

网络接配及塔设

中际旭创（300308.SZ）

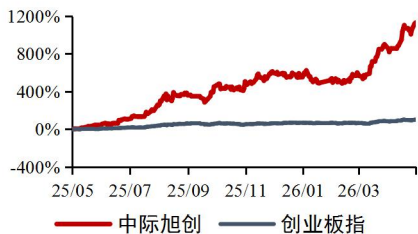
买入-A(维持)

龙头交付优势充分体现，Scaleup 光连接产品有望继续保持领先

2026年5月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026年5月26日

收盘价（元/股）：	1,103.00
总股本（亿股）：	11.14
流通股本（亿股）：	11.08
流通市值（亿元）：	12,224.61

基础数据：2026年3月31日

每股净资产（元/股）：	34.30
每股资本公积（元/股）：	7.55
每股未分配利润（元/股）：	23.38

资料来源：常闻

分析师：

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

投资要点：

➤ 公司发布 2026 年一季报。2026 年一季度，公司实现营收 195.0 亿元，同环比分别增长 192.1%、47.3%；实现归母净利润 57.3 亿元，同环比分别增长 262.3%、56.5%；扣非后归母净利润为 57.2 亿元，同环比分别增长 264.6%、57.7%。公司单季度销售毛利率为 46.1%，也创下了历史新高。

➤ 智能体 token 时代到来，云厂商算力订单新高带动资本开支继续高速增长。进入 2026 年，全球大模型主流应用场景已从聊天机器人进化为 Agentic Coding、Openclaw 等 AI 智能体类。根据高盛预测，智能体的 Token 消耗量是聊天机器人的 100 倍，全球 Token 消耗量到 2030 年有望达到月均 120 千万亿，比 2026 年增长 24 倍。充足的算力是支持 Token 经济飞轮高速运转的关键，我们认为全球 AI 算力正处于推理时长扩展为主导、多智能体系统并行接力催化的阶段。根据 ICC 产研院汇总，截至 26Q1 末，微软、甲骨文、谷歌、亚马逊以及 CoreWeave 五大厂待履行订单总额突破了 2 万亿美元，是 25Q1 的 3 倍左右。全球九大云服务商 2026 年合计资本开支有望达到 8300 亿美元，同比增长率达到 79%。光模块是“Token 工厂”重要组成部分，GPU 集群规模扩大和 Scaleout 带宽增长共同驱动光模块/GPU 配比提升，而 800G 向 1.6T 的升级、紧张的供应链共同驱动 ASP（平均售价）的提升。

➤ 快速高效扩产、自研硅光芯片等打造极强的交付能力，公司阿尔法优势显著，盈利能力或继续提升。一季度毛利率和净利率环比提升的原因主要是 1.6T 等高端产品比重提升、硅光进一步渗透和良率提升、规模效应下费用率下降可期等。我们认为公司的阿尔法优势或体现在三个方面：一是行业领先的产能，2025 年底公司光模块年化产能达到 2800 万只，26Q1 固定资产达到 79.1 元、在建工程 23.6 亿元，同比均大幅提升；二是供应链管理能力和公司付款、签订长协、提前备货、自研硅光芯片、引入国产光芯片等保证了上游各类物料的供应稳定；三是长期与重点客户联合研发下一代产品，能够精准选择技术路线，把握需求释放节奏，从而保持产能利用率始终较高水平。我们认为公司毛利率、净利率水平尚未触及天花板，随着未来几个季度高端、高毛利产品占比持续提升、硅光比例持续提升以及相比同行的物料成本优势体现，公司毛利率将持续环比提升。

➤ OFC 上发布 XPO、NPO、OCS 等新品，Scaleup 新赛道下抢占先发优势



势。公司认为 NPO 有望率先在 Scaleup 场景应用，已经有 CSP 客户给出明确需求指引，预计将在 2027 年量产；XPO 在 Scaleup、Scaleout 场景都可以应用，解决了 3.2T 后时代可插拔光模块在端口密度、功耗等方面的劣势，也有望在 2027 年进行量产；OCS 在 SPINE 层 radix、交换时延、网络拓扑切换、故障快速隔离等较电交换机有优势，有望由谷歌走向更多的批量部署。我们认为公司在 Scaleup 新赛道也有望保持较高的市场份额，原因在于：1) XPO、NPO、OCS 均是复杂的系统级产品，尤其是硅光芯片和先进封装需要较大研发投入；二是生态卡位优势，比如子公司 Terahop 是 CPX MSA（CPO NPO 等光学引擎规范组织）创始成员之一，是国内唯一的光模块公司。三是从历史供货关系上看与终端用户 CSP 关系更近，从商业模式上主张解耦和标准化，因此 NPO、XPO 等与 CPO 对比可能规模落地更早。

盈利预测和投资建议：我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润分别为 369.0/655.3/946.6 亿元，同比增长分别为 241.7%/77.6%/44.5%，不考虑港股发行等对应 EPS 分别为 33.1/58.8/85.0 元，5 月 26 日收盘价对应 PE 为 33.3/18.7/13.0 倍，考虑到公司在全球 AI 光模块的核心卡位和独特的交付优势，盈利能力将继续体现，维持“买入-A”评级。

