

# 中际旭创 (300308 CH)

## 公司一季度业绩为全年发展夯实了基础

中际旭创公布了 2023 财年和 2024 年一季度业绩，总体超出我们和市场的预期。公司 2023 财年收入同比增长 11.2% 至 107 亿元人民币，净利润同比增长 77.6% 至 22 亿元人民币。一季度收入同比增长 163.6% 至 48 亿元人民币，净利润同比大幅增长 303.8% 至 10 亿元人民币。公司出色的业绩主要得益于其高速光模块（特别是 400G 和 800G）的强劲需求，占 2023 财年总收入 90% 以上。我们将中际旭创的目标价上调至 183 元人民币，对应 2024 年 30 倍预测市盈率，并维持“买入”评级。

■ **400G 光模块出货量强劲，推动一季度收入增长；预计 800G 光模块出货量将在今年逐季增长。** 受益于海外强劲的需求，公司一季度收入同比增长 164%，环比增长 31%。我们预计随着公司产能的如期扩张（供应端）与高科技企业对 AI 基础设施的持续投资（需求端），公司 800G 光模块的出货量将从今年二季度开始加速增长。同时，管理层指出，公司 1.6T 产品目前正在接受海外重点客户认证，预计将于今年下半年完成认证，并进入到客户下单环节。公司预期在下半年开始会看到规模上量。

■ **中际旭创一季度的增长显示：**1) 公司受供应链瓶颈的影响低于预期，高速光模块正常交付；2) AI 需求将持续强劲。我们将公司 2024E/25E 年的收入预测分别上调 25%/44%。同时，由于一季度毛利率下跌，我们将 2024/2025E 的毛利率略微下调 0.2/0.3 个百分点。毛利率下跌的原因包括：1) 公司一季度高速光模块产品组合结构的变动（400G 占比较高），以及 2) 年初产品定价调整等因素的影响。总体而言，随着 800G 光模块的加速出货，我们预计公司毛利率将逐季改善。我们对公司 2024 年整体毛利率维持在 33.8% 的水平持乐观态度。

■ **维持“买入”评级，目标价上调至 183 元人民币。**我们将公司 2024E/25E 年的收入预测上调 25%/44%，净利润预测上调 35%/59%。新目标价基于 2024E 年 30 倍预测市盈率，接近 5 年历史平均远期市盈率（29 倍）。我们对公司未来发展持乐观看法，原因包括：1) 大型云厂商对 400G/800G 光模块的需求依旧强劲；2) 关键零部件供应瓶颈得以改善，公司正在扩大 800G 光模块产能；3) 本次定价调整好于预期；4) 汇率影响（公司 85% 的收入来自海外）。综上所述，我们认为中际旭创是 AI 投资浪潮的核心受益标的之一，考虑其在光模块市场中的领先地位和先发优势，我们认为公司后续业务增速将保持强劲增长。

### 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	22,594	29,657	31,870
同比增长 (%)	25.3	11.2	110.8	31.3	7.5
毛利率 (%)	29.3	33.0	33.8	32.7	31.4
净利润(百万人民币)	1,224	2,174	4,904	6,319	6,446
同比增长 (%)	39.6	77.6	125.6	28.8	2.0
每股收益(人民币)	1.54	2.80	6.11	7.87	8.03
市销率(倍)	13.2	11.9	5.6	4.3	4.0
市盈率(倍)	102.8	56.6	25.9	20.1	19.7

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	183.00 人民币
(此前目标价)	136.00 人民币
潜在升幅	15.6%
当前股价	158.36 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)	127,131.4
3 月平均流通量(百万人民币)	4,660.4
52 周内股价高/低(百万人民币)	179.99/72.54
总股本(百万)	802.8

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%

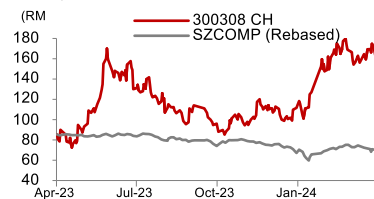
资料来源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-5.6%	0.3%
3 - 月	41.9%	36.2%
6 - 月	68.3%	81.6%

