

中际旭创 (300308.SZ)

高速光模块需求持续释放

买入

核心观点

一季度净利润延续环比增长趋势。公司发布2023年报及2024年一季度报告。2023年公司实现营收107.2亿元，同比增长11.2%；实现归母净利润21.7亿元，同比增长77.6%。2024年一季度，公司实现营业收入48.4亿元，同比增长163.6%，环比增长31.3%；实现归母净利润10.1亿元，同比增长303.8%，环比增长15.0%，延续持续环比增长趋势。

产品结构与价格年降影响一季度毛利率。随着高速产品交付提升，公司毛利率整体呈现提升趋势，2023年公司毛利率约为33.0%，同比+3.7pct，分季度来看实现毛利率的持续环比提升；2024年一季度，公司毛利率受产品结构（400G上量较快）以及一季度执行新的产品年降等因素影响，环比下降-2.6pct至32.8%。综合来看，考虑到后续800G等产品持续上量，良率、生产效率提升以及BOM成本优化，毛利率仍有提升空间。

高速光模块需求迭代加速。提高网络带宽性能是AI训练集群的核心提升要素之一，高速光模块技术迭代有望加速。英伟达已于GTC 2024期间发布下一代Blackwell系列产品，GB200等新产品有望加速1.6T光模块应用。根据公司公告，公司目前1.6T产品已在海外重点客户进入送样测试环节，预计在下半年会完成认证，并进入到客户下单环节，预计在明年看到规模上量。

前瞻布局硅光等新技术，行业龙头地位稳固。公司具备硅光芯片的设计能力，在硅光的技术储备和产品进度处于领先地位。根据公司公告，400G和800G硅光单模产品上量较快，未来1.6T也有望应用。除此以外，公司在LPO、CPO、3D封装技术领域积极研发布局，例如OFC 2024期间，公司现场演示1.6T-LPO-DR8 OSFP模块等LPO产品。公司在前沿继技术领域持续布局，行业龙头地位稳固，有望受益高速光模块产品迭代和新技术应用。

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。

考虑到高速光模块迭代趋势加速，1.6T光模块等产品有望于2025年上量；AI市场需求方面，除800G光模块需求持续上量外，配合以太网交换机的400G光模块也正快速上量。基于此我们上调2024-2025年公司盈利预测，新增2026年盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为50.5/80.0/103.1亿元（此前预计2024-2025年归母净利润分别为45.7/60.0亿元），对应PE分别为25/16/12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

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 9,642 | 10,718 | 27,030 | 40,083 | 50,092 |
| (+/-%) | 25.3% | 11.2% | 152.2% | 48.3% | 25.0% |
| 归母净利润(百万元) | 1224 | 2174 | 5049 | 7993 | 10308 |
| (+/-%) | 39.6% | 77.6% | 132.3% | 58.3% | 29.0% |
| 每股收益(元) | 1.53 | 2.71 | 6.29 | 9.96 | 12.84 |
| EBIT Margin | 14.5% | 20.4% | 20.3% | 22.6% | 23.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.2% | 15.2% | 27.2% | 32.0% | 31.1% |
| 市盈率 (PE) | 103.6 | 58.5 | 25.2 | 15.9 | 12.3 |
| EV/EBITDA | 71.2 | 49.8 | 23.4 | 14.7 | 11.6 |
| 市净率 (PB) | 10.62 | 8.91 | 6.85 | 5.10 | 3.83 |

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

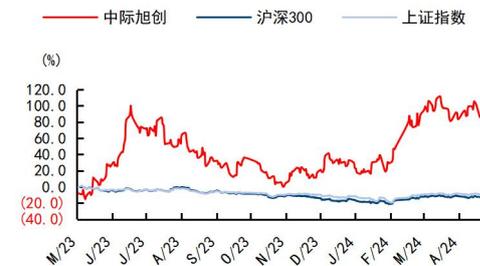
通信·通信设备

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

基础数据

| | | |
|------------|------|------------------|
| 投资评级 | 合理估值 | 买入(维持) |
| 收盘价 | | 158.36元 |
| 总市值/流通市值 | | 127136/118535百万元 |
| 52周最高价/最低价 | | 186.08/72.05元 |
| 近3个月日均成交额 | | 4644.41百万元 |

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)-高速光模块需求提速，四季度利润延续环比增长》——2024-01-29
- 《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

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、%)



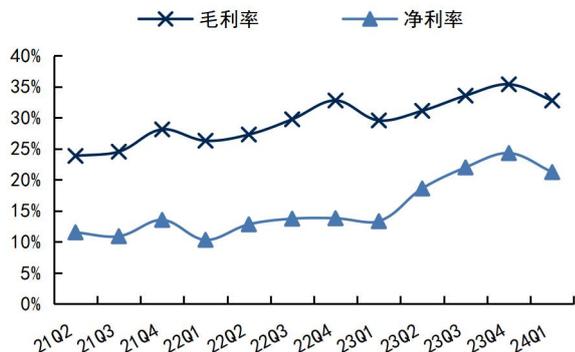
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 中际旭创单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



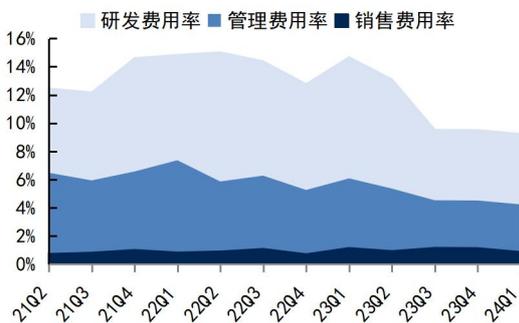
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 中际旭创单季度毛利率、净利率变化情况

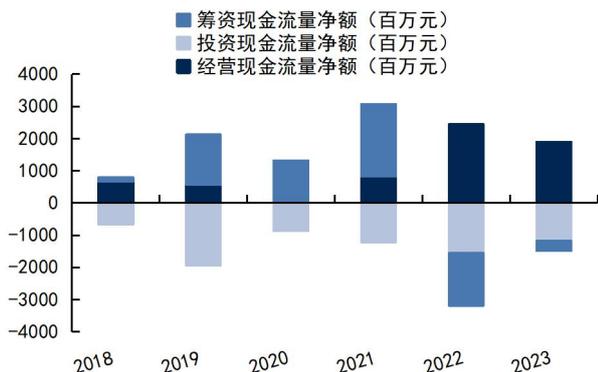


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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：

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：数通市场中，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；电信市场方面，国内高速 PON 产品的客户集中度越来越高，导致产品价格和毛利率降幅较大。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；一季度以来，400G 光模块受益于配合以太网交换机的 AI 需求逐步放量。展望后续，光模块技术迭代加速，目前 1.6T 产品已在海外重点客户进入送样测试环节，预计在下半年会完成认证，并进入到客户下单环节，预计在明年看到规模上量。基于此上调 2024-2025 年公司高速率光模块增速预期，预计 2024-2025 年公司在高速光模块收入增速分别为 167%/50%（调整前为 127%/38%）。

毛利率：由于产品迭代加速，高速率产品占比进一步提高，同时公司持续提升良率、生产效率提升以及 BOM 成本优化，光模块产品年降幅度对毛利率的影响一定程度缓解。因此略微调整此前 2024-2025 毛利率假设。我们调整 2024-2025 年毛利率水平为 34.2%/35.2%（调整前为 34.3%/33.7%）。

