仅供内部参考，请勿外传

通信 | 通信设备

非金融|首次覆盖报告

2026 年 10 月 21 日

中际旭创(300308.SZ)

——全球光模块领军企业，高端产品放量驱动业绩增长

投资评级：买入（首次）

证券分析师

宁柯瑜
SAC：S1350525020001
ningkeyu@huayuanstock.com
刘正
SAC：S1350526060001
liuzheng@huayuanstock.com
李心怡
SAC：S1350526060005
lixinyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 10 月 20 日
收盘价（元）	647.90
一年内最高/最低（元）	1,416.88/405.00
总市值（百万元）	763,167.66
流通市值（百万元）	742,080.43
总股本（百万股）	1,177.91
资产负债率（%）	36.08
每股净资产（元/股）	35.74

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **光模块行业领军企业，AI 驱动公司业绩稳定增长。**公司深耕高端光通信收发模块的研发生产，已形成包含 400G、800G 及 1.6T 高速光模块在内的产品矩阵，并持续推进 3.2T、CPO/NPO 等高端光模块产品技术的研发升级。随着海外云厂商加快 AI 数据中心建设，高速互连需求显著提升，公司产品出货量持续增长，带动营收利润稳步提升。2026H1 公司实现营业收入 417.78 亿元，同比增长 182.49%，实现归母净利润 136.51 亿元，同比增长 241.7%。

- **前瞻布局 3.2T、NPO/CPO 等新技术，积极进行全球业务拓展。**伴随数据中心内部互连对于高速率、低时延、高可靠光通信产品的需求持续提升，公司积极推进高端产品的研发升级，截至 2026 年 7 月，公司 3.2T 产品处在研发阶段，并持续推进 4*400G 及 8*400G 方案，公司预计 3.2T 方案将至 2028 年成熟。同时，公司将开发一系列 XPO、NPO 及 CPO 产品技术，以满足 AI 网络基础设施及高带宽应用需求。业务布局方面，公司在国内已形成以苏州旭创为核心，铜陵、成都等国内基地协同生产的布局，在海外以新加坡、泰国等地区为主，积极进行全球业务拓展。

- **AI 算力景气度仍处于高位，光互连技术升级带动光模块需求持续提升。**AI 推动数据中心网络速率持续向 800G 及 1.6T、3.2T 升级，高速互连带来的功耗散热压力推动光互连由传统可插拔方案向 LPO、NPO、CPO 方向演进。根据 LightCounting 预测，全球以太网光收发器及 CPO/NPO 市场规模将由 2025 年约 165 亿美元提升至 2026 年约 260 亿美元。需求端来看，微软、谷歌、亚马逊、Meta、Oracle 海外头部云厂商 CAPEX 由 2024 财年 2226 亿美元提升至 2025 财年 4013 亿美元。我们认为，全球 AI 算力景气度仍处于较高位置，光互连技术持续升级将持续拉动光模块需求增长，相关产业链有望持续受益。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1019.55/2081.61/2662.28 亿元，同比增速分别为 166.62%/104.17%/27.90%；2026-2028 年归母净利润分别为 362.10/737.10/927.32 亿元，同比增速分别为 235.36%/103.56%/25.81%，当前股价对应的 PE 分别为 21/10/8 倍。我们选取新易盛、光迅科技、天孚通信作为可比公司，上述公司 2026 年的 PE 平均值为 49.11X。鉴于公司作为国内光模块领军企业，随着高端光模块行业需求增加出货量或将持续攀升，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示。全球经济疲弱风险、全球算力需求波动风险、新技术架构替代风险、算力互连标准更迭风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	23,862	38,240	101,955	208,161	266,228
同比增长率（%）	122.64%	60.25%	166.62%	104.17%	27.90%
归母净利润（百万元）	5,171	10,797	36,210	73,710	92,732
同比增长率（%）	137.93%	108.78%	235.36%	103.56%	25.81%
每股收益（元/股）	4.39	9.17	30.74	62.58	78.73
ROE（%）	27.03%	36.27%	59.39%	59.22%	45.37%
市盈率（P/E）	147.57	70.68	21.08	10.35	8.23

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 362.10/737.10/927.32 亿元，同比增速分别为 235.36%/103.56%/25.81%，当前股价对应的 PE 分别为 21/10/8 倍。鉴于公司作为国内光模块领军企业，随着高端光模块行业需求增加出货量或将持续攀升，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1019.55/2081.61/2662.28 亿元，同比增速分别为 166.62%/104.17%/27.90%。

1）光通信收发模块：光模块是公司的核心支柱业务，以 800G、1.6T 为主的高端光模块下游客户需求量持续增长。截至 2026 年 7 月，公司在手订单已覆盖 2026 年全年，部分订单已下到 2027 年。同时公司部分客户已提前给出 2027 年各季度出货预期。因此，我们预计公司光模块业务收入将持续增长，2026-2028 年光模块业务营收将分别实现 170.0%/105.0%/28.0% 的同比增长，营收额分别达到 1011.33/2073.22/2653.72 亿元。毛利率随着更高速率新产品的起量或将保持在 45% 左右的水平。

