Meta 到 2028 年投资 6000 亿美元、苹果投资 6000 亿美元、谷歌投资 2500 亿美元、微软每年投资 750-800 亿美元。由于英伟达 GPU 和自研 ASIC 的快速迭代，每代芯片 Scaleout 带宽或保持翻倍提升（例如从 GB200 的 400G 到 GB300 的 800G），带动同样架构下光模块使用飙升。另外一个因素是 Scaleup 网络光模块的增量，由于带宽的数量级提升和超节点规模的扩



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

大，光模块也有望接替铜连接。

➤ **高质量交付能力是强大护城河。**首先面向 Scaleout、Scaleup 多种场景光模块不再是批量标品，定制化难度增加，如谷歌 TPU 配套 OCS 的光模块需要环形器 BiDi 能力；二是供应链能力，2026 光芯片供给继续紧张下只能完全满足头部厂商大客户需求；三是高度标准化和独家 Knowhow 的扩产能力，公司在苏州、铜陵、泰国保持着多地高标准低成本交付；四是硅光龙头地位凸显，在 1.6T、3.2T 8 通道光模块中随着 EML 芯片成本增加硅光方案 BOM 成本优势更明显。

### 盈利预测与投资建议

我们认为公司在北美大客户市场交付份额稳定、扩产顺利，且硅光高端产品上量带动毛利率呈上行态势，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 93.7/181.1/248.9 亿元（前次预测为 83.5/107.2/133.1），9 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 48.8/25.2/18.4，维持“买入-A”评级。

### 风险提示

➤ 受 AI 应用落地不及预期影响北美资本开支不及预期；大客户导入新供应商导致公司既有供货份额下降；重要原材料 EML 等缺货导致供应能力无法满足需求；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	35,463	62,109	85,296
YoY(%)	11.2	122.6	48.6	75.1	37.3
净利润(百万元)	2,174	5,171	9,370	18,114	24,892
YoY(%)	77.6	137.9	81.2	93.3	37.4
毛利率(%)	33.0	33.8	39.4	41.5	41.0
EPS(摊薄/元)	1.96	4.65	8.43	16.30	22.40
ROE(%)	14.9	26.5	33.2	40.8	37.8
P/E(倍)	210.3	88.4	48.8	25.2	18.4
P/B(倍)	32.1	23.9	16.4	10.3	7.0
净利率(%)	20.3	21.7	26.4	29.2	29.2

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
<b>流动资产</b>	11319	18196	30782	49192	75476
现金	3317	5054	11512	17874	36016
应收票据及应收账款	2905	4671	7150	12567	14511
预付账款	59	80	195	219	393
存货	4295	7051	10851	17083	23191
其他流动资产	743	1340	1074	1449	1365
<b>非流动资产</b>	8687	10671	11281	13469	13940
长期投资	930	812	1152	1602	1822
固定资产	3948	5820	6611	8343	8552
无形资产	449	453	457	460	473
其他非流动资产	3361	3585	3061	3063	3093
<b>资产总计</b>	20007	28866	42064	62661	89415
<b>流动负债</b>	4360	6497	10307	13551	17968
短期借款	62	1426	1000	500	500
应付票据及应付账款	2163	3508	8105	11525	15687
其他流动负债	2135	1564	1202	1526	1780
<b>非流动负债</b>	872	2076	2214	2373	2131
长期借款	319	606	725	784	543
其他非流动负债	553	1470	1489	1589	1589
<b>负债合计</b>	5232	8573	12520	15924	20099
少数股东权益	513	1159	1600	2554	3864
股本	803	1121	1121	1121	1121
资本公积	8058	7731	7731	7731	7731
留存收益	5982	10799	18648	33902	54863
归属母公司股东权益	14261	19134	27943	44183	65452
<b>负债和股东权益</b>	20007	28866	42064	62661	89415

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1897	3165	9257	11352	23101
净利润	2208	5372	9811	19067	26202
折旧摊销	517	703	756	974	1187
财务费用	-84	-144	-42	-254	-487
投资损失	-323	33	50	35	-35
营运资金变动	-832	-3194	-1383	-8405	-3712
其他经营现金流	412	395	65	-66	-55
<b>投资活动现金流</b>	-1176	-2942	-1528	-3090	-1581
<b>筹资活动现金流</b>	-316	1492	-1270	-1901	-3377

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.96	4.65	8.43	16.30	22.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.85	8.33	10.22	20.79
每股净资产(最新摊薄)	12.83	17.22	25.15	39.76	58.91

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	10718	23862	35463	62109	85296
营业成本	7182	15796	21483	36315	50343
营业税金及附加	51	47	71	124	171
营业费用	125	199	248	342	426
管理费用	434	680	887	1366	1706
研发费用	739	1244	1596	2484	3327
财务费用	-84	-144	-42	-254	-487
资产减值损失	-158	-97	-177	-373	-512
公允价值变动收益	-3	67	-10	50	60
投资净收益	323	-33	-50	-35	35
<b>营业利润</b>	2494	6050	11064	21493	29544
营业外收入	2	5	5	7	9
营业外支出	4	2	4	6	8
<b>利润总额</b>	2492	6052	11065	21494	29545
所得税	285	681	1254	2427	3343
<b>税后利润</b>	2208	5372	9811	19067	26202
少数股东损益	34	200	441	953	1310
<b>归属母公司净利润</b>	2174	5171	9370	18114	24892
EBITDA	2977	6755	11769	22315	30395

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.2	122.6	48.6	75.1	37.3
营业利润(%)	87.9	142.6	82.9	94.3	37.5
归属于母公司净利润(%)	77.6	137.9	81.2	93.3	37.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.0	33.8	39.4	41.5	41.0
净利率(%)	20.3	21.7	26.4	29.2	29.2
ROE(%)	14.9	26.5	33.2	40.8	37.8
ROIC(%)	14.1	23.4	31.5	40.3	38.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.2	29.7	29.8	25.4	22.5
流动比率	2.6	2.8	3.0	3.6	4.2
速动比率	1.5	1.6	1.9	2.3	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	1.0	1.0	1.2	1.1
应收账款周转率	4.8	6.3	6.0	6.3	6.3
应付账款周转率	4.1	5.6	3.7	3.7	3.7
<b>估值比率</b>					
P/E	210.3	88.4	48.8	25.2	18.4
P/B	32.1	23.9	16.4	10.3	7.0
EV/EBITDA	154.3	68.2	38.6	20.1	14.2

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 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,本报告的任何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

