

中际旭创 (300308 CH)

AI 需求推动季度业绩创新高；云厂商资本支出强劲，展望积极

中际旭创季度业绩再次创下新高，公司三季度收入达 102 亿元人民币，同、环比分别增长 57%、26%。受益于 800G 光模块出货带来的规模效应，以及硅光解决方案采用率提升，毛利率大幅提升至 42.8%，较去年同期和上季度分别上升 9.2、1.3 个百分点。净利润激增至 31 亿元人民币，创历史新高，同、环比分别增长 125%、30%。净利率提升至 30.7%（去年同期和上季度分别 21.4% 和 29.7%）。重申“买入”评级，目标价上调至 591 元人民币。

- **800G 出货强劲，叠加硅光技术渗透率提升共同推动毛利率创下新高**，主要得益于产品结构的优化：800G 光模块需求持续增长、1.6T 产能稳步增加。同时，硅光技术在成本结构方面有优势，而硅光解决方案在 800G 和 1.6T 产品中的渗透率进一步提升，也推动利润率的持续向好。另外，生产良率的改善和效率的提升也推动利润率的上行。展望未来，管理层预计 800G 光模块的增长势头将继续，1.6T 硅光产品预计在 2026 年初进入大规模量产阶段。
- **公司的行业龙头地位将有效缓解原材料供应危机**。管理层确认，自 2024 年以来，EML 和 CWL 等关键上游元器件的供应持续紧张，但公司在全球光模块市场的龙头地位有望确保其原材料的供应。公司已提前与主要供应商锁定长期产能，以降低潜在的供应链风险。管理层预计，随着上游制造商产能的逐步扩张，当下的供应链瓶颈有望在明年上半年逐步得到缓解。
- **大型云厂商对人工智能基础设施的资本支出扩张，确认了公司在中短期的增长前景**。海外主要大型云厂商正持续加大对人工智能基础设施的投资，这为公司带来了强劲的需求红利。谷歌于近期上调了 2025 财年资本支出指引，从此前的 850 亿美元增加至 910-930 亿美元。Meta 将其 2025 财年目标缩窄至 700-720 亿美元的区间高位。微软表示，虽然此前预期明年投资增速可能放缓，但目前看资本支出将**继续扩张**。这些大型云厂商对人工智能基础设施的持续投资，有望在未来推动公司销售额的进一步增长。
- **重申“买入”评级，目标价上调至 591 元人民币**，基于 28 倍 2026 年预测市盈率，高出 5 年历史平均市盈率 1 个标准差，主要是考虑到本轮强劲的云厂商资本开支扩展周期，以及公司在光模块市场上的领导地位。我们将公司 2026 年净利润预测上调 52%，反映下游资本支出拉动公司收入预期的提升。主要风险：人工智能资本支出不及预期、地缘政治和关税的不确定性、供应链风险以及市场竞争加剧等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	10,718	23,862	37,931	73,398	105,669
同比增长(%)	11.2	122.6	59.0	93.5	44.0
毛利率(%)	33.0	33.8	41.6	44.3	43.5
净利润(百万人民币)	2,173.5	5,171.5	10,789.2	23,249.2	33,410.1
同比增长(%)	77.6	137.9	108.6	115.5	43.7
每股收益(人民币)	2.00	4.72	9.80	21.12	30.36
市盈率(倍)	240.0	101.7	49.0	22.7	15.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 **591.00 人民币**
(旧目标价 415.00 人民币)
潜在升幅 **23.1%**
当前股价 **480.00 人民币**

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	525,561.4
3 月平均流通量(百万人民币)	16,921.2
52 周内股价高/低(人民币)	520.72/71.99
总股本(百万)	1111.1

资料来源：FactSet

股东结构

Shandong Zhongji Investment Holdings Co.	11.4%
E-Fund Management	6.4%

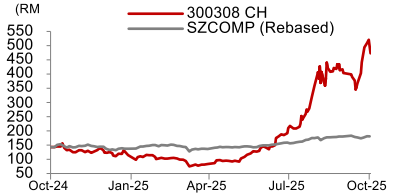
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	17.2%	17.6%
3 - 月	117.4%	88.4%
6 - 月	466.5%	332.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

