

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738
 研究助理：李璐毅
 lily2@ccnew.com 021-50586278

800G 产品需求持续上量，经营稳健前行

——中际旭创(300308)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(首次)

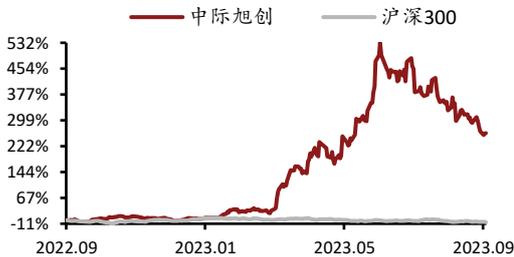
市场数据(2023-09-20)

收盘价(元)	97.15
一年内最高/最低(元)	170.00/25.39
沪深 300 指数	3,705.69
市净率(倍)	6.01
流通市值(亿元)	728.82

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	16.17
每股经营现金流(元)	1.44
毛利率(%)	30.39
净资产收益率_摊薄(%)	4.73
资产负债率(%)	22.52
总股本/流通股(万股)	80,282.62/75,020.54
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

联系人：马崧琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2023 年 09 月 21 日

事件：公司发布 2023 年中报，2023H1，实现营收 40.04 亿元，同比下降 5.37%；归母净利润为 6.14 亿元，同比增长 24.63%。

点评：

● 全球光模块市场增速较高，高算力、低功耗是未来发展方向

AI 军备竞赛的开启大幅拉动算力的爆发式需求，前沿科技产业化的落地需要云厂商庞大的算力支持，而光通信网络是算力网络的重要基础和坚实基础，预计这将进一步推动海外云巨头对于数据中心硬件设备的需求增长与技术升级。根据 Lightcounting 的测算，全球光模块的市场规模在未来 5 年将以 CAGR11% 保持增长，2027 年将突破 200 亿美元。2023 年开始，800G 有望拉动新一轮增长，预计在 2026 年突破 30 亿美元。2028 年中国光模块市场规模有望达到 35 亿美元。高算力、低功耗是未来市场的重要发展方向，CPO、硅光技术或将成为高算力场景下降本增效的解决方案。

● 800G 产品需求持续上量，产品均价提高

2023H1，海外传统云数据中心的 200G 和 400G 需求有所下降，但随着 ChatGPT 为代表的 AIGC 大模型的发布，催生了 AI 算力需求的激增，进而拉动 800G 光模块需求的显著增长，并加速光模块向 800G 及以上产品的迭代。公司 800G 产品需求和订单持续增加，2023H2，800G 产品出货量有望比上半年明显增长。

2023Q2，公司单季度营收为 21.67 亿元，同比增长 1.14%，环比增长 17.94%；单季度归母净利润为 3.64 亿元，同比增长 32.28%，环比增长 45.58%。2023H1，公司光模块 ASP（平均售价）为 1134.86 元，同比增长 20.39%，国外销售光模块 ASP 为 1495.86 元，同比增长 16.90%。随着 800G 产品出货量显著增长，高端产品收入占比提升，产品结构优化将进一步增强公司盈利能力。此外，公司持续推进募集资金建设项目“苏州旭创光模块业务总部暨研发中心建设项目”、“苏州旭创高端光模块生产基地项目”的进展，未来将进一步提升高端产品产能。

● 毛利率和净利率双提升，持续推进降本增效

受益于 800G 等高端产品出货比重的逐渐增加以及持续降本增效，公司产品毛利率、净利率进一步得到提升。2023H1，公司毛利率为 30.39%，同比提升 3.60pct；净利率为 16.16%，同比提升 4.59pct；2023Q2，公司单季度毛利率为 31.09%，同比提升 3.82pct；单季度净利率为 18.58%，同比提升 5.77pct。伴随持续的降本增效，公司有望继续保持现有毛利率水平。

费用率方面，2023H1，公司销售费用率为 1.09%，同比提升 0.16pct；管理费用率为 4.67%，同比下降 1.08pct；财务费用率为-1.42%，同比下降 0.97pct，主要原因是银行存款利息收入和汇兑收益增加；研发费用率为 8.12%，同比下降 0.17pct。公司密切关注行业发展趋势，不断提高光通信转换模块产品的速率、积极研发出更高规格的模块，以满足下游产业迅速发展的要求。

● 开发 1.6T 光模块，推进产业投资和多元化战略

公司注重技术研发，并推动产品向高速率、小型化、低功耗、低成本方向发展。目前正在为重点客户开发 1.6T 光模块，预计在 2024 年进行送测和认证，2024H2 可能开始小批量出货，重点客户有望在 2025 年批量部署 1.6T 产品以满足 AI 方面更高算力和带宽的需求。

