

## 中际旭创 (300308)

证券研究报告  
2024年08月30日

盈利能力环比改善, 产能释放为 800G 增长+1.6T 放量提供支撑

**事件:** 公司发布 2024 年中报, 营收 107.99 亿元 (YoY +169.70%), 归母净利润 23.58 亿元 (YoY 284.26%), 扣非归母净利润 23.33 亿元 (YoY +300.07%)。

**Q2 单季度归母净利润再创新高, 连续 5 个单季度实现同环比双增**

上半年公司业绩高增, 考虑到 24H1 以权益结算的股份支付费用 1.07 亿元 (23H1 为 7266 万元) 同比增长 47.26%, 加回后公司实际盈利能力更优。单季度看, 24Q2 营业收入 59.56 亿元, 同增 174.88% 环增 22.99%, 归母净利润 13.49 亿元, 同增 270.82% 环增 33.68%, 业绩位于预告中上区间。自 AI 催生算力基础设施建设加速, 公司收入和净利润已经连续 5 个单季度实现同环比双增。业绩高增得益于 400G 和 800G 光模块需求显著增长, 且客户加速光模块向 800G 及以上速率迭代。

**高速模块出货增长+降本增效, 盈利能力有望持续提升, 收入扩张费用率显著压缩**

毛利率端, 24H1 公司 400G 和 800G 等高端产品出货比重的快速增加以及持续降本增效, 综合毛利率进一步提升至 33.13%, 同比增长 2.74pct。其中, Q2 单季度毛利率为 33.44%, 同比提升 2.34pct 环比提升 0.68pct。公司规模效应持续凸显, 800G 产品出货增长叠加 1.6T 预期在 Q4 形成增量, 未来毛利率仍有望保持向上趋势。

费用端, 收入规模快速扩张的情况下公司费用率显著压缩, 24H1 期间费用率为 7.92%, 同比减少 4.49pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别减少 0.27/1.83/3.20/-0.81pct, 销售/管理/研发/财务费用分别同比 104.20%/63.83%/62.70%/-15.83%。销售费用增长主要因为控股孙公司君歌电子纳入合并范围带来销售费用增加, 以及职工薪酬和以权益结算的股份支付的增加; 管理费用增长主要因职工薪酬、咨询服务费、租金物业费的增加; 研发力度持续加大, 职工薪酬、项目研发使用材料及设备高于 23H1。

**存货增长有备无患:** 公司存货 23 年末/24 年 H1 末账面价值分别为 42.95/61.69 亿。原材料从 16.58 亿增长至 23.17 亿元, 大概率反映公司原材料囤货增长; 在产品由 17.74 亿显著增长至 23.93 亿, 侧面印证公司产能或将大幅提升; 库存商品从 8.20 亿增长至 13.90 亿, 部分库存商品已发往客户寄售仓中, 客户从寄售仓提取使用后即可确认收入。

**产能持续释放, 为 25 年 800G&1.6T 光模块出货提供支撑:** 公司作为全球光模块龙头厂商, 泰国工厂一二期产能建设达产, 建成 7 万多平方米厂房且主要海外大客户已经审厂。根据中报数据, 上半年公司各速率光模块产能达 900 万只, 相比 23 同期增长 81%。从 TeraHop Pte 财务数据看, 24H1 营业收入 38.11 亿元 (YoY +292.5%), 净利润 2.28 亿元 (YoY +54.9%), 公司海外工厂销售额已实现大幅提升。

**公司硅光+EML 方案同步推进, 硅光方案进展较快:** 25 年大模型训练侧推动光模块从 800G 向 1.6T 迭代, 预计 24 年 4 季度批量出货; 推理侧 H 系列芯片&以太网交换机以及配套 800G 光模块将共同构建用于推理或训推一体的 AI 数据中心网络, 行业客户 800G 需求预计相比 2024 年仍有较为显著的增长。公司技术全面, EML 方案+硅光方案均已成熟, 硅光芯片公司湃矽 24H1 收入 1.42 亿元, 净利润 2396 万元, 同比均大幅增长也反映了公司部分硅光芯片已进入量产阶段, 也意味着公司的硅光模块产品导入市场的速度在加快。

