

# 中际旭创 (300308.SZ)

## 800G 光模块放量带动盈利能力提升

### 核心观点

**2023 年上半年利润实现稳定增长。**公司发布 2023 年半年报，2023 年上半年实现营收 40.03 亿元，同比-5.37%；实现归母净利润 6.14 亿元，同比+24.63%。2023 年第二季度，公司实现营收 21.67 亿元，同比+1.14%，实现归母净利润 3.64 亿元，同比+32.28%。整体看公司上半年利润实现稳定增长。

**盈利能力提升源于 800G 光模块放量。**2023 年上半年公司毛利率水平为 30.39%，销售净利率水平为 16.16%，均高于 2020-2022 年财报对应水平。2023 年上半年，海外传统云数据中心 200G 和 400g 需求有所下降，但是 AI 出现拉动了光模块向 800G 及以上产品迭代。报告期内，受益于 800G 高端产品出货比重的逐渐增加及持续降本增效，公司产品毛利率、净利润率得到提升。

**固定资产增长+现金流支出，为后续产能释放做好准备。**资产负债表，2023 年上半年公司在固定资产部分增加额为 3.56 亿元，其中房屋及建筑物增加额为 1.54 亿元，机器设备增加额为 1.91 亿元。现金流量表：2023 年一季度公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 1.02 亿元，二季度对应为 2.30 亿元，环比明显提升。资产负债表和现金流量表相关变化均表示公司在为后续 800G 产能进一步释放做准备。

**AI 硬件投资成为趋势，公司作为全球头部光模块厂商将充分收益。**2023 年上半年 AI 发展得到突破性进展，全球头部云厂商都在加大对应硬件基础设施投资，其中代表性厂商为微软、谷歌等。根据 Lightcounting 发布的 2022 年度光模块厂商排名中，中际旭创和 Coherent 并列全球第一。作为全球头部光模块厂商，公司有望充分行业发展。

**风险提示：**800G 光模块放量不及预期，竞争加剧，盈利能力不及预期。

**投资建议：**上调 2023-2025 年盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到 AI 正处于快速发展阶段，光模块是硬件必备环节，公司作为全球头部光模块厂商，有望充分受益 800G 行业需求快速提升，我们上调 2023-2025 年公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 17.7/32.3/43.1 亿元（上调前为 14.6/19.7/23.6 亿元），对应 PE 分别为 51/28/21 倍。看好公司受益于 AI 算力基础设施需求持续释放，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,695	9,642	11,686	18,724	25,106
(+/-%)	9.2%	25.3%	21.2%	60.2%	34.1%
净利润(百万元)	877	1224	1768	3232	4305
(+/-%)	1.3%	39.6%	44.5%	82.8%	33.2%
每股收益(元)	1.10	1.53	2.20	4.03	5.36
EBIT Margin	11.7%	14.5%	15.6%	18.3%	18.4%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	10.2%	13.2%	20.3%	22.2%
市盈率 (PE)	101.7	73.0	50.6	27.7	20.8
EV/EBITDA	72.2	50.9	42.4	24.6	19.0
市净率 (PB)	7.76	7.48	6.70	5.61	4.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师：朱锟旭

021-60375456

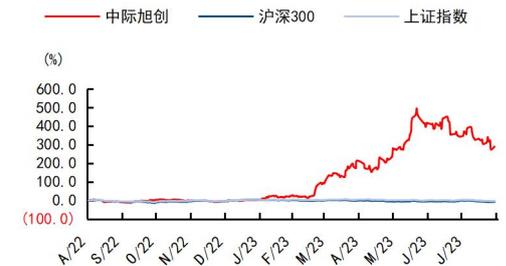
zhukunxu@guosen.com.cn

S0980523060003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	111.50 元
总市值/流通市值	89515/83648 百万元
52 周最高价/最低价	170.00/25.36 元
近 3 个月日均成交额	5351.27 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《中际旭创 (300308.SZ) - 盈利能力提升，800G 需求有望步入加速期》——2023-04-26

