

## 网络接配及塔设

## 中际旭创（300308.SZ）

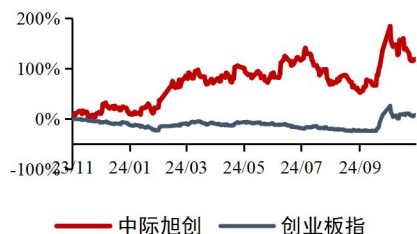
## 买入-A(维持)

三季报业绩符合预期，持续扩产备料并积极研发布局 3.2T、CPO 等

2024 年 11 月 4 日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2024 年 11 月 4 日

收盘价(元):	143.15
年内最高/最低(元):	192.88/89.00
流通 A 股/总股本(亿):	11.16/11.21
流通 A 股市值(亿):	1,597.15
总市值(亿):	1,604.95

## 基础数据：2024 年 9 月 30 日

基本每股收益(元):	3.42
摊薄每股收益(元):	3.42
每股净资产(元):	16.67
净资产收益率(%):	20.72

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

## 研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

## 事件描述

公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度公司实现营收 173.1 亿元，同比+146.3%，实现归母净利润 37.5 亿元，同比+189.6%，扣非归母净利润为 37.2 亿元，同比+198.8%。单三季度来看，公司实现营收 65.1 亿元，同环比分别+115.3%、+9.4%；实现归母净利润 13.9 亿元，同环比分别+104.4%、+3.3%。

## 事件点评

➢ 业绩环比增速有所放缓主要受芯片供应限制以及客户下单节奏影响。在今年光模块海外国内快速爆发的需求下，上游光芯片紧张对公司 Q3 出货造成一定影响，但随着后面几个季度公司备料充足以及硅光出货比例进一步提高，交付能力将进一步提升。同时，三季度海外 GPU 市场方面部分客户等待 Blackwell 从而减缓 Hopper 提货以及采用自研白牌&灰盒以太网交换机在 AI 后端网络也对 InfiniBand 光模块需求产生影响。目前全球 AI 光模块市场景气度仍处高位，随着海外更多云计算大客户 800G 加单以及 1.6T 的上量公司业绩或在两个季度内迎来环比快速增长。净利润方面，由于汇率波动主导三季度财务费用环比增加 1.1 亿也是主要影响因素，未来公司将适当通过远期产品等方式对汇率风险敞口进行管理。

➢ 2025 年 AI 投资续增叠加速率升级量价齐升，公司持续扩产备料做好准备。在海外巨头大模型新品竞相发布，chatbot、agent 等 AI 应用层出不穷的背景下，业内预计 2025 年 AI 投资仍将乐观增长。Trendforce 预估，2025 年 Blackwell 平台将占英伟达高端 GPU 逾 8 成，驱动英伟达高端 GPU 系列出货量年增 55%。网络方面，英伟达已发布配套 Blackwell 的 ConnectX8 网卡、Quantum X800 交换机的网络平台，相关配套的 OSFP 1.6T 光模块有望在 2025 年逐季上量。公司 1.6T 已全面完成前期送测和认证工作，预计 12 月开始出货。产能方面，公司持续推动国内和泰国同步扩产，三季度固定资产账面价值 51.4 亿元，环比增长 8.4%。存货方面，公司三季度存货账面价值 71.5 亿元，环比增长 15.9%，显示扩产意愿明确。

➢ 积极投入研发布局硅光、CPO 等产业趋势方向，在研发实力、供应链管理方面具有龙头优势。公司前三季度投入研发费用 7.4 亿元，同比增长 57.4%；截至 2023 年报已拥有研发技术人员 1475 人位列光模块行业头部地位。公司已向大客户全面导入采用自研硅光芯片的模块，相比传统 EML 方案成本端有较大优势。同时公司重视 CPO 研发，不仅在硅光芯片有领先设计，在硅光引擎封装已形成成熟工艺，在 CPO 产业链环节有望抢占先机。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



我们认为龙头光模块厂商或在 CPO 供应链上扮演重要地位。一是光模块龙头厂商在硅光引擎封装方面具有良率、成本领先性，CPO 向终极光电集成演进仍需时间，未来一段时间内仍需光引擎封装环节；二是相比于被芯片厂商绑定，光模块厂商更理解终端用户的诉求，作为芯片厂商和用户之间的桥梁或成为 CPO 解决方案供应商。

### 盈利预测与投资建议

➤ 根据最新的交付节奏和产业需求，我们预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 51.7/98.4/120.0 亿元（前值为 53.2/96.3/113.1 亿元）。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，维持“买入-A”评级。