**投资建议:** 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 59.7 亿元/100.5 亿元/125.4 亿元, 对应 PE 倍数为 20X/12X/10X, 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	106.64 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,121.17
流通 A 股股本(百万股)	1,115.71
A 股总市值(百万元)	119,561.20
流通 A 股市值(百万元)	118,979.80
每股净资产(元)	14.43
资产负债率(%)	29.82
一年内最高/最低(元)	192.88/85.05

## 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: 高端产品放量带动 24H1 业绩高增, 800G&1.6T 有望释放更大需求》 2024-07-16
- 《中际旭创-年报点评报告: 23 年 800G 出货增长业绩亮眼, 24 年先发优势凸显 1.6T 提速》 2024-04-29
- 《中际旭创-公司点评: AI 拉动 23 年业绩高增长, 发布“质量回报双提升”》 2024-03-05

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	26,077.69	39,990.35	48,715.20
增长率(%)	25.29	11.16	143.31	53.35	21.82
EBITDA(百万元)	3,106.21	3,865.91	7,768.16	11,882.58	14,630.77
归属母公司净利润(百万元)	1,223.99	2,173.53	5,974.61	10,048.97	12,537.12
增长率(%)	39.57	77.58	174.88	68.19	24.76
EPS(元/股)	1.09	1.94	5.33	8.96	11.18
市盈率(P/E)	97.68	55.01	20.01	11.90	9.54
市净率(P/B)	10.01	8.38	5.38	3.84	2.82
市销率(P/S)	12.40	11.16	4.58	2.99	2.45
EV/EBITDA	6.22	22.58	15.52	8.84	7.45

