

中际旭创 (300308.SZ)  
通信设备

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 24 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 陈宇玉

执业证书编号: S0740517020004

Email: chenyy@zts.com.cn

分析师: 杨雷

执业证书编号: S0740524060005

Email: yanglei01@zts.com.cn

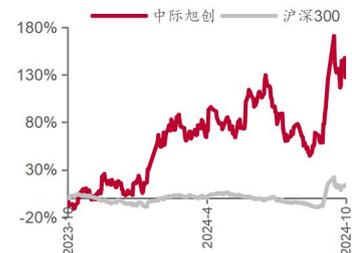
联系人: 余雨晴

Email: sheyq@zts.com.cn

### 基本状况

|           |            |
|-----------|------------|
| 总股本(百万股)  | 1,121.17   |
| 流通股本(百万股) | 1,115.71   |
| 市价(元)     | 157.10     |
| 市值(百万元)   | 176,135.26 |
| 流通市值(百万元) | 175,278.76 |

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 《盈利能力持续提升, 1.6T 产品年末进入量产阶段》2024-08-29
- 《业绩保持高增长, 800G/1.6T 光模块需求强劲》2024-07-15
- 《Q1 业绩历史新高, AI 将带动 800G/1.6T 需求上量》2024-04-23

### 公司盈利预测及估值

| 指标         | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 9,642 | 10,718 | 25,575 | 36,188 | 46,747 |
| 增长率 yoy%   | 25%   | 11%    | 139%   | 41%    | 29%    |
| 归母净利润(百万元) | 1,224 | 2,174  | 5,146  | 7,172  | 9,109  |
| 增长率 yoy%   | 40%   | 78%    | 137%   | 39%    | 27%    |
| 每股收益(元)    | 1.09  | 1.94   | 4.59   | 6.40   | 8.12   |
| 每股现金流量     | 2.18  | 1.69   | -0.17  | 2.97   | 5.99   |
| 净资产收益率     | 10%   | 15%    | 26%    | 26%    | 25%    |
| P/E        | 143.9 | 81.0   | 34.2   | 24.6   | 19.3   |
| P/B        | 14.7  | 12.4   | 9.0    | 6.7    | 5.0    |

备注: 股价截止自 2024 年 10 月 24 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- 公告摘要:** 公司发布 2024 年三季度报, 前三季度实现营业收入 173.13 亿元, 同比增长 146.26%, 归母净利润 37.53 亿元, 同比增长 189.59%; 扣非归母净利润 37.18 亿元, 同比增长 198.77%。
- Q3 业绩受汇兑和物料供应缺口影响, 毛利率稳步提升。** 得益于海内外 AI 算力基础设施加速建设及 CSP 厂商相关资本开支增长所带来的 400G/800G 高端光模块需求大幅增加, 公司业绩同环比持续增长。前三季度, 毛利率 33.32% 同比提升 1.57 个 pct, 净利率 21.68% 同比提升 3.24 个 pct, 主要因为高速率光模块产品结构提升。单季度看, 24Q3 公司实现营收 65.14 亿, 同比增长 115.27%, 环比增长 9.37%, 归母净利润 13.95 亿, 同比增长 104.55%, 环比增长 3.41%。24Q3 毛利率环比提升 0.21pct 至 33.64%, 销售/管理/研发费用率分别为 0.71%/2.55%/3.33%, 分别同比降低 0.52/0.82/1.59pct, Q3 财务费用 7293 万(Q2 为 -4017 万) 环比增加 1.13 亿, 预计主要由于汇兑影响。汇兑损失及上游光芯片供给紧缺导致的交付缺口拖累了 Q3 业绩表现。Q3 存货 71.53 亿元, 相较于 2024H1 末 61.69 亿大幅提高, 在手订单增加, 公司积极备货, 经营持续向好。
- 英伟达 GB200 全面投产, 1.6T 放量在即/3.2T 预研中。** 近期英伟达 CEO 表示 B 系列芯片已全面投产, 市场需求旺盛, 微软 Azure 已拿到搭载英伟达 GB200 超级芯片的 AI 服务器, 成为全球云服务供应商中首个用上 Blackwell 体系的公司; AI 算力高景气度持续提升。根据 Lightcounting 发布的 2023 年度光模块厂商排名, 中际旭创排名全球第一; 公司技术、产品实力强劲。当前, 公司已全面完成 1.6T 产品前期的送测和认证工作, 预计从 12 月开始出货。同时, 公司正在预研 3.2T 光模块, 可选的技术路线包括硅光方案和传统的 EML 方案。CPO 方面, 公司非常重视并已具备一定的技术基础去研发相关产品。成本端, 上游光芯片等核心物料相对紧缺, 但公司通过提前备货、规模采购以及技术路线选择等手段, 持续提升交付能力。产能端, 公司同时在国内和泰国进行产能的扩充, 为 800G 以及 1.6T 等产品上量做准备。当前可观测到的明年一季度订单订单看, 800G 需求依然强劲, 1.6T 预期也会带来逐步增长。
- 领先的研发及创新能力, 硅光/相干等技术领先。** 公司立足于通过自主技术创新, 打造具有国际竞争力的高速光通信收发模块的研发、设计和制造公司。其拥有单模并行光学设计与精密制造技术, 多模并行光学设计与耦合技术、高速电子器件设计、仿真、测试技术, 并自主开发了全自动、高效率的组装测试平台。2023 年, 公司在 OFC2023 现场演示了 1.6T OSFP-XD DR8+ 可插拔光模块、基于 5nm DSP 和先进硅光子技术的第二代 800G 光模块。旭创自研硅光芯片, 400G/800G 开始导入硅光方案, BOM 成本相比于 EML 具备竞争力, 公司计划进一步加大硅光模块的市场导入和提升出货比例, 毛利率水平有望提升。相干方面, Omdia 预计 2025 年相干将达到 250 万支规模; 2022-2025 年, 400G 相干光模块年复合增长率将超 40%。公司的相干产品可支持 5G 回传、边缘网络、城域和 DCI 互连等应用, 目前 400G 全系列相干产品已实

