

AI 推动速率代际缩短，看好年内 800G 放量

——中际旭创（300308）2023 年年报及 2024 年 Q1 预告点评

事件：

4月21日，中际旭创发布2023年及2024年第一季度报告。2023年，公司实现营业总收入107.18亿元，同比增长11.16%；实现归母净利润21.74亿元，同比增长77.58%。2024年Q1，公司实现营业总收入48.43亿元，同比增长163.59%，环比增长31.32%；实现归母净利润10.09亿元，同比增长303.84%，环比增长15%。

点评：

● 400G/800G 产品占比提升，盈利能力显著增强

收入端，公司400G/800G产品占比逐步提升，带动营业收入逐季放量，产能布局作为交付能力的重要保障也在持续推进，“苏州旭创光模块业务总部暨研发中心建设项目”、“铜陵旭创高端光模块生产基地项目”募集资金建设项目也在持续推进。**毛利率端**，2024Q1同比提升3.21个百分点，环比下降2.61个百分点，环比下降原因主要系：1) 每年初产品会执行新价格，从而对毛利产生一定影响；2) 产品结构变化，2024Q1 400G 上量节奏相较 800G 快一些，毛利相较 800G 低一些，从而亦对毛利产生一定影响；3) 受到一定原材料的库存价格影响，但目前核心原材料的周转约为3个月，预计Q2该方面的影响会消除。**费用端**，2024Q1，受君歌电子并表影响，期间费用绝对值有增长，但季度同环比的期间费用率均有大幅下降，其中同比下降7.18个百分点，环比下降3.41个百分点。此外，2024年的股权激励费用共有2亿左右，Q1已产生接近5千万的影响。

● 高速率产品需求趋势向上，硅光渗透快速提升

分速率看，400G及800G速率产品占比快速提升（800G受到EML等原材料紧缺影响，行业交付量未达客户需求量），1.6T已进入送样测试环节，预计明年可以看到规模上量。**分结构看**，硅光方案中，目前主要用于单模场景，对应500m或2km，在400G及800G方案中占比快速提升；1.6T方案中，也会有硅光的方案提供。LPO方案中，业内普遍认为只适用于特定的短距离应用场景，目前公司在800G-1.6T速率中均有相关技术储备。

● 投资建议与盈利预测

公司作为领先光模块供应商，在多个速率、结构均有技术储备，将充分享受行业爆发引致的红利。我们预计2024-2026年，公司归母净利润分别为49、65和78亿元，对应PE估值分别为26、19、16倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

AI 硬件需求及部署节奏不及预期、宏观经济波动风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9641.79	10717.98	25771.10	32934.94	38217.15
收入同比(%)	25.29	11.16	140.45	27.80	16.04
归母净利润(百万元)	1223.99	2173.53	4867.06	6547.34	7808.71
归母净利润同比(%)	39.57	77.58	123.92	34.52	19.27
ROE(%)	10.25	15.24	25.89	26.70	24.93
每股收益(元)	1.09	1.93	4.33	5.83	6.95
市盈率(P/E)	145.42	81.89	26.13	19.42	16.28

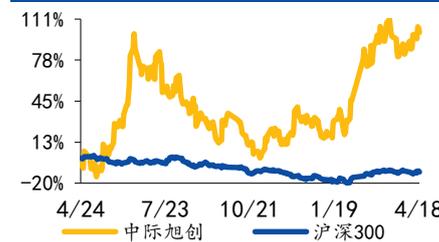
资料来源：Wind，国元证券研究所

买入|维持

基本数据

52周最高/最低价(元): 179.99 / 72.54
A股流通股(百万股): 748.52
A股总股本(百万股): 802.83
流通市值(百万元): 127771.73
总市值(百万元): 137042.44

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

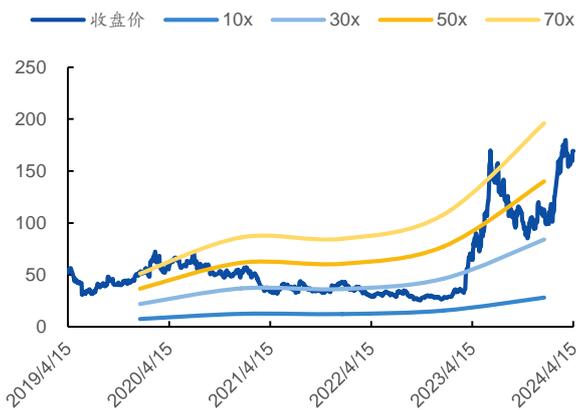
报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
电话 021-51097188
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
联系人 郝润祺
电话 021-51097188
邮箱 haorunqi@gyzq.com.cn

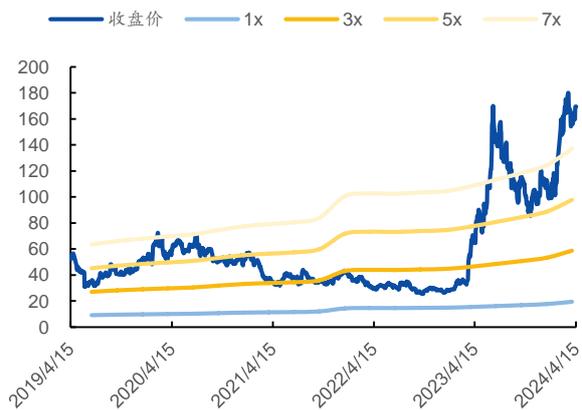
表 1: 季度财务表现回溯

单位: 亿元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	20.89	21.42	26.34	27.77	18.37	21.67	30.26	36.88	48.43
yoy					-12%	1%	15%	33%	164%
qoq		3%	23%	5%	-34%	18%	40%	22%	31%
营业成本	15.40	15.58	18.51	18.67	12.94	14.93	20.11	23.83	32.56
毛利润	5.49	5.84	7.83	9.10	5.43	6.74	10.15	13.04	15.86
营业税金及附加	0.06	0.06	0.06	0.46	0.04	0.05	0.07	0.34	0.36
营业费用	0.19	0.21	0.30	0.21	0.22	0.21	0.37	0.44	0.45
管理费用	1.37	1.07	1.37	1.27	0.91	0.96	1.02	1.44	1.29
研发费用	1.54	1.95	2.12	2.06	1.56	1.66	1.49	2.68	2.57
财务费用	0.20	-0.39	-0.20	0.17	0.16	-0.73	-0.05	-0.22	-0.25
营业利润	2.33	2.92	4.10	3.93	2.70	4.44	7.55	10.25	11.70
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.27	0.00	0.01	0.00	0.01	0.06
营业外支出	0.00	0.02	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	0.00
利润总额	2.33	2.90	4.09	4.19	2.70	4.44	7.55	10.23	11.75
所得税	0.18	0.16	0.48	0.36	0.26	0.42	0.90	1.28	1.48
少数股东权益	-0.02	-0.01	0.01	0.11	-0.05	0.39	-0.17	0.18	0.18
归母净利润	2.17	2.75	3.60	3.71	2.50	3.64	6.82	8.78	10.09
每股收益	0.27	0.34	0.45	0.46	0.31	0.45	0.85	1.09	1.26

资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 1: P/E Band


资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 2: P/B Band


资料来源: Wind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9587.10	11319.39	17844.67	24266.22	31593.70
现金	2831.02	3317.28	4105.99	4839.23	9396.88
应收账款	1509.25	2581.37	2526.35	5118.81	5753.57
其他应收款	52.93	28.08	128.45	140.89	161.89
预付账款	64.35	59.31	141.09	187.39	214.10
存货	3887.95	4294.66	9907.23	12627.21	14650.51
其他流动资产	1241.59	1038.70	1035.56	1352.69	1416.75
非流动资产	6969.89	8687.35	8729.70	9166.75	9474.82
长期投资	635.74	930.33	765.45	798.79	809.60
固定资产	3216.99	3947.63	4433.25	4795.81	5077.03
无形资产	322.14	400.52	365.66	340.84	325.91
其他非流动资产	2795.02	3408.88	3165.34	3231.30	3262.28
资产总计	16556.99	20006.75	26574.37	33432.97	41068.52
流动负债	3264.24	4360.48	6596.20	7994.51	9078.32
短期借款	385.19	62.20	291.80	230.83	223.05
应付账款	1135.78	1856.96	3878.17	5039.43	5957.75
其他流动负债	1743.27	2441.33	2426.23	2724.25	2897.52
非流动负债	1223.74	871.77	602.46	257.80	-88.89
长期借款	695.89	318.72	60.93	-285.29	-633.12
其他非流动负债	527.85	553.04	541.53	543.09	544.23
负债合计	4487.99	5232.25	7198.66	8252.31	8989.42
少数股东权益	123.79	513.48	573.77	657.24	759.67
股本	800.96	802.83	1123.96	1123.96	1123.96
资本公积	7931.84	8057.57	7736.44	7736.44	7736.44
留存收益	3966.18	5982.43	10488.22	16255.93	23034.67
归属母公司股东权益	11945.21	14261.02	18801.94	24523.42	31319.42
负债和股东权益	16556.99	20006.75	26574.37	33432.97	41068.52

