

## 业绩超预期, 800G 快速放量

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 22 年公司实现营业收入 96.42 亿元, 同比+25.29%; 实现归母净利润 12.24 亿元, 同比+39.57%。2023 年 Q1 实现营收 18.37 亿元, 同比-12.04%; 实现归母净利润 2.5 亿元, 同比+14.95%。
- **Q1 业绩超预期, 盈利能力提升。** 受益于数据流量和带宽需求快速增长, 海外重点客户持续加大资本开支投入并带动对数据中心 200G 和 400G 等高端产品的需求上量。公司持续降本增效, 高端产品出货营收占比提升, 叠加汇兑损益正向收益, 22 年公司实现营收 96.42 亿元, 同比+25.29%; 实现归母净利润 12.24 亿元, 同比+39.57%。23 年 Q1, 受头部客户放缓传统数据中心部署的影响, 营收同比下滑, 但盈利能力大幅提升。23 年 Q1 公司净利率为 13.6%, 同比+3.2pp, 主要原因如下: 1.800G 产品快速上量, 高端产品营收占比进一步提升; 2.管理费用率为 4.9%, 同比-1.6pp, 系咨询费用的减少。
- **AIGC 市场算力需求旺盛, 光模块市场迎来蓬勃发展。** 受 Chatgpt 的催化, 人工智能以及大模型的发展需要大量的数据与算力需求。光模块作为通讯传输的设备互联载体, 随着数据量传输需求的增长, 其大容量、高速率的需求也随之增加。算力市场的需求带动了光模块向 800G、1.6T 等高速率迭代需求。Lightcounting 预测, 全球光模块的市场规模在未来 5 年将以 CAGR 11% 保持增长, 2027 年将突破 200 亿美元, 2028 年中国光模块市场规模有望达 35 亿美元。
- **新产品布局前瞻, 龙头地位稳固。** 公司持续加大研发投入, 加快重点产品的市场化进度, 提升综合竞争力。22 年研发费用同比+41.75%, 23 年研发费用率为 8.5%, 同比+1.1pp。高算力、低功耗是未来光模块市场的重要发展方向。目前公司 800G 和相干系列产品等已实现批量出货, 1.6T 光模块和 800G 硅光模块已开发成功并进入送测阶段, CPO (光电共封) 技术和 3D 封装技术也在持续研发进程中, 公司前瞻性布局有望抢占先机, 未来获得新盈利增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.94 元、2.65 元、3.53 元, 未来三年归母净利润将保持 32.2% 的复合增长率。给予公司 2023 年 45 倍估值, 对应目标价 87.3 元, 下调至“持有”评级。
- **风险提示:** 下游客户需求波动、市场竞争加剧、募投项目进展不及预期、新产品研发不及预期等风险。

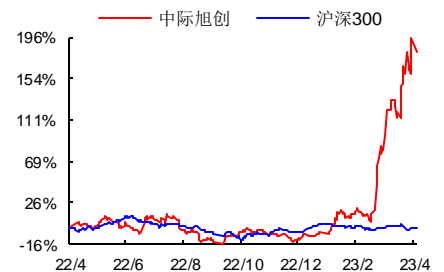
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9641.79	11327.36	14167.86	17566.16
增长率	25.29%	17.48%	25.08%	23.99%
归属母公司净利润(百万元)	1223.99	1551.33	2122.05	2825.52
增长率	39.57%	26.74%	36.79%	33.15%
每股收益 EPS(元)	1.53	1.94	2.65	3.53
净资产收益率 ROE	10.22%	11.60%	13.84%	15.75%
PE	51	40	30	22
PB	5.26	4.70	4.10	3.50

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋  
执业证号: S1250520110001  
电话: 021-58351839  
邮箱: gyy@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)	8.01
流通 A 股(亿股)	7.48
52 周内股价区间(元)	25.39-90.0
总市值(亿元)	682.42
总资产(亿元)	164.25
每股净资产(元)	14.66

### 相关研究

1. 中际旭创(300308): 业绩略超预期, 800G 产品/激光雷达放量在即 (2023-02-01)
2. 中际旭创(300308): 营收归母双创新高, 数通龙头地位稳固 (2022-11-02)
3. 中际旭创(300308): 全球光模块龙头优势凸显, 迎行业升级趋势振翅高飞 (2022-09-22)

## 盈利预测

### 关键假设：

**中低速光模块业务：**预计公司 2023-2025 年公司中低速光模块的产能利用率稳定上升，保持 94.27%，毛利率小幅提升，分别为 17.8%、18.3%和 18.8%。

**高速光模块业务：**数通高速领域成光模块发展主要动力。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 2023-2025 年公司高速光模块毛利率为 31.25%、31.75%、32.25%。

**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 2023-2025 年公司光组件产能利用率稳定上升，产销率基本稳定在 96.6%，毛利率基本稳定在 13%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
中低速光模块	收入	666.38	569.75	487.14	416.51
	增速	-25.72%	-14.50%	-14.50%	-14.50%
	毛利率	17.30%	17.80%	18.30%	18.80%
高速光模块	收入	8746.32	10561.18	13528.87	17046.38
	增速	37.44%	20.75%	28.10%	26.00%
	毛利率	30.75%	31.25%	31.75%	32.25%
光组件	收入	229.6	206.60	185.94	167.34
	增速	-29.81%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%
其他	收入	128.83	141.72	155.89	171.48
	增速	20.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	17.08%	17.08%	17.08%	17.08%
合计	收入	9771.08	11479.25	14357.84	17801.70
	增速	26.97%	17.48%	25.08%	23.99%
	毛利率	29.63%	30.39%	31.13%	31.78%

数据来源：Wind, 西南证券

## 相对估值

我们选取光模块行业中的三家主流公司。22 年可比公司平均 PE 为 20.3 倍，23 年为 38.6 倍。AIGC 催化显著，公司龙头地位稳固，经营持续向好，未来三年公司业绩复合增长率为 32.16%。我们给予公司 2023 年 45 倍 PE，对应目标价 87.3 元，下调至“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300394.SZ	天孚通信	60.87	1.02	1.29	1.65	2.17	24.79	47.34	36.81	28.08
300502.SZ	新易盛	68.99	1.78	1.93	2.5	3.41	13.33	35.79	27.6	20.22
300548.SZ	博创科技	31.53	0.74	0.96	1.21	1.46	22.79	32.73	26.13	21.62
平均值							20.3	38.62	30.18	23.31

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9641.79	11327.36	14167.86	17566.16	净利润	1233.69	1563.82	2140.39	2850.67
营业成本	6815.59	7884.74	9757.93	11982.79	折旧与摊销	480.83	288.05	288.05	288.05
营业税金及附加	63.00	74.01	92.57	114.78	财务费用	-22.20	111.95	96.79	104.31
销售费用	90.73	129.69	161.55	199.87	资产减值损失	-339.98	66.00	66.00	66.00
管理费用	489.44	1472.56	1770.98	2107.94	经营营运资本变动	654.33	-1165.18	-1258.31	-1385.95
财务费用	-22.20	111.95	96.79	104.31	其他	442.27	-218.45	-166.28	-189.15
资产减值损失	-339.98	66.00	66.00	66.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2448.94</b>	<b>646.19</b>	<b>1166.65</b>	<b>1733.92</b>
投资收益	103.26	94.34	94.34	97.31	资本支出	-131.35	-131.35	-131.35	-131.35
公允价值变动损益	52.55	26.39	28.83	34.59	其他	-1421.53	121.74	123.17	131.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1552.88</b>	<b>-9.61</b>	<b>-8.18</b>	<b>0.56</b>
<b>营业利润</b>	<b>1327.39</b>	<b>1709.14</b>	<b>2345.20</b>	<b>3122.38</b>	短期借款	-408.65	-385.19	0.00	0.00
其他非经营损益	24.16	24.06	24.06	24.06	长期借款	-565.73	200.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>1351.55</b>	<b>1733.19</b>	<b>2369.26</b>	<b>3146.44</b>	股权融资	133.55	0.00	0.00	0.00
所得税	117.86	169.38	228.86	295.77	支付股利	-174.61	-123.18	-156.12	-213.56
净利润	1233.69	1563.82	2140.39	2850.67	其他	-625.88	-387.43	33.05	-20.84
少数股东损益	9.70	12.48	18.34	25.14	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1641.31</b>	<b>-695.80</b>	<b>-23.07</b>	<b>-134.41</b>
归属母公司股东净利润	1223.99	1551.33	2122.05	2825.52	<b>现金流量净额</b>	<b>-680.86</b>	<b>-59.22</b>	<b>1135.39</b>	<b>1600.07</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2831.02	2771.80	3907.19	5507.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1682.30	2635.82	3222.63	3869.92	销售收入增长率	25.29%	17.48%	25.08%	23.99%
存货	3887.95	4583.98	5724.35	7098.05	营业利润增长率	37.85%	28.76%	37.22%	33.14%
其他流动资产	1185.82	1151.21	1181.34	1221.52	净利润增长率	39.16%	26.76%	36.87%	33.18%
长期股权投资	635.74	635.74	635.74	635.74	EBITDA 增长率	21.35%	18.09%	29.44%	28.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3453.32	3250.90	3048.49	2846.07	毛利率	29.31%	30.39%	31.13%	31.78%
无形资产和开发支出	2298.33	2360.43	2422.53	2484.63	三费率	5.97%	15.13%	14.32%	13.73%
其他非流动资产	582.50	566.11	549.73	533.34	净利率	12.80%	13.81%	15.11%	16.23%
<b>资产总计</b>	<b>16556.99</b>	<b>17955.99</b>	<b>20692.00</b>	<b>24196.53</b>	ROE	10.22%	11.60%	13.84%	15.75%
短期借款	385.19	0.00	0.00	0.00	ROA	7.45%	8.71%	10.34%	11.78%
应付和预收款项	1750.21	2157.41	2619.28	3231.95	ROIC	11.51%	15.38%	18.49%	21.87%
长期借款	695.89	895.89	995.89	1095.89	EBITDA/销售收入	18.52%	18.62%	19.27%	20.01%
其他负债	1656.69	1421.56	1611.43	1766.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4487.99</b>	<b>4474.86</b>	<b>5226.60</b>	<b>6094.03</b>	总资产周转率	0.58	0.66	0.73	0.78
股本	800.96	800.96	800.96	800.96	固定资产周转率	3.03	3.64	4.86	6.48
资本公积	7931.84	7931.84	7931.84	7931.84	应收账款周转率	5.41	5.87	5.52	5.63
留存收益	3966.18	5394.33	7360.26	9972.22	存货周转率	1.66	1.74	1.80	1.79
归属母公司股东权益	11945.21	13344.86	15310.79	17922.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.88%	—	—	—
少数股东权益	123.79	136.27	154.61	179.75	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12069.00</b>	<b>13481.13</b>	<b>15465.40</b>	<b>18102.51</b>	资产负债率	27.11%	24.92%	25.26%	25.19%
负债和股东权益合计	16556.99	17955.99	20692.00	24196.53	带息债务/总负债	24.09%	20.02%	19.05%	17.98%
					流动比率	2.94	3.72	3.90	4.09
					速动比率	1.75	2.19	2.31	2.45
					股利支付率	14.27%	7.94%	7.36%	7.56%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.53	1.94	2.65	3.53
					每股净资产	14.91	16.66	19.12	22.38
					每股经营现金	3.06	0.81	1.46	2.16
					每股股利	0.22	0.15	0.19	0.27
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1786.03	2109.14	2730.04	3514.74					
PE	51.30	40.47	29.59	22.22					
PB	5.26	4.70	4.10	3.50					
PS	6.51	5.54	4.43	3.57					
EV/EBITDA	33.87	28.48	21.65	16.40					
股息率	0.28%	0.20%	0.25%	0.34%					

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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20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：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	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