2）其他业务：占比较低，预期保持稳定增速。

投资逻辑要点

中际旭创作为光模块厂商头部企业，2026 年上半年光通信收发模块产销量同比稳定增长。公司已形成以 400G、800G、1.6T 为主的产品矩阵，并持续向 CPO/NPO、3.2T 等新技术升级迭代，以更好地满足客户基于更高速率、更高带宽的光互连网络架构产生的产品需求。公司以 400G、800G 等产品为基本盘，叠加 1.6T 产品稳步放量、网络架构升级催生 3.2T、硅光、NPO/CPO 等高价值量需求增长，公司或将持续受益于 AI 算力产业景气度带来的业绩增长。

核心风险提示

全球经济疲弱风险、全球算力需求波动风险、新技术架构替代风险、算力互连标准更迭风险。

内容目录

1. 全球高速光模块领先企业，AI 需求驱动业绩高增 5
1.1. 深耕高端光模块，产品矩阵持续升级迭代 5
1.2. 苏州旭创承载核心业务，全球化产能布局持续完善 5
1.3. 高速产品放量驱动业绩高增，盈利能力显著提升 6
2. AI 算力网络持续升级，高速光模块需求加速释放 7
2.1. AI 集群网络架构升级，推动高速光互连代际跃迁 7
2.2. 云厂资本投入持续扩大，高速光模块逐渐进入放量周期 8
2.3. Scale-up 需求快速增长，硅光渗透率有望持续提升 9
3. 盈利预测与评级 11
4. 风险提示 12

图表目录

图表 1： 公司产品分类 5
图表 2： 公司 2021-2026H1 主营业务营业收入及占比（亿元，%） 6
图表 3： 公司 2021-2026H1 营业收入及同比增速（亿元，%） 6
图表 4： 公司 2021-2026H1 归母净利润及同比（亿元，%） 6
图表 5： 公司 2021-2026H1 销售毛利率与销售净利率（%） 7
图表 6： 公司 2021-2026H1 销售及管理费用率（%） 7
图表 7： AI 驱动云数据中心网络速率持续向 400G、800G 及 1.6T 以上演进 8
图表 8： 多种光学集成方案对比 8
图表 9： 全球以太网光收发器及 CPO/NPO 市场规模预计将持续增长 8
图表 10： 海外云厂商 CAPEX 情况（亿美元） 9
图表 11： 全球数通光互连行业按场景拆分收入情况（十亿美元） 10
图表 12： 全球数通光互连行业硅光与其他收入对比（十亿美元） 11
图表 13： 可比公司估值表 12

仅供内部参考，请勿外传

1. 全球高速光模块领先企业，AI 需求驱动业绩高增

通过 2017 年资产重组切入高速光模块领域后，中际旭创着力于高端光通信收发模块的研发生产，逐步成长为全球数通光模块市场的重要供应商。公司围绕 400G、800G 及 1.6T 等产品持续推进技术迭代，并依托子公司苏州旭创形成较强的研发、制造与交付能力。随着海外云厂商加快 AI 数据中心建设，高速互连需求显著提升，公司产品出货量持续增长，带动营收利润稳步提升。公司前瞻布局 1.6T、NPO、硅光等新一代方案，积极完善国内外业务布局，有望在 AI 数据中心网络架构升级中持续受益。

1.1. 深耕高端光模块，产品矩阵持续升级迭代

公司主营业务为高端光通信收发模块的研发、生产及销售。随着人工智能、大模型训练和云计算需求快速增长，数据中心内部互连对于高速率、低时延、高可靠光通信产品的需求持续提升。截至 2025 年底，公司已形成包含 400G、800G 及 1.6T 高速光模块在内的产品矩阵，并持续推进 3.2T、CPO/NPO 等高端光模块产品技术的研发升级。截至 2026 年 7 月，公司 3.2T 仍在研发阶段，持续推进 4*400G 及 8*400G 方案，公司预计 3.2T 方案至 2028 年成熟。同时，公司将开发一系列 XPO、NPO 及 CPO 产品技术，以满足 AI 网络基础设施及高带宽应用需求。

图表 1：公司产品分类

阶段	产品	状态
成熟产线	400G 及以下	已成熟的产品线
量产阶段	800G	采取了以硅光为基础的方案来满足 10km 以内的传输需求；主要应用于 800G 以太网、数据中心和云网络。
逐步起量	1.6T（硅光+EML）	主要应用于 1.6T 以太网、数据中心和云网络。
在研阶段	3.2T	公司预计 2028 年方案成熟
前沿预研	CPO/NPO	面向更高带宽、更低功耗的数据中心架构演进

