

中际旭创 (300308 CH)

强劲基本面无惧市场波动，重申买入评级

2024 年第二季度，三大海外云厂商（谷歌、微软和亚马逊）与 Meta 的资本开支总额高达 529 亿美元（高于此前彭博一致预期的 506 亿美元），同比增长 57.1%，增速高于第一季度的 30.4%。这四家公司的资本支出总额在 2020 年至 2022 年间实现了连续三年的快速增长（38%/34%/19%），并于 2023 年维持在高位（1,480 亿美元）。这四家公司均确认将继续大力投资 AI 基础设施以满足不断增长的算力需求。正如谷歌首席执行官 Sundar Pichai 在最近的业绩会上所说，目前公司面临“投资不足的风险远大于过度投资的风险。”

然而，近期有部分投资者对板块回调表示担忧。我们认为市场波动的原因主要有以下几点：1) 海外科技企业业绩喜忧参半，2) 对美国经济可能面临衰退产生担忧，3) 美国大选等的影响。此外，上周日本央行意外加息导致套利交易被迫平仓，从而使市场抛售进一步加剧。

尽管市场在近期受到以上利空因素的干扰，但是主要云厂商的资本支出在第二季度依旧强劲，并一致重申会继续加大投入。因此，我们对 AI 板块仍维持积极展望。作为行业的主要受益者之一，中际旭创是我们在 AI 投资主题下的首选标的。我们认为，公司股票在近期遭遇回调（自 7 月峰值以来下跌超过 35%），目前估值具备吸引力（2024/25 年市盈率分别为 22.8 倍/15.3 倍）。我们重申对中际旭创的“买入”评级，目标价调整至 150.76 元人民币（前目标价为 130.71 元人民币（除权除息后））。

■ 我们预计公司业绩受到英伟达芯片设计缺陷的影响有限。有消息称，英伟达公司下一代 GPU 芯片存在设计缺陷，产品的出货时间将被推迟（[链接](#)）。该消息引发了市场对英伟达新一代产品可能面临推迟出货甚至砍单的担忧，投资人担心是否会进一步影响其供应链的业绩。我们认为，本次事件影响有限。该设计缺陷发现于早期阶段，我们认为产业链可以解决该缺陷产生的问题。Blackwell 芯片预计将于 2024 年第四季度开始大规模量产，该系列大部分的收入贡献将于 2025 年产生。另外，我们预期 Blackwell 系列产品若有推迟，其负面影响或将被 Hopper 系列产品的生命周期延长所抵消。

■ 我们重申对中际旭创的“买入”评级，新目标价为 150.76 元人民币。受益于云厂商强劲的资本支出指引（2024 和 2025 年的资本支出指引分别较 2 月份预测上调 16% 和 21%，较 5 月份指引上调 5% 和 8%），我们将公司 2024 和 2025 年的收入预测分别上调 6% 和 11%，并将净利润预测分别上调 11% 和 23%。根据近期的业绩说明会，头部云厂商会维持对 AI 基础设施的大规模投资（根据彭博一致预期，2024 和 2025 年四大云厂商的资本支出总额将增长 39% 和 13%）。中际旭创拥有丰富的产品组合（400G、800G 和 1.6T 光模块），相信未来会继续受益于 AI 需求的增长和资本支出的增加。公司的新目标价基于 2024 年 30 倍市盈率，较 5 年历史平均远期市盈率（27.4 倍）高出 9%，PEG 接近 1 倍（2024-2026 年的每股收益复合增长率为 32%）。我们认为中际旭创当前估值具备吸引力（2024 和 2025 年市盈率分别为 22.8 倍和 15.3 倍）。重申“买入”评级。潜在风险：1) 地缘政治风险加剧；2) 新产品推出进度不及预期；3) 云厂商资本支出增速放缓；4) 供应链瓶颈。

买入(维持)

目标价 150.76 人民币
(前目标价 130.71 人民币)
潜在升幅 33.0%
当前股价 113.32 人民币

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	127,054.4
3 月平均流通量(百万人民币)	3,151.1
52 周内股价高/低(百万人民币)	157.53/60.87
总股本(百万)	1121.2

