

中际旭创 (300308.SZ)

盈利能力提升，800G 需求有望步入加速期

买入

核心观点

利润实现稳步提升。公司发布 2022 年年报和 2023 年一季度，2022 年公司实现营收 96.42 亿元，同比+25.29%；实现归母净利润 12.24 亿元，同比+39.57%。2023 年一季度，公司实现营收 18.37 亿元，同比-12.04%，实现归母净利润 2.50 亿元，同比+14.95%。利润继续保持稳步增长。

产品结构优化下，公司盈利能力持续提升。2022 年 1) 高端产品出货量 (200G\400G 等) 占营收比重进一步提升；2) 公司海外销售收入占比较高，美元兑人民币的汇率变动利好，两因素带动公司的毛利率从 2021 年 25.57% 提升至 2022 年 29.31%。2023 年一季度，受益于产品结构持续优化，公司毛利率环比提升至 29.55%。2022 年公司还收获了新的海外重点客户，行业地位和市场份额实现巩固和增强。

AI+数字经济推动，带来光模块行业长期需求增量。AI 侧：以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 工具正引领新一轮科技革命，带动数据中心硬件设备的需求增长与技术升级，加快高速光模块需求释放。Lightcounting 预测，全球光模块的市场规模在未来 5 年将以 CAGR11% 保持增长，2027 年将突破 200 亿美元；数字经济侧：伴随着“东数西算”战略的逐步落地，国内数据中心也同步加快新建、扩容步伐，推动光模块市场持续扩张。Lightcounting 预计中国光模块市场将进一步增长，2028 年中国光模块市场规模有望达 35 亿美元。

800G 光模块有望迎来放量阶段，公司有望充分受益。在 AI 驱动下，行业有望加快进入 800G 光模块放量阶段，公司作为全球光模块领军厂商，2022 年泰国工厂也完成了设备调试、试生产和客户验厂等工作，做好了量产前的各项准备工作，并将按计划从泰国厂量产出货 400G 和 800G 等产品，有望充分受益行业发展。

风险提示：800G 光模块放量不及预期，竞争加剧，盈利能力不及预期。

投资建议：上调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司毛利率和净利率持续提升，2022 年实际利润已经高于此前的预测值，我们上调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测。预计 2023-2025 年公司归母净利润为 14.6/19.7/23.6 亿元（上调前 2023-2024 年为 13.0/15.0 亿元），对应 PE 分别为 44/33/28 倍。看好公司持续受益 AI 和数字经济推动下带来的行业红利，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,695	9,642	11,487	14,927	18,292
(+/-%)	9.2%	25.3%	19.1%	29.9%	22.5%
净利润(百万元)	877	1224	1462	1970	2355
(+/-%)	1.3%	39.6%	19.4%	34.8%	19.6%
每股收益(元)	1.10	1.53	1.83	2.46	2.94
EBIT Margin	11.7%	14.5%	13.6%	14.2%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	10.2%	11.1%	13.4%	14.2%
市盈率 (PE)	73.8	52.9	44.3	32.9	27.5
EV/EBITDA	53.4	37.6	35.5	27.4	23.5
市净率 (PB)	5.63	5.42	4.94	4.41	3.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

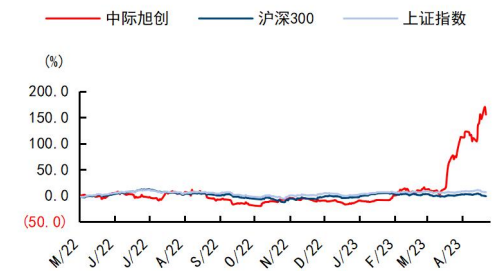
machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	80.89 元
总市值/流通市值	64790/60514 百万元
52 周最高价/最低价	89.16/25.36 元
近 3 个月日均成交额	2056.50 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中际旭创 (300308.SZ) - 业绩位于预告中值，持续受益于数通市场需求升级》——2022-08-26
- 《中际旭创 (300308.SZ) - 二季度盈利能力提升，受益于高端产品加速部署》——2022-07-12
- 《中际旭创 (300308.SZ) - 一季度开端良好，受益于 400G 光模块加速部署》——2022-04-26

图1: 中际旭创营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 中际旭创单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 中际旭创归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



