

中际旭创 (300308.SZ)

强烈推荐 (维持)

25Q1 毛利率持续改善, 高端产品占比不断提升

事件: 25 年 4 月 20 日下午, 公司发布《2024 年年度报告》及《2025 年一季度报告》, 24 年公司实现营收 238.62 亿元 (yoy+122.64%)、归母净利润 51.71 亿元 (yoy+137.93%)、扣非归母净利润 50.68 亿元 (yoy+138.66%); 25Q1 实现营收 66.74 亿元 (yoy+37.82%)、归母净利润 15.83 亿元 (yoy+56.83%)、扣非归母净利润 15.68 亿元 (yoy+58.39%)

□ **24 年及 25Q1 业绩快速增长, 400G、800G 光模块需求旺盛。** 24 年公司实现营收 238.62 亿元 (yoy+122.64%)、归母净利润 51.71 亿元 (yoy+137.93%)、扣非归母净利润 50.68 亿元 (yoy+138.66%), 24 年得益于 CSP 客户与头部 AI 客户 400G、800G 光模块规模部署, 公司对应产品出货量取得新高, 并积极推进 800G 硅光模块与 1.6T 光模块的送测与认证工作。

25Q1 800G 光模块出货量同环比明显增长, 25Q2/Q3 1.6T 产品逐步起量。

单季度来看, 24Q4 公司实现营收 65.50 亿元 (yoy+77.61%)、归母净利润 14.19 亿元 (yoy+61.66%); 25Q1 实现营收 66.74 亿元 (yoy+37.82%)、归母净利润 15.83 亿元 (yoy+56.83%)。25Q1 公司 800G 产品出货量同环比明显增长, 预计 25 年 800G 产品将迎来更大规模部署, 同时 1.6T 产品预计将于 25Q2/Q3 逐步起量, 当前已开始出货。

□ **国内外市场景气持续, 供给侧光芯片紧缺有望得到缓解。**

需求侧方面: 1) **国内市场:** 根据公司指引, 25 年年初多个国内 CSP 客户招标量较往年明显增长, 400G 光模块需求持续景气, 同时客户侧加快对于 800G 光模块的导入进度。公司持续推进国内市场开拓, 在多个重要客户侧份额保持领先, 预计 25 年国内订单与收入都将有所增长。2) **海外市场:** 24 年公司海外收入达 207.16 亿元 (yoy+128.32%), 25 年北美头部云厂 Capex 指引乐观, 25H2 1.6T 光模块需求将逐步提升。

供给侧方面: 一方面海外光芯片厂商正在扩充产能, 有望极大缓解 EML 芯片紧张程度; 另一方面, 25Q2-Q3 公司硅光模块产量有望进一步增加, 有效满足下游需求。

□ **24 年全年及 25Q1 毛利率持续改善, 现金流表现亮眼。** 1) **毛利率方面:** 24 年公司毛利率水平为 33.81% (yoy+0.81pct)、25Q1 毛利率水平为 36.70% (yoy+3.94pct、qoq+1.62pct), 主要系高端产品占比提升、成本降低及海外工厂良率提升等因素影响所致。2) **现金流方面:** 24 年公司实现经营性现金流净额 31.65 亿元 (yoy+66.81%)、25Q1 实现经营性现金流净额 21.64 亿元 (yoy+232.74%), 主要系销售回款增加所致, 为公司长期稳定发展奠定良好基础。

□ **公司具备全方位海外规模交付能力, 多工序安排应对潜在贸易摩擦影响。** 公司较早地在泰国进行产能部署, 当前已具备全面规模出货能力, 同时对于当前贸易条款已进行相应工序安排, 具备良好应对能力。同时, 公司非美国地区出口比例已在 24 年大幅增长, 后续比例有望进一步增加以降低关税负担。

□ **投资建议:** 预计 25-27 年公司归母净利润分别为 82.77 亿元、101.34 亿元、118.14 亿元, 对应 PE 分别为 11.1 倍、9.1 倍和 7.8 倍, 维持“强烈推荐”评级。