资料来源: FactSet

股东结构

山东中际投资控股有限公司	11.3%
王伟修	6.2%

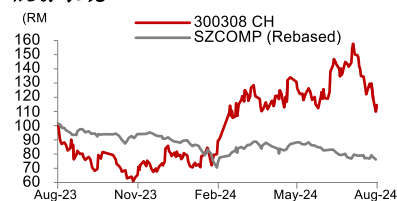
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-21.5%	-21.8%
3-月	-9.2%	2.7%
6-月	24.9%	25.8%

资料来源: FactSet

股份表现

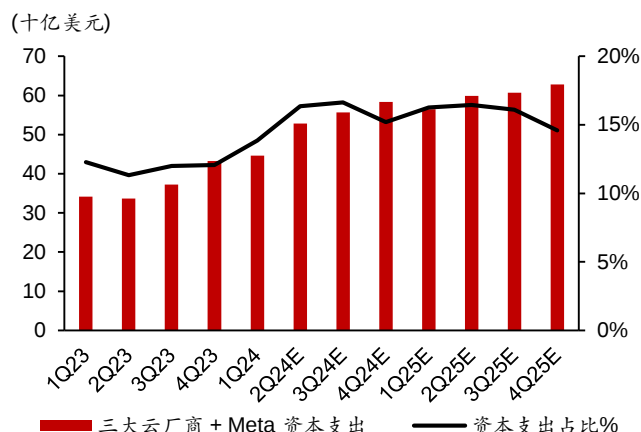


资料来源: FactSet

财务资料					
(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	9,642	10,718	23,877	34,149	41,026
同比增长(%)	25.3	11.2	122.8	43.0	20.1
毛利率(%)	29.3	33.0	33.2	32.3	31.4
净利润(百万人民币)	1,224.0	2,173.5	5,462.1	8,127.3	9,497.7
同比增长(%)	39.6	77.6	151.3	48.8	16.9
每股收益(人民币)	1.10	2.00	5.03	7.48	8.74
市盈率(倍)	104.1	57.2	22.8	15.3	13.1
资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测					