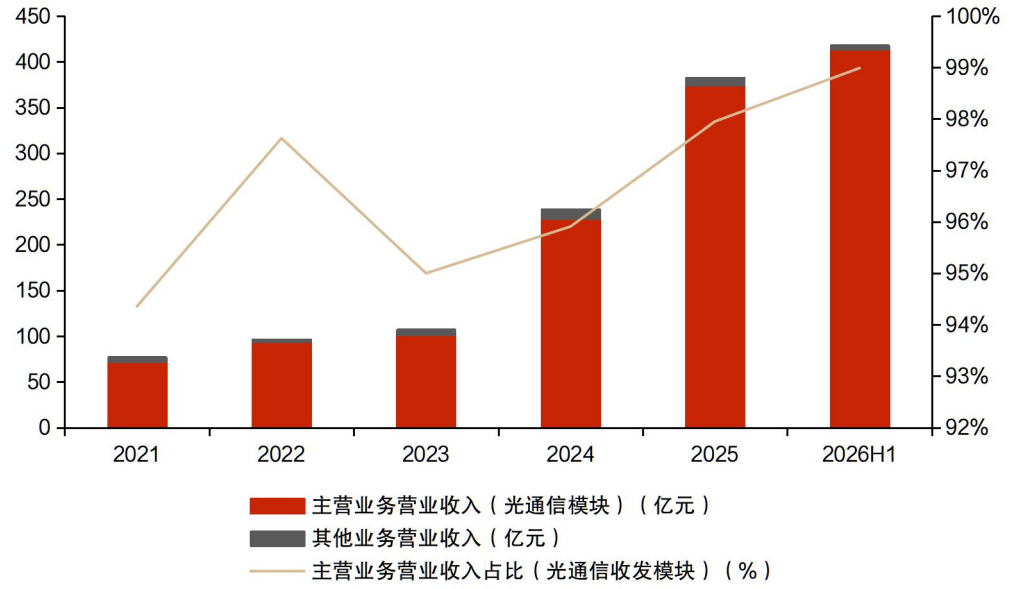
资料来源：《中际旭创 2025 年年度报告》、公司官方投资者问答平台、公司官网，华源证券研究所

1.2. 苏州旭创承载核心业务，全球化产能布局持续完善

公司收入结构高度集中，光通信收发模块为业绩贡献主力。2026 年上半年，公司光通信收发模块业务实现营业收入 413.55 亿元，同比增长 186.56%，占公司营业收入的 98.99%，较 2025 年全年提升约 1.04 pct，核心业务地位进一步强化。全资子公司苏州旭创 2025 年实现营业收入 364.47 亿元，实现净利润 106.07 亿元，分别约占上市公司同期合并营业收入和归母净利润的 95%和 98%，核心子公司的经营表现对公司整体业绩影响重大。

仅供内部参考，请勿外传

图表 2：公司 2021-2026H1 主营业务营业收入及占比（亿元，%）



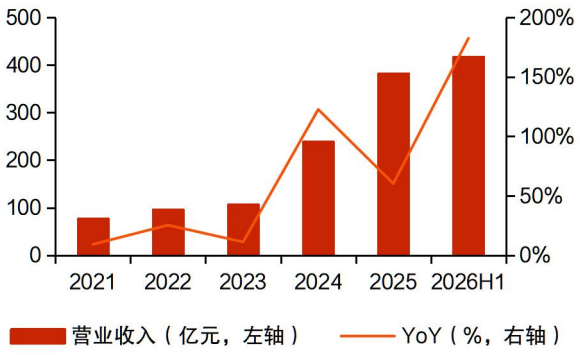
资料来源：iFind，华源证券研究所

总体来看，公司在国内已形成以苏州旭创为核心，铜陵、成都等国内基地协同生产的布局，在海外以新加坡、泰国等地区为主，积极进行全球业务拓展。随着海外云厂商需求快速增长，国内外产能与服务平台的完善有望进一步增强公司对全球客户的响应速度和规模化交付能力。

1.3. 高速产品放量驱动业绩高增，盈利能力显著提升

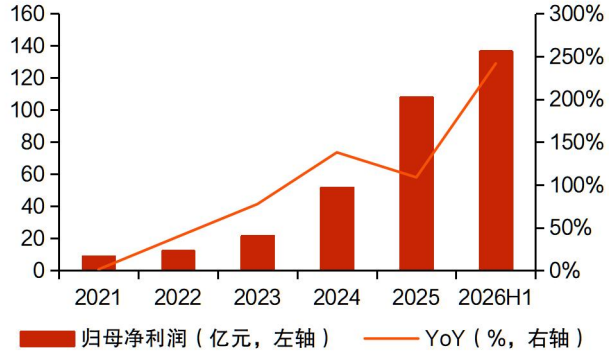
AI 算力需求高增，驱动公司业绩进入加速释放期。2021 至 2023 年公司营业收入整体保持稳步增长，2024 年以来随着海外云厂商持续加大 AI 算力基础设施投入，800G、1.6T 等高速光模块需求快速放量，公司业绩增长明显提速，利润增速显著高于收入增速。2026H1，公司实现营业收入 417.78 亿元，同比增长 182.49%；实现归母净利润 136.51 亿元，同比增长 241.70%，利润增速显著高于收入增速，延续高速增长态势。

