中际旭创(300308.SZ)/中际旭创(03308.HK)

代际迭代持续领跑，全栈技术卡位下一代光互连

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

2026 年 10 月 30 日

证券分析师 欧子兴
执业证书：S0600525110002
ouzx@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业证书：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

买入(维持)-A/买入(首次)-H

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	23,862	38,240	98,249	195,722	254,249
同比（%）	122.64	60.25	156.93	99.21	29.90
归母净利润（百万元）	5,171	10,797	31,222	63,438	82,993
同比（%）	137.93	108.78	189.17	103.18	30.82
EPS-最新摊薄（元/股）	4.39	9.17	26.51	53.86	70.46
P/E（A）	132.57	63.50	21.96	10.81	8.26
P/E（H）	137.74	65.97	22.81	11.23	8.58

投资要点

- **中际旭创是全球光互连领域龙头，深度受益 AI 算力爆发。**公司是全球光互连解决方案领军企业，2021-2025 年位居全球光互连解决方案收入规模第一，2025 年市占率达 21.2%，高速数通光互连细分市场份额达 28.1%。公司 800G/1.6T 高端数通光模块市占率全球领先，深度绑定全球头部云服务厂商及 AI 计算解决方案提供商。公司有望在高速光模块需求扩容中保持快速增长，巩固全球光通信领军地位。

- **高端产品量价齐升和产品结构持续优化，打开长期成长空间。**近年来公司光通信收发模块业务贡献核心增量，公司已形成覆盖 10G 至 1.6T 全系列产品矩阵，率先推出 400G/800G/1.6T 并领先同行约半年量产；全球首家推出硅光 400G/800G/1.6T 光模块，2025 年成为全球最大硅光模块提供商，1.6T 硅光进入规模放量，下一代产品方面，公司于 OFC2026 展出业界首款 12.8T 8×DR8 XPO 光模块模组，NPO 已首展 6.4T-4xDR8 可插拔 NPO 模组，子公司 Terahop 作为 Open CPX MSA 的初始成员主导 CPO/NPO 标准制定；率先推出业界首款 800-LR2 轻相干模块、相干完成 400G/800G ZR 全系列布局；OCS 展出 300×300 端口光交换机。整体看，公司产品迭代节奏领先、技术路线卡位精准，有望在 AI 算力驱动的高端光互连需求中持续巩固龙头地位并打开长期成长空间。

- **三大竞争优势构筑长期护城河。**1）标准话语权与研发投入双轮驱动：公司深度参与国际标准制定，子公司苏州旭创为 IEEE、CCSA 等成员，Terahop 为 Open CPX MSA 创始成员，享有国际标准话语权。研发投入持续高增，高学历研发人员占比逐年提升，技术壁垒不断夯实。2）深度绑定全球头部客户：公司服务全球大多数头部云服务厂商，与谷歌等国际巨头在技术、资本和供应链层面形成紧密生态绑定，核心供应链地位稳固；3）全球化产能与供应链韧性：公司在苏州、铜陵、泰国等地布局全球产能，并通过多元化采购与战略性备货构筑供应链韧性。公司港股上市募资净额约 528.9 亿港元，主要用于扩充全球产能和光互连产品研发，完善了“A+H”双资本平台，提升国际品牌影响力与海外融资能力。

- **盈利预测与投资评级：**基于公司高端光模块、前沿产品布局和公司客户需求旺盛，我们上调中际旭创 2026-2028 年归母净利润分别为 312.22/634.38/829.93 亿元（前值 292.76/475.87/637.92 亿元）。截至 2026 年 10 月 29 日，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 87.4/28.3/19.3 倍，公司对应 A 股 PE 分别为 22.0/10.8/8.3 倍，对应 H 股 PE 分别为 22.8/11.2/8.6 倍，维持 A 股“买入”评级，首次覆盖 H 股给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济波动及市场竞争加剧风险、技术升级与迭代风险、供应链稳定性风险、贸易壁垒及海外市场拓展风险、关税政策变化风险

行业走势

市场数据

人民币/港币	300308 SZ	03308 HK
收盘价	582.05	706.50
52 周价格范围	456.80/1,382.33	706.50/1,270.00
市净率（倍）	7.27	19.77
市值（百万）	685,602.31	832,193.16

相关研究

《中际旭创(300308)：2025 年报点评：业绩符合预期，高端产能释放》

2026-04-02

《中际旭创(300308)：2025 年业绩预告点评：业绩符合预期，scale-up 打开空间》

2026-02-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 中际旭创：全球高速光互连领域的领导者企业 5
1.1. 高速光互连解决方案收入规模持续领跑 5
1.2. 光通信收发模块业务贡献核心增量，境外市场驱动业绩高增 6
1.3. 股权架构清晰，全球布局协同推进 7
1.4. 激励绑定核心人才，回购传递成长信心 10
1.5. 业绩高速增长，盈利研发持续优化 11
2. 赛道景气向上，行业成长空间广阔 13
2.1. AI 驱动光模块加速迭代，800G 放量与 1.6T 商用共振 13
2.2. AI 算力多层级互联架构，四大场景驱动光互联市场增长 15
2.3. 多技术路线并行，构筑多层次光互联体系 17
2.3.1. 智算驱动光模块迭代，可插拔方案持续迭代 17
2.3.2. NPO 与 CPO 面向高密短距互连，是光通信领域的重要演进方向 18
2.3.3. 相干光模块商用迭代，轻相干技术加速落地 19
2.3.4. 多条 OCS 技术路线并行推进，头部厂商加速落地 21
3. 公司核心竞争力：全面领先优势显著，成长动能充足 23
3.1. 核心技术全面领先，高端数通/NPO/相干/硅光多线布局强化护城河 23
3.1.1. 光模块：高端全系列布局引领迭代 23
3.1.2. 硅光：全球最大硅光模块提供商，硅光技术构筑核心竞争力 24
3.1.3. NPO/CPO：预研产品行业领先，卡位下一代光互连标准 25
3.1.4. 轻相干/相干：首发 800G 轻相干产品，卡位 AI 集群互联 25
3.1.5. OCS：发布硅光 OCS，向系统级解决方案升级 26
3.2. 技术、客户与产能供应链三位一体，构筑长期护城河 27
3.2.1. 竞争优势 1：标准话语权与高端人才双轮驱动，夯实技术壁垒 27
3.2.2. 竞争优势 2：深度绑定全球头部云厂商，核心供应链地位稳固 28
3.2.3. 竞争优势 3：全球产能布局日趋完善，供应链韧性持续增强 28
4. 盈利预测与估值 32
4.1. 核心假设 32
4.2. 估值与评级 32
5. 风险提示 34

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 中际旭创发展历程.....5
图 2: 光模块供应商 TOP10 榜单.....6
图 3: 2021-2026H1 各业务收入及同比变化率情况.....6
图 4: 2021-2026H1 各地区收入及同比变化率情况.....6
图 5: 光模块代表产品示意图.....7
图 6: 公司股权结构图.....9
图 7: 中际旭创营收情况.....11
图 8: 中际旭创归母净利润情况.....11
图 9: 中际旭创综合毛利率及境内外毛利率情况.....12
图 10: 中际旭创期间费用率和研发费用率情况.....12
图 11: 光模块（100G—1.6T）量产时间线.....13
图 12: 全球数通光互连市场规模.....14
图 13: Coherent 可插拔光模块速率演进路线图.....15
图 14: 数据中心三大 AI 部署场景示意.....15
图 15: 全球数通光互连分场景收入预测.....17
图 16: 1.6T 可插拔硅光光模块结构示意图.....18
图 17: CPO 技术将光引擎与交换芯片封装在同一基底.....19
图 18: 英伟达于 2025 年 GTC 大会推出 Quantum-X 和 Spectrum-X 两款 CPO 交换机.....19
图 19: NPO 技术通过插槽实现光引擎的可插拔连接.....19
图 20: IMDD、Coherent Lite 和 Coherent 方法的应用领域示意图.....21
图 21: OCS 与电交换机的差异在于能够直接进行光信号交换.....22
图 22: TPU 通过 OCS 连接，组成 3D Torus 拓扑.....22
图 23: 中际旭创光模块产品迭代情况.....23
图 24: 中际旭创 12.8T 8×DR8 XPO 光模块模组示意图.....24
图 25: 硅光模块结构分解图.....24
图 26: Open CPX MSA 宣布《共封装与近封装连接器及光学模块规范》正式发布.....25
图 27: Open CPX Type-2 CPX NPO 系统应用示例.....25
图 28: 中际旭创相干光模块示意图.....26
图 29: 中际旭创 800-LR2 轻相干光模块示意图.....26
图 30: TeraHop 硅光子 OCS Demo 展示图.....27
图 31: 中际旭创研发费用和同比变化率情况.....28
图 32: 中际旭创研发人员学历架构情况.....28
图 33: 2023-2026Q1 中际旭创产能和产能利用率情况.....29
图 34: 2023-2026H1 中际旭创预付款项和同比增长率.....29
图 35: 2023-2026H1 中际旭创存货和同比增长率.....29

表 1: 公司高管基本情况.....9
表 2: 第三期、第四期限制性股票激励计划业绩考核要求.....10
表 3: 相干光模块的主要应用.....20
表 4: 中际旭创（港股 IPO）所得款项用途及占比情况.....31
表 5: 公司主营业务拆分及预测（单位：亿元）.....32

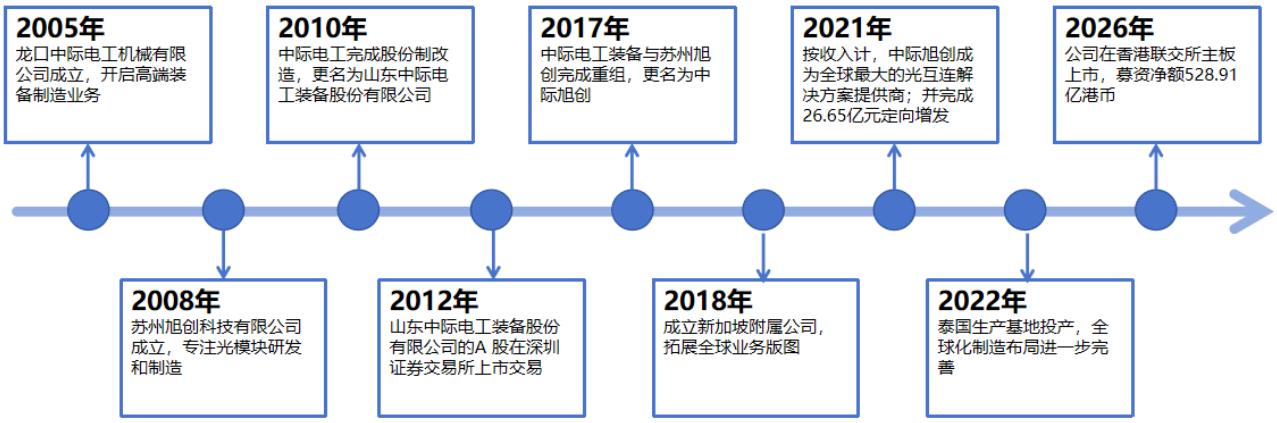
表 6: 可比公司估值表（截至 2026 年 10 月 29 日）.....33

1. 中际旭创：全球高速光互连领域的领导者企业

1.1. 高速光互连解决方案收入规模持续领跑

中际旭创股份有限公司是全球领先的高速光互连解决方案提供商，专注于为云计算及人工智能基础设施提供高速光模块产品。中际旭创股份有限公司是全球领先的高速光互连解决方案提供商，主营云计算及 AI 基础设施所需的高速光模块。公司前身成立于 2005 年，2012 年登陆创业板，2017 年完成苏州旭创重组并更名。公司具备 10G 至 1.6T 全系列光模块一站式服务及垂直集成能力，在 400G、800G 及 1.6T 等领域保持全球领先。目前，公司在中国大陆、中国台湾和泰国设有五大生产基地和四大研发中心（2022 年泰国工厂投产），持续强化全球产业链布局。作为行业龙头，据灼识咨询与 LightCounting 数据，公司自 2021 年起连续五年位居全球光互连解决方案市场收入规模及全球光模块供应商排名双第一。其中，按 2025 年光互连收入计，公司在 2025 年占据整体光互连解决方案市场的 21.2%、高速数通市场的 28.1%。公司是全球大多数头部云服务厂商及 AI 数据中心提供商的重要合作伙伴。截至 2026 年 3 月底，公司拥有 506 项授权专利、20 项著作权及 148 个商标。

图1：中际旭创发展历程



数据来源：公司官网、中际旭创 H 股招股书、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：光模块供应商 TOP10 榜单

