

中际旭创 (300308)

数通景气度持续向上，全球光模块龙头重点受益

事件：

近期 Dell'Oro 发布最新报告，2022 年一季度，全球数通交换机销售额同比增长 16%，与历史新高仅相差 2%。其中 400G 交换机出货量超过了 80 万端口，且预计今年 400G 交换机端口的增长将持续加速。数通交换机端口与数通高速光模块需求密切相关，数通行业需求高景气态势有望得到持续验证。

我们点评如下：

行业角度看，全球光模块市场未来 5 年保持 14% 年复合增长，数通市场复合增速预计更高。公司全球光模块市场份额进一步提升，高速数通光模块龙头地位突出，重点受益行业高景气。

根据 Lightcounting 预测，光模块市场规模预计 2026 年达到 176 亿美元，5 年复合增速 14%。从结构上看，随着社会数字化转型，AI、AR/VR 等新技术驱动算力和流量的持续成长，数通光模块需求增速有望超越行业平均水平。公司全球市场份额进一步提升，21 年公司位居全球光模块市场份额并列第一，且在前十大厂商中市场份额提升最多。800G 等新产品再次占据先发优势，龙头地位有望持续巩固，重点受益行业高景气。

公司层面看，行业高景气推动季度收入有望持续成长。

公司 21Q4 收入 23.73 亿同比增长 28.7% 创历史新高，22Q1 收入 20.89 亿同比增长 41.9% 也创一季度历史新高。收入的良好增长来源于：1) 云厂商增加资本开支和批量部署 200G/400G 高速光模块；2) 国内千兆宽带建设，带动子公司储翰营收、净利润创新高。22 年一季度公司 200G/400G 高端数通光模块需求持续旺盛，800G 等下一代产品有望逐步上量，推动公司业绩的持续快速成长。

毛利率持续改善，规模优势-成本优势持续巩固公司龙头地位。

2021 年公司整体光模块毛利率 26.26%，同比提升 0.63 个百分点，单季度来看，21Q4 毛利率 28.11% 创近年来最佳水平，22Q1 毛利率 26.28% 同比也提升了 1.17 个百分点。公司领先的规模优势、工艺良率优势等有效保证了公司制造和采购成本优势，叠加新产品上量带来的产品结构不断优化，推动公司整体盈利能力不断优化，市场竞争力不断强化。

投资建议与盈利预测

公司是全球高端光模块龙头，200G/400G 需求量显著增长，800G 继续占据先发优势，全球市场份额稳步提升，长期受益流量的持续成长。进一步拓展激光雷达等新方向，打开更大成长空间。由于行业景气度超预期，预计公司 22 年归母净利润 11.7 亿元，调整 23-24 年利润预期分别由 14.4、17.7 亿元，至 15.0、18.5 亿元，对应 22 年 23 倍、23 年 18 倍市盈率，重申“买入”评级。

风险提示：下游需求低预期，全球疫情影响超预期，市场竞争风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,049.59	7,695.40	9,952.40	12,275.29	14,919.08
增长率(%)	48.17	9.16	29.33	23.34	21.54
EBITDA(百万元)	1,925.78	2,072.16	1,853.53	2,231.13	2,641.87
净利润(百万元)	865.48	876.98	1,171.10	1,504.46	1,849.05
增长率(%)	68.55	1.33	33.54	28.47	22.90
EPS(元/股)	1.08	1.10	1.46	1.88	2.31
市盈率(P/E)	31.20	30.79	23.06	17.95	14.60
市净率(P/B)	3.42	2.35	2.15	1.94	1.74
市销率(P/S)	3.83	3.51	2.71	2.20	1.81
EV/EBITDA	19.29	15.85	12.14	10.65	7.43

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	33.77 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	799.66
流通 A 股股本(百万股)	747.04
A 股总市值(百万元)	27,004.67
流通 A 股市值(百万元)	25,227.66
每股净资产(元)	14.66
资产负债率(%)	27.92
一年内最高/最低(元)	45.38/28.45

