

## 系统设备

## 德科立 (688205.SH)

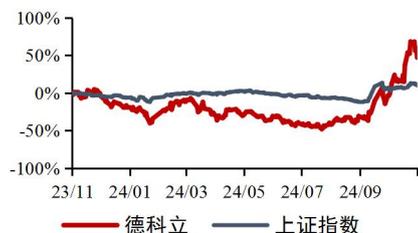
## 买入-B(首次)

### 中长距光传输专家，受益于 AI DCI 流量快速增长

2024 年 11 月 15 日

公司研究/公司快报

#### 公司近一年市场表现



#### 市场数据：2024 年 11 月 14 日

|                |             |
|----------------|-------------|
| 收盘价(元):        | 67.87       |
| 年内最高/最低(元):    | 83.38/24.10 |
| 流通 A 股/总股本(亿): | 0.68/1.21   |
| 流通 A 股市值(亿):   | 46.05       |
| 总市值(亿):        | 82.05       |

#### 基础数据：2024 年 9 月 30 日

|            |       |
|------------|-------|
| 基本每股收益(元): | 0.63  |
| 摊薄每股收益(元): | 0.63  |
| 每股净资产(元):  | 18.26 |
| 净资产收益率(%): | 3.46  |

资料来源：最闻

#### 分析师:

高宇洋

执业登记编码: S0760523050002

邮箱: gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码: S0760523120001

邮箱: zhangtian@sxzq.com

#### 研究助理:

孙悦文

邮箱: sunyuewen@sxzq.com

#### 事件描述

公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度公司实现营收 6.0 亿元，同比 +9.5%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比 +15.0%，扣非归母净利润为 0.5 亿元，同比 +35.4%。单三季度来看，公司实现营收 1.9 亿元，同环比分别 +1.0%、-13.5%；实现归母净利润 0.2 亿元，同环比分别 +19.1%、-29.2%。

#### 事件点评

➢ 公司专注于提供光传输模块、放大器、子系统，在 DCI 已形成完整产品系列。德科立成立于 2000 年，前身是无锡中兴光电子有限公司，公司成立以来专注于光纤放大器、SFP 光模块、DWDM 光传输设备等，目前已形成了光模块、光放大器、光传输子系统三大技术平台，在低损耗、大容量、长距离光传输领域拥有多项核心技术。公司于 2022 年 8 月在科创板上市，上市以来全力推进 C+L 宽谱放大器、相干和高速率非相干光模块、DCI 和板卡级产品的研发制造，客户覆盖多家通信设备商、运营商，包括中兴通讯、Ciena、诺基亚、ECI、中国移动、中国电信、国家电网等。公司 2013-2023 收入 CAGR 15.4%，2023 年净利润近 1 亿元，目前按使用场景业务划分为传输（包括光放大器、电信光模块、光传输子系统）以及接入和数据（包括基站前传子系统、DCI 子系统、数据链路子系统等）两大板块。在 DCI 领域，公司主要交付 DCI 盒式设备（电层）以及配套的光层光放大器、光模块、波分模块等，目前以 400G 以及 C、L 波段为主。

➢ AI 集群分布式训练和边缘推理带来海量数据中心互联流量，未来几年 DCI 市场或加速增长。DCI 需求的市场取决于数据中心内部流量\*DCI 流量渗透率\*单位带宽成本。大模型浪潮的到来带来数据中心高速光模块出货量爆发，Lighcounting 预计全球以太网光模块 2024-2025 增长都在 50%以上，数据中心流量的爆发速度远超历史水平。DCI 流量占比方面，一方面随着美国数据中心进入十万卡以上规模，能源的限制导致下一代大模型的训练将更多采用多 DC 互联形式；另一方面 Windows copilot、AI 手机智能体的快速推出令低时延的云边推理互动成为必要。根据《Cisco 全球云指数报告》，2020 年云计算时代 DCI 互联流量占到了数据中心内部流量的 12%。最后一点，由于 DCI 光模块成本远高于数据中心，数通流量增长给 DCI 市场带来一定的杠杆效应。我们根据全球 AI 芯片 2025 产能、光模块出货量推算，假如 DCI 流量渗透率达 10%，AI 场景下 DCI 市场规模至少在 45 亿美元。虽然 DCI 流量渗透率或为缓慢过程，但基于预期的前置投资仍将在 2025-2027 年带来



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



显著需求（如北美运营商 lumen 已接到微软、谷歌、META 云厂商订单将密集启动城域网建设）。

➤ **公司快速扩产应对旺盛订单，同时积极投入研发建立 DCI 独特竞争优势。**公司三季度收入环比下降主要为结算周期推迟的正常季节波动，净利润方面受到研发投入较大影响，此外新拓展的 DCI 领域由于新建厂房利用率尚不充分、良率爬坡等原因毛利率尚未达到理想水平。公司三季报固定资产账面价值为 2.0 亿元，同比增长 72%，IPO 募投项目厂房一期已进入装修阶段并同时对接有老厂房进行了整合布局调整，此外泰国生产基地也在同步建设中。存货方面公司三季度为 3.7 亿元，同比增长 17.5%，显示公司在手订单饱满，持续扩产备货满足交付需求。目前公司 DCI 业务按照保守需求已规划了 2-5 亿产能规模，随着海外基地产能提升，未来 DCI 收入将实现快速增长。我们认为公司在 DCI 领域能够把握机遇的原因在于中长距光传输的技术和经验积累、和国内外主要光传输设备商建立的稳定合作关系、多元的合作模式（ODM&OEM）以及公司垂直整合（器件、模块、子系统、软件）的能力，能够满足 DCI 整个系统而不止是光模块的交付。

#### 盈利预测与投资建议

➤ 我们预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 1.4/2.0/2.7 亿元。我们认为 2025-2026，国内 400G OTN 与海外 DCI 投资共振，公司订单饱满并积极扩产，收入有望迈入新台阶，首次覆盖给予“买入-B”评级。

#### 风险提示

➤ **国内运营商 400G OTN 投资不及预期导致公司传输业务收入下滑。**公司目前国内收入占比较高（2024 中报为 86%），其中绝大部分来自传输业务。传输业务主要需求来自三大运营商无线承载网、OTN、DCI 等建设需求，直接大客户为中兴通讯。假如中国移动 400G OTN 后续投资规模不及预期、电信&联通招投标规模不及预期以及下游大客户中标份额不及预期可能导致收入下滑。

➤ **DCI 产品扩产进度不及预期无法及时交付风险。**随着 AI 算力中心建设加快，DCI 海外市场需求快速起来起量。虽然公司目前在手订单饱满但受限于设备采购、人员培训以及海外建厂的进度和节奏可能导致订单交付不及预期从而客户转单的风险。

➤ **研发费用快速增长短期盈利能力下降风险。**DCI 业务作为公司优势领域将持续投入研发，由于 DCI 产品具有接口标准不统一、性能要求个性化以及软件配置方面的差异，具有多品种定制化特点。公司大力拓展海外客户可能导致短期研发费用快速增长。

➤ **国际贸易摩擦和关税政策变化风险。**相关国家贸易保护政策以及关税加

征可能导致境外客户减少订单、要求公司产品降价或者承担相应关税等措施, 境外供应商存储在被限制或禁止供应关键芯片风险。公司若供应链调整、海外产能布局以及客户商务条件调整不达预期可能出现收入大幅下滑风险。

**财务数据与估值:**

| 会计年度      | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 714   | 819   | 987   | 1,357 | 1,731 |
| YoY(%)    | -2.3  | 14.6  | 20.6  | 37.4  | 27.6  |
| 净利润(百万元)  | 102   | 92    | 138   | 197   | 270   |
| YoY(%)    | -19.6 | -9.4  | 50.1  | 42.8  | 36.8  |
| 毛利率(%)    | 31.5  | 26.3  | 31.3  | 32.8  | 33.8  |
| EPS(摊薄/元) | 0.84  | 0.76  | 1.14  | 1.63  | 2.23  |
| ROE(%)    | 5.4   | 4.2   | 6.1   | 8.1   | 10.2  |
| P/E(倍)    | 80.7  | 89.1  | 59.3  | 41.5  | 30.4  |
| P/B(倍)    | 4.3   | 3.8   | 3.6   | 3.4   | 3.1   |
| 净利率(%)    | 14.2  | 11.3  | 14.0  | 14.6  | 15.6  |

资料来源: 最闻, 山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1983  | 2294  | 2260  | 2490  | 2850  |
| 现金             | 214   | 1112  | 1118  | 1144  | 1215  |
| 应收票据及应收账款      | 310   | 507   | 434   | 471   | 683   |
| 预付账款           | 10    | 5     | 13    | 13    | 19    |
| 存货             | 341   | 347   | 374   | 538   | 609   |
| 其他流动资产         | 1107  | 322   | 322   | 324   | 324   |
| <b>非流动资产</b>   | 154   | 266   | 383   | 460   | 469   |
| 长期投资           | 10    | 8     | 6     | 6     | 5     |
| 固定资产           | 110   | 133   | 269   | 339   | 350   |
| 无形资产           | 3     | 2     | 2     | 1     | 1     |
| 其他非流动资产        | 31    | 122   | 106   | 114   | 113   |
| <b>资产总计</b>    | 2137  | 2560  | 2644  | 2950  | 3319  |
| <b>流动负债</b>    | 237   | 384   | 360   | 512   | 675   |
| 短期借款           | 20    | 48    | 20    | 30    | 144   |
| 应付票据及应付账款      | 176   | 280   | 286   | 416   | 466   |
| 其他流动负债         | 41    | 56    | 54    | 66    | 65    |
| <b>非流动负债</b>   | 10    | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 10    | 7     | 7     | 7     | 7     |
| <b>负债合计</b>    | 247   | 390   | 366   | 519   | 682   |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 97    | 101   | 121   | 121   | 121   |
| 资本公积           | 1572  | 1808  | 1787  | 1787  | 1787  |
| 留存收益           | 220   | 261   | 355   | 489   | 673   |
| 归属母公司股东权益      | 1889  | 2169  | 2277  | 2431  | 2637  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2137  | 2560  | 2644  | 2950  | 3319  |

**现金流量表(百万元)**

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 126   | 17    | 174   | 141   | 35    |
| 净利润            | 102   | 92    | 138   | 197   | 270   |
| 折旧摊销           | 20    | 25    | 25    | 40    | 50    |
| 财务费用           | -4    | -7    | -3    | -15   | -19   |
| 投资损失           | -8    | -28   | -24   | -20   | -24   |
| 营运资金变动         | -58   | -117  | 44    | -61   | -241  |
| 其他经营现金流        | 74    | 52    | -6    | -1    | -1    |
| <b>投资活动现金流</b> | -1074 | 699   | -112  | -96   | -34   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1078  | 192   | -55   | -19   | -35   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.84  | 0.76  | 1.14  | 1.63  | 2.23  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 1.04  | 0.14  | 1.44  | 1.16  | 0.29  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 15.63 | 17.94 | 18.84 | 20.11 | 21.82 |

**利润表(百万元)**

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 714   | 819   | 987   | 1357  | 1731  |
| 营业成本            | 489   | 603   | 678   | 912   | 1147  |
| 营业税金及附加         | 5     | 4     | 4     | 7     | 9     |
| 营业费用            | 34    | 41    | 39    | 47    | 59    |
| 管理费用            | 26    | 26    | 38    | 52    | 64    |
| 研发费用            | 62    | 83    | 115   | 149   | 190   |
| 财务费用            | -4    | -7    | -3    | -15   | -19   |
| 资产减值损失          | -16   | -18   | -25   | -30   | -39   |
| 公允价值变动收益        | 4     | 0     | 2     | 1     | 1     |
| 投资净收益           | 8     | 28    | 24    | 20    | 24    |
| <b>营业利润</b>     | 112   | 100   | 154   | 226   | 307   |
| 营业外收入           | 2     | 9     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 114   | 109   | 154   | 226   | 307   |
| 所得税             | 12    | 16    | 15    | 28    | 37    |
| <b>税后利润</b>     | 102   | 92    | 138   | 197   | 270   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 102   | 92    | 138   | 197   | 270   |
| EBITDA          | 132   | 122   | 167   | 254   | 347   |

**主要财务比率**

| 会计年度         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | -2.3  | 14.6  | 20.6  | 37.4  | 27.6  |
| 营业利润(%)      | -22.1 | -10.6 | 53.4  | 46.8  | 36.0  |
| 归属于母公司净利润(%) | -19.6 | -9.4  | 50.1  | 42.8  | 36.8  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 31.5  | 26.3  | 31.3  | 32.8  | 33.8  |
| 净利率(%)       | 14.2  | 11.3  | 14.0  | 14.6  | 15.6  |
| ROE(%)       | 5.4   | 4.2   | 6.1   | 8.1   | 10.2  |
| ROIC(%)      | 5.2   | 3.7   | 5.6   | 7.6   | 9.4   |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 11.6  | 15.2  | 13.9  | 17.6  | 20.5  |
| 流动比率         | 8.4   | 6.0   | 6.3   | 4.9   | 4.2   |
| 速动比率         | 6.7   | 4.9   | 5.0   | 3.7   | 3.2   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.5   | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.6   |
| 应收账款周转率      | 2.1   | 2.0   | 2.1   | 3.0   | 3.0   |
| 应付账款周转率      | 2.8   | 2.6   | 2.4   | 2.6   | 2.6   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 80.7  | 89.1  | 59.3  | 41.5  | 30.4  |
| P/B          | 4.3   | 3.8   | 3.6   | 3.4   | 3.1   |
| EV/EBITDA    | 52.7  | 56.4  | 41.0  | 26.9  | 19.9  |

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