图表 3：公司 2021-2026H1 营业收入及同比增速(亿元,%)



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 4：公司 2021-2026H1 归母净利润及同比（亿元，%）



资料来源：iFind，华源证券研究所

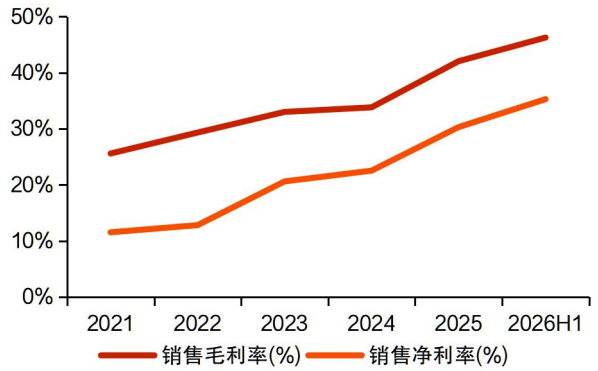
产品结构升级叠加规模效应，盈利能力显著提升。2021-2025 年公司综合毛利率、净利率均处于稳步爬升态势，盈利水平呈持续上行趋势。其中 2024-2025 年利润率提升尤为明显，主要得益于 800G、1.6T 等高速率、高价值量产品快速放量，产品结构持续优化，同时规模

仅供内部参考，请勿外传

化生产和运营效率提升进一步释放盈利弹性。2026H1 公司销售毛利率为 46.25%，较 2025 年全年提升 4.22 pct；销售净利率为 35.27%，较 2025 年全年提升 4.98 pct。我们认为，公司销售毛利率与销售净利率的提升主要得益于收入规模扩大带来的费用摊薄效应以及经营效率持续改善，体现出公司较强的盈利韧性。

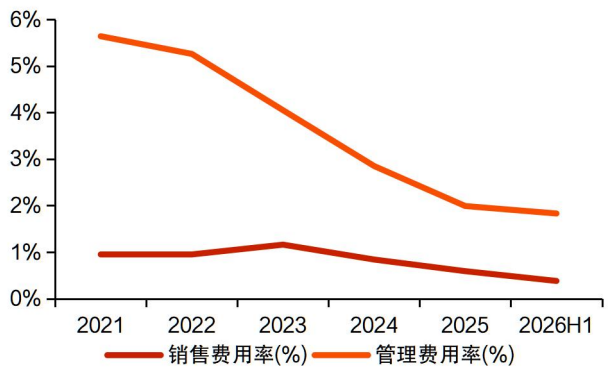
规模效应释放叠加经营效率提升，费控能力持续加强。随着公司收入规模快速扩张，期间费用率整体呈下降趋势，体现出较强的经营杠杆效应。2021 至 2025 年公司销售费用率和管理费用率整体呈下降趋势，2026 年上半年分别降至 0.38%和 1.83%。公司持续围绕 3.2T、XPO、CPO、NPO 等下一代高速光互连技术加大研发投入，为后续产品升级和技术竞争提供支撑。

图表 5：公司 2021-2026H1 销售毛利率与销售净利率（%）



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 6：公司 2021-2026H1 销售及管理费用率（%）



资料来源：iFind，华源证券研究所

2. AI 算力网络持续升级，高速光模块需求加速释放

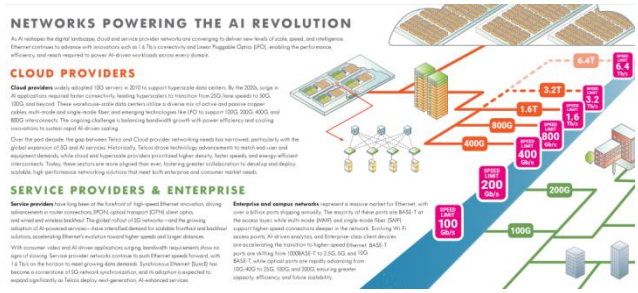
2.1. AI 集群网络架构升级，推动高速光互连代际跃迁

随着 AI 大模型训练和推理需求快速增长，数据中心正由传统计算向大规模算力集群演进。AI 计算依赖大量 GPU/ASIC 节点协同，对网络带宽、时延和稳定性提出更高要求，网络逐渐成为影响算力效率的关键基础设施，网络架构则由传统 Scale-out 向 Scale-up、Scale-across 演进，推动交换芯片容量和 SerDes 速率持续提升，数据中心网络速率由 100G、200G 向 400G、800G 及 1.6T、3.2T 升级。

