

买入

2025 年 11 月 10 日

与 AWS 合作有实质进展，静待光模块明年放量

➤ **业绩回顾及展望：**25Q3 单季度，公司收入 1.19 亿美元，处于指引 1.15-1.27 亿美元范围，同比增长 81.9%，环比增长 15%。Non-GAAP 毛利率 31%，环比提升 0.6 个百分点，同比增长 6 个百分点，主要受益于业务结构的改善。数据中心业务收入 0.44 亿美元，环比出现下滑，主要原因为产品交付节奏影响收入确认，相关收入将计入四季度业绩。25Q4 收入指引为 1.25-1.40 亿美元，Non-GAAP 毛利率 29-31%，其中预计数据中心业务将环比显著增长，受益于 400G 单模光模块量产出货，以及 800G 的大批量送样产品发货。

➤ **积极扩产迎接客户爆发性需求：**北美云厂商资本开支积极，在最新季报期纷纷上调资本开支预期，重点投资于 AI 算力。光模块作为算力投资的核心环节，显著受益于全球算力投资的高速增长，预计 26 年全球 800G、1.6T 光模块出货将分别超过 4,500 万只和 2,800 万只。公司积极扩产应对不断爆发的客户需求。预计到 2025 年底，公司将拥有 10 万只/月的 800G 产能和 10 万只/月的 400G 产能。2026 年产能规模将因应客户订单的持续落地而进一步扩张。

➤ **与 AWS 合作有实质进展：**公司 400G 单模光模块完成 AWS 认证，已经实质性出货，预计 25Q4 出货量大幅增长。800G 单模光模块也即将进入客户验证的最后阶段，预计即将迎来客户端万只级别的批量订单做最后测试认证。我们认为公司与 AWS 的合作取得实质性进展，光模块业务有望在 26 年迎来放量。

➤ **目标价 42.2 美元，维持买入评级：**预计公司 2025-2027 年收入分别为 4.47 亿/12.59 亿/18.03 亿美元，Non-GAAP 归母净利润-0.02 亿/1.92 亿/3.50 亿美元。与 AWS 的合作将在 26 年给公司收入和利润端带来突变。给与公司 2026 年 15 倍 PE，对应目标价 42.2 美元，市值 28.8 亿美元，较现价有 47.7% 的上升空间，维持买入评级。

➤ **风险提示：**与 Amazon 合作不及预期，全球算力投资不及预期，高速率光模块研发和量产进度不及预期，供应链波动影响，技术迭代

黄晨

+852-2532 1954

chen.huang@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

+852-2532 1956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	通信
股价	28.57 美元
目标价	42.2 美元
上涨空间	(+47.7%)
股票代码	AAOI
已发行股本	0.683 亿股
总市值	19.51 亿美元
52 周高/低	44.50/9.71 美元
每股净资产	8.18 美元
主要股东	Vanguard (12.0%) Blackrock (6.8%)

表：盈利摘要

截止12月31日	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
营业额（百万美元）	218	249	447	1,259	1,803
变动（%）	(70.1)	14.6	79.3	181.7	43.2
GAAP净利润（百万美元）	(56.0)	(186.7)	(47.2)	142.2	295.0
NonGAAP净利润（百万美元）	(13)	(33)	(2)	192	350
NonGAAP每股盈余（美元）	(0.2)	(0.5)	(0.0)	2.8	5.1
变动（%）	NA	NA	NA	NA	82.0
市盈率（倍）@28.57美元	NA	NA	(875.1)	10.1	5.6
市销率（倍）@28.57美元	9.0	7.8	4.4	1.5	1.1

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
百万美元，财务年度截至12月底						百万美元，财务年度截至12月底					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	218	249	447	1,259	1,803	盈利能力					
毛利	59	62	136	427	647	毛利率	27.1%	24.8%	30.3%	33.9%	35.9%
销售费用	11	18	27	38	45	营业利润率	-19.0%	-28.4%	-9.7%	12.9%	18.4%
管理费用	53	60	72	101	126	归母净利率（GAAP）	-25.7%	-74.9%	-10.6%	11.3%	16.4%
研发费用	36	55	80	126	144	归母净利率（NON-GAAP）	-6.1%	-13.1%	-0.5%	15.3%	19.4%
营业利润	(41)	(71)	(43)	162	332	营运表现					
利息收入	1	1	1	1	1	SG&A/收入(%)	29.5%	31.2%	22.0%	11.0%	9.5%
财务费用	(9)	(7)	(5)	(5)	(5)	研发费用率	16.5%	22.0%	18.0%	10.0%	8.0%
营业外收支	(6)	(110)	0	0	0	实际税率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%
税前盈利	(56)	(187)	(47)	158	328	库存周转天数	144.9	169.2	156.5	128.6	120.0
所得税	(0)	(0)	0	16	33	应付账款天数	109.7	238.4	166.9	135.3	118.3
归母净利润（GAAP）	(56)	(187)	(47)	142	295	应收账款天数	79.9	168.6	144.0	120.0	102.9
归母净利润（Non-GAAP）	(13)	(33)	(2)	192	350	财务状况					
增长						总负债/总资产	0.45	0.58	0.37	0.56	0.46
收入（%）	-2.2%	14.6%	79.3%	181.7%	43.2%	收入/总资产	0.56	0.46	0.49	0.99	1.07
营业利润（%）	NA	NA	NA	NA	104.7%						
归母净利润（%）	NA	NA	NA	NA	82.0%						
资产负债表						现金流量表					
百万美元，财务年度截至12月底						百万美元，财务年度截至12月底					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	45	67	214	43	209	净利润	(878)	(457)	2,766	4,808	8,228
应收账款	48	117	179	420	515	折旧与摊销	98	88	95	147	185
存货	64	88	135	297	385	股权支付薪资	12	15	25	30	35
其他流动资产	15	29	42	62	82	营运资金变化	6	(36)	(89)	(234)	(117)
总流动资产	173	301	570	822	1,191	其他	(754)	(321)	2,881	4,771	8,065
固定资产	200	219	311	423	475	营运现金流	(8)	(69)	(83)	(21)	266
土地使用权	5	5	5	4	4	资本开支	(9)	(43)	(120)	(150)	(100)
其他固定资产	11	22	22	22	22	其他投资活动	(6)	(7)	0	0	0
总资产	389	547	908	1,271	1,692	投资活动现金流	(15)	(51)	(120)	(150)	(100)
应付账款	48	124	144	313	380	负债变化	(31)	4	0	0	0
短期银行贷款	23	22	22	222	222	股本变化	69	146	350	0	0
其他短期负债	22	23	23	23	23	股息	0	0	0	0	0
总短期负债	93	170	190	559	626	其他融资活动	2	(8)	0	0	0
可转债	76	134	134	134	134	融资活动现金流	41	142	350	0	0
其他负债	5	13	13	13	13	现金变化	19	24	147	(171)	166
总负债	174	318	338	707	774	期初持有现金	36	55	79	226	55
股东权益	215	229	569	564	919	期末持有现金	55	79	226	55	220

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。