

中际旭创 (300308.SZ)

强烈推荐 (维持)

26Q1 业绩环比高增，光互连龙头竞争力突出

2025年4月17日，公司发布2025年一季度报告。公司25Q1实现营收195.0亿元，同比增长192.1%，环比增长47.3%；实现归母净利润57.4亿元，同比增长262.3%，环比增长56.5%。1.6T光模块上量及硅光方案渗透率持续提升，驱动公司业绩环比高增；公司物料准备充分，下游需求强劲，Scale up光互联也将带来新增量，公司增长空间可观。

- 公司26Q1业绩实现高速增长，主要得益于下游需求持续提升及物料准备充分，高速光模块延续放量。2026年一季度，公司实现营收195.0亿元 (yoy+192.1%，qoq+47.3%)，归母净利润57.4亿元 (yoy+262.3%，qoq+56.5%)，毛利率达46.1% (环比提升超4pct)。公司业绩增幅高于营收，毛利率近一年稳步提升且仍有望保持稳中有升趋势，主要是800G、1.6T等高端产品的出货比重增加，以及硅光渗透率和产品良率进一步提高。
- 公司供应链能力突出，积极备产备物料，为26全年交付做好充分准备。中际旭创凭借规模优势、长协锁定乃至利用资本纽带绑定等方式，构建产能及交付的双重壁垒。截至2026年一季度末，公司在建工程23.6亿，环比增长超9亿元，产能持续扩张；预付款达14.9亿元，较25Q4增长超10倍，主要用于锁定物料；存货接近157亿元，环比增长近30亿，为后续生产积极备料。随着产能扩张稳步推进、备货力度加大，公司高端产品出货量有望进一步提升，1.6T出货量有望保持环比增长。
- 公司27年光模块需求指引清晰，光互连全场景产品储备充分，长期业绩增长空间可期。中际旭创重点客户已给出26年及27年的需求指引并正式下达26年订单，部分重点客户开始规划28年需求，长期需求可见度逐渐清晰。同时，公司充分储备光互连全场景产品，NPO已获得下游云厂商明确需求指引，XPO也在积极推广阶段，均有望在27年量产。Scale up场景下光互连渗透率持续提升，有望为公司中长期业绩贡献增长新动能。
- 投资建议：公司通过产能、技术、物料等多维壁垒构筑交付能力并奠定龙头地位，2026年及2027年业绩释放潜力可观。考虑1.6T及NPO等下游需求已逐步清晰且有所上修，我们同步上修公司盈利预期。预计公司2026-2028年收入分别为948.7亿元、1892.3亿元、2365.4亿元，归母净利润分别为293.9亿元、592.3亿元、751.1亿元，对应2026-2028年PE分别为32.1倍、15.9倍、12.6倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：下游市场需求不及预期、高端产品价格不及预期、原材料价格波动的风险、市场竞争加剧、全球贸易摩擦加剧等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 23862 | 38240 | 94867 | 189228 | 236535 |
| 同比增长 | 123% | 60% | 148% | 99% | 25% |
| 营业利润(百万元) | 6050 | 13597 | 37209 | 75882 | 97313 |
| 同比增长 | 143% | 125% | 174% | 104% | 28% |
| 归母净利润(百万元) | 5171 | 10797 | 29386 | 59226 | 75105 |
| 同比增长 | 138% | 109% | 172% | 102% | 27% |
| 每股收益(元) | 4.65 | 9.72 | 26.45 | 53.30 | 67.59 |
| PE | 182.6 | 87.5 | 32.1 | 15.9 | 12.6 |
| PB | 49.4 | 31.7 | 16.1 | 8.7 | 5.8 |

资料来源：公司数据、招商证券

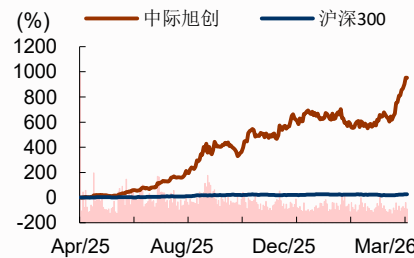
TMT及中小盘/通信
目标估值：NA
当前股价：850.0元

基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(百万股) | 1111 |
| 已上市流通股(百万股) | 1105 |
| 总市值(十亿元) | 944.5 |
| 流通市值(十亿元) | 939.7 |
| 每股净资产(MRQ) | 32.0 |
| ROE(TTM) | 42.0 |
| 资产负债率 | 32.6% |
| 主要股东 | 山东中际投资控股有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 10.93% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 52 | 132 | 997 |
| 相对表现 | 50 | 127 | 971 |