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳汛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

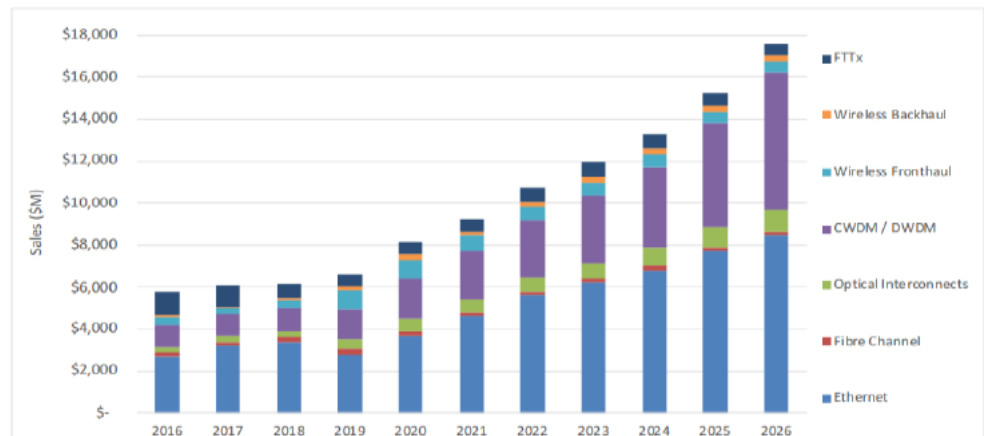
- 《中际旭创-年报点评报告:全球光模块龙头，长期受益云计算流量成长》 2022-04-25
- 《中际旭创-公司点评:回购彰显信心，短期和中长期行业有望保持高景气》 2022-04-08
- 《中际旭创-公司点评:季度业绩持续改善，全球数通光模块龙头增长有望提速》 2022-03-11

1. 产业链印证数通景气度向上，龙头地位有望持续巩固

近期 Dell' Oro 发布最新报告显示，22Q1 全球数通交换机销售额同比增长 16%，与历史新高仅相差 2%。25G、100G、200G 和 400G 占 2022 年第一季度出货量的近 70%，占收入的 80%。其中 400G 交换机出货量超过了 80 万端口，且预计今年 400G 交换机端口的增长将持续加速。

数通交换机端口与数通高速光模块需求直接对应，印证行业高景气态势。随着人工智能、自动驾驶、VR/AR 以及云计算等新技术和应用的持续发展带动算力需求和数据流量的加速增长，以及国内“东数西算”战略的逐步落地，海外以及国内光模块市场有望持续成长。根据 Lightcounting 预测，光模块市场规模 2026 年预计达到 176 亿美元，未来 5 年将保持 14% 复合增速，数通市场增速有望超越行业平均水平。