TMT 及中小盘/通信

目标估值: NA

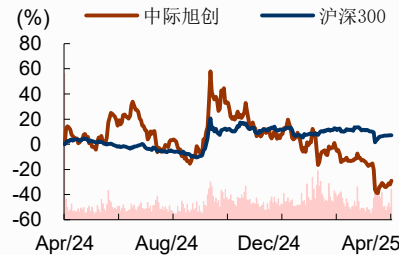
当前股价: 83.52 元

基础数据

总股本 (百万股)	1105
已上市流通股 (百万股)	1099
总市值 (十亿元)	92.3
流通市值 (十亿元)	91.8
每股净资产 (MRQ)	18.8
ROE (TTM)	27.7
资产负债率	30.4%
主要股东	山东中际投资控股有限公司
主要股东持股比例	11.49%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	-51	-26
相对表现	-17	-46	-34



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中际旭创 (300308) — 业绩持续增长, 硅光渗透率不断提升》2024-10-24
- 《中际旭创 (300308) — 成本优化带动毛利率提升, 费用端改善明显》2024-08-27
- 《中际旭创 (300308) — AI 需求拉动产品结构优化, 业绩持续环比高增》2024-07-15

梁程加 S1090522060001

✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

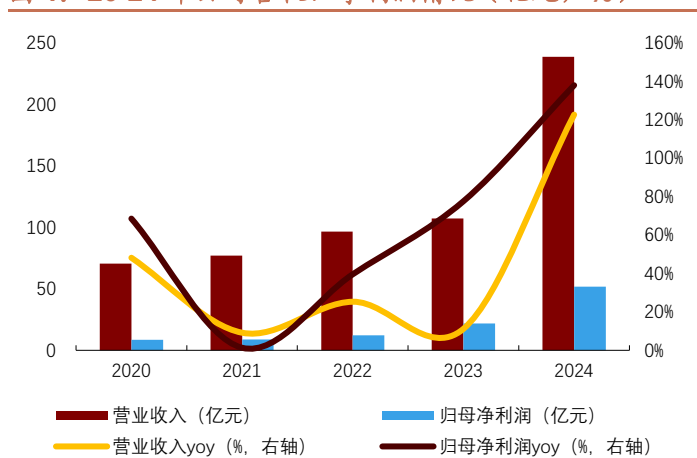
□ 风险提示：下游市场需求不及预期、高端产品价格不及预期、原材料价格波动的风险、市场竞争加剧、全球贸易摩擦加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10718	23862	37063	46414	53828
同比增长	11%	123%	55%	25%	16%
营业利润(百万元)	2494	6050	9667	11840	13805
同比增长	88%	143%	60%	22%	17%
归母净利润(百万元)	2174	5171	8277	10134	11814
同比增长	78%	138%	60%	22%	17%
每股收益(元)	1.97	4.68	7.49	9.17	10.69
PE	42.4	17.8	11.1	9.1	7.8
PB	6.5	4.8	3.4	2.6	2.0

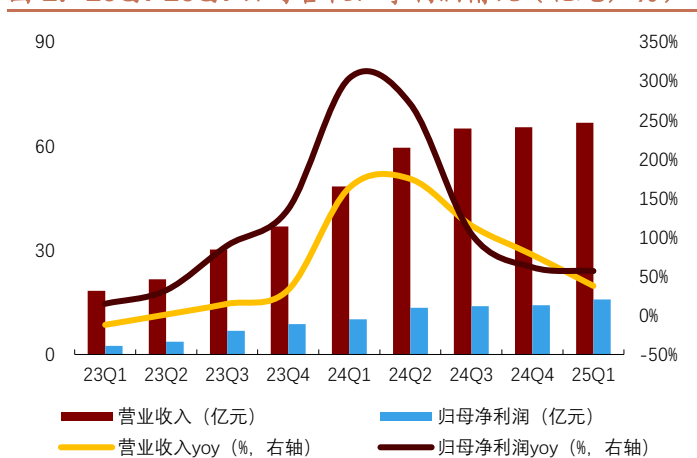
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：20-24 年公司营收、净利润情况（亿元，%）



