

网络接配及塔设

中际旭创（300308.SZ）

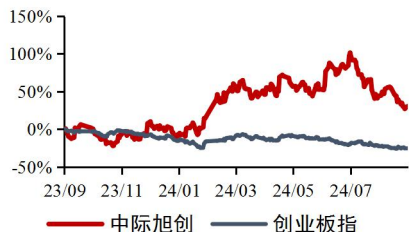
买入-A(维持)

全球高速光模块最佳交付者，持续扩产迎接更高的 AI 浪潮

2024 年 9 月 9 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 9 月 9 日

收盘价 (元):	102.00
年内最高/最低 (元):	192.88/85.05
流通 A 股/总股本 (亿):	11.16/11.21
流通 A 股市值 (亿):	1,138.03
总市值 (亿):	1,143.59

基础数据：2024 年 6 月 30 日

基本每股收益 (元):	3.03
摊薄每股收益 (元):	3.03
每股净资产 (元):	15.29
净资产收益率 (%) :	14.04

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

事件描述

公司发布 2024 年半年报，利润同比大幅增长。2024 上半年公司实现营收 108.0 亿元，同比+169.7%；归母净利润 23.6 亿元，同比+284.3%，扣非后归母净利润为 23.3 亿元，同比+300.1%。单 Q2 来看，公司实现营收 59.6 亿元，同环比分别+174.9%、23.0%，归母净利润 13.5 亿元，同环比分别+270.8%、+33.7%。

事件点评

➤ **北美云厂商 AI Capex 高增长，上半年公司作为高速光模块主要供应商重点受益。**在 AI 基础设施投资的拉动下，上半年北美亚马逊、谷歌、META、微软四家科技巨头 capex 897.5 亿美元，同比+44.1%。GPU 龙头英伟达上半年实现营收 560.8 亿美元，同比+171.0%，下游资本开支增加叠加 AI 占比提升，AI 基础设施市场快速爆发。在 GPU 集群从万卡到十万卡、英伟达持续推出新款网卡、交换机升级网络端口的背景下，光模块与 GPU 的配置比例持续增加，800G 以上高速光模块市场爆发更为猛烈。根据 LightCounting 7 月最新报告，2024 全球用于 AI 集群的光模块市场将超过 40 亿美元，同比翻倍以上，2025 年则有望超过 70 亿美元，2029 年达到 120 亿美元。AI 市场 2023-2026 将持续处于高增长阶段，其后斜率趋缓但继续增长。公司作为全球 AI 高速光模块主要供应商，把握市场先机率先出货 800G IB 多模&单模、800G ROCE 配套光模块等，受益于 AI 市场爆发。

➤ **高速产品占比提高，毛利率同比提升，同时控费增效持续提升净利率。**公司 24Q2 毛利率为 33.4%，同环比分别+2.3pct、0.7pct，主要由于 400G、800G 高速率产品占比的提升以及海外 AI 大客户收入贡献的提升。上半年，公司海外、国内营收分别为 94.7 亿、13.3 亿元，分别+172.0%、+154.2%，海外市场在高基数的背景下仍实现了更高的增长，显示出海外市场的高景气度和公司的龙头地位。根据 Cignal AI 统计，在 24Q1 全球高端光模块出货统计中，公司在 400GbE、800GbE 均名列龙头。此外，上半年公司汽车电子子公司君歌电子、接入网光模块子公司储翰科技分别实现营收 2.8 亿（净利润 0.13 亿元）、2.8 亿元（净利润 0.23 亿元），君歌电子并表后表现良好，储翰科技营收大幅增长。费用率方面，公司上半年股份支付费用合计 9700 万元，通过优秀的业绩表现和行业地位持续激励高端人才，同时推进降本增效，销售、管理、研发费用合计占收比为 8.5%，同比-5.4pct，最终实现归母净利率 22.3%。

➤ **持续扩产备货展现对未来订单的乐观预期。**从固定资产来看，上半年公



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



司账面价值 47.4 亿元，较上年同期增加 13.6 亿元，生产设备的购置和泰国工厂的转固是主要因素。从收入/固定资产比值来看，2024 上半年为 2.3，去年同期为 1.2，显示产能利用率的提升以及产品价值的高端化。从出货量来看，上半年光通信收发模块产能 900 万只，较上年同期+81%，销量 620 万只，较上年同期+79%。此外上半年公司存货账面价值为 61.7 亿元，较年初+43.8%，其中原材料 23.2 亿元，较年初+39.8%，公司产销两旺，持续备货迎接更大的交付热潮。

