

信义山证汇通天下

证券研究报告

网络接配及塔设

中际旭创（300308.SZ）

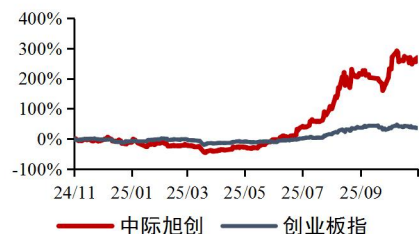
买入-A(维持)

2026 需求指引明确，1.6T 硅光交付优势明显

2025 年 11 月 21 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 11 月 20 日

收盘价（元）：	492.00
年内最高/最低（元）：	542.01/67.20
流通 A 股/总股本（亿）：	11.06/11.11
流通 A 股市值（亿）：	5,439.06
总市值（亿）：	5,466.70

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益（元）：	6.48
摊薄每股收益（元）：	6.48
每股净资产（元）：	25.22
净资产收益率（%）：	27.02

资料来源：最闻

分析师：

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

事件描述

- 1) 公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营收 250.0 亿元，同比+44.4%；实现归母净利润 71.3 亿元，同比+90.1%。单 Q3 来看，公司实现营收 102.2 亿元，同环比分别+56.8%、+25.9%；实现归母净利润 31.4 亿元，同环比分别+125.0%、+30.0%。
- 2) 11 月 10 日，公司发布公告启动 H 股上市。为持续推进公司国际化战略和全球化布局，增强公司的境外融资能力，进一步提升公司治理水平和核心竞争力，公司董事会授权公司管理层启动 H 股上市筹备工作，期限为 12 个月内。

事件点评

- 毛利率、净利率环比继续提升，产能持续增长。2025 单三季度毛利率、净利率分别为 42.8%、32.6%，连续四个季度环比提升，表明公司产品结构继续高端化、产能扩张下规模优势愈发明显。三季度末，公司固定资产账面价值为 65.1 亿元，较去年同期增长了 13.7 亿元。与此同时，三季度末在建工程为 9.8 亿元，主要为厂房扩建与设备部署，公司认为现有在建工程仍不足以匹配明年订单需求，产能存在一定程度紧张，后续会持续追加购入。与此同时，公司在苏州、泰国等生产基地招工均已提前规划配套保障和锁定资源，其全球光模块龙头品牌地位和标准化作业流程对当地光动力资源具有集聚效应。公司已发布 H 股上市计划，除满足快速扩产需要的流动资金外，或带动海外投资者对公司价值重估。

- 海外 CSP 不断上调资本开支，1.6T 需求量已较年初产生较大幅度上调，公司硅光方案交付优势明显。Lighcounting 最新评论表示，2025Q3 云厂商的 capex、以太网光模块、DWDM 传输设备的销售增长都超出了预期，北美五大 csp（谷歌、亚马逊、Meta、微软、Oracle）3Q25 资本开支同比增速均超出 50%，最高的 Oracle 超过 250%。英伟达 CEO 黄仁勋在 GTC 华盛顿上预计，2026/2027 CSP CAPEX 有望达到 5490 亿、6320 亿美元，2025-2026 英伟达 Blackwell-Rubin 累计出货量有望超过 2000 万颗（以 GPU die 计）。英伟达将在 GB300 配置 CX8 网卡，与之搭配的交换机有望上量 1.6T 光模块，而谷歌也有望在 2026 年批量部署的 TPUv7 产生大量 1.6T 需求。旭创看到三季度重点客户开始部署 1.6T 并持续增加订单，未来几个季度 1.6T 有望持续增长，并预计 2026-2027 其他重点客户也将大规模部署 1.6T。1.6T 核心物料瓶



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

颈主要在 200G EML、FAU、隔离器等，公司是少有的 EML 与硅光方案均获得重点客户验证通过的光模块厂商，且自研高端硅光芯片，预计硅光比例会持续提升，不仅有望取得更大市场份额且毛利率或持续提升。

➤ **2027 年的光通信预期已基本明朗，龙头光模块公司估值并不存在回调风险。**首先主流 CSP 的 Token 数仍在快速增长，以谷歌为例，其 2024 年 4 月单月处理 Tokens 约 9.7 万亿，目前以突破千万亿，这一百倍增长表明尽管高端 AI 芯片每年更迭，大型 CSP 的资本开支增长是有需求驱动的。展望 2027，智能体编程、视频和动画制作、可视化仿真等领域拉动 Token 增长的天花板还很高。光模块方面，除了 GPU IO 带宽每年提升，Scaleup 带宽需求增长迅速，可能达到 Scaleout 需求的十倍，CSP 客户正推进 ASIC 芯片在 Scaleup 的应用，早期方案包括 LPO、NPO 等，从而带动光模块配比的大幅提升。

