

中际旭创（300308）2024年一季度点评

# 行业高景气，高端光模块持续迭代

2024年04月24日

## 【投资要点】

- ◆ **公司发布2024年一季度报：**公司1Q24年实现营收48.42亿元（同比+163.59%），归母净利润10.09亿元（同比+303.84%）。公司一季度收入、毛利率、净利率、归母净利润均同比向好。通常公司每年一季度会执行新的价格年降，产品结构上，400G在Q1上量比800G相对快一些，毛利较800G低一些，两者对综合毛利率会有一些影响。2024公司会持续在泰国的产能加大资本开支，进一步提高面向海外客户的出货量，并配合重点客户800G和1.6T上量做准备。
- ◆ **公司同时发布2023年年报：**2023公司实现营业收入107.18亿元，同比增长11.16%，归母净利润21.74亿元，同比增加77.58%，主要得益于800G/400G等高端产品出货比重的逐渐增加、产品结构不断优化以及持续的降本增效，产品毛利率、净利润率进一步得到提升。公司持续推进募集资金建设项目“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”的进展，将进一步提升了公司高端产品产能，为保障客户在高端光模块技术迭代和规模上量奠定基础。公司拥有全面的1.6TOSFP系列光模块产品，并在业界率先推出1.6T-DR80SFP224LP0；该系列产品主要采用8x200G的方案，除了传统的EML设计，还采用了硅光为基础的方案。该系列产品符合IEE802.3df和OSFP1600MSA标准，支持CMIS5.x，应用于1.6T以太网、数据中心和云网络。2023年公司在OFC2023现场演示了1.6TOSFP-XDDR8+可插拔光模块、基于5nmDSP和先进硅光子技术的第二代800G光模块以及400GZR和400DZR+QSFP-DD相干光模块。中际旭创集高端光通信收发模块的研发、设计、封装、测试和销售于一体，为云数据中心客户提供100G、200G、400G和800G等高速光模块，为电信设备商客户提供5G前传、中传和回传光模块以及应用于骨干网和核心网传输光模块等高端整体解决方案。凭借行业领先的技术研发能力、低成本产品制造能力和全面交付能力等优势，公司赢得了海内外客户的广泛认可，并保持了市场份额的持续成长。Lightcounting在最新发布的2022年度光模块厂商排名中，公司和行业头部企业并列全球第一。
- ◆ **行业方面：**2023Q4海外云巨头的（微软、亚马逊、苹果、Meta、谷歌）合计资本开支同比提升4.81%至441.64亿美元。根据Factset一

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

## 东方财富证券研究所

证券分析师：邹杰

证书编号：S1160523010001

联系人：刘琦

电话：021-23586475

## 相对指数表现



## 基本数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总市值（百万元）     | 135091.57    |
| 流通市值（百万元）    | 125952.84    |
| 52周最高/最低（元）  | 186.08/72.05 |
| 52周最高/最低（PE） | 108.62/41.03 |
| 52周最高/最低（PB） | 11.43/4.86   |
| 52周涨幅（%）     | 97.37        |
| 52周换手率（%）    | 1124.40      |

