

中际旭创 (300308 CH)

业绩符合预期；追光不止，下一代光互连蓄势待发

买入 (维持)

中际旭创公布 2026 年半年报：实现营业收入人民币 417.8 亿元，同比增长 182.5%；归母净利润 136.5 亿元，同比增长 241.7%；扣非净利润 130.9 亿元，同比增长 229.3%。分季度看，二季度营收为 222.8 亿元，环比增长 14.3%，符合彭博一致预期；归母净利润和扣非净利润分别为 79.2 亿元（高于彭博一致预期）和 73.7 亿元，环比分别增长 38.1%和 29.0%。二季度收入、归母净利润、扣非净利润以及毛利率（46.4%，高于彭博一致预期 45.7%）和净利率（35.5%）均创历史新高，主要受益于 800G/1.6T 等高附加值光模块持续放量、产品结构优化及规模效应进一步释放。我们预计公司收入将在 2026/2027 年分别同比增长 179%/65%，同期毛利率分别达到 46.6%/47.7%。维持“买入”评级，目标价上调至人民币 1,400 元，基于 2027 年预测市盈率 26 倍，与同业平均值基本相当。

■ **高速产品放量推动光模块销量、ASP 及盈利能力同步提升。**上半年公司光模块销量达到 1,899 万只，同比增长 109.8%；整体 ASP 约 2,178 元/只，较去年同期提升 36.5%。据披露数据测算，其中海外 ASP 约 2,350 元/只，显著高于国内约 821 元/只，主要反映海外 800G/1.6T 等高速产品占比更高。受益于产品结构优化及规模效应释放，公司光模块毛利率同比提升 6.6 个百分点至 46.6%，随着 1.6T 持续爬坡及更多客户进入部署周期，盈利能力仍有提升空间。

■ **旺盛订单推动产能利用率提升，全球化扩产为后续交付提供保障。**上半年公司光模块产能为 2,215 万只，产量和销量分别达到 1,886 万只和 1,899 万只，产能利用率由去年同期的 81.0%提升至 85.1%。截至 6 月末，在建工程较年初增长 160.7%至 37.1 亿元，在建工程占固定资产的比例由 20.0%升至 37.8%，苏州、铜陵、成都及泰国等基地协同扩产。受应收账款、存货及预付款增加影响，上半年经营性现金流净额同比下降 44.1%至 18.0 亿元。

■ **硅光与相干技术积累支撑下一代产品持续迭代。**上半年 1.6T 硅光模块规模放量，出货量逐季提升，成为收入增长的重要驱动力。公司已形成覆盖 400G、800G 和 1.6T 的硅光产品布局，并具备相干器件、激光器及相干光组件的自主研发和量产能力。在此基础上，公司持续投入 1.6T、3.2T 及更高速率产品，积极布局 NPO、XPO、CPO 和 OCS 等下一代光互连方案，为中长期增长提供支撑。

■ **风险提示：**海外 AI 算力资本开支不及预期；原材料供应紧张；汇率波动等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入(百万人民币)	23,862	38,240	106,599	175,373	234,707
同比增长 (%)	122.6	60.3	178.8	64.5	33.8
毛利率 (%)	33.8	42.0	46.6	47.7	47.9
净利润(百万人民币)	5,171.5	10,797.3	36,006.7	59,809.4	82,085.6
同比增长 (%)	137.9	108.8	233.5	66.1	37.2
每股收益(人民币)	4.72	9.80	32.41	53.83	73.88
市盈率(倍)	199.8	96.2	29.1	17.5	12.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

目标价 **1400.00 人民币**
(此前目标价 1080.00 人民币)
潜在升幅 **48.5%**
当前股价 **943.00 人民币**

中国半导体

张元圣

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

郭远宁

(852) 3916 3715
aaronguo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	#####
3 月平均流通量(百万人民币)	37,411.7
52 周内股价高/低(人民币)	1382.33/278.90
总股本(百万)	1115.2

资料来源：FactSet

股东结构

Shandong Zhongji Investment Holdings Co.	10.9%
Wang Weixiu	6.3%

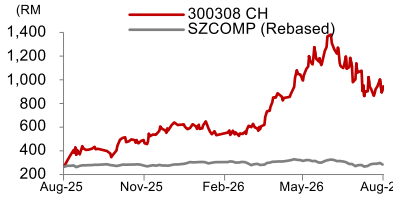
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-17.0%	-18.7%
3 - 月	-5.1%	4.7%
6 - 月	77.6%	87.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测更新

人民币百万元	更新预测			过往预测			差别 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
收入	106,599	175,373	234,707	84,065	121,495	175,287	26.8%	44.3%	33.9%
毛利	49,641	83,690	112,343	38,334	56,617	85,014	29.5%	47.8%	32.1%
归母净利润	36,007	59,809	82,086	28,041	42,888	66,065	28.4%	39.5%	24.3%
每股收益 (元)	32.4	53.8	73.9	25.2	38.6	59.5	28.4%	39.5%	24.2%
毛利率	46.6%	47.7%	47.9%	45.6%	46.6%	48.5%	1 ppt	1.1 ppt	-0.6 ppt
净利率	33.8%	34.1%	35.0%	33.4%	35.3%	37.7%	0.4 ppt	-1.2 ppt	-2.7 ppt