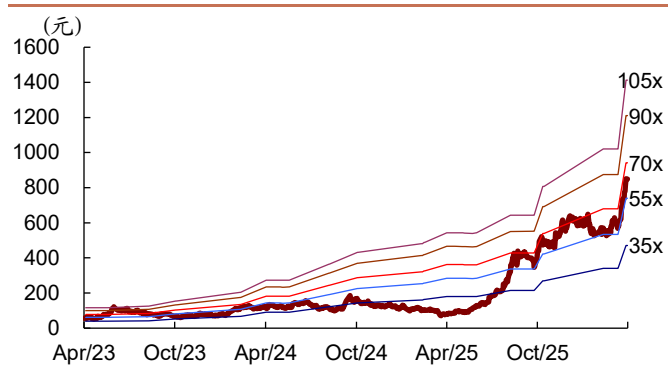
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中际旭创(300308)—1.6T领先放量，从光模块龙头向全场景光互连平台蜕变》2026-01-14
- 《中际旭创(300308)—25Q3业绩环比高增，物料产能准备充分应对26年需求》2025-10-31
- 《中际旭创(300308)—25Q2净利率超预期，规模优势与先发优势突出》2025-08-27

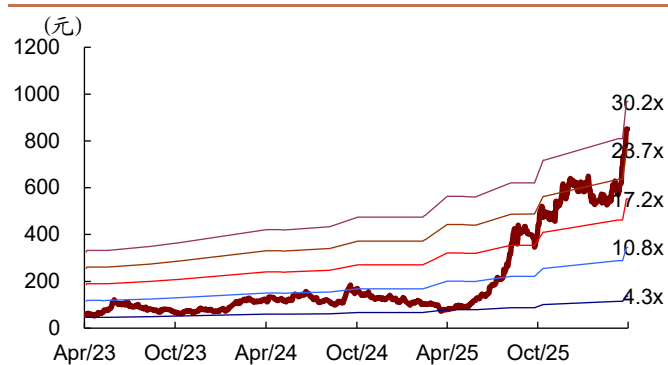
梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
罗嘉成 S1090525070006
luojiacheng@cmschina.com.cn