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
货币资金	2,831.02	3,317.28	0.00	15,723.10	11,387.17
应收票据及应收账款	1,565.02	2,904.79	6,512.15	6,817.97	6,714.04
预付账款	64.35	59.31	500.43	349.27	679.65
存货	3,887.95	4,294.66	15,296.06	10,903.09	23,394.36
其他	1,238.76	743.36	405.60	445.96	467.84
<b>流动资产合计</b>	<b>9,587.10</b>	<b>11,319.39</b>	<b>22,714.24</b>	<b>34,239.39</b>	<b>42,643.05</b>
长期股权投资	635.74	930.33	1,030.33	1,130.33	1,230.33
固定资产	3,216.99	3,947.63	3,806.50	3,686.34	3,547.90
在建工程	236.33	328.57	321.00	315.70	311.99
无形资产	349.83	448.51	352.48	256.45	160.43
其他	2,531.00	3,032.32	2,882.03	2,731.74	2,581.45
<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>资产总计</b>	<b>16,556.99</b>	<b>20,006.75</b>	<b>31,106.58</b>	<b>42,359.96</b>	<b>50,475.16</b>
短期借款	385.19	62.20	448.64	30.00	30.00
应付票据及应付账款	1,378.22	2,163.48	4,366.76	5,546.44	3,027.93
其他	1,478.41	2,132.20	2,473.70	3,384.93	3,242.89
<b>流动负债合计</b>	<b>3,241.83</b>	<b>4,357.88</b>	<b>7,289.09</b>	<b>8,961.37</b>	<b>6,300.82</b>
长期借款	695.89	318.72	467.82	1,000.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	527.85	553.04	553.04	553.04	553.04
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,223.74</b>	<b>871.77</b>	<b>1,020.87</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>8,309.96</b>	<b>10,514.41</b>	<b>7,353.87</b>
少数股东权益	123.79	513.48	592.21	682.55	795.25
股本	800.96	802.83	1,121.17	1,121.17	1,121.17
资本公积	7,931.84	8,057.57	9,813.42	9,813.42	9,813.42
留存收益	3,966.18	5,982.43	11,299.83	20,243.41	31,401.45
其他	(753.77)	(581.80)	(30.00)	(15.00)	(10.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>12,069.00</b>	<b>14,774.50</b>	<b>22,796.63</b>	<b>31,845.55</b>	<b>43,121.29</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,556.99</b>	<b>20,006.75</b>	<b>31,106.58</b>	<b>42,359.96</b>	<b>50,475.16</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,233.69	2,207.65	5,974.61	10,048.97	12,537.12
折旧摊销	480.83	516.62	534.72	551.49	568.17
财务费用	120.15	48.57	9.61	(11.98)	(20.24)
投资损失	(103.26)	(323.17)	(55.00)	(20.00)	(25.00)
营运资金变动	221.15	(1,423.19)	(12,473.71)	6,357.15	(15,329.85)
其它	496.38	870.64	150.46	119.50	146.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,448.94</b>	<b>1,897.13</b>	<b>(5,859.31)</b>	<b>17,045.13</b>	<b>(2,123.15)</b>
资本支出	639.01	1,651.39	290.00	330.00	330.00
长期投资	105.53	294.59	100.00	100.00	100.00
其他	(2,297.43)	(3,122.15)	(332.96)	(776.00)	(775.00)
<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>
债权融资	(585.22)	(945.66)	525.93	125.52	(479.76)
股权融资	(750.39)	(55.53)	1,959.06	(1,101.55)	(1,388.01)
其他	(305.70)	685.30	(0.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,641.31)</b>	<b>(315.89)</b>	<b>2,484.99</b>	<b>(976.03)</b>	<b>(1,867.77)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(745.25)</b>	<b>405.07</b>	<b>(3,317.28)</b>	<b>15,723.10</b>	<b>(4,335.93)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9,641.79</b>	<b>10,717.98</b>	<b>26,077.69</b>	<b>39,990.35</b>	<b>48,715.20</b>
营业成本	6,815.59	7,181.88	16,792.05	25,491.07	30,867.71
营业税金及附加	63.00	50.63	80.84	119.97	136.40
销售费用	90.73	124.84	190.37	271.93	316.65
管理费用	506.80	433.59	698.88	1,019.75	1,217.88
研发费用	767.02	739.37	1,382.12	1,939.53	2,313.97
财务费用	(22.20)	(83.57)	9.61	(11.98)	(20.24)
资产/信用减值损失	(356.65)	(157.84)	(190.00)	(150.00)	(160.00)
公允价值变动收益	52.55	(3.48)	62.00	18.00	20.00
投资净收益	103.26	323.17	55.00	20.00	25.00
其他	294.29	(384.70)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,327.39</b>	<b>2,494.10</b>	<b>6,850.83</b>	<b>11,048.08</b>	<b>13,767.84</b>
营业外收入	28.00	2.50	4.00	4.40	4.84
营业外支出	3.85	4.13	7.00	7.35	7.72
<b>利润总额</b>	<b>1,351.55</b>	<b>2,492.46</b>	<b>6,847.83</b>	<b>11,045.13</b>	<b>13,764.96</b>
所得税	117.86	284.81	784.76	894.66	1,101.20
<b>净利润</b>	<b>1,233.69</b>	<b>2,207.65</b>	<b>6,063.07</b>	<b>10,150.47</b>	<b>12,663.76</b>
少数股东损益	9.70	34.12	88.46	101.50	126.64
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,223.99</b>	<b>2,173.53</b>	<b>5,974.61</b>	<b>10,048.97</b>	<b>12,537.12</b>
每股收益(元)	1.09	1.94	5.33	8.96	11.18

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.29%	11.16%	143.31%	53.35%	21.82%
营业利润	37.85%	87.89%	174.68%	61.27%	24.62%
归属于母公司净利润	39.57%	77.58%	174.88%	68.19%	24.76%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.31%	32.99%	35.61%	36.26%	36.64%
净利率	12.69%	20.28%	22.91%	25.13%	25.74%
ROE	10.25%	15.24%	26.91%	32.25%	29.62%
ROIC	11.55%	22.23%	55.79%	43.78%	76.01%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.11%	26.15%	26.71%	24.82%	14.57%
净负债率	-7.14%	-16.09%	6.47%	-44.38%	-23.88%
流动比率	2.94	2.60	3.12	3.82	6.77
速动比率	1.75	1.61	1.02	2.60	3.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.22	4.80	5.54	6.00	7.20
存货周转率	2.51	2.62	2.66	3.05	2.84
总资产周转率	0.58	0.59	1.02	1.09	1.05
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.09	1.94	5.33	8.96	11.18
每股经营现金流	2.18	1.69	-5.23	15.20	-1.89
每股净资产	10.65	12.72	19.80	27.80	37.75
<b>估值比率</b>					
市盈率	97.68	55.01	20.01	11.90	9.54
市净率	10.01	8.38	5.38	3.84	2.82
EV/EBITDA	6.22	22.58	15.52	8.84	7.45
EV/EBIT	7.26	25.70	16.66	9.27	7.75

## 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