

中际旭创 (300308)

 证券研究报告
2026年02月02日

算力 CapEx 持续加码，硅光与 1.6T 双轮驱动，公司盈利能力进入上行通道

事件：公司发布 2025 年业绩预告，预计归母净利润 98 亿元-118 亿元 (YoY +89.5% - +128.17%)，扣非归母净利润 97 亿元-117 亿元 (YoY +91.38%→+130.84%)。

单季净利环比增近 17%，高速光模块放量驱动业绩加速释放

单 Q4 归母净利润预计为 26.68-46.68 亿元，中位数为 36.68 亿元 (QoQ +16.93%)。2025 年受益于终端客户对算力基础设施的强劲投入，公司产品出货较快增长，其中高速光模块占比持续提高，且随着产品方案不断优化、运营效率继续提升，公司营业收入与净利润均较去年同期实现较大增长。

光模块主业增超 90%，剔除非经营因素，公司盈利质量大幅提升

2025 年，公司实现合并净利润约 105 亿元-127 亿元，比上年同期增加 95.47% - 136.42%。光模块业务实现合并净利润约 108 亿元 - 131 亿元，比上年同期增加 90.81% - 131.44%，高于归母净利润 10-13 亿元，主要原因在于 (1) 确认股权激励费用约 2.2 亿元；(2) 计提资产减值约 1.13 亿元；(3) 因美元汇率持续下跌产生汇兑损失约 2.7 亿元；(4) 确认投资收益及公允价值变动损益带来净利润增加约 2.96 亿元。

北美云厂商 CapEx 指引积极，下游需求旺盛

微软、亚马逊、谷歌、Meta、甲骨文科技五大科技巨头 2025 资本支出总额将超过 3700 亿美元 (约合 2.6 万亿人民币)，总增速约为 64%。2026 年预计资本支出将超过 4700 亿美元 (约合 3.3 万亿人民币)，计算 2026 年资本支出增速有望超过 26%。

1.6T 将大规模出货，毛利率有望提升

2025Q3，重点客户开始部署 1.6T 并持续增加订单，未来几个季度 1.6T 出货量有望持续增长。预计 2026-2027 年其他重点客户也将大规模部署 1.6T。1.6T 的毛利率预计将比 800G 更高，1.6T 的放量有助于毛利率提升。同时公司积极推进高端产品如 1.6T 和 800G 在国内和海外的产能建设，保证在行业需求快速提升的同时，保持交付能力的优势。

硅光模块在 800G/1.6T 产品中比例提升，优势持续显现

公司硅光方案得到更多客户的认可，800G 和 1.6T 产品中硅光比例有望持续提升。更多客户加快了硅光 800G 的导入，且 1.6T 上也加大了硅光方案的投入。硅光方案优势有望持续显现，其 BOM 成本更低，且在发射端和接收端都有较高的集成度，集成度和价值量更高，有利于提升毛利率水平。

投资建议：我们认为，AI 算力需求持续增长，公司作为全球光模块龙头，深度受益于下游大客户 CapEx 增长。五大科技巨头 2025 资本支出总额将超过 3700 亿美元，大规模的 AI 算力建设和云数据中心升级带动了高速光模块需求的持续稳定增长。2027 年，1.6T 更大规模上量、Scale-up 的光连接方案和全光交换机方案等产业趋势也将逐步显现。公司的光模块产品领先的技术研发实力以及全面量产交付能力位居行业前列，营收与利润规模有望持续再上台阶。我们上调公司 25-27 年归母净利润为 107.55/227.10/372.32 亿元 (此前预测 25-27 年归母净利润为 78.7/103.3/124.0 亿元)，对应年 PE 为 61.05/28.91/17.64X，维持“买入”评级。

风险提示：AI 进展低于预期，下游应用推广不及预期，贸易摩擦等风险，业绩预告仅为初步核算结果，具体财务数据以公司披露的年报为准。

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	38,100.71	70,680.63	99,730.37
增长率(%)	11.16	122.64	59.67	85.51	41.10
EBITDA(百万元)	3,865.91	7,897.20	14,084.33	28,199.50	45,319.38
归属母公司净利润(百万元)	2,173.53	5,171.49	10,755.42	22,710.49	37,232.10
增长率(%)	77.58	137.93	107.98	111.15	63.94
EPS(元/股)	2.71	4.61	9.68	20.44	33.51
市盈率(P/E)	218.30	128.13	61.05	28.91	17.64
市净率(P/B)	33.27	34.63	22.36	13.23	7.94
市销率(P/S)	44.27	27.77	17.24	9.29	6.58
EV/EBITDA	22.58	17.11	46.57	22.74	13.77

资料来源：wind，天风证券研究所

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	591 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,111.12
流通 A 股股本(百万股)	1,105.50
A 股总市值(百万元)	656,670.94
流通 A 股市值(百万元)	653,350.78
每股净资产(元)	23.75
资产负债率(%)	29.47
一年内最高/最低(元)	658.80/67.20

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

- 《中际旭创-年报点评报告：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》 2025-05-12
- 《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
- 《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

