

盈利能力持续修缮，5G光模块产品实现全覆盖 ——光迅科技（002281）2019半年报点评报告

事件：

日前公司发布2019上半年报告，实现营收24.79亿元，同比仅增长1.80%；但实现扣非归母净利润1.32亿元，同比大增41.24%，进一步增强了公司盈利拐点的确定性。

投资要点：

- 5G光模块产品全覆盖：**在设备商环节（中传+回传），公司聚力前沿产品，实现与多家主流设备商5G产品的验证和小批量交付；在运营商环节（前传），公司积极向多省市运营商推广和试用高速光模块解决方案，已初见成效。目前公司通信产品已包括4GLTE、5G网络下6G、10G、25G、50G、100G中短距收发光模块的全覆盖。
- 数通市场有效深耕：**受需求端影响，上半年公司数通业务营收虽然有小幅下降，但是毛利率同比有所上升，标志着公司客户结构和产品附加值正在有所提升。无论是400G光模块产品还是硅光技术路线，公司均有充分准备和布局，有望在未来数通市场需求迭代过程中充分受益。
- 多款激光器芯片取得阶段性进展：**公司是全球为数不多的光模块全产业链公司，其市场包括传输、数据和接入，技术包括芯片、器件、模块和子系统，产品包括有源、无源和集成。在光模块产业链的制高点光芯片方面，公司有着极强的发展动力和诉求。公司的芯片研发主体丹麦、阿尔玛伊和美国公司在25G速率的多款光芯片上已实现突破，芯片业务进展顺利，我们保持对公司2020年可实现光芯片大规模交付的乐观看法。
- 盈利预测与投资建议：**预计2019年、2020年、2021年公司分别实现归母净利润3.59亿、5.85亿、9.54亿元，对应EPS分别为0.53元、0.86元、1.41元；对应当前股价PE分别为51倍、31倍、19倍；我们维持对公司的“增持”评级。
- 风险因素：**5G建设不达预期、中美贸易摩擦加剧、光芯片量产进度不达预期、政府支持力度不达预期。

	2018年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	49.29	54.09	73.35	114.06
增长比率(%)	8.26	9.74	35.61	55.50
净利润(亿元)	3.33	3.59	5.85	9.54
增长比率(%)	-0.47	7.81	62.95	63.08
每股收益(元)	0.53	0.53	0.86	1.41
市盈率(倍)	49.25	51.23	31.43	19.28

数据来源：WIND，万联证券研究所

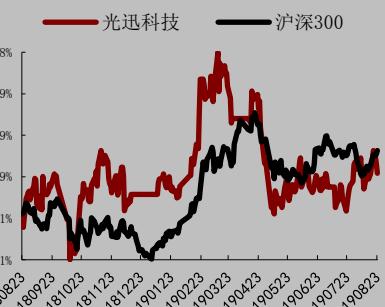
增持（维持）

日期：2019年08月24日

基础数据

行业	通信
公司网址	www.accelink.com
大股东/持股	烽火科技集团有限公司/45.43%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	677.03
流通A股(百万股)	628.56
收盘价(元)	27.17
总市值(亿元)	183.95
流通A股市值(亿元)	170.78

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019年08月23日

相关研究

- 万联证券研究所 20190220_公司年报点评
_AAA_光迅科技（002281）点评报告
万联证券研究所 20190124_公司事项点评
_AAA_光迅科技（002281）点评报告
万联证券研究所 20190109_公司深度报告
_AAA_光迅科技

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508505

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

1、关键假设和盈利预测

由于国内经济下行压力加大，全球范围内贸易摩擦频发，目前的宏观环境与今年年初相比已发生巨大变化；在需求端，5G 建设进展未出现超预期局面、数通市场需求时好时坏，公司面临的经营风险和挑战明显增多。基于上述多项原因，我们对公司业绩预测进行了相应调整。

(一) 传输业务：鉴于国家层面对于推动 2019 年 5G 商用步伐加速的态度积极，我们预计 5G 的建设将在 2020 年大规模放量，公司的传输业务也将伴随整个行业增长而放量增长。近年来，传输业务毛利率持续稳定在 25.5%-26% 之间。假设公司传输业务 2019-2021 年营收增幅分别为 10%/30%/60%，毛利率取区间低值 25.5% 计算。

(二) 接入和数据业务：目前公司正在积极布局国内数通建设市场，部分重要客户也实现突破，但由于 100G 光模块价格下行压力仍然较大，同时公司在 100G 产品上有后发劣势，我们假设公司接入和数据业务 2019-2021 年营收增幅分别为 5%/10%/30%，毛利率为 9%/9%/8%。

(三) 光芯片业务：由于芯片属于光器件的核心部件，有验证和导入过程，假设公司 25G 芯片 2019 年可以小批量交付客户，2020 年大规模交付客户，占据 ICCSZ 预计国内光芯片 21.4 亿美元需求市场的 5% 份额，可创造营收 7 亿人民币，毛利率 35%。

图表1：公司主要业务营收预测（亿）

	2018	2019E	2020E	2021E
传输业务	29.40	32.48	42.37	67.99
增速	-	10%	30%	60%
接入和数据业务	18.88	19.91	21.98	28.67
增速	-	5%	10%	30%
其他业务合计（芯片）	1.01	1.7	9	17.4
增速	-	68%	430%	93%
合计	49.29	54.09	73.35	114.06

