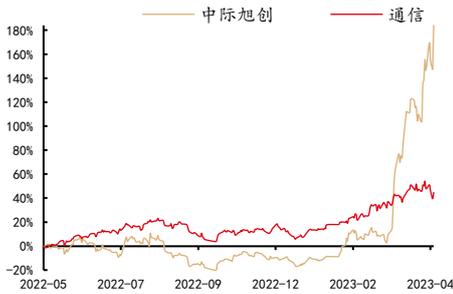


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	90.00
总股本/流通股本(亿股)	8.01 / 7.48
总市值/流通市值(亿元)	721 / 673
52周内最高/最低价	90.00 / 25.39
资产负债率(%)	27.1%
市盈率	58.44
第一大股东	山东中际投资控股有限公司
持股比例(%)	11.7%

研究所

分析师: 王立康
SAC 登记编号: S1340522080001
Email: wanglikang@cnpsec.com

中际旭创(300308) 2022 年报及 2023 年一季报点评

业绩稳健增长，AI 需求带动高速光模块放量

● 投资要点

公司近日发布 2022 年报与 2023 年一季报，2022 年全年实现营业收入为 96.42 亿元，同比增长 25.29%，实现归母净利润 12.24 亿元，同比增长 39.57%，实现扣非归母净利润 10.37 亿元，同比增长 42.54%；2023 一季度实现营业收入为 18.37 亿元，同比下降 12.04%，实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 14.95%，实现扣非归母净利润 2.33 亿元，同比增长 18.58%。

高速光模块收入快速增长，产品结构不断优化。分产品来看，2022 年公司中低速光通信模块实现收入 6.66 亿元，营收占比从 2021 年的 11.66% 下降至 6.91%，高速光通信模块实现收入 87.46 亿元，同比增长 37.44%，营收占比也较上年提升 8.01pct 至 90.71%。分地区来看，公司境外业务收入仍在逐步提升，2022 年营业收入 83.77 亿元，占总收入的 86.88%，国内业务规模缩减 34.05% 至 12.65 亿元。受益于带宽和数据流量需求持续增长，海外重点客户继续加大资本投入，带动对数据中心所需 200G/400G 等产品需求快速上量。海外业务占比进一步提升，同时收获新的海外重点客户。公司的泰国工厂也完成了设备调试、试生产和客户验厂等量产前的各项准备工作，并将按计划从泰国厂量产出货 400G/800G 等产品。2023 年 Q1 公司营收下降 12%，但归母净利润增长 14.95%，主要是出货结构变化导致，200G 与 400G 光模块占比提升，并新增 800G 光模块出货，带来了公司毛利率的大幅提升。

毛利率大幅改善，经营质量稳健提升。公司 2022 年综合毛利率 29.31%，同比增长 3.74 pct，净利率 12.80%，同比增长 1.28 pct，其中高速光模块毛利率 30.75%，同比增长 2.78pct，2023 年一季度综合毛利率提升至 29.55%，净利率也增长至 13.31%。主要原因在于产品结构不断调整，随着技术迭代，高速光模块相较于中低速产品单价及毛利率均有显著提升，尤其今年一季度开始，光模块向着更高速率迭代，高毛利率的 800G 产品开始放量带动 ASP 提升，未来伴随着 800G 产品占比提升，良率、产能利用率趋于稳定，BOM 等降本措施逐步实施，公司毛利率水平有望保持稳中有增。

财务及管理费用缩减，研发投入持续加大。公司保障全面交付能力，持续降本增效，且公司以美元为结算货币，汇率波动也对收入带来正向影响。2022 年期间费用率为 13.93%，较去年同期减少 0.78 pct，其中管理费用率缩减 0.38 pct，财务费用率缩减 1.32 pct，研发费用为 7.67 亿元，同比增长 41.75%，研发费用率也上涨 0.93 pct 至 7.96%，持续的研发投入将在未来逐步给公司带来收入增量，并提升公司综合竞争力。今年一季度，公司管理费用同比下降 33.61%，主

要原因因为报告期内对外部支付的咨询管理费减少，研发费用则继续呈上升趋势。

重视研发投入及创新，保持下一代技术的领先地位。2022 年公司研发投入金额为 7.92 亿元，同比增长约 40%，占营业收入比例为 8.22%。研发人员数量也从 2021 年的 1124 人扩张至 1232 人，研发团队不断壮大。公司持续加大对新方向、新产品的研发布局，主要集中在数据中心、电信、硅光、相干产品四部分进行研发推进，800G 和相干系列产品等均已实现批量出货，将进一步巩固公司在业界领先产品上的竞争优势。1.6T 光模块和 800G 硅光模块已开发成功并进入送测阶段，CPO 技术和 3D 封装技术也在持续研发进程中。

生成式 AI 引领算力需求，800G 光模块产品有望随之爆发。今年以来，以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 正引领新一轮科技革命，其产业化的落地需要庞大的算力支持，而光通信网络是算力网络的重要基础和坚实基础，根据 Lightcounting 预测，全球光模块的市场规模在未来 5 年将以 11% 的年复合增长率保持增长，2027 年将突破 200 亿美元。我们认为在算力需求迅速攀升的背景下，光模块需求放量有望提速，尤其在 800G 及更高速率的光模块方面。据公司调研活动信息公告中的内容显示，今年一季度以来，800G 光模块的需求变化超出公司预期，并且客户对 800G 的需求已不局限于数据中心，更多需求用于 AI 算力，根据公司的判断，目前为止今年全球 800G 的需求结构里，来自 AI 的需求已超过一半以上。

● 投资建议

参考公司今年一季报及行业景气情况，相比于前次预测，我们下调了 2023 年收入预测，上调了 2024 年收入预测，同时上调了 2023-2024 年的毛利率预测，并新增 2025 年盈利预测。预计 2023-2025 年公司营业收入为 111.67 亿元、140.65 亿元、174.58 亿元，归母净利润为 15.33 亿元、19.71 亿元、25.20 亿元，EPS 为 1.91 元、2.46 元、3.15 元，对应 PE 为 47 倍、37 倍、29 倍，我们看好公司未来表现，维持“买入”评级。

● 风险提示：

AI、数通领域需求不及预期风险；市场竞争加剧；中美贸易摩擦风险；新技术及产品研发不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,641.79	11,167.00	14,065.00	17,458.00
增长率(%)	25.29	15.82	25.95	24.12
EBITDA(百万元)	1,824.87	2,088.50	2,590.59	3,137.88
归属母公司净利润(百万元)	1,223.99	1,532.54	1,971.16	2,520.43
增长率(%)	39.57	25.21	28.62	27.87
EPS(元/股)	1.53	1.91	2.46	3.15
市盈率(P/E)	58.89	47.04	36.57	28.60
市净率(P/B)	6.03	5.35	4.67	4.01
EV/EBITDA	11.39	33.44	26.35	21.12

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	9642	11167	14065	17458	营业收入	25.3%	15.8%	26.0%	24.1%
营业成本	6816	7873	9986	12395	营业利润	37.9%	27.1%	28.7%	27.8%
税金及附加	63	59	80	97	归属于母公司净利润	39.6%	25.2%	28.6%	27.9%
销售费用	91	117	138	166	获利能力				
管理费用	507	614	731	873	毛利率	29.3%	29.5%	29.0%	29.0%
研发费用	767	949	1167	1461	净利率	12.7%	13.7%	14.0%	14.4%
财务费用	-22	-6	-39	-75	ROE	10.2%	11.4%	12.8%	14.0%
资产减值损失	-340	-97	-115	-109	ROIC	8.7%	9.9%	11.2%	12.3%
营业利润	1327	1687	2172	2777	偿债能力				
营业外收入	28	0	0	0	资产负债率	27.1%	26.2%	25.1%	23.4%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	2.94	3.07	3.24	3.54
利润总额	1352	1687	2172	2777	营运能力				
所得税	118	141	184	234	应收账款周转率	5.50	6.55	7.20	8.00
净利润	1234	1546	1988	2542	存货周转率	2.51	2.84	3.17	3.38
归母净利润	1224	1533	1971	2520	总资产周转率	0.58	0.64	0.72	0.78
每股收益(元)	1.53	1.91	2.46	3.15	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.53	1.91	2.46	3.15
货币资金	2831	4061	5472	7310	每股净资产	14.91	16.83	19.29	22.43
交易性金融资产	1019	1019	1019	1019	估值比率				
应收票据及应收账款	1565	1971	2092	2466	PE	58.89	47.04	36.57	28.60
预付款项	64	83	101	127	PB	6.03	5.35	4.67	4.01
存货	3888	3985	4892	5438	现金流量表				
流动资产合计	9587	11552	13974	16914	净利润	1234	1546	1988	2542
固定资产	3217	2975	2784	2546	折旧和摊销	493	422	482	492
在建工程	236	333	432	531	营运资本变动	394	-241	-461	-638
无形资产	322	281	233	187	其他	328	36	17	-22
非流动资产合计	6970	6886	6848	6765	经营活动现金流净额	2449	1763	2027	2375
资产总计	16557	18439	20822	23679	资本开支	-784	-333	-456	-415
短期借款	385	385	385	385	其他	-769	9	37	63
应付票据及应付账款	1378	1861	2221	2513	投资活动现金流净额	-1553	-324	-419	-352
其他流动负债	1501	1512	1702	1875	股权融资	33	0	0	0
流动负债合计	3264	3758	4308	4773	债务融资	-699	-159	-155	-150
其他	1224	1065	911	760	其他	-975	-50	-42	-35
非流动负债合计	1224	1065	911	760	筹资活动现金流净额	-1641	-209	-197	-185
负债合计	4488	4824	5219	5534	现金及现金等价物净增加额	-681	1230	1411	1838
股本	801	801	801	801					
资本公积金	7932	7932	7932	7932					
未分配利润	3893	5196	6871	9013					
少数股东权益	124	137	154	176					
其他	-680	-451	-155	223					
所有者权益合计	12069	13615	15603	18146					
负债和所有者权益总计	16557	18439	20822	23679					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048