

中际旭创（300308）

2023 年中报点评：公司盈利能力提升明显，期待 AI 高速光模块加速放量打开业绩空间 买入（维持）

2023 年 08 月 28 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	9,642	11,262	24,607	28,190
同比	25%	17%	118%	15%
归属母公司净利润（百万元）	1,224	1,783	4,083	5,037
同比	40%	46%	129%	23%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.52	2.22	5.09	6.27
P/E（现价&最新股本摊薄）	70.15	48.16	21.03	17.04

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**中际旭创发布 2023 年半年报，1) 2023 年上半年公司实现营收 40.0 亿元，同比减少 5.4%，归母净利润达 6.1 亿元，同比增长 24.6%；2) 2023 年二季度公司营收达 21.7 亿元，同比增长 1.1%，归母净利润达 3.6 亿元，同比增长 32.3%；3) 子公司苏州旭创 2023 年上半年实现营收 38.3 亿元，同比减少 3.4%，实现净利润 7.1 亿元，同比增加 37.3%。公司整体业绩符合市场预期。
- **产品结构优化叠加持续降本增效，公司盈利能力有望持续提升。**1) AI 算力需求激增显著拉动 800G 光模块需求，使得公司光模块产品向 800G 及以上产品加速迭代，800G 等高端产品出货比重逐渐增加，公司 2023 上半年毛利率同比提升 3.6 个百分点达 30.4%；2) 公司不断优化费用支出，在研发费用率维持在 8% 左右的同时，三费费用率同比减少 1.9 个百分点达 4.3%，归母净利率同比提升 3.7 个百分点达 15.3%；3) 子公司苏州旭创净利率同比增加 5.5 个百分点达 18.6%。我们预计随着 AI 高速光模块产品加速放量，公司的盈利能力有望持续增强。
- **北美云厂商 AI 算力建设意愿明确，光模块需求具有可持续性。**北美四大云厂商在 7 月的财报会上均强调将持续重点建设 AI 算力设施，虽然一些厂商由于非基本面的客观因素导致资本开支不达预期，但从长期视角来看，AI 算力开支有望迎来总量+结构双击增长。
- **公司在客户处积累深厚，业绩空间有望打开。**中际旭创长期向北美重点客户批量供应高速光模块产品，并与新老客户共同进行产品研发，保障客户在高速光模块产品上的技术迭代和规模上量，因此公司有望保持在 800G 乃至后续硅光、1.6T 等产品上的供应地位，实现业绩空间的扩张。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 AI 算力建设浪潮将为公司带来盈利能力及业绩空间持续提升的机会。考虑到公司盈利能力有望继续提升，我们将公司 2023-2025 年归母净利润从 16.0/36.2/45.0 亿元上调至 17.8/40.8/50.4 亿元，对应同比增长 45.7%/129.0%/23.4%，当前市值对应 PE 分别为 48.2/21.0/17.0 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高速光模块需求不及预期；客户开拓与份额不及预期；产品研发落地不及预期；行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	106.95
一年最低/最高价	25.36/170.00
市净率(倍)	6.61
流通 A 股市值(百万元)	80,234.46
总市值(百万元)	85,862.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.17
资产负债率(% ,LF)	22.52
总股本(百万股)	802.83
流通 A 股(百万股)	750.21

相关研究

《中际旭创(300308)：高端光模块全球头部厂商，深度受益 AI 算力建设浪潮》

2023-07-17

《中际旭创(300308)：2022 年中报业绩预告点评：高端数通光模块出货稳步向上，盈利能力稳步提升，业绩增长超预期》

2022-07-12

表1: 中际旭创业务拆分及盈利预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
800G 及以上光模块	营收 (百万元)	-	3525.0	18000.0	22752.0
	YoY	-	-	410.6%	26.4%
	毛利率	-	33.5%	33.0%	34.0%
	营收占比	-	31.3%	73.1%	80.7%
100G/200G/400G 光模块 (其中 2022 年包含小批量 800G)	营收 (百万元)	8746	6997.1	5947.5	4758.0
	YoY	37.4%	-20.0%	-15.0%	-20.0%
	毛利率	30.8%	30.8%	30.5%	30.0%
	营收占比	90.7%	62.1%	24.2%	16.9%
中低速光模块	营收 (百万元)	666	500.0	400.0	380.0
	YoY	-26%	-25.0%	-20.0%	-5.0%
	毛利率	17.3%	17.0%	16.0%	15.0%
	营收占比	6.9%	4.4%	1.6%	1.3%
光组件	营收 (百万元)	229	240.0	260.0	300.0
	YoY	-30%	-10.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	9.3%	10.0%	11.0%	12.0%
	营收占比	2.4%	2.1%	1.1%	1.1%
营业总收入 (百万元)		9642	11262.1	24607.5	28190.0
YoY		25.3%	16.8%	118.5%	14.6%
毛利率		29.3%	30.7%	31.9%	32.8%
归母净利润 (百万元)		1224.0	1782.9	4082.8	5037.4
YoY		39.6%	45.7%	129.0%	23.4%
归母净利率		12.7%	15.8%	16.6%	17.9%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

