

评级：买入（维持）

市场价格：112.56 元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email: chenney@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	103.1	58.1	32.6	23.4	18.4
PEG	2.6	0.7	0.2	0.6	0.7
P/B	10.6	8.8	8.7	6.4	4.8

备注：以 2024 年 8 月 28 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)	112.56
市值(百万元)	126,199
流通市值(百万元)	125,585

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 中报，实现营业收入 107.99 亿元，同比增长 169.70%，归母净利润 23.58 亿元，同比增长 284.26%；扣非归母净利润 23.33 亿元，同比增长 300.07%；经营性现金流净额达 9.68 亿元，同比下降 16.23%。
- 营收利润大幅增长，盈利能力环比提升。**上半年，公司毛利率 33.13%，同比提升 2.74 个 pct，毛利率的提升主要得益于 400G 和 800G 等高端产品出货比重的快速增加以及持续降本增效。单季度看，24Q2 公司实现营收 59.56 亿，同比增长 174.85%，环比增长 22.98%，归母净利润 13.49 亿，同比增长 270.60%，环比增长 33.70%。费用方面，公司持续加强费用管控，24Q2 销售/管理/研发费用率分别为 0.74%/2.97%/4.50%，同比分别降低 0.28/1.46/3.16 个 pct。24Q2 公司毛利率环比提升 0.66pct 至 33.43%，净利率环比提升 1.82pct 至 22.65%。经营现金流下降，或主要由于公司为满足目前的订单需求做的提前的备料。公司也进行了产能的扩充，运营周转处于健康态势。随着下半年 800G 持续放量，以及 1.6T 产品年末有望进入量产，业绩有望持续保持高增长态势。
- 英伟达 GB200 迭代升级，1.6T 光模块需求有望放量。**英伟达于 Hot Chips2024 大会上展示了 2024 年至 2028 年的产品路线图。其中，2026 年的 1.6T ConnectX-9 表明了英伟达对 PCIe Gen7 的需求，随着英伟达保持一年一代更新 GPU 的节奏，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 2023 年度光模块厂商排名，中际旭创排名全球第一。公司上半年在 800G EML 方案、LPO 方案和硅光方案等产品的市场导入方面都取得了不错的进展，重点产品 1.6T 目前市场导入进度顺利，并有望在年末进入量产阶段。产能方面，铜陵旭创高端光模块生产基地项目实施完毕，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。
- 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，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 8 月 28 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)	1.94	4.59	6.40	8.12
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				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	26.2%	37.5%	34.2%	29.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	10.1%	21.1%	13.3%	4.9%
经营活动现金流	1,897	-186	3,347	6,722	流动比率	2.6	2.1	2.4	2.9
现金收益	2,641	5,682	7,777	9,681	速动比率	1.6	1.1	1.3	1.7
存货影响	-407	-5,956	-4,108	-3,206	营运能力				
经营性应收影响	-1,186	-3,097	-2,256	-2,402	总资产周转率	0.5	0.8	0.9	0.9
经营性应付影响	1,774	2,967	2,262	2,360	应收账款周转天数	69	61	73	75
其他影响	-925	218	-328	289	应付账款周转天数	75	67	80	85
投资活动现金流	-1,176	-589	-490	-405	存货周转天数	205	156	183	182
资本支出	-1,418	-721	-659	-618	每股指标 (元)				
股权投资	-295	0	0	0	每股收益	1.94	4.59	6.40	8.12
其他长期资产变化	537	132	169	213	每股经营现金流	1.69	-0.17	2.99	6.00
融资活动现金流	-316	2,573	-734	-1,861	每股净资产	12.72	17.13	23.39	31.37
借款增加	-1,029	2,688	-603	-1,813	估值比率				
股利及利息支付	-207	-462	-655	-752	P/E	58	33	23	18
股东融资	260	0	0	0	P/B	9	9	6	5
其他影响	660	347	524	704	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。本报告仅供本公司的客户使用。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。