


2024年01月29日  
中际旭创(300308.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

网络接配及塔设

## AI 带动 800G 光模块需求显著增长，公司业绩大幅提升

### 事件：

2024年1月26日，公司发布2023年业绩预告。预计2023年公司实现归母净利润20.00-23.00亿元，同比上升63.40%-87.91%；预计实现扣非归母净利润19.00-23.00亿元，同比上升83.15%-121.70%。

### AI 带动 800G 光模块需求显著增长，公司业绩大幅提升：

2023年以来，随着ChatGPT为代表的生成式人工智能大语言模型的发布，AI算力需求和相关资本开支的激增带动了800G等高速光模块需求的显著增长，并加速了高速光模块产品的技术迭代步伐。受益于800G等高端产品出货比重的显著增加及产品设计的不断优化，2023年公司产品收入、毛利率、净利润率稳步提升。公司股权激励费用带来影响约为1.38亿元，对子公司的固定资产、无形资产、库存、商誉、应收账款等计提折旧摊销及减值约1.90亿元。对联营企业宁波创泽云投资合伙企业(有限合伙)等投资主体确认投资收益，增加归母净利润约2.44亿元。2023年，公司预计实现归母净利润20.00-23.00亿元，同比增长63.40%-87.91%；预计实现扣非归母净利润19.00-23.00亿元，同比增长83.15%-121.70%。其中Q4单季度预计实现归母净利润约7.04-10.04亿元，同比增长3.20%-47.20%，环比增长89.80%-170.60%。

### 2023年毛利率表现强劲，持续推出新产品、新技术：

AI发展对光模块需求量带动作用明显。一方面，AI的发展将带来算力需求的大幅提升，进而带来服务器需求量大幅提升，拉动配套光模块数量增加；另一方面，AI服务器对高端光模块需求相较普通服务器提升，服务器与光模块配套比例提高拉动光模块需求增加。根据公司公告，预计2024年全球对AI算力的需求持续旺盛，与之配套的800G和400G光模块需求仍将有明显增长。公司作为全球第一梯队光模块供应商，下游深度绑定大客户，800G高速光模块已可量产出货，后续公司业绩持续增长可期。

盈利能力方面，根据公司公告，2023年公司高端产品毛利率以及综合毛利率表现较为强劲。2024年由于从年初开始执行新的产品价格，年初毛利率将短期承压。但公司已提前做好产品新版本迭代，从产品设计上优化成本结构，并将在良率和生产运营方面做持续降本，预计全年综合毛利率有望保持相对稳定。

投资评级 **买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价 121.66元  
股价(2024-01-29) 103.82元

### 交易数据

总市值(百万元)	93,095.73
流通市值(百万元)	86,993.81
总股本(百万股)	802.83
流通股本(百万股)	750.21
12个月价格区间	28.91/170.0元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	8.1	34.1	320.3
绝对收益	8.4	29.0	300.0

张真桢 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

路璐 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122050020

lulu2@essence.com.cn

### 相关报告

800G 进度行业领先，Q4 利润有望创新高	2023-02-01
单季度营收创新高，一年内三次回购彰显信心	2022-10-30

费用率方面，由于年底的费用年终归拢，预计 Q4 费用率有所抬升。2024 年，随着公司营收规模持续扩大、公司积极采取控费措施，费用率有望稳中有降。

新技术布局方面，公司持续推出高端产品，包括硅光、LPO、1.6T 等来满足不同客户的定制化需求。根据公司公告，2023 年 9 月份公司在光博会上推出了 LPO 和相干等新产品。目前 400G/800G 硅光模块已通过了重点客户的认证，准备进入量产阶段。1.6T 方面公司正在配合重点客户的需求进行开发，预计 2024 年进入送测和验证阶段，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。

### 投资建议：

公司是全球光模块龙头供应商，充分受益于 AI 行业发展对算力的需求。我们预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 117.88/248.69/321.84 亿元，归母净利润分别为 21.37/44.40/57.55 亿元，对应 EPS 分别为 2.66/5.53/7.17 元。我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应 6 个月目标价 121.66 元，维持“买入-A”投资评级。

风险提示：宏观经济波动及市场竞争加剧的风险；技术升级的风险；供应链稳定性的风险；AI 行业发展不及预期托风险；贸易壁垒及市场需求下降的风险；大股东减持风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	7,695.4	9,641.8	11,788.0	24,869.3	32,183.7
净利润	877.0	1,224.0	2,137.4	4,440.3	5,754.5
每股收益(元)	1.09	1.52	2.66	5.53	7.17
每股净资产(元)	14.31	14.88	18.32	23.65	30.10

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	106.2	76.1	43.6	21.0	16.2
市净率(倍)	8.1	7.8	6.3	4.9	3.9
净利润率	11.4%	12.7%	18.1%	17.9%	17.9%
净资产收益率	7.6%	10.2%	14.5%	23.4%	23.8%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.6%
ROIC	11.0%	11.5%	22.4%	37.9%	26.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,695.4	9,641.8	11,788.0	24,869.3	32,183.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,727.4	6,815.6	8,045.0	17,144.3	22,468.3	营业收入增长率	9.2%	25.3%	22.3%	111.0%	29.4%
营业税费	21.0	63.0	35.4	74.6	96.6	营业利润增长率	-2.7%	37.9%	78.7%	106.7%	29.9%
销售费用	73.0	90.7	133.7	273.6	354.0	净利润增长率	1.3%	39.6%	74.6%	107.7%	29.6%
管理费用	434.2	506.8	601.2	1,193.7	1,383.9	EBITDA 增长率	7.9%	52.8%	19.7%	89.8%	27.7%
研发费用	541.1	767.0	742.6	1,442.4	1,705.7	EBIT 增长率	3.3%	68.5%	24.8%	106.4%	30.2%
财务费用	83.8	-22.2	-7.2	-23.0	-17.0	NOPLAT 增长率	3.3%	23.2%	80.3%	107.9%	29.8%
资产减值损失	-82.7	-340.0	120.0	50.0	30.0	投资资本增长率	17.7%	-6.9%	22.7%	85.1%	-22.4%
加:公允价值变动收益	57.7	52.6	11.0	20.0	30.0	净资产增长率	45.2%	4.0%	23.0%	29.1%	27.3%
投资和汇兑收益	85.4	103.3	244.0	170.0	180.0						
营业利润	962.9	1,327.4	2,372.2	4,903.7	6,372.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-3.0	24.2	6.1	-2.6	-2.5	毛利率	25.6%	29.3%	31.8%	31.1%	30.2%
利润总额	959.9	1,351.6	2,378.3	4,901.1	6,369.6	营业利润率	12.5%	13.8%	20.1%	19.7%	19.8%
减:所得税	73.4	117.9	218.6	417.5	561.2	净利润率	11.4%	12.7%	18.1%	17.9%	17.9%
净利润	877.0	1,224.0	2,137.4	4,440.3	5,754.5	EBITDA/营业收入	19.9%	24.3%	23.8%	21.4%	21.1%
						EBIT/营业收入	14.6%	19.6%	20.1%	19.6%	19.7%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	137	119	93	39	26
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	195	157	154	168	163
货币资金	3,514.6	2,831.0	2,241.3	1,989.5	6,779.0	流动资产周转天数	421	366	349	288	296
交易性金融资产	-	1,019.0	1,030.0	1,050.0	1,080.0	应收帐款周转天数	91	73	78	81	77
应收帐款	2,356.5	1,562.2	3,513.3	7,618.1	6,162.8	存货周转天数	177	144	149	152	149
应收票据	129.5	55.8	159.9	365.2	263.7	总资产周转天数	706	618	552	376	359
预付帐款	72.3	64.4	96.0	244.9	203.4	投资资本周转天数	447	372	327	243	217
存货	3,799.2	3,888.0	5,885.2	15,059.5	11,635.5						
其他流动资产	149.6	166.8	322.7	213.0	234.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.6%	10.2%	14.5%	23.4%	23.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	7.5%	11.0%	13.8%	18.3%