现批量发货；还推出业界最高输出功率 400G ZR/OpenZR+QSFP-DD 相干模块。随着算力集群规模的扩大，未来 DCI 市场具备较好的增长潜力。

- **投资建议：**公司是全球光模块龙头，800G 产品进入批量供应，1.6T 有望迎来快速放量；且其同时具备硅光、CPO 和相干模块等前瞻工艺。基于公司高速率产品放量进度，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 51.46 亿元/71.72 亿元/91.09 亿元，EPS 分别为 4.59 元/6.40 元/8.12 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**北美数通市场需求不及预期的风险；AI 发展低于预期的风险；海外贸易争端的风险；市场竞争加剧的风险。

**盈利预测表**

| 资产负债表          |               |               |               |               | 利润表             |              |              |              |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 单位:百万元         |               |               |               |               | 单位:百万元          |              |              |              |               |
| 会计年度           | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 会计年度            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E         |
| 货币资金           | 3,317         | 5,115         | 7,238         | 11,885        | 营业收入            | 10,718       | 25,575       | 36,188       | 46,747        |
| 应收票据           | 323           | 0             | 0             | 0             | 营业成本            | 7,182        | 16,776       | 24,198       | 31,621        |
| 应收账款           | 2,581         | 6,082         | 8,509         | 10,850        | 税金及附加           | 51           | 102          | 145          | 225           |
| 预付账款           | 59            | 170           | 224           | 474           | 销售费用            | 125          | 256          | 253          | 234           |
| 存货             | 4,295         | 10,251        | 14,359        | 17,565        | 管理费用            | 434          | 972          | 1,267        | 1,636         |
| 合同资产           | 0             | 0             | 0             | 0             | 研发费用            | 739          | 1,670        | 2,179        | 2,805         |
| 其他流动资产         | 743           | 1,059         | 1,363         | 1,080         | 财务费用            | -84          | -52          | -41          | -120          |
| 流动资产合计         | 11,319        | 22,676        | 31,693        | 41,855        | 信用减值损失          | -9           | -12          | -12          | -11           |
| 其他长期投资         | 55            | 132           | 186           | 241           | 资产减值损失          | -149         | -191         | -227         | -189          |
| 长期股权投资         | 930           | 930           | 930           | 930           | 公允价值变动收益        | -3           | 3            | 3            | 3             |
| 固定资产           | 3,948         | 3,976         | 4,001         | 3,927         | 投资收益            | 323          | 171          | 199          | 231           |
| 在建工程           | 329           | 399           | 399           | 449           | 其他收益            | 67           | 87           | 82           | 73            |
| 无形资产           | 401           | 524           | 636           | 736           | <b>营业利润</b>     | <b>2,494</b> | <b>5,903</b> | <b>8,226</b> | <b>10,448</b> |
| 其他非流动资产        | 3,025         | 3,062         | 3,091         | 3,114         | 营业外收入           | 2            | 2            | 3            | 2             |
| 非流动资产合计        | 8,687         | 9,022         | 9,243         | 9,397         | 营业外支出           | 4            | 4            | 4            | 4             |
| <b>资产合计</b>    | <b>20,007</b> | <b>31,699</b> | <b>40,936</b> | <b>51,252</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,492</b> | <b>5,901</b> | <b>8,225</b> | <b>10,446</b> |
| 短期借款           | 62            | 2,432         | 1,893         | 335           | 所得税             | 284          | 674          | 940          | 1,194         |
| 应付票据           | 307           | 743           | 990           | 1,292         | <b>净利润</b>      | <b>2,208</b> | <b>5,227</b> | <b>7,285</b> | <b>9,252</b>  |
| 应付账款           | 1,857         | 4,388         | 6,402         | 8,460         | 少数股东损益          | 34           | 81           | 113          | 143           |
| 预收款项           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,174</b> | <b>5,146</b> | <b>7,172</b> | <b>9,109</b>  |
| 合同负债           | 3             | 767           | 1,086         | 1,402         | NOPLAT          | 2,134        | 5,181        | 7,249        | 9,146         |
| 其他应付款          | 1,164         | 1,164         | 1,164         | 1,164         | EPS (摊薄)        | 1.94         | 4.59         | 6.40         | 8.12          |
| 一年内到期的非流动负债    | 559           | 559           | 559           | 559           |                 |              |              |              |               |
| 其他流动负债         | 409           | 653           | 789           | 958           |                 |              |              |              |               |
| 流动负债合计         | 4,360         | 10,707        | 12,884        | 14,171        | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |               |
