

## 800G 放量驱动业绩兑现，1.6T 开启新一轮成长接力

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年一季报。2026Q1 实现营业收入 194.96 亿元，同比增长 192.12%；归母净利润 57.35 亿元，同比增长 262.28%；扣非净利润同比增长 264.56%，延续高增长态势。盈利能力方面，公司规模效应与产品结构升级共振，利润弹性显著释放，加权 ROE 提升至 17.54%，同比提升 9.6 个百分点。现金流方面，公司经营活动现金流净额 33.68 亿元，同比增长 55.58%，销售回款能力持续增强，收入与利润匹配度较高，业绩质量进一步提升。
- **收入与利润双超预期，景气上行+规模效应驱动盈利能力加速释放。**2026Q1 公司收入同比增长 192%，净利润同比增长 262%，利润增速显著快于收入，反映盈利能力加速释放。拆解来看，一方面，AI 算力需求持续高景气，带动公司光模块出货快速增长，是收入高增的核心驱动力；另一方面，随着高端产品占比提升及规模效应释放，公司毛利与净利水平同步改善，利润弹性显著增强。同时，公司费用端有所提升，其中研发费用同比增长 122%，管理费用同比增长 176%，主要源于研发投入加大及股权激励费用确认，但在高收入增速下整体费用率仍具备消化能力。整体来看，公司进入“收入+利润共振释放”阶段，业绩兑现能力显著增强。
- **预付款与产能扩张共振，订单可见度高，景气周期仍处上行阶段。**2026Q1 公司预付款项达 14.88 亿元，同比增长 1388.88%，环比增长 1009.48%；在建工程同比增长 1412.40%，环比增长 65.95%，反映公司加快上游材料采购及产能建设节奏。该类“提前锁定资源+扩产能”的行为，本质是对未来订单需求的前瞻响应，侧面验证公司在手订单充足、客户需求确定性较高。同时，应收账款同比增长 98.42%，环比增长 51.92%、应付账款同比增长 169.26%，环比增长 41.26%，与收入扩张相匹配，体现业务规模快速放量。我们判断，公司当前处于 AI 算力产业链景气上行周期中段，订单驱动逻辑清晰，短期高景气具备持续性。
- **持续加码研发+产能投入，公司处于“景气兑现+能力升级”双阶段共振期。**报告期内，公司持续加大研发投入，研发费用同比增长 122%，重点围绕高速光模块等核心产品进行技术迭代；同时，投资活动现金流净流出大幅增加至 -19.48 亿元，主要用于产能扩张与设备投入，体现公司在高景气周期中主动加大资本开支。整体来看，公司当前不仅在兑现 AI 算力景气带来的业绩增长，同时通过加大研发与产能投入，强化技术与交付能力，推动自身从“周期受益者”向“长期核心供应商”升级。中长期看，随着 800G 向 1.6T 迭代推进，公司有望实现“量价齐升”，进一步打开盈利空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2026-2028 年 EPS 分别为 22.36 元、35.37 元、65.71 元，对应 PE 分别为 38 倍、24 倍、13 倍。公司 26 年规划目标积极，改革动作持续落地，看好全年加速成长，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**AI 算力需求不及预期风险；高速光模块产品迭代及技术路线风险；客户集中度较高风险；毛利率波动风险；产能扩张与供应链风险；国际贸易及地缘政治风险等。

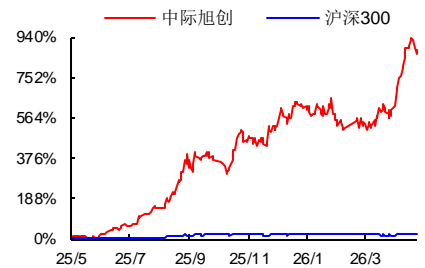
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	38239.94	78000.16	113403.80	198559.87
增长率	60.25%	103.98%	45.39%	75.09%
归属母公司净利润(百万元)	10797.25	24899.43	39389.31	73174.62
增长率	108.78%	130.61%	58.19%	85.77%
每股收益 EPS(元)	9.70	22.36	35.37	65.71
净资产收益率 ROE	36.62%	47.23%	46.28%	49.72%
PE	87	38	24	13
PB	31.61	18.21	11.20	6.44

数据来源：Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师：叶泽佑  
执业证号：S1250522090003  
电话：13524424436  
邮箱：yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.14
流通 A 股(亿股)	11.08
52 周内股价区间(元)	80.07-864.86
总市值(亿元)	9409.92
总资产(亿元)	565.81
每股净资产(元)	32.03

### 相关研究

# 1 收入增长兑现，结构升级驱动盈利弹性释放

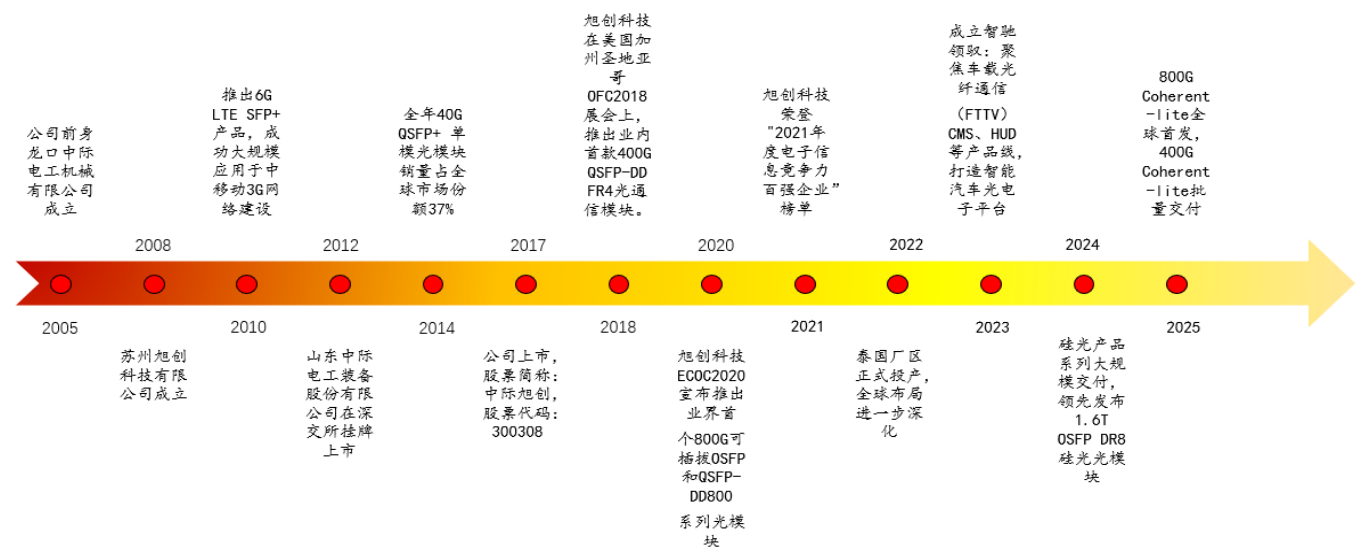
中际旭创股份有限公司（以下简称“中际旭创”）是全球领先的高速光模块厂商，公司聚焦光通信领域，核心产品包括 100G/200G/400G/800G 及更高速率光模块，广泛应用于数据中心、云计算及 AI 算力基础设施，是全球少数具备高端光模块规模化交付能力的厂商之一。公司深度绑定全球头部云厂商及互联网客户，处于 AI 算力产业链中“光互联”关键环节，是连接算力芯片与数据中心网络的重要基础设施供应商。

