

25G 高速芯片等领域实现突破, 5G 带动光模块需求, 看好未来发展

买入（维持）

2019 年 04 月 26 日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,929	5,987	7,451	9,328
同比（%）	8.3%	21.5%	24.5%	25.2%
归母净利润（百万元）	333	444	592	771
同比（%）	-0.5%	33.3%	33.4%	30.3%
每股收益（元/股）	0.49	0.66	0.87	1.14
P/E（倍）	60.23	45.18	33.86	26.00

投资要点

- **事件：**光迅科技披露 2018 年年报，2018 年实现营业总收入 49.29 亿元，同比去年上升 8.26%，归母净利润为 3.33 亿元，同比去年下降 0.47%，EPS 为 0.53 元，ROE 为 10.26%。同时披露 2019 年一季报，实现营业总收入 12.19 亿元，同比去年上升 0.99%，归母净利润为 6392.95 万元，同比去年下降 17.8%。
- **收入增速阶段性下滑，业务结构进一步平衡：**2018 年营业收入增速放缓，受传统市场竞争环境恶化及公司新一期股权激励费用影响，净利润出现下滑。接入和数据业务占比提高，占营业收入 38.31%，同比去年增加 2.02pct。营业收入结构进一步平衡。
- **高速 25G、硅光有源芯片等领域实现突破，研发投入持续增加：**公司完成高速 25G 系列芯片开发，以及硅光有源芯片首轮设计开发、流片和测试。有效提升大功率硅光光源输出功率、硅光调制芯片带宽。5G 前传/中传应用产品开发已形成系列，持续推进 400G 高速数据通信器件研发。2018 年光迅科技三费小幅上升。研发投入 4.58 亿元，同比增加 12.56%，占营业收入 9.30%，同比提升 0.36pct。研发人员达到 879 人，占员工人数 19.76%，同比上升 3.63pct。
- **5G 建设潮开启，光模块需求增加，公司技术优势将凸显：**5G 建设如期进行，5G 基站数量的增加必然会导致对光模块需求的增加，中国 5G 部署位于国际第一批队，为国内厂商提供了较为良好的市场前景。根据咨询机构 Ovum 数据，光迅科技占全球市场份额约 7.1%，行业排名第四。公司本次排名同比上升一位，行业地位有所提升。随着公司高端芯片的持续放量以及高端器件比例的不断提升，5G 商用的加速落地，公司业绩将继续受益。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好公司光模块业务，作为行业龙头将持续受益；我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 59.87 亿元、74.51 亿元及 93.28 亿元，EPS 为 0.66 元、0.87 元及 1.14 元，对应 PE 分别为 45/34/26X，我们给予“买入”评级。
- **风险提示：**5G 部署进度不及预期，芯片研发进度不及预期，运营商采购力度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.60
一年最低/最高价	19.07/35.77
市净率(倍)	5.54
流通 A 股市值(百万元)	18605.43

基础数据

每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	41.90
总股本(百万股)	677.03
流通 A 股(百万股)	628.56

相关研究

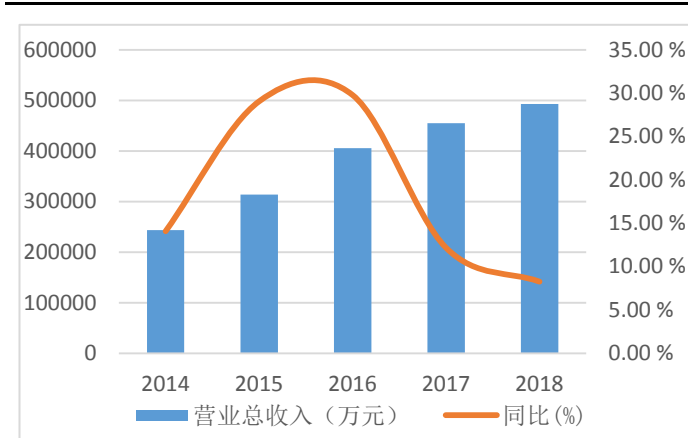
- 1、《光迅科技（002281）：光迅科技：三季度业绩回暖，光模块业绩动能持续释放》2018-10-21
- 2、《光迅科技：定增十亿扩张 100G 产能，大股东参与提振长期发展信心》2018-05-11
- 3、《光迅科技：业绩增长低预期，关注自主芯片发展和 5G 对公司中长期业绩的推动》2018-04-26

1. 收入增速阶段性下滑，业务结构进一步平衡

2018 年公司 2018 年实现营业总收入 49.29 亿元，同比去年上升 8.26%，归母净利润为 3.33 亿元，同比去年下降 0.47%。营业收入增速放缓，受传统市场竞争环境恶化及公司新一期股权激励费用影响，净利润出现下滑。

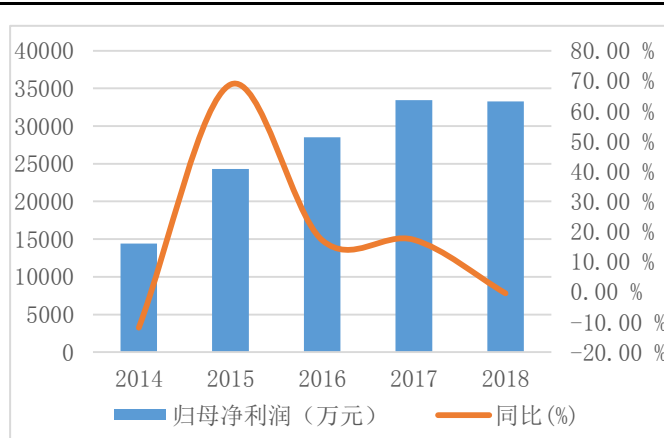
光迅科技抢抓市场机遇、攻克重点领域为关键抓手，系统优化市场布局、巩固行业地位。设备商领域，成为重点客户的 5G 核心供应商；在运营商方面，核心产品中标多个标段，重点新品中标多地移动、联通汇聚分流项目；在资讯商市场，数据中心光模块在重点客户中获得大份额订单，DCI 进入多家主流资讯商供货清单。同时光迅大力开拓国际市场，国际市场销售收入同比增长 53%，创历史新高。

图 1：近五年营业收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：近五年净利润情况

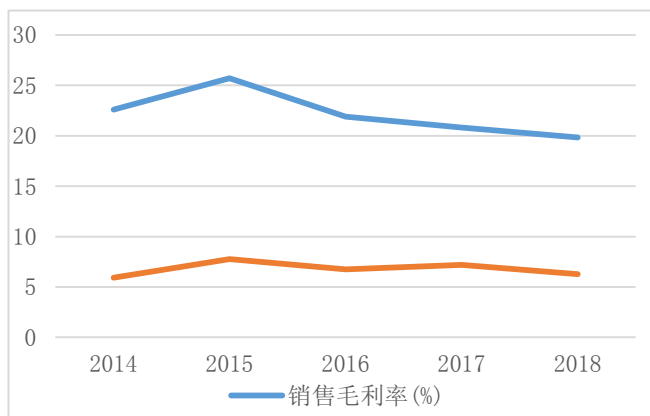


数据来源：wind，东吴证券研究所

2018 年接入和数据业务占比提高，占营业收入 38.31%，同比去年增加 2.02pct。传输业务占比同比去年下降 2.99pct。根据 2018 年年报，传输业务的毛利率为 26.70%，接入和数据业务的毛利率为 8.67%，业务构成变化是导致利润和毛利率下降的原因之一。

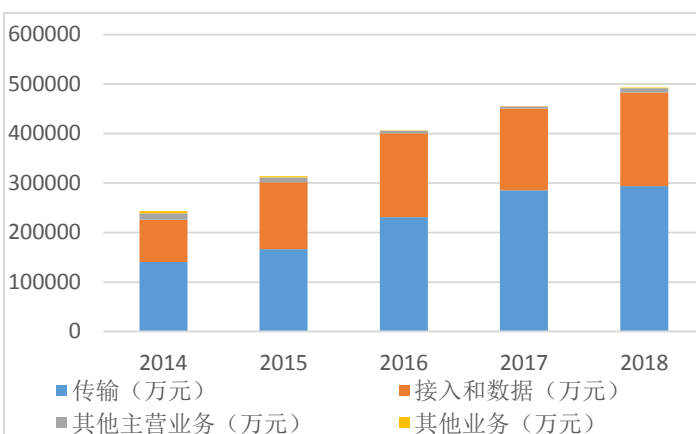
2018 年销售毛利率为 19.82%，销售净利率为 6.28%，较去年同期小幅下降。

图 3：近五年销售毛利率、净利率变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

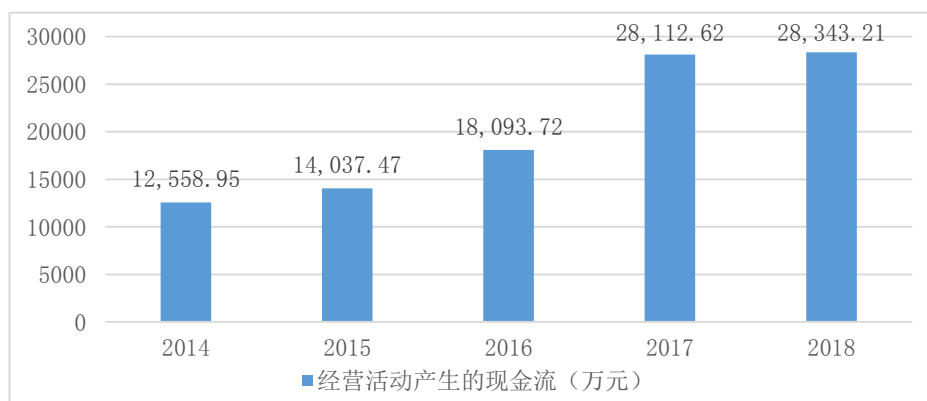
图 4：近五年营业收入构成情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司 2018 年经营活动产生的现金流达到 2.8 亿元，较去年同期增加幅度较小，主要原因为应收账款大幅增加所致。

图 5：近五年经营活动产生的现金流



数据来源：wind，东吴证券研究所

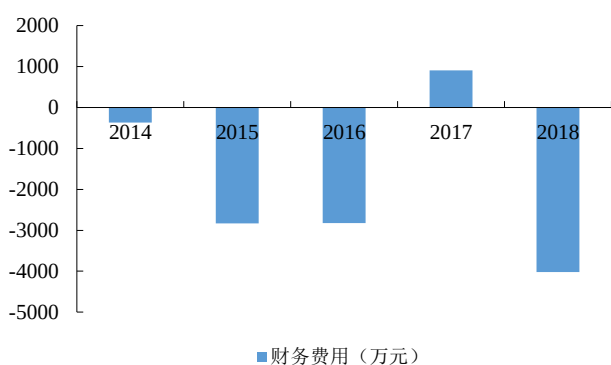
根据 2019 年一季报，公司实现营业总收入 12.19 亿元，同比去年上升 0.99%，归母净利润为 6392.95 万元，同比去年下降 17.8%。基本 EPS 为 0.1 元，ROE 为 1.86%，营业收入增速进一步放缓。

2. 高速 25G、硅光有源芯片等领域实现突破，研发投入持续增加

公司在高速芯片、5G、400G、平台建设等领域实现阶段性突破：完成高速 25G 系列芯片开发；大功率硅光光源输出功率、硅光调制芯片带宽均得到有效提升，为硅光产品化应用扫除关键技术障碍；平面光波导集成推出工业级应用；5G 前传/中传应用产品开发已形成系列；完成硅光有源芯片首轮设计开发、流片和测试；通过光纤激光器测试验证平台立项，完成整机和器件验证平台搭建；持续进行 400G 高速数据通信器件研发。

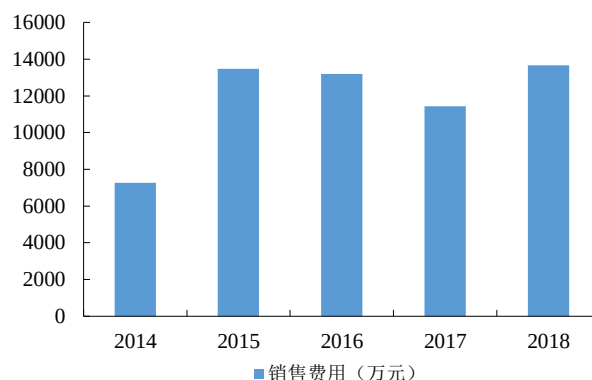
公司 2018 年财务费用为-4016.54 万元，销售费用 1.37 亿，较去年上升。

图 6：近五年财务费用情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

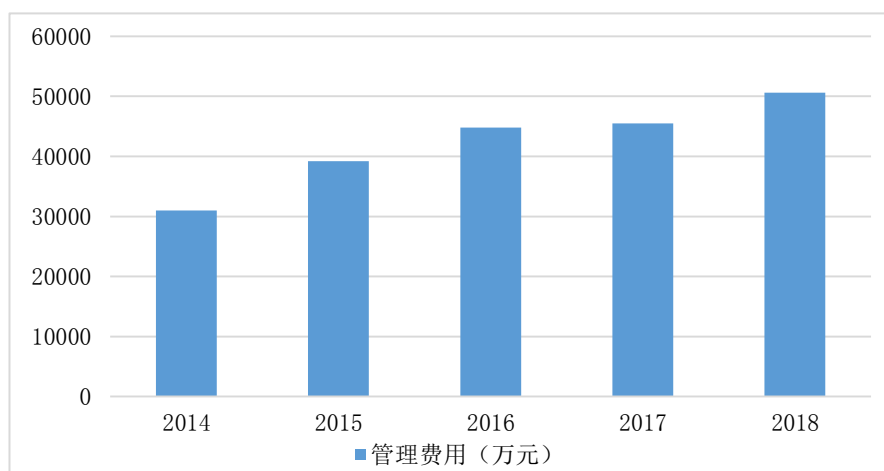
图 7：近五年销售费用情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2018 年起，公司将研发费用从管理费用中剥离，单独列示。2018 年光迅科技研发投入 4.58 亿元，同比增加 12.56%，占营业收入 9.30%，同比提升 0.36pct；其中研发费用 3.95 亿元，同比增加 10.11%。研发人员达到 879 人，占员工人数 19.76%，同比上升 3.63pct。

图 8：近五年管理费用（含研发费用）情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 5G 建设潮开启，光模块需求增加，公司技术优势将凸显

5G 建设如期进行，5G 基站数量的增加必然会导致对光模块需求的增加。中国 5G 部署位于国际第一批队，为国内厂商提供了较为良好的市场前景。我国厂商大多立足中低端产品，竞争同质化严重，盈利水平较弱，光迅科技作为 A 股产品线最为齐全的光模块龙头，有望把握 5G 建设浪潮夯实业绩，实现竞争力的进一步提升。

未来 5 年，100Gbps 及更高速率光模块市场将占到全球光器件市场的一半以上，100Gbps 光模块中的关键器件——25Gbps/28Gbps 电吸收调制激光器（EML）和分布式反馈式激光器（DFB）芯片供应紧缺，具有核心原材料与芯片技术的企业将占有有利竞争地位。

根据咨询机构 Ovum 数据，17Q4-18Q3 年度内光迅科技占全球市场份额约 7.1%，行业排名第四。原排名第二的 Lumentum 和第三的 Oclaro 今年已完成了合并，后期排名将位居第二，Innolight 凭借其在数据市场的良好布局在北美数据市场取得了快速增长，本期排名跃升第二。光迅公司本次排名同比上升一位，说明光迅行业地位有所提升。

随着公司高端芯片的持续放量以及高端器件比例的不断提升，5G 商用的加速落地，公司业绩将继续受益。

4. 盈利预测

我们持续看好公司光模块业务，作为行业龙头将持续受益；我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 59.87 亿元、74.51 亿元及 93.28 亿元，EPS 为 0.66 元、0.87 元及 1.14 元，对应 PE 分别为 45/34/26X，我们给予“买入”评级。

5. 风险提示

中美贸易战加剧，运营商采购进度放缓，订单量不及预期风险；

5G 部署进程不及预期：产业催化剂进程未达预期，基站建设进程有所放缓；

芯片研发进度不及预期，光模块产业释放不达预期。

光迅科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,636	5,513	6,423	7,621	营业收入	4,929	5,987	7,451	9,328
现金	916	893	675	421	减:营业成本	3,952	4,781	6,006	7,548
应收账款	1,610	1,763	2,435	2,820	营业税金及附加	17	27	35	42
存货	1,419	1,784	2,239	2,817	营业费用	137	192	219	267
其他流动资产	691	1,074	1,073	1,563	管理费用	111	535	600	682
非流动资产	1,446	1,515	1,627	1,785	财务费用	-40	-11	-20	-10
长期股权投资	59	49	38	27	资产减值损失	94	0	0	0
固定资产	1,048	1,120	1,230	1,381	加:投资净收益	-8	-3	-3	-4
在建工程	1	11	24	41	其他收益	0	0	0	0
无形资产	153	154	156	160	营业利润	317	459	608	795
其他非流动资产	185	182	179	176	加:营业外净收支	-0	20	18	10
资产总计	6,082	7,029	8,050	9,406	利润总额	317	480	626	805
流动负债	2,440	2,942	3,605	4,395	减:所得税费用	7	51	58	66
短期借款	158	158	158	158	少数股东损益	-23	-15	-24	-32
应付账款	1,078	1,544	1,750	2,390	归属母公司净利润	333	444	592	771
其他流动负债	1,205	1,240	1,698	1,847	EBIT	304	464	614	800
非流动负债	194	180	169	159	EBITDA	462	629	812	1,041
长期借款	81	68	56	46					
其他非流动负债	113	113	113	113	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,634	3,122	3,774	4,554	每股收益(元)	0.49	0.66	0.87	1.14
少数股东权益	53	39	15	-17	每股净资产(元)	5.01	5.71	6.29	7.19
					发行在外股份(百万股)	647	677	677	677
归属母公司股东权益	3,394	3,868	4,262	4,870	ROIC(%)	7.9%	9.8%	12.1%	14.1%
负债和股东权益	6,082	7,029	8,050	9,406	ROE(%)	9.0%	11.0%	13.3%	15.2%
					毛利率(%)	19.8%	20.1%	19.4%	19.1%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	6.8%	7.4%	7.9%	8.3%
经营活动现金流	283	175	283	309	资产负债率(%)	43.3%	44.4%	46.9%	48.4%
投资活动现金流	-320	-237	-313	-403	收入增长率(%)	8.3%	21.5%	24.5%	25.2%
筹资活动现金流	76	40	-188	-160	净利润增长率(%)	-0.5%	33.3%	33.4%	30.3%
现金净增加额	44	-22	-218	-254	P/E	60.23	45.18	33.86	26.00
折旧和摊销	157	165	198	241	P/B	5.90	5.18	4.70	4.12
资本开支	328	80	123	169	EV/EBITDA	42.32	31.06	24.30	19.15
营运资本变动	-327	-411	-465	-665					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