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2448.94	1897.13	1784.35	2820.65	6636.60
净利润	1233.69	2207.65	4927.35	6630.81	7911.14
折旧摊销	480.83	516.62	557.88	646.09	732.31
财务费用	-22.20	-83.57	-36.68	-61.67	-130.34
投资损失	-103.26	-323.17	-100.00	-138.92	-138.92
营运资金变动	285.51	-832.09	-4106.29	-4472.78	-1849.78
其他经营现金流	574.37	411.68	542.09	217.12	112.20
投资活动现金流	-1552.88	-1176.17	-774.97	-919.49	-822.97
资本支出	791.83	1704.46	892.86	892.86	892.86
长期投资	1103.11	-501.25	-214.61	48.99	11.27
其他投资现金流	342.06	27.03	-96.73	22.36	81.16
筹资活动现金流	-1641.31	-315.89	-220.67	-1167.91	-1255.98
短期借款	-408.65	-323.00	229.61	-60.97	-7.78
长期借款	-565.73	-377.17	-257.79	-346.22	-347.83
普通股增加	0.87	1.86	321.13	0.00	0.00
资本公积增加	132.69	125.72	-321.13	0.00	0.00
其他筹资现金流	-800.48	256.69	-192.50	-760.72	-900.37
现金净增加额	-680.86	425.37	788.71	733.25	4557.64

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9641.79	10717.98	25771.10	32934.94	38217.15
营业成本	6815.59	7181.88	17636.41	22506.56	26090.78
营业税金及附加	63.00	50.63	128.73	169.99	192.35
营业费用	90.73	124.84	271.69	353.13	413.37
管理费用	506.80	433.59	1520.49	1811.42	2060.25
研发费用	767.02	739.37	715.54	732.06	727.77
财务费用	-22.20	-83.57	-36.68	-61.67	-130.34
资产减值损失	-339.98	-149.13	-201.68	-207.21	-195.69
公允价值变动收益	52.55	-3.48	25.39	20.29	18.03
投资净收益	103.26	323.17	100.00	138.92	138.92
营业利润	1327.39	2494.10	5529.62	7443.50	8890.63
营业外收入	28.00	2.50	10.77	10.89	9.45
营业外支出	3.85	4.13	4.04	4.04	4.05
利润总额	1351.55	2492.46	5536.35	7450.35	8896.03
所得税	117.86	284.81	609.00	819.54	984.89
净利润	1233.69	2207.65	4927.35	6630.81	7911.14
少数股东损益	9.70	34.12	60.29	83.48	102.43
归属母公司净利润	1223.99	2173.53	4867.06	6547.34	7808.71
EBITDA	1786.03	2927.15	6050.82	8027.92	9492.60
EPS (元)	1.53	2.71	4.33	5.83	6.95

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	25.29	11.16	140.45	27.80	16.04
营业利润(%)	37.85	87.89	121.71	34.61	19.44
归属母公司净利润(%)	39.57	77.58	123.92	34.52	19.27
获利能力					
毛利率(%)	29.31	32.99	31.57	31.66	31.73
净利率(%)	12.69	20.28	18.89	19.88	20.43
ROE(%)	10.25	15.24	25.89	26.70	24.93
ROIC(%)	12.42	19.99	32.81	33.77	36.33
偿债能力					
资产负债率(%)	27.11	26.15	27.09	24.68	21.89
净负债比率(%)	43.88	17.96	14.10	7.40	2.63
流动比率	2.94	2.60	2.71	3.04	3.48
速动比率	1.65	1.55	1.10	1.35	1.76
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.59	1.11	1.10	1.03
应收账款周转率	5.41	5.13	9.89	8.44	6.89
应付账款周转率	5.82	4.80	6.15	5.05	4.74
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.93	4.33	5.83	6.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	1.69	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	10.63	12.69	16.73	21.82	27.87
估值比率					
P/E	145.42	81.89	26.13	19.42	16.28
P/B	14.90	12.48	6.76	5.19	4.06
EV/EBITDA	68.97	42.08	20.36	15.34	12.98

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188