Ranking of Top 10 Transceiver Suppliers

LIGHTCOUNTING

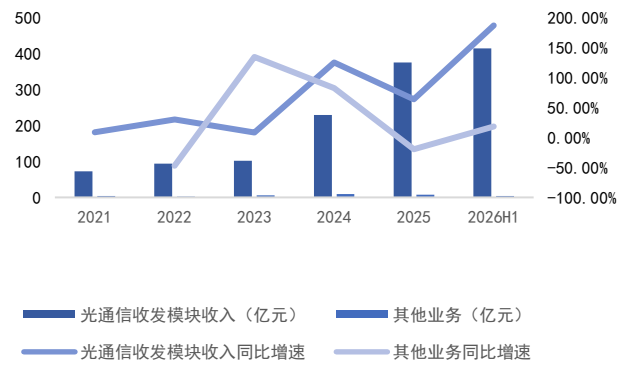
2010	2018		2024	2025
Finisar	Finisar	1	Innolight	Innolight
Opnext	Innolight	2	Coherent	Eoptolink
Sumitomo	Hisense	3	Eoptolink	Coherent
Avago	Accelink	4	Accelink	Accelink
Source Photonics	FOIT (Avago)	5	HG Genuine	Molex
Fujitsu	Lumentum/Oclaro	6	Ligent (Hisense)	Ligent (Hisense)
JDSU	Acacia	7	Source Photonics	HG Genuine
Emcore	Intel	8	Molex	Source Photonics
WTD	AOI	9	Lumentum	Lumentum
NeoPhotonics	Sumitomo	10	CIG	CIG

数据来源：LightCounting、东吴证券研究所

1.2. 光通信收发模块业务贡献核心增量，境外市场驱动业绩高增

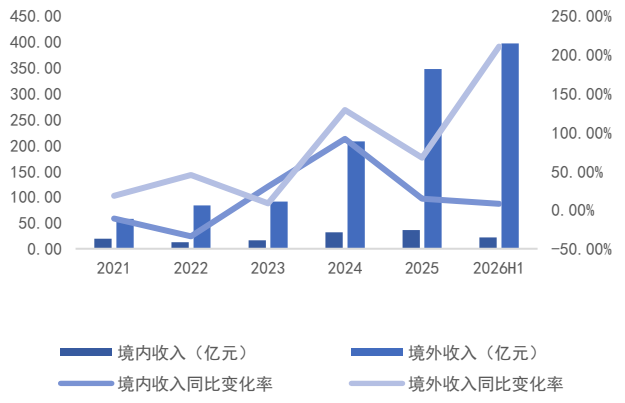
公司收入结构呈现"光通信模块主导、境外市场高度集中"的典型特征。公司收入按产品分主要分为光通信收发模块部分和其他。据公司公告，2026 年上半年公司总体营业收入为 417.78 亿元，其中光通信收发模块业务达 413.55 亿元，占总营业收入的 98.99%，同比大幅增长 186.56%，是整体收入的核心增长引擎。同时其他业务上半年营业收入为 4.23 亿元，同比增长 18.3%，主要由于汽车光电子下游客户拓展，相应产品销量有所增加。按地区分，境外收入达 396.15 亿元，同比大幅增长 209.94%，占总收入的约 94.8%，境内收入为 21.63 亿元，同比增长 7.75%，占比约 5.2%。2026 年上半年公司总体毛利率为 46.25%，光通信收发模块业务毛利率为 46.59%，其他业务毛利率为 13.42%。按地区分，境外毛利率 47.93%，境内毛利率为 15.53%。

图3：2021-2026H1 各业务收入及同比变化率情况



数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

图4：2021-2026H1 各地区收入及同比变化率情况



数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司主营业务为高端光通信收发模块的研发、生产及销售，产品服务于云计算数据中心、数据通信、5G 无线网络、电信传输和固网接入等领域的国内外客户。公司注重技术研发，并推动产品向高速率、小型化、低功耗、低成本方向发展，为云服务厂商及 AI 计算解决方案提供商提供 100G、200G、400G、800G 和 1.6T 的高速光模块，为电信设备商客户提供 5G 前传、中传和回传光模块，应用于城域网、骨干网和核心网传输光模块以及应用于固网 FTTX 光纤接入的光器件等高端整体解决方案，在行业内保持了出货量和市场份额的领先优势，于 2023 年、2024 年、2025 年及截至 2026 年 3 月 31 日止三个月，中际旭创分别交付 750 万只、1460 万只、2110 万只及 900 万只光模块。

图5：光模块代表产品示意图

产品系列	产品外观	产品特性	应用场景
1.6T OSFP		拥有全面的 1.6T OSFP224 DR8 以及 2xFR4 等系列光模块产品；并在业界率先推出 1.6T-DR8 OSFP224 LPO。该系列产品光口采用 8x200G 设计。1.6T 产品继承双平台设计方案：EML 平台以及硅光平台。该系列产品符合 IEE802.3df 和 OSFP1600 MSA 标准，支持 CMIS5.x。	主要应用于 1.6T 以太网、数据中心和云网络。
800G OSFP		拥有全面的 800G OSFP 光模块产品组合，包括 8x100G 和 4x200G 两种架构方案，除了传统的 EML 设计，还采取了以硅光为基础的方案来满足 10km 以内的传输需求。该系列的产品符合 IEE802.3ck 和 OSFP MSA 标准，并支持 CMIS5.x。	主要应用于 800G 以太网、数据中心和云网络。
800G QSFP-DD		拥有全面的 800G QSFP112-DD 光模块产品组合，除了传统的 EML 设计，还采取了以硅光为基础的方案来满足 10km 以内的传输需求。该系列的产品符合 IEE802.3ck 和 QSFP-DD 800 MSA 标准，并支持 CMIS5.x。	主要应用于 800G 以太网、数据中心和云网络。
400G QSFP-DD		拥有全面的 400G QSFP56-DD 光模块产品组合，该系列的产品符合 IEEE 802.3bs 和 QSFP-DD MSA 标准。	主要应用于 400G 以太网、数据中心和云网络。
400G OSFP		拥有全面的 400G OSFP 光通信模块产品组合，包括 8x50G 和 4x100G 两种架构方案。该系列的产品符合 IEEE 802.3bs 和 OSFP MSA 标准。	主要应用于 400G 以太网、数据中心和云网络。

数据来源：2025 年公司年报、东吴证券研究所

公司还提供广泛用于光通信网络的各种光组件。产品系列涵盖光模块及相关光通信设备的组件，包括晶体管外形金属罐(TO-CAN）封装组件（在金属管壳封装的小型电子或光组件，以实现可靠运行并与其他设备连接）、光学子组件(OSA)及其他光通信设备。TO-CAN 封装组件能够提供环境防护及具备可靠的热管理功能，适用于对耐用性及长期稳定性有要求的应用场景。OSA 负责光信号的生成、发射、接收及提供基础光路耦合。此外，通过以光纤作为传输介质，公司提供车载光传输解决方案，应用于光纤到车(FTTV)部署。

1.3. 股权架构清晰，全球布局协同推进

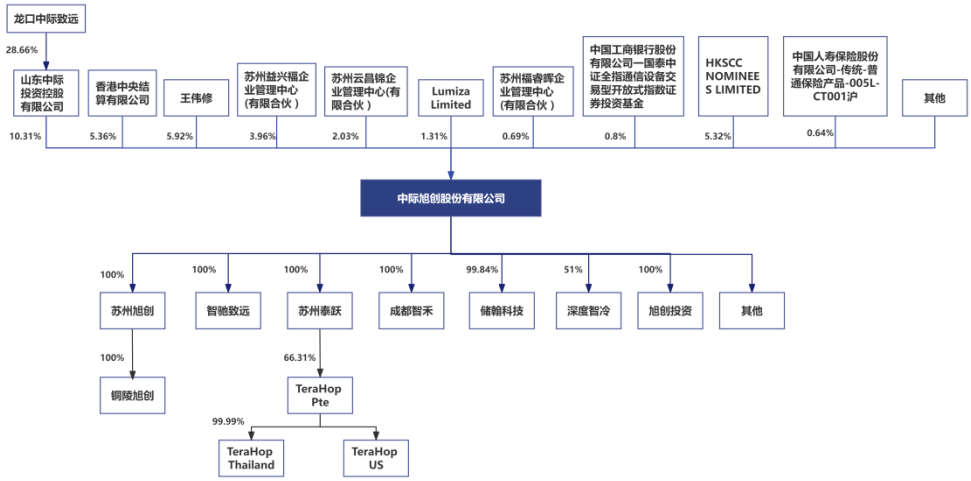
请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司股权架构清晰稳定，实际控制人为王伟修先生。单一最大股东集团包含中际控股、龙口中际致远、王伟修先生及王晓东先生。截至 2026 年 10 月 25 日，公司控股股东为中际控股（持股 10.31%），王伟修先生通过直接持股（5.92%）及控股中际控股、龙口中际致远间接控制公司股份，王晓东先生直接持股 0.18%，单一最大股东集团合计控制比例 16.41%。王伟修先生为公司核心创始人，曾任公司董事会主席，对中际控股拥有控制权；龙口中际致远由王伟修先生担任普通合伙人实施管控，引入多名独立第三方财务投资人，为公司发展提供资本与资源助力。公司前十大股东还包括刘圣博士及 7 个一致行动实体、香港中央结算有限公司（5.36%）等。

公司布局境内外子公司体系，协同支撑全球光模块业务拓展。境内子公司中，苏州旭创为公司 100% 控股的核心研发生产主体，是公司主要的营收与利润来源；铜陵旭创为苏州旭创在铜陵的重要生产基地，聚焦高端光通讯收发模块的设计与制造，为持续扩大产能，公司于 2025 年启动了高端光模块产业园四期、五期新基地项目。

境外子公司中，TeraHop 在全球范围内广泛布局产品研发、产能建设与市场服务，形成以新加坡总部为核心、各区域子公司协同分工的运营体系。公司通过间接持股（66.31%）控制的 TeraHop Pte 注册于新加坡，是 TeraHop 的国际运营总部与集团国际业务的关键载体，整合销售、市场营销、研发和投资职能，近年来受益于 AI 算力资本支出增长，收入规模快速提升。该主体聚焦下一代光互连技术，是 XPO MSA 多源协议创始成员，已推出 12.8Tbps XPO 光模块、6.4Tbps NPO 光引擎等产品，硅光模块已实现规模化商用；2025 年 11 月与 2026 年 3 月先后完成两轮机构融资，引入淡马锡、贝恩资本等境外投资者，2026 年上半年资产规模达 62.97 亿元。其余区域子公司各司其职：TeraHop 美国公司专注市场营销、销售和客户服务，对接美国高速增长的人工智能和数据中心客户；TeraHop 泰国公司具备研发与工程能力，拥有高质量、具备成本竞争力的大批量生产能力；中国台湾 TeraHop 私人有限公司依托本地半导体和器件产业资源，强化全球客户的服务与交付支撑。

图6：公司股权结构图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所　注：截至 2026/10/25

公司管理团队行业积淀深厚，研发与全球化布局扎实推进。公司拥有制造管理经验、光通信运营经验皆平均超过 10 年的管理团队。董事长兼总裁刘圣为博士学历，曾任职于美国朗讯、Opnext 等光通信企业，兼具深厚且全面的研发与业务运营专业能力，于 2008 年先后创立美国旭创与苏州旭创，带领公司深耕光互连领域，成长为全球市场核心提供商。公司的研发体系由深谙技术精髓且经验丰富的团队主导，截至 2026 年上半年末，公司拥有超过 170 名研发专业人员，平均拥有九年的行业经验；累计专利数量为 530 件，其中发明专利 253 件。随着全球客户基础的扩大，公司持续在全球范围布局本地化研发团队，提升客户响应速度。其余核心高管分别覆盖业务运营、财务、资本市场等职能，均具备扎实的行业深耕经验与专业资质背景，整体管理梯队权责划分清晰、协同运转顺畅，核心团队整体稳定性强，执行落地能力突出。

表1：公司高管基本情况

姓名	职务	过往经历
刘圣	董事长、总裁	博士学历，拥有多年光通信研发与企业管理经验。曾任职于美国朗讯、Pine Photonics、Opnext 等全球光通信企业，历任研发工程师、中国研发中心负责人、产品研发部高级经理；2008 年创立苏州旭创，历任公司董事、总经理、执行董事兼总经理，同时曾任铜陵旭创执行董事兼总经理，主导公司发展历程。
王晓东	常务副总裁、董事	本科学历，具有企业运营与财务管控经验。曾任山东中际电工装备董事长助理，现任多家关联公司董事，统筹产业协同。
王军	副总裁、董事会秘书	博士学历，资深上市公司董秘。曾任职于多家 A 股公司，获上交所优秀董秘、新财富金牌董秘等荣誉，擅长投关管理。
王晓丽	副总裁、财务总监、董事	硕士，拥有中国注册会计师、英国皇家特许管理会计师资质。曾任职于普华永道、古玉资本，历任公司财务岗，负责财务体系与投融资管理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.4. 激励绑定核心人才，回购传递成长信心

多轮股权激励并行落地，深度绑定核心人才，为公司长期增长筑牢人才根基。公司持续落地多轮限制性股票长效激励，第三期、第四期两套激励计划并行推进，激励覆盖分层递进、约束机制完善。

