

业绩符合预期, 800G产品推动高增长

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年度报告&2024年一季度报告, 2023年实现营收107.25亿元, 同比+11.23%; 归母净利润21.81亿元, 同比+78.19%; 扣非归母净利润21.25亿元, 同比+104.81%。其中, Q4单季度实现营收36.95亿元, 同比+33.06%, 环比+22.11%; 归母净利润8.85亿元, 同比+138.54%, 环比+29.77%; 24Q1实现营收48.43亿元, 同比+163.59%, 环比+31.32%; 实现归母净利润10.09亿元, 同比+303.84%, 环比+15%。
- 高端光模块占比持续提升, 业绩高速增长。** 全年来看, 公司业绩高增主要得益于800G/400G等高端产品出货比重的逐渐增加、产品结构不断优化。分板块来看, 光通信收发模块业务实现营业收入101.8亿元, 占营业收入比重95%, 同比增长8.2%, 其中高速光通信模块营业收入为98亿元, 同比增长12%; 随着800G出货增长, 公司业务结构持续优化, 高速光模块ASP由22年的1415元/只提升至23年1798元/只, 同比增长27.1%。光组件业务和新拓展的汽车光电子业务分别实现营业收入2/3.3亿元, 分别占比1.9%/3.1%。
- 23年费用端控制良好, 24Q1盈利能力略承压。** 2023年公司综合毛利率为33%, 同比增长3.4pp, 主要系高端产品出货量占比增长。24Q1毛利率32.8%, 同比增长3.2pp, 环比减少2.6pp, 主要系产品正常降价。费用端管控良好, 2023年销售/管理费用率分别为1.2%/4.0%, 分别同比+0.2/-1.2pp; 24Q1费率持续降低, 销售/管理费用率分别为0.9%/2.7%, 分别同比下滑0.3/2.3pp, 公司精细化管理成效显著。在产品研发方面, 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光模块以及400G ZR和400D ZR+ QSFP-DD相干光模块。公司不断加强技术创新能力, 提升竞争实力。
- 高端光通信模块持续预研, 光通信龙头强者恒强。** 2024年公司将加大800G和400G等高端产品的交付能力和出货量, 进一步巩固提升公司在海外市场的先发优势、营业收入和市场份额、持续推进公司国际化战略, 持续提升产能和收入, 全面满足海外重点客户的海外批量供货能力。根据重点客户网络带宽快速增长的需求, 公司将加快1.6T光模块的市场导入, 争取在2025年实现量产交付。同时预研下一代光模块技术, 确保公司能在光模块快速迭代的趋势中保持行业的技术领先性和持续的竞争力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为6.5元、8.76元、10.88元, 未来三年归母净利润将保持59%的复合增长率。给予2024年32倍估值, 对应目标价208元, 上调至“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动、市场竞争加剧、技术升级风险、供应链稳定风险、贸易壁垒等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10717.98	25743.21	33816.92	40448.39
增长率	11.16%	140.19%	31.36%	19.61%
归属母公司净利润(百万元)	2173.53	5214.69	7030.60	8737.14
增长率	77.58%	139.92%	34.82%	24.27%
每股收益EPS(元)	2.71	6.50	8.76	10.88
净资产收益率ROE	14.94%	27.03%	27.79%	26.76%
PE	58	24	18	15
PB	8.91	6.69	5.09	3.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.03
流通A股(亿股)	7.49
52周内股价区间(元)	72.54-179.99
总市值(亿元)	1,271.36
总资产(亿元)	223.40
每股净资产(元)	19.56

相关研究

- 中际旭创(300308): 800G持续放量, 盈利能力稳定提升 (2023-09-03)
- 中际旭创(300308): 业绩超预期, 800G逐步放量 (2023-05-07)

盈利预测与估值

关键假设：

中低速光模块业务：预计公司 2024-2026 年公司中低速光模块的产能利用率保持稳定，考虑到中低速市场发展较为成熟，预计 2024-2026 年销量增速为-25%，价格增速为-20%，毛利率维持在 10.5%。

高速光模块业务：AI 军备竞赛下，800G 需求呈现爆发式增长。公司高速产能布局较早，已取得领先的全球份额，紧抓行业升级机遇扩充产能巩固先发优势。预计 2024-2026 年公司 800G 光模块份额占比过半，销量增速为 400%/25%/10%，根据光模块产品年降趋势，价格增速为-12.5%/-12.5%/-10%，板块毛利率稳步提升，分别为 36.06%、37.06%、38.06%。

光组件及其他业务：成都储翰所生产光组件为固网接入 PON 光模块、无线接入 5G 光模块的核心器件，其需求将同步受益于电信接入光模块市场需求的增长。预计 2024-2026 年公司光组件销量保持稳定，价格增速为-10%，毛利率基本稳定在 1.28%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
中低速光模块	收入	383.45	230.07	138.04	82.83
	增速	-42.46%	-40.00%	-40.00%	-40.00%
	毛利率	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
高速光模块	收入	9798.52	24496.30	31845.19	38214.23
	增速	12.03%	150.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	35.06%	36.06%	37.06%	38.06%
光组件	收入	202.00	181.80	163.62	147.26
	增速	-11.83%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%
其他	收入	334.01	835.03	1670.05	2004.06
	增速	159.26%	150.00%	100.00%	20.00%
	毛利率	17.34%	17.34%	17.34%	17.34%
合计	收入	10718.0	25743.2	33816.9	40448.4
	增速	9.7%	140.2%	31.4%	19.6%
	毛利率	33.0%	35.0%	35.8%	36.8%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取光模块行业中的三家主流公司，从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 24 倍，行业平均值为 32 倍，显著低于行业平均估值水平。伴随公司未来高端光模块放量，叠加需求释放、规模效应等因素，业绩将呈现高质量增长趋势，看好利润端进一步的释放，给予 2024 年 32 倍估值，对应目标价 208 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300502.SZ	新易盛	462.51	65.15	1.78	0.97	1.79	2.45	36.56	67.19	36.40	26.59
002281.SZ	光迅科技	265.50	33.43	0.87	0.73	0.90	1.03	38.36	45.79	37.14	32.46
000988.SZ	华工科技	306.88	30.52	0.90	1.00	1.31	1.63	33.91	30.52	23.30	18.72
平均值								36.28	47.84	32.28	25.92

