

中际旭创 (300308)

2024 年报及 2025 一季报点评: 业绩符合预期, 高端产品持续放量

2025 年 04 月 23 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李博韦

执业证书: S0600123070070
libw@dwzq.com.cn

买入 (维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,718	23,862	38,750	44,620	50,720
同比 (%)	11.16	122.64	62.39	15.15	13.67
归母净利润 (百万元)	2,174	5,171	8,244	9,696	11,448
同比 (%)	77.58	137.93	59.42	17.61	18.07
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.97	4.68	7.46	8.78	10.36
P/E (现价&最新摊薄)	40.70	17.10	10.73	9.12	7.73

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2024 年业绩, 2024 年公司实现营收 238.6 亿元, 同比+122.6%; 归母净利润 51.7 亿, 同比+137.9%; 毛利率 33.8%, 同比+0.8pct。4Q24 公司实现营收 65.5 亿, 同比+77.6%, 环比+0.5%; 归母净利润 14.2 亿, 同比+61.7%, 环比+1.8%。1Q25 公司实现营收 66.7 亿, 同比+37.8%, 环比+1.9%; 归母净利润 15.8 亿, 同比+56.8%, 环比+11.6%。公司业绩符合市场预期。

■ **光模块出货量、价齐升, 泰国产能布局落地。** 2024 年公司光模块收入 228.9 亿, 同比+124.8%, 单价同比+14.9%至 1569 元只; 销售/生产 1459/1536 万只, 同比+95.6%/+125.6%, 我们认为系下游 AI 算力需求拉动公司产品量价齐升。公司在泰国布局产能逐渐落地, 已具备全面生产能力, 2024 年子公司 TeraHop Pte (全资控股泰国工厂) 收入/净利润分别为 111.3/6.9 亿元, 同比+387.5/152.0%, 同时净利率由 12.0%降至 6.2%。我们认为 800G/400G 产品、以及硅光模块出货比重快速增加, 推动公司光模块毛利率同步提升, 2024 年光模块业务毛利率 34.6%, 同比+0.5pct; 4Q24/1Q25 综合毛利率分别为 35.1%/36.7%, 环比+1.4pct/+1.6pct。

■ **毛利率持续提升, 费用率亦进一步优化。** 4Q24/1Q25 综合毛利率分别为 35.1%/36.7%, 环比+1.4pct/+1.6pct, 我们认为主要系产品结构持续优化、海外产能良率提升、硅光模块出货占比增加。同时得益于出货增加及业务体系整合, 2024 年公司销售/管理/研发费用率为 0.8%/2.8%/5.2%, 同比-0.3/-1.2/-1.7pct, 考虑公司 2025 年出货量有望进一步增加, 费用率可继续摊薄。

■ **公司有望深度受益于 2025 年 800G、1.6T 需求高景气+硅光加速渗透。** 我们认为 2025 年产业需求有以下趋势: 1) 云厂在推理需求凸显+算力卡供应扩张+自建网络迭代三重趋势下, 2025 年对 800G 光模块的需求将充分释放; 2) 英伟达继续保持软硬件系统在训练、训推一体上的优势, 同时自身客户结构持续优化, 将进一步引领 1.6T 等前沿产品的迭代与应用; 3) 硅光模块具备缓解光芯片等物料短缺、承接硅基共封装趋势、降低成本三层产业逻辑, 有望加速渗透。公司作为与大客户联系紧密的全球头部厂商, 能够对接到主流客户需求, 同时扩产有序推进, 在上游物料紧缺背景下, 硅光芯片布局深厚的同时有望取得物料供应结构性优势, 进而深度受益于 800G、1.6T 及硅光的产业需求趋势。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到国际形势不确定性, 我们将公司 2025/2026 年归母净利润由 94.5/111.5 亿元调整为 82.4/97.0 亿元, 并预测 2027 年归母净利润为 114.5 亿元, 2025 年 4 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 10.7/9.1/7.7 倍, 公司作为全球龙头领先布局海外产能与前沿技术, 维持公司“买入”评级。