公司间接收购重庆君歌电子科技有限公司 62.45%的股权，以实现在汽车光电子领域新的业务拓展，并将光通信领域的技术储备，通过君歌电子的市场渠道和客户资源加快推进如车载光互联、新一代激光雷达等汽车光电子新产品客户导入与量产，实现较好的产业协同效应。

盈利预测及投资建议：

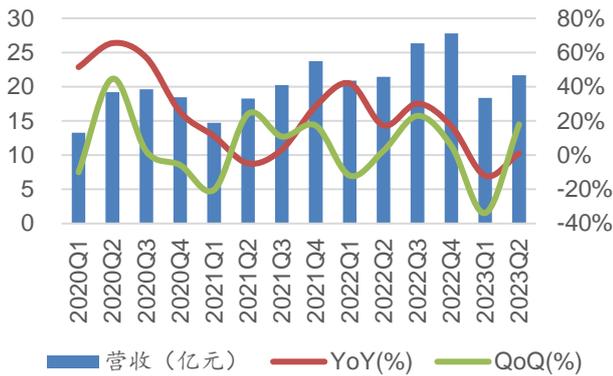
云计算和大数据等技术的应用推动全球超大规模数据中心的加速建设以及 AI 算力的提升，将持续带动光模块技术的迭代更新及规模化需求。公司作为全球领先的光模块主力供应商，具备技术创新领先优势、快速量产交付能力、完善质量保证体系等优势，经营质量不断改善。公司 800G 产品需求和订单持续增加，正在开发 1.6T 光模块，2025 年 AI 客户对 1.6T 产品需求有望释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 16.13 亿元、32.38 亿元、42.32 亿元，对应 PE 为 48X、24X、18X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：AI 发展不及预期；算力需求不及预期；行业竞争加剧；技术发展不及预期；供应链稳定性风险。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,695	9,642	10,879	18,409	23,755
增长比率(%)	9.16	25.29	12.84	69.21	29.04
净利润(百万元)	877	1,224	1,613	3,238	4,232
增长比率(%)	1.33	39.57	31.78	100.72	30.71
每股收益(元)	1.09	1.52	2.01	4.03	5.27
市盈率(倍)	88.94	63.72	48.35	24.09	18.43