第三期限制性股票激励计划于 2023 年 11 月完成首次授予，面向 107 名核心技术与管理人员授予 718.60 万股，授予价格 52.33 元/股；2025 年完成首个归属期股份解锁，公司层面与苏州旭创子公司层面业绩均超额达成考核目标，次年第二个归属期考核同样达标解锁，预留部分首个考核期也于 2026 年顺利达标。

2025 年推出的第四期激励计划进一步扩大覆盖范围，同年 4 月完成首次授予，覆盖 752 名核心骨干员工，授予 888.00 万股，授予价格 54.00 元/股；2026 年 3 月完成预留部分授予，覆盖 62 名核心人员，授予 110.00 万股，授予价格 53.10 元/股，对应股份分四期解锁，考核周期延伸至 2028 年，锚定长期成长目标；2026 年完成首个归属期股份解锁，2025 年度公司营收 382.40 亿元，达到业绩考核指标。业绩考核要求明确且具有成长性，个人绩效考核分档对应不同归属比例。

整体激励体系同时覆盖管理层与一线技术骨干，个人收益与公司中长期发展深度绑定，严格的退出约束有效降低核心人才流失风险，充分调动团队推进高端光模块技术迭代、全球化业务拓展的积极性，为公司长期业绩增长筑牢人才基础。

表2：第三期、第四期限制性股票激励计划业绩考核要求

激励计划	授予类型	解除限售期	业绩考核目标（公司层面）
第三期限制性股票激励计划（2024-2027 年)	首次授予	第一个解除限售期	2024 年：营收≥147 亿元或净利润≥26.60 亿元
		第二个解除限售期	截至 2025 年累计：营收≥330 亿元或净利润≥56.60 亿元
		第三个解除限售期	截至 2026 年累计：营收≥550 亿元或净利润≥90.50 亿元
		第四个解除限售期	截至 2027 年累计：营收≥800 亿元或净利润≥125.70 亿元
	预留授予	第一个解除限售期	2025 年：营收≥183 亿元或净利润≥30.00 亿元
		第二个解除限售期	截至 2026 年累计：营收≥403 亿元或净利润≥63.90 亿元
		第三个解除限售期	截至 2027 年累计：营收≥653 亿元或净利润≥99.10 亿元
第四期限制性股票激励计划（2025-2028 年）	首次授予	第一个解除限售期	2025 年：营收≥310 亿元
		第二个解除限售期	2025-2026 年累计：营收≥700 亿元
		第三个解除限售期	2025-2027 年累计：营收≥1170 亿元
		第四个解除限售期	2025-2028 年累计：营收≥1732 亿元
	预留授予	第一个解除限售期	2026 年：营收≥390 亿元
		第二个解除限售期	2026-2027 年累计：营收≥860 亿元
		第三个解除限售期	2026-2028 年累计：营收≥1422 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司完成大额股份回购，彰显内在价值认可与长期成长信心。2026 年 9 月公司通过集中竞价交易方式实施股票回购，实际回购总金额约 49.97 亿元，成交价格区间为

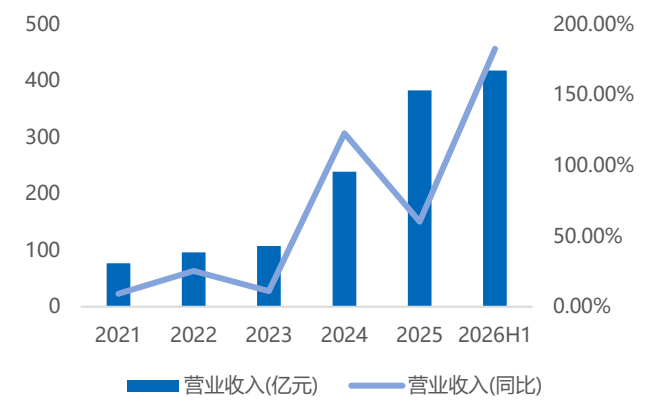
请务必阅读正文之后的免责声明部分

806.93 元/股至 944.68 元/股，累计回购公司股份 5,653,063 股，占公司总股本的 0.48%。从执行层面看，本轮回购从启动到完成仅用时 23 天，落地节奏显著快于市场平均水平。2026 年 10 月 15 日，公司拟变更本次回购股份用途，将回购所得股份全部予以注销。本次回购体现了公司对自身价值的认可与未来发展的信心，股份注销有助于减少总股本、提升每股收益，向市场传递对公司持续成长的信心。

1.5. 业绩高速增长，盈利研发持续优化

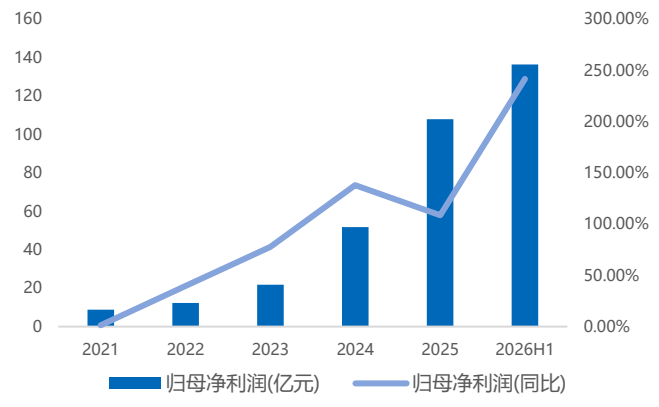
公司营收与净利润高速增长，盈利能力持续优化，研发投入强度稳步提升。2021-2025 年公司营收与归母净利润保持高速增长态势，2025 年实现营业收入 382.40 亿元、同比增长 60.25%，归母净利润 107.97 亿元、同比增长 108.78%，增长主要由全球 AI 算力资本开支扩张驱动，800G、1.6T 等高端光模块需求持续释放，海外市场收入规模快速扩容，国内算力建设相关交付稳步提升。盈利能力方面，公司销售毛利率整体呈持续上行趋势，2026 年上半年提升至 46.25%，核心支撑来自高端产品出货占比提升、硅光技术渗透率提高以及生产降本增效的共同作用。费用端呈现研发高强度投入、销管费率稳步下行的特征，研发费用持续加码布局下一代光互连技术，2026 年上半年研发费用同比增长 96.9%；销售费用率、管理费用率随规模效应持续收窄；财务费用受汇率波动有所增加，主要为美元资产敞口对应的报表层面汇兑损失。整体来看，公司财务层面呈现收入高速增长、盈利随产品结构持续优化、研发投入强度高、现金流健康的核心特征。

图7：中际旭创营收情况



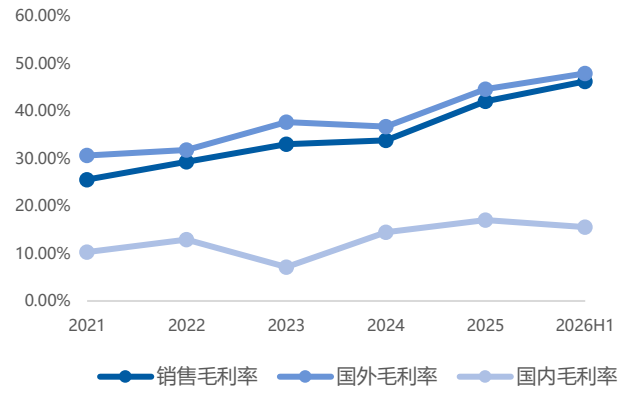
数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

图8：中际旭创归母净利润情况



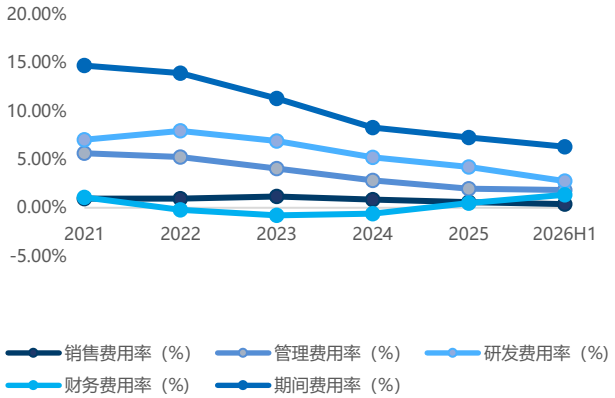
数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

图9：中际旭创综合毛利率及境内外毛利率情况



数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

图10：中际旭创期间费用率和研发费用率情况



数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

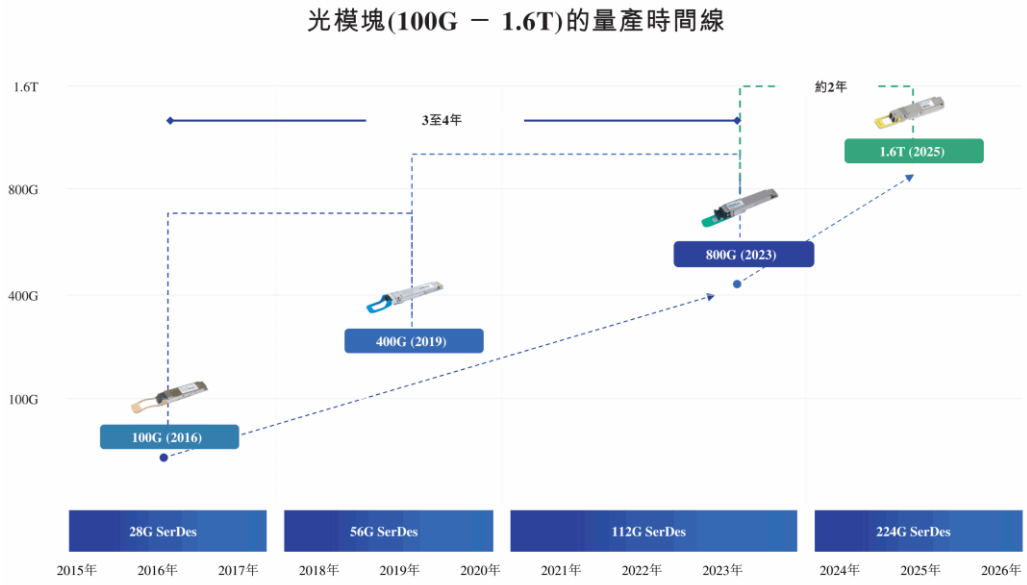
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 赛道景气向上，行业成长空间广阔

2.1. AI 驱动光模块加速迭代，800G 放量与 1.6T 商用共振

AI 算力需求快速扩容，光模块速率迭代周期持续压缩。自 2022 年底以来，AI 算力的爆发式增长将全球算力需求持续推向新高峰。海量的计算需求同步拉动了对大规模、可扩展、高速低延迟集群互连能力的迫切需求，成为驱动光模块速率迭代的核心因素。回顾光模块速率历史迭代周期，100G 到 400G 及 400G 到 800G 光模块量产的时间间隔均为三至四年，而 800G、1.6T 的时间间隔缩短至约为两年。受近期 AI 数据中心建设需求激增的影响，光互连技术进一步加速升级。目前，800G 光模块产品已全面进入大规模部署阶段，1.6T 产品亦已转入量产阶段，同时 3.2T 产品的开发也在加速推进，高速光模块的产品迭代周期持续压缩，行业技术升级节奏显著加快。

图11：光模块（100G—1.6T）量产时间线

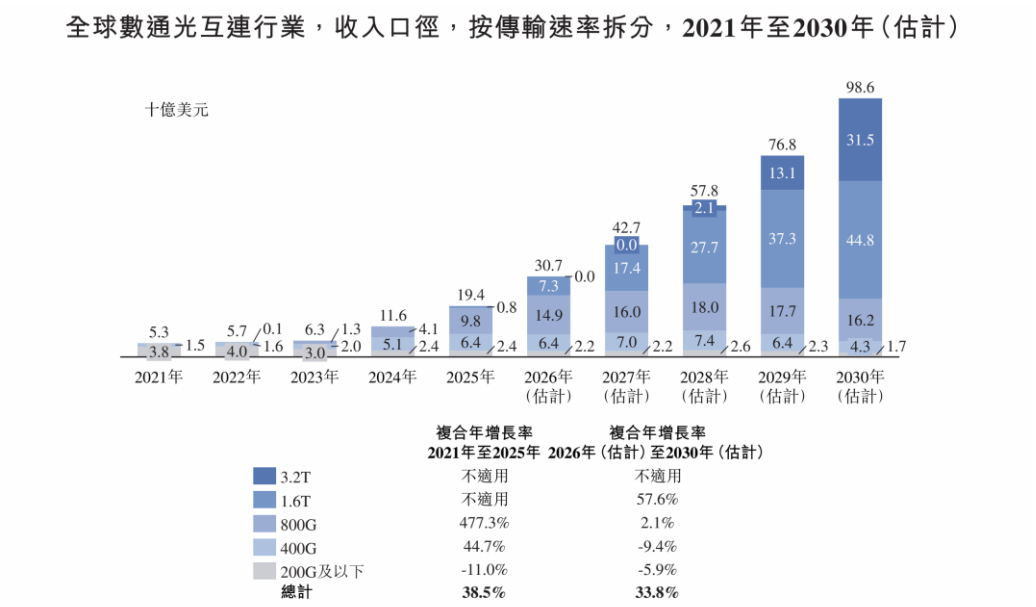


数据来源：LightCounting、灼识咨询、中际旭创 H 股招股书、东吴证券研究所

800G 进入规模商用放量阶段，1.6T 技术成熟度快速提升。根据 LightCounting，全球 800G 市场规模 2021-2025 年复合增速高达 477.3%，当前 800G 已进入规模商用放量阶段，是 AI 算力集群互联的主力制式，预计 2026 年市场规模达 149 亿美元，2026 年之后 800G 增长放缓，市场规模预计在 2028 年见顶后回落，行业增长主线切换至 1.6T，成为新的市场主力。当前，1.6T 转入量产阶段开启商用放量周期，LightCounting 预计 2026 年全球出货量超 860 万只，市场规模有望增至 73 亿美元，后续进入高速增长通道；2026-2030 年收入复合增速预计将达到 57.6%，至 2027 年其在数通光模块市场占比提升至 41%，成为下一代数通光互联核心主力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图12：全球数通光互连市场规模