■ **风险提示:** 高速光模块需求不及预期; 客户开拓与份额不及预期; 产品研发落地不及预期; 行业竞争加剧; 原材料供应紧缺; 产业技术迭代。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	80.07
一年最低/最高价	67.20/192.88
市净率(倍)	4.27
流通 A 股市值(百万元)	88,016.83
总市值(百万元)	88,453.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.75
资产负债率(% ,LF)	30.39
总股本(百万股)	1,104.70
流通 A 股(百万股)	1,099.25

相关研究

《中际旭创(300308): 2024 年业绩预告点评: 预告业绩符合预期, 高速、硅光产品出货有望与下游需求共振》
2025-02-03

《中际旭创(300308): 2024 年三季报点评: 增长趋势向好, 期待硅光、1.6T 产品放量贡献业绩》
2024-10-24

中际旭创三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,196	30,399	42,673	56,596	营业总收入	23,862	38,750	44,620	50,720
货币资金及交易性金融资产	5,576	10,420	19,620	30,513	营业成本(含金融类)	15,796	25,661	29,770	33,672
经营性应收款项	4,801	7,769	8,951	10,178	税金及附加	47	76	88	100
存货	7,051	11,295	13,130	14,872	销售费用	199	324	373	424
合同资产	0	0	0	0	管理费用	680	1,104	1,160	1,268
其他流动资产	767	914	972	1,033	研发费用	1,244	2,020	2,008	2,130
非流动资产	10,671	10,257	9,558	8,859	财务费用	(144)	(67)	(158)	(380)
长期股权投资	812	912	912	912	加:其他收益	81	156	0	0
固定资产及使用权资产	5,854	5,405	4,647	3,890	投资净收益	(33)	150	0	0
在建工程	53	48	98	148	公允价值变动	67	0	0	0
无形资产	378	387	396	404	减值损失	(97)	(288)	0	0
商誉	1,939	1,939	1,939	1,939	资产处置收益	(9)	0	0	0
长期待摊费用	405	388	388	388	营业利润	6,050	9,651	11,380	13,506
其他非流动资产	1,231	1,178	1,178	1,178	营业外净收支	2	(3)	0	0
资产总计	28,866	40,656	52,232	65,455	利润总额	6,052	9,648	11,380	13,506
流动负债	6,497	10,622	13,134	15,593	减:所得税	681	1,085	1,280	1,519
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,070	3,430	4,793	6,157	净利润	5,372	8,563	10,100	11,987
经营性应付款项	3,508	5,699	6,611	7,478	减:少数股东损益	200	319	404	539
合同负债	10	16	19	21	归属母公司净利润	5,171	8,244	9,696	11,448
其他流动负债	909	1,477	1,710	1,937	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.68	7.46	8.78	10.36
非流动负债	2,076	2,109	2,109	2,109	EBIT	5,880	9,581	11,222	13,127
长期借款	606	606	606	606	EBITDA	6,593	10,339	11,980	13,885
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.80	33.78	33.28	33.61
租赁负债	23	23	23	23	归母净利率(%)	21.67	21.28	21.73	22.57
其他非流动负债	1,447	1,479	1,479	1,479	收入增长率(%)	122.64	62.39	15.15	13.67
负债合计	8,573	12,731	15,243	17,702	归母净利润增长率(%)	137.93	59.42	17.61	18.07
归属母公司股东权益	19,134	26,446	35,107	45,332					
少数股东权益	1,159	1,478	1,882	2,422					
所有者权益合计	20,293	27,925	36,989	47,753					
负债和股东权益	28,866	40,656	52,232	65,455					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,165	4,823	9,071	11,006	每股净资产(元)	17.07	23.94	31.78	41.04
投资活动现金流	(2,942)	(325)	(60)	(60)	最新发行在外股份(百万股)	1,105	1,105	1,105	1,105
筹资活动现金流	1,492	396	189	(53)	ROIC(%)	26.95	30.94	26.77	24.03
现金净增加额	1,754	4,887	9,200	10,894	ROE-摊薄(%)	27.03	31.17	27.62	25.25
折旧和摊销	713	758	758	759	资产负债率(%)	29.70	31.31	29.18	27.04
资本开支	(2,857)	(417)	(60)	(60)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.10	10.73	9.12	7.73
营运资本变动	(3,013)	(4,782)	(1,927)	(1,933)	P/B (现价)	4.69	3.34	2.52	1.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>