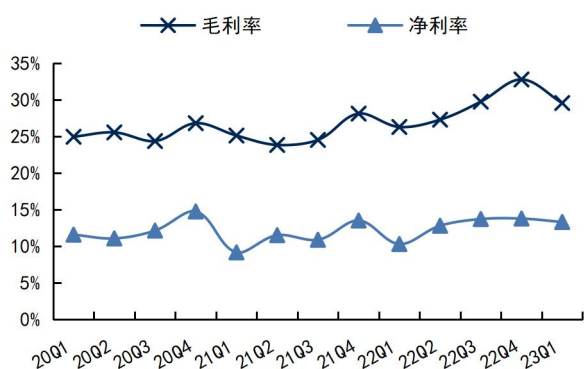
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 中际旭创单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



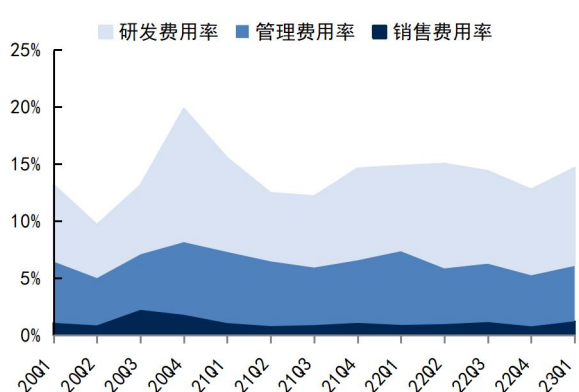
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 中际旭创单季度毛利率、净利率变化情况



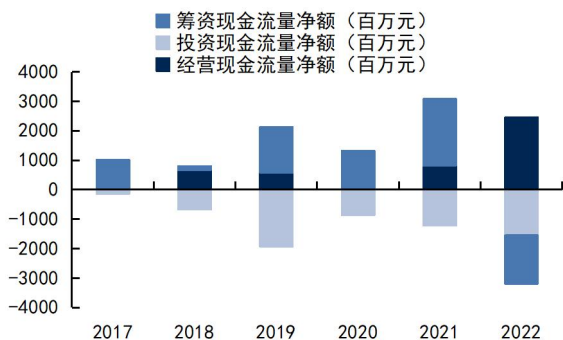
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 中际旭创单季度三项费用率变化情况



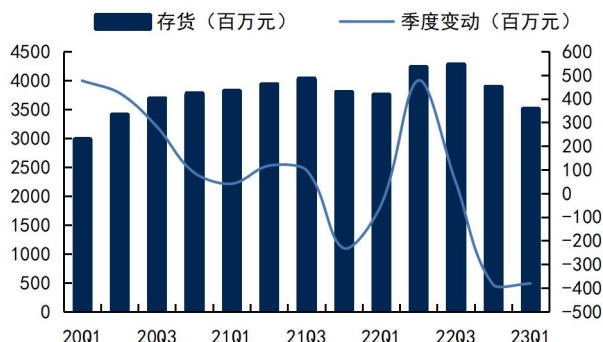
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 中际旭创现金流量情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 中际旭创存货及季度变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到公司毛利率和净利率持续提升, 2022 年实际利润已经高于此前的预测值, 我们上调 2023-2024 年盈利预测, 并新增 2025 年盈利预测。预计 2023-2025 年公司归母净利润为 14.6/19.7/23.6 亿元 (上调前 2023-2024 年为 13.0/15.0 亿元), 对应 PE 分别为 44/33/24 倍。看好公司持续受益 AI 和数字经济推动下带来的行业红利, 维持“买入”评级。

表1: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (4月25日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
300308.SZ	中际旭创	买入	80.89	1.53	1.83	2.46	52.9	44.3	32.9	5.2	648
300394.SZ	天孚通信	买入	61.52	1.02	1.28	1.64	60.3	47.9	37.5	8.9	242
300502.SZ	新易盛	无评级	73.80	1.90	2.05	2.51	38.8	36.0	29.4	8.0	374
002281.SZ	光迅科技	无评级	27.76	0.81	0.94	1.06	34.3	29.6	26.2	3.6	217
	平均						44.5	37.8	31.0	6.9	

资料来源: 天孚通信、新易盛、光迅科技采用 Wind 一致预期数据, 国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测拆分

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

中低速光模块: 公司目前持续优化出货结构, 预计未来中低端光模块收入占比将进一步降低, 考虑到市场本身也在进行光模块速率升级, 对中低端速率光模块需求持续减少, 预计未来三年公司在中低速光模块收入增速分别为-16%/-15%/-14%, 毛利率保持稳中略降趋势。

高速光模块: 2022 年公司在考虑到 AI 场景对于高速光模块需求的弹性叠加传统数据中心的高速光模块速率升级, 我们认为公司以 800G 速率为代表的高速光模块需求有望进入加速释放阶段, 公司作为全球领军者有望充分受益, 预计未来公司在高速光模块收入增速分别为 22%/33%/24%, 毛利率保持稳中略降趋势。