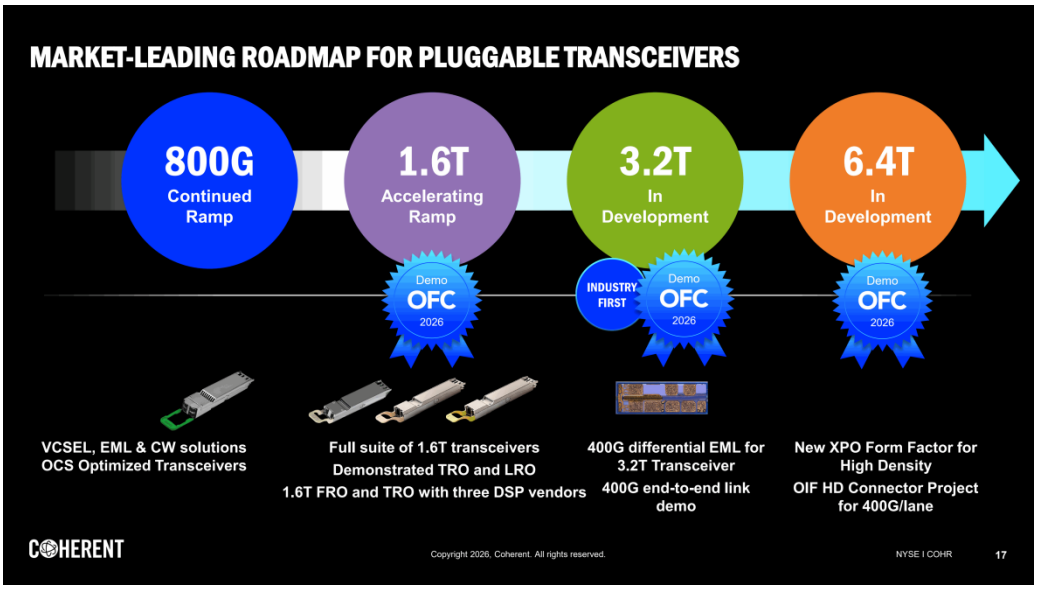
*附註：*歷史及預測數字大體基於來自LightCounting的數據得出，而預測明細乃基於灼識諮詢的估計。

数据来源：LightCounting、灼识咨询、中际旭创 H 股招股书、东吴证券研究所

下一代高速光模块标准有序推进，厂商验证落地节奏持续加快。标准层面，单通道 400G 以太网 IEEE P802.3dv 标准已立项，进入草案编制工作；OIF 已先后发布 3.2T 共封装模块、1.6T 相干互联等实施协议，为下一代更高速光互联产业落地提供规范支撑。目前不少头部厂商已同步启动 2.4T、3.2T 及更高速率产品的研发与客户验证，多技术路线并行推进落地。根据中际旭创 2026 年投资者交流会，目前覆盖 2.4T 可插拔、3.2T NPO 及 XPO 等多形态的高速产品正按大客户定制需求开发送样，公司预计 2027 年下半年量产，适配 AI 集群 scale-out、scale-up 场景；光迅科技推出全球首款 3.2T 硅光单模 NPO 模块，已完成送样测试及国内头部 CSP 全系统验证，并在 OFC2026 完成现场演示；华工科技 3.2T NPO 产品率先实现头部客户落地应用，同时布局 3.2T CPO、6.4T NPO 等技术路线；云厂商端同步推动方案落地，阿里云发布 UPN512 全光架构白皮书明确 3.2T NPO 技术路线，已点亮全球首款基于 OIF 标准的 3.2T NPO 模块；海外厂商 Coherent 在 OFC2026 完成 3.2T 可插拔方案的行业首次演示、6.4T 可插拔方案的样品演示，依托 400G 差分 EML 与硅光技术完成 400G 端到端链路验证，证实可插拔路线可向更高速率延伸。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图13：Coherent 可插拔光模块速率演进路线图

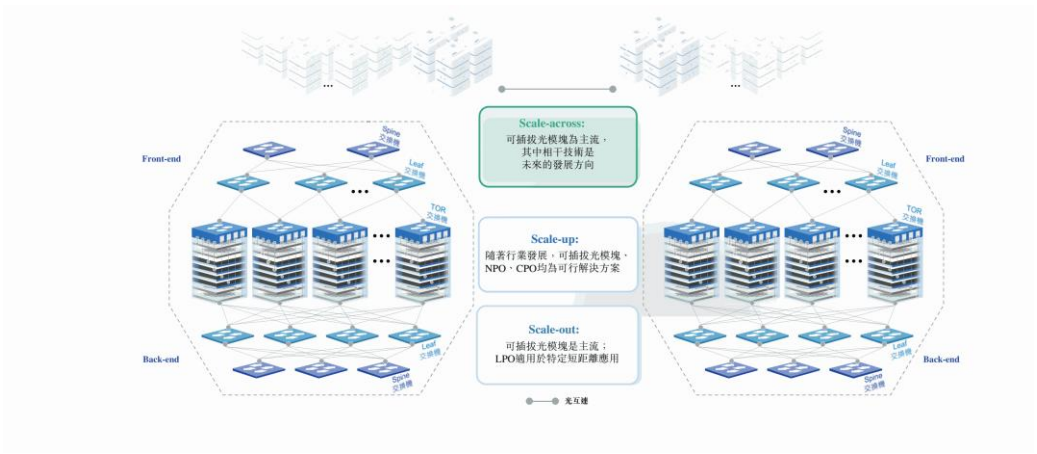


数据来源：Coherent 公司官网、东吴证券研究所

2.2. AI 算力多层级互联架构，四大场景驱动光互联市场增长

AI 计算规模持续扩大，互连需求覆盖封装内、机架内外及跨数据中心等多个层级。随着单节点内计算芯片数量增加、集群规模扩大，AI 任务需要更多计算资源协同处理，芯片之间及节点之间的数据交换随之增多；当工作负载超出单一数据中心时，还需跨数据中心协作。因此，互连网络围绕不同范围的资源协同形成多层级连接：Scale-in 服务于封装内芯粒之间的互连，Scale-up 将芯片、服务器及机柜连接为统一的 AI 计算系统，Scale-out 通过增加节点并行分担任务，Scale-across 则连接不同数据中心。各层级的连接距离、带宽密度与时延要求存在差异，共同推动高速、高密度光互连需求增长。

图14：数据中心三大 AI 部署场景示意



数据来源：灼识咨询、中际旭创 H 股招股书、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

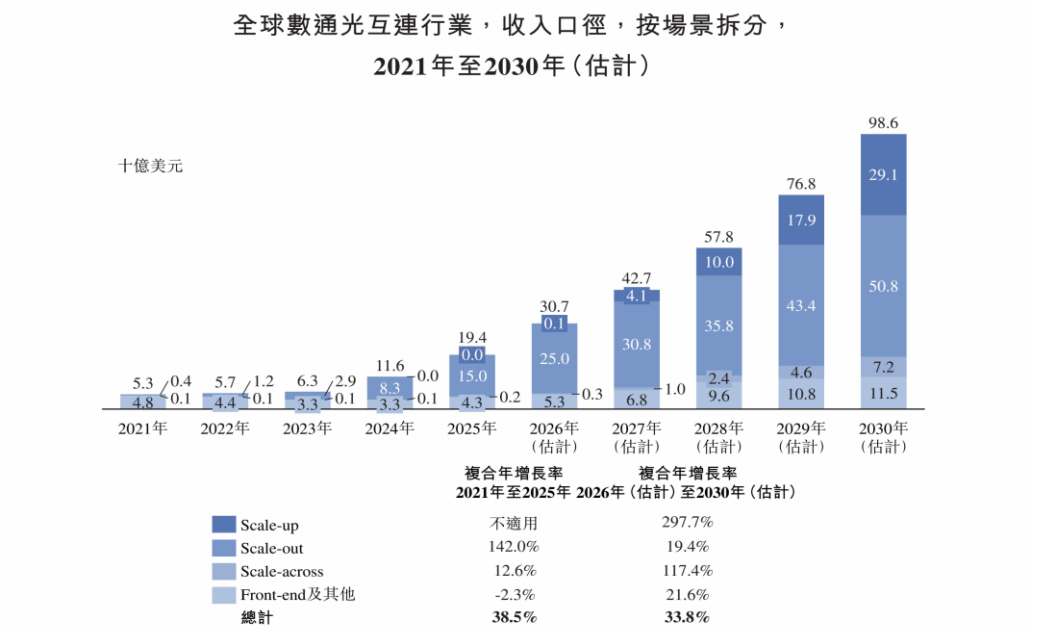
Scale-out 支撑集群横向扩容，是当前数通光互连的主要需求场景。Scale-out 通过在同一数据中心增加节点，并行分担和处理 AI 任务，典型连接位于 ToR、Leaf 及 Spine 交换机之间，距离通常在两公里以内。随着集群规模扩大，节点、交换端口和服务器链路数量增加，带动高密度、高速光互连需求，可插拔光模块已广泛应用于这一场景。根据灼识咨询预计（下同），Scale-out 光互连收入预计由 2025 年的 150 亿美元增至 2026 年的 250 亿美元，2030 年达到 508 亿美元，2026—2030 年复合增速为 19.4%。

Scale-up 由机架内向跨机架扩展，高密度光互连迎来新增应用。Scale-up 通过高带宽、低时延连接，将芯片、服务器和机柜组成统一的 AI 计算系统，覆盖服务器内部及跨机架计算架构。机架内铜互连仍在使用，跨机架扩展则增加了对光连接的需求。Vera Rubin NVL72 通过 NVLink 铜互连连接 72 颗 GPU 和 36 颗 CPU；NVL576 规划采用铜与直接光连接组合八个机架。高密度可插拔模块、NPO 和 CPO 均可适配 Scale-up 场景，相关光互连收入预计由 2026 年的 1 亿美元增至 2030 年的 291 亿美元，2026—2030 年复合增速为 297.7%。

Scale-across 连接多个数据中心，带动长距离、大容量相干光互连需求。Scale-across 使不同建筑、园区乃至地域的计算资源协同处理 AI 任务，连接距离可由数公里延伸至数百乃至数千公里。AI 训练负载超出单一数据中心后，对长距离、高带宽及高稳定性光链路的需求随之增加。可插拔光模块仍是主要连接形式，相干技术适配长距离、高容量传输。Scale-across 光互连收入预计由 2026 年的 3 亿美元增至 2030 年的 72 亿美元，2026—2030 年复合增速为 117.4%。

Scale-in 面向封装内芯粒互连，光连接的应用边界有望进一步向半导体内部拓展。Scale-in 是同一封装内部不同芯粒之间的互连，对应芯粒之间的数据传输需求。光互连的应用层级有望由当前 Scale-out 网络向高带宽 Scale-up 网络扩展，并于 2030 年代中期进一步进入 Scale-in。随着光连接从数据中心网络向封装内部延伸，其潜在应用范围也将从网络链路拓展至芯粒互连，打开更广泛的半导体应用空间。三星、台积电等晶圆代工厂已进入硅光市场，布局光互连在半导体领域的长期发展机遇。目前这一转变仍处于早期阶段，Scale-in 的行业意义主要体现为光互连应用范围的拓展。

图15：全球数通光互连分场景收入预测



*附註：*歷史及預測數字大體基於來自LightCounting的數據得出，而預測明細乃基於灼識諮詢的估計。

数据来源：LightCounting、灼识咨询、中际旭创 H 股招股书、东吴证券研究所

2.3. 多技术路线并行，构筑多层次光互联体系

各类技术锚定不同的物理距离与应用场景，共同构筑了支撑 AI 与云计算时代的高效光网络生态体系。在 AI 算力与云端数据中心高速发展的驱动下，网络带宽需求呈现指数级增长，光互联技术正加速向更高速率与更低功耗演进。由于不同网络层级及物理距离对“性能、功耗、成本与运维生态”的诉求存在显著差异，当前光通信领域呈现出“多路径并行、互为补充、长期共存”的发展格局：在封装与设备形态层，传统可插拔光模块凭借标准化、易运维及成熟的多供应商生态，仍是当前数据中心的主流方案。而面对极致带宽需求，CPO 通过将光引擎与交换芯片集成封装，成为突破超高速率瓶颈的关键；NPO 兼顾了共封装的高性能与插槽式可插拔的开放生态，凭借低门槛与低成本优势正加速商用落地并有望得到长期应用；在传输与调制技术层，相干光通信凭借强大的 DSP 与高阶调制技术，是长距骨干网及 DCI 的基础底座；而随着带宽需求向数据中心内部下沉，轻相干（Coherent Lite）正成为 2-10km 短距场景下替代 IMDD 的关键演进方向；在网络架构层，OCS 通过重构物理传输路径，省去高耗能的光电转换环节，以低时延、低功耗优势在头部厂商的 AI 算力集群中实现规模化部署。

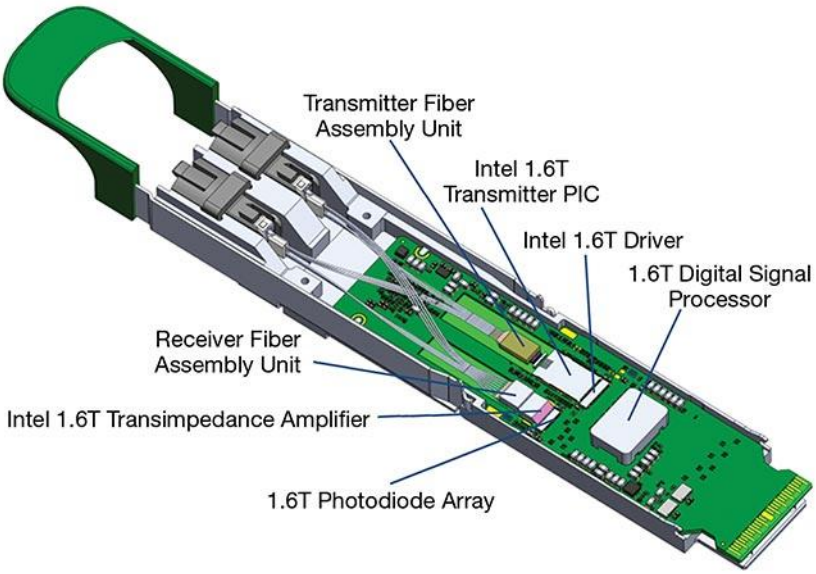
2.3.1. 智算驱动光模块迭代，可插拔方案持续迭代

可插拔光模块仍是主流方案，速率升级与运维灵活性支撑持续需求。可插拔光模块已广泛应用于数据中心网络，标准化、多供应商的成熟生态和模块可独立更换的特点，使其能够兼顾带宽升级、分期部署与日常维护。近年来，在智算集群建设影响下，光模块迭代周期进一步缩短，当前行业已规模部署 800 Gbit/s 可插拔光模块，并已经启动 1.6

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Tbit/s 可插拔光模块的部署，据光博会相关专家预测，2028 年开始 3.2 Tbit/s 速率光模块也有望走向应用。随着网络规模扩大，可插拔方案持续提升带宽密度，并与高密度封装方案共同满足不同层级的互连需求。

图16：1.6T 可插拔硅光光模块结构示意图



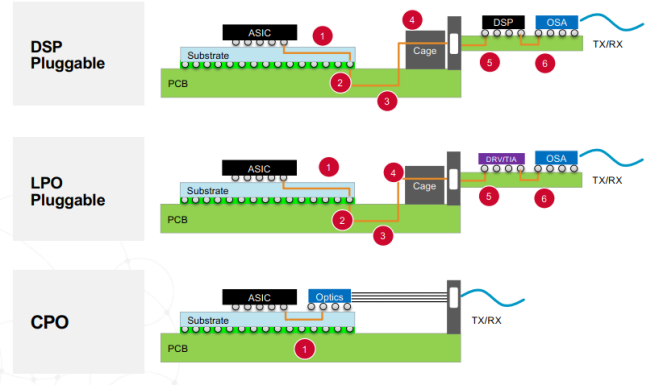
数据来源：Photonics Media、东吴证券研究所

2.3.2. NPO 与 CPO 面向高密短距互连，是光通信领域的重要演进方向

CPO 技术是推动数据传输迈向更高速的重要方案。随着人工智能模型规模和复杂度的指数级增长，其工作负载对网络带宽产生了前所未有的爆炸性需求。CPO（共封装光学）是实现超高速数据传输的关键技术，通过将交换芯片与光引擎集成在同一基板，大幅缩短电互联距离。相比传统可插拔光模块，CPO 技术可以减小光器件整体尺寸、提高电信号在交换芯片和光引擎之间的传输效率，并有效降低能耗、缓解信号衰减与空间受限问题。作为 CPO 整体解决方案的提供商与重要推动者，英伟达在 2026 年 8 月宣布 Spectrum-X Ethernet Photonics 以太网硅光交换机已进入全面量产阶段，英伟达副总裁宣布预期 2026 年 AI 工厂大量导入。该产品基于新一代 Spectrum-6 交换芯片与 CPO 共封装光学技术打造，为全球首款进入量产的 200G/lane CPO 以太网交换机系统。

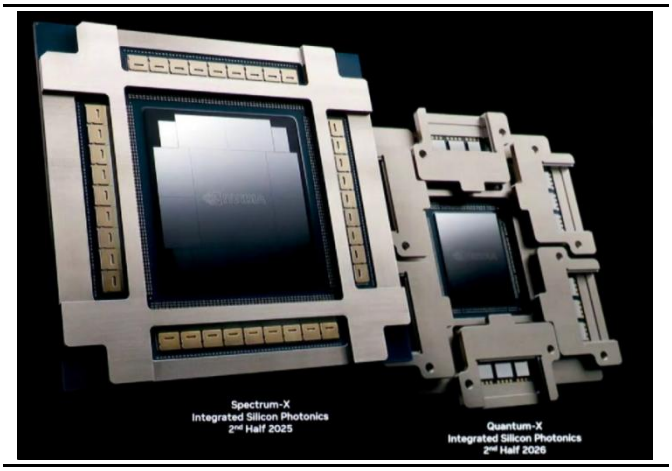
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图17：CPO 技术将光引擎与交换芯片封装在同一基底



数据来源：博通、东吴证券研究所

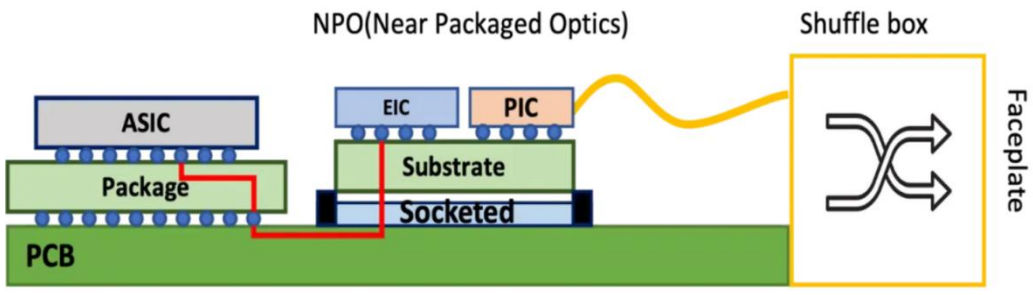
图18：英伟达于 2025 年 GTC 大会推出 Quantum-X 和 Spectrum-X 两款 CPO 交换机



数据来源：英伟达、东吴证券研究所

NPO 是介于传统可插拔光模块与 CPO 之间的光互连方案。不同于 CPO 将光引擎固定封装在 ASIC 周边的模式，NPO 通过插槽实现光引擎可插拔，既延续了共封装架构高性能、低损耗的优势，又兼容传统光模块的运维模式与开放生态。在 CPO 生态尚未成熟的阶段，NPO 能够兼顾传输性能与落地可行性，凭借技术开放性强、落地门槛低、成本与功耗优势显著的特点，可快速实现规模化商用。阿里此前已发布自研算力超节点及 NPO 互联方案，目前设备已完成整机上电与核心功能验证，NPO 端口链路稳定，进入长期可靠性测试阶段。此外，腾讯在 3.2T NPO 方向取得关键技术突破，计划 2026 年第四季度部署 NPO 超级节点；华为联合中国移动、百度等 20 余家伙伴发起 OPEN NPO 项目，推动国内首个 NPO 光互连 MSA 标准落地。2026 年 9 月 17 日，Open CPX 多源协议组织宣布正式发布高密度可插拔 CPO/NPO 规范（《共封装与近封装连接器及光学模块规范》），该规范定义了基于混合媒体 CPX 形态下每通道 200Gbps 信令、最高 7.2Tbps 的连接实现，并涵盖 6.4T/7.2T 连接模块、内外部激光器选项及液冷聚焦热规范等技术特征。

图19：NPO 技术通过插槽实现光引擎的可插拔连接



数据来源：阿里云、东吴证券研究所

2.3.3. 相干光模块商用迭代，轻相干技术加速落地

相干光通信技术是现代高速光网络的基础底座。随着 AI 算力、云计算及 800G/1.6T

请务必阅读正文之后的免责声明部分

代际的加速演进，相干光通信技术从传统长距骨干网全面向数据中心内部及跨域互连场景渗透。相较于传统 IM-DD 系统，相干技术通过精准调制与检测光波的幅度、相位及偏振，结合 QPSK、16QAM 等先进调制格式，在同等频谱下实现单波长数百 G 的超大容量并显著摊薄每比特成本；同时，凭借强大的内置 DSP 与 FEC 算法，其能够自动补偿色散与偏振模色散，实现数千公里级的稳定无误码传输，并赋能实时链路诊断与自校准，大幅简化运维。当前，相干光模块已成为支撑高性能计算（HPC）与数据中心网络演进的核心环节，2025 年主流商用市场以 400G 和 800G 模块为主导，1.6T 技术正加速兴起。

表3：相干光模块的主要应用

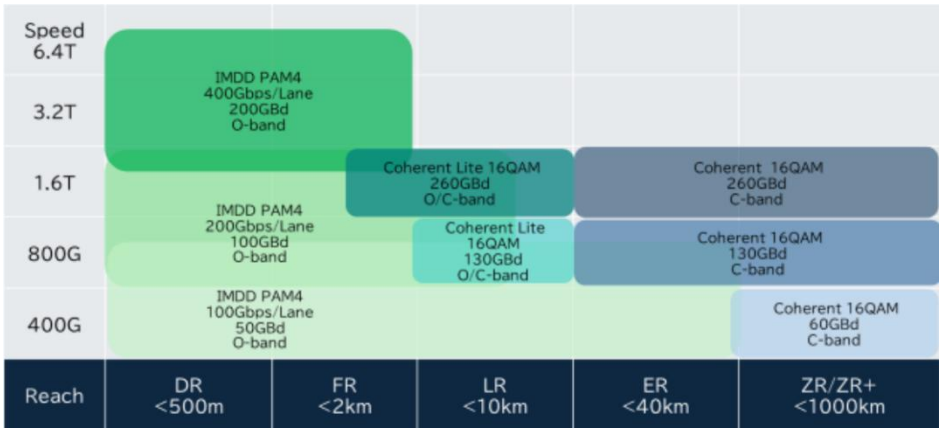
应用场景	典型模块 / 速率	传输距离	核心特点与作用
数据中心互连（DCI）	400G/800G QSFP-DD 或 OSFP DCO	数十至数百公里	AWS、谷歌云、阿里云等云服务商连接分布式数据中心；高容量传输，减少光纤用量，简化网络设计
城域网与长途网络	400G CFP2-DCO 或 800G OSFP DCO	500−2000 公里	凭借强大 DSP＋FEC 补偿实现无差错传输；支持环形、网状等灵活拓扑，构成下一代光传输骨干
AI 集群与 HPC 互连	800G 相干 DCO	—	面向万亿参数模型训练，相干模块对互连 GPU 集群至关重要；NVIDIA Quantum-X800 InfiniBand 等平台利用 800G 相干 DCO 光器件提供超低延迟和巨大带宽，实现分布式训练和推理同步
云和边缘连接	可插拔 QSFP-DD 或 OSFP DCO	区域节点间	灵活可扩展互连；无需额外 OTN 设备即可扩容，确保实时数据同步与低延迟边缘访问
海底与洲际网络	CFP2-DCO 及新一代相干引擎	超过 5000 公里	结合先进 FEC 与光放大技术，实现跨洋可靠传输；是全球互联网主干网和国际数据流量的基础