图1: 中际旭创历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图2: 中际旭创历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 18196 | 31084 | 71077 | 144270 | 214336 |
| 现金 | 5054 | 10987 | 23431 | 50341 | 98233 |
| 交易性投资 | 523 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 应收票据 | 67 | 73 | 180 | 359 | 449 |
| 应收款项 | 4604 | 6277 | 15572 | 31061 | 38826 |
| 其它应收款 | 237 | 152 | 376 | 751 | 939 |
| 存货 | 7051 | 12681 | 29285 | 57327 | 70366 |
| 其他 | 661 | 905 | 2223 | 4422 | 5514 |
| 非流动资产 | 10671 | 14205 | 15017 | 14693 | 13880 |
| 长期股权投资 | 812 | 1263 | 1263 | 1263 | 1263 |
| 固定资产 | 5820 | 7081 | 8181 | 8141 | 7606 |
| 无形资产商誉 | 2392 | 2371 | 2133 | 1920 | 1728 |
| 其他 | 1647 | 3491 | 3440 | 3369 | 3283 |
| 资产总计 | 28866 | 45289 | 86094 | 158964 | 228216 |
| 流动负债 | 6497 | 11558 | 21322 | 38631 | 46079 |
| 短期借款 | 1426 | 301 | 600 | 600 | 0 |
| 应付账款 | 3508 | 7800 | 18014 | 35264 | 43285 |
| 预收账款 | 10 | 26 | 61 | 119 | 146 |
| 其他 | 1554 | 3430 | 2647 | 2648 | 2648 |
| 长期负债 | 2076 | 2109 | 2109 | 2109 | 2109 |
| 长期借款 | 606 | 510 | 510 | 510 | 510 |
| 其他 | 1470 | 1599 | 1599 | 1599 | 1599 |
| 负债合计 | 8573 | 13668 | 23431 | 40740 | 48189 |
| 股本 | 1121 | 1111 | 1111 | 1111 | 1111 |
| 资本公积金 | 7162 | 8060 | 8060 | 8060 | 8060 |
| 留存收益 | 10851 | 20594 | 49424 | 99835 | 154211 |
| 少数股东权益 | 1159 | 1856 | 4068 | 9218 | 16646 |
| 归属于母公司所有者权益 | 19134 | 29765 | 58595 | 109006 | 163381 |
| 负债及权益合计 | 28866 | 45289 | 86094 | 158964 | 228216 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 3165 | 10896 | 14967 | 36043 | 68907 |
| 净利润 | 5372 | 11580 | 31597 | 64376 | 82533 |
| 折旧摊销 | 703 | 911 | 1248 | 1354 | 1314 |
| 财务费用 | 36 | 162 | 54 | 6 | (95) |
| 投资收益 | 33 | (379) | (633) | (719) | (719) |
| 营运资金变动 | (2964) | (1452) | (17303) | (28979) | (14128) |
| 其它 | (16) | 75 | 3 | 5 | 2 |
| 投资活动现金流 | (2942) | (2619) | (1428) | (311) | 219 |
| 资本支出 | (2866) | (2760) | (2000) | (1000) | (500) |
| 其他投资 | (76) | 141 | 573 | 689 | 719 |
| 筹资活动现金流 | 1492 | (2144) | (1095) | (8822) | (21234) |
| 借款变动 | 803 | (2396) | (486) | 0 | (600) |
| 普通股增加 | 318 | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (275) | 898 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (361) | (561) | (556) | (8816) | (20729) |
| 其他 | 1007 | (75) | (54) | (6) | 95 |
| 现金净增加额 | 1715 | 6134 | 12444 | 26910 | 47892 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 | 23862 | 38240 | 94867 | 189228 | 236535 |
| 营业成本 | 15796 | 22166 | 51190 | 100206 | 122998 |
| 营业税金及附加 | 47 | 78 | 193 | 384 | 480 |
| 营业费用 | 199 | 226 | 664 | 1325 | 1656 |
| 管理费用 | 680 | 761 | 1992 | 3974 | 4967 |
| 研发费用 | 1244 | 1615 | 3984 | 7948 | 9934 |
| 财务费用 | (144) | 183 | 54 | 6 | (95) |
| 资产减值损失 | (106) | (153) | (213) | (223) | 0 |
| 公允价值变动收益 | 67 | 14 | 32 | 27 | 27 |
| 其他收益 | 81 | 146 | 146 | 146 | 146 |
| 投资收益 | (33) | 379 | 455 | 546 | 546 |
| 营业利润 | 6050 | 13597 | 37209 | 75882 | 97313 |
| 营业外收入 | 5 | 10 | 15 | 18 | 18 |
| 营业外支出 | 2 | 7 | 11 | 13 | 13 |
| 利润总额 | 6052 | 13600 | 37213 | 75887 | 97318 |
| 所得税 | 681 | 2020 | 5616 | 11511 | 14785 |
| 少数股东损益 | 200 | 782 | 2212 | 5150 | 7428 |
| 归属于母公司净利润 | 5171 | 10797 | 29386 | 59226 | 75105 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 123% | 60% | 148% | 99% | 25% |
| 营业利润 | 143% | 125% | 174% | 104% | 28% |
| 归母净利润 | 138% | 109% | 172% | 102% | 27% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 33.8% | 42.0% | 46.0% | 47.0% | 48.0% |
| 净利率 | 21.7% | 28.2% | 31.0% | 31.3% | 31.8% |
| ROE | 31.0% | 44.2% | 66.5% | 70.7% | 55.1% |
| ROIC | 27.1% | 41.6% | 65.1% | 70.2% | 54.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 29.7% | 30.2% | 27.2% | 25.6% | 21.1% |
| 净负债比率 | 9.3% | 3.5% | 1.3% | 0.7% | 0.2% |
| 流动比率 | 2.8 | 2.7 | 3.3 | 3.7 | 4.7 |
| 速动比率 | 1.7 | 1.6 | 2.0 | 2.3 | 3.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.0 | 1.0 | 1.4 | 1.5 | 1.2 |
| 存货周转率 | 2.8 | 2.2 | 2.4 | 2.3 | 1.9 |
| 应收账款周转率 | 6.3 | 6.9 | 8.6 | 8.0 | 6.7 |
| 应付账款周转率 | 5.6 | 3.9 | 4.0 | 3.8 | 3.1 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 4.65 | 9.72 | 26.45 | 53.30 | 67.59 |
| 每股经营净现金 | 2.85 | 9.81 | 13.47 | 32.44 | 62.02 |
| 每股净资产 | 17.22 | 26.79 | 52.74 | 98.10 | 147.04 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.50 | 7.93 | 18.66 | 23.66 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 182.6 | 87.5 | 32.1 | 15.9 | 12.6 |
| PB | 49.4 | 31.7 | 16.1 | 8.7 | 5.8 |
| EV/EBITDA | 147.1 | 65.4 | 24.6 | 12.3 | 9.6 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。