

海外需求强劲，公司 1.6T 产品快速迭代

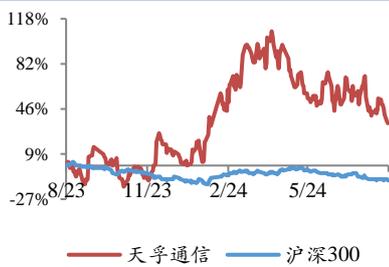
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2024-08-28

收盘价(元)	78.34
近12个月最高/最低(元)	173.99/68.59
总股本(百万股)	554
流通股本(百万股)	553
流通股比例(%)	99.79
总市值(亿元)	434
流通市值(亿元)	433

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晶

执业证书号：S0010522070001

电话：15000930816

邮箱：chenjing@hazq.com

相关报告

1.光模块 OMS 一站式平台扩张，受益于光电合封时代供应链格局变化
2023-10-07

● 业绩回顾

公司 2024 年上半年实现营收 15.56 亿元，同比增长 134.27%，实现归母净利润 6.54 亿元，同比增长 177.20%。其中无源产品收入 6.97 亿元，同比增长 63.39%；有源产品收入 8.20 亿元，同比增长 267.35%。公司收入快速增长主要得益于 AI 技术的发展和算力需求的增加，全球智算中心建设带动对高速光器件产品需求断崖式增长，带动公司有源和无源产品线收入高速增长。

公司 2024 年上半年综合毛利率达到 57.77%，较去年同期提升 6.81pct，其中无源产品毛利率 68.94%、提升了 13.89pct；有源产品毛利率 46.84%、提升了 5.37%，除汇率因素以外，由于海外高端产品需求强劲，公司在产品价格、产能利用率、降本增效等方面获得很好的受益。

● 收购天孚之星剩余股权，将实现泰国工厂 100%控股

天孚之星是公司海外市场和产能的主体，直接持股新加坡投资 100% 股权，间接持有新加坡科技和泰国工厂 100% 股权，天孚之星海外业务逐步纳入正轨，业务订单情况向好，6 月起新加坡总部已运营，泰国一期厂房已经投入使用，相关产线已进入样品阶段，等待客户认证，二期厂房预计最快在今年年底投入使用。未来天孚之星 100% 并表，将进一步增厚归属上市公司股东的利润。

● 定位高端无源+特色有源代工，更加契合产业实际需求

在大模型训练和推理基础设施需求爆发下，全球光模块行业高速发展，无源器件品类繁多，给客户认证集成带来时间成本，未来的趋势是份额集中以及模组化采购。公司起家于陶瓷套管，三大传统产品成功拓展至多个客户，通过内生发展+精准并购方式，形成了覆盖精密陶瓷、工程塑料、复合金属、光学玻璃的完整解决方案，一方面横向拓展提升 TAM，另一方面提升单个客户价值量并产生粘性。

有源封装需要掌握不同的工艺平台，客观产生外包需求。随着 CPO、Optical IO 的发展，光通信产业链将重塑，光模块由可插拔转向合封模组形态，话语权可能更侧重于芯片公司，并且光引擎更具定制性。此外，硅光路线快速发展，硅光模块需要解决光源耦合、光纤耦合、光电混合集成三大问题。目前全球硅光产业链中，除 Intel 等少数 IDM 外，Fabless 芯片通常不具备光引擎封装能力，为了提高芯片的通用性和良率，客观产生了光引擎封装外包需求。展望 AI 集群通信发展，定位于中上游的代工服务更有利于率先获取芯片巨头光引擎代工订单。

● 投资建议

考虑本轮 AI 浪潮带来光器件订单快速增长，且产品需求正由 800G 向 1.6T 快速迭代，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测值至 15.00、23.15 亿元（前值 9.52、11.33 亿元），新增 2026 年归母净利润预测值 30.71 亿元，对应 EPS 分别为 2.71、4.18、5.54 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 28.63X/18.55X/13.99X，维持“买入”评级。

● 风险提示

无源产品竞争激烈导致毛利率下降，有源大客户订单上量不及预期，全球 GPU 经历爆发增长后出货放缓从而可能导致光模块市场下滑，海外产能投产进度不及预期影响大客户上量，有源业务结构性增长导致整体毛利率快速下降等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1939	3926	6123	8131
收入同比 (%)	62.0%	102.5%	56.0%	32.8%
归属母公司净利润	730	1500	2315	3071
净利润同比 (%)	81.1%	105.5%	54.3%	32.6%
毛利率 (%)	54.3%	55.9%	53.2%	52.4%
ROE (%)	22.9%	34.9%	37.0%	34.3%
每股收益 (元)	1.85	2.71	4.18	5.54
P/E	49.52	28.63	18.55	13.99
P/B	11.32	10.00	6.86	4.80
EV/EBITDA	39.07	22.35	14.73	10.70

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3045	4382	6864	9737	营业收入	1939	3926	6123	8131
现金	1864	1667	4398	4917	营业成本	886	1730	2865	3874
应收账款	425	1399	1297	2513	营业税金及附加	17	35	55	73
其他应收款	2	18	6	7	销售费用	18	31	43	49
预付账款	4	9	14	19	管理费用	83	157	184	203
存货	256	703	533	1468	财务费用	-59	-49	-35	-92
其他流动资产	494	585	615	812	资产减值损失	-17	-98	62	-105
非流动资产	853	810	814	779	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	8	8	8	8	投资净收益	16	39	0	81
固定资产	616	575	575	556	营业利润	862	1669	2671	3416
无形资产	49	48	47	45	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	179	179	184	169	营业外支出	21	3	3	4
资产总计	3898	5192	7678	10516	利润总额	841	1667	2661	3412
流动负债	504	695	1216	1363	所得税	111	167	346	341
短期借款	0	0	0	0	净利润	730	1500	2315	3071
应付账款	201	279	517	560	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	303	416	700	803	归属母公司净利润	730	1500	2315	3071
非流动负债	31	29	29	29	EBITDA	877	1848	2617	3555
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.85	2.71	4.18	5.54
其他非流动负债	31	29	29	29					
负债合计	535	724	1245	1392					
少数股东权益	171	171	171	171	主要财务比率				
股本	395	553	553	553	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1073	915	915	915	成长能力				
留存收益	1724	2829	4794	7485	营业收入	62.0%	102.5%	56.0%	32.8%
归属母公司股东权	3193	4297	6262	8953	营业利润	91.3%	93.7%	60.0%	27.9%
负债和股东权益	3898	5192	7678	10516	归属于母公司净利	81.1%	105.5%	54.3%	32.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	54.3%	55.9%	53.2%	52.4%
					净利率 (%)	37.6%	38.2%	37.8%	37.8%
					ROE (%)	22.9%	34.9%	37.0%	34.3%
					ROIC (%)	20.2%	35.3%	34.1%	34.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	13.7%	14.0%	16.2%	13.2%
					净负债比率 (%)	15.9%	16.2%	19.4%	15.3%
					流动比率	6.04	6.30	5.64	7.15
					速动比率	5.49	5.27	5.19	6.05
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.86	0.95	0.89
					应收账款周转率	5.31	4.19	4.50	4.24
					应付账款周转率	6.27	7.20	7.20	7.20
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.85	2.71	4.18	5.54
					每股经营现金流	1.63	0.03	5.76	1.59
					每股净资产	8.08	7.76	11.31	16.16
					估值比率				
					P/E	49.52	28.63	18.55	13.99
					P/B	11.32	10.00	6.86	4.80
					EV/EBITDA	39.07	22.35	14.73	10.70

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。