数据来源：AscentOptics 官网、东吴证券研究所

高速互联需求持续升级，轻相干方案应运而生。在 AI 与云端数据中心高速发展的驱动下，光传输需求正从 400G 向 800G 及 1.6T 演进，推动相干光技术从长距 DCI 与骨干网向 2-10km 甚至<20km 的数据中心内部及园区互连等短距场景下沉。在此背景下，轻相干（Coherent Lite, CL）技术应运而生，其定位为 IMDD 的替代方案，旨在通过简化 DSP 与 FEC 来大幅降低功耗与成本，OIF 预计该技术支持 2km LR 与 10km ER 场景，是为长途和地铁网络提供动力的相干光学设备的低成本、低功耗版本。回顾该技术演进，其概念由 Google 于 2021 年提出，OIF 最初标准化了基于 400ZR 的 800G 版本，随着升级为 1.6T，该型号正式更改为 1600 Coherent Lite。展望未来，随着 1.6T/3.2T 相干规格的制定，OIF 明确表示 3.2T 世代需要 Coherent Lite，业界普遍将其视为通向最终 3.2T 数据中心相干光学的必经跳板并提前布局。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图20：IMDD、Coherent Lite 和 Coherent 方法的应用领域示意图



数据来源：Dexerials 官网、东吴证券研究所

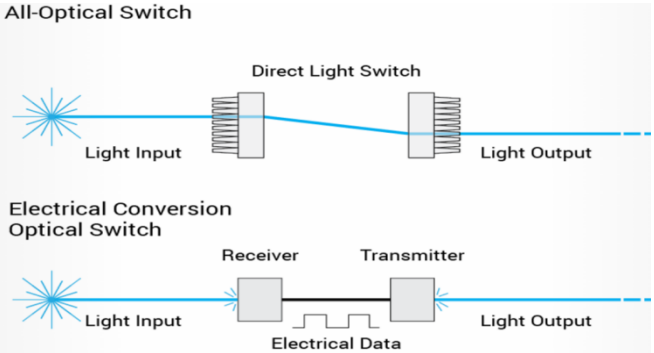
2.3.4. 多条 OCS 技术路线并行推进，头部厂商加速落地

OCS 是一种光信号直接交换设备。它能够通过重新配置光信号的物理传输路径，使光信号在不同通道之间实现动态切换，并在不进行光电转换的情况下完成光信号的高效互联与数据高速传输。相较于传统电交换机，OCS 去除了高耗能的光电转换环节，因此具有低时延、低功耗、高带宽等核心优势。当前，OCS 已应用于 AI 算力集群、数据中心云网络等多个场景。其中，OCS 的技术路线主要包括 MEMS、液晶、压电陶瓷和硅波导等方案。MEMS 为当前主流技术路线，已经实现大规模商用；液晶技术在 Coherent 的积极推动下，正逐渐步入规模商用阶段；而压电陶瓷和硅波导的应用面相对较窄，前者处于早期探索阶段，仅在特定场景使用，后者尚处在测试阶段，有望成为未来重要发展方向。

OCS 已获头部厂商规模化部署，行业应用有望加速普及。谷歌通过 Apollo 项目，在数据中心大规模部署采用 MEMS 方案的 OCS，优化网络互联架构，削减了数据传输功耗与成本。同时，谷歌在配套自研 TPU 集群中也大量应用 OCS，构建 3D Torus 拓扑结构，进一步降低光路系统成本；Lumentum 在 OFC 2026 上介绍其 300 × 300 高阶 OCS 插入损耗低于 1.5dB，据公司在 OFC 2026 交流会上披露，公司预计 2026 年下半年交付 4 亿美元 OCS 收入，2027 年将突破 10 亿美元；Coherent 采用液晶技术的 320×320 端口 DLC OCS 已开始供应，并正在开发 512 × 512 端口方案。

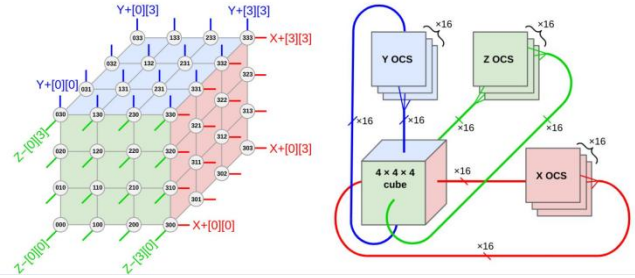
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图21：OCS 与电交换机的差异在于能够直接进行光信号交换



数据来源：SAMM Teknoloji 公司官网、东吴证券研究所

图22：TPU 通过 OCS 连接，组成 3D Torus 拓扑



数据来源：《TPU v4: An Optically Reconfigurable Supercomputer for Machine Learning with Hardware Support for Embeddings》、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 公司核心竞争力：全面领先优势显著，成长动能充足

3.1. 核心技术全面领先，高端数通/NPO/相干/硅光多线布局强化护城河

3.1.1. 光模块：高端全系列布局引领迭代

中际旭创凭借全系列高速光模块矩阵，持续引领全球高速光模块迭代。公司已形成覆盖 10G 至 1.6T 的全系列数通光模块产品矩阵，是全球高速光模块迭代的核心引领者：2018 年率先推出 400G、2020 年推出 800G、2023 年发布 1.6T 光模块，据灼识谘询，以上产品均领先最接近的同行约半年实现量产出货，是行业内最早推出 1.6T 光模块的厂商。技术上，中际旭创为全球首家推出硅光 400G/800G/1.6T 光模块的光互连公司，并在其商业化部署方面一直是主要提供商。凭借领先的产品与交付能力，公司自 2021 年起连续五年位居全球光互连解决方案收入规模第一，2025 年市占率 21.2%、高速数通细分市场份额达 28.1%，已进入全球大多数头部云服务厂商及 AI 计算解决方案提供商的核心供应链并保持长期深度合作，高端产品交付份额稳定。

图23：中际旭创光模块产品迭代情况

数据来源：中际旭创 H 股招股书、东吴证券研究所

XPO 作为可插拔光模块的重大升级方向，公司率先推出业界首款 12.8T XPO 模组并主导国际标准制定，卡位 AI 集群 scale-out 场景新机遇。XPO 代表可插拔光模块的重大升级，相较于 OSFP，提升了容量与前板端口密度。在 OFC 2026 展会上，公司展示了业界首款 12.8T 8×DR8 XPO 光模块模组，相较 1.6Tbps OSFP，该模块容量提升八倍，前面板密度提升四倍，据公司 H 股招股书披露，公司预期该模块近期将率先应用于 scale-out 场景。同时公司的 XPO 解决方案目前也处于研发及样品交付阶段。 2026 年 3 月 12 日，TeraHop 已作为创始成员加入 XPO MSA，领导定义 XPO 技术规范，并参与该组织的创立与规范制定。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

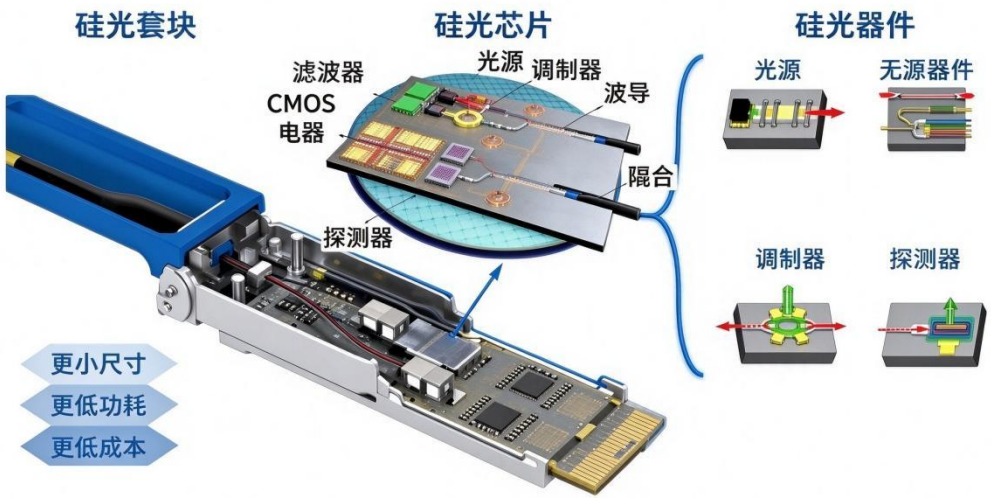
图24：中际旭创 12.8T 8×DR8 XPO 光模块模组示意图

数据来源：Terahop 官网、东吴证券研究所

3.1.2. 硅光：全球最大硅光模块提供商，硅光技术构筑核心竞争力

中际旭创是光互连领域集成硅光技术的先行者。公司已实现硅光技术量产，并开发推出全球首款 400G、800G 及 1.6T 硅光光模块，在其商业化部署方面一直是主要提供商。据灼识咨询，按收入计，2025 年公司是全球最大的硅光光模块提供商；截至 2026 年 3 月 31 日止三个月，采用硅光技术的产品占公司高速产品系列的约 70%。

图25：硅光模块结构分解图



数据来源：公司 2025 年年报、Intel、东吴证券研究所

在产品迭代方面，公司持续推动硅光技术演进：2022 年在 OFC2022 现场展示 QSFP-DD800DR8+硅光光模块；2023 年展示基于 5nm DSP 和先进硅光子技术的第二代 800G

光模块；2024 年展示硅光 800G ZR OSFP 相干模块。公司还自研了集成度较高的硅光芯片，对降本增效和增强竞争力起到了积极作用。目前公司 400G、800G 和 1.6T 光模块已广泛应用基于硅光技术的解决方案，满足日益增长的传输需求。此外，在硅光平台积累的设计能力可延伸至 NPO、CPO 及其他领域，为公司带来价值链扩张的长期潜力。

3.1.3. NPO/CPO：预研产品行业领先，卡位下一代光互连标准

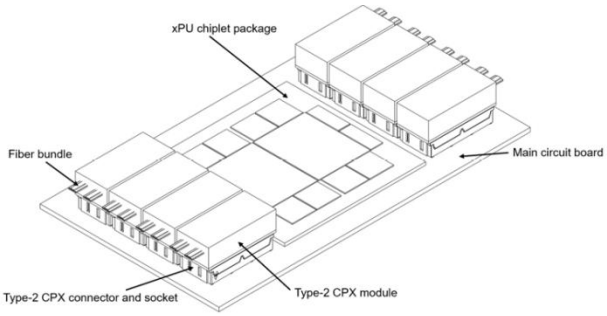
中际旭创在 NPO（近封装光学）领域已处于行业开发阶段的领先位置，并积极加大对 CPO 的投入。据公司披露，NPO 方案已成为 scale-up 场景的重要技术路线，部分客户已给出 2027-2028 年的明确需求指引，据公司交流披露，公司预计 2027 年有望成为首批实现 NPO 交付的供应商，并在 2028 年伴随更多客户导入而放量；同时公司正积极投入 CPO 研发，并与客户及潜在生态系统伙伴合作，以加速其商业化进程。在产品层面，公司已于 OFC 2026 展会上业界首展面向 AI scale-up 场景的 6.4T-4xDR8 可插拔 NPO 模组，填补了主流可插拔模块与 CPO 长期目标之间的技术空白。

值得关注的是，公司子公司 TeraHop 作为 Open CPX MSA 的创始成员，与 Ciena、Coherent、Marvell 等国际巨头共同主导共封装和近封装光学（CPO/NPO）形态的标准制定。2026 年 9 月，该 MSA 正式发布《共封装与近封装连接器及光学模块规范》。TeraHop 深度参与这一开放标准的制定，不仅有助于公司在 NPO 标准化进程中占据技术制高点，也为公司从传统可插拔光模块向 CPO/NPO 等新一代光互连方案平滑过渡、持续保持技术领先奠定了坚实基础。

图26：Open CPX MSA 宣布《共封装与近封装连接器及光学模块规范》正式发布

数据来源：Terahop 官网、东吴证券研究所

图27：Open CPX Type-2 CPX NPO 系统应用示例



数据来源：《Specification for Co-packaged and Near-Package Connector and Optics Module》、东吴证券研究所

3.1.4. 轻相干/相干：首发 800G 轻相干产品，卡位 AI 集群互联

中际旭创将相干光通信技术视为重点战略方向。自 2018 年起公司通过专属团队持续投入研发，目前已具备相干光模块、激光器及相干光组件（COSA）的自主研发能力。公司已完成相干与轻相干全系列产品布局，覆盖 400G ZR、400G ZR+、800G ZR 等多规格相干光模块，400G 相干光模块已实现量产并批量发货，涵盖 CFP2 DCO、400G

ZR/OpenZR+ QSFP-DD 等多种封装形态，广泛应用于骨干网、电信、5G 回传及数据中心互联等场景；同时推出固定波长 100G ZR/400G ER/400G ZR QSFP-DD 相干光模块，支持无中继 40km 以上长距离传输。

随着数据中心带宽需求激增，中际旭创正推动相干技术向 scale-out 及 scale-across 场景拓展，发展轻相干技术。公司通过减少色散补偿、简化激光器配置提升传输距离与可扩展性，并已于 OFC 2025 展会推出业界首款 800G 轻相干光模块。在 OFC 2026 展会上，公司进一步展示了业界首款 800-LR2 O 波段轻相干光模块，该产品专为 AI 集群园区横穿扩展互联需求设计。TeraHop 副总裁称该产品预计将在 2026-2027 年之间实现部署。据灼识咨询，公司是首家开发并应用相干 Lite 技术的厂商，该技术对 1.6T 及 3.2T 相干 Lite 模块至关重要，进一步巩固了公司在高速光传输领域的技术领先地位。