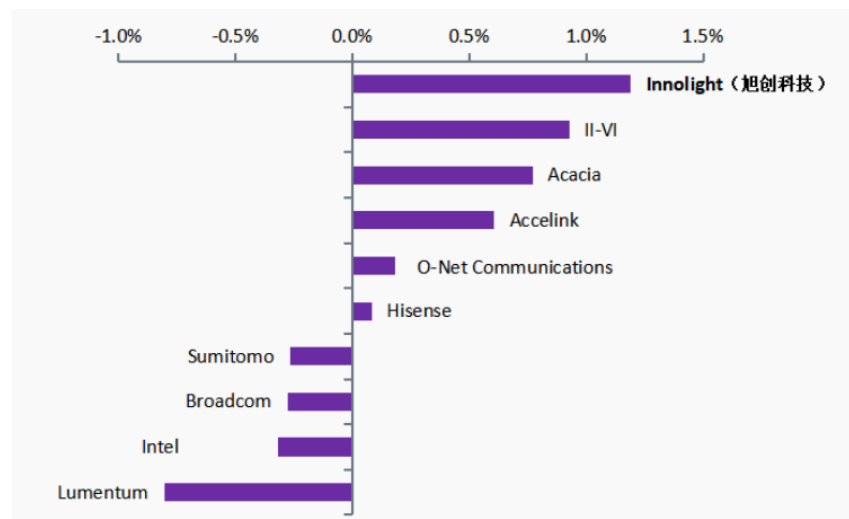
图 1：全球光模块市场规模



资料来源：Lightcounting，天风证券研究所

公司是全球高端光模块龙头，产品覆盖数通 100G/200G/400G/800G 等高速光模块，以及电信市场的 5G 前中回传、骨干网/核心网传输光模块等高端产品。凭借行业领先的技术研发、低成本制造和全面的交付能力，保持了市场份额的持续成长。

图 2：2021 年全球光模块市场份额变动情况



资料来源：Omdia，天风证券研究所

2021 年旭创全球市场份额进一步提升，根据 Lightcounting 数据，21 年公司位居全球光模块供应商市场份额并列第一。Omdia 最新报告也显示，中际旭创在 21Q4 市占率达到 12%，且在前十大厂商中公司 2021 年市场份额提升最多。22 年 200G、400G 需求高速增长，800G 新产品逐步导入。800G 等新产品再次占据先发优势，龙头地位有望持续巩固。

图 3：前十大光模块供应商

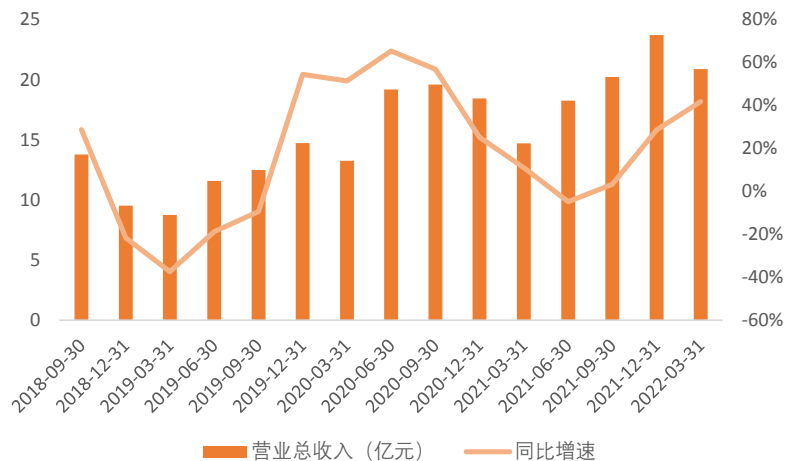
Ranking of Top 10 Transceiver Suppliers				
2010	2016	2018	2021	
Finisar	Finisar	1 Finisar	II-VI & Innolight (tie)	
Opnext	Hisense	2 Innolight		
Sumitomo	Accelink	3 Hisense	Huawei (HiSilicon)	
Avago	Acacia	4 Accelink	Cisco (Acacia)	
Source Photonics	FOIT (Avago)	5 FOIT (Avago)	Hisense	
Fujitsu	Oclaro	6 Lumentum/Oclaro	Broadcom (Avago)	
JDSU	Innolight	7 Acacia	Eoptolink	
Emcore	Sumitomo	8 Intel	Accelink	
WTD	Lumentum	9 AOi	Molex	
NeoPhotonics	Source Photonics	10 Sumitomo	Intel	

资料来源：Lightcounting, 天风证券研究所

2. 季度收入创新高，充分受益流量长期成长带动光模块需求成长

行业的持续快速成长，叠加公司全球市场份额的进一步提升，带动公司季度收入创新高。公司 21Q4 收入 23.73 亿同比增长 28.7% 创历史新高，22Q1 收入 20.89 亿同比增长 41.9% 也创一季度历史新高。收入的良好增长来源于：1）北美云厂商重点客户增加资本开支和批量部署 200G/400G 高速光模块，带动公司 21 年海外收入 57.78 亿元同比增长 18.25%；2）国内运营商开启双千兆建设，控股子公司成都储翰作为接入网主力供应商，10GPON 等需求拉动其营收、净利润均创新高。22 年一季度公司 200G/400G 高端数通光模块需求持续旺盛，800G 等下一代产品有望逐步上量，推动公司业绩的持续快速成长。