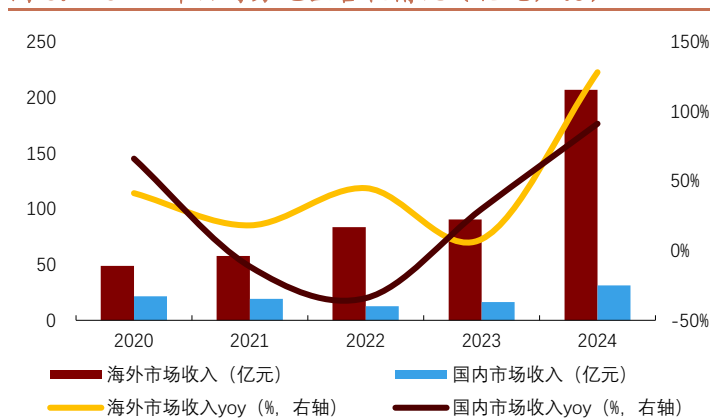
资料来源：iFinD、招商证券

图 2：23Q1-25Q1 公司营收、净利润情况（亿元，%）



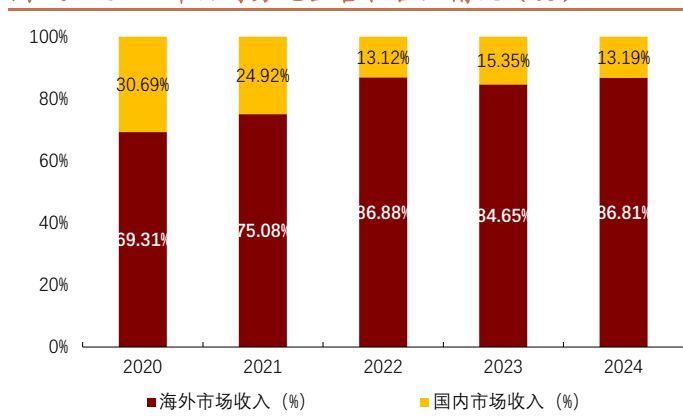
资料来源：iFinD、招商证券

图 3：20-24 年公司分地区营收情况（亿元，%）



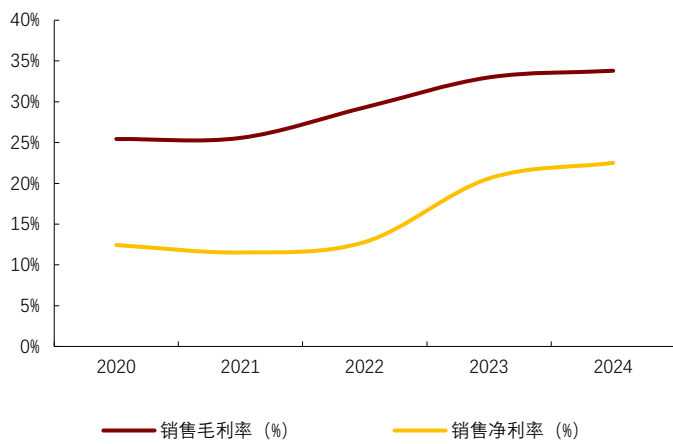
资料来源：iFinD、招商证券

图 4：20-24 年公司分地区营收占比情况（%）



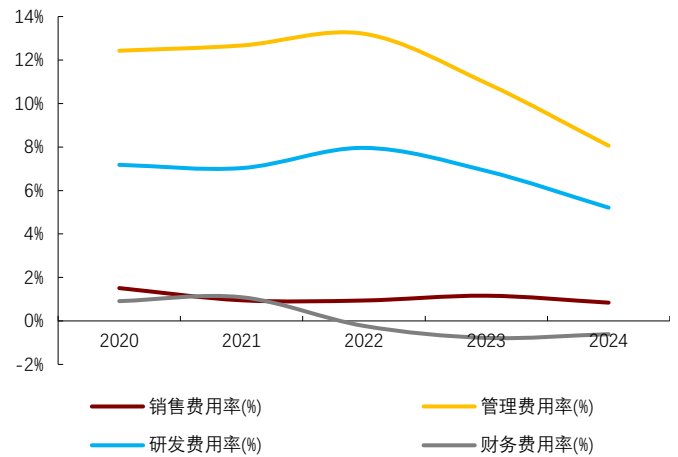
资料来源：iFinD、招商证券

图 5: 20-24 年公司毛利率、净利率情况 (%)



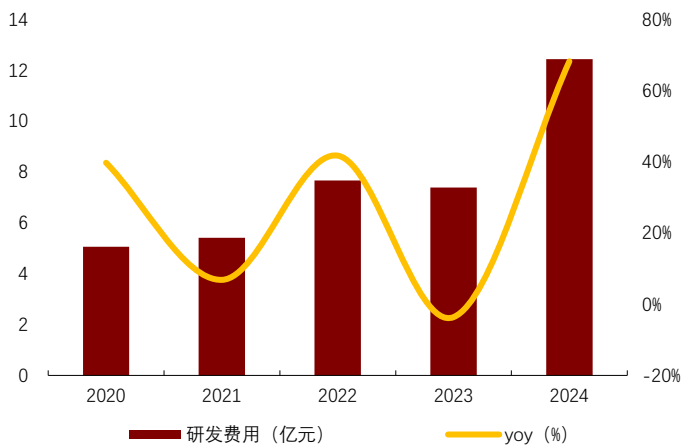
资料来源: iFinD、招商证券

图 6: 20-24 年公司费用率情况 (%)



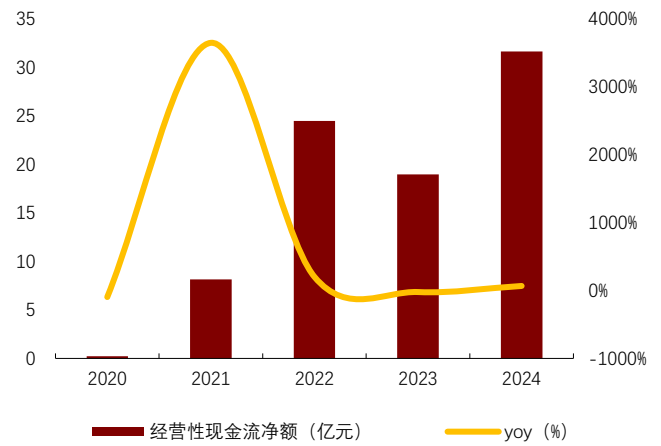
资料来源: iFinD、招商证券

图 7: 20-24 年公司研发费用情况 (亿元, %)



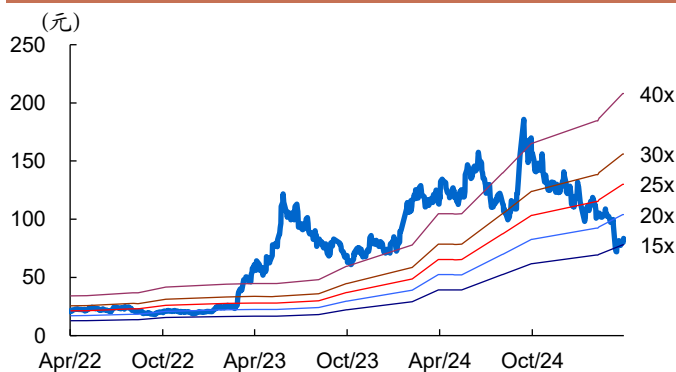
资料来源: iFinD、招商证券

图 8: 20-24 年公司经营性现金流情况 (亿元, %)



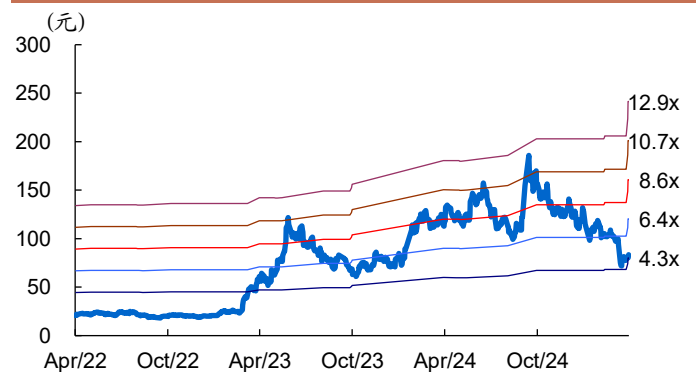
资料来源: iFinD、招商证券

图 9: 中际旭创历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 10: 中际旭创历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11319	18196	25986	35743	46858
现金	3317	5054	6078	10816	18017
交易性投资	416	523	523	523	523
应收票据	323	67	104	130	151
应收款项	2581	4604	7107	8900	10322
其它应收款	28	237	367	460	534
存货	4295	7051	10783	13630	15822
其他	359	661	1025	1285	1490
非流动资产	8687	10671	12122	13415	14568
长期股权投资	930	812	812	812	812
固定资产	3948	5820	7591	9165	10563
无形资产商誉	2387	2392	2153	1938	1744
其他	1422	1647	1566	1501	1449
资产总计	20007	28866	38108	49158	61426
流动负债	4360	6497	7718	9139	10234
短期借款	62	1426	1426	1426	1426
应付账款	2163	3508	5368	6785	7876
预收账款	3	10	15	19	22
其他	2132	1554	910	910	910
长期负债	872	2076	2076	2076	2076
长期借款	319	606	606	606	606
其他	553	1470	1470	1470	1470
负债合计	5232	8573	9794	11215	12310
股本	803	1121	1105	1105	1105
资本公积金	7437	7162	7162	7162	7162
留存收益	6021	10851	18567	27804	38520
少数股东权益	513	1159	1480	1872	2330
归属于母公司所有者权益	14261	19134	26834	36071	46786
负债及权益合计	20007	28866	38108	49158	61426

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1897	3165	4568	7932	10557
净利润	2208	5372	8598	10526	12272
折旧摊销	517	703	970	1128	1269
财务费用	49	36	97	54	6
投资收益	(323)	33	(197)	(181)	(172)
营运资金变动	(519)	(3002)	(4919)	(3610)	(2829)
其它	(33)	22	19	14	11
投资活动现金流	(1176)	(2942)	(2226)	(2242)	(2250)
资本支出	(1704)	(2866)	(2423)	(2423)	(2423)
其他投资	528	(76)	197	181	172
筹资活动现金流	(316)	1492	(1318)	(951)	(1105)
借款变动	(602)	803	(644)	0	0
普通股增加	2	318	(16)	0	0
资本公积增加	288	(275)	0	0	0
股利分配	(160)	(361)	(561)	(897)	(1098)
其他	157	1007	(97)	(54)	(6)
现金净增加额	405	1715	1024	4738	7202

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10718	23862	37063	46414	53828
营业成本	7182	15796	24171	30551	35465
营业税金及附加	51	47	73	91	106
营业费用	125	199	297	371	377
管理费用	434	680	1038	1300	1480
研发费用	739	1244	1821	2280	2645
财务费用	(84)	(144)	97	54	6
资产减值损失	(164)	(106)	(96)	(106)	(116)
公允价值变动收益	(3)	67	43	40	37
其他收益	67	81	74	74	74
投资收益	323	(33)	80	67	62
营业利润	2494	6050	9667	11840	13805
营业外收入	2	5	6	7	8
营业外支出	4	2	3	3	3
利润总额	2492	6052	9671	11844	13810
所得税	285	681	1073	1317	1538
少数股东损益	34	200	321	392	458
归属于母公司净利润	2174	5171	8277	10134	11814

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	123%	55%	25%	16%
营业利润	88%	143%	60%	22%	17%
归母净利润	78%	138%	60%	22%	17%
获利能力					
毛利率	33.0%	33.8%	34.8%	34.2%	34.1%
净利率	20.3%	21.7%	22.3%	21.8%	21.9%
ROE	16.6%	31.0%	36.0%	32.2%	28.5%
ROIC	14.1%	27.1%	32.5%	30.0%	26.9%
偿债能力					
资产负债率	26.2%	29.7%	25.7%	22.8%	20.0%
净负债比率	4.7%	9.3%	5.3%	4.1%	3.3%
流动比率	2.6	2.8	3.4	3.9	4.6
速动比率	1.6	1.7	2.0	2.4	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	1.0	1.1	1.1	1.0
存货周转率	1.8	2.8	2.7	2.5	2.4
应收账款周转率	4.8	6.3	6.2	5.7	5.5
应付账款周转率	4.1	5.6	5.4	5.0	4.8
每股资料(元)					
EPS	1.97	4.68	7.49	9.17	10.69
每股经营净现金	1.72	2.86	4.13	7.18	9.56
每股净资产	12.91	17.32	24.29	32.65	42.35
每股股利	0.33	0.51	0.81	0.99	1.16
估值比率					
PE	42.4	17.8	11.1	9.1	7.8
PB	6.5	4.8	3.4	2.6	2.0
EV/EBITDA	24.6	10.6	6.4	5.3	4.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。