与此同时，高速率演进带来功耗和散热压力，推动光互连方案由传统可插拔向 LPO、LRO、NPO 及 CPO 等方向发展。根据 Ethernet Alliance 数据，短期内可插拔方案仍占据主流，下一代低功耗光互连技术有望在高密度 AI 集群中逐步渗透。

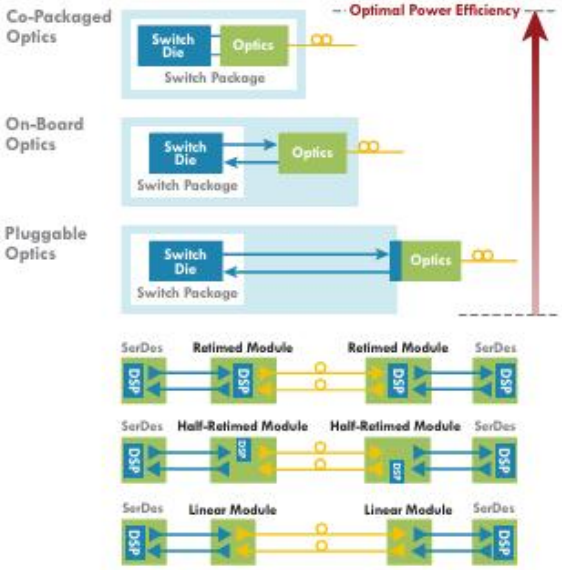
仅供内部参考，请勿外传

图表 7：AI 驱动云数据中心网络速率持续向 400G、800G 及 1.6T 以上演进



资料来源：Ethernet Alliance，华源证券研究所

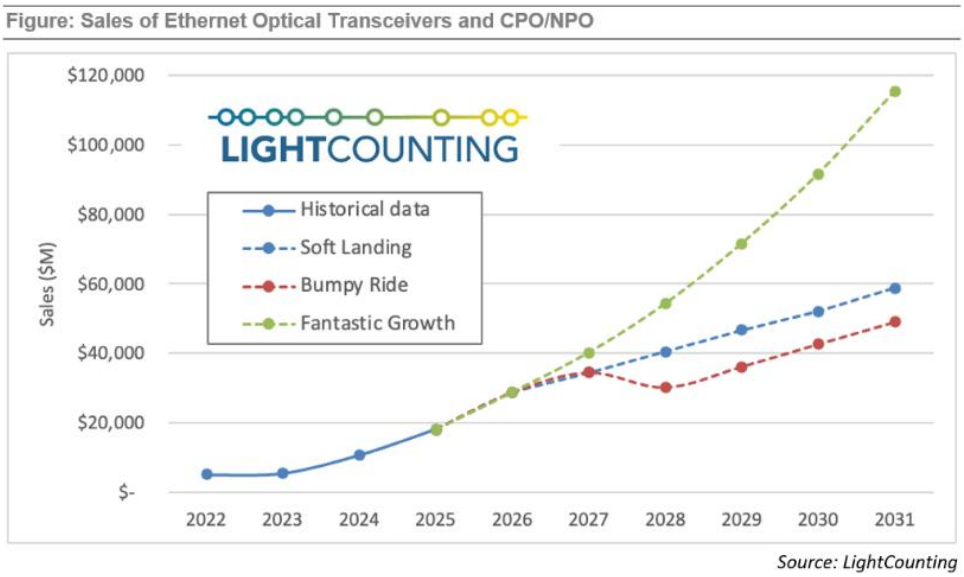
图表 8：多种光学集成方案对比



资料来源：Ethernet Alliance，华源证券研究所

根据 LightCounting 预测，全球以太网光收发器及 CPO/NPO 市场规模将保持快速增长，市场规模将由 2025 年的约 165 亿美元提升至 2026 年的约 260 亿美元。在不同发展情景下，2031 年市场规模预计达到约 500 亿-1100 亿美元，AI 集群扩张速度、新型网络架构渗透以及下一代光互连技术商业化进程或将成为影响市场空间的重要因素。

