

投资评级 优于大市 维持

高速率产品起量，盈利能力持续优化

股票数据

04月28日收盘价(元)	90.00
52周股价波动(元)	25.36-91.11
总股本/流通A股(百万股)	801/748
总市值/流通市值(百万元)	72087/67329

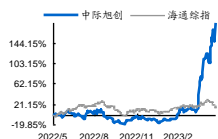
相关研究

 《业务快速增长，多期回购彰显信心》
 2022.11.02

 《数通放量盈利大增，布局激光雷达领域》
 2022.09.07

 《一季度归母净利润大增，份额持续提升》
 2022.05.03

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	67.3	153.5	210.5
相对涨幅(%)	66.5	154.5	214.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

联系人:夏凡

Tel:(021)23154128

Email:xf13728@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 中际旭创发布 2022 年年报及 2023 年 Q1 季报, 公司 2022 全年收入 96.42 亿元 (同比+25.29%), 归母净利润 12.24 亿元 (同比+39.57%), 扣非归母净利润 10.37 亿元 (同比+42.54%), 毛利率 29.31% (同比+3.74PCT)。Q4 单季收入 27.77 亿元 (同比+17.00%), 归母净利润 3.71 亿元 (同比+17.23%), 扣非归母净利润 2.58 亿元 (同比+19.19%), 毛利率 32.76% (同比+4.65PCT)。公司 2023Q1 收入 18.37 亿元 (同比-12.04%), 归母净利润 2.50 亿元 (同比+14.95%), 扣非归母净利润 2.33 亿元 (同比+18.58%), 毛利率 29.55% (同比+3.27PCT)。Q1 净利逆势增长一方面出于出货结构变化, 22 年一季度主要产品为 200G 和 400G, 23 年一季度增加了 800G 新产品, 因此带来毛利率的大幅提升; 另一方面公司也在持续提升产品的良率和生产效率, 200G、400G 产品的毛利均得以进一步优化。
- 产品结构向高速光模块转移, 毛利率稳定提升。** 按业务拆分, 2022 年高速光模块收入 87.46 亿元 (同比+37.44%), 业务占比 90.71%, 毛利率 30.75% (同比+2.78PCT); 中低速光模块收入 6.66 亿元 (同比-25.71%), 业务占比 6.91%, 毛利率 17.30% (同比+3.16PCT)。按地区拆分, 2022 年境外收入 83.77 亿元 (同比+44.99%), 业务占比 86.88%, 毛利率 31.79% (同比+1.15PCT); 境内收入 12.65 亿元 (同比-34.05%), 业务占比 13.12%, 毛利率 12.92% (同比+2.60PCT)。
- 研发&产能布局充分, 行业龙头地位稳固。** 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。海外业务方面, 公司 22 年收获了新的海外重点客户, 在数据中心光模块的行业地位和市场份额得到了进一步巩固和增强; 同时公司的泰国工厂已完成设备调试、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。
- 盈利预测。** 我们预计公司 23-25 年归母净利润 14.82 亿元、19.99 亿元和 24.96 亿元, EPS 为 1.85 元、2.50 元和 3.12 元。参考可比公司估值以及公司行业龙头地位, 考虑公司是光模块行业向 800G 升级的直接受益者, 给予公司 23 年 PE 48-52x, 对应合理价值区间 88.80-96.20 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 大客户需求调整, 市场竞争风险, 激光雷达业务发展不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7695	9642	11731	14708	17366
(+/-)YoY(%)	9.2%	25.3%	21.7%	25.4%	18.1%
净利润(百万元)	877	1224	1482	1999	2496
(+/-)YoY(%)	1.3%	39.6%	21.0%	34.9%	24.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.09	1.53	1.85	2.50	3.12
毛利率(%)	25.6%	29.3%	29.8%	30.2%	30.7%
净资产收益率(%)	7.6%	10.2%	11.0%	12.9%	13.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002281.SZ	光迅科技	23.95	187.52	0.87	0.94	1.06	28	25	23
300502.SZ	新易盛	68.99	349.84	1.78	1.87	2.45	39	37	28
均值							33	31	25

注：收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格，EPS 为 wind 一致预期
 资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 公司盈利预测简表

业务分类	2022	2023E	2024E	2025E
高速光模块 (亿元)	87.46	108.35	138.13	164.70
YOY	37.44%	23.88%	27.48%	19.24%
毛利率	30.75%	31.00%	31.20%	31.50%
低速光模块 (亿元)	6.66	6.66	6.66	6.66
YOY	-25.71%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	17.30%	17.00%	17.00%	17.00%
光组件产品 (亿元)	2.29	2.29	2.29	2.29
YOY	-29.95%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	9.29%	9.50%	9.50%	9.50%
营业收入 (亿元)	96.42	117.31	147.08	173.66
YoY	25.29%	21.67%	25.38%	18.07%
毛利率 (%)	29.31%	29.78%	30.22%	30.65%

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	9642	11731	14708	17366
每股收益	1.53	1.85	2.50	3.12	营业成本	6816	8237	10264	12043
每股净资产	14.91	16.78	19.30	22.45	毛利率%	29.3%	29.8%	30.2%	30.7%
每股经营现金流	3.06	0.07	1.04	2.78	营业税金及附加	63	77	96	113
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	91	117	147	174
P/E	55.89	46.17	34.22	27.41	营业费用率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
P/B	5.73	5.09	4.42	3.80	管理费用	507	645	809	955
P/S	7.10	5.83	4.65	3.94	管理费用率%	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	10.99	33.78	26.72	21.72	EBIT	1399	1716	2216	2692
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-22	40	34	24
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
毛利率	29.3%	29.8%	30.2%	30.7%	资产减值损失	-340	-270	-250	-220
净利润率	12.7%	12.6%	13.6%	14.4%	投资收益	103	117	147	174
净资产收益率	10.2%	11.0%	12.9%	13.9%	营业利润	1327	1641	2227	2796
资产回报率	7.4%	8.0%	9.5%	10.4%	营业外收支	24	0	0	0
投资回报率	9.1%	10.3%	11.7%	12.3%	利润总额	1352	1641	2227	2796
盈利增长 (%)					EBITDA	1891	2000	2499	2975
营业收入增长率	25.3%	21.7%	25.4%	18.1%	所得税	118	148	212	280
EBIT 增长率	55.6%	22.7%	29.1%	21.5%	有效所得税率%	8.7%	9.0%	9.5%	10.0%
净利润增长率	39.6%	21.0%	34.9%	24.8%	少数股东损益	10	12	16	20
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1224	1482	1999	2496
资产负债率	27.1%	26.8%	25.5%	24.6%					
流动比率	2.94	3.16	3.52	3.79	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.73	1.71	1.93	2.19	货币资金	2831	2439	3207	5373
现金比率	0.87	0.65	0.78	1.14	应收账款及应收票据	1565	2594	3235	3493
经营效率指标					存货	3888	5359	6447	7423
应收帐款周转天数	57.13	76.76	76.21	70.04	其它流动资产	1303	1485	1642	1582
存货周转天数	208.21	237.46	229.27	224.98	流动资产合计	9587	11877	14530	17871
总资产周转率	0.58	0.63	0.70	0.72	长期股权投资	636	636	636	636
固定资产周转率	3.00	3.93	5.34	6.87	固定资产	3217	2983	2753	2528
					在建工程	236	315	404	494
					无形资产	322	239	155	72
					非流动资产合计	6970	6683	6439	6220
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	16557	18560	20969	24091
净利润	1224	1482	1999	2496	短期借款	385	0	0	0
少数股东损益	10	12	16	20	应付票据及应付账款	1378	2118	2432	2796
非现金支出	849	553	533	503	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-28	-66	-106	-132	其它流动负债	1501	1640	1699	1917
营运资金变动	394	-1922	-1613	-663	流动负债合计	3264	3758	4131	4713
经营活动现金流	2449	58	830	2224	长期借款	696	696	696	696
资产	-784	-131	-168	-190	其它长期负债	528	528	528	528
投资	-801	0	0	0	非流动负债合计	1224	1224	1224	1224
其他	32	117	147	174	负债总计	4488	4982	5355	5937
投资活动现金流	-1553	-14	-21	-16	实收资本	801	801	801	801
债权募资	1262	-385	0	0	归属于母公司所有者权益	11945	13443	15462	17982
股权募资	33	0	0	0	少数股东权益	124	136	152	172
其他	-2936	-51	-42	-42	负债和所有者权益合计	16557	18560	20969	24091
融资活动现金流	-1641	-437	-42	-42					
现金净流量	-681	-392	767	2166					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技, 中国联通, 沪电股份, 深南电路, 大族激光, 天孚通信, 中控技术, 中国移动, 锐捷网络, 源杰科技, 三环集团, 烽火通信, 亨通光电, 博创科技, 迪普科技, 中瓷电子, 长光华芯, 星网锐捷, 中兴通讯, 光库科技, 锐科激光, 华测导航, 拓邦股份, 移远通信, 亿联网络, 浩瀚深度, 紫光国微, 紫光股份, 广和通, 工业富联

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。