### 风险提示

➤ **Blackwell 出货节奏递延以及其他因素导致 1.6T 光模块上量不及预期；**北美云厂商引入新供应商导致公司市场份额下滑；随 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；中美科技贸易摩擦升级导致供应链和关税政策变化等。

### 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	23,286	43,050	48,434
YoY(%)	25.3	11.2	117.3	84.9	12.5
净利润(百万元)	1,224	2,174	5,172	9,843	11,993
YoY(%)	39.6	77.6	137.9	90.3	21.8
毛利率(%)	29.3	33.0	34.4	36.0	35.8
EPS(摊薄/元)	1.09	1.94	4.61	8.78	10.70
ROE(%)	10.2	14.9	26.6	34.9	31.3
P/E(倍)	143.2	80.7	33.9	17.8	14.6
P/B(倍)	14.7	12.3	9.2	6.3	4.6
净利率(%)	12.7	20.3	22.2	22.9	24.8

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
<b>流动资产</b>	9587	11319	18515	30670	38656
现金	2831	3317	4821	6047	20508
应收票据及应收账款	1565	2905	4857	9493	6652
预付账款	64	59	96	191	132
存货	3888	4295	7454	13730	10205
其他流动资产	1239	743	1286	1209	1158
<b>非流动资产</b>	6970	8687	9389	9992	10385
长期投资	636	930	1000	1120	1240
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	2990	2918	2916
<b>资产总计</b>	16557	20007	27904	40662	49040
<b>流动负债</b>	3264	4360	7148	10840	9277
短期借款	385	62	500	500	500
应付票据及应付账款	1378	2163	6092	8794	8025
其他流动负债	1501	2135	556	1547	751
<b>非流动负债</b>	1224	872	1109	1231	996
长期借款	696	319	495	611	427
其他非流动负债	528	553	614	620	568
<b>负债合计</b>	4488	5232	8258	12072	10272
少数股东权益	124	513	574	710	863
股本	801	803	1124	1124	1124
资本公积	7932	8058	7736	7736	7736
留存收益	3966	5982	10168	18152	27869
归属母公司股东权益	11945	14261	19071	27880	37905
<b>负债和股东权益</b>	16557	20007	27904	40662	49040

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2449	1897	2985	3191	17436
净利润	1234	2208	5233	9979	12146
折旧摊销	481	517	605	764	911
财务费用	-22	-84	-23	-140	-301
投资损失	-103	-323	-80	-150	-200
营运资金变动	286	-832	-2774	-7263	4872
其他经营现金流	574	412	24	1	6
<b>投资活动现金流</b>	-1553	-1176	-1383	-1253	-1071
<b>筹资活动现金流</b>	-1641	-316	-98	-713	-1904
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.94	4.61	8.78	10.70
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	1.69	2.66	2.85	15.55
每股净资产(最新摊薄)	10.65	12.72	17.01	24.87	33.81

**利润表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	9642	10718	23286	43050	48434
营业成本	6816	7182	15273	27539	31115
营业税金及附加	63	51	70	129	145
营业费用	91	125	186	301	339
管理费用	507	434	652	1076	1114
研发费用	767	739	1118	1937	2083
财务费用	-22	-84	-23	-140	-301
资产减值损失	-357	-158	-349	-1291	-727
公允价值变动收益	53	-3	-5	-5	-5
投资净收益	103	323	80	150	200
<b>营业利润</b>	1327	2494	5818	11180	13557
营业外收入	28	2	5	7	9
营业外支出	4	4	4	6	8
<b>利润总额</b>	1352	2492	5819	11181	13558
所得税	118	285	586	1202	1412
<b>税后利润</b>	1234	2208	5233	9979	12146
少数股东损益	10	34	61	135	153
<b>归属母公司净利润</b>	1224	2174	5172	9843	11993
EBITDA	1832	2977	6391	11905	14319

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.3	11.2	117.3	84.9	12.5
营业利润(%)	37.9	87.9	133.3	92.2	21.3
归属于母公司净利润(%)	39.6	77.6	137.9	90.3	21.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.3	33.0	34.4	36.0	35.8
净利率(%)	12.7	20.3	22.2	22.9	24.8
ROE(%)	10.2	14.9	26.6	34.9	31.3
ROIC(%)	8.7	14.1	25.4	33.7	30.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.1	26.2	29.6	29.7	20.9
流动比率	2.9	2.6	2.6	2.8	4.2
速动比率	1.7	1.5	1.4	1.5	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	1.0	1.3	1.1
应收账款周转率	5.2	4.8	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	4.8	4.1	3.7	3.7	3.7
<b>估值比率</b>					
P/E	143.2	80.7	33.9	17.8	14.6
P/B	14.7	12.3	9.2	6.3	4.6
EV/EBITDA	95.1	58.4	27.0	14.4	11.0

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，本报告的任一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