图表 9：全球以太网光收发器及 CPO/NPO 市场规模预计将持续增长



资料来源：LightCounting，华源证券研究所

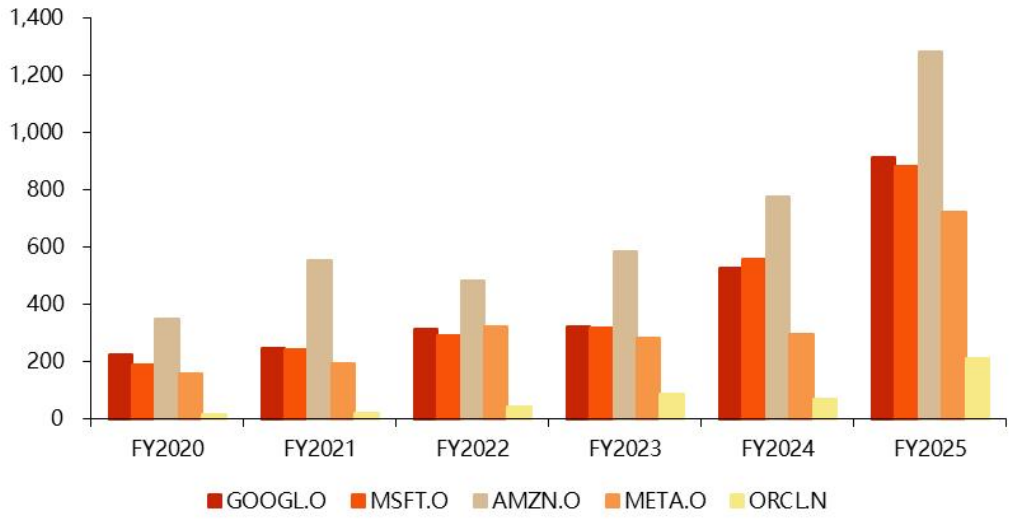
2.2. 云厂资本投入持续扩大，高速光模块逐渐进入放量周期

随着生成式 AI 应用快速发展，大模型训练和推理需求持续提升，全球云服务厂商接力扩大 AI 基础设施投入。2024 财年包含微软、谷歌、亚马逊、Meta、Oracle 在内的海外头部云厂商 CAPEX 总投入为 2226 亿美元，2025 财年增长至 4013 亿美元。2026 年 7 月 23 日，

仅供内部参考，请勿外传

谷歌发布 26FYQ2 财报，进一步大幅上调全年资本开支预期，由原先的 1800-1900 亿美元上调至 1950-2050 亿美元。我们认为，全球主要云厂商仍着重于数据中心、服务器及网络基础设施的投入，相关产业链环节或将持续受益。

图表 10：海外云厂商 CAPEX 情况（亿美元）



资料来源：iFind，华源证券研究所

AI 基础设施投资向光模块需求传导主要体现在两个方面。一方面，GPU 和 ASIC 集群规模扩大带动服务器数量增长，服务器之间、机架之间以及数据中心之间的数据交换需求快速提升，推动高速交换机和光模块使用量增加；另一方面，随着单集群计算规模提升，网络带宽需求同步提高，800G 及 1.6T 高速光模块逐渐成为 AI 数据中心升级的重要方向。

2.3. Scale-up 需求快速增长，硅光渗透率有望持续提升

Scale-up 场景有望带来显著的光互连增量需求。随着推理工作负载日趋商业化及 token 生成的经济性持续改善，AI 计算集群预计将从单机架架构拓展至更大的 Scale-up 领域，对集群内部带宽提出更高要求。在此类架构下，所需的光带宽可能提升约十倍，即使仅有部分 Scale-up 互连从铜解决方案转向光解决方案，也可能为光互连带来显著增量需求。与此同时，AI 推理对计算与内存之间互连的需求亦不断增长，模型在生成过程中需要持续访问和复用内存，随着上下文长度、批量大小及模型规模扩大，计算节点、交换机和内存资源之间需要建立更多高带宽、低延迟链路。根据 LightCounting 及灼识咨询预测，2026-2030 年全球数通光互连市场中，Scale-up 场景收入复合年增长率预计达到 297.7%，显著高于同期 Scale-out 及 Scale-across 场景，成为未来数通光互连市场增长最快的应用场景之一。

图表 11：全球数通光互连行业按场景拆分收入情况（十亿美元）



	複合年增長率 2021年至2025年	複合年增長率 2026年（估計）至2030年（估計）
Scale-up	不適用	297.7%
Scale-out	142.0%	19.4%
Scale-across	12.6%	117.4%
Front-end及其他	-2.3%	21.6%
總計	**38.5%**	**33.8%**