长期股权投资	530.2	635.7	635.7	635.7	635.7	ROIC	11.0%	11.5%	22.4%	37.9%	26.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	3,151.8	3,217.0	2,859.4	2,501.8	2,144.1	销售费用率	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
在建工程	132.5	236.3	236.3	236.3	236.3	管理费用率	5.6%	5.3%	5.1%	4.8%	4.3%
无形资产	405.2	349.8	272.5	195.2	117.9	研发费用率	7.0%	8.0%	6.3%	5.8%	5.3%
其他非流动资产	2,323.3	2,531.0	2,327.7	2,327.8	2,290.3	财务费用率	1.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产总额	16,564.7	16,557.0	19,580.1	32,437.1	31,783.0	四费/营业收入	14.7%	13.9%	12.5%	11.6%	10.6%
短期债务	793.8	385.2	-	56.3	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,276.2	1,311.0	2,829.7	5,316.1	4,940.1	资产负债率	30.0%	27.1%	24.2%	40.9%	23.2%
应付票据	236.0	242.4	440.5	983.6	800.0	负债权益比	42.8%	37.2%	31.9%	69.2%	30.2%
其他流动负债	859.7	1,325.6	966.4	1,050.9	1,121.3	流动比率	3.17	2.94	3.13	3.58	3.84
长期借款	1,261.6	695.9	-	5,335.3	-	速动比率	1.97	1.75	1.74	1.55	2.15
其他非流动负债	534.3	527.9	494.2	518.8	513.6	利息保障倍数	13.42	-85.33	-326.39	-212.21	-373.83
负债总额	4,961.6	4,488.0	4,730.8	13,260.9	7,375.0	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	114.1	123.8	145.0	187.6	240.4	DPS(元)	0.22	0.20	0.17	0.19	0.72
股本	800.1	801.0	802.8	802.8	802.8	分红比率	19.9%	12.8%	6.3%	3.5%	10.0%
留存收益	10,715.9	11,898.0	13,901.4	18,185.7	23,364.8	股息收益率	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.6%
股东权益	11,603.0	12,069.0	14,849.3	19,176.2	24,408.0						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	886.5	1,233.7	2,137.4	4,440.3	5,754.5
						加:折旧和摊销	425.0	480.8	434.9	434.9	434.9
						资产减值准备	92.6	356.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-57.7	-52.6	11.0	20.0	30.0
						财务费用	70.8	120.2	-7.2	-23.0	-17.0
						投资收益	-85.4	-103.3	-244.0	-170.0	-180.0
						少数股东损益	9.5	9.7	22.4	43.3	54.0
						营运资金的变动	-126.4	246.7	-2,413.3	-10,462.2	4,495.8
						经营活动产生现金流量	812.8	2,448.9	-58.8	-5,716.7	10,572.1
						投资活动产生现金流量	-1,218.6	-1,552.9	222.0	129.6	120.3
						融资活动产生现金流量	2,264.5	-1,641.3	-752.9	5,335.3	-5,902.9
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	1.09	1.52	2.66	5.53	7.17
						BVPS(元)	14.31	14.88	18.32	23.65	30.10
						PE(X)	106.2	76.1	43.6	21.0	16.2
						PB(X)	8.1	7.8	6.3	4.9	3.9
						P/FCF	-101.0	69.9	-65.3	-788.9	17.6
						P/S	12.1	9.7	7.9	3.7	2.9
						EV/EBITDA	21.4	8.3	32.2	18.0	12.6
						CAGR(%)	71.7%	67.6%	35.1%	71.7%	67.6%
						PEG	1.5	1.1	1.2	0.3	0.2
						ROIC/WACC	1.1	1.1	2.1	3.6	2.5
						REP	3.0	1.8	3.6	1.2	2.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034