| 长期借款           | 319           | 319           | 319           | 319           | 会计年度            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E         |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>成长能力</b>     |              |              |              |               |
| 其他非流动负债        | 553           | 553           | 553           | 553           | 营业收入增长率         | 11.2%        | 138.6%       | 41.5%        | 29.2%         |
| 非流动负债合计        | 872           | 872           | 872           | 872           | EBIT 增长率        | 81.2%        | 142.8%       | 39.9%        | 26.2%         |
| <b>负债合计</b>    | <b>5,232</b>  | <b>11,578</b> | <b>13,755</b> | <b>15,043</b> | 归母公司净利润增长率      | 77.6%        | 136.8%       | 39.4%        | 27.0%         |
| 归属母公司所有者权益     | 14,261        | 19,526        | 26,474        | 35,359        | <b>获利能力</b>     |              |              |              |               |
| 少数股东权益         | 513           | 594           | 707           | 850           | 毛利率             | 33.0%        | 34.4%        | 33.1%        | 32.4%         |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>14,774</b> | <b>20,120</b> | <b>27,181</b> | <b>36,209</b> | 净利率             | 20.6%        | 20.4%        | 20.1%        | 19.8%         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>20,007</b> | <b>31,699</b> | <b>40,936</b> | <b>51,252</b> | ROE             | 14.7%        | 25.6%        | 26.4%        | 25.2%         |
|                |               |               |               |               | ROIC            | 20.1%        | 29.7%        | 31.2%        | 30.7%         |
|                |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |               |
|                |               |               |               |               | 资产负债率           | 26.2%        | 36.5%        | 33.6%        | 29.4%         |
|                |               |               |               |               | 债务权益比           | 10.1%        | 19.2%        | 12.2%        | 4.9%          |
|                |               |               |               |               | 流动比率            | 2.6          | 2.1          | 2.5          | 3.0           |
|                |               |               |               |               | 速动比率            | 1.6          | 1.2          | 1.3          | 1.7           |
|                |               |               |               |               | <b>营运能力</b>     |              |              |              |               |
|                |               |               |               |               | 总资产周转率          | 0.5          | 0.8          | 0.9          | 0.9           |
|                |               |               |               |               | 应收账款周转天数        | 69           | 61           | 73           | 75            |
|                |               |               |               |               | 应付账款周转天数        | 75           | 67           | 80           | 85            |
|                |               |               |               |               | 存货周转天数          | 205          | 156          | 183          | 182           |
|                |               |               |               |               | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |               |
|                |               |               |               |               | 每股收益            | 1.94         | 4.59         | 6.40         | 8.12          |
|                |               |               |               |               | 每股经营现金流         | 1.69         | -0.17        | 2.97         | 5.99          |
|                |               |               |               |               | 每股净资产           | 12.72        | 17.42        | 23.61        | 31.54         |
|                |               |               |               |               | <b>估值比率</b>     |              |              |              |               |
|                |               |               |               |               | P/E             | 81           | 34           | 25           | 19            |
|                |               |               |               |               | P/B             | 12           | 9            | 7            | 5             |
|                |               |               |               |               | EV/EBITDA       | 198          | 91           | 67           | 53            |

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

|  | 评级 | 说明                                   |
|--|----|--------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上      |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间   |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上      |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上       |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上       |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                      |

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。