从业务结构来看，公司主营业务以光通信收发模块为核心，主要应用于数据中心互联（DCI）及云计算场景，其中高速数通光模块为核心收入来源，产品结构持续向高端速率升级。随着 AI 训练及推理需求爆发，数据中心内部及集群间互联带宽需求快速提升，公司 800G 等高端产品出货占比持续提升，成为收入增长的核心驱动力。根据 2026 年一季报，公司收入大幅增长主要系终端客户对算力基础设施的强劲投入，带动产品出货持续增长。

在业务演进路径上，公司正由传统光模块厂商向“高端光互联解决方案提供商”升级：一方面，公司持续推进产品向更高速率（800G→1.6T）迭代，提升产品单价与技术壁垒；另一方面，公司通过提前锁定上游资源与扩充产能（如预付款与在建工程显著提升），强化交付能力，以适应 AI 算力需求快速增长带来的供给压力。整体来看，公司增长逻辑已由“通信流量驱动”向“AI 算力驱动”切换，行业属性由周期性通信设备向高景气算力基础设施演进。

从产业链定位来看，公司处于 AI 算力产业链中游的关键互联环节，上游连接光芯片、光器件及材料供应商，下游服务于云厂商、互联网公司及 AI 基础设施建设方。随着 AI 集群规模持续扩大及算力密度提升，网络互联的重要性不断增强，光模块已由“配套组件”升级为“性能瓶颈核心环节”。在此背景下，公司有望受益于行业景气提升及自身技术与客户优势，持续实现规模扩张与盈利能力提升，逐步形成“高景气驱动+高端产品结构升级”的成长路径。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

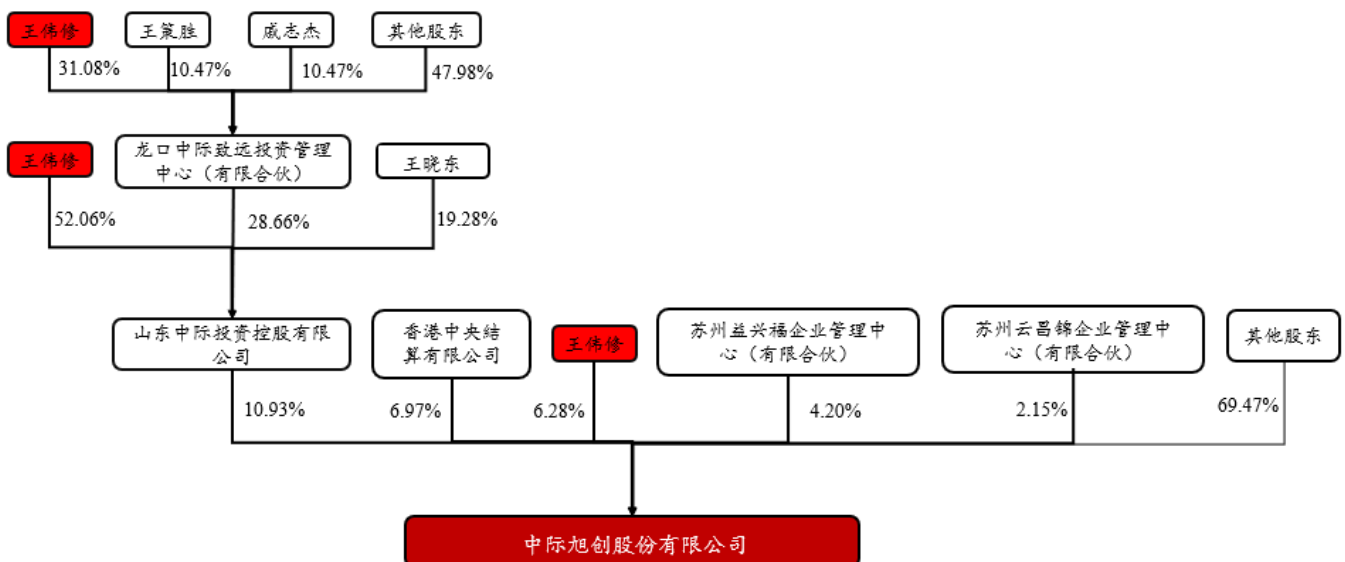
公司股权结构相对集中，核心股东及一致行动人掌握控制权，有利于战略执行的稳定性与延续性。截至2026年一季报，第一大股东为山东中际投资控股有限公司，持股比例10.93%；同时，公司实际控制人王伟修直接持股6.28%，两者为一致行动人，共同构成公司控制核心。整体来看，公司控制权较为集中，有助于在行业景气快速变化背景下保持战略决策的连续性与执行效率。

从股东结构来看，公司前十大股东涵盖核心股东、员工持股平台及境内外机构投资者。其中，苏州益兴福、苏州云昌锦、苏州福睿晖等员工及管理层的持股平台位列前十大股东，体现公司通过股权激励深度绑定核心团队利益；同时，香港中央结算、摩根士丹利等境外机构持股，反映公司在资本市场具备较高关注度与流动性基础。前十大股东合计持股比例较高，股权结构呈现“核心股东+员工持股+机构投资者”共同构成的格局，有助于实现公司长期发展与核心团队利益的一致性。

从股权结构特征来看，公司属于典型的民营科技制造企业，不依赖国资或运营商背景资源导入，更多依靠自身技术能力、客户拓展及产业链协同实现成长。这一结构一方面赋予公司在产品研发、客户响应及产能扩张方面较强的灵活性，能够快速适应AI算力需求带来的行业变化；另一方面也意味着公司在获取大型订单及资源整合方面更依赖自身竞争力。

管理层方面，公司核心团队长期深耕光通信及光模块领域，在产品研发、客户拓展及供应链管理具备深厚经验。从公司在高端光模块领域持续实现技术迭代（400G→800G→1.6T）及快速放量来看，管理层在战略判断及执行层面具备较强前瞻性与落地能力。整体来看，公司已形成“控制权集中+员工绑定+市场化运作”的股权与治理结构，有助于在AI算力景气周期中实现快速响应与持续成长。