图 4：公司季度收入创新高



资料来源：wind, 天风证券研究所

3. 规模优势带动成本优势，整体盈利能力有望持续提升

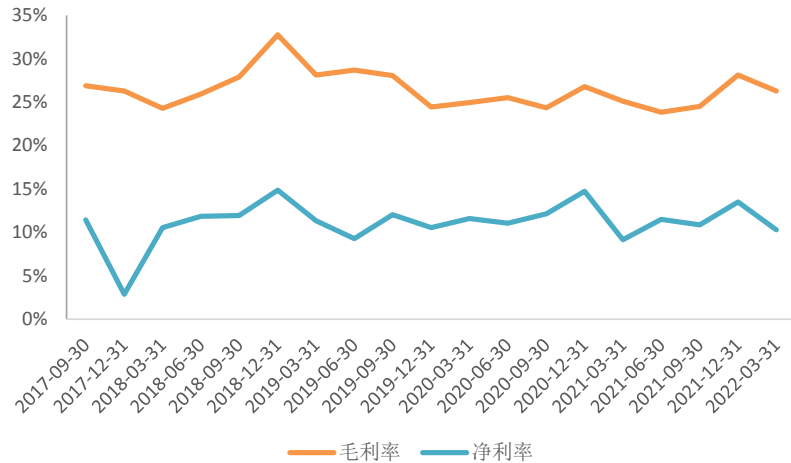
2021 年公司整体光模块毛利率 26.26%，同比提升 0.63 个百分点，单季度来看，21Q4 毛利率 28.11% 创近年来最佳水平，22Q1 毛利率 26.28% 同比也提升了 1.17 个百分点。公司领先的规模优势、工艺良率优势等有效保证了公司制造和采购成本优势，叠加新产品上量带来的产品结构不断优化，推动公司整体盈利能力不断优化，市场竞争力不断强化。

费用率角度看，短期疫情防控、外部咨询服务以及股权激励费用摊销等导致公司绝对值费

用有所增长,但收入快速增长下,公司整体费用率有所下降。2021 年公司整体费用率 14.7%,同比下降 0.14 个百分点,22Q1 公司整体费用率 15.8%,同比下降 0.89 个百分点。

随着公司收入的持续快速成长,以及短期因素的逐步消除,公司整体盈利能力有望持续提升。

图 5: 单季度毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

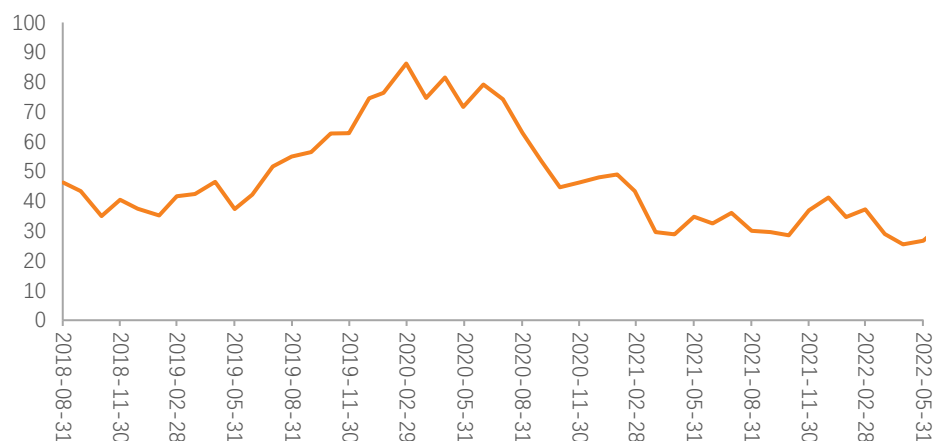
4. 处于历史估值较低水平, 行业景气向上, 重申“买入”评级

公司是全球高端光模块龙头, 200G/400G 需求量显著增长, 800G 继续占据先发优势, 全球市场份额稳步提升, 长期受益流量的持续成长。进一步拓展激光雷达等新方向, 打开更大成长空间。由于行业景气度超预期, 预计公司 22 年归母净利润 11.7 亿元, 调整 23-24 年利润预期分别由 14.4、17.7 亿元, 至 15.0、18.5 亿元, 对应 22 年 23 倍、23 年 18 倍市盈率, 重申“买入”评级。

从纵向历史估值情况看, 公司当前 TTM 估值 28 倍, 处于 2018 年以来 TTM 市盈率估值区间的较低水平, 相比过去公司平均 TTM 估值的 48 倍显著偏低。

根据我们的业绩预测, 2022 年公司净利润同比增幅有望达到 33.54%, 到 2024 年归母净利润复合增速有望达到 28%, 从 PEG 角度看, 当前对应 22 年 23 倍的市盈率有较大提升空间, 当前仍处于历史估值底部区间, 行业景气度有望持续向上, 重申“买入”评级。

图 6: 历史 TTM 市盈率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,679.48	3,514.61	6,515.20	5,083.85	9,243.26
应收票据及应收账款	1,583.84	2,126.83	1,467.10	2,624.67	1,933.94
预付账款	40.38	72.29	172.68	128.08	237.09
存货	3,774.29	3,799.22	4,775.02	5,250.31	5,704.71
其他	903.90	508.78	163.43	169.88	170.77
流动资产合计	7,981.89	10,021.73	13,093.43	13,256.79	17,289.78
长期股权投资	433.47	530.21	530.21	530.21	530.21
固定资产	2,726.16	3,151.83	3,158.27	3,258.49	3,366.73
在建工程	49.36	132.50	68.75	36.87	20.94
无形资产	371.47	405.16	315.56	225.96	136.36
其他	2,053.38	2,323.26	2,305.58	2,287.91	2,285.62
非流动资产合计	5,633.84	6,542.95	6,378.37	6,339.45	6,339.86
资产总计	13,615.73	16,564.68	19,471.80	19,596.23	23,629.64
短期借款	1,040.64	793.85	600.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	1,670.39	1,440.98	2,641.98	2,370.68	3,715.44
其他	1,039.29	930.27	1,927.97	1,156.21	2,177.58
流动负债合计	3,750.32	3,165.10	5,169.95	4,026.89	6,393.02
长期借款	1,429.75	1,261.62	1,100.00	1,000.00	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	420.44	534.34	534.34	534.34	534.34
非流动负债合计	1,850.19	1,795.96	1,634.34	1,534.34	1,534.34
负债合计	5,622.25	4,961.64	6,804.29	5,561.23	7,927.36
少数股东权益	104.27	114.09	124.62	138.14	154.76
股本	713.17	800.10	799.66	799.66	799.66
资本公积	5,147.15	7,799.16	7,814.16	7,814.16	7,814.16
留存收益	2,126.09	2,916.79	3,959.07	5,298.04	6,943.70
其他	(97.18)	(27.09)	(30.00)	(15.00)	(10.00)
股东权益合计	7,993.49	11,603.04	12,667.51	14,035.01	15,702.28
负债和股东权益总计	13,615.73	16,564.68	19,471.80	19,596.23	23,629.64

