

800G 光模块布局领先，AI 算力需求加速产品迭代

——中际旭创（300308.SZ）跟踪报告之一

要点

事件：

公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 96.42 亿元，同比增长 25.29%；归母净利润 12.24 亿元，同比增长 39.57%；扣非归母净利润 10.37 亿元，同比增长 42.54%。

公司 2023 年一季度实现营收 18.37 亿元，同比下降 12.04%；实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 14.95%；实现扣非归母净利润 2.33 亿元，同比增长 18.58%。

点评：

Lightcounting 下调 23 年光模块市场规模，400G/800G 需求坚挺：受头部客户放缓数据中心部署计划的影响，LightCounting 在 2023 年 3 月下调了对以太网光模块市场的销售预期，预计 23 年全年以太网光模块市场将减少 10%，并且在 2025 年前不会有超过两位数的增长，但是 400G/800G 光模块的需求预期影响较小，2023 年开始，800G 有望拉动新一轮增长，为公司注入新的成长动能。

ChatGPT 引领 AI 新潮流，公司 800G 光模块布局领先：以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 工具正引领新一轮科技革命，英伟达也接连发布新款产品为下一波 AI 提供技术助力，AIGC 的高速发展将进一步促进数据流量的持续增长和包括光模块在内的 ICT 行业的发展，加速光模块向 800G 及以上产品迭代。

公司拥有全面的 800G OSFP 与 800G QSFP-DD 光模块产品组合，并在 OFC 2022 现场展示了基于自主设计硅光芯片 800G 可插拔 OSFP 2*FR4 和 QSFP-DD 800 DR8+硅光光模块，产品技术保持行业领先地位。公司持续加大对新方向、新产品的研发布局，800G 和相干系列产品等已实现批量出货，1.6T 光模块和 800G 硅光模块已开发成功并进入送测阶段，CPO（光电共封）技术和 3D 封装技术也在持续研发进程中。公司持续的研发投入将在未来逐步给公司带来收入增量，并提升综合竞争力。

盈利预测、估值与评级：考虑到 800g 光模块需求提升，我们上调公司 2023 年和 2024 年归母净利润为 15.66 亿元（+5.7%）与 20.44 亿元（+17.3%），并新增 2025 年业绩预测。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 116.98、147.22、181.42 亿元，归母净利润分别为 15.66、20.44、25.92 亿元，当前市值对应 PE 为 44、33、26 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：数通光模块需求不及预期，行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,695	9,642	11,698	14,722	18,142
营业收入增长率	9.16%	25.29%	21.33%	25.85%	23.23%
净利润（百万元）	877	1,224	1,566	2,044	2,592
净利润增长率	1.33%	39.57%	27.96%	30.51%	26.80%
EPS（元）	1.10	1.53	1.96	2.55	3.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.63%	10.25%	11.73%	13.46%	14.80%
P/E	78	56	44	33	26
P/B	5.9	5.7	5.1	4.5	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-05-04，2021-2023 年股本分别为 8.00/8.01/8.01 亿股

买入（维持）

当前价：85.20 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

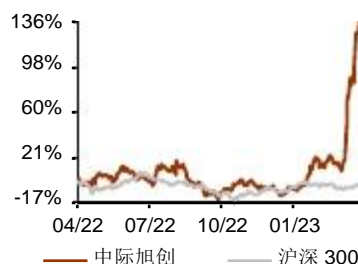
021-52523856

shiqi@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.01
总市值(亿元)	682.42
一年最低/最高(元)	25.36/91.11
近 3 月换手率	314.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	28.78	167.30	166.50
绝对	27.16	165.92	168.96

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,695	9,642	11,698	14,722	18,142
营业成本	5,727	6,816	8,281	10,382	12,782
折旧和摊销	407	445	415	456	499
税金及附加	21	63	33	41	51
销售费用	73	91	117	147	181
管理费用	434	507	643	810	998
研发费用	541	767	953	1,144	1,321
财务费用	84	-22	67	101	124
投资收益	85	103	80	80	80
营业利润	963	1,327	1,726	2,249	2,849
利润总额	960	1,352	1,727	2,250	2,850
所得税	73	118	151	196	249
归母净利润	886	1,234	1,576	2,054	2,602
少数股东损益	10	10	10	10	10
归属母公司净利润	877	1,224	1,566	2,044	2,592
EPS(元)	1.10	1.53	1.96	2.55	3.24

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	813	2,449	413	1,065	1,560
净利润	877	1,224	1,566	2,044	2,592
折旧摊销	407	445	415	456	499
净营运资金增加	1,193	-229	2,206	2,474	2,732
其他	-1,664	1,009	-3,775	-3,909	-4,262
投资活动产生现金流	-1,219	-1,553	-67	-401	-401
净资本支出	-832	-784	-503	-531	-531
长期投资变化	530	636	0	0	0
其他资产变化	-917	-1,405	436	130	130
融资活动现金流	2,264	-1,641	918	394	38
股本变化	87	1	0	0	0
债务净变化	-250	-607	1,104	640	360
无息负债变化	-410	134	874	684	877
净现金流	1,841	-681	1,263	1,058	1,197

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	25.6%	29.3%	29.2%	29.5%	29.5%
EBITDA 率	19.5%	24.1%	19.6%	19.5%	19.4%
EBIT 率	14.0%	19.1%	16.1%	16.4%	16.7%
税前净利润率	12.5%	14.0%	14.8%	15.3%	15.7%
归母净利润率	11.4%	12.7%	13.4%	13.9%	14.3%
ROA	5.4%	7.5%	7.9%	8.9%	9.7%
ROE (摊薄)	7.6%	10.2%	11.7%	13.5%	14.8%
经营性 ROIC	7.8%	13.3%	11.5%	12.7%	13.7%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	30%	27%	32%	34%	34%
流动比率	3.17	2.94	2.52	2.51	2.59
速动比率	1.97	1.75	1.65	1.63	1.67
归母权益/有息债务	4.46	6.07	4.34	4.09	4.30
有形资产/有息债务	5.47	7.13	5.70	5.58	5.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	16,565	16,557	19,952	23,124	26,697
货币资金	3,515	2,831	4,094	5,153	6,350
交易性金融资产	0	1,019	1,019	1,019	1,019
应收账款	1,997	1,509	2,895	3,644	4,490
应收票据	129	56	117	147	181
其他应收款 (合计)	359	53	292	368	454
存货	3,799	3,888	4,549	5,714	7,069
其他流动资产	147	166	168	171	174
流动资产合计	10,022	9,587	13,202	16,300	19,841
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	530	636	636	636	636
固定资产	3,152	3,217	3,349	3,484	3,566
在建工程	132	236	260	235	216
无形资产	382	322	283	248	218
商誉	1,980	1,949	1,949	1,949	1,949
其他非流动资产	48	35	39	39	39
非流动资产合计	6,543	6,970	6,749	6,824	6,856
总负债	4,962	4,488	6,466	7,790	9,028
短期借款	794	385	1,489	2,129	2,489
应付账款	1,205	1,136	1,905	2,388	2,940
应付票据	236	242	331	415	511
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	101	37	57	88	122
流动负债合计	3,166	3,264	5,234	6,497	7,666
长期借款	1,262	696	696	696	696
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	216	199	240	300	369
非流动负债合计	1,796	1,224	1,233	1,293	1,361
股东权益	11,603	12,069	13,485	15,334	17,669
股本	800	801	801	801	801
公积金	7,855	8,005	8,162	8,332	8,332
未分配利润	2,861	3,893	5,142	6,811	9,136
归属母公司权益	11,489	11,945	13,351	15,190	17,515
少数股东权益	114	124	134	144	154

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.95%	0.94%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	5.64%	5.26%	5.50%	5.50%	5.50%
财务费用率	1.09%	-0.23%	0.57%	0.69%	0.68%
研发费用率	7.03%	7.96%	8.15%	7.77%	7.28%
所得税率	8%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.22	0.20	0.26	0.33	0.42
每股经营现金流	1.02	3.06	0.52	1.33	1.95
每股净资产	14.36	14.91	16.67	18.97	21.87
每股销售收入	9.62	12.04	14.61	18.38	22.65

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	78	56	44	33	26
PB	5.9	5.7	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	46.9	30.3	30.4	24.6	20.2
股息率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE