

2024年9月26日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(元)

155

中际旭创 (300308.SZ)

Buy 买进

全球领先的高速光模块供应商，持续受益于 AI 产业兴起

结论与建议：

公司是全球光模块龙头企业，拥有完整的光模块产品矩阵，具有领先的研发、交付能力。目前公司在行业前沿的800G光模块产品中占据全球绝对领先地位，预计将在今年四季度率先量产推出1.6T高速光模块产品。考虑到全球AI产业仍处于发展早期，光模块作为相关基础环节有望充分受益，维持“买入”建议。

■ **800G 等高速产品需求持续提升，带动业绩高速增长：**公司上半年实现营业收入 107.99 亿元，同比增长 170%；归母净利润 23.58 亿元，YOY+284.26%；扣非后净利润 23.33 亿元，同比增长 300%。业绩落于此前预计区间中值附近，符合预期。单季度来看，Q2 公司归母净利润为 13.49 亿元，同比 +271%。上半年得益于 800G/400G 等高端产品出货比重的快速增长，产品结构持续优化，公司营业收入和净利润同比得到大幅提升。此外报告公司汽车光电子板块营收 2.79 亿元。我们认为 AI 带来的高速光模块需求仍将持续未来数年，公司业绩增长具有较强保障。

■ **公司为光模块领域全球龙头，1.6T、硅光等新兴技术进展顺利：**光模块是算力产业的核心领域，公司牢牢占据世界范围内龙头宝座，根据 LightCounting 发布的 2023 年光模块厂商排名中，中际旭创再度位列全球第一，头部地位稳固。新产品方面，公司的 1.6T 光模块产品已进入送测阶段，预计今年 Q4 小批量出货，2025 年起逐步上量，将带动公司营收新一轮增长；此外公司硅光技术储备充足，目前已拥有 1.6T 硅光解决方案和自研硅光芯片。我们认为未来公司技术储备充足，有望在 AI 需求高企的时代维持行业龙头地位。

■ **提前锁定部分原材料，持续增强供应端保障：**供应端来看，公司 VCSEL 已扩大供应商范围，并根据客户指引和订单情况提前向上游 EML 等芯片厂商规划及锁定采购需求。此外若未来两年行业整体 EML 产能需求进一步紧张，公司自研的硅光方案占比有望加速提升，同样起到增强供应端保障的作用。我们认为今明两年在上游物流整体紧张的背景下，公司已采取相关措施加强自身供应端保障，后续仍需观察上游厂商如 Lumentum、Marvell 等企业产能情况。

■ **盈利预测：**伴随 AI 带来的 800G 革命持续超预期，未来两年行业有望持续的高景气。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 53.92 亿/69.21 亿/87.40 亿元，YOY 分别为+148.1%/+28.4%/+26.3%；EPS 分别为 4.81/6.17/7.80 元，当前股价对应 A 股 2024-2026 年 P/E 为 25/20/16 倍，维持“买进”建议。

■ **风险提示：**1、1.6T 等新技术新应用落地不及预期；2、中美相关政策影响；3、海外云厂商资本支出不及预期。

公司基本资讯

产业别	通信
A 股价(2024/9/25)	121.99
深证成指(2024/9/25)	8537.73
股价 12 个月高/低	159.68/60.95
总发行股数(百万)	1121.17
A 股数(百万)	1115.71
A 市值(亿元)	1361.06
主要股东	山东中际投资控股有限公司 (11.32%)
每股净值(元)	14.43
股价/账面净值	8.45
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.7 -14.7 74.8

近期评等

2024.01.29	买进	103.82
2023.07.13	区间操作	154.20
2023.05.31	买进	107.30
2023.04.24	买进	77.99
2023.02.28	买进	34.58

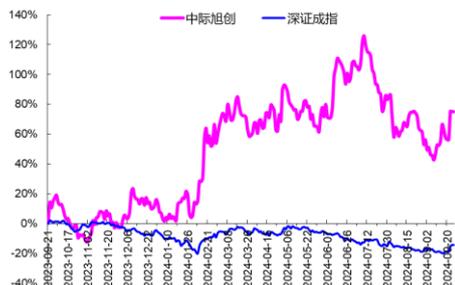
产品组合

光通信收发模块	95.00%
光组件	1.88%
汽车光电子	3.12%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.6%
一般法人	48.2%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1223.99	2173.53	5392.42	6921.20	8739.99
同比增减	%	39.57%	77.58%	148.09%	28.35%	26.28%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.52	1.94	4.81	6.17	7.80
同比增减	%	39.24%	27.16%	148.09%	28.35%	26.28%
A 股市盈率(P/E)	X	98	77	25	20	16
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.45	0.50	0.60	0.70
股息率 (Yield)	%	0.24%	0.30%	0.41%	0.49%	0.57%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9642	10718	25707	34680	45068
经营成本	6816	7182	16646	22793	29840
营业税金及附加	63	51	51	69	90
销售费用	91	125	308	399	496
管理费用	1274	1173	2802	3815	5003
财务费用	(22)	(84)	13	35	68
资产减值损失	(340)	(149)	(200)	(200)	(200)
投资收益	103	323	150	150	150
营业利润	1327	2494	5953	7640	9646
营业外收入	28	3	2	3	4
营业外支出	4	4	2	2	2
利润总额	1352	2492	5953	7641	9648
所得税	118	285	506	649	820
少数股东权益	10	34	54	70	88
归属于母公司所有者的净利润	1224	2174	5392	6921	8740

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2831	3317	5141	6936	9014
应收帐款	1509	2581	3985	5375	6986
存货	3888	4295	7198	9710	12619
流动资产合计	9587	11319	21851	29478	38308
长期股权投资	636	930	900	900	900
固定资产合计	3217	3948	4000	4000	4000
在建工程	236	329	300	400	500
非流动资产合计	6970	8687	8000	8000	8000
资产总计	16557	20007	29851	37478	46308
流动负债合计	3264	4360	5141	6936	9014
非流动负债合计	1224	872	4488	3329	1253
负债合计	4488	5232	9630	10265	10267
少数股东权益	124	513	568	638	726
股东权益合计	12069	14775	20221	27213	36041
负债及股东权益合计	16557	20007	29851	37478	46308

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	2449	1897	3085	4162	5408
投资活动产生的现金流量净额	(1553)	(1176)	(1000)	(1000)	(1000)
筹资活动产生的现金流量净额	(1641)	(316)	(300)	(300)	(300)
现金及现金等价物净增加额	(681)	425	1785	2862	4108

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。