《中际旭创 (300308.SZ) - 业绩位于预告中值，持续受益于数通市场需求升级》——2022-08-26

《中际旭创 (300308.SZ) - 二季度盈利能力提升，受益于高端产品加速部署》——2022-07-12

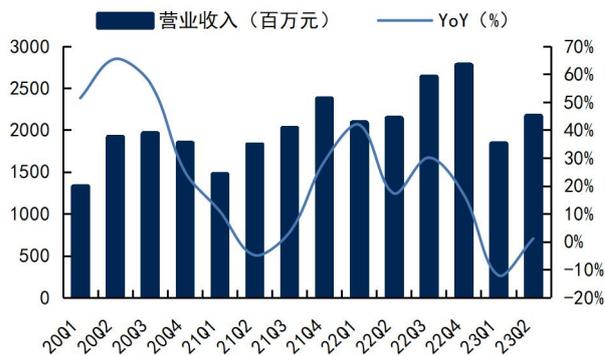
《中际旭创 (300308.SZ) - 一季度开端良好，受益于 400G 光模块加速部署》——2022-04-26

图1：中际旭创营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中际旭创单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中际旭创归母净利润及增速（单位：百万元、%）



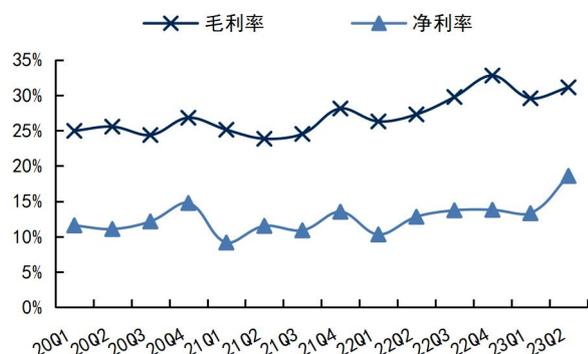
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中际旭创单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



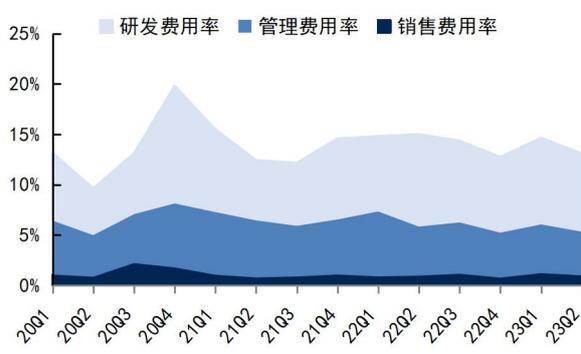
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5：中际旭创单季度毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中际旭创单季度三项费用率变化情况



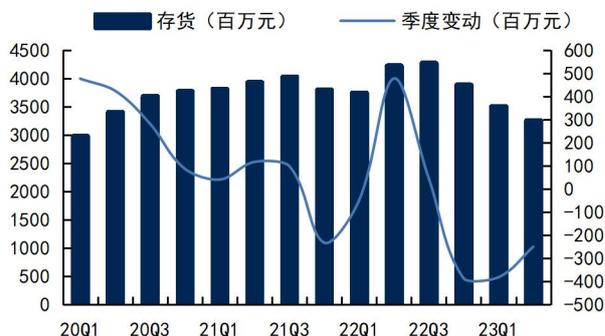
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 中际旭创现金流量情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 中际旭创存货及季度变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测拆分

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

#### 1. 低速率光模块: 维持此前预测。

此前预测为: 公司目前持续优化出货结构, 预计未来中低端光模块收入占比将进一步降低, 考虑到市场本身也在进行光模块速率升级, 对中低端速率光模块需求持续减少, 预计未来三年公司在中低速光模块收入增速分别为-16%/-15%/-14%, 毛利率保持稳中略降趋势。

#### 2. 高速光模块:

##### 此前预测:

考虑到 AI 场景对于高速光模块需求的弹性叠加传统数据中心的高速光模块速率升级, 我们认为公司以 800G 速率为代表的高速光模块需求有望进入释放阶段, 公司作为全球领军者有望充分受益, 预计 2023-2025 年公司在高速光模块收入增速分别为 22%/33%/24%, 毛利率保持稳中略降趋势。

##### 调整预测:

因为 AI 对于 800G 光模块为代表硬件基础设施需求放量较快, 2023 年上半年已经有所体现, 并能够有效弥补传统数据中心光模块需求下降。展望 2024-2025 年我们认为 800G 需求有望保持快速放量趋势, 贡献明显营收, 因此上调 2023-2025 年公司高速光模块增速预期。预计 2023-2025 年公司在高速光模块收入增速分别为 25%/65%/36% (调整前为 22%/33%/24%)。

毛利率: 2023 年上半年因为 800G 光模块出货占比提升, 公司毛利率水平已经超过 30%, 预计后续 800G 光模块占比将持续提高, 推动公司在高速光模块部分毛利率提升。我们上调毛利率假设, 预计 2023-2025 年毛利率水平为 32.3%/34.5%/33.9% (调整前为 30.0%/30.0%/29.1%)。

### 3. 光组件：

**此前预测：**光组件业务收入在公司营收中占比较低，预计未来营收和毛利率基本不发生变化。

**调整预测：**

由于传统数据中心需求放缓，我们下调光组件 2023 年增速预期，2024-2025 年维持不变，预计 2023-2025 年营收增速为-10%/0%/0%（调整前为 0%/0%/0%）。

毛利率：考虑到需求下降会带来产能利用率不足等情况，我们小幅下调毛利率预测。预计 2023-2025 年光组件部分毛利率为 9.0%/9.0%/9.0%（调整前 9.6%/9.6%/9.6%）。

**费用预测：**

**研发费用：**此前预测 2023 年公司研发费用率为 7.8%，2023 年上半年公司的研发费用率为 8.1%，考虑到下半年营收规模有望提速，我们上调 2023 年公司研发费用率至 8%，并预计 2023-2025 年随着收入快速增长研发费用率有所降低。

**管理费用：**维持此前预测，并预计 2023-2025 年公司管理费用率保持不变。

**销售费用：**维持此前预测，并预计 2023-2025 年销售费用率保持不变。

表1：中际旭创营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>中低速光模块</b>				
收入（百万元）	666	560	478	410
增速	-25.7%	-16.0%	-14.6%	-14.2%
毛利率	17.3%	17.0%	17.0%	16.9%
<b>高速光模块</b>				
收入（百万元）	8746	10920	18040	24490
增速	37.4%	24.9%	65.2%	35.8%
毛利率	30.8%	32.3%	34.5%	33.9%
<b>光组件</b>				
收入（百万元）	229	206	206	206
增速	-30.0%	-10%	0%	0%
毛利率	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>合计</b>				
总营收（百万元）	9642	11686	18724	25106
增速	25.3%	21.2%	60.2%	34.1%
毛利率	29.3%	31.20%	33.73%	33.46%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收分别为 116.9/187.2/251.1 亿元，同比增长 21.2%/60.2%/34.1%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.7/32.3/43.1 亿元，同比增长 44.5%/82.8%/33.2%。

**投资建议：**考虑到 AI 正处于快速发展阶段，光模块是硬件必备环节，公司作为全球头部光模块厂商，有望充分受益 800G 行业需求快速提升，我们上调 2023-2025 年公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 17.7/32.3/43.1 亿元（上调前为 14.6/19.7/23.6 亿元），对应 PE 分别为 51/28/21 倍。看好公司受益于 AI 算力基础设施需求持续释放，维持“买入”评级。

表2: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (8月28日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300308.SZ	中际旭创	买入	111.50	2.20	4.03	5.36	50.6	27.7	20.8	6.9	895
300394.SZ	天孚通信	买入	82.60	1.36	1.91	2.49	60.8	43.3	33.1	12.1	326
300502.SZ	新易盛	无评级	44.48	1.22	1.90	2.48	36.3	23.4	17.9	6.2	316
002281.SZ	光迅科技	无评级	26.48	0.84	1.03	1.20	31.5	25.6	22.0	2.7	211
	平均						42.9	30.7	24.4	7.0	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测，其中天孚通信、新易盛、光迅科技采用 Wind 一致预期数据

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3515	2831	3008	2477	2796	营业收入	7695	9642	11686	18724	25106
应收款项	2486	1618	3202	5130	6878	营业成本	5727	6816	8041	12409	16706
存货净额	3799	3888	4228	6614	8969	营业税金及附加	21	63	70	112	151
其他流动资产	220	230	351	562	753	销售费用	73	91	117	187	251
<b>流动资产合计</b>	<b>10022</b>	<b>9587</b>	<b>11206</b>	<b>15262</b>	<b>20036</b>	管理费用	434	507	701	1123	1506
固定资产	3284	3453	3670	3668	3539	研发费用	541	767	935	1460	1883
无形资产及其他	382	322	309	296	283	财务费用	84	(22)	(14)	(9)	(7)
投资性房地产	2346	2559	2559	2559	2559	投资收益	85	103	50	50	50
长期股权投资	530	636	726	816	896	资产减值及公允价值变动	140	393	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>16565</b>	<b>16557</b>	<b>18470</b>	<b>22600</b>	<b>27313</b>	其他收入	(619)	(1356)	(935)	(1460)	(1883)
短期借款及交易性金融负债	1315	1273	1328	1306	1302	营业利润	963	1327	1937	3541	4716
应付款项	1441	1378	1691	2801	3616	营业外净收支	(3)	24	0	0	0
其他流动负债	410	613	682	1069	1449	<b>利润总额</b>	<b>960</b>	<b>1352</b>	<b>1937</b>	<b>3541</b>	<b>4716</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3166</b>	<b>3264</b>	<b>3701</b>	<b>5176</b>	<b>6367</b>	所得税费用	73	118	155	283	377
长期借款及应付债券	1262	696	696	696	696	少数股东损益	10	10	14	25	34
其他长期负债	534	528	578	628	678	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>877</b>	<b>1224</b>	<b>1768</b>	<b>3232</b>	<b>4305</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1796</b>	<b>1224</b>	<b>1274</b>	<b>1324</b>	<b>1374</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4962</b>	<b>4488</b>	<b>4975</b>	<b>6500</b>	<b>7741</b>	净利润	877	1224	1768	3232	4305
少数股东权益	114	124	135	156	183	资产减值准备	27	264	39	1	(11)
股东权益	11489	11945	13360	15945	19389	折旧摊销	407	445	407	464	502
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16565</b>	<b>16557</b>	<b>18470</b>	<b>22600</b>	<b>27313</b>	公允价值变动损失	(140)	(393)	(50)	(50)	(50)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	84	(22)	(14)	(9)	(7)
每股收益	1.10	1.53	2.20	4.03	5.36	营运资本变动	(1098)	954	(1573)	(2977)	(3061)
每股红利	0.21	0.29	0.44	0.81	1.07	其它	(20)	(256)	(28)	20	38
每股净资产	14.36	14.91	16.64	19.86	24.15	<b>经营活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>2238</b>	<b>563</b>	<b>690</b>	<b>1723</b>
ROIC	8%	10%	13%	22%	26%	资本开支	0	(1187)	(600)	(400)	(300)
ROE	8%	10%	13%	20%	22%	其它投资现金流	229	(1018)	602	(62)	(159)
毛利率	26%	29%	31%	34%	33%	<b>投资活动现金流</b>	<b>132</b>	<b>(2310)</b>	<b>(88)</b>	<b>(552)</b>	<b>(539)</b>
EBIT Margin	12%	15%	16%	18%	18%	权益性融资	(17)	33	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	19%	21%	20%	负债净变化	(168)	(566)	0	0	0
收入增长	9%	25%	21%	60%	34%	支付股利、利息	(168)	(233)	(354)	(646)	(861)
净利润增长率	1%	40%	44%	83%	33%	其它融资现金流	2339	953	55	(23)	(3)
资产负债率	31%	28%	28%	29%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1650</b>	<b>(612)</b>	<b>(298)</b>	<b>(669)</b>	<b>(864)</b>
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>1835</b>	<b>(684)</b>	<b>177</b>	<b>(532)</b>	<b>319</b>
P/E	101.7	73.0	50.6	27.7	20.8	货币资金的期初余额	1679	3515	2831	3008	2477
P/B	7.8	7.5	6.7	5.6	4.6	货币资金的期末余额	3515	2831	3008	2477	2796
EV/EBITDA	72.2	50.9	42.4	24.6	19.0	企业自由现金流	0	1489	(89)	244	1380
						权益自由现金流	0	1876	(21)	230	1384

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032