

# 中际旭创 (300308)

证券研究报告

2024 年 01 月 31 日

## 23 年 800G 出货增长业绩亮眼, 24 年先发优势凸显 1.6T 提速

**事件:** 公司发布 2023 年业绩预告, 预计 2023 年实现归母净利润 20-23 亿元, 同比增加 63.40%-87.91%; 扣非净利润 19-23 亿元, 同比增加 83.15%-121.70%。

### 800G 产品出货比重增长, 全年业绩有望再创新高

上市公司全年业绩优异, 子公司苏州旭创为收入&利润主要来源。苏州旭创实现单体净利润约 22-27 亿元 (YoY +65.6%-103.24%)。上半年, 苏州旭创净利润为 7.1 亿, 下半年净利润预计为 14.9-19.9 亿元, 产品出货增长及业务结构变化带动业绩环比高增。考虑到激励费用、资产减值、信用减值、投资收益等大额利润表增减项之后, 上市公司全年归母净利润为 20-23 亿元 (YoY +63.40%-87.91%)。

**分季度分析,** 公司 Q4 单季归母净利润预计 7.04-10.04 亿元 (YoY +89.76%-170.62%), 主要原因: 1) 收入稳健增加, 尤其 800G 等高端产品出货比重显著增加, 业务结构不断改善; 2) 光模块产品设计不断优化, 毛利率&净利率进一步提升, 盈利能力增强。

### 扣除激励费用、资产减值等影响, 实际经营性业绩更优

23 年度对合并报表影响较大的增减项包括: 1) 股权激励费用及资产&信用减值等减少项合计约 3.28 亿元; 2) 投资收益&公允价值变动增加项合计约 3.06 亿元。

**股权激励费用:** 1) 股权激励费用影响 1.38 亿元, 其中第三期股权激励计划摊销至 23 年的股权支付费用为 1218 万元, 主要影响 Q4 利润表; 此外为以前年度发生的第三期员工持股计划、第二期股权激励等摊销至 2023 年的股权支付费用。

**资产&信用减值:** 1) 子公司固定资产及无形资产折旧 5600 万元; 2) 市场需求变化及质量问题而导致的存货减值 7800 万元, 同比大幅减少; 坏账风险导致的信用减值 700 万元; 3) 成都储翰业绩亏损导致的商誉减值 4900 万元, 主要因为 23 年接入网市场库存过剩导致亏损; 上述大部分减值影响 Q4 季度利润表。

**增加项:** Q4 主要为大额投资收益, 非经常性损益较少。1) 联营企业宁波创泽云投资合伙企业因投资源杰科技等项目增值产生的净利润确认上市公司投资收益约 2.44 亿元。2) 公允价值变动损益及补贴产生的非经常性收益增加 6200 万, 前三季度的非经常性损益 5200 万, Q4 相对较少。

### 行业龙头地位显著, 全年盈利能力稳步提升

23 年 3 月以来, 下游客户陆续追加 400G&800G 光模块订单, 公司高速率产品出货占比提升, 盈利能力增强。23 年前三季度毛利率稳步走高, 分别为 29.55%/30.39%/31.75%, 净利率走势与毛利率一致, 分别为 13.31%/16.16%/18.67%。公司先发优势显著, 规模效应不断增强。

### 24 年 400G、800G 产能和交付有望持续爬坡, 具备新产品先发优势

算力时代 AIDC 建设及升级需求加速, 公司新技术前瞻布局, 1.6T 光模块和 800G 硅光模块已开发成功并进入送测阶段, LPO 系列已向海外客户推出解决方案和送样, CPO 和 3D 封装技术也在持续研发进程中, 未来有望长期受益于 AI 发展红利。

**投资建议:** 考虑到公司业绩预告表现优异, 我们上调公司 23-25 年归母净利润分别由 18.91/39.09/59.07 亿元至 21.05/45.40/60.64 亿元, 对应 PE 倍数为 39X/18X/13X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 业绩预告为预期值, 实际以年报为准; 下游需求低预期; 全球疫情影响超预期; 市场竞争风险; 产品研发风险。

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	101.2 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	802.83
流通 A 股股本(百万股)	750.21
A 股总市值(百万元)	81,246.02
流通 A 股市值(百万元)	75,920.78
每股净资产(元)	16.90
资产负债率(%)	25.91
一年内最高/最低(元)	170.00/29.08

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**余芳沁** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521080006  
yufangqin@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《中际旭创-季报点评:AI 带动高速光模块放量, 三季度业绩超预期》2023-10-25
- 《中际旭创-半年报点评:Q2 利润环比增长, AI 带动 800G 光模块升级提速》2023-08-29
- 《中际旭创-公司点评:Q2 预告业绩进一步向好, 800G 光模块出货比重增加》2023-07-17

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,695.40	9,641.79	11,545.53	23,048.52	29,914.24
增长率(%)	9.16	25.29	19.74	99.63	29.79
EBITDA(百万元)	2,072.16	3,106.21	3,115.93	5,526.59	7,167.04
归属母公司净利润(百万元)	876.98	1,223.99	2,105.45	4,539.78	6,063.79
增长率(%)	1.33	39.57	72.01	115.62	33.57
EPS(元/股)	1.09	1.52	2.62	5.65	7.55
市盈率(P/E)	92.64	66.38	38.59	17.90	13.40
市净率(P/B)	7.07	6.80	5.55	4.35	3.37
市销率(P/S)	10.56	8.43	7.04	3.52	2.72
EV/EBITDA	15.85	6.22	24.80	14.14	10.37

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,514.61	2,831.02	4,912.38	4,108.33	8,031.93	营业收入	7,695.40	9,641.79	11,545.53	23,048.52	29,914.24
应收票据及应收账款	2,126.83	1,565.02	2,604.20	5,078.63	3,230.88	营业成本	5,727.40	6,815.59	7,782.73	15,621.42	20,250.38
预付账款	72.29	64.35	195.07	325.64	349.37	营业税金及附加	21.01	63.00	35.79	69.15	83.76
存货	3,799.22	3,887.95	5,191.90	10,863.45	11,636.98	销售费用	73.04	90.73	110.84	191.30	239.31
其他	508.78	1,238.76	244.83	294.78	301.90	管理费用	434.17	506.80	600.37	921.94	1,166.66
<b>流动资产合计</b>	<b>10,021.73</b>	<b>9,587.10</b>	<b>13,148.38</b>	<b>20,670.83</b>	<b>23,551.06</b>	研发费用	541.10	767.02	842.82	1,267.67	1,555.54
长期股权投资	530.21	635.74	735.74	835.74	935.74	财务费用	83.81	(22.20)	(21.75)	(18.02)	(16.43)
固定资产	3,151.83	3,216.99	3,072.76	2,935.70	2,772.59	资产/信用减值损失	(92.58)	(356.65)	(190.00)	(50.00)	(30.00)
在建工程	132.50	236.33	168.93	121.75	88.73	公允价值变动收益	57.71	52.55	62.00	18.00	20.00
无形资产	405.16	349.83	272.51	195.20	117.89	投资净收益	85.42	103.26	244.00	20.00	25.00
其他	2,323.26	2,531.00	2,372.30	2,213.60	2,067.12	其他	(198.59)	294.29	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,542.95</b>	<b>6,969.89</b>	<b>6,622.25</b>	<b>6,301.99</b>	<b>5,982.06</b>	<b>营业利润</b>	<b>962.92</b>	<b>1,327.39</b>	<b>2,310.73</b>	<b>4,983.06</b>	<b>6,650.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,564.68</b>	<b>16,556.99</b>	<b>19,770.63</b>	<b>26,972.82</b>	<b>29,533.12</b>	营业外收入	1.14	28.00	10.00	11.00	12.10
短期借款	793.85	385.19	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.15	3.85	4.05	4.25	4.47
应付票据及应付账款	1,440.98	1,378.22	1,648.39	4,426.60	1,198.50	<b>利润总额</b>	<b>959.92</b>	<b>1,351.55</b>	<b>2,316.68</b>	<b>4,989.81</b>	<b>6,657.65</b>
其他	930.27	1,478.41	2,323.14	2,650.92	2,983.03	所得税	73.42	117.86	189.97	404.17	532.61
<b>流动负债合计</b>	<b>3,165.10</b>	<b>3,241.83</b>	<b>3,971.54</b>	<b>7,077.52</b>	<b>4,181.53</b>	<b>净利润</b>	<b>886.50</b>	<b>1,233.69</b>	<b>2,126.71</b>	<b>4,585.64</b>	<b>6,125.04</b>
长期借款	1,261.62	695.89	500.00	500.00	500.00	少数股东损益	9.52	9.70	21.27	45.86	61.25
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>876.98</b>	<b>1,223.99</b>	<b>2,105.45</b>	<b>4,539.78</b>	<b>6,063.79</b>