风险提示：个别物料短缺导致出货量不及预期，汇兑损失、关税政策变化等导致毛利率下行，北美 CSP 资本开支阶段性节奏变化导致光模块拉货节奏波动，Scaleup CPO/NPO 公司市场份额不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,862	38,240	110,450	186,757	277,988
YoY(%)	122.6	60.3	188.8	69.1	48.9
净利润(百万元)	5,171	10,797	36,896	65,527	94,655
YoY(%)	137.9	108.8	241.7	77.6	44.5
毛利率(%)	33.8	42.0	46.9	48.0	46.8
EPS(摊薄/元)	4.64	9.70	33.13	58.84	85.00
ROE(%)	26.5	36.6	55.9	52.8	45.9
P/E(倍)	237.5	113.8	33.3	18.7	13.0
P/B(倍)	64.2	41.3	18.7	9.9	6.0
净利率(%)	21.7	28.2	33.4	35.1	34.1

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	18196	31084	70644	133539	225672
现金	5054	10987	24822	61420	115491
应收票据及应收账款	4671	6350	18195	27356	40446
预付账款	80	134	2320	1830	1877
存货	7051	12681	22856	39789	62210
其他流动资产	1340	933	2451	3145	5647
非流动资产	10671	14205	18190	23438	26924
长期投资	812	1263	2193	3118	3943
固定资产	5820	7081	9857	12922	14619
无形资产	453	432	461	514	584
其他非流动资产	3585	5430	5680	6885	7778
资产总计	28866	45289	88834	156977	252596
流动负债	6497	11558	17472	24070	33322
短期借款	1426	301	350	300	200
应付票据及应付账款	3508	7800	14326	19744	27965
其他流动负债	1564	3457	2795	4026	5157
非流动负债	2076	2109	2218	2166	2000
长期借款	606	510	648	486	324
其他非流动负债	1470	1599	1570	1680	1676
负债合计	8573	13668	19690	26236	35323
少数股东权益	1159	1856	3595	7043	12025
股本	1121	1111	1111	1111	1111
资本公积	7731	8107	8107	8107	8107
留存收益	10799	20596	51504	106684	186394
归属母公司股东权益	19134	29765	65550	123698	205248
负债和股东权益	28866	45289	88834	156977	252596

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3165	10896	20952	50056	71792
净利润	5372	11580	38635	68975	99637
折旧摊销	703	911	995	1398	1800
财务费用	-144	183	719	-255	-671
投资损失	33	-379	-465	-275	-185
营运资金变动	-3194	-2029	-19000	-19683	-28732
其他经营现金流	395	631	67	-104	-57
投资活动现金流	-2942	-2619	-4821	-6233	-5021
筹资活动现金流	1492	-2144	-2295	-7226	-12699
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.64	9.70	33.13	58.84	85.00
每股经营现金流(最新摊薄)	2.84	9.78	18.81	44.95	64.47
每股净资产(最新摊薄)	17.18	26.73	58.86	111.08	184.31

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23862	38240	110450	186757	277988
营业成本	15796	22166	58636	97099	147898
营业税金及附加	47	78	221	374	556
营业费用	199	226	641	971	1279
管理费用	680	761	2209	3175	4448
研发费用	1244	1615	4528	6537	9452
财务费用	-144	183	719	-255	-671
资产减值损失	-97	-141	-431	-710	-1557
公允价值变动收益	67	14	50	80	80
投资净收益	-33	379	465	275	185
营业利润	6050	13597	43683	78621	113846
营业外收入	5	10	7	9	8
营业外支出	2	7	5	6	5
利润总额	6052	13600	43686	78624	113849
所得税	681	2020	5051	9649	14212
税后利润	5372	11580	38635	68975	99637
少数股东损益	200	782	1739	3449	4982
归属母公司净利润	5171	10797	36896	65527	94655
EBITDA	6774	14420	44517	79580	114700

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	122.6	60.3	188.8	69.1	48.9
营业利润(%)	142.6	124.7	221.3	80.0	44.8
归属于母公司净利润(%)	137.9	108.8	241.7	77.6	44.5
获利能力					
毛利率(%)	33.8	42.0	46.9	48.0	46.8
净利率(%)	21.7	28.2	33.4	35.1	34.1
ROE(%)	26.5	36.6	55.9	52.8	45.9
ROIC(%)	23.5	35.3	56.7	54.5	47.7
偿债能力					
资产负债率(%)	29.7	30.2	22.2	16.7	14.0
流动比率	2.8	2.7	4.0	5.5	6.8
速动比率	1.6	1.5	2.5	3.7	4.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.6	1.5	1.4
应收账款周转率	6.3	6.9	9.0	8.2	8.2
应付账款周转率	5.6	3.9		5.7	6.2
估值比率					
P/E	237.5	113.8	33.3	18.7	13.0
P/B	64.2	41.3	18.7	9.9	6.0
EV/EBITDA	180.8	84.6	27.1	14.7	9.8

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