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10717.98	25743.21	33816.92	40448.39	净利润	2207.65	5296.56	7140.98	8874.31
营业成本	7181.88	16738.63	21709.02	25546.09	折旧与摊销	516.62	354.78	354.78	354.78
营业税金及附加	50.63	121.62	159.76	191.09	财务费用	-83.57	-50.06	-65.77	-78.66
销售费用	124.84	285.15	370.46	437.75	资产减值损失	-149.13	-140.00	-120.00	-100.00
管理费用	489.44	2831.75	3719.86	4449.32	经营营运资本变动	156.90	-5599.27	-2649.39	-2422.44
财务费用	-83.57	-50.06	-65.77	-78.66	其他	-751.35	306.78	7.77	158.00
资产减值损失	-149.13	-140.00	-120.00	-100.00	经营活动现金流净额	1897.13	168.78	4668.36	6785.98
投资收益	323.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-857.03	-857.00	-857.00	-857.00
公允价值变动损益	-3.48	25.39	20.29	18.03	其他	-319.14	25.39	20.29	18.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1176.17	-831.61	-836.71	-838.97
营业利润	2494.10	5981.51	8063.88	10020.83	短期借款	-323.00	902.15	-64.35	0.00
其他非经营损益	-1.63	-1.63	-1.63	-1.63	长期借款	-377.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	2492.46	5979.88	8062.25	10019.20	股权融资	127.59	0.00	0.00	0.00
所得税	284.81	683.32	921.27	1144.89	支付股利	-157.27	-434.71	-1042.94	-1406.12
净利润	2207.65	5296.56	7140.98	8874.31	其他	413.96	-547.58	65.77	78.66
少数股东损益	34.12	81.87	110.37	137.17	筹资活动现金流净额	-315.89	-80.13	-1041.52	-1327.46
归属母公司股东净利润	2173.53	5214.69	7030.60	8737.14	现金流量净额	425.37	-742.96	2790.14	4619.56
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3317.28	2574.32	5364.46	9984.02	成长能力				
应收和预付款项	2992.18	6755.98	8694.37	10615.10	销售收入增长率	11.16%	140.19%	31.36%	19.61%
存货	4294.66	9874.78	12979.68	15230.30	营业利润增长率	87.89%	139.83%	34.81%	24.27%
其他流动资产	715.28	1028.94	1221.16	1379.04	净利润增长率	78.95%	139.92%	34.82%	24.27%
长期股权投资	930.33	930.33	930.33	930.33	EBITDA 增长率	63.89%	114.76%	32.88%	23.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4276.20	4882.47	5488.75	6095.02	毛利率	32.99%	34.98%	35.80%	36.84%
无形资产和开发支出	2387.38	2302.57	2217.75	2132.94	三费率	4.43%	11.91%	11.90%	11.89%
其他非流动资产	1093.44	1074.20	1054.96	1035.73	净利率	20.60%	20.57%	21.12%	21.94%
资产总计	20006.75	29423.60	37951.46	47402.48	ROE	14.94%	27.03%	27.79%	26.76%
短期借款	62.20	964.35	900.00	900.00	ROA	11.03%	18.00%	18.82%	18.72%
应付和预收款项	2563.37	5255.12	6937.27	8293.21	ROIC	20.03%	35.17%	34.24%	35.96%
长期借款	318.72	318.72	318.72	318.72	EBITDA/销售收入	27.31%	24.42%	24.70%	25.46%
其他负债	2287.96	3287.73	4099.76	4726.65	营运能力				
负债合计	5232.25	9825.92	12255.75	14238.58	总资产周转率	0.59	1.04	1.00	0.95
股本	802.83	802.83	802.83	802.83	固定资产周转率	2.99	6.74	9.47	12.18
资本公积	8057.57	8057.57	8057.57	8057.57	应收账款周转率	5.13	6.20	5.18	4.92
留存收益	5982.43	10762.42	16750.08	24081.10	存货周转率	1.69	2.34	1.89	1.81
归属母公司股东权益	14261.02	19002.33	24990.00	32321.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.14%	—	—	—
少数股东权益	513.48	595.34	705.72	842.88	资本结构				
股东权益合计	14774.50	19597.68	25695.71	33163.90	资产负债率	26.15%	33.39%	32.29%	30.04%
负债和股东权益合计	20006.75	29423.60	37951.46	47402.48	带息债务/总负债	7.28%	13.06%	9.94%	8.56%
					流动比率	2.60	2.26	2.48	2.78
					速动比率	1.61	1.16	1.34	1.64
					股利支付率	7.24%	8.34%	14.83%	16.09%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	2927.15	6286.23	8352.89	10296.95	每股收益	2.71	6.50	8.76	10.88
PE	58.49	24.38	18.08	14.55	每股净资产	17.76	23.67	31.13	40.26
PB	8.91	6.69	5.09	3.93	每股经营现金	2.36	0.21	5.81	8.45
PS	11.86	4.94	3.76	3.14	每股股利	0.20	0.54	1.30	1.75
EV/EBITDA	42.17	19.81	14.57	11.37					
股息率	0.12%	0.34%	0.82%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