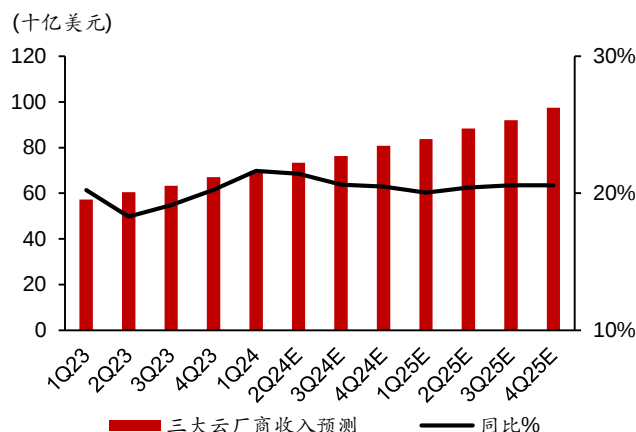
三大云厂商和Meta 资本支出对比

图 1: 三大云厂商和 Meta 资本支出



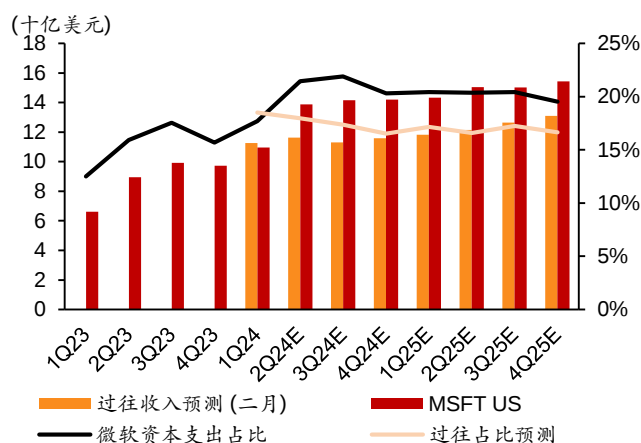
资料来源：公司资料, 彭博一致预期

图 2: 三大云厂商和 Meta 收入预测



资料来源：公司资料, 彭博一致预期

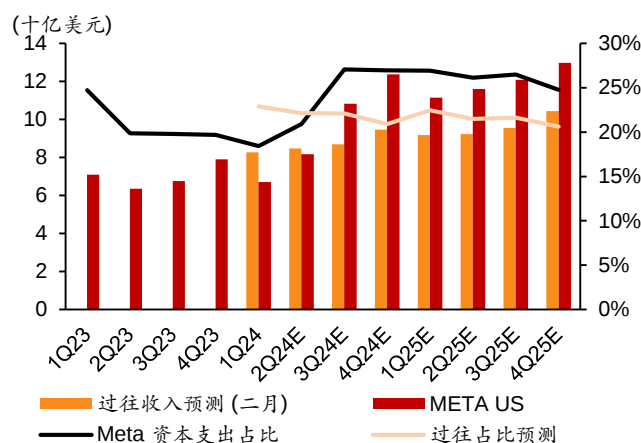
图 3: 微软资本支出对比



资料来源：公司资料, 彭博一致预期

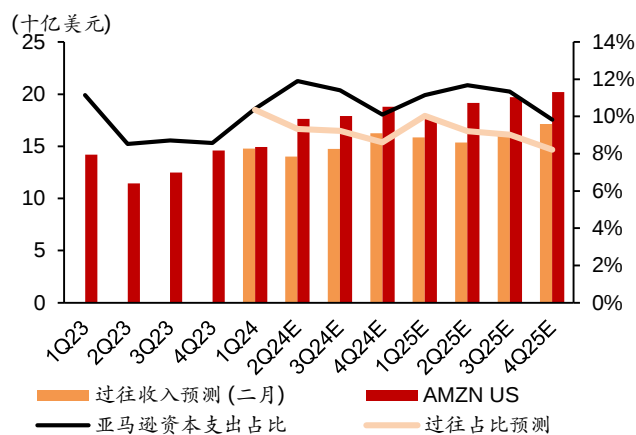
注：过往收入预测为 2024 年 2 月彭博一致预期，下同

图 4: Meta 资本支出对比



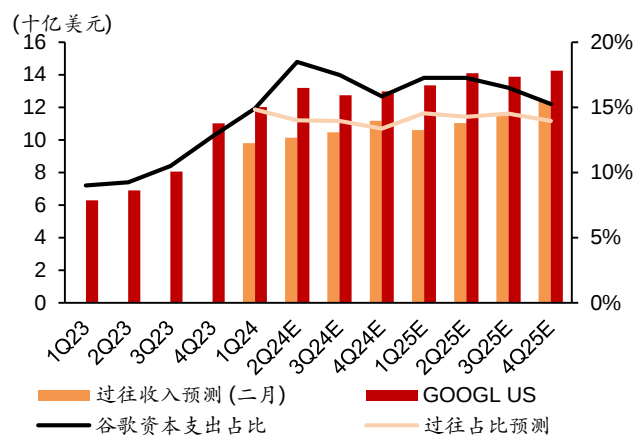
资料来源：公司资料, 彭博一致预期

图 5: 亚马逊资本支出对比



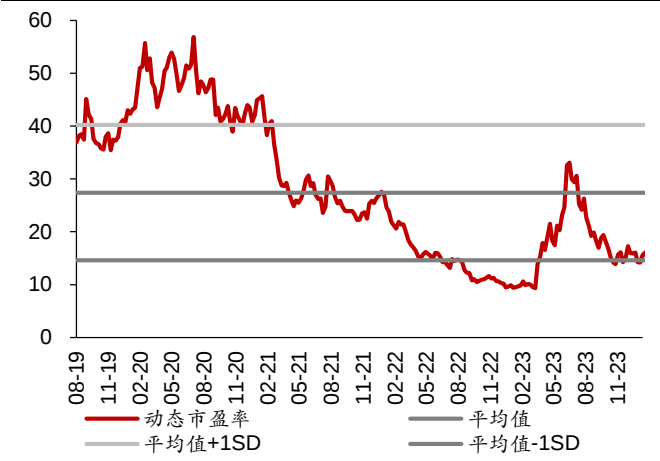
资料来源：公司资料, 彭博一致预期

图 6: 谷歌资本支出对比



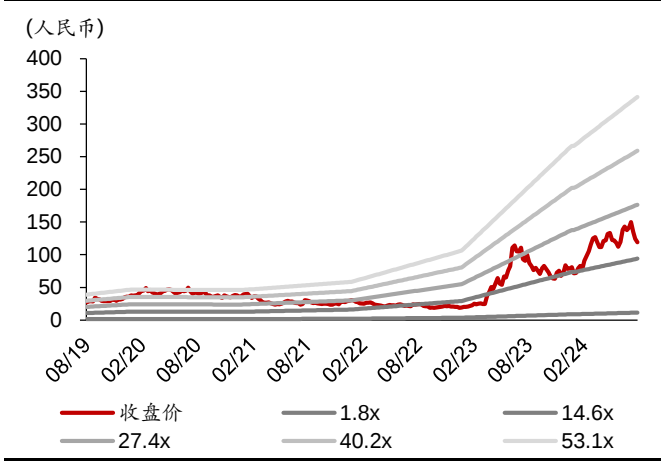
资料来源：公司资料, 彭博一致预期

图 7: 中际旭创动态市盈率区间



资料来源: 公司资料, 彭博

图 8: 中际旭创动态市盈率



资料来源: 公司资料, 彭博

图 9: 招银国际环球市场最新预测 vs. 过往预测

百万元人民币	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	23,877	34,149	41,026	22,594	29,657	31,870	6%	15%	29%
毛利	7,917	11,016	12,901	7,636	9,704	9,993	4%	14%	29%
净利润	5,462	8,127	9,498	4,904	6,319	6,446	11%	29%	47%
每股收益 (人民币)	5.03	7.48	8.74	4.36	5.62	5.74	15%	33%	52%
毛利率	33.2%	32.3%	31.4%	33.8%	32.7%	31.4%	-0.6 ppt	-0.5 ppt	0.1 ppt
净利率	22.9%	23.8%	23.2%	21.7%	21.3%	20.2%	1.2 ppt	2.5 ppt	2.9 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 10: 招银国际环球市场预测 vs. 彭博一致预期

