

中际旭创（300308）2024年中报点评

## 24H1 高端产品出货比重快速增加，AI 用数通光模块前景可期

2024 年 09 月 02 日

### 【投资要点】

- ◆ 2024 年上半年公司营收 107.99 亿元，同比增长 169.7%，归母净利润 23.58 亿元，同比增长 284.26%，综合毛利率 33.13%，同比增加 2.74%，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 0.83%、2.84%、4.86%，较去年同期均下降。上半年公司重点客户进一步增加资本开支加大算力基础设施领域投资，400G 和 800G 光模块需求显著增长，并加速了光模块向 800G 及以上速率的技术迭代。由于 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，因此公司产品收入、毛利率、净利率均得到提升。公司 800GEML 方案、LPO 方案、硅光方案等产品的市场导入均取得不错进展，800G 已获得多个数据中心客户认证，预计下半年到 2025 年逐步上量，另外公司的 1.6T 目前市场导入顺利，有望在年末进入量产阶段。苏州湃砂的硅光芯片已进入到量产阶段，公司硅光产品相比去年有较大增长，将持续上量。上半年公司经营产生的净现金流为 9.68 亿元，同比减少 16.23%，主要是公司为满足目前的订单需求做的提前备料。上半年面对旺盛的市场需求，公司有较大的固定资产筹建，进行产能的扩建、购买大量设备、基建扩建，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”等募投项目的进展，未来公司将进一步提升了公司高端产品产能，以保障客户在高端光模块技术迭代和规模上量。运营效率指标方面，公司应收、存货、应付的周转都呈现健康的态势。
- ◆ 光模块行业方面，Lightcounting 预测 2025 年整个行业将增长 20% 以上，26-27 年增速还将维持在两位数以上，27 年有望突破 200 亿美元。24 年 2 季度微软、Meta、谷歌、亚马逊四家公司合计资本支出为 571 亿美元，同比增长 66%，环比 1 季度增长 22%，增长的驱动力主要来自融入 AI 的互联网推荐系统的升级、传统云计算业务复苏、AGI 模型持续迭代等。根据 Factset 一致预期，国内头部 3 家互联网厂商 24 年合计资本开支将同比增长 27.2% 至 1938.3 亿美元。数通市场前景良好，中国信息通信研究院测算全球算力规模在 30 年将达到 56ZFLOPS，22-30 年全球算力规模年均复合增速达约 65%，AI 是光模块数通市场的核心增长力，Lightcounting 和 Coherent 预测全球数通光模块市场 23 年-28 年的 CAGR 为 18%，其中 AI 用数通光模块市场 CAGR 为 47%。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，公司市场份额的持续成长，在 Lightcounting 发布的 23 年度光模块厂商排名中，中际旭创排名全球第一。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

### 东方财富证券研究所

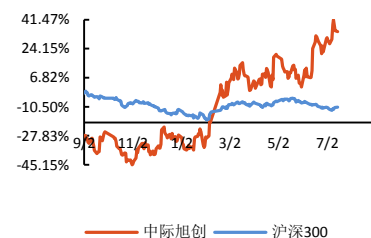
证券分析师：马行川

证书编号：S1160524040002

联系人：马行川

电话：021-23586475

### 相对指数表现



### 基本数据

总市值 (百万元)	116747.07
流通市值 (百万元)	116179.36
52 周最高/最低 (元)	192.88/85.05
52 周最高/最低 (PE)	77.97/29.80
52 周最高/最低 (PB)	12.38/5.56
52 周涨幅 (%)	29.57
52 周换手率 (%)	588.59

### 相关研究

- 《24H1 业绩预告实现高增长，高端光模块需求旺盛》  
2024.07.16
- 《行业高景气，高端光模块持续迭代》  
2024.04.24
- 《全球领先的光模块供应商，业绩增速与估值有望同步修复》  
2022.05.23

## 【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 FTTX 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。我们维持盈利预测，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 4.01/5.36/6.86 元，2024-2026 年 PE 分别为 27.13/20.34/15.87 倍，维持“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	4.01	5.36	6.86
市盈率（P/E）	40.33	27.13	20.34	15.87
市净率（P/B）	6.36	6.51	5.06	3.95
EV/EBITDA	33.06	20.68	15.43	11.81

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	4.01	5.36	6.86
每股经营现金流	2.36	2.57	3.96	5.46
每股净资产	17.76	16.72	21.50	27.60
<b>估值比率</b>				
P/E	40.33	27.13	20.34	15.87
P/B	6.36	6.51	5.06	3.95
EV/EBITDA	33.06	20.68	15.43	11.81

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。