盈利预测与投资建议

➤ 我们对于 AI 算力板块景气度变化保持乐观，核心原因一是数据中心正从通用计算转向加速计算架构，二是 AI 正从 AIGC 显性 APP 过渡到渗透所有行业的隐性能力，算力需求广阔。作为全球光模块最佳交付者，我们看好公司中长期市场表现。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 53.2/96.3/113.1 亿元，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ GPU 服务器等 AI 下游基础设施出货不及预期导致光模块市场预期下调；北美云厂商引入新供应商导致公司市场份额下滑；随着 AI 光模块客户结构更加多元化 ASP 和毛利率存在阶段性下滑风险；中美经济科技摩擦导致关税政策变化等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,642	10,718	23,669	40,342	46,666
YoY(%)	25.3	11.2	120.8	70.4	15.7
净利润(百万元)	1,224	2,174	5,316	9,629	11,314
YoY(%)	39.6	77.6	144.6	81.1	17.5
毛利率(%)	29.3	33.0	34.6	36.1	34.7
EPS(摊薄/元)	1.09	1.94	4.74	8.59	10.09
ROE(%)	10.2	14.9	27.2	34.3	30.1
P/E(倍)	96.5	54.3	22.2	12.3	10.4
P/B(倍)	9.9	8.3	6.1	4.2	3.2
净利率(%)	12.7	20.3	22.5	23.9	24.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9587	11319	18121	28670	37451
现金	2831	3317	4130	5815	16077
应收票据及应收账款	1565	2905	6966	10574	11131
预付账款	64	59	98	170	141
存货	3888	4295	6033	11147	9173
其他流动资产	1239	743	893	963	930
非流动资产	6970	8687	9713	10266	10659
长期投资	636	930	960	1030	1150
固定资产	3217	3948	4951	5508	5777
无形资产	350	449	448	446	451
其他非流动资产	2767	3361	3353	3282	3280
资产总计	16557	20007	27834	38936	48110
流动负债	3264	4360	6533	9214	9091
短期借款	385	62	500	500	500
应付票据及应付账款	1378	2163	5476	7232	7799
其他流动负债	1501	2135	557	1482	793
非流动负债	1224	872	1509	1231	996
长期借款	696	319	495	611	427
其他非流动负债	528	553	1014	620	568
负债合计	4488	5232	8042	10446	10087
少数股东权益	124	513	576	709	853
股本	801	803	1124	1124	1124
资本公积	7932	8058	7736	7736	7736
留存收益	3966	5982	10285	18094	27261
归属母公司股东权益	11945	14261	19215	27781	37170
负债和股东权益	16557	20007	27834	38936	48110

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2449	1897	2123	4035	13176
净利润	1234	2208	5378	9761	11459
折旧摊销	481	517	605	764	911
财务费用	-22	-84	-158	-183	-318
投资损失	-103	-323	-40	-100	-200
营运资金变动	286	-832	-3687	-6208	1318
其他经营现金流	574	412	24	1	6
投资活动现金流	-1553	-1176	-1747	-1253	-1071
筹资活动现金流	-1641	-316	437	-1098	-1843
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.94	4.74	8.59	10.09
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	1.69	1.89	3.60	11.75
每股净资产(最新摊薄)	10.65	12.72	17.14	24.78	33.15

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9642	10718	23669	40342	46666
营业成本	6816	7182	15491	25770	30480
营业税金及附加	63	51	71	121	140
营业费用	91	125	201	282	327
管理费用	507	434	710	1009	1120
研发费用	767	739	1136	1614	1867
财务费用	-22	-84	-158	-183	-318
资产减值损失	-357	-158	-355	-1009	-607
公允价值变动收益	53	-3	-5	-5	-5
投资净收益	103	323	40	100	200
营业利润	1327	2494	5980	10936	12789
营业外收入	28	2	5	7	9
营业外支出	4	4	4	6	8
利润总额	1352	2492	5981	10937	12790
所得税	118	285	602	1176	1332
税后利润	1234	2208	5378	9761	11459
少数股东损益	10	34	63	132	144
归属母公司净利润	1224	2174	5316	9629	11314
EBITDA	1832	2977	6558	11668	13584

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	25.3	11.2	120.8	70.4	15.7
营业利润(%)	37.9	87.9	139.8	82.9	16.9
归属于母公司净利润(%)	39.6	77.6	144.6	81.1	17.5
获利能力					
毛利率(%)	29.3	33.0	34.6	36.1	34.7
净利率(%)	12.7	20.3	22.5	23.9	24.2
ROE(%)	10.2	14.9	27.2	34.3	30.1
ROIC(%)	8.7	14.1	25.4	33.1	29.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.1	26.2	28.9	26.8	21.0
流动比率	2.9	2.6	2.8	3.1	4.1
速动比率	1.7	1.5	1.8	1.9	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	1.0	1.2	1.1
应收账款周转率	5.2	4.8	4.8	4.6	4.3
应付账款周转率	4.8	4.1	4.1	4.1	4.1
估值比率					
P/E	96.5	54.3	22.2	12.3	10.4
P/B	9.9	8.3	6.1	4.2	3.2
EV/EBITDA	63.8	39.1	17.7	9.8	7.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