**图 2：公司股权结构（截至 2026 年 4 月 20 日）**



数据来源：Wind，西南证券整理

## 公司业务概况

公司形成“高速光模块为收入基础、AI 高端产品为核心增长引擎、产能与供应链能力为关键支撑”的业务结构。公司围绕数据中心光互联需求，构建了高速光模块产品体系，并通过持续向更高端速率升级（400G→800G→1.6T），实现收入稳增长与盈利能力提升的协同发展。其中，传统数通光模块为当前收入基础，高端 AI 光模块为核心增长方向，产能与供应链能力作为关键支撑保障整体交付能力，呈现“存量高景气+结构升级驱动+能力强化支撑”的业务格局。

### 1) 数通光模块业务：高景气下的收入基础

公司以数据中心光模块为核心业务，产品广泛应用于云计算及超大规模数据中心内部及互联场景。随着全球云厂商持续扩张数据中心规模及网络带宽需求提升，公司 100G/200G/400G 等产品持续放量，构成稳定的收入基础。在 AI 算力需求驱动下，数据中心内部通信带宽需求快速增长，公司产品出货量持续提升，带动整体收入规模实现高增。根据 2026 年一季报，公司收入大幅增长主要来源于终端客户对算力基础设施投入增加，产品出货持续增长。整体来看，数通光模块业务具备高景气与高需求确定性，是公司当前业绩增长的核心基础。

图 3：公司光通信模块产品布局广泛，涉及数据中心、移动网络、相干传输、接入网四大领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

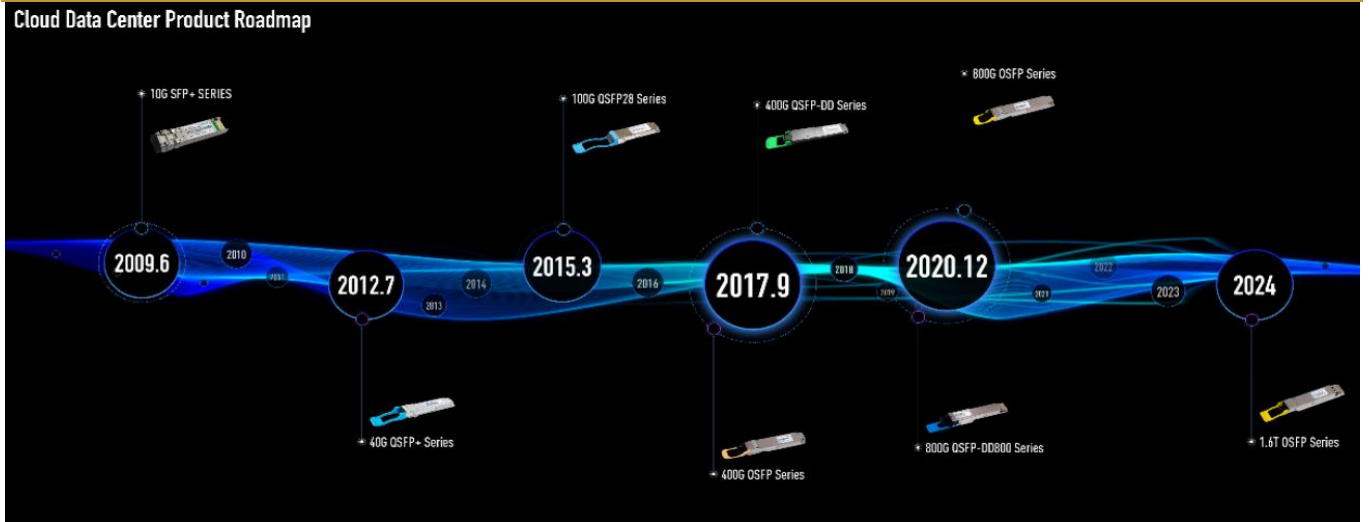
### 2) 高端光模块业务：AI 驱动下的核心增长引擎

高端光模块（以 800G 为代表并向更高速率延伸）是公司当前最具成长性的核心业务板块。随着 AI 训练及推理需求爆发，算力集群规模持续扩张，对高速、低延迟及高带宽光互联需求显著提升，公司高端产品出货占比持续提升。相较传统产品，高端光模块具备更高技术壁垒与更高单价，在需求放量与产品升级的双重驱动下，成为带动公司收入增长与盈利弹性释放的核心来源。

从产品演进路径来看，行业正处于由 400G 向 800G 加速切换阶段，公司凭借在高速光模块领域的技术积累与客户资源优势，充分受益于本轮 800G 带来的量价齐升；同时，

1.6T 等更高速率产品已进入导入周期，未来有望接力成为下一阶段增长驱动力，推动公司由“出货量驱动”向“量价齐升”持续演进。

图 4：公司高端数据中心光模块产品发展路径



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3) 产能与供应链能力：支撑高景气兑现的关键保障

在 AI 算力需求快速增长背景下，产能与供应链能力成为光模块厂商竞争的核心要素。公司通过提前锁定上游材料资源及加大产能投入，强化交付能力。2026 年一季报显示，公司预付款项大幅增长，主要用于预付材料采购款，同时在建工程显著提升，反映产能扩张加速。此外，公司通过全球化布局及供应链协同能力，保障核心器件供应稳定，提升大规模交付能力。整体来看，产能与供应链能力已成为公司在高景气周期中实现持续放量的重要支撑。

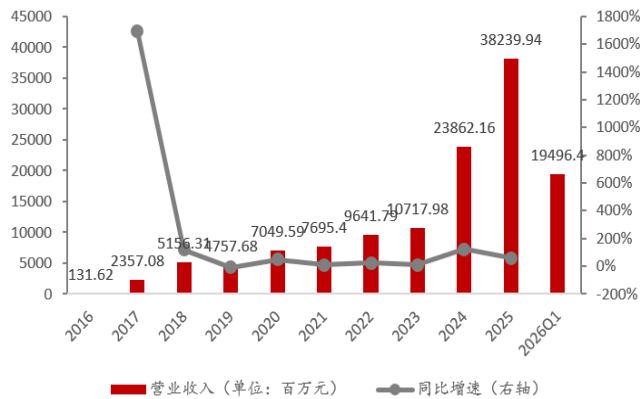
整体来看，公司通过数通光模块业务夯实收入基础，以高端光模块业务实现结构升级与盈利弹性释放，并依托产能与供应链能力强化交付保障，公司在核心光模块业务基础上，持续强化上游关键器件，如 CW 光源激光器芯片等部分光芯片能力布局，通过垂直整合提升产品性能与供应链稳定性，构筑差异化竞争壁垒。这些举措共同形成“高景气驱动+结构升级+能力支撑”的业务体系，为公司在 AI 算力周期中持续成长奠定坚实基础。