资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际环球市场预测对比一致预期

人民币百万元	招银国际环球市场预测			彭博一致预期			差别 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
收入	106,599	175,373	234,707	100,437	179,869	256,082	6.1%	-2.5%	-8.3%
毛利	49,641	83,690	112,343	45,922	83,691	121,076	8.1%	0.0%	-7.2%
归母净利润	36,007	59,809	82,086	32,060	59,202	88,097	12.3%	1.0%	-6.8%
每股收益 (元)	32.41	53.83	73.88	27.09	49.25	73.83	19.6%	9.3%	0.1%
毛利率	46.6%	47.7%	47.9%	45.7%	46.5%	47.3%	0.8 ppt	1.2 ppt	0.6 ppt
净利率	33.8%	34.1%	35.0%	31.9%	32.9%	34.4%	1.9 ppt	1.2 ppt	0.6 ppt

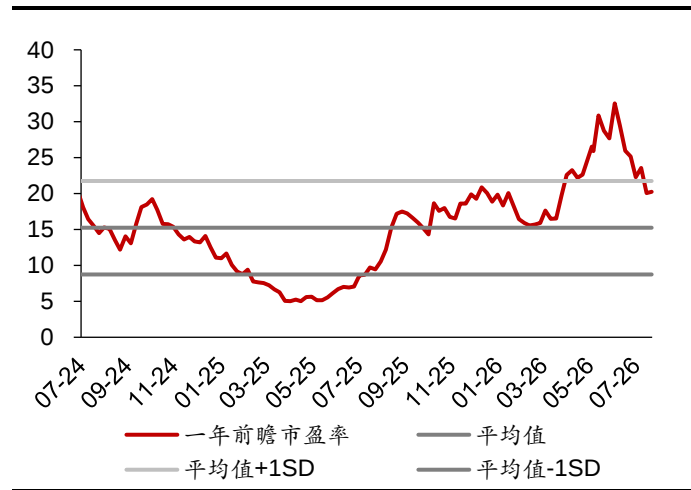
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测、彭博一致预期

图 3: 可比公司估值

公司名称	股票代码	市盈率 (x)		每股收益 (美元)		毛利率 %	
		CY26E	CY27E	CY26E	CY27E	CY26E	CY27E
Coherent	COHR US	39.3	24.4	7.4	11.9	40.2	41.5
Applied Opto.	AAOI US	183.6	27.1	0.7	4.6	30.4	33.9
Fabrinet	FN US	26.6	21.8	16.4	20.0	12.3	12.4
新易盛	300502 CH	28.9	17.3	2.3	3.8	48.1	48.1
剑桥科技	603083 CH	36.4	18.3	0.7	1.5	n/a	n/a
光迅科技	002281 CH	84.9	45.0	0.3	0.6	24.8	25.5
平均值		66.6	25.7	4.6	7.1	31.1	32.3

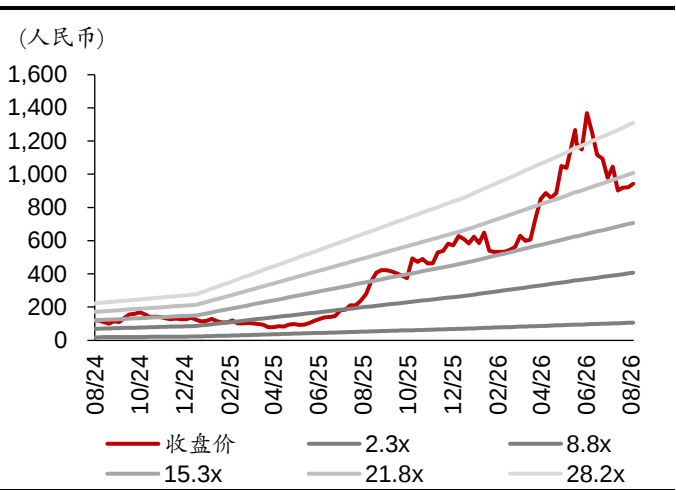
资料来源: 公司资料、彭博一致预期 (8 月 21 日)

图 4: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 5: 市盈率区间图



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	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	10,718	23,862	38,240	106,599	175,373	234,707
销售成本	(7,182)	(15,796)	(22,166)	(56,958)	(91,683)	(122,363)
毛利	3,536	8,067	16,074	49,641	83,690	112,343
运营费用	(1,042)	(2,017)	(2,477)	(5,028)	(11,164)	(12,805)
销售费用	(51)	(47)	(78)	(397)	(263)	(352)
销售	(558)	(879)	(987)	(2,194)	(3,673)	(5,150)
研发费用	(739)	(1,244)	(1,615)	(2,632)	(8,769)	(11,735)
其他	306	153	202	196	1,541	4,433
运营利润	2,494	6,050	13,597	44,612	72,526	99,539
其他收入	2	5	10	4	7	9
其他费用	(4)	(2)	(7)	(9)	(15)	(21)
税前利润	2,492	6,052	13,600	44,607	72,518	99,528
所得税	(285)	(681)	(2,020)	(6,107)	(9,561)	(13,122)
税后利润	2,208	5,372	11,580	38,501	62,957	86,406
非控股权益	34	200	782	2,494	3,148	4,320
净利润	2,174	5,171	10,797	36,007	59,809	82,086

资产负债表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	11,319	18,196	31,084	68,948	135,002	209,015
现金与现金等价物	3,317	5,054	10,987	21,572	78,874	141,233
应收账款	2,581	4,604	6,277	20,592	22,651	26,220
存货	4,295	7,051	12,681	24,771	30,490	36,559
预付款项	59	80	134	299	492	658
其他流动资产	1,067	1,407	1,005	1,714	2,495	4,347
非流动资产	8,687	10,671	14,205	20,722	31,078	44,226
物业及厂房及设备 (净额)	3,948	5,820	7,081	13,140	18,275	25,535
使用权资产	27	34	105	1,060	2,427	4,025
递延税项	82	222	541	541	1,070	1,982
无形资产	401	378	378	295	384	569
商誉	1,939	1,939	1,939	1,939	1,939	1,939
其他非流动资产	2,291	2,279	4,163	3,748	6,982	10,175
总资产	20,007	28,866	45,289	89,670	166,080	253,241
流动负债	4,360	6,497	11,558	19,361	35,985	41,760
短期债务	62	1,426	301	913	3,279	3,113
应付账款	1,857	2,991	7,330	11,396	21,258	22,323
应付税款	213	244	1,250	2,475	4,584	6,990
其他流动负债	2,039	1,545	2,287	3,806	5,446	7,188
合同负债	3	10	26	51	83	111
应计费用	187	282	364	720	1,334	2,034
非流动负债	872	2,076	2,109	3,677	6,375	9,453
长期债务	319	606	510	510	510	510
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	216	270	291	577	1,068	1,628
其他非流动负债	337	1,200	1,308	2,590	4,797	7,314
总负债	5,232	8,573	13,668	23,038	42,360	51,213
股本	803	1,121	1,111	1,111	1,111	1,111
留存收益	5,870	10,624	20,248	52,188	105,167	177,838
其他储备	7,589	7,388	8,406	8,984	9,943	11,261
股东权益总额	14,261	19,134	29,765	62,282	116,222	190,210
少数股东权益	513	1,159	1,856	4,350	7,498	11,818
总负债和股东权益	20,007	28,866	45,289	89,670	166,080	253,241

现金流量表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	2,492	6,052	13,600	44,607	72,518	99,528
折旧摊销	525	713	934	1,205	1,573	2,194
税款	(285)	(681)	(2,020)	(6,107)	(9,561)	(13,122)
营运资金变化	(830)	(3,210)	(1,958)	(21,050)	3,749	(7,650)
其他	(6)	290	340	2,510	2,715	2,482
净经营现金流	1,897	3,165	10,896	21,166	70,994	83,432
投资现金流						
资本开支	(1,704)	(2,866)	(2,760)	(7,279)	(10,220)	(13,675)
收购与投资	(3,971)	(2,725)	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	4,435	2,619	0	0	0	0
其他	65	37	121	1,035	1,697	2,272
净投资现金流	(1,176)	(2,935)	(2,639)	(6,244)	(8,523)	(11,403)
融资现金流						
已支付股息	(207)	(399)	(1,083)	(3,630)	(6,034)	(8,279)
净借贷	(884)	1,685	(1,114)	612	2,366	(166)
发行股票所得现金	(109)	246	205	0	0	0
其他	884	(40)	(152)	(1,150)	(1,317)	(1,317)
净融资现金流	(316)	1,492	(2,144)	(4,168)	(4,985)	(9,762)
净现金流变动						
年初现金	2,809	3,234	4,988	10,944	21,529	78,831
汇率变动	20	39	(178)	0	0	0
其他	405	1,715	6,134	10,585	57,303	62,358
年末现金	3,234	4,988	10,944	21,529	78,831	141,189
增长率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
销售收入	11.2%	122.6%	60.3%	178.8%	64.5%	33.8%
毛利润	25.1%	128.1%	99.3%	208.8%	68.6%	34.2%
经营利润	87.9%	142.6%	124.7%	228.1%	62.6%	37.2%
净利润	77.6%	137.9%	108.8%	233.5%	66.1%	37.2%
盈利能力比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
毛利率	33.0%	33.8%	42.0%	46.6%	47.7%	47.9%
营业利润率	23.3%	25.4%	35.6%	41.9%	41.4%	42.4%
股本回报率	16.6%	31.0%	44.2%	78.2%	67.0%	53.6%
资产负债比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	2.6	2.8	2.7	3.6	3.8	5.0
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
市盈率	471.5	199.8	96.2	29.1	17.5	12.8
市盈率 (摊薄)	478.3	203.7	97.1	29.1	17.5	12.8

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上责任。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。