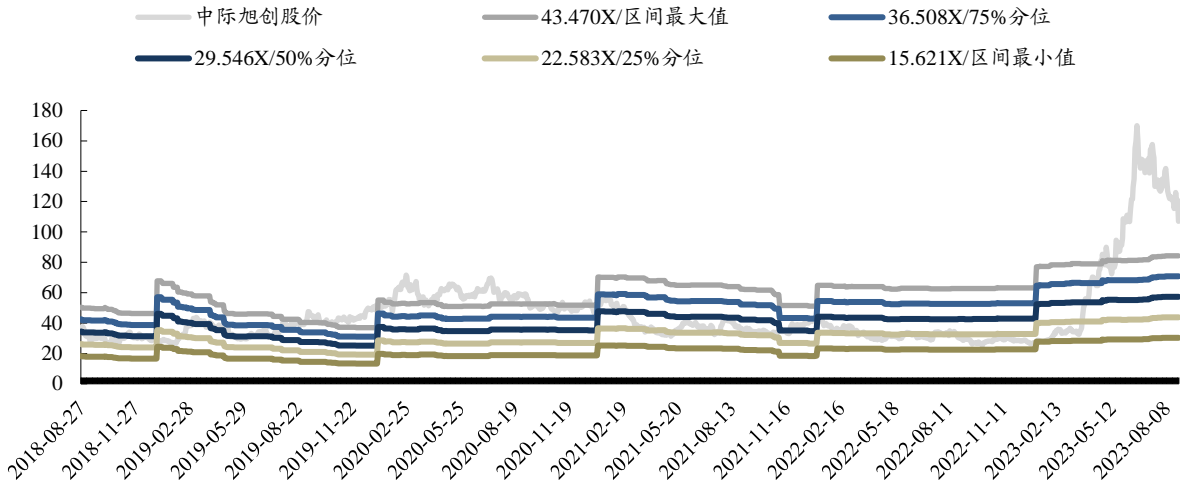
表2: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300502.SZ	新易盛*	310.9	8.9	12.6	16.2	34.8	24.6	19.2
000988.SZ	华工科技*	292.9	11.7	15.0	18.6	25.0	19.5	15.8
002281.SZ	光迅科技*	206.4	7.1	8.7	9.8	29.0	23.8	21.0
300394.SZ	天孚通信*	318.0	5.3	7.3	9.5	59.9	43.5	33.4
均值						<u>37.2</u>	<u>27.9</u>	<u>22.3</u>
300308.SZ	中际旭创	858.6	17.8	40.8	50.4	<u>48.2</u>	<u>21.0</u>	<u>17.0</u>

数据来源: Choice, 东吴证券研究所

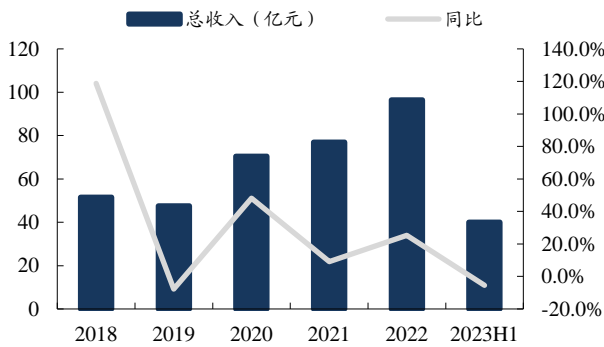
注: 名称后附*上市公司的盈利预测来自 Choice 一致预期, 未附*上市公司的盈利预测来自东吴证券研究所预期; 数据更新至 2023 年 8 月 25 日收盘

图1: 中际旭创近5年 PE BAND



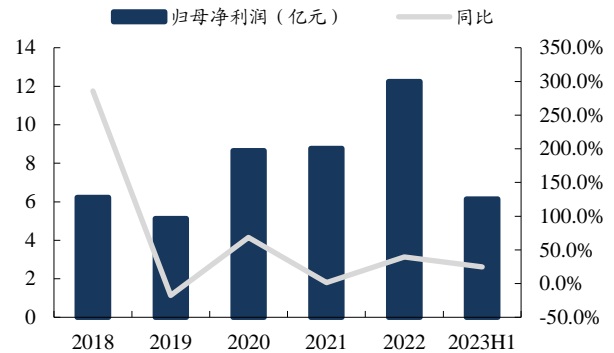
数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图2: 23H1 公司营收为 40.0 亿元, 同比减少 5.4%