图 5：大功率、抗反射激光器芯片

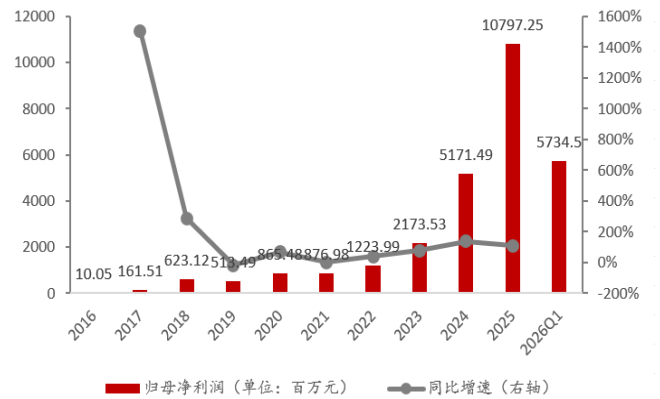


数据来源：激光制造网，西南证券整理

公司当前处于 AI 算力驱动下的高景气扩张阶段，核心特征为“收入与利润共振释放”。2026 年一季度，公司在高基数下实现收入与归母净利润的同步高增长，且归母净利润增速显著快于收入，反映出盈利能力进入加速释放阶段。本轮增长中利润端弹性明显增强，标志公司正由单纯出货驱动向“量价齐升+结构优化”阶段过渡。

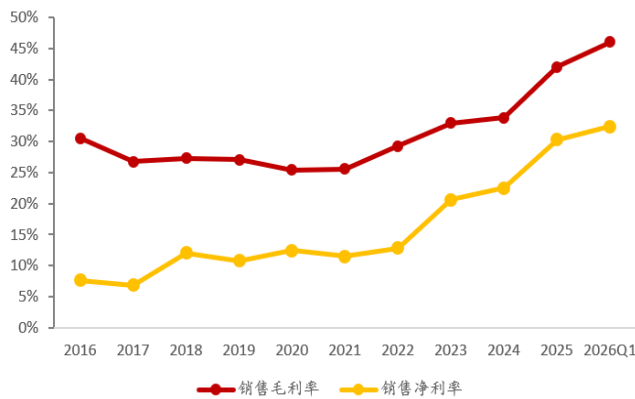
**图 6：2016-2026Q1 公司营收及增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 7：2016-2026Q1 公司归母净利润及增速**


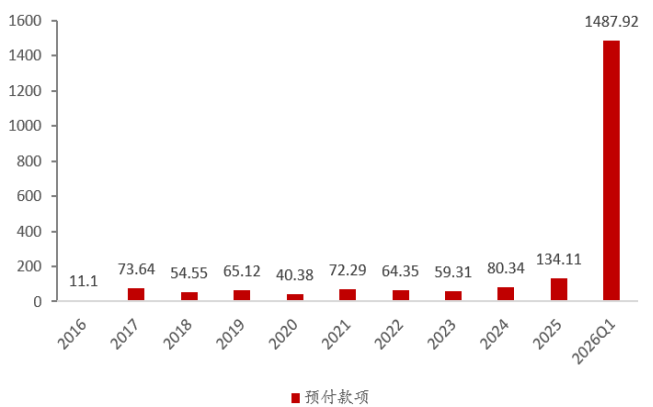
数据来源：Wind，西南证券整理

从驱动因素来看，利润加速释放的核心在于产品结构升级与规模效应共振。一方面，随着 800G 等高端光模块出货占比持续提升，公司产品单价及毛利水平同步改善；另一方面，在高景气需求驱动下，公司产能利用率维持高位，规模效应进一步摊薄成本，带动利润弹性显著高于收入增长。这一变化意味着，公司当前增长已不再仅依赖行业需求扩张，而是开始体现自身产品与运营能力带来的内生盈利提升。

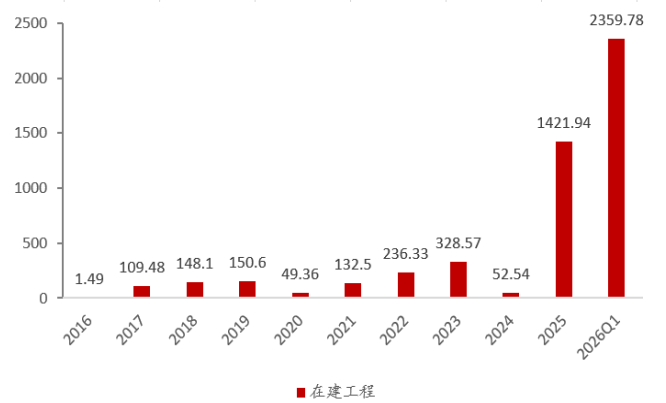
**图 8：2016-2026Q1 公司销售毛利率及销售净利率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

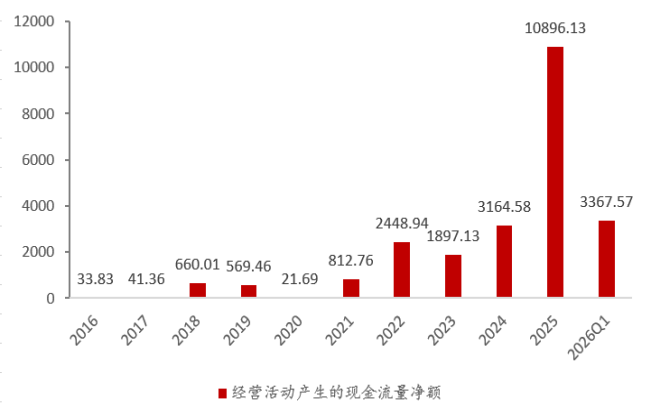
与此同时，公司订单与景气验证信号进一步强化。2026 年一季度预付款项大幅增长，主要用于提前锁定上游关键材料资源，同时在建工程显著提升，反映公司加快产能扩张节奏。上述“预付+扩产”组合，本质上是对未来订单的前瞻性响应，侧面验证下游客户需求具备较高确定性。与之相对应，公司经营性现金流同步增长，表明收入增长具备较强回款支撑，业绩质量持续改善。

**图 9：2016-2026Q1 公司预付款项（单位：百万元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

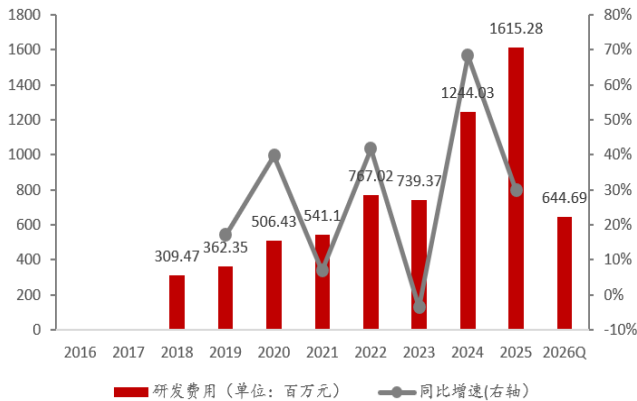
**图 10：2016-2026Q1 公司在建工程（单位：百万元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

