

评级: 买入 (维持)

市场价格: 157.51 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	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%
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)	1.52	2.71	6.41	8.93	11.35
每股现金流量	3.05	2.36	-0.23	4.17	8.37
净资产收益率	10%	15%	26%	27%	25%
P/E	103.3	58.2	24.6	17.6	13.9
PEG	10.6	8.9	6.6	4.8	3.6
P/B	2.6	0.7	0.2	0.4	0.5

备注: 以 2024 年 4 月 23 日收盘价计算

基本状况

总股本(百万股)	803
流通股本(百万股)	749
市价(元)	157.51
市值(百万元)	126,453
流通市值(百万元)	117,899

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 年年报及 2024 年一季报, 2023 年全年实现营收 107.18 亿元, 同比增长 11.16%, 实现归母净利润 21.74 亿元, 同比增长 77.58%。2024Q1 实现营收 48.43 亿元, 同比增长 163.59%, 归母净利润 10.09 亿元, 同比增长 303.84%。
- 业绩持续高增长, 400G/800G 高速产品显著放量。** 2023 年, 随着 AIGC 产业发展及北美云大厂持续投入 AI 算力领域, 800G/400G 等高速率光模块需求显著增长。分产品看, 高速光模块实现营收 97.99 亿元, 同比增长 12.03%, 毛利率为 35.06%, 同比提升 4.31 个 pct; 中低速光模块实现营收 3.83 亿元, 同比减少 42.46%, 毛利率为 10.50%, 同比降低 6.80 个 pct; 光组件实现营收 2.02 亿元, 同比减少 11.82%。费用方面, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.17%/4.05%/-0.78%/6.89%, 同比分别 0.22/-1.21/-0.56/-1.06 个 pct, 研发保持高投入。公司销售毛利率/净利率进一步得到提升, 2023 年全年毛利率为 32.99%, 同比提升 3.74 个 pct; 净利率 20.60%, 同比提升 7.80%。主要得益于 800G/400G 等高端产品出货比重的逐渐增加、产品结构不断优化以及持续的降本增效。23Q1 业绩持续保持高增, 扣非归母 9.90 亿元, 同比增长 325.73%, 毛利率为 32.77%, 环比降低 2.62 个 pct, 主要由于产品年降和业务结构影响, 400G 产品快速增长, 相比 800G 产品毛利率低一些。
- GPU 迭代升级加快, 看好 1.6T 加速放量。** 2023 年 AI 开始驱动 800G 新一轮增长, 2024 年英伟达发布 GB200 等 B 系列芯片, 2025 年 B/X 系列出货预期乐观, 将带动 1.6T 光模块的部署需求, 产品技术迭代升级加快, 将有利于具备领先研发能力的龙头公司巩固市场地位。2023Q4 海外云巨头的 (微软、亚马逊、苹果、Meta、谷歌) 合计资本开支同比提升 4.81% 至 441.64 亿美元; 且根据 Factset 一致预期, 2024 年合计资本开支将同比增长 27.2% 至 1938.3 亿美元。公司是全球光模块龙头, 其技术能力领先, 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。后续 GPT-5 等模型的推出, 在自动驾驶、视频生成等 AIGC 应用有望加速, 持续看好算力光连接产业链。公司拥有全面的 1.6T OSFP 系列光模块产品, 并在业界率先推出 1.6T-DR8 OSFP224 LPO; 该系列产品主要采用 8x200G 的方案, 除了传统的 EML 设计, 还采用了硅光为基础的方案, 1.6T 有望带来公司业绩的进一步提升。
- 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, 预计未来硅光方案的渗透率将进一步提升。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 (24-25 年预测前值为 40.26 亿元/55.31 亿元), EPS 分别为 6.41 元/8.93 元/11.35 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 4 月 23 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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,317	5,115	7,238	11,694	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	1,662	2,171	2,805
其他流动资产	743	1,059	1,363	1,080	财务费用	-84	-45	-29	-113
流动资产合计	11,319	22,676	31,693	41,663	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	2	2	2
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	87	80
无形资产	401	524	636	736	营业利润	2,494	5,903	8,226	10,447
其他非流动资产	3,025	3,062	3,091	3,114	营业外收入	2	3	2	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
资产合计	20,007	31,699	40,936	51,060	利润总额	2,492	5,902	8,224	10,445
短期借款	62	2,750	2,148	335	所得税	284	675	939	1,193
应付票据	307	743	990	1,292	净利润	2,208	5,227	7,285	9,252
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	归属母公司净利润	2,174	5,146	7,172	9,109
合同负债	3	767	1,086	1,402	NOPLAT	2,134	5,187	7,259	9,152
其他应付款	1,164	1,164	1,164	1,164	EPS (按最新股本摊薄)	2.71	6.41	8.93	11.35
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	主要财务比率				
流动负债合计	4,360	11,024	13,138	14,171	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	319	319	319	319	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	11.2%	138.6%	41.5%	29.2%
其他非流动负债	553	553	553	553	EBIT增长率	81.2%	143.1%	39.9%	26.1%
非流动负债合计	872	872	872	872	归母公司净利润增长率	77.6%	136.8%	39.4%	27.0%
负债合计	5,232	11,896	14,010	15,043	获利能力				
归属母公司所有者权益	14,261	19,208	26,220	35,168	毛利率	33.0%	34.4%	33.1%	32.4%
少数股东权益	513	594	707	850	净利率	20.6%	20.4%	20.1%	19.8%
所有者权益合计	14,774	19,803	26,927	36,018	ROE	14.7%	26.0%	26.6%	25.3%
负债和股东权益	20,007	31,699	40,936	51,060	ROIC	20.1%	29.8%	31.3%	30.9%
					偿债能力				
					资产负债率	26.2%	37.5%	34.2%	29.5%
					债务权益比	10.1%	21.1%	13.3%	4.9%
					流动比率	2.6	2.1	2.4	2.9
					速动比率	1.6	1.1	1.3	1.7
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.71	6.41	8.93	11.35
					每股经营现金流	2.36	-0.23	4.17	8.37
					每股净资产	17.76	23.93	32.66	43.81
					估值比率				
					P/E	58	25	18	14
					P/B	9	7	5	4
					EV/EBITDA	191	88	64	51

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。