光组件：光组件业务收入在公司营收中占比较低，预计未来营收和毛利率基本不发生变化。

表2：中际旭创营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
中低速光模块				
收入（百万元）	666	560	478	410
增速	-25.7%	-16.0%	-14.6%	-14.2%
毛利率	17.3%	17.0%	17.0%	16.9%
高速光模块				
收入（百万元）	8746	10698	14220	17653
增速	37.4%	22.3%	32.9%	24.1%
毛利率	30.8%	30.0%	30.0%	29.1%
氟酸锂芯片				
收入（百万元）	229	229	229	229
增速	-30.0%	0	0	0
毛利率	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
合计				
总营收（百万元）	9642	11487	14927	18292
增速	25.3%	19.1%	29.9%	22.5%
毛利率	29.3%	29.0%	29.3%	28.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3515	2831	2792	2788	2902	营业收入	7695	9642	11487	14927	18292
应收款项	2486	1618	3147	4090	5012	营业成本	5727	6816	8158	10556	13064
存货净额	3799	3888	4292	5586	6951	营业税金及附加	21	63	69	90	110
其他流动资产	220	230	345	448	549	销售费用	73	91	115	149	183
流动资产合计	10022	9587	10993	13391	16053	管理费用	434	507	689	896	1098
固定资产	3284	3453	3670	3668	3539	研发费用	541	767	896	1120	1299
无形资产及其他	382	322	309	296	283	财务费用	84	(22)	59	59	59
投资性房地产	2346	2559	2559	2559	2559	投资收益	85	103	50	50	50
长期股权投资	530	636	726	816	896	资产减值及公允价值变动	140	393	50	50	50
资产总计	16565	16557	18257	20729	23330	其他收入	(619)	(1356)	(896)	(1120)	(1299)
短期借款及交易性金融负债	1315	1273	1328	1306	1302	营业利润	963	1327	1601	2158	2580
应付款项	1441	1378	1717	2365	2802	营业外净收支	(3)	24	0	0	0
其他流动负债	410	613	690	898	1116	利润总额	960	1352	1601	2158	2580
流动负债合计	3166	3264	3735	4569	5221	所得税费用	73	118	128	173	206
长期借款及应付债券	1262	696	696	696	696	少数股东损益	10	10	11	15	19
其他长期负债	534	528	578	628	678	归属于母公司净利润	877	1224	1462	1970	2355
长期负债合计	1796	1224	1274	1324	1374	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4962	4488	5009	5893	6595	净利润	877	1224	1462	1970	2355
少数股东权益	114	124	133	146	161	资产减值准备	27	264	39	1	(11)
股东权益	11489	11945	13115	14691	16575	折旧摊销	407	445	407	464	502
负债和股东权益总计	16565	16557	18257	20729	23330	公允价值变动损失	(140)	(393)	(50)	(50)	(50)
						财务费用	84	(22)	59	59	59
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1098)	954	(1543)	(1432)	(1694)
每股收益	1.10	1.53	1.83	2.46	2.94	其它	(20)	(256)	(30)	12	26
每股红利	0.21	0.29	0.37	0.49	0.59	经营活动现金流	53	2238	286	965	1128
每股净资产	14.36	14.91	16.37	18.34	20.69	资本开支	0	(1187)	(600)	(400)	(300)
ROIC	8%	10%	11%	14%	17%	其它投资现金流	229	(1018)	602	(62)	(159)
ROE	8%	10%	11%	13%	14%	投资活动现金流	132	(2310)	(88)	(552)	(539)
毛利率	26%	29%	29%	29%	29%	权益性融资	(17)	33	0	0	0
EBIT Margin	12%	15%	14%	14%	14%	负债净变化	(168)	(566)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(168)	(233)	(292)	(394)	(471)
收入增长	9%	25%	19%	30%	23%	其它融资现金流	2339	953	55	(23)	(3)
净利润增长率	1%	40%	19%	35%	20%	融资活动现金流	1650	(612)	(237)	(417)	(474)
资产负债率	31%	28%	28%	29%	29%	现金净变动	1835	(684)	(39)	(4)	115
息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	1679	3515	2831	2792	2788
P/E	73.8	52.9	44.3	32.9	27.5	货币资金的期末余额	3515	2831	2792	2788	2902
P/B	5.6	5.4	4.9	4.4	3.9	企业自由现金流	0	1489	(300)	581	844
EV/EBITDA	53.4	37.6	35.5	27.4	23.5	权益自由现金流	0	1876	(299)	503	786

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032