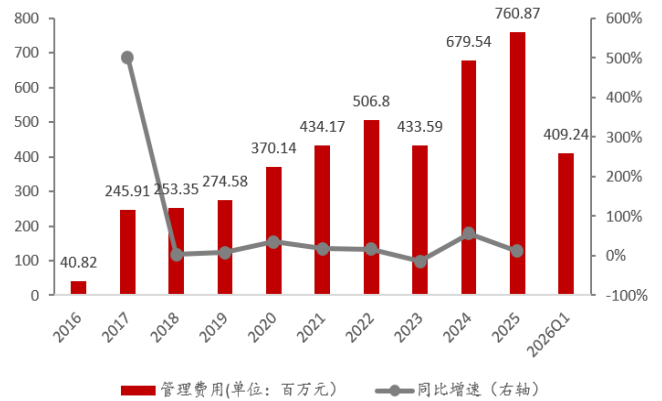
**图 11：2016-2026Q1 公司经营活动产生的现金流量净额情况（单位：百万元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

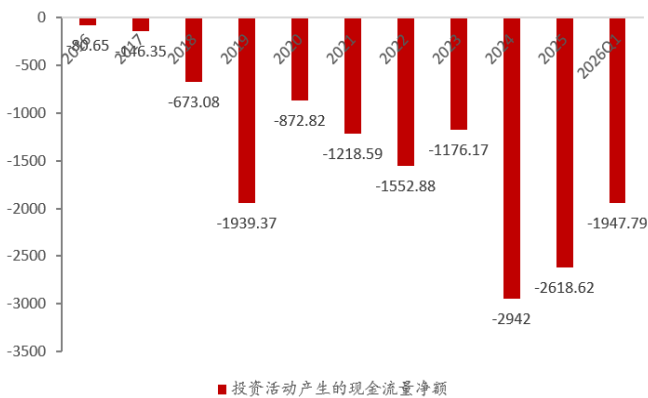
加大研发与资本开支投入，公司进入“能力建设+产能扩张”同步推进阶段。在 AI 算力需求高景气背景下，公司在实现收入与利润快速增长的同时，持续加大在研发及产能建设方面的投入力度。报告期内，公司研发费用同比增长 122%，主要围绕 800G 及 1.6T 等高端光模块产品推进技术迭代与性能优化；同时，公司加快产能扩建节奏，在设备采购、产线建设及供应链保障等方面持续投入，以匹配下游算力需求快速增长。从费用结构来看，管理费用同比增长 176%，主要系股份支付费用确认及组织扩张带来的阶段性费用提升。在收入快速增长背景下，公司整体费用率仍具备一定消化能力，体现出规模扩张对费用的摊薄效应。现金流层面，公司投资活动现金流净流出整体呈现扩大趋势，主要用于产能扩张及设备投入，反映公司在高景气周期中主动加大资本开支以强化交付能力。整体来看，公司正处于“产能扩张+技术升级”双轮驱动阶段，通过前瞻性投入构建中长期竞争壁垒，为后续业绩持续释放奠定基础。

**图 12：2016-2026Q1 公司研发费用及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

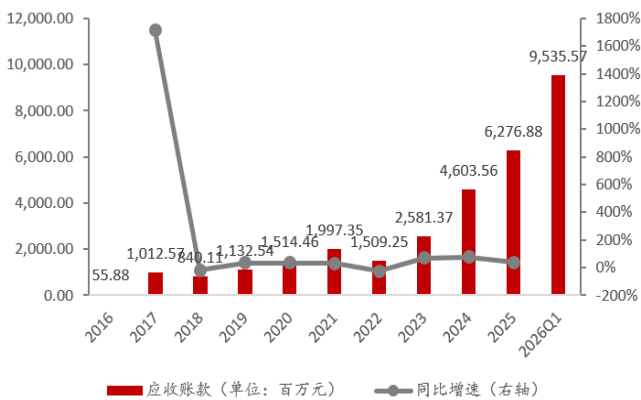
**图 13：2016-2026Q1 公司管理费用及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

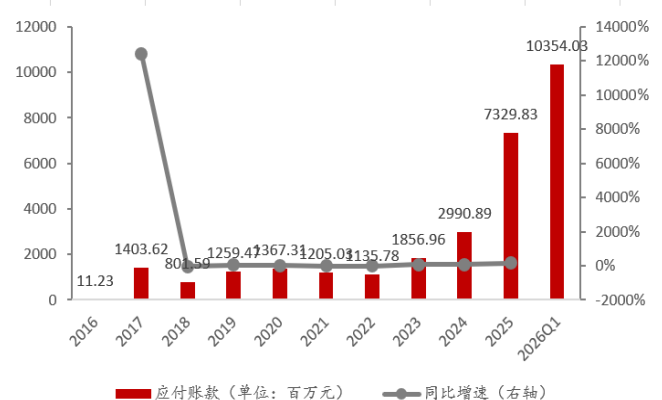
**图 14：2016-2026Q1 公司投资活动产生的现金流量净额**  
 (单位：百万元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

**应收与应付同步增长，叠加资本开支加速，验证订单兑现与产能扩张逻辑。**在收入快速增长背景下，2026Q1 公司应收账款同比增长 98.42%，环比增长 51.92%，主要反映出收入规模扩张带来的账期自然增长，整体与收入增速相匹配，未见明显回款压力；同时，2026Q1 应付账款同比增长 169.26%，环比增长 41.26%，显示公司在上游供应链中具备一定议价能力，通过占用供应商资金支持业务扩张。从现金流角度来看，公司投资活动现金流净流出显著扩大，主要用于设备采购及产能建设，反映公司在高景气周期中主动加大资本开支，以匹配未来订单需求。整体来看，应收、应付及资本开支的同步变化，构成“订单增长—收入确认—产能扩张”的闭环验证，表明公司当前增长具备真实需求支撑，同时正处于产能前瞻布局阶段，为后续业绩持续释放提供保障。

**图 15：2016-2026Q1 公司应收账款及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 16：2016-2026Q1 公司应付账款及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

从阶段特征来看，公司正由“景气受益者”向“景气+能力双驱动”阶段演进：早期增长主要来自 AI 算力需求外生驱动，而当前则叠加产品结构升级与交付能力提升，盈利能力进入加速兑现阶段。短期来看，市场需重点关注高端产品出货节奏及毛利率变化；中长期来看，公司价值核心在于高端光模块占比提升带来的利润弹性，以及其在 AI 算力基础设施中作为关键互联环节的战略地位。

## 2 盈利预测与估值

基于公司在 AI 算力基础设施建设浪潮中所处的核心光模块环节地位，以及光互联需求在大规模算力集群扩张背景下的持续提升，我们对公司 2026–2028 年收入与盈利能力作出如下假设。整体判断，公司正处于由“高速光模块放量驱动”向“产品代际升级+量价齐升”演进的关键阶段，短期业绩由 800G 产品放量驱动快速增长，中期随着 1.6T 等更高速率产品逐步导入，增长动能延续，长期在规模效应与产品结构优化带动下，盈利能力有望持续提升。

### 关键假设：

#### 假设 1：高端光模块持续放量，收入保持高增长

高端光模块业务为公司当前最核心收入来源。受益于 AI 训练及推理需求爆发，全球云厂商及互联网厂商持续加大算力基础设施投入，带动高速光模块需求快速增长。当前行业已进入 800G 放量阶段，公司作为核心供应商，出货规模持续提升。

结合公司当前业务进展及行业景气度判断，我们预计公司高端光模块业务 2026–2028 年收入分别为 767.9 亿元、1113.4 亿元、1948.4 亿元，同比增长 105.0%、45.0%、75.0%。

增长主要来自：

- 1) AI 算力需求持续扩张，驱动高速光模块需求高景气；
- 2) 800G 产品进入大规模放量阶段，成为收入核心贡献；
- 3) 1.6T 等更高速率产品逐步导入，带来新增增长动能；
- 4) 公司在核心客户中的份额保持稳定或提升，订单确定性较强。

整体来看，公司收入增长由“需求驱动”向“需求+产品双轮驱动”转变。

### 假设 2：产品结构升级驱动盈利能力持续提升

随着产品结构向高端速率持续升级,公司盈利能力进入上行阶段。相较 400G 产品,800G 及更高速率产品具备更高技术壁垒与更高单价,是毛利率提升的核心来源。

我们预计公司高端光模块业务毛利率 2026–2028 年分别为 45.0%、48.0%、50.0%。

盈利能力提升主要来源于:

- 1) 800G 产品占比持续提升,带动 ASP 与毛利同步改善;
- 2) 规模效应释放,产能利用率提升带动单位成本下降;
- 3) 高端产品良率提升及生产效率优化;
- 4) 供应链管理能力强,关键原材料成本逐步优化。

整体来看,公司盈利能力将呈现“结构驱动+规模驱动”的双重提升路径。

### 假设 3：其他业务体量较小,保持稳健增长

除高端光模块业务外,公司其他主营业务体量相对较小,对整体业绩影响有限。随着相关业务逐步发展,预计将保持较快增长但不构成核心驱动。

我们预计其他业务 2026–2028 年收入分别为 12.1 亿元、20.6 亿元、37.2 亿元,同比增长 55.0%、70.0%、80.0%;毛利率分别为 15.5%、17.0%、19.0%。

整体来看,其他业务作为补充业务板块,对公司整体收入结构影响有限,但有助于丰富业务布局。

公司当前呈现出典型的高景气成长特征,即“收入快速扩张+盈利能力持续提升”。短期来看,业绩增长主要由 800G 产品放量驱动;中期来看,随着 1.6T 等更高速率产品逐步导入,公司增长动能有望延续;长期来看,在产品结构升级与规模效应持续释放背景下,公司有望实现由“需求驱动增长”向“能力驱动增长”的转变。

基于以上假设,我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表:

**表 1：分业务收入、增速、营业成本及毛利率**

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	38,239.9	78,000.2	113,403.8	198,559.9
	增速	60.3%	104.0%	45.4%	75.1%
	毛利率	42.0%	44.5%	47.4%	49.4%
	营业成本	22,165.5	43,258.3	59,609.9	100,431.8
高端光通讯收发模块	营业收入	37,456.5	76,785.9	111,339.5	194,844.1
	增速	63.7%	105.0%	45.0%	75.0%
	毛利率	42.6%	45.0%	48.0%	50.0%
	营业成本	21,496.3	42,232.2	57,896.5	97,422.1
其他主营业务	营业收入	783.4	1,214.3	2,064.3	3,715.8
	增速	/	55.0%	70.0%	80.0%
	毛利率	14.7%	15.5%	17.0%	19.0%
	营业成本	667.9	1,026.1	1,713.4	3,009.8

数据来源：Wind, 西南证券

预计 2026–2028 年公司营业收入分别为 780.00 亿元、1134.04 亿元、1985.60 亿元，同比增长 104.0%、45.4%、75.1%；归母净利润分别为 248.99 亿元、393.89 亿元、731.75 亿元，每股收益（EPS）分别为 22.36 元、35.37 元和 65.71 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 39 倍、25 倍和 13 倍。

综合中际旭创在光通信产业链中的定位，公司核心价值体现在高速光模块环节，是 AI 算力基础设施中“光互联”关键节点的核心供应商。公司受益于数据中心算力集群扩张及光模块速率升级趋势，其成长逻辑主要来源于高端产品放量及产品结构升级带来的量价齐升。因此，我们从光模块核心厂商及产业链关键环节两个维度出发，选取新易盛（300502.SZ）、天孚通信（300394.SZ）及光迅科技（002281.SZ）作为可比公司。

### 新易盛（300502.SZ）

新易盛为国内领先的光模块厂商之一，主营业务为光模块的研发、生产及销售，与中际旭创在业务结构及产品形态上高度一致，是最直接的可比公司之一。公司同样深度参与数据中心及云计算市场，核心产品覆盖高速光模块领域，与中际旭创在客户结构及应用场景上具有较强重合度。

从发展路径来看，新易盛与中际旭创均受益于 AI 算力需求驱动下的光模块速率升级趋势，成长逻辑均围绕高速率产品放量展开，具备较强同步性。从可比角度看，新易盛可作为评估中际旭创在产品结构升级、收入增长弹性及行业景气传导方面的重要参考，其估值水平能够较好反映光模块行业龙头的市场定价区间。

### 天孚通信（300394.SZ）

天孚通信为光通信产业链核心器件供应商，主营业务涵盖光器件及部分光模块产品，处于光模块产业链上游关键环节。公司产品广泛应用于数据中心及电信网络，与中际旭创在客户群体及下游应用场景方面具有较强一致性。

从业务模式来看，天孚通信与中际旭创虽处于产业链不同环节，但均受益于光模块需求增长及速率升级趋势。相较而言，天孚通信更偏上游器件环节，其盈利能力与行业景气度高度相关，可作为观察光模块产业链景气传导及利润分布的重要参考。从可比角度看，天孚通信代表光通信产业链中“核心器件供应商”这一维度，有助于从产业链视角对中际旭创进行横向对标。