盈利预测与投资建议

我们认为 1.6T 硅光优势明显，盈利能力有望持续上行，同时后续市场风格资金的切换也有望拉动估值修复。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 105.6/268.0/344.4 亿元（前次预测为 93.7/181.1/248.9），暂不考虑 H 股发行落地，11 月 20 日收盘价对应 PE 分别为 51.8/20.4/15.9，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 受 AI 应用落地不及预期影响北美资本开支不及预期；AI Infra 算法优化速度大于 Token 提升速度导致需求萎缩；大客户导入新供应商导致公司既有供货份额下降；重要物料如 CW、FAU 等无法满足供应需求出货低于预期；关税政策受政治因素变化影响公司盈利能力等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,718	23,862	37,996	89,802	118,159
YoY(%)	11.2	122.6	59.2	136.3	31.6
净利润(百万元)	2,174	5,171	10,564	26,802	34,437
YoY(%)	77.6	137.9	104.3	153.7	28.5
毛利率(%)	33.0	33.8	41.7	43.8	42.7
EPS(摊薄/元)	1.96	4.65	9.51	24.12	30.99
ROE(%)	14.9	26.5	35.9	49.6	41.3
P/E(倍)	251.5	105.7	51.8	20.4	15.9
P/B(倍)	38.3	28.6	18.8	10.2	6.6
净利率(%)	20.3	21.7	27.8	29.8	29.1

资料来源：最闻，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11319	18196	31794	66042	99847
现金	3317	5054	11078	24376	56006
应收票据及应收账款	2905	4671	7995	18418	17939
预付账款	59	80	215	385	464
存货	4295	7051	11408	21160	24002
其他流动资产	743	1340	1098	1703	1436
非流动资产	8687	10671	11910	14256	15472
长期投资	930	812	1302	1952	2672
固定资产	3948	5820	7090	8781	9235
无形资产	449	453	457	460	473
其他非流动资产	3361	3585	3061	3063	3093
资产总计	20007	28866	43704	80298	115319
流动负债	4360	6497	10697	21271	25585
短期借款	62	1426	1000	500	200
应付票据及应付账款	2163	3508	8466	18821	23519
其他流动负债	2135	1564	1231	1950	1866
非流动负债	872	2076	2214	2133	1951
长期借款	319	606	725	544	363
其他非流动负债	553	1470	1489	1589	1589
负债合计	5232	8573	12910	23404	27536
少数股东权益	513	1159	1657	3067	4880
股本	803	1121	1121	1121	1121
资本公积	8058	7731	7731	7731	7731
留存收益	5982	10799	19648	42218	71218
归属母公司股东权益	14261	19134	29137	53826	82903
负债和股东权益	20007	28866	43704	80298	115319

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1897	3165	9476	18946	39123
净利润	2208	5372	11061	28213	36250
折旧摊销	517	703	777	1016	1242
财务费用	-84	-144	-39	-301	-685
投资损失	-323	33	50	0	-80
营运资金变动	-832	-3194	-2438	-9917	2451
其他经营现金流	412	395	65	-66	-55
投资活动现金流	-1176	-2942	-2178	-3255	-2336
筹资活动现金流	-316	1492	-1273	-2393	-5157
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.96	4.65	9.51	24.12	30.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1	2.85	8.53	17.05	35.21
每股净资产(最新摊薄)	12.83	17.22	26.22	48.44	74.61

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10718	23862	37996	89802	118159
营业成本	7182	15796	22152	50482	67744
营业税金及附加	51	47	76	180	236
营业费用	125	199	266	494	591
管理费用	434	680	950	1976	2363
研发费用	739	1244	1710	3412	4372
财务费用	-84	-144	-39	-301	-685
资产减值损失	-158	-97	-190	-539	-1182
公允价值变动收益	-3	67	-10	50	60
投资净收益	323	-33	-50	0	80
营业利润	2494	6050	12713	33190	42646
营业外收入	2	5	5	7	9
营业外支出	4	2	4	6	8
利润总额	2492	6052	12714	33191	42647
所得税	285	681	1653	4979	6397
税后利润	2208	5372	11061	28213	36250
少数股东损益	34	200	498	1411	1812
归属母公司净利润	2174	5171	10564	26802	34437
EBITDA	2977	6755	13442	34007	43354

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	122.6	59.2	136.3	31.6
营业利润(%)	87.9	142.6	110.1	161.1	28.5
归属于母公司净利润(%)	77.6	137.9	104.3	153.7	28.5
获利能力					
毛利率(%)	33.0	33.8	41.7	43.8	42.7
净利率(%)	20.3	21.7	27.8	29.8	29.1
ROE(%)	14.9	26.5	35.9	49.6	41.3
ROIC(%)	14.1	23.4	34.2	49.8	42.2
偿债能力					
资产负债率(%)	26.2	29.7	29.5	29.1	23.9
流动比率	2.6	2.8	3.0	3.1	3.9
速动比率	1.5	1.6	1.8	2.1	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	1.0	1.0	1.4	1.2
应收账款周转率	4.8	6.3	6.0	6.8	6.5
应付账款周转率	4.1	5.6	3.7	3.7	3.2
估值比率					
P/E	251.5	105.7	51.8	20.4	15.9
P/B	38.3	28.6	18.8	10.2	6.6
EV/EBITDA	184.6	81.6	40.5	15.7	11.6

资料来源：最闻、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。本报告清晰准确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,本报告的任何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

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

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