百万元人民币	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	23,877	34,149	41,026	25,754	38,071	45,003	-7%	-10%	-9%
毛利	7,917	11,016	12,901	8,616	12,884	15,195	-8%	-15%	-15%
净利润	5,462	8,127	9,498	5,117	7,661	9,156	7%	6%	4%
每股收益 (人民币)	5.03	7.48	8.74	4.93	7.41	8.64	2%	1%	1%
毛利率	33.2%	32.3%	31.4%	33.5%	33.8%	33.8%	-0.3 ppt	-1.6 ppt	-2.3 ppt
净利率	22.9%	23.8%	23.2%	19.9%	20.1%	20.3%	3 ppt	3.7 ppt	2.8 ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万元人民币)						
销售收入	7,695	9,642	10,718	23,877	34,149	41,026
销售成本	(5,727)	(6,816)	(7,182)	(15,959)	(23,133)	(28,124)
毛利润	1,968	2,826	3,536	7,917	11,016	12,901
运营费用	(1,005)	(1,499)	(1,042)	(1,651)	(1,709)	(2,002)
税金及附加	(21)	(63)	(51)	(118)	(121)	(137)
销售及管理费用	(507)	(598)	(558)	(608)	(644)	(679)
研发费用	(541)	(767)	(739)	(1,161)	(1,254)	(1,257)
其他	64	(71)	306	236	311	71
运营利润	963	1,327	2,494	6,266	9,307	10,899
营业外收入	1	28	2	28	40	48
营业外支出	(4)	(4)	(4)	(0)	(0)	(0)
税前利润	960	1,352	2,492	6,294	9,346	10,946
所得税	(73)	(118)	(285)	(732)	(1,070)	(1,272)
税后利润	886	1,234	2,208	5,562	8,276	9,674
非控股权益	10	10	34	100	149	177
净利润	877	1,224	2,174	5,462	8,127	9,498