图28：中际旭创相干光模块示意图

数据来源：讯石光通讯网、东吴证券研究所

图29：中际旭创 800-LR2 轻相干光模块示意图

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

3.1.5. OCS：发布硅光 OCS，向系统级解决方案升级

中际旭创子公司 TeraHop 在光电路交换（OCS）领域取得重大突破。在 OFC 2026 上，公司展示了基于硅光子平台的 300×300 端口规模的 OCS 光交换机，相较此前 64×64 低通道数版本实现端口数量大幅提升，且损耗控制在 2dB 以内，达到行业领先水平。该硅光平台具备极低的功耗、减少网络延迟以及快速的切换时间，不仅能显著提升 AI 集群的可用性和可靠性，其量产成本曲线也与传统硅光模块类似，展现出优异的成本效益。该系统配套完整的 TeraNOS 网络操作系统，可向最终客户提供 API 实现 OCS 控制、监控与维护，标志着 TeraHop 从组件供应商向解决方案提供商升级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图30：TeraHop 硅光子 OCS Demo 展示图

数据来源：OFC 2025 TeraHop 报告、东吴证券研究所

3.2. 技术、客户与产能供应链三位一体，构筑长期护城河

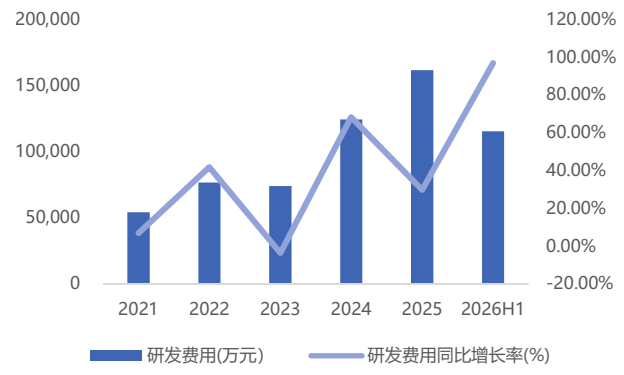
3.2.1. 竞争优势 1：标准话语权与高端人才双轮驱动，夯实技术壁垒

公司构建专有技术生态系统并深度参与国际标准制定，技术领先优势显著。中际旭创始终将研发与产品创新视为核心竞争力，构建了涵盖模组级系统设计、硅光及先进自动化的专有技术生态系统，支撑对所有主流技术路线图的广泛覆盖。公司全资子公司苏州旭创作为 IEEE 光通信光模块 OSFP 企业产业联盟成员和 IEEE 802.3 和 ITUQ2 for PON convergence 编制成员，同时也是 CCSA 中国通信标准化协会传输网接入网 TC6-光器件 WG4 工作组成员，以及 OSFP、QSFP-DD 的协会成员，长期致力于通过持续的创新推动行业技术的发展。Terahop 作为 Open CPX MSA 的创始成员，深度参与前沿标准制定，享有高度国际标准话语权。

公司研发投入持续增长，高层次人才队伍不断充实，技术壁垒进一步夯实。公司 2021 年-2026 上半年研发投入整体呈上行态势，2026H1 研发费用 115302.89 万元，同比激增 96.89%，上半年研发投入已超过 2023 年全年水平。人员层面，公司不断扩充高学历研发人才队伍，本科、硕士、博士员工数量持续增长，硕士及以上学历研发人员占总体研发人员的比例逐年提高，高端科研人才储备进一步夯实。依托充足资金投入与优质研发团队，公司持续完善光通信全链条技术布局，巩固自身在高速光互连领域的技术壁垒，为后续产品迭代和国产替代筑牢底层基础。

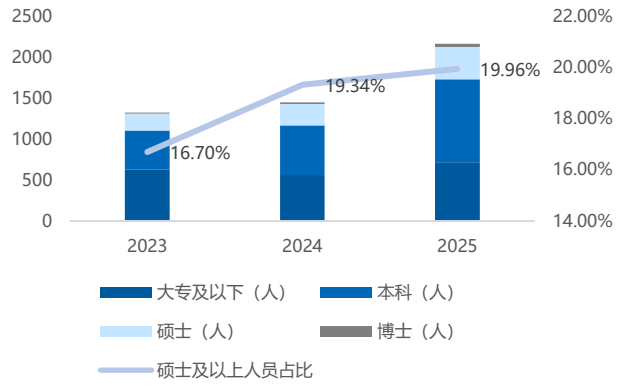
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图31：中际旭创研发费用和同比变化率情况



数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

图32：中际旭创研发人员学历架构情况



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

3.2.2. 竞争优势 2：深度绑定全球头部云厂商，核心供应链地位稳固

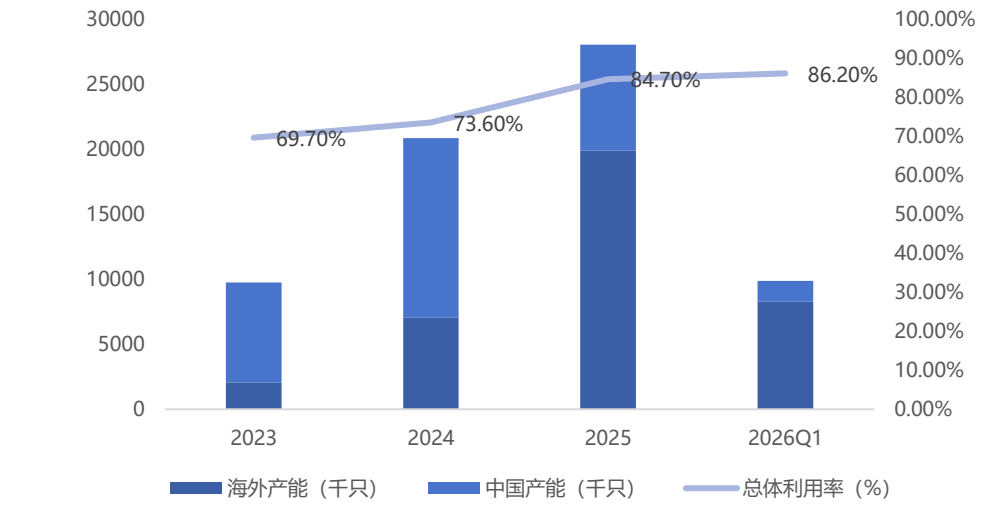
中际旭创已与全球大多数头部云服务厂商及 AI 计算解决方案提供商建立长期稳定的合作伙伴关系，客户资源优势显著。这些客户多为全球领先的技术企业，具备强大的采购能力、严格的技术要求以及漫长的产品认证周期，合作关系建立在多年协作及可靠交付表现的基础上。截至 2026 年 3 月 31 日，公司服务全球大多数头部云服务厂商及 AI 计算解决方案提供商，凭借合作关系和声誉，吸引了越来越多 AI 生态系统中的全球大客户。公司与首个头部云服务厂商客户的合作始于 2011 年，并自此成为其主要的全球模块供应商。近年来，中际旭创与谷歌在技术、资本和供应链层面形成了较为紧密的生态绑定，成为谷歌的核心硬件供应商。此外，公司子公司 Terahop 自 2021 年进入泰国市场并持续扩张，下游客户涵盖 Google、AWS、Microsoft、Meta 等国际头部数字企业。

3.2.3. 竞争优势 3：全球产能布局日趋完善，供应链韧性持续增强

公司全球化产能布局日趋完善，产能利用率持续维持高位，为业绩持续增长提供坚实保障。中际旭创持续推进全球化产能基地建设，在苏州、铜陵、成都、中国台湾及泰国等地布局生产基地，并在新加坡及美国设有办事处负责研发与销售服务，以多地协同满足快速增长的全球需求。同时公司持续加大智能制造投入并推进自动化改造，有效提升了生产效率和产品良率，从而驱动了整体产能规模与利用率的逐年攀升。2025 年公司光通信收发模块产能达 2806.2 万只，整体产能利用率也从 2023 年的 69.7%提升至 2025 年的 84.7%，2026 年一季度进一步达到 86.2%，呈现逐年攀升态势。具体从地区表现来看，海外产能扩张尤为迅速，光模块海外产能从 2023 年的 207.3 万只大幅增长至 2025 年的 1991.4 万只，产能利用率从 64.7%跃升至 87.1%，2026 年一季度进一步达到 87.3%；中国国内产能利用率亦从 2023 年的 71.1%稳步提升至 2025 年的 78.8%，2026 年一季度进一步达到 80.5%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

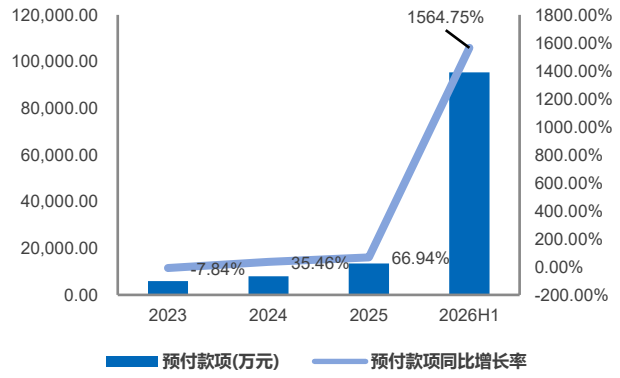
图33：2023-2026Q1 中际旭创产能和产能利用率情况



数据来源：公司年报、季报、东吴证券研究所

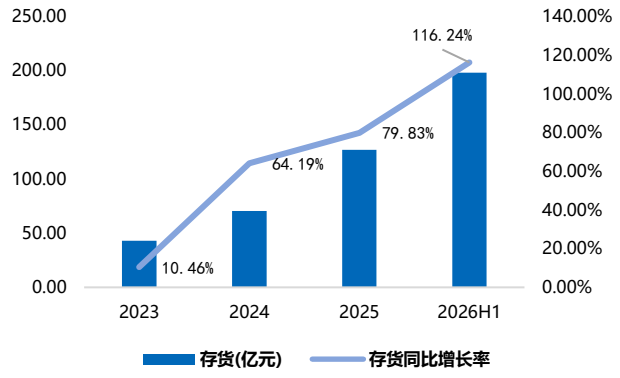
公司通过多元化采购策略与战略性备货构筑供应链韧性，叠加覆盖至 2027 年的充足在手订单，为业绩持续增长提供双重保障。公司围绕光电芯片、无源光器件、PCB 及结构件等关键物料，通过硅光、EML 等多元化解决方案完善采购体系，并持续拓展新供应商、提前锁定产能，有效降低供应短缺风险。截至 2026 年上半年末，中际旭创预付款项 9.54 亿元，同比激增 1564.75%，存货从 2025 年末的 126.81 亿元增长至 198.26 亿元，其中原材料账面价值增至 89.48 亿元，彰显了公司对核心物料进行提前备货以最大程度满足客户要求。在手订单方面，据公司 2026 年 7 月 28 日交流会中披露，公司客户订单已覆盖 2026 年全年，部分重点客户订单已排期至 2027 年且交付计划已细化至月度，部分客户已给出 2028 年新产品需求指引，订单确定性与中长期需求可见度持续提升。随着亚马逊、谷歌、Meta、微软等科技巨头持续上调资本开支指引，光互连作为算力集群网络核心环节正迎来深度爆发期，供需紧平衡格局预计至少延续至 2028 年，公司凭借充足的订单储备和交付能力，有望持续推动业绩增长。

图34：2023-2026H1 中际旭创预付款项和同比增长率



数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

图35：2023-2026H1 中际旭创存货和同比增长率



数据来源：公司年报、半年报、东吴证券研究所

公司港股 IPO 募资投向高度聚焦技术迭代与产能扩张，为 AI 算力驱动的光模块上行周期中巩固全球龙头地位提供充足资本保障。公司于 2026 年 7 月 30 日在港交所主板挂牌上市，最终发售价定为每股 980.00 港元，全球发售 5,450 万股 H 股（其中香港公开发售 10%、国际发售 90%），另设 817.5 万股超额配股权；本次 IPO 募资总额约 534.1 亿港元，扣除约 5.19 亿港元上市开支后所得款项净额约 528.9 亿港元，为 2026 年港股市场最大 IPO。公司募资投向高度聚焦于技术迭代与产能扩张，主要用于光互连产品研发和扩充全球产能，规划未来三年新增约 5,000 万只年产能，年化产能从 2026 年约 4,000 万只提升至 2029 年约 9,000 万只，2026 年至 2029 年的复合年增长率为 31.0%。从战略意义看，本次港股上市完善了公司"A+H"双资本平台，有助于提升国际品牌影响力、拓展海外融资渠道，所获资金将直接加速 1.6T/3.2T 及 NPO、CPO、XPO 等下一代光互连技术的研发与量产节奏，配合全球化产能布局，为公司在 AI 算力驱动的光模块上行周期中巩固全球龙头地位、支撑长期增长提供充足的资本保障。