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	3,724.30	19,580.61	38,597.52
应收票据及应收账款	2,904.79	4,670.63	9,087.96	16,435.60	19,578.15
预付账款	59.31	80.34	666.03	641.32	1,034.81
存货	4,294.66	7,051.32	19,071.53	21,238.61	34,632.56
其他	743.36	1,339.66	648.47	740.97	734.16
流动资产合计	11,319.39	18,195.74	33,198.29	58,637.11	94,577.19
长期股权投资	930.33	811.80	811.80	811.80	811.80
固定资产	3,947.63	5,819.88	5,170.24	4,520.59	3,870.95
在建工程	328.57	52.54	1,352.54	2,652.54	3,952.54
无形资产	448.51	453.40	354.54	255.68	156.82
其他	3,032.32	3,532.92	3,451.59	3,370.27	3,288.95
非流动资产合计	8,687.35	10,670.53	11,140.71	11,610.88	12,081.05
资产总计	20,006.75	28,866.28	44,339.00	70,247.99	106,658.24
短期借款	62.20	1,425.68	1,425.00	1,425.00	1,425.00
应付票据及应付账款	2,163.48	3,507.82	5,199.80	10,052.69	9,502.22
其他	2,134.80	1,563.88	4,397.99	4,132.95	6,238.08
流动负债合计	4,360.48	6,497.38	11,022.79	15,610.64	17,165.29
长期借款	318.72	606.28	600.00	600.00	600.00
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	2,069.77	2,069.77	2,069.77
负债合计	5,232.25	8,573.44	13,092.56	17,680.41	19,235.06
少数股东权益	513.48	1,158.95	1,879.45	2,943.26	4,687.29
股本	802.83	1,121.17	1,111.12	1,111.12	1,111.12
资本公积	8,057.57	7,731.32	7,914.71	7,914.71	7,914.71
留存收益	5,982.43	10,798.83	20,371.15	40,583.49	73,720.06
其他	(581.80)	(517.44)	(30.00)	15.00	(10.00)
股东权益合计	14,774.50	20,292.84	31,246.44	52,567.58	87,423.18
负债和股东权益总计	20,006.75	28,866.28	44,339.00	70,247.99	106,658.24

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,207.65	5,371.78	10,755.42	22,710.49	37,232.10
折旧摊销	516.62	703.46	748.50	748.50	748.50
财务费用	48.57	36.33	(23.24)	(210.87)	(660.91)
投资损失	(323.17)	32.61	(296.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,423.19)	(2,729.26)	(12,232.20)	(4,911.33)	(15,284.20)
其它	870.64	(250.34)	802.55	1,197.29	1,962.58
经营活动现金流	1,897.13	3,164.58	(244.97)	19,484.09	23,948.08
资本支出	1,651.39	1,209.33	1,300.00	1,300.00	1,300.00
长期投资	294.59	(118.53)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,122.15)	(4,032.80)	(1,789.45)	(2,554.00)	(2,556.00)
投资活动现金流	(1,176.17)	(2,942.00)	(489.45)	(1,254.00)	(1,256.00)
债权融资	(945.66)	1,880.93	16.28	210.87	660.91
股权融资	(55.53)	(499.10)	(611.37)	(2,584.64)	(4,336.08)
其他	685.30	110.65	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(315.89)	1,492.48	(595.09)	(2,373.77)	(3,675.17)
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	(1,329.51)	15,856.32	19,016.90

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	38,100.71	70,680.63	99,730.37
营业成本	7,181.88	15,795.57	22,391.02	39,220.68	50,284.05
营业税金及附加	50.63	46.91	118.11	204.97	249.33
销售费用	124.84	199.27	278.14	480.63	628.30
管理费用	433.59	679.54	906.80	1,342.93	1,845.01
研发费用	739.37	1,244.03	1,447.83	2,120.42	2,293.80
财务费用	(83.57)	(144.43)	(23.24)	(210.87)	(660.91)
资产/信用减值损失	(157.84)	(97.49)	25.00	(93.00)	(93.00)
公允价值变动收益	(3.48)	66.88	(7.00)	2.00	3.00
投资净收益	323.17	(32.61)	296.00	50.00	50.00
其他	61.01	71.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,494.10	6,049.94	13,296.06	27,480.86	45,050.79
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	13,293.06	27,477.91	45,047.91
所得税	284.81	680.66	1,728.10	3,572.13	5,856.23
净利润	2,207.65	5,371.78	11,564.96	23,905.78	39,191.68
少数股东损益	34.12	200.29	809.55	1,195.29	1,959.58
归属于母公司净利润	2,173.53	5,171.49	10,755.42	22,710.49	37,232.10
每股收益(元)	2.71	4.61	9.68	20.44	33.51

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	11.16%	122.64%	59.67%	85.51%	41.10%
营业利润	87.89%	142.57%	119.77%	106.68%	63.94%
归属于母公司净利润	77.58%	137.93%	107.98%	111.15%	63.94%
获利能力					
毛利率	32.99%	33.80%	41.23%	44.51%	49.58%
净利率	20.28%	21.67%	28.23%	32.13%	37.33%
ROE	15.24%	27.03%	36.62%	45.76%	45.00%
ROIC	22.23%	48.14%	73.09%	82.77%	112.90%
偿债能力					
资产负债率	26.15%	29.70%	29.53%	25.17%	18.03%
净负债率	-16.09%	-11.72%	-3.38%	-32.17%	-41.10%
流动比率	2.60	2.80	3.01	3.76	5.51
速动比率	1.61	1.72	1.28	2.40	3.49
营运能力					
应收账款周转率	4.80	6.30	5.54	5.54	5.54
存货周转率	2.62	4.21	2.92	3.51	3.57
总资产周转率	0.59	0.98	1.04	1.23	1.13
每股指标(元)					
每股收益	2.71	4.61	9.68	20.44	33.51
每股经营现金流	2.36	2.82	-0.22	17.54	21.55
每股净资产	17.76	17.07	26.43	44.66	74.46
估值比率					
市盈率	218.30	128.13	61.05	28.91	17.64
市净率	33.27	34.63	22.36	13.23	7.94
EV/EBITDA	22.58	17.11	46.57	22.74	13.77
EV/EBIT	25.70	18.63	49.19	23.36	14.00

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