

## 中际旭创 (300308.SZ)

强烈推荐 (维持)

### Q2 环比持续增长，高端光模块需求旺盛

**事件:** 公司 7 月 11 日晚发布 2022 年上半年业绩预告，预计实现归母净利润 4.5-5.3 亿元，同比增长 32.03%-55.51%。预计实现基本每股收益 1.13 元/股~1.33 元/股。

#### 1. 疫情下 Q2 业绩中值同比、环比增长

根据公司业绩预告，公司 2022 年上半年预计实现归母净利润区间为 4.5~5.3 亿元，同比增长 32.03%~55.51%，取中值 4.9 亿元计算，同比增长 43.77%；22Q2 预计实现归母净利润 2.3~3.1 亿元，环比增长 6.98%~43.78%，同比增长 11.95%~50.46%，22Q2 归母净利润取中值 2.7 亿元计算，环比增长 25.38%，同比增长 31.21%。

2022 年上半年预计实现扣非归母净利润 4.0~4.8 亿元，同比增长 29.85%~55.82%，取中值 4.4 亿元计算，同比增长 42.84%；2022Q2 预计实现扣非归母净利润 2.04~2.84 亿元，环比增长 3.92%~44.71%。预计实现基本每股收益 1.13 元/股~1.33 元/股。报告期内公司发生政府补助、投资收益等非经常性损益事项增加合并净利润约 4,900 万元，对报告期内业绩产生一定影响。

##### (1) 北美云厂商高端光模块产品需求旺盛:

公司净利润水平同比实现较大幅度增长，业绩不断向好。受益于数据中心客户流量需求的增长以及资本开支的持续投入，客户加快部署 400G 和 200G 等高端产品实现传输速率升级，公司从产品开发、生产投入、供应管理和质量保障等方面积极响应客户需求并全面满足交付。

##### (2) 产品结构性变化，降本增效叠加美元汇率波动助力毛利率提升:

随着 400G 和 200G 等高端产品的出货比重增加以及持续降本增效，报告期内产品毛利率有所提升。公司销售收入以美元为主，本期汇率波动对收入、毛利率及汇兑收益带来一定正向影响。报告期内，公司持续加大对新方向、新产品的投入布局，将在未来逐步给公司带来收入增量、提升综合竞争力。

**风险提示:** 数据中心建设不及预期、5G 建设不及预期，疫情进一步恶化的风险、高速光模块价格下滑速度过快。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7050	7695	9477	11648	14144
同比增长	48%	9%	23%	23%	21%
营业利润(百万元)	990	963	1213	1547	1939
同比增长	72%	-3%	26%	28%	25%
归母净利润(百万元)	865	877	1104	1407	1761
同比增长	69%	1%	26%	27%	25%
每股收益(元)	1.08	1.10	1.38	1.76	2.20
PE	27.8	27.4	21.8	17.1	13.7
PB	3.0	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/通信  
目标估值: NA  
当前股价: 30.08 元

#### 基础数据

总股本(万股)	79966
已上市流通股(万股)	74704
总市值(亿元)	241
流通市值(亿元)	225
每股净资产(MRQ)	14.7
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	27.9%
主要股东	山东中际投资控股有限公司
主要股东持股比例	11.74%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-27	-18
相对表现	-17	-19	-5



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《中际旭创 (300308) —Q1 业绩超预期, 200G、400G 出货量显著提升》2022-04-25
- 《中际旭创 (300308) —Q4 环比增幅显著, 400G 占首要出货份额》2022-03-01
- 《中际旭创 (300308) —Q4 环比增幅显著, 400G 出货量持续增长》2022-01-27

余俊 S1090518070002

✉ yujun@cmschina.com.cn

梁程加 S1090522060001

✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

孙嘉攀 研究助理

✉ sunjiaqing@cmschina.com.cn

## 2. 市场份额位居第一，新兴前沿领域持续布局

**Lightcounting** 最新数据显示，2021 年，旭创科技与 II-VI（收购了光模块龙头 Finisar）并列第 1 名（2020 年排名第 2），华为（海思）排名第 3（2020 年排名第 3），Hisense 海信宽带排名第 5（2020 年排名第 4），Eoptolink 新易盛排名第 7（2020 年排名第 9），Accelink 光迅科技排名第 8（2020 年排名第 8）；海外市场的供应格局已相对稳定，今年与去年相比变化不大。而国内数通市场的供应格局随 200G、400G 的需求产生，对比以往格局，会有新的供应商出现。目前全球主要的数据中心光模块需求主要还集中在海外数通市场，公司的市场份额较大。