表4：中际旭创（港股 IPO）所得款项用途及占比情况

所得款项用途	占比	所得款项细分用途	占比	具体规划
光互连产品研发	35%	光模块研发	15.0%	短期研发方向专注推出 3.2T 光模块、开发不同传输距离的产品及拓宽使用场景；巩固在相干、LPO 及 LRO 等成熟技术领域的领先地位，并投资核心器件的研发。
		新兴光互连解决方案研发	10.0%	继续投资 NPO 及 CPO 等新兴 scale-up 解决方案；进一步渗透与现有光互连产品具有协同效应或互补性的新细分市场（如 OCS）。
		优化制造工艺	5.0%	投资产品工程研发，简化产品设计并减少制造步骤，节约成本；投资自动化及 AI 措施，以精简运营、提高生产力并提升产品质量。
		吸引全球顶尖研发人才	5.0%	目标至少 50%新聘人员拥有硕士或以上学位，招聘重点为具备光电技术专业知识的人才，支持 scale-up 及 scale-out 应用场景。
扩充全球产能	30.0%	1.6T 光模块产能	15.0%	投资基础设施及生产设备，扩大现有生产基地及/或拟建新生产基地；加强本地生产能力。
		3.2T 光模块及下一代光互连解决方案资金储备	10.0%	3.2T 已成为主要研发重心，战略性分配资金扩充 3.2T 产品产能，强化快速量产能力以迅速抢占市场份额；储备资金支持其他新兴光互连解决方案的生产。
		其他类型主流光模块产能	5.0%	投资生产设备以支持涵盖数通和电信应用场景的主流产品生产。
提升供应链韧性及商业化能力（未来五年内）	10.0%	增强供应链韧性	7.0%	约 40%用于签署长期框架协议以增强供应稳定性、约 30%用于为供应商采购生产设备以提高其产能、约 30%用于建立战略伙伴关系以赋能供应商技术进步；同时引入新合作伙伴扩大供应商基础。
		营销活动及技术支持团队扩充	3.0%	逐步扩充销售团队，吸引更多客户；开展全球营销活动并参加行业展览、活动及论坛，提升行业认可度及品牌价值；扩充本地化支持团队，深入了解售后客户需求，提供定制化解决方案。
战略收购和投资	15.0%	战略收购和投资	15.0%	在国内外市场寻求能带来显著协同效应或补充现有业务的战略投资和收购机会。
营运资金和一般企业用途	10.0%	营运资金和一般企业用途	10.0%	包括作出预付款以自供应商获得关键材料及组件。
合计	100%	——		所得款项净额合计约 528.9 亿港元

数据来源：中际旭创 H 股招股书、最终发售价及配发结果公告、东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

1）高端光通讯收发模块业务。在全球 AI 算力基础设施建设持续提速的产业浪潮下，数据中心架构向高速率、大带宽方向加速演进，对 400G/800G/1.6T/3.2T 高端光模块的需求迎来确定性爆发。公司作为全球高速光模块迭代的核心引领者，已形成覆盖全系列数通光模块的产品矩阵，深度绑定全球头部云服务厂商及 AI 计算解决方案提供商，在高端数通市场保持领先份额并持续突破海外市场。我们预计公司在市场快速增长的高端光通讯收发模块领域将充分发掘现有技术布局的潜力。我们预计公司的高端光通讯收发模块业务在 2026-2028 年的营收分别为 973.87/1947.74/2532.06 亿元，增速分别为 160%/100%/30%。受益于境外销售额占比的提升，毛利率预测为 46.50%/47.00%/47.50%。

2）其他主营业务。公司其他主营业务主要包括光模块及相关光通信设备的组件，包括晶体管外形金属罐(TO-CAN）封装组件（在金属管壳封装的小型电子或光组件，以实现可靠运行并与其他设备连接）、光学子组件(OSA)及其他光通信设备，不属于核心业务，体量相对较小。我们预计 2026-2028 年公司其他主营业务依旧保持较小体量，收入分别为 8.62/9.48/10.43 亿元，毛利率维持在 14.00%。

表5：公司主营业务拆分及预测（单位：亿元）

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
公司整体情况	营业总收入	238.62	382.40	982.49	1957.22	2542.49
	归母净利润	51.71	107.97	312.22	634.38	829.93
	归母净利率	21.67%	28.24%	31.78%	32.41%	32.64%
高端光通讯收发模块业务	业务收入	228.86	374.57	973.87	1947.74	2532.06
	同比增速	124.77%	63.67%	160.00%	100.00%	30.00%
	毛利率	34.65%	42.61%	46.50%	47.00%	47.50%
其他主营业务	业务收入	-	7.83	8.62	9.48	10.43
	同比增速	-	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	-	14.74%	14.00%	14.00%	14.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

4.2. 估值与评级

我们使用市盈率估值法进行估值。公司作为全球高速光互连领域的领导者企业，已在高端光模块、硅光技术、NPO/CPO 前沿技术、相干及轻相干、OCS 光交换机等完成深度布局。A 股上市公司中，联特科技（光模块）、光迅科技（光模块+光芯片）、华工科技（光模块）、东山精密（光模块+光芯片）、德科立（DCI）、天孚通信（无源器件）、新易盛（光模块）都受益于 AI 算力基础设施建设与高速光模块需求增长，与公司的业务发展和价值逻辑有较大相似度，因此我们选择联特科技、光迅科技、华工科技、东山精密、德科立、天孚通信、新易盛作为可比公司。可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别

请务必阅读正文之后的免责声明部分

为 87.4/28.3/19.3 倍(截至 2026 年 10 月 29 日)。基于公司高端光模块、前沿产品布局和公司客户需求旺盛，我们上调中际旭创 2026-2028 年归母净利润分别为 312.22/634.38/829.93 亿元（前值 292.76/475.87/637.92 亿元），公司当前 A 股市值对应 PE 分别为 22.0/10.8/8.3 倍(截至 2026 年 10 月 29 日)。维持 A 股“买入”评级。

针对 H 股首次覆盖，我们同样使用市盈率估值法进行估值。公司当前 H 股市值对应 PE 分别为 22.8/11.2/8.6 倍(截至 2026 年 10 月 29 日)，明显低于行业可比公司平均水平。考虑到公司作为全球高速光模块领域市占率第一的龙头企业，在 1.6T 硅光模块量产节奏、NPO/CPO 下一代技术储备、全球头部云厂商客户绑定深度等方面均具备显著领先优势，业绩增长确定性与技术壁垒显著高于行业平均，首次覆盖 H 股，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值表（截至 2026 年 10 月 29 日）

证券代码	公司名称	收盘价（元）	EPS				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
301205.SZ	联特科技	175.20	0.8	1.8	3.5	5.1	220.5	345.1	47.3	31.0
002281.SZ	光迅科技	112.34	1.2	2.1	4.4	6.1	92.8	53.2	25.6	18.4
000988.SZ	华工科技	67.30	1.5	2.2	3.0	3.8	45.8	30.7	22.6	17.8
002384.SZ	东山精密	94.14	0.8	4.0	8.9	14.3	119.2	25.0	11.2	7.0
688205.SH	德科立	118.10	0.5	1.3	2.2	3.4	262.4	92.5	52.8	35.1
300394.SZ	天孚通信	161.60	2.6	3.2	5.4	8.1	62.3	49.9	29.8	20.0
300502.SZ	新易盛	228.40	9.6	14.6	25.8	38.0	23.8	15.6	8.8	6.0
行业平均							118.1	87.4	28.3	19.3
300308.SZ	中际旭创	582.05	9.2	26.5	53.9	70.5	63.5	22.0	10.8	8.3
3308.HK	中际旭创	706.50	9.2	26.5	53.9	70.5	66.0	22.8	11.2	8.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：可比公司盈利预测均来自 2026 年 10 月 29 日的 Wind 一致预期，3308.HK 的收盘价货币单位为港币，港股汇率使用 2026 年 10 月 29 日中间价，1 港币=0.856 元

5. 风险提示

1）宏观经济波动及市场竞争加剧风险。若全球经济衰退，下游 CSP 客户投资计划削减，下游 AI 应用领域市场发展出现滞缓，或者原材料价格、劳动力成本、资金成本、经济形势、政策导向、技术革新等发生变化，市场减少光模块产品需求，以及市场竞争的加剧，可能导致公司盈利能力下降。

2）技术升级与迭代风险。光通信技术升级速度快且涉及多学科交叉，若公司核心技术未及时升级，或研发方向出现误判，将导致研发产品无法市场化，存在被替代的风险，错失行业增长红利。

3）供应链稳定性风险。光器件、集成电路芯片等核心原材料主要依赖第三方供应，若主要供应商不能及时、保质、保量地提供原材料，或出现供应短缺、进口限制等情况，将影响公司生产交付、增加生产成本，对盈利水平产生不利影响。

4）贸易壁垒及海外市场拓展风险。公司主要出口市场为北美，关键原材料亦大部分源自海外采购。若中美贸易争端升级、贸易制裁手段加深，将减少光模块产品需求、增加关键原材料采购难度，极端情况下或出现经营业绩大幅下滑甚至亏损。

5）关税政策变化风险。2025 年以来在“加征关税”、“对等关税”等政策背景下，全球供应链面临重构与地缘政治风险，虽有关税豁免等政策陆续出台，但关税变化的反复与调整仍可能对公司经营造成一定的不利影响。

中际旭创三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**31,084**	**71,327**	**150,814**	**239,618**
货币资金及交易性金融资产	10,997	29,244	74,033	148,179
经营性应收款项	6,543	11,743	23,523	30,677
存货	12,681	29,219	51,732	58,991
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	863	1,121	1,527	1,771
非流动资产	**14,205**	**20,637**	**23,448**	**25,868**
长期股权投资	1,263	1,263	1,263	1,263
固定资产及使用权资产	7,185	8,505	9,315	9,736
在建工程	1,422	3,922	5,922	7,922
无形资产	378	378	378	378
商誉	1,939	1,939	1,939	1,939
长期待摊费用	554	554	554	554
其他非流动资产	1,464	4,076	4,076	4,076
资产总计	**45,289**	**91,964**	**174,262**	**265,486**
流动负债	**11,558**	**25,199**	**45,209**	**54,473**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,086	1,153	1,153	1,153
经营性应付款项	7,800	18,495	33,526	39,405
合同负债	26	10	20	25
其他流动负债	2,646	5,541	10,511	13,889
非流动负债	**2,109**	**6,625**	**6,675**	**6,725**
长期借款	510	510	510	510
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	75	125	175	225
其他非流动负债	1,525	5,990	5,990	5,990
负债合计	**13,668**	**31,824**	**51,884**	**61,198**
归属母公司股东权益	29,765	55,934	113,028	187,722
少数股东权益	1,856	4,206	9,350	16,567
所有者权益合计	**31,621**	**60,140**	**122,378**	**204,289**
负债和股东权益	**45,289**	**91,964**	**174,262**	**265,486**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**38,240**	**98,249**	**195,722**	**254,249**
营业成本(含金融类)	22,166	52,843	104,045	133,830
税金及附加	78	196	391	511
销售费用	226	491	881	1,017
管理费用	761	1,768	2,936	3,814
研发费用	1,615	3,930	7,437	9,407
财务费用	183	(44)	(136)	62
加:其他收益	146	196	294	356
投资净收益	379	393	391	381
公允价值变动	14	0	0	0
减值损失	(141)	(136)	(150)	(196)
资产处置收益	(12)	(10)	(12)	(13)
营业利润	**13,597**	**39,506**	**80,690**	**106,137**
营业外净收支	3	(10)	(6)	(7)
利润总额	**13,600**	**39,497**	**80,685**	**106,129**
减:所得税	2,020	5,925	12,103	15,919
净利润	**11,580**	**33,572**	**68,582**	**90,210**
减:少数股东损益	782	2,350	5,144	7,217
归属母公司净利润	**10,797**	**31,222**	**63,438**	**82,993**
每股收益-最新股本摊薄(元)	9.17	26.51	53.86	70.46
EBIT	13,404	39,453	80,549	106,191
EBITDA	14,338	40,633	81,938	107,771
毛利率(%)	42.04	46.21	46.84	47.36
归母净利率(%)	28.24	31.78	32.41	32.64
收入增长率(%)	60.25	156.93	99.21	29.90
归母净利润增长率(%)	108.78	189.17	103.18	30.82

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10,896	25,414	54,944	86,072
投资活动现金流	(2,619)	(6,417)	(3,826)	(3,639)
筹资活动现金流	(2,144)	(347)	(6,329)	(8,286)
现金净增加额	5,956	18,247	44,789	74,147
折旧和摊销	934	1,180	1,389	1,579
资本开支	(2,752)	(5,100)	(4,217)	(4,020)
营运资本变动	(1,612)	(8,559)	(14,839)	(5,590)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	26.79	47.49	95.96	159.37
ROIC(%)	40.56	70.44	73.56	54.64
ROE-摊薄(%)	36.27	55.82	56.13	44.21
资产负债率(%)	30.18	34.60	29.77	23.05
P/E（A）	63.50	21.96	10.81	8.26
P/B（A）	21.73	12.26	6.07	3.65
EV/EBITDA	46.62	16.20	7.49	5.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。
港股汇率使用 2026 年 10 月 29 日中间价，1 港币=0.856 元

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn