

## 中际旭创 (300308)

证券研究报告  
2024年04月29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年年报及2024年一季报。23年实现营业收入107.18亿元, 同增11.16%; 归母净利润21.74亿元, 同增77.58%。24年Q1实现营业收入48.43亿元, 同增163.59%; 归母净利润10.09亿元, 同增303.84%。

**800G出货增加叠加1.6T出货预期, 毛利率仍有向上空间:** 公司24年Q1收入48.43亿元, 同增163.59%, 环增31.32%; 归母净利润10.09亿元, 同增303.84%, 环增15.00%。24年Q1毛利率同增3.21pct, 环降2.61pct, 主要原因: 1) Q1执行新模块采购价格为行业正常现象; 2) Q1 400G光模块放量趋势显著, 400G产品光模块预计相较于800G毛利率略低; 3) 我们推测今年Q1发出库存商品以去年未降价前的原材料价格结转成本。随着800G出货增加叠加1.6T预期下半年出货, 毛利率有望保持向上态势。

**Q1 股权支付费用增加将影响净利表, 公司核心业务盈利能力更优:** 23年对合并报表影响较大的增减项相当: 1) 23年以权益法结算的股权支付费用1.57亿元; 2) 资产减值&信用减值&资产处置等减少项合计约1.64亿元; 3) 投资净收益为增加利润表金额3.23亿元。24年Q1预计仍有较大股权支付费用, 一定程度上影响净利润。

**Q1 收入快速扩张费用率有望显著缩减:** 24Q1 君歌电子纳入合并报表导致销售/管理费用绝对值同增101.43%/42.43%, 研发耗用材料高于去年同期导致研发费用增长64.58%, 但公司收入规模快速扩张导致期间费用率减少7.18pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别减少0.29/2.27/3.20/1.42pct。

**23年苏州旭创单体盈利能力优异, 高端光模块ASP显著提升:** 子公司苏州旭创23年单体收入99.69亿元(占总收入93%), 归母净利润23.85亿元(YoY +88.68%)。23年随着800G出货增长, 公司业务结构不断优化, 高速光模块ASP由22年的1447元/只提升至23年1798元/只。其中, 苏州旭创上半年净利润为7.11亿, 下半年净利润为16.74亿元, AI带动高速光模块逐级出货量显著提升。

**23年存货有备无患, 在产品显著增加:** 公司存货22年末/23年年末/24年一季末分别为38.9亿/42.9亿/52.1亿。对比22年/23年末数据, 库存商品从12.2亿减少至9.6亿表示公司一定概率发货提速; 在产品由9.7亿显著增长至17.8亿, 侧面印证公司产能或将大幅提升; 原材料从20亿微降至18亿元, 如果后续芯片等原材料降价, 有望进一步压缩产品采购成本。

**投资建议:** 考虑到一季度业绩优异, 且AIDC升级及建设需求有望加速。我们上调公司24-26年归母净利润分别为54.19/77.72/91.68亿元(此前预测24-25年为50.13/70.38亿元)对应PE为27X/19X/16X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 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	187.7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)	748.52
A股总市值(百万元)	150,690.48
流通A股市值(百万元)	140,496.51
每股净资产(元)	19.56
资产负债率(%)	25.45
一年内最高/最低(元)	190.00/72.05

## 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-公司点评: AI 拉动 23 年业绩高速增长, 发布“质量回报双提升”》 2024-03-05
- 《中际旭创-公司点评: 23 年 800G 出货增长业绩亮眼, 24 年先发优势凸显 1.6T 提速》 2024-01-31
- 《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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,641.79	10,717.98	23,930.44	30,548.65	36,251.51
增长率(%)	25.29	11.16	123.27	27.66	18.67
EBITDA(百万元)	3,106.21	3,865.91	7,129.85	9,361.13	10,879.71
归属母公司净利润(百万元)	1,223.99	2,173.53	5,419.37	7,771.90	9,168.46
增长率(%)	39.57	77.58	149.34	43.41	17.97
EPS(元/股)	1.52	2.71	6.75	9.68	11.42
市盈率(P/E)	121.25	68.28	27.39	19.10	16.19
市净率(P/B)	12.42	10.41	7.19	5.38	4.15
市销率(P/S)	15.39	13.85	6.20	4.86	4.09
EV/EBITDA	6.22	22.58	20.94	14.18	12.89

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,831.02	3,317.28	0.00	16,863.64	8,972.59	营业收入	9,641.79	10,717.98	23,930.44	30,548.65	36,251.51
应收票据及应收账款	1,565.02	2,904.79	5,736.76	4,446.13	5,623.74	营业成本	6,815.59	7,181.88	15,476.79	19,285.66	23,174.60
预付账款	64.35	59.31	456.59	186.27	586.22	营业税金及附加	63.00	50.63	74.18	91.65	101.50
存货	3,887.95	4,294.66	13,761.59	6,059.78	19,689.78	销售费用	90.73	124.84	174.69	213.84	235.63
其他	1,238.76	743.36	399.64	425.70	453.48	管理费用	506.80	433.59	641.34	803.43	906.29
<b>流动资产合计</b>	<b>9,587.10</b>	<b>11,319.39</b>	<b>20,354.57</b>	<b>27,981.51</b>	<b>35,325.81</b>	研发费用	767.02	739.37	1,268.31	1,527.43	1,721.95
长期股权投资	635.74	930.33	1,030.33	1,130.33	1,230.33	财务费用	(22.20)	(83.57)	7.69	(30.63)	(72.72)
固定资产	3,216.99	3,947.63	3,806.50	3,686.34	3,547.90	资产/信用减值损失	(356.65)	(157.84)	(190.00)	(150.00)	(160.00)
在建工程	236.33	328.57	321.00	315.70	311.99	公允价值变动收益	52.55	(3.48)	62.00	18.00	20.00
无形资产	349.83	448.51	352.48	256.45	160.43	投资净收益	103.26	323.17	55.00	20.00	25.00
其他	2,531.00	3,032.32	2,882.03	2,731.74	2,581.45	其他	294.29	(384.70)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,969.89</b>	<b>8,687.35</b>	<b>8,392.34</b>	<b>8,120.57</b>	<b>7,832.11</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,327.39</b>	<b>2,494.10</b>	<b>6,214.44</b>	<b>8,545.28</b>	<b>10,069.26</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,556.99</b>	<b>20,006.75</b>	<b>28,746.91</b>	<b>36,102.08</b>	<b>43,157.91</b>	营业外收入	28.00	2.50	4.00	4.40	4.84
短期借款	385.19	62.20	445.88	30.00	30.00	营业外支出	3.85	4.13	7.00	7.35	7.72
应付票据及应付账款	1,378.22	2,163.48	3,855.27	3,644.71	2,792.68	<b>利润总额</b>	<b>1,351.55</b>	<b>2,492.46</b>	<b>6,211.44</b>	<b>8,542.33</b>	<b>10,066.38</b>
其他	1,478.41	2,132.20	2,262.54	2,645.81	2,806.32	所得税	117.86	284.81	711.83	691.93	805.31
<b>流动负债合计</b>	<b>3,241.83</b>	<b>4,357.88</b>	<b>6,563.69</b>	<b>6,320.52</b>	<b>5,629.00</b>	<b>净利润</b>	<b>1,233.69</b>	<b>2,207.65</b>	<b>5,499.61</b>	<b>7,850.40</b>	<b>9,261.07</b>
长期借款	695.89	318.72	403.52	1,000.00	500.00	少数股东损益	9.70	34.12	80.24	78.50	92.61
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>1,223.99</b>	<b>2,173.53</b>	<b>5,419.37</b>	<b>7,771.90</b>	<b>9,168.46</b>
其他	527.85	553.04	553.04	553.04	553.04	每股收益(元)	1.52	2.71	6.75	9.68	11.42
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,223.74</b>	<b>871.77</b>	<b>956.57</b>	<b>1,553.04</b>	<b>1,053.04</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,487.99</b>	<b>5,232.25</b>	<b>7,520.26</b>	<b>7,873.57</b>	<b>6,682.05</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	123.79	513.48	584.89	654.76	737.18	<b>成长能力</b>					
股本	800.96	802.83	802.83	802.83	802.83	营业收入	25.29%	11.16%	123.27%	27.66%	18.67%
资本公积	7,931.84	8,057.57	9,063.27	9,063.27	9,063.27	营业利润	37.85%	87.89%	149.17%	37.51%	17.83%
留存收益	3,966.18	5,982.43	10,805.67	17,722.66	25,882.59	归属于母公司净利润	39.57%	77.58%	149.34%	43.41%	17.97%
其他	(753.77)	(581.80)	(30.00)	(15.00)	(10.00)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>12,069.00</b>	<b>14,774.50</b>	<b>21,226.66</b>	<b>28,228.51</b>	<b>36,475.87</b>	毛利率	29.31%	32.99%	35.33%	36.87%	36.07%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,556.99</b>	<b>20,006.75</b>	<b>28,746.91</b>	<b>36,102.08</b>	<b>43,157.91</b>	净利率	12.69%	20.28%	22.65%	25.44%	25.29%
						ROE	10.25%	15.24%	26.25%	28.19%	25.65%
						ROIC	11.55%	22.23%	50.60%	36.34%	77.41%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	27.11%	26.15%	26.16%	21.81%	15.48%
净利润	1,233.69	2,207.65	5,419.37	7,771.90	9,168.46	净负债率	-7.14%	-16.09%	6.63%	-54.11%	-21.61%
折旧摊销	480.83	516.62	534.72	551.49	568.17	流动比率	2.94	2.60	3.10	4.43	6.28
财务费用	120.15	48.57	7.69	(30.63)	(72.72)	速动比率	1.75	1.61	1.00	3.47	2.78
投资损失	(103.26)	(323.17)	(55.00)	(20.00)	(25.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	221.15	(1,423.19)	(10,836.68)	9,477.70	(15,856.57)	应收账款周转率	5.22	4.80	5.54	6.00	7.20
其它	496.38	870.64	142.24	96.50	112.61	存货周转率	2.51	2.62	2.65	3.08	2.82
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,448.94</b>	<b>1,897.13</b>	<b>(4,787.66)</b>	<b>17,846.95</b>	<b>(6,105.05)</b>	总资产周转率	0.58	0.59	0.98	0.94	0.91
资本支出	639.01	1,651.39	290.00	330.00	330.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	105.53	294.59	100.00	100.00	100.00	每股收益	1.52	2.71	6.75	9.68	11.42
其他	(2,297.43)	(3,122.15)	(332.96)	(776.00)	(775.00)	每股经营现金流	3.05	2.36	-5.96	22.23	-7.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,552.88)</b>	<b>(1,176.17)</b>	<b>57.04</b>	<b>(346.00)</b>	<b>(345.00)</b>	每股净资产	14.88	17.76	25.71	34.35	44.52
债权融资	(585.22)	(945.66)	460.80	211.23	(427.28)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(750.39)	299.55	952.55	(848.54)	(1,013.72)	市盈率	121.25	68.28	27.39	19.10	16.19
其他	(305.70)	330.21	0.00	0.00	0.00	市净率	12.42	10.41	7.19	5.38	4.15
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,641.31)</b>	<b>(315.89)</b>	<b>1,413.35</b>	<b>(637.31)</b>	<b>(1,440.99)</b>	EV/EBITDA	6.22	22.58	20.94	14.18	12.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.26	25.70	22.64	15.07	13.60
<b>现金净增加额</b>	<b>(745.25)</b>	<b>405.07</b>	<b>(3,317.28)</b>	<b>16,863.64</b>	<b>(7,891.05)</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