表 1：全球光模块供应商 Top10 排名（2021）

2010	2016	2018	2021
Finisar	Finisar	1	Finisar
Opnext	Hisense	2	Innolight
Sumitomo	Accelink	3	Hisense
Avago	Acacia	4	Accelink
Source Photonics	FOIT(Avago)	5	FOIT(Avago)
Fujitsu	Oclaro	6	Lumentum/Oclaro
JDSU	Innolight	7	Acacia
Emcore	Sumitomo	8	Intel
WTD	Lumentum	9	AOi
NeoPhotonics	Source Photonics	10	Sumitomo

资料来源：Lightcounting、招商证券

公司加大了对新产品和新技术的研发投入以及商业化进程。目前公司在 800G 系列光模块已完成了向客户的送样、测试和认证；400G 硅光芯片实现了 fab 良率的持续提升，为稳定量产做好了准备；800G 硅光芯片已开发成功。在相干方面，400GZR 和 200GZR 等用于数据中心互联或电信城域网场景的产品已形成小批量生产和出货。

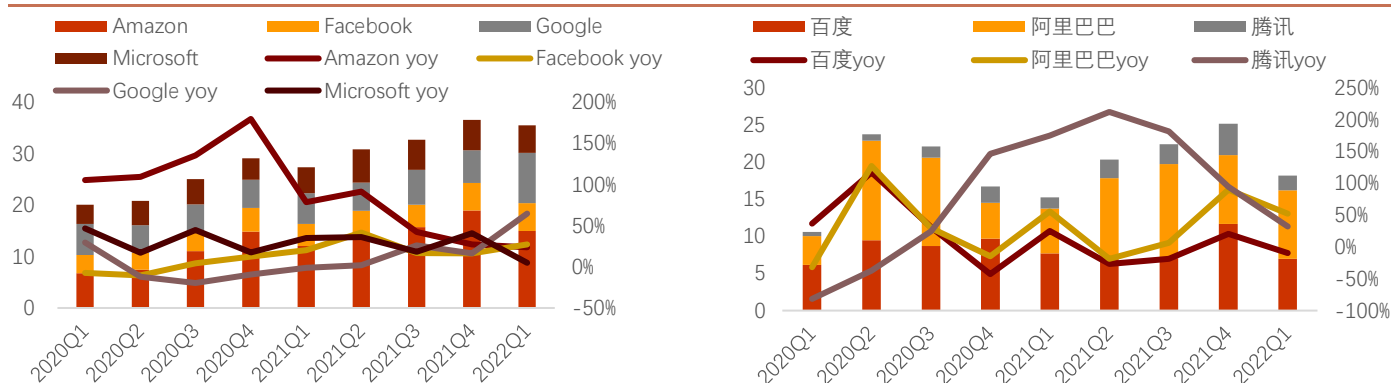
- 旭创的硅光芯片核心技术把握数据中心技术迭代趋势和硅光技术发展方向，及时设计客户所需要的新一代速率硅光解决方案，并结合外部的 foundry 资源和自己的光模块耦合、封装经验与产能，可以进行大规模量产并交付给下游的客户；
- 公司 400G QSFP-DD ZR/OpenZR+相干光模块产品采用低功耗 DSP、窄线宽可调谐 ITLA 和硅光集成等先进技术，具有体积小、功耗低、性能高等优点，产品最大功耗小于 18W，可以实现模块间互联互通。主要应用在数据中心（DCI）互联，由于支持 OpenZR+模式，可以拓展到 480km 的城域网应用。

## 3. 下半年 400G 或将拉动数通需求超预期，电信侧接入网+相干光模块需求向好

数通侧需求超预期增长，北美云厂商 Capex 提升带动数通市场新一轮增长。随着 AI、自动驾驶、虚拟现实以及物联网、工业互联网等先进技术的推广与应用，全球数据流量也将快速增长。全球主要的互联网云计算厂商仍在加大对数据中心的建设和硬件的技术迭代。海外客户对公司光模块产品需求量大且稳定，供应关系稳固。根据产业调研，2022 年海外 200G 需求较好，有望超过 300 万只；400G 需求下半年或将超预期，全年需求有望增长至 250 万只以上，预计明年 400G 需求增速仍将维持高位。国内数通市场也较乐观，主要互联网厂商开始升级为 200G/400G 需求；800G 验证窗口已至，Q4 海外重点客户对 800G 光模块也将产生早期需求，明年预计出货量增加。

电信侧需求稳步复苏，接入网+相干光模块需求向好。从电信接入网市场来看，固网双千兆工程、FTTR 和 WIFI6 的升级以及全光网改造，拉动对 2.5G PON、10G PON 等接入网光组件和光模块的进一步需求。在远距离的传送网市场，相干技术下沉到城域网将带动对 80KM 及以上距离的相干光模块的需求。另一方面，5G 扩展型小基站的集中采购和 5G 爆款应用的出现或为电信侧光模块市场带来潜在增量。整体来看，2022 年电信侧光模块市场整体呈现稳步复苏态势。

图 1: 北美云服务厂商 capex 进入上行周期 (十亿美元) 图 2: 国内 BAT Capex 仍需持续关注 (十亿人民币)



资料来源: Wind、Bloomberg、招商证券

资料来源: Wind、Bloomberg、招商证券

#### 4. 外延激光雷达领域，技术平台+产线具备复用性

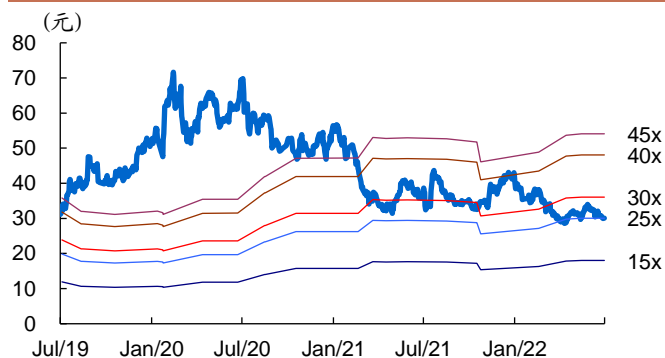
由于在底层工艺与技术上，光通信和激光雷达具有一定共通性，因而光通信厂商长期积累的技术平台和产线具有一定复用性。根据 Yole 预测，2021-2026 年激光雷达在 ADAS 和无人驾驶市场的 CAGR 分别达到 94%和 33%，2026 年合计份额达到 50%，成为激光雷达规模最大的应用市场。Strategy Analytic 预测全球 ADAS 领域的激光雷达需求量将从 2020 年的 4.8 万台增长到 2028 年的 970.7 万台，2020-2028 年 CAGR 达到 94.2%，其中国内市场需求量占比将从 2020 年的 2%增长至 2028 年的 30%，位居全球第一。公司目前已成立专业团队，在激光雷达等光通信行业的外延领域进行深度挖掘和研究，探索新的业绩增长点。

#### 5. 受益于 200G、400G 高景气度，全球光模块龙头业绩值得期待，维持“强烈推荐”评级

公司持续巩固现有业务的领先优势，同时在多个前沿领域积极布局，确保在未来的核心竞争力。数通光模块市场稳定高速增长，200G 光模块需求如期交付，400G 光模块市场火热，800G 光模块或将迎来首次规模化量产，公司作为全球高速光模块的龙头厂商之一，将在多领域保持领先地位，同时实现主营业务往高速光模块的结构升级。我们预计，2022-2024 年归母净利润分别约为 11.04 亿元、14.07 亿元和 17.61 亿元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 21.8X、17.1X 和 13.7X，维持“强烈推荐”评级。

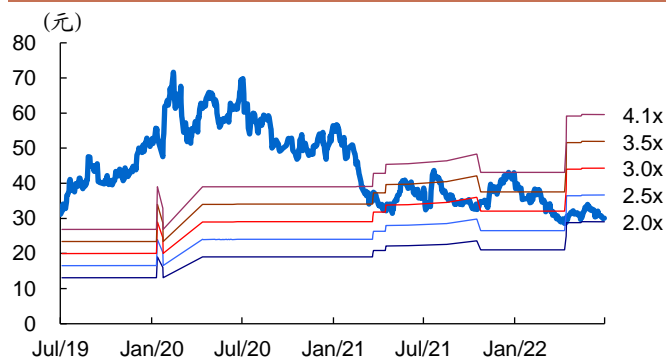
风险提示：数据中心建设不及预期、5G 建设不及预期，疫情进一步恶化的风险、高速光模块价格下滑速度过快

图 3: 中际旭创历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 中际旭创历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7982	10022	9822	11429	13440
现金	1679	3515	1882	1670	1604
交易性投资	235	0	0	0	0
应收票据	69	129	159	196	238
应收款项	1514	1997	2460	3023	3671
其它应收款	25	359	442	544	660
存货	3774	3799	4607	5662	6862
其他	684	222	272	334	406
<b>非流动资产</b>	5634	6543	6695	6828	6944
长期股权投资	433	530	530	530	530
固定资产	2726	3152	3550	3904	4217
无形资产商誉	2286	2385	2147	1932	1739
其他	188	476	468	462	457
<b>资产总计</b>	<b>13616</b>	<b>16565</b>	<b>16517</b>	<b>18257</b>	<b>20384</b>
<b>流动负债</b>	3772	3166	2179	2607	3094
短期借款	1041	794	0	0	0
应付账款	1670	1441	1747	2148	2603
预收账款	22	1	1	1	1
其他	1039	930	431	459	491
<b>长期负债</b>	1850	1796	1796	1796	1796
长期借款	1430	1262	1262	1262	1262
其他	420	534	534	534	534
<b>负债合计</b>	<b>5622</b>	<b>4962</b>	<b>3975</b>	<b>4403</b>	<b>4890</b>
股本	713	800	800	800	800
资本公积金	5056	7792	7792	7792	7792
留存收益	2120	2897	3824	5121	6741
少数股东权益	104	114	126	141	160
归属于母公司所有者权益	7889	11489	12417	13713	15333
<b>负债及权益合计</b>	<b>13616</b>	<b>16565</b>	<b>16517</b>	<b>18257</b>	<b>20384</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	22	813	527	542	737
净利润	876	886	1116	1422	1780
折旧摊销	340	436	602	621	639
财务费用	(17)	71	95	65	78
投资收益	(228)	(85)	(180)	(175)	(170)
营运资金变动	(1052)	(445)	(1105)	(1390)	(1590)
其它	102	(51)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(873)	(1219)	(574)	(579)	(584)
资本支出	(956)	(840)	(754)	(754)	(754)
其他投资	83	(379)	180	175	170
<b>筹资活动现金流</b>	1300	2264	(1586)	(175)	(219)
借款变动	1192	(379)	(1315)	0	0
普通股增加	0	87	0	0	0
资本公积增加	166	2736	0	0	0
股利分配	(60)	(86)	(176)	(110)	(141)
其他	2	(93)	(95)	(65)	(78)
<b>现金净增加额</b>	<b>449</b>	<b>1859</b>	<b>(1633)</b>	<b>(212)</b>	<b>(66)</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	7050	7695	9477	11648	14144
营业成本	5257	5727	6945	8536	10344
营业税金及附加	22	21	26	32	39
营业费用	107	73	85	93	99
管理费用	370	434	521	622	707
研发费用	506	541	682	839	1018
财务费用	64	84	95	65	78
资产减值损失	(76)	(90)	(90)	(90)	(90)
公允价值变动收益	7	58	0	0	0
其他收益	107	95	95	90	85
投资收益	228	85	85	85	85
<b>营业利润</b>	990	963	1213	1547	1939
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	987	960	1210	1544	1936
所得税	111	73	94	122	155
少数股东损益	11	10	12	15	19
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>865</b>	<b>877</b>	<b>1104</b>	<b>1407</b>	<b>1761</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	48%	9%	23%	23%	21%
营业利润	72%	-3%	26%	28%	25%
归母净利润	69%	1%	26%	27%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.4%	25.6%	26.7%	26.7%	26.9%
净利率	12.3%	11.4%	11.6%	12.1%	12.5%
ROE	11.7%	9.1%	9.2%	10.8%	12.1%
ROIC	9.4%	7.7%	8.6%	10.2%	11.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.3%	30.0%	24.1%	24.1%	24.0%
净负债比率	20.8%	15.6%	7.6%	6.9%	6.2%
流动比率	2.1	3.2	4.5	4.4	4.3
速动比率	1.1	2.0	2.4	2.2	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	1.7	1.5	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	5.2	4.1	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	3.4	3.7	4.4	4.4	4.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.08	1.10	1.38	1.76	2.20
每股经营净现金	0.03	1.02	0.66	0.68	0.92
每股净资产	9.87	14.37	15.53	17.15	19.17
每股股利	0.11	0.22	0.14	0.18	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	27.8	27.4	21.8	17.1	13.7
PB	3.0	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	20.2	19.1	13.8	11.8	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**余俊 招商证券通信行业首席分析师** 东南大学微电子学硕士，7 年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得 2020 及 2019 年 wind “金牌分析师”第一和第三名，2020 年 21 世纪“金牌分析师”第三名，2020 及 2019 年新浪金麒麟“新锐分析师”第一名和“最佳分析师”第五名；2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二 重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二 重要团队成员。

**梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师** 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

**孙嘉馨 招商证券通信行业研究助理** 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21 年加入招商证券，专注于运营商、IDC、云计算及云通信等相关领域研究。

## 投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。