

## 评级：买入（维持）

市场价格：149.58 元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email: chenny@zts.com.cn

分析师：杨雷

执业证书编号：S0740524060005

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

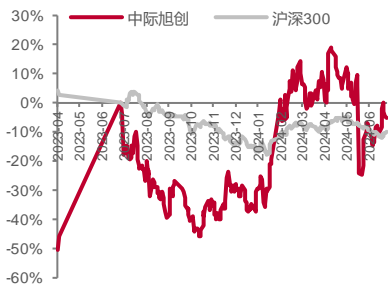
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,642	10,718	25,575	36,188	46,747
增长率 yoy%	25%	11%	139%	41%	29%
净利润(百万元)	1,224	2,174	5,146	7,172	9,109
增长率 yoy%	40%	78%	137%	39%	27%
每股收益(元)	1.09	1.94	4.59	6.40	8.12
每股现金流量	2.18	1.69	-0.17	2.99	6.00
净资产收益率	10%	15%	26%	27%	25%
P/E	137.0	77.2	32.6	23.4	18.4
P/B	14.0	11.8	8.7	6.4	4.8
PEG	3.5	1.0	0.2	0.6	0.7

备注：以 2024 年 7 月 15 日收盘价计算

## 基本状况

总股本(百万股)	1,121
流通股本(百万股)	1,116
市价(元)	149.58
市值(百万元)	167,704
流通市值(百万元)	166,889

## 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 2024 年半年度业绩预告，预计 24H1 实现归母净利 21.50-25.00 亿元，同比增长 250.30%-307.33%；实现扣非归母净利 21.00-24.50 亿元，同比增长 260.13%-320.15%。
- 业绩持续高增长，400G/800G 高速产品显著放量。**24H1 归母净利中位数 23.25 亿元，同比增长 278.66%，Q2 单季度归母净利润中位数为 13.16 亿元，同比增长 261.54%，环比增长 30.43%，得益于 800G/400G 等高端产品出货比重的快速增长，产品结构持续优化，公司营业收入和净利润同比得到大幅提升。考虑上半年确认股权激励费用减少合并净利润约 9300 万元，扣除股权激励费用对子公司苏州旭创报表净利润的影响之前，苏州旭创实现净利润约 22.00-27.00 亿元，较 2023 年同口径净利润 7.58 亿元相比，增长 190.34%-256.32%。报告期内，公司对限制性股票激励计划、员工持股计划等事项确认股权激励费用，导致归属于上市公司股东的净利润减少约 9100 万元。政府补助、投资收益等非经常性损益事项亦增加了归母净利润约 2600 万元。AI 及数据中心需求驱动下高速率光模块市场持续高增长，公司国内外产能逐步释放，随着下半年 800G 持续放量，以及 1.6T 产品的需求出现，业绩将持续保持高增长态势。
- GPU 迭代升级加快，看好 1.6T 加速放量。**英伟达 CEO 黄仁勋于台北国际电脑展宣布下一代 GPU 架构“Rubin”。且未来保持一年一代更新节奏，2025 年将推出 Blackwell Ultra 产品，2026 年推出第一代 Rubin 产品，2027 年将推出 Rubin Ultra。Rubin 平台，它将配备新 GPU、基于 Arm 的新 CPU—Vera，以及采用 NVLink 6、CX9 SuperNIC 和 X1 600、并融合 InfiniBand/以太网交换机的高级网络平台。随着 GPU 的升级迭代，将加速带动 1.6T 光模块的部署需求，并持续有利于具备领先研发能力的龙头公司巩固市场地位。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。产能方面，泰国工厂一二期产能建设已达成，且能够稳定量产高端光模块产品，满足海外客户的需求；后续新产能建设也正在稳步推进中。产品方面，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，并采用了硅光为基础的方案，未来，1.6T 放量也将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毛利率水平。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、城域网和 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/penZR+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，EPS 分

别为 4.59 元/6.40 元/8.12 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 7 月 15 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
<b>资产合计</b>	<b>20,007</b>	<b>31,699</b>	<b>40,936</b>	<b>51,060</b>	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	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.94</b>	<b>4.59</b>	<b>6.40</b>	<b>8.12</b>
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	<b>主要财务比率</b>				
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	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债合计</b>	<b>5,232</b>	<b>11,896</b>	<b>14,010</b>	<b>15,043</b>	<b>获利能力</b>				
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%
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,774</b>	<b>19,803</b>	<b>26,927</b>	<b>36,018</b>	ROE	14.7%	26.0%	26.6%	25.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,007</b>	<b>31,699</b>	<b>40,936</b>	<b>51,060</b>	ROIC	20.1%	29.8%	31.3%	30.9%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.94	4.59	6.40	8.12
					每股经营现金流	1.69	-0.17	2.99	6.00
					每股净资产	12.72	17.13	23.39	31.37
					<b>估值比率</b>				
					P/E	77	33	23	18
					P/B	12	9	6	5
					EV/EBITDA	194	89	65	52

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。