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万元人民币)						
流动资产	10,022	9,587	11,319	18,095	26,200	35,001
现金与现金等价物	3,515	2,831	3,317	6,332	10,165	16,643
应收账款	1,997	1,509	2,581	3,699	5,096	5,694
存货	3,799	3,888	4,295	6,549	9,042	10,375
预付款项	72	64	59	138	197	237
其他流动资产	638	1,295	1,067	1,378	1,700	2,051
非流动资产	6,543	6,970	8,687	10,319	12,072	13,844
物业及厂房及设备 (净额)	3,152	3,217	3,948	4,878	5,804	6,750
使用权资产	21	11	27	313	677	1,065
递延所得税资产	46	48	82	116	157	200
无形资产	382	322	401	476	546	602
商誉	1,980	1,949	1,939	1,929	1,920	1,910
其他非流动资产	962	1,422	2,291	2,606	2,969	3,318
总资产	16,565	16,557	20,007	28,414	38,272	48,845
流动负债	3,166	3,264	4,360	6,663	8,872	10,812
短期债务	794	385	62	167	301	487
应付账款	1,205	1,136	1,857	3,390	4,596	5,575
应交税费	68	93	213	302	407	519
其他流动负债	932	1,349	2,039	2,511	3,171	3,725
合同负债	1	22	3	28	40	48
应付职工薪酬	166	279	187	266	358	457
非流动负债	1,796	1,224	872	1,346	1,618	1,911
长期债务	1,262	696	319	561	561	561
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	277	264	216	307	413	527
其他非流动负债	258	264	337	479	645	823
总负债	4,962	4,488	5,232	8,009	10,490	12,722
股本	800	801	803	803	803	803
未分配利润	2,861	3,893	5,870	10,878	17,969	25,970
其他储备	7,828	7,251	7,589	8,111	8,249	8,411
股东权益总额	11,489	11,945	14,261	19,792	27,020	35,184
少数股东权益	114	124	513	613	762	938
总负债和股东权益	16,565	16,557	20,007	28,414	38,272	48,845

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万元人民币)						
经营现金流						
税前利润	960	1,352	2,492	6,294	9,346	10,946
折旧摊销	436	493	525	550	710	921
税款	(73)	(118)	(285)	(732)	(1,070)	(1,272)
营运资金变化	(587)	291	(830)	(1,585)	(2,138)	(566)
其他	77	432	(6)	(156)	(156)	(132)
净经营现金流	813	2,449	1,897	4,371	6,692	9,897
投资现金流						
资本开支	(840)	(792)	(1,704)	(1,708)	(1,982)	(2,198)
收购与投资	(1,529)	(5,967)	(3,971)	0	0	0
处理短期投资所得现金	1,109	5,167	4,435	0	0	0
其他	42	40	65	(139)	(93)	(72)
净投资现金流	(1,219)	(1,553)	(1,176)	(1,846)	(2,076)	(2,270)
融资现金流						
已支付股息	(168)	(233)	(207)	(383)	(925)	(1,364)
净借贷	(259)	(699)	(884)	391	134	187
发行股票所得现金	2,665	33	(109)	433	0	0
其他	26	(742)	884	22	22	22
净融资现金流	2,264	(1,641)	(316)	463	(770)	(1,155)
净现金流变动						
年初现金	1,648	3,489	2,809	3,234	6,245	10,079
汇率变动	(17)	64	20	0	0	0
其他	1,859	(745)	405	3,011	3,835	6,478
年末现金	3,489	2,809	3,234	6,245	10,079	16,557

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给他们其他人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。