### 光迅科技（002281.SZ）

光迅科技为国内领先的光电子器件及光模块厂商，产品覆盖光模块、光器件等多个环节，业务布局涵盖电信及数据中心市场，是光通信领域的重要综合型厂商。公司在产业链布局及产品线丰富度方面具备一定优势，与中际旭创形成直接竞争关系。

从业务定位来看，光迅科技与中际旭创同属光通信核心环节，但在产品结构及发展阶段上存在差异。相较而言，光迅科技业务更为多元，覆盖电信及数通市场，而中际旭创在数据中心高速光模块领域更具聚焦优势。从可比角度看，光迅科技可作为评估中际旭创在产业链布局、产品结构及竞争格局中的重要参考。

### 综合对比与选择逻辑

综上，新易盛、天孚通信及光迅科技分别代表光通信产业链中的“同类光模块厂商—上游核心器件供应商—综合型光通信厂商”三个关键维度。尽管三者业务结构、产业链位置及发展阶段上存在差异，但在“产业链环节—客户结构—成长逻辑”维度与中际旭创具有较强映射关系。

相较于选取通信设备或 IDC 厂商，上述可比公司更能从光通信及光互联产业链视角，反映高速光模块行业的景气度变化及竞争格局，因此对中际旭创估值参考意义更强。

需要说明的是，公司当前正处于 AI 算力驱动的高景气扩张阶段，高端光模块（尤其 800G 及更高速率产品）占比持续提升，不同可比公司在产品结构、客户类型及盈利模式上存在差异，估值比较需结合公司所处成长阶段及盈利弹性综合判断。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
300502.SZ	新易盛	5337.83	537.00	9.59	18.25	26.97	49.85	56.00	29.43	19.91	10.77
300394.SZ	天孚通信	2423.89	311.09	2.59	4.20	5.47	7.67	120.11	74.07	56.92	40.54
002281.SZ	光迅科技	1071.83	132.87	1.17	2.10	2.76	3.57	113.56	63.14	48.20	37.18
平均值								96.56	55.55	41.68	29.50
300308.SZ	中际旭创	9409.92	845.00	9.70	22.36	35.37	65.71	87.15	37.79	23.89	12.86

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2026 年 4 月 29 日）

从估值方法选择来看，公司当前处于 AI 算力驱动的高景气扩张阶段，高端光模块（尤其 800G）持续放量带动收入与利润快速释放。在此背景下，公司盈利规模进入加速扩张通道，PE 指标具备一定参考意义，但由于盈利增速较快，PE 更多反映“盈利释放带来的估值消化过程”，而非单纯的绝对估值水平。

从 PE 角度来看，公司 2025–2028 年 PE 分别约为 87 倍、38 倍、24 倍和 13 倍，整体呈现明显下降趋势。其中，2025 年 PE 处于相对高位，主要由于盈利基数较低所致；随着利润规模快速释放，PE 在 2026 年后快速回落，本质上体现为盈利增长驱动下的分母扩张，而非估值中枢显著下移。

从横向对比来看，核心可比公司（新易盛、天孚通信、光迅科技）2025–2028 年平均 PE 分别约为 96.56 倍、55.55 倍、41.68 倍和 29.50 倍。整体来看，随着盈利逐步释放，2025 年至 2028 年公司 PE 均低于可比公司平均 PE 水平。

需要说明的是，不同可比公司在产业链环节、产品结构及成长阶段上存在差异：如天孚通信作为上游器件厂商，具备更高盈利稳定性与估值溢价；光迅科技业务结构相对分散，估值水平相对稳健。因此，横向估值对比需结合公司所处产业链位置及成长弹性综合判断。整体来看，公司当前估值更多反映其在 AI 算力景气周期中的成长预期，后续估值表现仍需依赖盈利持续兑现情况加以验证。

## 投资判断

结合公司基本面与业务结构变化来看：

### ① AI算力需求驱动高端光模块放量，公司进入业绩加速兑现阶段

在全球 AI 算力基础设施持续扩张背景下，高速光模块作为算力集群互连的核心环节，需求快速释放。当前行业已进入 800G 产品放量阶段，公司凭借在高速光模块领域的技术积累与客户资源优势，实现出货规模快速提升，成为本轮 AI 算力景气上行的核心受益者之一。

从业绩表现来看，公司收入与利润均实现高弹性增长，且利润增速显著高于收入，反映高端产品占比提升带来的结构性优化，公司已进入业绩加速兑现阶段。在 AI 算力需求持续扩张背景下，公司收入增长具备较强延续性。

### ② “800G 放量+1.6T 导入”双轮驱动，增长动能具备持续性

从产品演进路径来看，行业正由 400G 向 800G 加速切换，公司当前业绩主要由 800G 产品放量驱动；同时，1.6T 等更高速率产品已进入导入阶段，未来有望接力成为下一阶段增长核心。

在此背景下，公司增长逻辑由“单一产品放量驱动”升级为“产品代际升级驱动”，短期看 800G 贡献业绩弹性，中期看 1.6T 提供新增增长空间，整体形成较为清晰的增长接力路径，有助于延长行业景气周期并提升公司成长确定性。

### ③ 龙头地位稳固，技术与客户壁垒构筑核心竞争优势

高速光模块行业具备较高技术壁垒与客户认证壁垒，产品迭代速度快、客户绑定程度高。公司长期深耕高速光模块领域，在产品研发、规模交付及客户资源方面形成显著优势，是全球主流云厂商及互联网厂商的重要供应商之一。

在行业景气上行过程中，龙头厂商往往优先受益于需求释放，并具备更强的订单获取能力与规模优势。公司凭借技术积累及客户绑定，有望在本轮行业扩张周期中持续提升市场份额，实现业绩的高确定性兑现。

### ④ 业绩高增背景下估值处于高位，需关注增长持续性与景气节奏

尽管公司基本面表现强劲，但在业绩快速增长驱动下，当前估值水平已处于相对高位，市场对其短期高增长已有一定程度定价。

从核心矛盾来看，后续估值演绎的关键在于：一是 AI 算力需求是否持续高景气，二是 1.6T 等新一代产品导入节奏能否顺利接力。若行业景气延续且产品升级路径持续兑现，公司业绩增长有望消化当前估值；反之，若需求或产品节奏出现波动，则估值可能面临一定压力。

整体来看，公司作为 AI 算力光互连核心环节龙头，具备“高景气赛道+高确定性兑现+产品升级驱动”的成长属性，短期业绩由 800G 放量驱动快速增长，中期增长动能有望由 1.6T 等更高速率产品接力。但考虑到当前估值已反映部分增长预期，后续需重点跟踪行业景气持续性 & 产品代际升级节奏。审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。

