

中际旭创 (300308.SZ)

高速光模块需求提速，四季度利润延续环比增长

核心观点

四季度净利润延续环比增长趋势，全年业绩快速增长。公司发布2023年业绩预告，预计实现归母净利润20.0-23.0亿元，同比增长63.4-87.9%；实现扣非归母净利润19.0-23.0亿元，同比增长83.2-121.7%。单四季度来看，预计公司实现归母净利润7.0-10.0亿元，以中值计算，归母净利润同比增长129.9%、环比增长25.2%，单季度净利润延续环比增长趋势。总体来看，受益于AI发展带动高速光模块需求释放，公司全年业绩实现快速增长。

800G等高速光模块需求显著增长。2023年以来，AI算力需求和相关资本开支带动800G等高速光模块需求显著增长。受益于此，公司产品收入和盈利能力稳步提升，据公司公告，扣除股权激励费用对子公司苏州旭创单体报表净利润的影响之前，预计苏州旭创实现单体净利润约22.0-27.0亿元，同比增长65.6%-103.2%。

技术迭代加速，公司前瞻布局1.6T等新产品。多GPU分布式并行训练必须解决服务器间的通信瓶颈，提高网络带宽性能成为AI训练集群的核心关注之一。在AI加速发展背景下，高速光模块技术迭代有望加速，公司前瞻布局1.6T光模块产品，根据此前公告，公司预计在2024年进入送测和验证阶段，在2025年开始上量，满足重点客户在算力和带宽上持续提升的需求。

全球头部光模块地位稳固，充分受益AI需求快速增长趋势。全球AI算力投入有望持续加码，根据台积电四季度法说会资料，台积电管理层预计AI收入在2027年将占公司收入接近20%的，未来几年AI芯片需求复合增速超50%。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，光模块头部地位稳固，公司有望充分受益行业红利。

风险提示：新产品进展不及预期，竞争加剧，盈利能力不及预期。

投资建议：上调盈利预测，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等高速光模块需求快速提升。综合技术迭代加速趋势以及行业旺盛需求，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20.8/45.7/60.0亿元（上调前为20.5/36.1/44.2亿元），对应PE分别为45/20/16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	11,270	24,549	33,616
(+/-%)	9.2%	25.3%	16.9%	117.8%	36.9%
归母净利润(百万元)	877	1224	2084	4570	6009
(+/-%)	1.3%	39.6%	70.3%	119.3%	31.5%
每股收益(元)	1.10	1.53	2.60	5.69	7.48
EBIT Margin	11.7%	14.5%	18.5%	20.5%	20.2%
净资产收益率(ROE)	7.6%	10.2%	15.3%	26.5%	27.2%
市盈率(PE)	105.8	75.9	44.7	20.4	15.5
EV/EBITDA	74.9	52.8	39.6	18.6	14.2
市净率(PB)	8.08	7.78	6.84	5.39	4.22

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

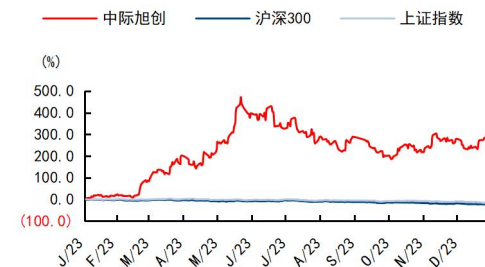
通信·通信设备

证券分析师：马成龙 021-60933150
 联系人：钱嘉隆 021-60375445
 machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
 S0980518100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	115.96元
总市值/流通市值	93096/86994百万元
52周最高价/最低价	170.00/28.82元
近3个月日均成交额	2776.73百万元

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

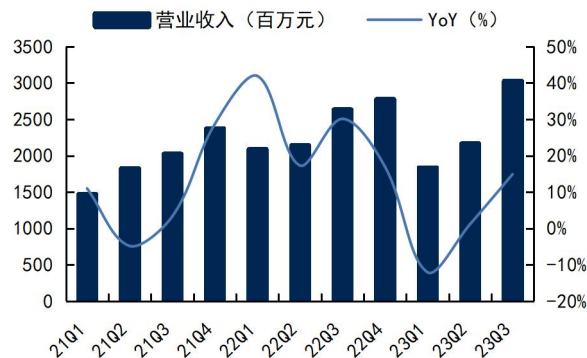
- 《中际旭创(300308.SZ)-2023年第三季度利润增长89.45%，发布股权激励计划》——2023-10-23
- 《中际旭创(300308.SZ)-800G光模块放量带动盈利能力提升》——2023-08-29
- 《中际旭创(300308.SZ)-盈利能力提升，800G需求有望步入加速期》——2023-04-26
- 《中际旭创(300308.SZ)-业绩位于预告中值，持续受益于数通市场需求升级》——2022-08-26
- 《中际旭创(300308.SZ)-二季度盈利能力提升，受益于高端产品加速部署》——2022-07-12