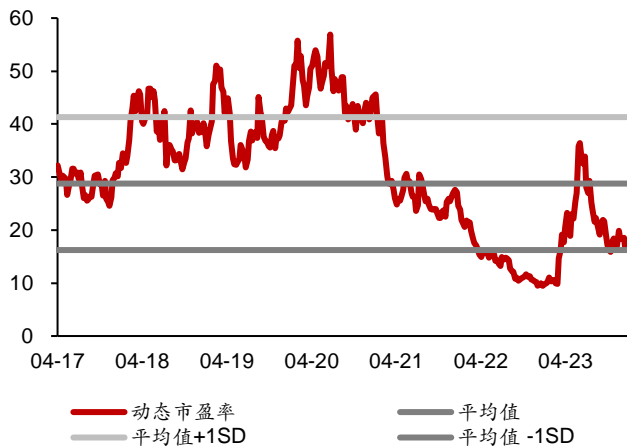
资料来源：FactSet

### 股份表现



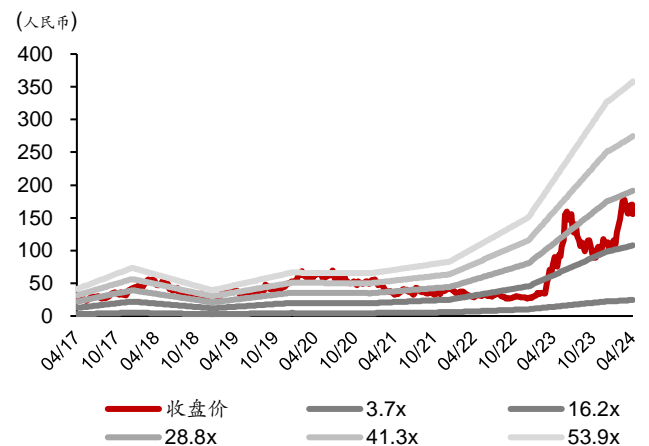
资料来源：FactSet

图 1: 中际旭创远期市盈率区间



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 2: 中际旭创动态市盈率区间



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 3: 招银国际预测 vs. 彭博一致预测

人民币 百万元	招银国际市场预测			市场预测			差值(%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	22,594	29,657	31,870	24,539	30,758	36,417	-8%	-4%	-12%
毛利润	7,636	9,704	9,993	7,974	9,983	12,290	-4%	-3%	-19%
净利润	4,904	6,319	6,446	4,460	5,564	7,369	10%	14%	-13%
每股收益(人民币)	6.11	7.87	8.03	5.39	6.75	8.99	13%	17%	-11%
毛利率	33.8%	32.7%	31.4%	32.5%	32.5%	33.7%	1.3 ppt	0.3 ppt	-2.4 ppt
净利率	21.7%	21.3%	20.2%	18.2%	18.1%	20.2%	3.5 ppt	3.2 ppt	0 ppt

来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值(%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	22,594	29,657	31,870	18,074	20,524	NA	25%	44%	NA
毛利润	7,636	9,704	9,993	6,144	6,782	NA	24%	43%	NA
净利润	4,904	6,319	6,446	3,645	3,978	NA	35%	59%	NA
每股收益(人民币)	6.11	7.87	8.03	4.54	4.96	NA	35%	59%	NA
毛利率	33.8%	32.7%	31.4%	34.0%	33.0%	NA	-0.2 ppt	-0.3 ppt	NA
净利率	21.7%	21.3%	20.2%	20.2%	19.4%	NA	1.5 ppt	1.9 ppt	NA

资料来源: 公司数据, 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 (百万人民币)						
销售收入	7,695	9,642	10,718	22,594	29,657	31,870
销售成本	(5,727)	(6,816)	(7,182)	(14,957)	(19,953)	(21,877)
毛利	1,968	2,826	3,536	7,636	9,704	9,993
运营费用	(1,005)	(1,499)	(1,042)	(1,963)	(2,377)	(2,517)
税金及附加	(21)	(63)	(51)	(166)	(218)	(234)
销售及管理费用	(507)	(598)	(558)	(835)	(1,097)	(1,178)
研发费用	(541)	(767)	(739)	(1,212)	(1,300)	(1,395)
其他	64	(71)	306	250	238	290
运营利润	963	1,327	2,494	5,673	7,327	7,476
营业外收入	1	28	2	26	34	37
营业外支出	(4)	(4)	(4)	(0)	(0)	(0)
税前利润	960	1,352	2,492	5,699	7,362	7,512
所得税	(73)	(118)	(285)	(707)	(928)	(949)
税后利润	886	1,234	2,208	4,993	6,433	6,563
非控股权益	10	10	34	88	114	117
净利润	877	1,224	2,174	4,904	6,319	6,446

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	10,022	9,587	11,319	15,896	19,526	21,873
现金与现金等价物	3,515	2,831	3,317	4,455	4,890	7,946
应收账款	1,997	1,509	2,581	3,609	4,516	4,215
存货	3,799	3,888	4,295	6,360	8,400	7,783
预付款项	72	64	59	130	171	184
其他流动资产	638	1,295	1,067	1,343	1,549	1,745
非流动资产	6,543	6,970	8,687	11,585	15,113	18,532
物业及厂房及设备 (净额)	3,152	3,217	3,948	5,887	8,381	10,931
使用权资产	21	11	27	298	610	897
递延所得税资产	46	48	82	113	142	165
无形资产	382	322	401	504	626	747
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	2,854	3,435	3,882
总资产	16,565	16,557	20,007	27,481	34,639	40,405
流动负债	3,166	3,264	4,360	6,325	7,661	7,742
短期债务	794	385	62	357	517	374
应付账款	1,205	1,136	1,857	3,060	3,499	3,693
应交税费	68	93	213	292	368	429
其他流动负债	932	1,349	2,039	2,331	2,917	2,830
合同负债	1	22	3	26	35	37
应付职工薪酬	166	279	187	257	324	378
非流动负债	1,796	1,224	872	1,320	1,518	1,677
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	297	374	436
其他非流动负债	258	264	337	463	584	681
总负债	4,962	4,488	5,232	7,645	9,179	9,420
股本	800	801	803	803	803	803
未分配利润	2,861	3,893	5,870	10,331	15,737	21,037
其他储备	7,828	7,251	7,589	8,101	8,205	8,313
股东权益总额	11,489	11,945	14,261	19,234	24,745	30,152
少数股东权益	114	124	513	602	716	833
总负债和股东权益	16,565	16,557	20,007	27,481	34,639	40,405

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
<b>经营现金流</b>						
税前利润	960	1,352	2,492	5,699	7,362	7,512
折旧摊销	436	493	525	594	868	1,230
税款	(73)	(118)	(285)	(707)	(928)	(949)
营运资金变化	(587)	291	(830)	(1,797)	(1,975)	924
其他	77	432	(6)	(185)	(164)	(155)
<b>净经营现金流</b>	<b>813</b>	<b>2,449</b>	<b>1,897</b>	<b>3,604</b>	<b>5,162</b>	<b>8,562</b>
<b>投资现金流</b>						
资本开支	(840)	(792)	(1,704)	(3,041)	(3,990)	(4,285)
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	(106)	(68)	(39)
<b>净投资现金流</b>	<b>(1,219)</b>	<b>(1,553)</b>	<b>(1,176)</b>	<b>(3,147)</b>	<b>(4,057)</b>	<b>(4,324)</b>
<b>融资现金流</b>						
已支付股息	(168)	(233)	(207)	(386)	(840)	(1,071)
净借贷	(259)	(699)	(884)	582	160	(143)
发行股票所得现金	2,665	33	(109)	433	0	0
其他	26	(742)	884	22	22	22
<b>净融资现金流</b>	<b>2,264</b>	<b>(1,641)</b>	<b>(316)</b>	<b>651</b>	<b>(659)</b>	<b>(1,192)</b>
<b>净现金流变动</b>						
年初现金	1,648	3,489	2,809	3,234	4,368	4,805
汇率变动	(17)	64	20	0	0	0
其他	1,859	(745)	405	1,134	437	3,055
<b>年末现金</b>	<b>3,489</b>	<b>2,809</b>	<b>3,234</b>	<b>4,368</b>	<b>4,805</b>	<b>7,859</b>

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有关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上责任。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策。

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其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

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非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，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。