人民币百万元	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	37,931	73,398	105,669	38,252	50,642	61,262	-0.8%	44.9%	72.5%
毛利	15,787	32,485	45,980	16,448	21,624	26,281	-4.0%	50.2%	75.0%
净利润	10,789	23,249	33,410	11,691	15,285	18,198	-7.7%	52.1%	83.6%
每股收益 (人民币)	9.80	21.12	30.36	10.66	13.94	16.60	-8.0%	51.5%	82.9%
毛利率	41.6%	44.3%	43.5%	43.0%	42.7%	42.9%	-1.4 ppt	1.6 ppt	0.6 ppt
净利率	28.4%	31.7%	31.6%	30.6%	30.2%	29.7%	-2.1 ppt	1.5 ppt	1.9 ppt

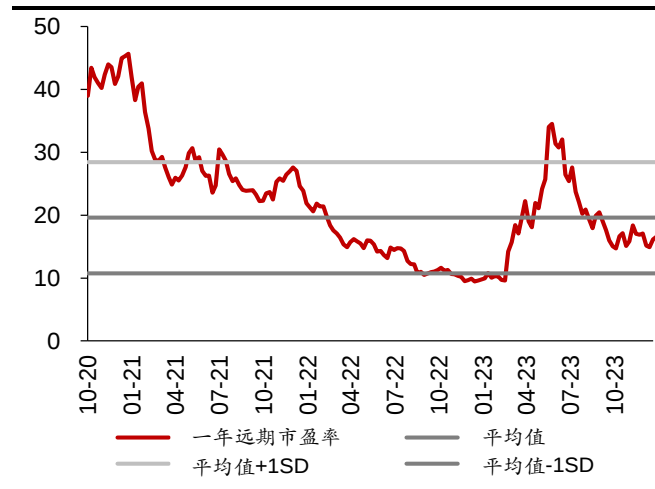
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预测 vs. 彭博一致预期

人民币百万元	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	37,931	73,398	105,669	36,561	46,350	53,321	3.7%	58.4%	98.2%
毛利	15,787	32,485	45,980	12,987	16,508	18,901	21.6%	96.8%	143.3%
净利润	10,789	23,249	33,410	8,434	10,858	12,583	27.9%	114.1%	165.5%
每股收益 (人民币)	9.80	21.12	30.36	7.60	9.78	11.57	28.9%	116.0%	162.4%
毛利率	41.6%	44.3%	43.5%	35.5%	35.6%	35.4%	6.1 ppt	8.6 ppt	8.1 ppt
净利率	28.4%	31.7%	31.6%	23.1%	23.4%	23.6%	5.4 ppt	8.2 ppt	8 ppt

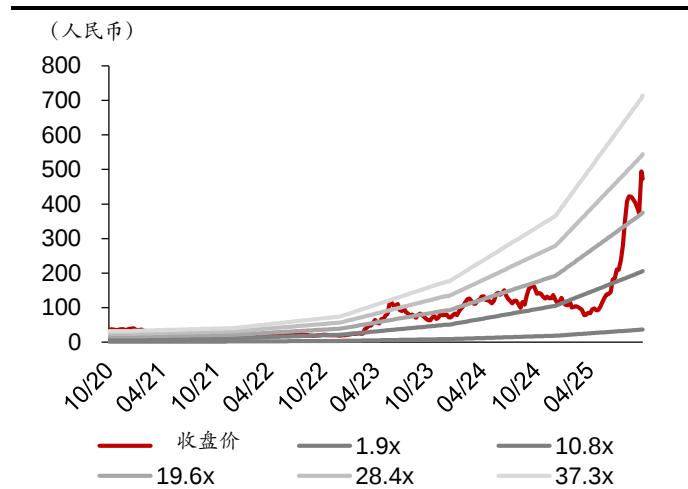
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 3: 中际旭创一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 中际旭创动态市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	9,642	10,718	23,862	37,931	73,398	105,669
销售成本	(6,816)	(7,182)	(15,796)	(22,145)	(40,913)	(59,690)
毛利	2,826	3,536	8,067	15,787	32,485	45,980
运营费用	(1,499)	(1,042)	(2,017)	(2,329)	(3,138)	(3,918)
销售费用	(63)	(51)	(47)	(84)	(123)	(159)
销售	(598)	(558)	(879)	(1,028)	(1,270)	(1,691)
研发费用	(767)	(739)	(1,244)	(1,530)	(1,972)	(2,792)
其他	(71)	306	153	313	226	724
运营利润	1,327	2,494	6,050	13,458	29,347	42,062
其他收入	28	2	5	7	14	21
其他费用	(4)	(4)	(2)	(8)	(16)	(23)
税前利润	1,352	2,492	6,052	13,457	29,346	42,059
所得税	(118)	(285)	(681)	(2,008)	(4,685)	(6,714)
税后利润	1,234	2,208	5,372	11,449	24,661	35,345
非控股权益	10	34	200	660	1,412	1,935
净利润	1,224	2,174	5,171	10,789	23,249	33,410