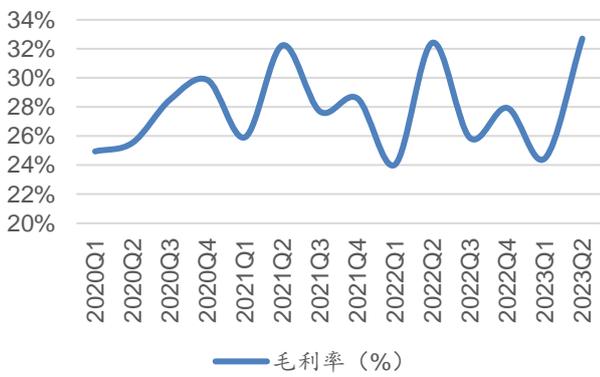
资料来源：聚源，中原证券

图 1：中际旭创单季度营收（亿元）



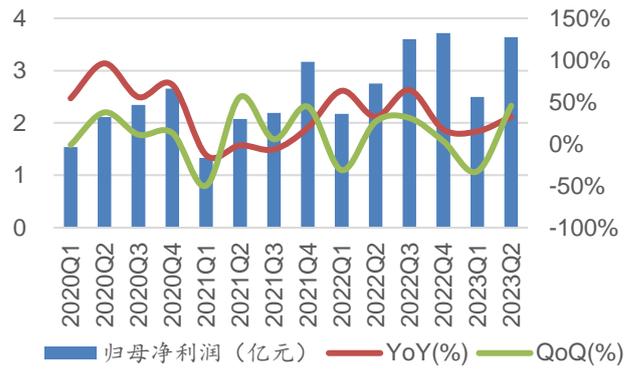
资料来源：Wind，中原证券

图 3：中际旭创单季度毛利率（%）



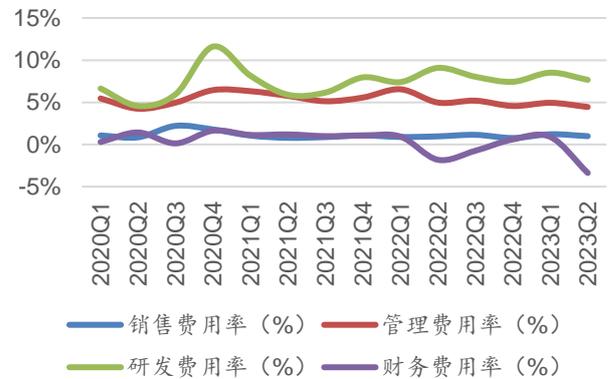
资料来源：Wind，中原证券

图 2：中际旭创单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中原证券

图 4：中际旭创单季度四项费用率情况



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,022	9,587	10,876	13,564	17,160
现金	3,515	2,831	4,262	4,768	5,846
应收票据及应收账款	2,127	1,565	1,616	1,847	2,083
其他应收款	359	53	54	92	119
预付账款	72	64	67	114	147
存货	3,799	3,888	3,797	5,535	7,670
其他流动资产	150	1,186	1,080	1,207	1,296
非流动资产	6,543	6,970	7,495	7,849	8,086
长期投资	530	636	773	924	1,024
固定资产	3,152	3,217	3,413	3,539	3,616
无形资产	382	322	277	264	258
其他非流动资产	2,479	2,795	3,032	3,122	3,188
资产总计	16,565	16,557	18,371	21,413	25,247
流动负债	3,166	3,264	3,580	3,781	3,843
短期借款	794	385	36	237	337
应付票据及应付账款	1,441	1,378	1,337	1,865	1,821
其他流动负债	931	1,501	2,207	1,679	1,684
非流动负债	1,796	1,224	950	851	780
长期借款	1,262	696	559	459	388
其他非流动负债	534	528	391	392	392
负债合计	4,962	4,488	4,531	4,631	4,622
少数股东权益	114	124	137	162	196
股本	800	801	803	803	803
资本公积	7,799	7,932	8,159	8,159	8,159
留存收益	2,917	3,966	5,460	8,375	12,184
归属母公司股东权益	11,489	11,945	13,704	16,619	20,428
负债和股东权益	16,565	16,557	18,371	21,413	25,247

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	813	2,449	2,713	1,665	2,221
净利润	886	1,234	1,626	3,263	4,265
折旧摊销	436	493	569	639	703
财务费用	71	120	34	26	28
投资损失	-85	-103	-120	-220	-295
营运资金变动	-511	394	414	-2,199	-2,617
其他经营现金流	15	312	190	155	136
投资活动现金流	-1,219	-1,553	-736	-911	-722
资本支出	-832	-784	-817	-853	-856
长期投资	-421	-801	16	-253	-152
其他投资现金流	34	32	65	195	285
筹资活动现金流	2,264	-1,641	-588	-250	-423
短期借款	-247	-409	-349	200	101
长期借款	-168	-566	-137	-100	-71
普通股增加	87	1	2	0	0
资本公积增加	2,652	133	228	0	0
其他筹资现金流	-60	-800	-332	-350	-453
现金净增加额	1,841	-681	1,435	504	1,075

资料来源：聚源，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,695	9,642	10,879	18,409	23,755
营业成本	5,727	6,816	7,526	12,704	16,388
营业税金及附加	21	63	69	120	157
营业费用	73	91	104	193	261
管理费用	434	507	440	736	950
研发费用	541	767	802	1,465	1,891
财务费用	84	-22	-16	-45	-47
资产减值损失	-83	-340	-434	-122	-91
其他收益	95	107	125	220	290
公允价值变动收益	58	53	0	0	0
投资净收益	85	103	120	220	295
资产处置收益	3	0	2	1	1
营业利润	963	1,327	1,748	3,518	4,601
营业外收入	1	28	5	4	5
营业外支出	4	4	2	2	3
利润总额	960	1,352	1,752	3,520	4,604
所得税	73	118	126	257	338
净利润	886	1,234	1,626	3,263	4,265
少数股东损益	10	10	13	26	34
归属母公司净利润	877	1,224	1,613	3,238	4,232
EBITDA	1,337	1,825	2,305	4,115	5,260
EPS (元)	1.09	1.52	2.01	4.03	5.27

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	9.16	25.29	12.84	69.21	29.04
营业利润 (%)	-2.72	37.85	31.72	101.23	30.78
归属母公司净利润 (%)	1.33	39.57	31.78	100.72	30.71
获利能力					
毛利率 (%)	25.57	29.31	30.83	30.99	31.01
净利率 (%)	11.40	12.69	14.83	17.59	17.81
ROE (%)	7.63	10.25	11.77	19.48	20.72
ROIC (%)	5.86	8.66	10.62	17.70	19.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.95	27.11	24.66	21.63	18.31
净负债比率 (%)	42.76	37.19	32.74	27.60	22.41
流动比率	3.17	2.94	3.04	3.59	4.47
速动比率	1.91	1.69	1.92	2.06	2.40
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.58	0.62	0.93	1.02
应收账款周转率	4.38	5.50	7.11	11.20	12.93
应付账款周转率	4.45	5.82	6.84	10.25	11.80
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.09	1.52	2.01	4.03	5.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.01	3.05	3.38	2.07	2.77
每股净资产 (最新摊薄)	14.31	14.88	17.07	20.70	25.45
估值比率					
P/E	88.94	63.72	48.35	24.09	18.43
P/B	6.79	6.53	5.69	4.69	3.82
EV/EBITDA	24.73	11.39	32.56	18.14	13.99

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。