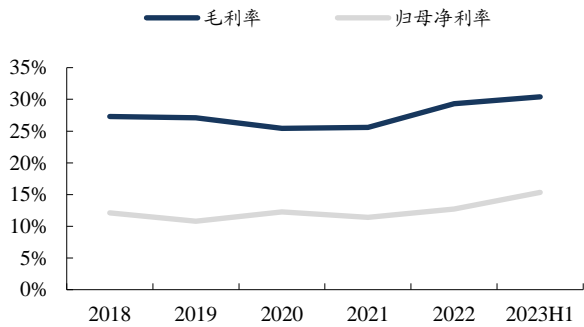
数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图3: 23H1 公司归母净利润为 6.1 亿元, 同比增长 24.6%



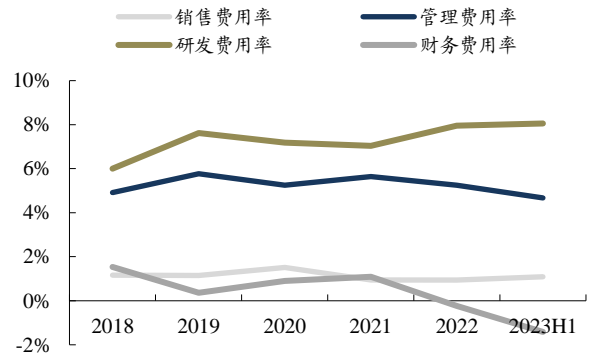
数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图4: 23H1 公司毛利率及净利率分别为 30.4% 及 15.3%



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图5: 23H1 公司期间费用率为 12.4%, 同比降低 2.1PCT



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

中际旭创三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,587	11,075	19,256	25,000	营业总收入	9,642	11,262	24,607	28,190
货币资金及交易性金融资产	3,850	5,255	6,835	12,260	营业成本(含金融类)	6,816	7,803	16,761	18,934
经营性应收款项	1,689	2,339	5,647	6,498	税金及附加	63	73	160	183
存货	3,888	2,938	5,655	4,998	销售费用	91	113	246	282
合同资产	0	0	0	0	管理费用	507	529	1,157	1,297
其他流动资产	160	542	1,119	1,244	研发费用	767	878	1,846	2,114
非流动资产	6,970	7,199	7,404	6,924	财务费用	(22)	(77)	(127)	(174)
长期股权投资	636	736	836	936	加:其他收益	107	107	148	135
固定资产及使用权资产	3,228	3,330	3,446	3,148	投资净收益	103	107	148	130
在建工程	236	254	349	175	公允价值变动	53	0	0	0
无形资产	322	238	148	57	减值损失	(357)	(190)	(375)	(288)
商誉	1,949	2,059	2,059	2,059	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	164	147	131	115	营业利润	1,327	1,967	4,486	5,531
其他非流动资产	435	435	435	435	营业外净收支	24	(3)	(3)	(3)
资产总计	16,557	18,274	26,660	31,924	利润总额	1,352	1,964	4,483	5,528
流动负债	3,264	3,455	8,361	9,384	减:所得税	118	171	390	481
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,273	888	888	888	净利润	1,234	1,793	4,093	5,047
经营性应付款项	1,378	1,916	6,113	6,960	减:少数股东损益	10	10	10	10
合同负债	22	31	67	76	归属母公司净利润	1,224	1,783	4,083	5,037
其他流动负债	590	620	1,293	1,460	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.52	2.22	5.09	6.27
非流动负债	1,224	1,224	1,224	1,224	EBIT	1,332	1,993	4,611	5,543
长期借款	696	696	696	696	EBITDA	1,825	2,585	5,284	6,250
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.31	30.71	31.89	32.83
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	12.69	15.83	16.59	17.87
其他非流动负债	525	525	525	525	收入增长率(%)	25.29	16.80	118.50	14.56
负债合计	4,488	4,679	9,585	10,607	归母净利润增长率(%)	39.57	45.66	129.00	23.38
归属母公司股东权益	11,945	13,461	16,931	21,163					
少数股东权益	124	134	144	154					
所有者权益合计	12,069	13,594	17,075	21,316					
负债和股东权益	16,557	18,274	26,660	31,924					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,449	2,842	3,126	6,431	每股净资产(元)	14.91	16.77	21.09	26.36
投资活动现金流	(1,553)	(777)	(933)	(201)	最新发行在外股份(百万股)	803	803	803	803
筹资活动现金流	(1,641)	(660)	(612)	(806)	ROIC(%)	8.61	12.45	24.88	24.35
现金净增加额	(681)	1,405	1,580	5,425	ROE-摊薄(%)	10.25	13.25	24.11	23.80
折旧和摊销	493	592	673	707	资产负债率(%)	27.11	25.61	35.95	33.23
资本开支	(784)	(801)	(997)	(247)	P/E(现价&最新股本摊薄)	70.15	48.16	21.03	17.04
营运资本变动	394	364	(1,870)	515	P/B(现价)	7.17	6.38	5.07	4.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>