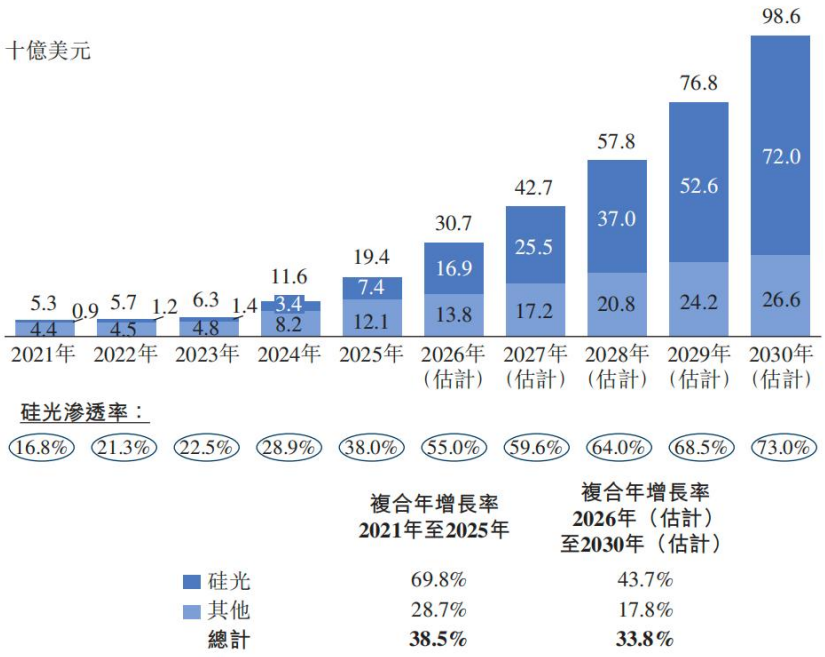
资料来源：《中际旭创港股招股书》、LightCounting、灼识咨询，华源证券研究所

硅光技术持续成熟，在全球数通光互连市场中的渗透率有望快速提升。随着数据中心规模和算力互连需求不断提升，客户在光互连部署中面临功耗高、空间受限、传输密度和可靠性要求严苛等日益突出的挑战，对低功耗、高效率、高密度、易集成的光互连技术需求持续增长。硅光光模块利用 CMOS 兼容工艺，将波导、调制器、监测光电二极管、光电探测器等大量光子功能集成到光子集成电路（PIC）上。经过二十年的行业发展和投入，硅光已成为主流技术，能够实现卓越的性能、更低的成本、更高的良率、高可靠性以及可扩展的制造。根据 LightCounting 及灼识咨询预测，硅光在全球数通光互连市场中的渗透率预计将由 2025 年的约 38%提升至 2030 年的约 73%；2026-2030 年硅光市场收入复合年增长率预计达到 43.7%，高于其他技术路线同期 17.8%的增速，硅光在高速数通光互连市场中的应用有望进一步扩大。



仅供内部参考，请勿外传

图表 12：全球数通光互连行业硅光与其他收入对比（十亿美元）



资料来源：《中际旭创港股招股书》、LightCounting、灼识咨询，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1019.55/2081.61/2662.28 亿元，同比增速分别为 166.62%/104.17%/27.90%。

1）光通信收发模块：光模块是公司的核心支柱业务，以 800G、1.6T 为主的高端光模块下游客户需求量持续增长。截至 2026 年 7 月，公司在手订单已覆盖 2026 年全年，部分订单已下到 2027 年。同时公司部分客户已提前给出 2027 年各季度出货预期。因此，我们预计公司光模块业务收入将持续增长，2026-2028 年光模块业务营收将分别实现 170.0%/105.0%/28.0%的同比增长，营收额分别达到 1011.33/2073.22/2653.72 亿元。毛利率随着更高速率新产品的起量或将保持在 45%左右的水平。

2）其他业务：占比较低，预期保持稳定增速。

对于公司光通信收发模块的主营业务，我们选取同为光模块生产销售的厂商新易盛、光迅科技作为可比公司。由于公司处于国内光通信行业领先地位，因此选取光通信板块中光器件领先企业天孚通信作为可比公司。

上述公司 2026 年的 PE 平均值为 49.11X。考虑到中际旭创作为国内光模块领军企业，随着高端光模块行业需求增加出货量或将持续攀升，首次覆盖给予“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传

图表 13：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2026-10-20	26E	27E	28E	26E	27E	28E
300502.SZ	新易盛	298.17	15.05	27.29	39.93	19.81	10.93	7.47
002281.SZ	光迅科技	134.06	2.05	4.16	5.69	65.34	32.25	23.58
300394.SZ	天孚通信	204.54	3.29	5.16	7.66	62.19	39.67	26.69
平均值						49.11	27.61	19.25
300308.SZ	中际旭创	647.90	30.74	62.58	78.73	21.08	10.35	8.23

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，中际旭创盈利预测来自华源证券研究所，其他公司盈利预测来自 ifind 一致预期

4. 风险提示

1. 全球经济疲弱风险：当前全球经济增长存有多重不确定因素，整体环境如若持续走弱，或将驱使企业压缩长期投资及技改投入；出海属性较强的行业或企业易遭遇海外需求回落、订单延后情况，或对海外布局与营收提升形成影响。

2. 全球算力需求波动风险：全球算力需求主要依托 AI 产业发展，倘若 AI 商业化落地进度不及预期，叠加宏观环境带来的预算调整，算力基建投资节奏或将有所变动，需求波动或向上游硬件、数据中心传导，订单增长的连续性存在风险。