其他	534.34	527.85	527.85	527.85	527.85	每股收益(元)	1.09	1.52	2.62	5.65	7.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,795.96</b>	<b>1,223.74</b>	<b>1,027.85</b>	<b>1,027.85</b>	<b>1,027.85</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,961.64</b>	<b>4,487.99</b>	<b>4,999.39</b>	<b>8,105.37</b>	<b>5,209.38</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	114.09	123.79	142.71	183.53	238.04	<b>成长能力</b>					
股本	800.10	800.96	802.83	802.83	802.83	营业收入	9.16%	25.29%	19.74%	99.63%	29.79%
资本公积	7,799.16	7,931.84	8,015.67	8,015.67	8,015.67	营业利润	-2.72%	37.85%	74.08%	115.65%	33.45%
留存收益	2,916.79	3,966.18	5,840.02	9,880.43	15,277.20	归属于母公司净利润	1.33%	39.57%	72.01%	115.62%	33.57%
其他	(27.09)	(753.77)	(30.00)	(15.00)	(10.00)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>11,603.04</b>	<b>12,069.00</b>	<b>14,771.24</b>	<b>18,867.45</b>	<b>24,323.74</b>	毛利率	25.57%	29.31%	32.59%	32.22%	32.31%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,564.68</b>	<b>16,556.99</b>	<b>19,770.63</b>	<b>26,972.82</b>	<b>29,533.12</b>	净利率	11.40%	12.69%	18.24%	19.70%	20.27%
						ROE	7.63%	10.25%	14.39%	24.30%	25.18%
						ROIC	11.02%	11.55%	21.88%	42.80%	39.12%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	29.95%	27.11%	25.29%	30.05%	17.64%
净利润	886.50	1,233.69	2,105.45	4,539.78	6,063.79	净负债率	-8.08%	-7.14%	-23.86%	-14.42%	-27.31%
折旧摊销	425.00	480.83	453.94	466.55	478.45	流动比率	3.17	2.94	3.31	2.92	5.63
财务费用	70.82	120.15	(21.75)	(18.02)	(16.43)	速动比率	1.97	1.75	2.00	1.39	2.85
投资损失	(85.42)	(103.26)	(244.00)	(20.00)	(25.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(110.06)	221.15	(1,285.77)	(5,143.82)	(1,786.13)	应收账款周转率	4.15	5.22	5.54	6.00	7.20
其它	(374.09)	496.38	83.27	63.86	81.25	存货周转率	2.03	2.51	2.54	2.87	2.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>812.76</b>	<b>2,448.94</b>	<b>1,091.14</b>	<b>(111.65)</b>	<b>4,795.93</b>	总资产周转率	0.51	0.58	0.64	0.99	1.06
资本支出	997.20	639.01	165.00	205.00	205.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	96.74	105.53	100.00	100.00	100.00	每股收益	1.09	1.52	2.62	5.65	7.55
其他	(2,312.53)	(2,297.43)	709.03	(526.00)	(525.00)	每股经营现金流	1.01	3.05	1.36	-0.14	5.97
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,218.59)</b>	<b>(1,552.88)</b>	<b>974.03</b>	<b>(221.00)</b>	<b>(220.00)</b>	每股净资产	14.31	14.88	18.22	23.27	30.00
债权融资	(334.21)	(585.22)	(559.34)	18.02	16.43	<b>估值比率</b>					
股权融资	2,634.41	(750.39)	575.52	(489.42)	(668.75)	市盈率	92.64	66.38	38.59	17.90	13.40
其他	(35.72)	(305.70)	0.00	0.00	0.00	市净率	7.07	6.80	5.55	4.35	3.37
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,264.48</b>	<b>(1,641.31)</b>	<b>16.18</b>	<b>(471.40)</b>	<b>(652.33)</b>	EV/EBITDA	15.85	6.22	24.80	14.14	10.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	19.71	7.26	29.03	15.45	11.11
<b>现金净增加额</b>	<b>1,858.65</b>	<b>(745.25)</b>	<b>2,081.35</b>	<b>(804.05)</b>	<b>3,923.61</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com