

**评级：买入（维持）**

市场价格：115.96元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email: chenney@zts.com.cn

研究助理：杨雷

Email: yanglei01@zts.com.cn

研究助理：余雨晴

Email: sheyq@zts.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,695	9,642	12,969	31,022	50,667
增长率 yoy%	9%	25%	35%	139%	63%
净利润(百万元)	877	1,224	2,025	4,026	5,531
增长率 yoy%	1%	40%	65%	99%	37%
每股收益(元)	1.09	1.52	2.52	5.01	6.89
每股现金流量	1.01	3.05	3.42	-0.66	1.00
净资产收益率	8%	10%	15%	23%	24%
P/E	106.2	76.1	46.0	23.1	16.8
PEG	8.8	2.3	1.4	0.3	0.3
P/B	8.1	7.8	6.8	5.3	4.0

备注：以2024年1月27日收盘价计算

**基本状况**

总股本(百万股)	803
流通股本(百万股)	750
市价(元)	115.96
市值(百万元)	93,096
流通市值(百万元)	86,994

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 公告摘要：公司发布2023年度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润为20.00-23.00亿元，比上年同期增长63.4%-87.91%；扣除非经常性损益后的净利润19.00-23.00亿元，比上年同期增长83.15%-121.70%。**
- Q4 业绩创历史新高，800G 释放提升盈利能力。**我们取归母净利润中位数21.5亿元计算，则同比增速为75.65%；取扣非归母净利润中位数21.00亿元计算，则同比增速为102.51%。单季度看，取归母净利润中位数计算Q4业绩为8.54亿元，同比130.19%，环比25.22%，单季度利润再创历史新高，全年业绩实现超预期增长。2023年以来，随着AI算力需求和海外互联网大厂相关资本开支的激增，从而带动了800G等高速光模块需求的显著增长，并加速了高速光模块产品的技术迭代步伐。公司受益于800G等高端产品出货比重的显著增加及产品设计的不断优化，在产品收入、毛利率、净利润率等方面进一步得到稳步提升。同时，我们也预计下游数据中心客户对400G的需求也有明显回升，且不少客户在AI算力架构上采用了400G光模块+以太网交换机的设计，对400G的需求也在快速增长。需要注意的是，此次因确认股权激励费用减少公司合并净利润约1.38亿元，如若扣除股权激励费用对子公司苏州旭创单体报表净利润影响，则苏州旭创实现单体净利润约22.00-27.00亿元，同比增长65.60%-103.24%；取中位数24.5亿元计算，则同比增速为84.49%。我们认为2023年公司800G光模块业绩已逐季开始释放，随着未来数据中心对高端速率光模块需求增加，公司业绩有望进一步增加。
- 充分计提减值后轻装上阵，扣非利润凸显价值。**公司此次充分计提减值释放风险，包括对投资并购时确认的子公司苏州旭创、储翰科技及君歌电子等的固定资产及无形资产评估增值计提折旧摊销约5600万元；对各子公司账面由于产品设计、市场需求变化或原材料质量问题等情况导致的呆滞库存计提减值准备约7800万元；对子公司存在坏账风险的应收账款计提信用减值损失约700万元；对子公司成都储翰业绩承压导致亏损，从而对收购成都储翰时形成的商誉进行了减值评估并根据评估结果计提商誉减值准备约4900万元；以上事项加速股权激励费用共计对公司净利润产生减少值约为3.28亿元。我们认为此次公司充分计提折旧摊销、商誉减值等准备后，未来有望实现轻装上阵。同时，公司对联营企业宁波创泽云投资合伙企业(有限合伙)等投资主体因投资项目增值产生了净利润约2.44亿元；对公司直接投资项目确认的公允价值变动收益及各类补贴收入约6200万元。公司整体扣非净利润约为19.00-23.00亿元，比上年同期增长83.15%-121.70%，更彰显公司在高速光模块带动下的业务强劲增长。
- AIGC 加速 800G 放量，1.6T/硅光有望打开估值。**随着ChatGPT为代表的生成式人工智能大语言模型的发布，催生了AI算力需求的激增，进而拉动了800G光模块需求的显著增长，并加速了光模块向800G及以上产品的迭代升级，公司800G等高端产品取得了良好的订单和市场份额。根据Lightcounting预测，全球光模块的市场规模在未来5年将以CAGR 11%保持增长，2027年将突破200亿美元。2023年开始，800G有望拉动新一轮增长，预计在2026年突破30亿美元大关。国内市场，数字中国顶层设计的落地将带来算力提升能耗增长，国内数据中心也同步加快新建、扩容步伐，而光模块作为数据中心内部设备互联的载体，在加大AI投入的背景下，长期来看光模块市场有望持续扩张。公司是全球光模块龙头，技术能力领先，规模优势显著，批量交付经验充足。根据Lightcounting发布的2022年度光模块厂商排名，中际旭创和Coherent并列全球第一。公司在400G/200G占据优势市场份额，800G率先发布并实现批量，预计有望成为新的业绩增长点。公司已于2023年3月在OFC上发布了1.6T光模块产品，后续将根据客户需求持续完善并做好量产准备；此外，公司已在硅光领域进行多年的研发和布局，且业已推出了搭载自研硅光芯片的400G和800G硅光模块；随着

1.6T 的加速出货以及硅光技术的持续演进，未来有望进一步打开行业及公司的估值空间。

- **投资建议：**公司是全球光模块龙头，400G/200G 份额领先，800G 产品进入批量供应，同时具备硅光、CPO 和相干模块等前瞻工艺。基于公司高端产品放量进度，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 20.25 亿元/40.26 亿元/55.31 亿元，EPS 分别为 2.52 元/5.01 元/6.89 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。

图表 1: 盈利预测 (百万元, 以 2024 年 1 月 27 日收盘价计算)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,831	4,994	9,109	14,877	营业收入	9,642	12,969	31,022	50,667
应收票据	56	105	315	518	营业成本	6,816	8,950	21,586	35,925
应收账款	1,509	2,011	4,565	7,321	税金及附加	63	54	138	255
预付账款	64	85	204	339	销售费用	91	117	372	709
存货	3,888	4,027	9,714	16,166	管理费用	507	687	1,768	2,888
合同资产	0	0	0	0	研发费用	767	1,038	2,699	4,560
其他流动资产	1,239	1,521	2,373	3,187	财务费用	-22	13	89	255
流动资产合计	9,587	12,744	26,279	42,408	信用减值损失	-17	-11	-12	-13
其他长期投资	11	15	36	59	资产减值损失	-340	-81	-180	-200
长期股权投资	636	636	636	636	公允价值变动收益	53	39	50	47
固定资产	3,217	3,252	3,340	3,476	投资收益	103	100	129	104
在建工程	236	336	336	236	其他收益	107	80	75	90
无形资产	322	377	412	432	营业利润	1,327	2,238	4,431	6,102
其他非流动资产	2,548	2,569	2,598	2,629	营业外收入	29	2	1	1
非流动资产合计	6,970	7,185	7,358	7,468	营业外支出	4	4	4	4
资产合计	16,557	19,929	33,637	49,876	利润总额	1,352	2,236	4,428	6,099
短期借款	385	385	5,629	11,567	所得税	118	195	370	525
应付票据	242	412	974	1,508	净利润	1,234	2,041	4,058	5,574
应付账款	1,136	2,238	5,463	9,200	少数股东损益	10	16	32	44
预收款项	0	21	12	26	归属母公司净利润	1,224	2,025	4,026	5,530
合同负债	22	30	72	118	NOPLAT	1,213	2,053	4,139	5,808
其他应付款	175	175	175	175	EPS (按最新股本摊薄)	1.52	2.52	5.01	6.89
一年内到期的非流动负债	888	888	888	888					
其他流动负债	415	526	1,189	1,882	主要财务比率				
流动负债合计	3,264	4,675	14,402	25,364	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	696	802	887	751	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	25.3%	34.5%	139.2%	63.3%
其他非流动负债	528	528	528	528	EBIT增长率	27.4%	69.2%	100.9%	40.7%
非流动负债合计	1,224	1,330	1,415	1,279	归母公司净利润增长率	39.6%	65.4%	98.8%	37.4%
负债合计	4,488	6,006	15,817	26,643	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,945	13,783	17,648	23,018	毛利率	29.3%	31.0%	30.4%	29.1%
少数股东权益	124	140	172	216	净利率	12.8%	15.7%	13.1%	11.0%
所有者权益合计	12,069	13,923	17,820	23,234	ROE	10.1%	14.5%	22.6%	23.8%
负债和股东权益	16,557	19,929	33,637	49,876	ROIC	12.6%	18.2%	21.0%	19.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	27.1%	30.1%	47.0%	53.4%
					债务权益比	20.7%	18.7%	44.5%	59.1%
单位:百万元					流动比率	2.9	2.7	1.8	1.7
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	速动比率	1.7	1.9	1.2	1.0
经营活动现金流	2,449	2,742	-533	800	营运能力				
现金收益	1,692	2,492	4,599	6,301	总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0
存货影响	-89	-139	-5,686	-6,453	应收账款周转天数	65	49	38	42
经营性应收影响	910	-491	-2,702	-2,894	应付账款周转天数	62	68	64	73
经营性应付影响	41	1,293	3,778	4,284	存货周转天数	203	159	115	130
其他影响	-106	-413	-522	-438	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-1,553	-514	-431	-419	每股收益	1.52	2.52	5.01	6.89
资本支出	-590	-628	-576	-527	每股经营现金流	3.06	3.42	-0.67	1.00
股权投资	-106	0	0	0	每股净资产	14.91	17.21	22.03	28.74
其他长期资产变化	-857	114	145	108	估值比率				
融资活动现金流	-1,641	-65	5,078	5,387	P/E	76	46	23	17
借款增加	-607	107	5,328	5,803	P/B	8	7	5	4
股利及利息支付	-233	-427	-801	-1,318	EV/EBITDA	487	328	177	129
股东融资	33	0	0	0					
其他影响	-834	255	551	902					

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。