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	9,587	11,319	18,196	30,025	55,857	93,419
现金与现金等价物	2,831	3,317	5,054	10,451	23,149	37,543
应收账款	1,509	2,581	4,604	7,867	14,253	23,382
存货	3,888	4,295	7,051	10,543	16,359	29,431
预付款项	64	59	80	111	215	309
其他流动资产	1,295	1,067	1,407	1,053	1,881	2,755
非流动资产	6,970	8,687	10,671	13,429	16,238	20,756
物业及厂房及设备 (净额)	3,217	3,948	5,820	6,425	7,802	9,999
使用权资产	11	27	34	127	295	515
递延税项	48	82	222	626	1,039	1,645
无形资产	322	401	378	351	364	424
商誉	1,949	1,939	1,939	1,939	1,939	1,939
其他非流动资产	1,422	2,291	2,279	3,961	4,799	6,234
总资产	16,557	20,007	28,866	43,454	72,095	114,176
流动负债	3,264	4,360	6,497	8,927	12,967	20,576
短期债务	385	62	1,426	568	676	755
应付账款	1,136	1,857	2,991	5,503	7,948	13,311
应付税款	93	213	244	1,134	1,881	2,979
其他流动负债	1,349	2,039	1,545	1,554	2,180	3,087
合同负债	22	3	10	10	19	28
应计费用	279	187	282	158	262	416
非流动负债	1,224	872	2,076	2,651	3,752	5,371
长期债务	696	319	606	979	979	979
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	264	216	270	287	476	754
其他非流动负债	264	337	1,200	1,385	2,298	3,639
总负债	4,488	5,232	8,573	11,578	16,719	25,948
股本	801	803	1,121	1,111	1,111	1,111
留存收益	3,893	5,870	10,624	20,732	42,552	73,080
其他储备	7,251	7,589	7,388	8,214	8,482	8,872
股东权益总额	11,945	14,261	19,134	30,057	52,145	83,063
少数股东权益	124	513	1,159	1,819	3,230	5,165
总负债和股东权益	16,557	20,007	28,866	43,454	72,095	114,176

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,352	2,492	6,052	13,457	29,346	42,059
折旧摊销	493	525	713	735	669	769
税款	(118)	(285)	(681)	(2,008)	(4,685)	(6,714)
营运资金变化	291	(830)	(3,210)	(4,517)	(9,627)	(16,336)
其他	432	(6)	290	445	860	1,339
净经营现金流	2,449	1,897	3,165	8,112	16,563	21,117
投资现金流						
资本开支	(792)	(1,704)	(2,866)	(2,698)	(3,128)	(4,292)
收购与投资	(5,967)	(3,971)	(2,725)	0	0	0
处理短期投资所得现金	5,167	4,435	2,619	0	0	0
其他	40	65	37	441	114	140
净投资现金流	(1,553)	(1,176)	(2,935)	(2,257)	(3,014)	(4,152)
融资现金流						
已支付股息	(233)	(207)	(399)	(619)	(1,213)	(2,547)
净借贷	(699)	(884)	1,685	(536)	108	79
发行股票所得现金	33	(109)	246	696	0	0
其他	(742)	884	(40)	(0)	1	1
净融资现金流	(1,641)	(316)	1,492	(459)	(1,105)	(2,467)
净现金流变动						
年初现金	3,489	2,809	3,234	4,988	10,401	23,100
汇率变动	64	20	39	(10)	(10)	(10)
其他	(745)	405	1,715	5,423	12,709	14,403
年末现金	2,809	3,234	4,988	10,401	23,100	37,493
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	25.3%	11.2%	122.6%	59.0%	93.5%	44.0%
毛利润	43.6%	25.1%	128.1%	95.7%	105.8%	41.5%
经营利润	37.9%	87.9%	142.6%	122.4%	118.1%	43.3%
净利润	39.6%	77.6%	137.9%	108.6%	115.5%	43.7%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	29.3%	33.0%	33.8%	41.6%	44.3%	43.5%
营业利润率	13.8%	23.3%	25.4%	35.5%	40.0%	39.8%
股本回报率	10.4%	16.6%	31.0%	43.9%	56.6%	49.4%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	2.9	2.6	2.8	3.4	4.3	4.5
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	436.4	240.0	101.7	49.0	22.7	15.8
市盈率 (摊薄)	436.4	243.5	103.7	49.0	22.7	15.8

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。