## 相关研究

致预期，2024 年合计资本开支将同比增长 27.2%至 1938.3 亿美元。2023 年政策层面对算力产业链不断加码，也助推数字经济蓬勃发展，光模块作为算力环节中国国产化程度高，技术储备前沿的核心产品，在算力持续升级及需求大幅增长等因素的驱动下，将迎来快速增长。据 Lightcounting 预计，2029 年中国光模块市场规模有望达 65 亿美元。数据中心为企业存储、处理和管理大量数据的关键基础设施，加之全球范围内包括视频流媒体、社交媒体、电子商务等用户对于在线服务和内容的需求不断增加，驱动全球数据中心规模扩张，据中国信息通信研究院测算 2021 年全球计算设备算力总规模达到 615EFlops，增速达到 44%，2030 年全球算力规模达到 56ZFlops，据此计算 2022-2030 年全球算力规模年均复合增速达约 65%。根据 Lightcounting 的预测，光通信行业已经处在硅光技术 SiP 规模应用的转折点，硅光将在 2021-2026 年继续获得市场份额，全球硅光模块市场将在 2026 年达到近 80 亿美元，有望占到一半的市场份额，与传统可插拔光模块平分市场，2021 年至 2026 年硅光模块整体累计规模将接近 300 亿美元。旭创在产品研发和技术研究方面持续重点投入，公司的相干产品支持 5G 回传、边缘网络、城域和 DCI 互连等应用，目前 400G 全系列相干产品已实现批量发货，此外公司还推出业界最高输出功率 400GZR/OpenZR+QSFP-DD 相干模块，输出光功率可以达到+5dBm，模块功耗业界最低，Omdia 预计 2025 年相干将达到 250 万支规模，2022-2025 年 400G 相干光模块年复合增长率将超 40%，讯石预测 2023 年-2028 年 ZR 光模块市场规模将从约 30 亿元，增长到超过 60 亿元。

## 【投资建议】

公司主营业务为高端光通信收发模块以及光器件的研发、生产及销售，产品服务于云计算数据中心、数据通信、5G 无线网络、电信传输和固网接入等领域的国内外客户。公司注重技术研发，并推动产品向高速率、小型化、低功耗、低成本方向发展，为云数据中心客户提供 100G、200G、400G、800G 和 1.6T 的高速光模块，为电信设备商客户提供 5G 前传、中传和回传光模块，应用于城域网、骨干网和核心网传输光模块以及应用于固网 FTTH 光纤接入的光器件等高端整体解决方案，在行业内保持了出货量和市场份额的领先优势。公司自成立以来，一直聚焦光模块行业的发展，现有 1.6T、800G、400G、200G、100G、40G、25G 和 10G 等多个产品类型，能够满足各场景的应用，为云计算数据中心、无线接入以及传输等领域客户提供最佳光通信模块解决方案。同时，由于生产规模及供货能力位居行业前列，规模优势大幅提升公司承接大额订单能力的同时有效降低了公司的制造及采购成本，为市场竞争力持续领先提供强力支持。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 211.01/273.97/342.20 亿元，归母净利润分别为 45.00/60.04/76.92 亿元，对应 EPS 分别为 5.61/7.48/9.58 元，2024-2026 年 PE 分别为 28.25/21.17/16.53 倍，给予“增持”评级。

## 盈利预测

| 项目\年度         | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 10717.98 | 21101.16 | 27397.68 | 34220.97 |
| 增长率(%)        | 11.16%   | 96.88%   | 29.84%   | 24.90%   |
| EBITDA（百万元）   | 2670.20  | 5724.63  | 7538.23  | 9573.93  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 2173.53  | 4500.37  | 6004.12  | 7692.35  |
| 增长率(%)        | 77.58%   | 107.05%  | 33.41%   | 28.12%   |
| EPS(元/股)      | 2.80     | 5.61     | 7.48     | 9.58     |
| 市盈率 (P/E)     | 40.33    | 28.25    | 21.17    | 16.53    |
| 市净率 (P/B)     | 6.36     | 6.78     | 5.27     | 4.11     |
| EV/EBITDA     | 33.06    | 21.56    | 16.10    | 12.34    |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ AI 需求波动风险；
- ◆ 中美科技摩擦风险；
- ◆ 行业竞争加剧风险。

## 资产负债表 (百万元)

| 至 12 月 31 日    | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>11319.39</b> | <b>18798.49</b> | <b>25574.99</b> | <b>33852.46</b> |
| 货币资金           | 3317.28         | 4790.24         | 6911.04         | 10192.23        |
| 应收及预付          | 2964.10         | 5441.20         | 7824.69         | 9771.93         |
| 存货             | 4294.66         | 7757.91         | 9992.65         | 13001.67        |
| 其他流动资产         | 743.36          | 809.15          | 846.61          | 886.63          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>8687.35</b>  | <b>9423.26</b>  | <b>10257.36</b> | <b>11241.88</b> |
| 长期股权投资         | 930.33          | 720.33          | 499.83          | 268.31          |
| 固定资产           | 3947.63         | 4691.07         | 5569.03         | 6608.44         |
| 在建工程           | 328.57          | 420.81          | 513.06          | 605.30          |
| 无形资产           | 400.52          | 478.89          | 557.26          | 635.64          |
| 其他长期资产         | 3080.31         | 3112.16         | 3118.17         | 3124.19         |
| <b>资产总计</b>    | <b>20006.75</b> | <b>28221.75</b> | <b>35832.35</b> | <b>45094.34</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>4360.48</b>  | <b>7959.28</b>  | <b>10082.23</b> | <b>12355.20</b> |
| 短期借款           | 62.20           | 87.20           | 114.70          | 144.95          |
| 应付及预收          | 2163.48         | 4206.61         | 5418.37         | 6714.25         |
| 其他流动负债         | 2134.80         | 3665.47         | 4549.16         | 5496.00         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>871.77</b>   | <b>928.39</b>   | <b>961.39</b>   | <b>997.69</b>   |
| 长期借款           | 318.72          | 343.72          | 371.22          | 401.47          |
| 应付债券           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他非流动负债        | 553.04          | 584.67          | 590.17          | 596.22          |
| <b>负债合计</b>    | <b>5232.25</b>  | <b>8887.67</b>  | <b>11043.62</b> | <b>13352.89</b> |
| 实收资本           | 802.83          | 802.83          | 802.83          | 802.83          |
| 资本公积           | 8057.57         | 8490.39         | 8490.39         | 8490.39         |
| 留存收益           | 5982.43         | 10037.04        | 15397.43        | 22229.39        |
| 归属母公司股东权益      | 14261.02        | 18749.95        | 24110.34        | 30942.30        |
| 少数股东权益         | 513.48          | 584.13          | 678.39          | 799.15          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>20006.75</b> | <b>28221.75</b> | <b>35832.35</b> | <b>45094.34</b> |

## 利润表 (百万元)

| 至 12 月 31 日     | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>10717.98</b> | <b>21101.16</b> | <b>27397.68</b> | <b>34220.97</b> |
| 营业成本            | 7181.88         | 13964.23        | 17986.77        | 22288.57        |
| 税金及附加           | 50.63           | 99.69           | 129.43          | 161.67          |
| 销售费用            | 124.84          | 196.24          | 254.80          | 318.26          |
| 管理费用            | 433.59          | 569.73          | 739.74          | 923.97          |
| 研发费用            | 739.37          | 1118.36         | 1452.08         | 1813.71         |
| 财务费用            | -83.57          | -49.33          | -76.48          | -116.35         |
| 资产减值损失          | -149.13         | -150.73         | -168.63         | -188.31         |
| 公允价值变动收益        | -3.48           | -4.10           | -4.92           | -5.90           |
| 投资净收益           | 323.17          | 21.10           | 27.40           | 34.22           |
| 资产处置收益          | -5.75           | -11.31          | -14.69          | -18.35          |
| 其他收益            | 66.75           | 105.51          | 136.99          | 171.10          |
| <b>营业利润</b>     | <b>2494.10</b>  | <b>5162.70</b>  | <b>6887.49</b>  | <b>8823.92</b>  |
| 营业外收入           | 2.50            | 3.00            | 3.60            | 4.32            |
| 营业外支出           | 4.13            | 4.96            | 5.95            | 7.14            |
| <b>利润总额</b>     | <b>2492.46</b>  | <b>5160.74</b>  | <b>6885.14</b>  | <b>8821.09</b>  |
| 所得税             | 284.81          | 589.72          | 786.76          | 1007.98         |
| <b>净利润</b>      | <b>2207.65</b>  | <b>4571.02</b>  | <b>6098.38</b>  | <b>7813.11</b>  |
| 少数股东损益          | 34.12           | 70.65           | 94.26           | 120.76          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>2173.53</b>  | <b>4500.37</b>  | <b>6004.12</b>  | <b>7692.35</b>  |
| EBITDA          | 2670.20         | 5724.63         | 7538.23         | 9573.93         |

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

| 至 12 月 31 日    | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1897.13</b>  | <b>2880.58</b>  | <b>4445.29</b>  | <b>6125.87</b>  |
| 净利润            | 2207.65         | 4571.02         | 6098.38         | 7813.11         |
| 折旧摊销           | 525.49          | 613.22          | 729.57          | 869.19          |
| 营运资金变动         | -731.94         | -2481.81        | -2565.17        | -2759.46        |
| 其它             | -104.07         | 178.14          | 182.51          | 203.03          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1176.17</b> | <b>-1308.30</b> | <b>-1525.09</b> | <b>-1812.43</b> |
| 资本支出           | -1681.55        | -1519.61        | -1772.99        | -2078.17        |
| 投资变动           | 463.41          | 210.00          | 220.50          | 231.53          |
| 其他             | 41.97           | 1.30            | 27.40           | 34.22           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-315.89</b>  | <b>-104.65</b>  | <b>-799.40</b>  | <b>-1032.25</b> |
| 银行借款           | 1522.93         | 50.00           | 55.00           | 60.50           |
| 债券融资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股权融资           | 260.05          | 432.82          | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | -2098.87        | -587.47         | -854.40         | -1092.75        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>425.37</b>   | <b>1472.96</b>  | <b>2120.80</b>  | <b>3281.20</b>  |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>2808.53</b>  | <b>3233.90</b>  | <b>4706.86</b>  | <b>6827.66</b>  |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>3233.90</b>  | <b>4706.86</b>  | <b>6827.66</b>  | <b>10108.85</b> |

## 主要财务比率

| 至 12 月 31 日     | 2023A  | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |         |        |        |
| 营业收入增长          | 11.16% | 96.88%  | 29.84% | 24.90% |
| 营业利润增长          | 87.89% | 107.00% | 33.41% | 28.12% |
| 归属母公司净利润增长      | 77.58% | 107.05% | 33.41% | 28.12% |
| <b>获利能力 (%)</b> |        |         |        |        |
| 毛利率             | 32.99% | 33.82%  | 34.35% | 34.87% |
| 净利率             | 20.60% | 21.66%  | 22.26% | 22.83% |
| ROE             | 15.24% | 24.00%  | 24.90% | 24.86% |
| ROIC            | 12.08% | 22.20%  | 23.28% | 23.42% |
| <b>偿债能力</b>     |        |         |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 26.15% | 31.49%  | 30.82% | 29.61% |
| 净负债比率           | -      | -       | -      | -      |
| 流动比率            | 2.60   | 2.36    | 2.54   | 2.74   |
| 速动比率            | 1.54   | 1.34    | 1.51   | 1.65   |
| <b>营运能力</b>     |        |         |        |        |
| 总资产周转率          | 0.59   | 0.88    | 0.86   | 0.85   |
| 应收账款周转率         | 5.24   | 5.80    | 4.75   | 4.44   |
| 存货周转率           | 1.76   | 2.32    | 2.03   | 1.94   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |         |        |        |
| 每股收益            | 2.80   | 5.61    | 7.48   | 9.58   |
| 每股经营现金流         | 2.36   | 3.59    | 5.54   | 7.63   |
| 每股净资产           | 17.76  | 23.35   | 30.03  | 38.54  |
| <b>估值比率</b>     |        |         |        |        |
| P/E             | 40.33  | 28.25   | 21.17  | 16.53  |
| P/B             | 6.36   | 6.78    | 5.27   | 4.11   |
| EV/EBITDA       | 33.06  | 21.56   | 16.10  | 12.34  |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。