资料来源：公司公告、万联证券研究所

预计 2019 年、2020 年、2021 年公司分别实现归母净利润 3.59 亿、5.85 亿、9.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.86 元、1.41 元；对当前股价 PE 分别为 51 倍、31 倍、19 倍；我们维持对公司的“增持”评级。

2、风险提示

5G 建设不达预期。公司传输业务的业绩预测是基于 5G 建设符合预期的基础，若 5G 建设不达预期，会影响公司传输业务的业绩预测。

中美贸易摩擦加剧。现阶段公司对国外光电芯片的依赖仍然较大，如果中美贸易战加剧，出现供应链层面的不利，将影响公司的整体业绩。

光芯片量产进度不达预期。光芯片业务是公司未来的主要看点和成长增长点之一，如果公司的光芯片业务进展缓慢，不能够在 2019 年通过客户验证，将影响公司 2020 年的业绩增长。

政府支持力度不达预期。从宏观来看，我国政府多项补助均长期处于立项或征求意见过程中，离有效落地并兑现成企业利润存在很大的不确定性。同时，公司 2019 年上半年获得的政府补助与去年同期有明显下降，未来是否存在进一步的下降从而影响公司的利润水平存在不确定性。

万联证券

资产负债表

至12月31日	单位：百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,636	5,169	6,591	9,517
货币资金	916	855	761	679
应收及预付	2,200	2,596	3,534	5,427
存货	1,419	1,596	2,127	3,230
其他流动资产	101	122	169	181
非流动资产	1,446	1,662	1,894	2,109
长期股权投资	59	54	60	63
固定资产	1,048	1,084	1,158	1,250
在建工程	1	68	124	158
无形资产	99	114	138	166
其他长期资产	239	342	414	472
资产总计	6,082	6,831	8,485	11,625
流动负债	2,440	2,835	3,922	6,156
短期借款	158	7	0	0
应付及预收	2,003	2,324	3,244	5,106
其他流动负债	279	504	678	1,050
非流动负债	194	209	221	222
长期借款	81	87	92	94
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	113	122	129	128
负债合计	2,634	3,044	4,143	6,378
股本	647	647	647	647
资本公积	1,322	1,322	1,322	1,322
留存收益	1,425	1,782	2,367	3,321
归属母公司股东权益	3,394	3,750	4,336	5,290
少数股东权益	53	36	6	(42)
负债和股东权益	6,082	6,831	8,485	11,625

现金流量表

至12月31日	单位：百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	283	454	330	365
归母净利润	333	359	585	954
折旧摊销	251	175	202	236
营运资金变动	(263)	(54)	(424)	(771)
其它	(38)	(26)	(33)	(54)
投资活动现金流	(320)	(383)	(430)	(445)
资本支出	(328)	(334)	(406)	(425)
投资变动	0	5	(7)	(2)
其他	8	(54)	(17)	(18)
筹资活动现金流	76	(132)	6	(1)
银行借款	16	(145)	(1)	2
债券融资	0	0	0	0
股权融资	179	0	0	0
其他	(119)	13	7	(3)
现金净增加额	39	(61)	(94)	(82)
期初现金余额	871	916	855	761
期末现金余额	915	855	761	679

资料来源：公司报表、万联证券研究所

利润表

至12月31日	单位：百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,929	5,409	7,335	11,406
营业成本	3,952	4,340	5,794	8,880
营业税金及附加	17	30	40	62
销售费用	137	149	201	311
管理费用	111	119	162	252
财务费用	(40)	(35)	(43)	(46)
研发费用	395	451	621	990
资产减值损失	94	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	22	36	18
营业利润	317	367	596	975
营业外收入	1	2	3	5
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	317	367	597	977
所得税	7	26	42	72
净利润	310	342	555	906
少数股东损益	(23)	(17)	(30)	(49)
归属于母公司净利润	333	359	585	954
EBITDA	475	495	718	1,147
EPS (元)	0.49	0.53	0.86	1.41

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	8.3%	9.7%	35.6%	55.5%
营业利润	(13.15%)	15.68%	62.44%	63.70%
归属于母公司净利润	(0.47%)	7.92%	62.99%	63.05%
获利能力				
毛利率	19.82%	19.76%	21.01%	22.15%
净利率	6.28%	6.32%	7.57%	7.94%
ROE	9.8%	9.6%	13.5%	18.0%
ROIC	11.19%	9.80%	13.04%	18.07%
偿债能力				
资产负债率	43.32%	44.57%	48.83%	54.86%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.90	1.82	1.68	1.55
速动比率	1.30	1.24	1.12	1.00
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.84	0.96	1.13
应收账款周转率	2.51	2.13	2.12	2.14
存货周转率	2.99	2.72	2.72	2.75
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.53	0.86	1.41
每股经营现金流	0.42	0.67	0.49	0.54
每股净资产	5.01	5.54	6.40	7.81
估值比率				
P/E	54.66	51.23	31.43	19.28
P/B	5.36	4.90	4.24	3.48
EV/EBITDA	35.15	33.98	23.54	14.81

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场