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、%)



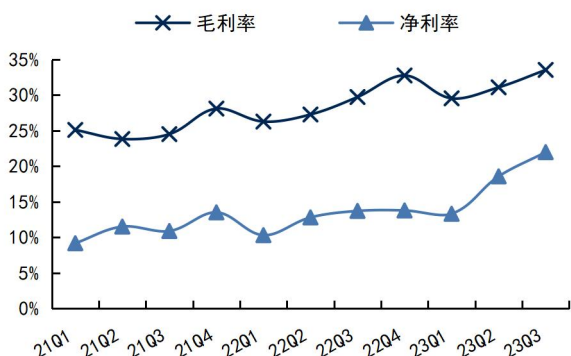
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 2023年归母净利润取业绩预告中值

图4: 中际旭创单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



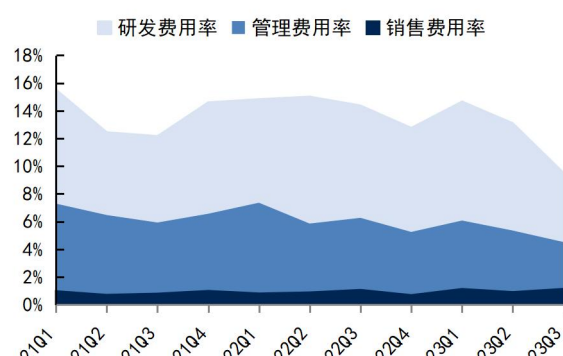
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 2023年四季度归母净利润基于业绩预告中值计算

图5: 中际旭创单季度毛利率、净利率变化情况



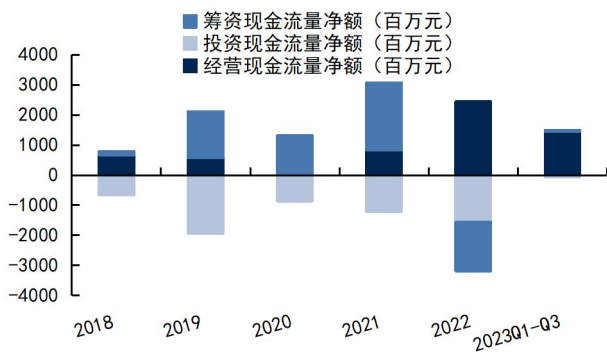
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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:

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: 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, 维持此前收入和毛利率假设。

2. 高速光模块:

AI 对于 800G 光模块为代表硬件基础设施需求放量较快, 预计该趋势有望维持到 2024 年。同时技术迭代加速, 公司预计 1.6T 光模块产品在 2024 年进入送测和验证阶段, 在 2025 年开始上量。基于此上调 2024-2025 年公司高速率光模块增速预期。预计 2023-2025 年公司在高速光模块收入增速分别为 20%/127%/38% (调整前为 27%/73%/24%)。

毛利率: 随着高速率产品占比进一步提高, 因此提高 2023 年毛利率假设, 同时受益于产品迭代加速, 光模块产品年降幅度对毛利率的影响一定程度缓解, 略微上调此前 2024-2025 毛利率假设。我们调整 2023-2025 年毛利率水平为 33.3%/34.3%/33.7% (调整前为 32.8%/33.2%/32.9%)。

3. 光组件:

组件业务收入在公司营收中占比较低, 维持此前收入和毛利率假设。

费用预测:

研发费用: 随着收入快速增长, 规模效应下费用率有一定下降, 基于此调整公司 2023 年研发费用率为 7.4%, 并预计 2023-2025 年研发费用率保持略有降低趋势。

管理费用: 考虑到公司前三季度管理费率为 4.12%, 综合股权激励成本等因素,

我们将管理费用率假设调整为 4.2%/4.2%/4.1%（调整前为 5%/4.5%/4.2%）。

销售费用：维持此前预测，并预计 2023-2025 年销售费用率基本持平，略有下降。

表 1：中际旭创营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
中低速光模块				
收入（百万元）	666	560	478	410
增速	-25.7%	-16.0%	-14.6%	-14.2%
毛利率	17.3%	16.7%	15.5%	15.4%
高速光模块				
收入（百万元）	8746	10504	23865	33000
增速	37.4%	20.1%	127.2%	38.3%
毛利率	30.8%	33.3%	34.3%	33.7%
光组件				
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%
合计				
总营收（百万元）	9642	11270	24549	33616
增速	25.3%	16.9%	117.8%	36.9%
毛利率	29.3%	32.0%	33.7%	33.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

