



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

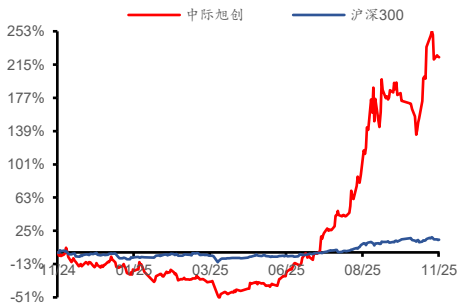
行业: 通信
日期: 2025年11月05日

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)	477.01
12mth A 股价格区间 (元)	71.99-520.72
总股本 (百万股)	1,111.12
无限售 A 股/总股本	99.49%
流通市值 (亿元)	5,273.35

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《H1 业绩稳步提升, 公司成长确定性不变》

——2025 年 08 月 29 日

《Q1 业绩稳步提升, 利润端持续边际改善》

——2025 年 04 月 24 日

旭创三季报业绩稳增长, AI 浪潮驱动高成长

——中际旭创 2025 年三季报点评

■ 投资摘要

事件概述

中际旭创 2025 年三季报业绩表现亮眼, 前三季度实现营业收入 250.05 亿元, 同比增长 44.43%; 归母净利润 71.32 亿元, 同比大幅增长 90.05%。单季度来看, Q3 实现营收 102.16 亿元, 同比增长 56.83%, 归母净利润 31.37 亿元, 同比增长 124.98%, 营收与归母净利润环比分别提升 25.89% 和 30.04%。

分析与判断

GPU 出货大增, 光模块需求持续向好。产业趋势方面, 英伟达在近期 GTC 大会上指出, 其 Blackwell 与 Rubin 架构 GPU 在 2025 至 2026 年期间有望贡献超过 5000 亿美元收入, 预计出货量达 2000 万颗, 为 Hopper 架构 23-25 年收入的 5 倍。随着 Rubin 平台 GPU 与光模块配比进一步提升, 我们认为高端光模块产业链有望深度受益。

中际旭创成本管控能力持续增强, 研发投入力度显著提升。费用方面, 2025 年前三季度公司销售、管理、研发费用率分别为 0.64%、2.02%、3.78%, 较 24 年年末分别下降 0.20、0.83 和 1.43 个百分点; 从绝对值看, 销/管/研三项费用同比分别增长 19.03%、7.30% 和 27.41%, 增速均显著低于营收增长, 体现经营效率提升。利润率方面, 费用管控优化推动净利率稳步上行, 2025 前三季度公司净利率达 30.27%, 较 24 年末的 22.51% 实现明显提升。

中际旭创的长期成长逻辑保持稳固, 业绩增长空间有望持续打开。我们认为, 公司在本次三季报中所展现的营收与利润双升趋势, 进一步验证了其增长的可持续性。从产品结构来看, 传统光模块加速向着 1.6T 高速率的量产推进, 有益于产品结构的优化。

■ 投资建议

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 376.59、761.81、912.76 亿元, 实现归母净利润 89.87、187.06、234.90 亿元, 同比增长 73.97%、107.91%、25.58%, 对应 PE 为 58.91/28.33/22.56 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	37659	76181	91276
年增长率	122.6%	57.8%	102.3%	19.8%
归母净利润	5171	8997	18706	23490
年增长率	137.9%	74.0%	107.9%	25.6%
每股收益（元）	4.65	8.10	16.84	21.14
市盈率（X）	102.49	58.91	28.33	22.56
市净率（X）	27.70	19.07	11.40	7.60

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 11 月 05 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	7967	16359	33817
应收票据及应收账款	4671	7897	17177	19196
存货	7051	12957	23628	28921
其他流动资产	1420	1927	2618	3023
流动资产合计	18196	30748	59782	84957
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	6666	7722	8457
在建工程	53	92	128	160
无形资产	378	376	394	392
其他非流动资产	3609	4066	4192	4329
非流动资产合计	10671	12107	13431	14356
资产总计	28866	42855	73213	99313
短期借款	1426	2789	4153	5516
应付票据及应付账款	3508	6001	12444	13773
合同负债	10	0	0	0
其他流动负债	1554	3063	6538	6022
流动负债合计	6497	11853	23134	25311
长期借款	606	388	285	274
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1470	1479	1488	1494
非流动负债合计	2076	1867	1773	1768
负债合计	8573	13720	24907	27079
股本	1121	1111	1111	1111
资本公积	7731	7915	7915	7915
留存收益	10799	19299	38005	61273
归属母公司股东权益	19134	27791	46496	69764
少数股东权益	1159	1344	1811	2469
股东权益合计	20293	29135	48307	72233
负债和股东权益合计	28866	42855	73213	99313

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	4825	9426	18487
净利润	5372	9182	19172	24149
折旧摊销	713	887	1029	1195
营运资金变动	-3013	-4962	-10832	-6845
其他	93	-282	57	-12
投资活动现金流量	-2942	-2154	-2215	-2150
资本支出	-2857	-1787	-2120	-1940
投资变动	-106	-265	22	-58
其他	20	-103	-118	-152
筹资活动现金流量	1492	295	1182	1121
债权融资	1685	659	1269	1359
股权融资	246	173	0	0
其他	-439	-537	-88	-238
现金净流量	1754	2913	8392	17458

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23862	37659	76181	91276
营业成本	15796	24813	48788	57469
营业税金及附加	47	166	282	306
销售费用	199	241	670	717
管理费用	680	761	1905	2282
研发费用	1244	1424	3047	3651
财务费用	-144	-8	-32	-230
资产减值损失	-79	-20	24	23
投资收益	-33	3	3	0
公允价值变动损益	67	0	0	0
营业利润	6050	10247	21549	27104
营业外收支净额	2	8	3	5
利润总额	6052	10256	21552	27109
所得税	681	1073	2381	2960
净利润	5372	9182	19172	24149
少数股东损益	200	185	466	658
归属母公司股东净利润	5171	8997	18706	23490

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	33.8%	34.1%	36.0%	37.0%
净利率	21.7%	23.9%	24.6%	25.7%
净资产收益率	27.0%	32.4%	40.2%	33.7%
资产回报率	17.9%	21.0%	25.5%	23.7%
投资回报率	22.7%	28.3%	36.2%	30.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	122.6%	57.8%	102.3%	19.8%
EBIT 增长率	174.2%	74.3%	110.0%	24.9%
归母净利润增长率	137.9%	74.0%	107.9%	25.6%
每股指标 (元)				
每股收益	4.65	8.10	16.84	21.14
每股净资产	17.22	25.01	41.85	62.79
每股经营现金流	2.85	4.34	8.48	16.64
每股股利	0.50	0.20	0.20	0.20
营运能力指标				
总资产周转率	0.98	1.05	1.31	1.06
应收账款周转率	6.64	6.27	6.51	5.33
存货周转率	2.78	2.48	2.67	2.19
偿债能力指标				
资产负债率	29.7%	32.0%	34.0%	27.3%
流动比率	2.80	2.59	2.58	3.36
速动比率	1.62	1.43	1.51	2.16
估值指标				
P/E	102.49	58.91	28.33	22.56
P/B	27.70	19.07	11.40	7.60
EV/EBITDA	20.65	47.19	22.98	17.89

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