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。

4、汽车光电子：

汽车光电子业务收入在公司营收中占比较低，假设收入增速和毛利率平稳。

表1: 中际旭创营收拆分

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 中低速光模块 | | | | |
| 收入 (百万元) | 383 | 352 | 307 | 275 |
| 增速 | -18.2% | -8.2% | -12.7% | -10.6% |
| 毛利率 | 10.5% | 13.0% | 12.9% | 12.7% |
| 高速光模块 | | | | |
| 收入 (百万元) | 9799 | 26150 | 39230 | 49251 |
| 增速 | 9.6% | 166.9% | 50.0% | 25.5% |
| 毛利率 | 34.4% | 35.0% | 35.7% | 50.4% |
| 光组件 | | | | |
| 收入 (百万元) | 202 | 198 | 196 | 194 |
| 增速 | -12% | -2% | -1% | -1% |
| 毛利率 | 1.3% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 汽车光电子 | | | | |
| 收入 (百万元) | 334 | 384 | 430 | 473 |
| 增速 | | 15% | 10% | 10% |
| 毛利率 | 17.4% | 17.4% | 17.4% | 17.4% |
| 合计 | | | | |
| 总营收 (百万元) | 10718 | 26700 | 39733 | 49719 |
| 增速 | 11.4% | 152.2% | 48.3% | 25.0% |
| 毛利率 | 33.0% | 34.2% | 35.2% | 32.9% |

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: 考虑到高速光模块迭代趋势加速, 1.6T 光模块等产品有望于 2025 年上量; AI 市场需求方面, 除 800G 光模块需求持续上量外, 配合以太网交换机的 400G 光模块也正快速上量。基于此我们上调 2024-2025 年公司盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 50.5/80.0/103.1 亿元(此前预计 2024-2025 年归母净利润分别为 45.7/60.0 亿元), 对应 PE 分别为 25/16/12 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 (4月22日) | EPS (元) | | | PE | | | PB | 总市值 (亿元) |
|-----------|------|------|------------|---------|-------|-------|------|-------|-------|------|----------|
| | | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | | |
| 300308.SZ | 中际旭创 | 买入 | 158.36 | 2.71 | 6.29 | 9.96 | 58.5 | 25.2 | 15.9 | 6.9 | 1,271 |
| 300394.SZ | 天孚通信 | 买入 | 154.80 | 1.85 | 3.12 | 4.31 | 83.7 | 49.7 | 36.0 | 14.6 | 611 |
| 300502.SZ | 新易盛 | 无评级 | 65.15 | 0.97 | 1.81 | 2.47 | 67.2 | 36.0 | 26.3 | 6.9 | 463 |
| 002281.SZ | 光迅科技 | 无评级 | 33.43 | 0.73 | 0.90 | 1.03 | 45.8 | 37.1 | 32.3 | 3.5 | 266 |
| | 平均 | | | | | | 65.5 | 40.9 | 31.5 | 8.3 | |

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) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 2831 | 3317 | 3221 | 2453 | 6867 | 营业收入 | 9642 | 10718 | 27030 | 40083 | 50092 |
| 应收款项 | 1618 | 2933 | 6888 | 9303 | 12699 | 营业成本 | 6816 | 7182 | 18288 | 26376 | 32455 |
| 存货净额 | 3888 | 4295 | 11532 | 16223 | 20287 | 营业税金及附加 | 63 | 51 | 135 | 200 | 250 |
| 其他流动资产 | 230 | 359 | 774 | 1148 | 1515 | 销售费用 | 91 | 125 | 311 | 449 | 551 |
| 流动资产合计 | 9587 | 11319 | 22894 | 29766 | 41879 | 管理费用 | 507 | 434 | 935 | 1291 | 1569 |
| 固定资产 | 3453 | 4276 | 4058 | 3895 | 3617 | 研发费用 | 767 | 739 | 1865 | 2726 | 3406 |
| 无形资产及其他 | 322 | 401 | 384 | 368 | 352 | 财务费用 | (22) | (84) | 20 | 40 | (88) |
| 投资性房地产 | 2559 | 3080 | 3080 | 3080 | 3080 | 投资收益 | 103 | 323 | 300 | 200 | 50 |
| 长期股权投资 | 636 | 930 | 1096 | 1285 | 1501 | 资产减值及公允价值变动 | (287) | (153) | (100) | (100) | (100) |
| 资产总计 | 16557 | 20007 | 31513 | 38394 | 50430 | 其他收入 | (676) | (687) | (1865) | (2726) | (3406) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1273 | 621 | 4326 | 988 | 893 | 营业利润 | 1327 | 2494 | 5676 | 9101 | 11899 |
| 应付款项 | 1378 | 2163 | 4753 | 6887 | 9061 | 营业外净收支 | 24 | (2) | 20 | 20 | 0 |
| 其他流动负债 | 613 | 1576 | 2386 | 3956 | 5507 | 利润总额 | 1352 | 2492 | 5696 | 9121 | 11899 |
| 流动负债合计 | 3264 | 4360 | 11465 | 11831 | 15461 | 所得税费用 | 118 | 285 | 570 | 1003 | 1428 |
| 长期借款及应付债券 | 696 | 319 | 319 | 319 | 319 | 少数股东损益 | 10 | 34 | 78 | 125 | 163 |
| 其他长期负债 | 528 | 553 | 597 | 618 | 648 | 归属于母公司净利润 | 1224 | 2174 | 5049 | 7993 | 10308 |
| 长期负债合计 | 1224 | 872 | 916 | 937 | 967 | 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 4488 | 5232 | 12381 | 12768 | 16428 | 净利润 | 1224 | 2174 | 5049 | 7993 | 10308 |
| 少数股东权益 | 124 | 513 | 580 | 680 | 810 | 资产减值准备 | 264 | (199) | 280 | (16) | (27) |
| 股东权益 | 11945 | 14261 | 18552 | 24946 | 33193 | 折旧摊销 | 445 | 470 | 454 | 495 | 520 |
| 负债和股东权益总计 | 16557 | 20007 | 31513 | 38394 | 50430 | 公允价值变动损失 | 287 | 153 | 100 | 100 | 100 |
| | | | | | | 财务费用 | (22) | (84) | 20 | 40 | (88) |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | 954 | (797) | (7884) | (3771) | (4099) |
| 每股收益 | 1.53 | 2.71 | 6.29 | 9.96 | 12.84 | 其它 | (256) | 230 | (214) | 116 | 157 |
| 每股红利 | 0.29 | 0.26 | 0.94 | 1.99 | 2.57 | 经营活动现金流 | 2918 | 2030 | (2215) | 4917 | 6960 |
| 每股净资产 | 14.91 | 17.76 | 23.11 | 31.07 | 41.34 | 资本开支 | 0 | (856) | (600) | (400) | (300) |
| ROIC | 10.55% | 15.61% | 27% | 35% | 42% | 其它投资现金流 | (1018) | 604 | (63) | (159) | 127 |
| ROE | 10.25% | 15.24% | 27% | 32% | 31% | 投资活动现金流 | (1123) | (547) | (829) | (748) | (389) |
| 毛利率 | 29% | 33% | 32% | 34% | 35% | 权益性融资 | 64 | 260 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 15% | 20% | 20% | 23% | 24% | 负债净变化 | (566) | (377) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 19% | 25% | 22% | 24% | 25% | 支付股利、利息 | (233) | (207) | (757) | (1599) | (2062) |
| 收入增长 | 25% | 11% | 152% | 48% | 25% | 其它融资现金流 | (946) | (90) | 3705 | (3338) | (95) |
| 净利润增长率 | 40% | 78% | 132% | 58% | 29% | 融资活动现金流 | (2479) | (997) | 2948 | (4937) | (2157) |
| 资产负债率 | 28% | 29% | 41% | 35% | 34% | 现金净变动 | (684) | 486 | (96) | (768) | 4414 |
| 股息率 | 0.2% | 0.2% | 0.6% | 1.3% | 1.6% | 货币资金的期初余额 | 3515 | 2831 | 3317 | 3221 | 2453 |
| P/E | 103.6 | 58.5 | 25.2 | 15.9 | 12.3 | 货币资金的期末余额 | 2831 | 3317 | 3221 | 2453 | 6867 |
| P/B | 10.6 | 8.9 | 6.9 | 5.1 | 3.8 | 企业自由现金流 | 0 | 755 | (3084) | 4371 | 6559 |
| EV/EBITDA | 71.2 | 49.8 | 23.4 | 14.7 | 11.6 | 权益自由现金流 | 0 | 288 | 604 | 996 | 6542 |

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