### 3 风险提示

**1) AI算力需求不及预期风险：**公司业绩高度依赖下游云厂商及互联网企业在AI算力基础设施上的资本开支。若全球宏观环境波动、下游客户资本开支节奏放缓或AI应用落地不及预期，可能导致高速光模块需求增长不及预期，从而对公司收入及业绩产生影响。

**2) 高速光模块产品迭代及技术路线风险：**当前行业正处于由400G向800G、并向1.6T演进的技术升级阶段。若公司在新一代产品（如3.2T光模块）研发、验证或量产进度不及预期，或技术路线发生变化（CPO替代等），可能影响公司在行业中的竞争优势及市场份额。

**3) 客户集中度较高风险：**公司下游客户主要为海外云厂商及互联网头部企业，客户集中度相对较高。若核心客户需求波动、订单节奏变化或供应链策略调整，可能对公司短期业绩产生一定影响。

**4) 毛利率波动风险：**公司毛利率受产品结构、原材料价格及行业竞争格局等多因素影响。若未来高端产品占比提升不及预期，或上游关键器件价格波动、行业竞争加剧导致价格承压，可能对公司盈利能力产生影响。

**5) 产能扩张与供应链风险：**在行业高景气背景下，公司持续推进产能扩张及供应链布局。若扩产进度不及预期、上游关键原材料或核心器件供应受限，可能对公司订单交付及业绩释放节奏产生影响。

**6) 国际贸易及地缘政治风险：**公司业务涉及海外客户，若未来国际贸易环境或地缘政治形势发生变化，可能对公司产品出口、供应链稳定性及客户合作产生不确定影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	38239.94	78000.16	113403.80	198559.87	净利润	11579.75	25610.99	40657.51	75896.14
营业成本	22165.54	43258.31	59609.91	100431.82	折旧与摊销	910.59	731.33	743.17	753.23
营业税金及附加	77.62	233.99	303.30	510.76	财务费用	182.80	207.80	82.06	157.55
销售费用	226.18	635.05	892.03	1510.42	资产减值损失	-125.90	-102.24	-114.07	-108.15
管理费用	760.87	2042.33	2775.05	4820.91	经营营运资本变动	-1561.50	-10533.87	-8277.81	-19798.30
研发费用	1615.28	1900.00	2500.00	2980.00	其他	-89.62	44.02	-128.48	49.51
财务费用	182.80	207.80	82.06	157.55	<b>经营活动现金流净额</b>	10896.13	15958.03	32962.37	56949.97
资产减值损失	-125.90	-102.24	-114.07	-108.15	资本支出	-2639.48	-2113.68	-2372.20	-2243.02
投资收益	378.89	173.14	276.01	224.57	其他	20.86	-142.62	268.83	153.37
公允价值变动损益	13.63	28.52	29.95	26.75	<b>投资活动现金流净额</b>	-2618.62	-2256.29	-2103.37	-2089.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-1124.33	-71.35	-597.84	-334.60
<b>营业利润</b>	13596.92	29656.21	47309.09	88171.67	长期借款	-96.28	-35.00	-50.00	-80.00
其他非经营损益	2.70	3.40	-4.87	-5.01	股权融资	365.33	100.90	137.23	76.85
<b>利润总额</b>	13599.62	29659.61	47304.22	88166.67	支付股利	-1558.05	-2949.22	-6966.16	-11015.92
所得税	2019.87	4048.62	6646.71	12270.53	其他	269.77	2.20	323.43	20.82
净利润	11579.75	25610.99	40657.51	75896.14	<b>筹资活动现金流净额</b>	-2143.56	-2952.47	-7153.34	-11332.85
少数股东损益	782.50	711.56	1268.20	2721.52	<b>现金流量净额</b>	5956.02	10749.26	23705.66	43527.47
归属母公司股东净利润	10797.25	24899.43	39389.31	73174.62					
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	10986.89	21506.16	45609.66	89321.73	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6635.35	15806.31	21898.50	38322.05	销售收入增长率	60.25%	103.98%	45.39%	75.09%
存货	12680.71	23296.36	33011.67	55374.87	营业利润增长率	124.74%	118.11%	59.53%	86.37%
其他流动资产	781.07	1793.36	2419.10	4136.07	净利润增长率	115.57%	121.17%	58.75%	86.67%
长期股权投资	1262.96	1262.96	1262.96	1262.96	EBITDA 增长率	122.28%	108.27%	57.33%	85.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8502.55	7900.66	7286.94	6663.15	毛利率	42.04%	44.54%	47.44%	49.42%
无形资产和开发支出	2370.51	2296.52	2222.53	2148.53	三费率	3.06%	3.70%	3.31%	3.27%
其他非流动资产	2068.92	2186.90	2225.53	2249.06	净利率	30.28%	32.83%	35.85%	38.22%
<b>资产总计</b>	45288.97	78292.01	120544.65	206347.35	ROE	36.62%	47.23%	46.28%	49.72%
短期借款	301.35	230.00	160.00	105.00	ROA	25.57%	33.68%	35.07%	38.05%
应付和预收款项	9414.21	18142.94	25104.37	42660.64	ROIC	57.17%	86.12%	97.13%	125.02%
长期借款	510.00	475.00	425.00	345.00	EBITDA/销售收入	38.42%	39.22%	42.45%	44.86%
其他负债	3442.20	5214.23	7004.10	10593.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	13667.77	24062.17	32693.47	53703.95	总资产周转率	1.03	1.29	1.18	1.26
股本	1111.12	1113.60	1113.60	1113.60	固定资产周转率	5.93	11.33	17.51	32.96
资本公积	8106.70	8104.22	8104.22	8104.22	应收账款周转率	6.95	7.40	6.40	6.99
留存收益	20596.08	42546.29	74969.45	137128.14	存货周转率	2.18	2.37	2.10	2.26
归属母公司股东权益	29765.16	51662.24	84015.39	146086.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.96	—	—	—
少数股东权益	1856.04	2567.60	3835.80	6557.32	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	31621.20	54229.83	87851.19	152643.40	资产负债率	0.30	0.32	0.28	0.27
负债和股东权益合计	45288.97	78292.01	120544.65	206347.35	带息债务/总负债	0.06	0.03	0.02	0.01
					流动比率	2.69	2.88	3.44	3.69
					速动比率	1.59	1.81	2.34	2.60
					股利支付率	0.14	0.12	0.18	0.15
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	9.70	22.36	35.37	65.71
					每股净资产	26.73	46.39	75.44	131.18
					每股经营现金	9.78	14.33	29.60	51.14
					每股股利	1.40	2.65	6.26	9.89
业绩和估值指标									
	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	14690.31	30595.33	48134.31	89082.45					
PE	87.15	37.79	23.89	12.86					
PB	31.61	18.21	11.20	6.44					
PS	24.64	12.08	8.31	4.74					
EV/EBITDA	63.25	30.07	18.61	9.56					
股息率	0.17%	0.31%	0.74%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn