

中际旭创 (300308.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

高端产品上量，利润增长超预期

业绩简评

2023年4月23日，公司发布2022年年度报告和2023年一季度报。22年实现营业收入96.4亿元，同比增长25.3%；归母净利润12.2亿元，同比增长39.6%。23年一季度实现营收18.4亿元，同比下降12%；归母净利润2.5亿元，同比增长15%。Q1业绩超出市场预期。

经营分析

高端产品占比提升，一季度利润超预期。22年公司光模块收入94亿元，同比增长29.6%，其中高速光模块收入87.5亿元，同比增加8%，占营收比达到90%。从销售量来看，中低速产品销量下滑42%至329万只，高速产品提升30%至618万只。高端产品占比增加带动22年毛利率逐季提升，四季度单季毛利率高达32.8%，全年毛利率29.3%，同比提升1.4PP。一季度即使营收下滑12%，利润仍超预期同比增长15%，实现毛利率和净利率分别为29.6%/13.3%，同比大幅提升3.3PP/3.0PP。

加大新技术研发投入，海外高端产品上量。报告期内，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。22年受数据流量和带宽需求快速增长拉动，海外重点客户加大资本开支投入并带动数据中心400G和200G等高端产品的需求上量，22年公司海外收入84亿元，同比增长45%，占营收比提升至87%。海外泰国工厂也完成量产前的准备，将按计划量产出400G和800G等产品。

全球光模块龙头，迎800G放量机遇。北美大客户资本开支逐季增长，对800G光模块采购需求不断增加。公司具备800G光模块批量生产的能力，且有大客户订单在手，预计将在二季度释放。高端产品放量有望改善盈利结构，带动毛利率持续提升。

盈利预测与估值

预计23-25年归母净利润分别为15.8亿元、19.5亿元、24亿元，对应PE分别为40x、32x、26x，维持“买入”评级。

风险提示

北美宏观经济衰退预期；海外互联网厂商资本开支不及预期；中美贸易摩擦升级；竞争加剧价格下跌超预期；新品研发不及预期。

通信组

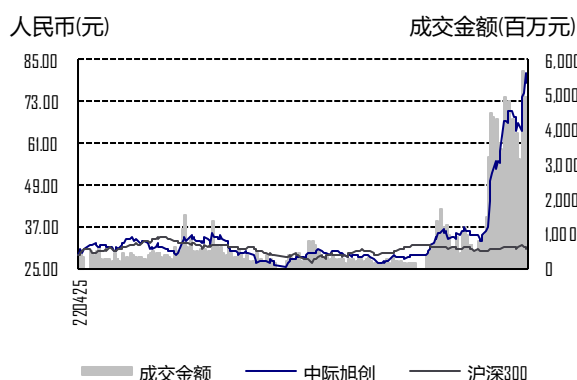
分析师：罗露 (执业S1130520020003)

luolu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：78.19元

相关报告：

- 《中际旭创公司点评：利润大超预期，800G产品小批量出货》，2023.1.31
- 《业绩再超预期，800G产品带来成长新动能-中际旭创2022三...》，2022.10.30
- 《业绩再超预期，高端产品持续推进-中际旭创22H1半年报点评》，2022.8.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,695	9,642	12,014	14,654	17,894
营业收入增长率	9.16%	25.29%	24.61%	21.97%	22.11%
归母净利润(百万元)	877	1,224	1,576	1,947	2,403
归母净利润增长率	1.33%	39.57%	28.80%	23.52%	23.43%
摊薄每股收益(元)	1.096	1.528	1.968	2.431	3.001
每股经营性现金流净额	0.89	2.60	1.69	2.14	2.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.63%	10.25%	11.15%	12.22%	13.22%
P/E	38.77	17.69	39.73	32.16	26.06
P/B	2.96	1.81	4.43	3.93	3.45

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,050	7,695	9,642	12,014	14,654	17,894
增长率		9.2%	25.3%	24.6%	22.0%	22.1%
主营业务成本	-5,257	-5,727	-6,816	-8,367	-10,196	-12,416
%销售收入	74.6%	74.4%	70.7%	69.6%	69.6%	69.4%
毛利	1,793	1,968	2,826	3,648	4,458	5,478
%销售收入	25.4%	25.6%	29.3%	30.4%	30.4%	30.6%
营业税金及附加	-22	-21	-63	-84	-103	-125
%销售收入	0.3%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-107	-73	-91	-120	-147	-179
%销售收入	1.5%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-370	-434	-507	-637	-777	-948
%销售收入	5.3%	5.6%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
研发费用	-506	-541	-767	-973	-1,187	-1,449
%销售收入	7.2%	7.0%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%
息税前利润 (EBIT)	787	899	1,399	1,834	2,245	2,776
%销售收入	11.2%	11.7%	14.5%	15.3%	15.3%	15.5%
财务费用	-64	-84	22	-31	-57	-60
%销售收入	0.9%	1.1%	-0.2%	0.3%	0.4%	0.3%
资产减值损失	0	0	0	-86	-45	-61
公允价值变动收益	7	58	53	0	0	0
投资收益	228	85	103	50	50	50
%税前利润	23.1%	8.9%	7.6%	2.8%	2.3%	1.8%
营业利润	990	963	1,327	1,782	2,198	2,711
营业利润率	14.0%	12.5%	13.8%	14.8%	15.0%	15.1%
营业外收支	-3	-3	24	1	1	1
税前利润	987	960	1,352	1,783	2,199	2,712
利润率	14.0%	12.5%	14.0%	14.8%	15.0%	15.2%
所得税	-111	-73	-118	-196	-242	-298
所得税率	11.2%	7.6%	8.7%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	876	886	1,234	1,586	1,957	2,413
少数股东损益	11	10	10	10	10	10
归属于母公司的净利润	865	877	1,224	1,576	1,947	2,403
净利率	12.3%	11.4%	12.7%	13.1%	13.3%	13.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	876	886	1,234	1,586	1,957	2,413
少数股东损益	11	10	10	10	10	10
非现金支出	340	425	481	548	606	717
非经营收益	-178	-92	-28	-65	101	104
营运资金变动	-1,082	-511	394	-713	-951	-1,159
经营活动现金净流	-44	709	2,080	1,357	1,713	2,075
资本开支	-948	-832	-784	-1,136	-1,049	-1,019
投资	59	-421	-801	5	0	0
其他	16	34	32	50	50	50
投资活动现金净流	-873	-1,219	-1,553	-1,081	-999	-969
股权募资	0	2,665	33	782	0	0
债权募资	1,421	-259	-699	138	417	234
其他	-158	-159	-910	-260	-304	-325
筹资活动现金净流	1,263	2,247	-1,577	660	113	-91
现金净流量	347	1,737	-1,049	936	827	1,015

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,679	3,515	2,831	3,767	4,594	5,609
应收款项	1,990	2,534	1,677	2,240	2,706	3,272
存货	3,774	3,799	3,888	4,126	5,028	6,123
其他流动资产	538	174	1,191	1,173	1,196	1,223
流动资产	7,982	10,022	9,587	11,306	13,524	16,227
%总资产	58.6%	60.5%	57.9%	59.6%	62.4%	65.6%
长期投资	481	721	960	955	955	955
固定资产	2,776	3,284	3,453	3,935	4,330	4,636
%总资产	20.4%	19.8%	21%	20.8%	20.0%	18.7%
无形资产	2,327	2,423	2,462	2,620	2,709	2,762
非流动资产	5,634	6,543	6,970	7,656	8,151	8,520
%总资产	41.4%	39.5%	42.1%	40.4%	37.6%	34.4%
资产总计	13,616	16,565	16,557	18,962	21,674	24,747
短期借款	1,397	1,315	1,273	1,310	1,727	1,961
应付款项	2,070	1,515	1,560	1,828	2,228	2,713
其他流动负债	305	336	431	381	467	572
流动负债	3,772	3,166	3,264	3,520	4,422	5,246
长期贷款	1,430	1,262	696	996	996	996
其他长期负债	420	534	528	169	182	177
负债	5,622	4,962	4,488	4,685	5,600	6,419
普通股股东权益	7,889	11,489	11,945	14,144	15,931	18,174
其中：股本	713	800	801	801	801	801
未分配利润	2,090	2,861	3,893	5,309	7,096	9,339
少数股东权益	104	114	124	134	144	154
负债股东权益合计	13,616	16,565	16,557	18,962	21,674	24,747

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.21	1.10	1.53	1.97	2.43	3.00
每股净资产	11.06	14.36	14.91	17.66	19.89	22.69
每股经营现金净流	-0.06	0.89	2.60	1.69	2.14	2.59
每股股利	0.01	0.04	0.12	0.20	0.20	0.20
回报率						
净资产收益率	10.97%	7.63%	10.25%	11.15%	12.22%	13.22%
总资产收益率	6.36%	5.29%	7.39%	8.31%	8.98%	9.71%
投入资本收益率	6.37%	5.74%	8.93%	9.74%	10.53%	11.51%
增长率						
主营业务收入增长率	48.17%	9.16%	25.29%	24.61%	21.97%	22.11%
EBIT 增长率	35.40%	14.14%	55.63%	31.09%	22.45%	23.64%
净利润增长率	68.55%	1.33%	39.57%	28.80%	23.52%	23.43%
总资产增长率	29.78%	21.66%	-0.05%	14.53%	14.30%	14.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69	83	66	65	65	65
存货周转天数	218	241	206	180	180	180
应付账款周转天数	91	82	63	60	60	60
固定资产周转天数	141	149	122	110	98	85
偿债能力						
净负债/股东权益	11.41%	-8.08%	-15.58%	-17.37%	-17.98%	-20.03%
EBIT 利息保障倍数	12.3	10.7	-63.0	58.4	39.3	46.6
资产负债率	41.29%	29.95%	27.11%	24.71%	25.84%	25.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-28	买入	32.50	N/A
2	2021-10-26	买入	33.21	45.00~45.00
3	2022-04-25	买入	28.77	N/A
4	2022-07-12	买入	30.08	N/A
5	2022-08-26	买入	30.32	N/A
6	2022-10-30	买入	29.12	N/A
7	2023-01-31	买入	28.91	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

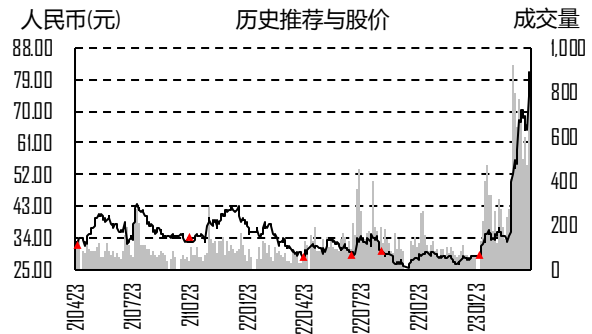
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402