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 等高速光模块需求快速提升。综合技术迭代加速趋势以及行业旺盛需求，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 20.8/45.7/60.0 亿元（上调前为 20.5/36.1/44.2 亿元），对应 PE 分别为 45/20/16 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 (1月26日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300308.SZ	中际旭创	买入	115.96	2.60	5.69	7.46	44.7	20.4	15.5	6.8	931
300394.SZ	天孚通信	买入	94.20	1.66	2.69	3.63	56.8	35.0	26.0	12.9	372
300502.SZ	新易盛	无评级	52.00	1.01	1.77	2.35	51.4	29.4	22.1	7.1	369
002281.SZ	光迅科技	无评级	25.70	0.77	1.01	1.19	33.5	25.5	21.5	2.5	204
	平均						47.2	30.0	23.2	7.5	

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	3280	650	2026	营业收入	7695	9642	11270	24549	33616
应收款项	2486	1618	2699	5977	7292	营业成本	5727	6816	7664	16268	22420
存货净额	3799	3888	5015	10551	14331	营业税金及附加	21	63	68	147	202
其他流动资产	220	230	566	840	1213	销售费用	73	91	130	270	353
流动资产合计	10022	9587	11978	18497	25501	管理费用	434	507	486	1032	1391
固定资产	3284	3453	3510	3401	3178	研发费用	541	767	834	1804	2447
无形资产及其他	382	322	309	296	283	财务费用	84	(22)	(27)	6	23
投资性房地产	2346	2559	2559	2559	2559	投资收益	85	103	244	120	50
长期股权投资	530	636	774	887	1007	资产减值及公允价值变动	(25)	(287)	(140)	(100)	(100)
资产总计	16565	16557	19130	25641	32528	其他收入	(453)	(676)	(834)	(1804)	(2447)
短期借款及交易性金融负债	1315	1273	1328	1396	1302	营业利润	963	1327	2220	5041	6730
应付款项	1441	1378	1982	3981	5397	营业外净收支	(3)	24	63	20	0
其他流动负债	410	613	761	1457	2129	利润总额	960	1352	2283	5061	6730
流动负债合计	3166	3264	4072	6834	8828	所得税费用	73	118	183	456	673
长期借款及应付债券	1262	696	696	696	696	少数股东损益	10	10	16	36	48
其他长期负债	534	528	613	677	724	归属于母公司净利润	877	1224	2084	4570	6009
长期负债合计	1796	1224	1309	1373	1420	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4962	4488	5380	8207	10249	净利润	877	1224	2084	4570	6009
少数股东权益	114	124	137	166	205	资产减值准备	27	264	22	(11)	(21)
股东权益	11489	11945	13612	17268	22075	折旧摊销	407	445	395	433	457
负债和股东权益总计	16565	16557	19130	25641	32528	公允价值变动损失	25	287	140	100	100
						财务费用	84	(22)	(27)	6	23
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1098)	954	(1686)	(6339)	(3355)
每股收益	1.10	1.53	2.60	5.69	7.48	其它	(20)	(256)	(8)	40	60
每股红利	0.21	0.29	0.52	1.14	1.50	经营活动现金流	218	2918	946	(1208)	3250
每股净资产	14.36	14.91	16.96	21.51	27.50	资本开支	0	(507)	(600)	(400)	(300)
ROIC	6.99%	10.55%	15%	29%	31%	其它投资现金流	229	(1018)	602	(62)	(159)
ROE	7.63%	10.25%	15%	26%	27%	投资活动现金流	132	(1630)	(136)	(576)	(578)
毛利率	26%	29%	32%	34%	33%	权益性融资	(17)	33	0	0	0
EBIT Margin	12%	15%	19%	20%	20%	负债净变化	(168)	(566)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	22%	22%	22%	支付股利、利息	(168)	(233)	(417)	(914)	(1202)
收入增长	9%	25%	17%	118%	37%	其它融资现金流	2174	(407)	55	68	(94)
净利润增长率	1%	40%	70%	119%	31%	融资活动现金流	1485	(1972)	(362)	(846)	(1295)
资产负债率	31%	28%	29%	33%	32%	现金净变动	1835	(684)	449	(2630)	1376
股息率	0.2%	0.3%	0.4%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	1679	3515	2831	3280	650
P/E	105.8	75.9	44.7	20.4	15.5	货币资金的期末余额	3515	2831	3280	650	2026
P/B	8.1	7.8	6.8	5.4	4.2	企业自由现金流	0	2169	31	(1731)	2926
EV/EBITDA	74.9	52.8	39.6	18.6	14.2	权益自由现金流	0	1196	111	(1669)	2811

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