3. 新技术架构替代风险：高密度 AI 算力集群建设带动 CPO、NPO 等共封装光互连技术逐步商用，海内外头部企业均在推进相关架构试点，未来或将逐步渗透传统光模块原有算力机房应用场景；传统厂商若未能顺应行业趋势及时调整布局，中长期营收结构与市场份额大概率面临调整压力。

4. 算力互连标准更迭风险：服务器高速互连各类规范仍在持续修订完善，区域及云厂商选用方案暂未达成统一标准，硬件接口、传输协议时常优化调整。企业需持续承担刚性研发支出以适配差异化规范，如若适配灵活性不足，产品下游适用场景会受到局限，不利于业务拓展。

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	10,987	21,351	55,799	120,857
应收票据及账款	6,409	21,770	44,448	56,847
预付账款	134	422	861	1,101
其他应收款	152	561	1,145	1,464
存货	12,681	29,531	61,825	80,466
其他流动资产	721	2,206	4,494	5,745
流动资产总计	**31,084**	**75,841**	**168,573**	**266,481**
长期股权投资	1,263	1,633	2,028	2,498
固定资产	7,185	8,000	10,062	11,870
在建工程	1,422	2,685	2,448	2,211
无形资产	378	356	372	377
长期待摊费用	554	312	35	35
其他非流动资产	3,403	3,462	3,453	3,444
非流动资产合计	**14,205**	**16,449**	**18,399**	**20,436**
资产总计	**45,289**	**92,290**	**186,971**	**286,917**
短期借款	301	0	0	0
应付票据及账款	7,800	15,989	33,475	43,568
其他流动负债	3,457	9,895	20,569	26,733
流动负债合计	**11,558**	**25,884**	**54,044**	**70,301**
长期借款	585	548	478	391
其他非流动负债	1,525	1,525	1,525	1,525
非流动负债合计	**2,109**	**2,072**	**2,002**	**1,916**
负债合计	**13,668**	**27,956**	**56,046**	**72,217**
股本	1,111	1,178	1,178	1,178
资本公积	8,107	8,040	8,040	8,040
留存收益	20,547	51,747	115,259	195,159
归属母公司权益	29,765	60,965	124,476	204,377
少数股东权益	1,856	3,369	6,449	10,323
股东权益合计	**31,621**	**64,334**	**130,925**	**214,700**
负债和股东权益合计	**45,289**	**92,290**	**186,971**	**286,917**

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	11,580	37,277	76,314	96,061
折旧与摊销	934	1,315	1,615	1,603
财务费用	183	-23	-110	-288
投资损失	-379	-407	-434	-511
营运资金变动	-2,029	-19,766	-30,124	-16,594
其他经营现金流	608	500	553	632
经营性现金净流量	**10,896**	**18,897**	**47,815**	**80,903**
投资性现金净流量	**-2,619**	**-3,206**	**-3,208**	**-3,216**
筹资性现金净流量	**-2,144**	**-5,326**	**-10,159**	**-12,629**
现金流量净额	**5,956**	**10,365**	**34,448**	**65,058**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**38,240**	**101,955**	**208,161**	**266,228**
营业成本	**22,166**	**54,805**	**114,740**	**149,336**
税金及附加	78	204	416	532
销售费用	226	296	312	373
管理费用	761	1,020	1,249	1,464
研发费用	1,615	2,651	3,539	3,993
财务费用	183	-23	-110	-288
资产减值损失	-126	-336	-685	-877
信用减值损失	-15	-61	-104	-146
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	379	407	434	511
公允价值变动损益	14	0	0	0
资产处置收益	-12	-9	-9	-9
其他收益	146	111	118	120
营业利润	**13,597**	**43,115**	**87,767**	**110,416**
营业外收入	10	6	6	6
营业外支出	7	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**13,600**	**43,116**	**87,769**	**110,418**
所得税	2,020	5,393	10,979	13,812
净利润	**11,580**	**37,723**	**76,790**	**96,606**
少数股东损益	782	1,513	3,080	3,874
归属母公司股东净利润	**10,797**	**36,210**	**73,710**	**92,732**
EPS(元)	9.17	30.74	62.58	78.73

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	60.25%	166.62%	104.17%	27.90%
营业利润增长率	124.74%	217.09%	103.57%	25.81%
归母净利润增长率	108.78%	235.36%	103.56%	25.81%
经营现金流增长率	244.31%	73.43%	153.03%	69.20%
盈利能力				
毛利率	42.04%	46.25%	44.88%	43.91%
净利率	30.28%	37.00%	36.89%	36.29%
ROE	36.27%	59.39%	59.22%	45.37%
ROA	23.84%	39.24%	39.42%	32.32%
估值倍数				
P/E	70.68	21.08	10.35	8.23
P/S	19.96	7.49	3.67	2.87
P/B	25.64	12.52	6.13	3.73
股息率	0.20%	0.66%	1.34%	1.68%
EV/EBITDA	46	17	8	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。