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	876.42	886.50	1,171.10	1,504.46	1,849.05
折旧摊销	340.26	425.00	451.91	476.25	502.30
财务费用	(16.75)	70.82	21.70	(0.12)	(20.79)
投资损失	(228.24)	(85.42)	(150.00)	(120.00)	(100.00)
营运资金变动	(1,159.17)	(110.06)	2,144.67	(2,620.10)	2,494.84
其它	209.15	(374.09)	11.83	15.20	18.68
经营活动现金流	21.69	812.76	3,651.21	(744.31)	4,744.07
资本支出	1,234.08	997.20	305.00	455.00	505.00
长期投资	212.40	96.74	0.00	0.00	0.00
其他	(2,319.30)	(2,312.53)	(460.00)	(790.00)	(910.00)
投资活动现金流	(872.82)	(1,218.59)	(155.00)	(335.00)	(405.00)
债权融资	1,364.34	(334.21)	(377.16)	(199.88)	20.79
股权融资	71.15	2,634.41	(118.46)	(152.16)	(200.45)
其他	(135.75)	(35.72)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	1,299.74	2,264.48	(495.62)	(352.04)	(179.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	448.61	1,858.65	3,000.58	(1,431.35)	4,159.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,049.59	7,695.40	9,952.40	12,275.29	14,919.08
营业成本	5,256.96	5,727.40	7,349.34	9,022.80	10,955.02
营业税金及附加	21.97	21.01	27.87	36.83	44.76
销售费用	106.71	73.04	139.33	159.58	179.03
管理费用	370.14	434.17	507.57	576.94	671.36
研发费用	506.43	541.10	696.67	859.27	1,044.34
财务费用	63.94	83.81	21.70	(0.12)	(20.79)
资产/信用减值损失	(71.67)	(92.58)	(25.00)	(20.00)	(20.00)
公允价值变动收益	7.48	57.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	228.09	85.42	150.00	120.00	100.00
其他	(430.26)	(198.59)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	989.80	962.92	1,334.92	1,720.00	2,125.36
营业外收入	0.33	1.14	1.26	1.38	1.52
营业外支出	3.16	4.15	4.05	4.25	4.47
利润总额	986.96	959.92	1,332.13	1,717.13	2,122.42
所得税	110.53	73.42	149.20	197.47	254.69
净利润	876.42	886.50	1,182.93	1,519.66	1,867.73
少数股东损益	10.94	9.52	11.83	15.20	18.68
归属于母公司净利润	865.48	876.98	1,171.10	1,504.46	1,849.05
每股收益（元）	1.08	1.10	1.46	1.88	2.31

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	48.17%	9.16%	29.33%	23.34%	21.54%
营业利润	71.73%	-2.72%	38.63%	28.85%	23.57%
归属于母公司净利润	68.55%	1.33%	33.54%	28.47%	22.90%
获利能力					
毛利率	25.43%	25.57%	26.16%	26.50%	26.57%
净利率	12.28%	11.40%	11.77%	12.26%	12.39%
ROE	10.97%	7.63%	9.34%	10.83%	11.89%
ROIC	14.62%	11.02%	11.67%	18.92%	17.37%
偿债能力					
资产负债率	41.29%	29.95%	34.94%	28.38%	33.55%
净负债率	14.35%	-8.08%	-33.90%	-21.82%	-45.99%
流动比率	2.12	3.17	2.53	3.29	2.70
速动比率	1.12	1.97	1.61	1.99	1.81
营运能力					
应收账款周转率	5.19	4.15	5.54	6.00	6.55
存货周转率	2.25	2.03	2.32	2.45	2.72
总资产周转率	0.58	0.51	0.55	0.63	0.69
每股指标（元）					
每股收益	1.08	1.10	1.46	1.88	2.31
每股经营现金流	0.03	1.02	4.57	-0.93	5.93
每股净资产	9.87	14.37	15.69	17.38	19.44
估值比率					
市盈率	31.20	30.79	23.06	17.95	14.60
市净率	3.42	2.35	2.15	1.94	1.74
EV/EBITDA	19.29	15.85	12.14	10.65	7.43
EV/EBIT	23.30	19.71	16.06	13.54	9.17

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com