

研发投入稳定，业绩稳中求进，积极布局 5G 市场，盈利能力有望继续攀升 买入（维持）

2019 年 10 月 25 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	442	588	766
同比（%）	-0.5%	32.8%	33.1%	30.3%
每股收益（元/股）	0.49	0.65	0.87	1.13
P/E（倍）	54.58	41.08	30.87	23.70

投资要点

■ **事件：**2019 年前三季度光迅科技实现收入 38.96 亿元，同比增长 6.46%，其中 2019Q3 公司实现收入 14.17 亿元，同比增长 15.74%；2019 年前三季度归母公司净利润达到人民币 2.66 亿元，同比增长 0.87%，其中 2019Q3 公司实现归母净利润 1.22 亿元，同比下降 1.98%

■ **研发投入保持稳定，业绩稳中求进：**2019 年前三季度光迅科技实现收入 38.96 亿元，同比增长 6.46%，其中 2019Q3 公司实现收入 14.17 亿元，同比增长 15.74%，公司收入稳中求进。2019 前三季度光迅科技研发支出 3.11 亿元。我们认为，公司通过战略规划能力的提升，重点布局 5G 市场、海外数据市场、硅光和超高速器件等产品，市场能力和研发水平的提升将会有效提升公司在市场上的竞争力。

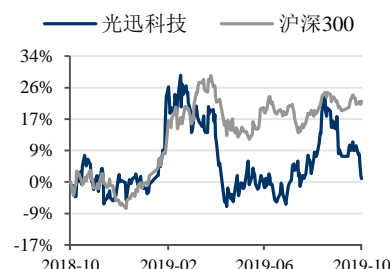
■ **全产业链布局，光芯片技术国内领先：**光迅科技长期以来专注于通讯产业发展，已形成芯片-器件-模块-子系统的全产业链布局。2019 年上半年，光迅科技面向 5G、数据中心等应用的多款 25Gb/s 速率半导体激光器芯片取得阶段性进展；面向 5G 前传、中回传等场景应用的光收发模块实现型号全覆盖；面向数据中心的 400Gb/s 高速光收发模块已完成样机开发，产品技术领先。

■ **受益于 5G 网络建设，光器件需求迎来量价齐升：**伴随 5G 网络建设的兴起，5G 基站数量增加以及 5G 新增中传环节，将会带动光模块需求量的增加。根据中国电信白皮书，5G 时代传输网前传、中传、回传网络总市场空间将超过 600 亿元。光迅科技作为国内光器件领先企业，有望龙头优势继续保持，成为 5G 时代光器件领域的最大受益者。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.65 元、0.87 元、1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 41/31/24 X，维持“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)	26.82
一年最低/最高价	23.94/35.53
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(百万元)	16858.03

基础数据

每股净资产(元)	6.50
资产负债率(%)	37.81
总股本(百万股)	677.03
流通 A 股(百万股)	628.56

相关研究

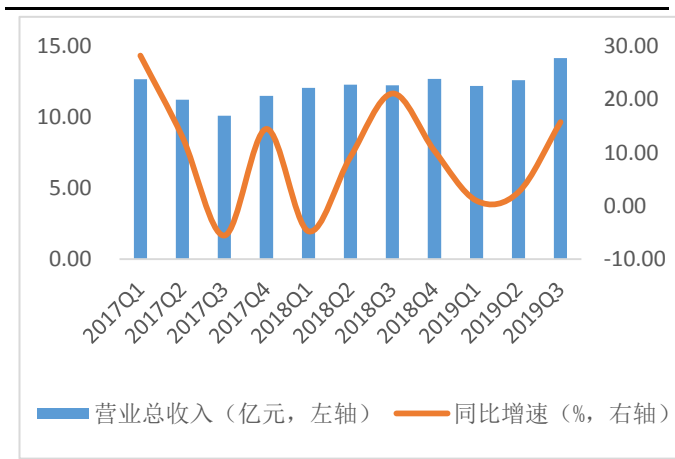
1、《光迅科技（002281）：25G 高速芯片等领域实现突破，5G 带动光模块需求，看好未来发展》2019-04-28

2、《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

1. 研发投入保持稳定，业绩稳中求进

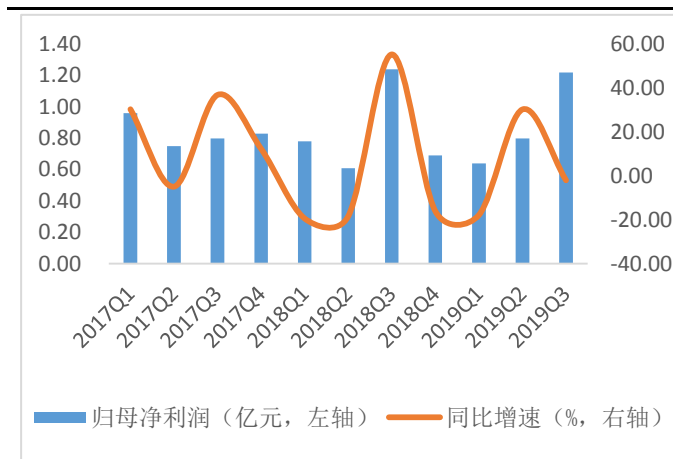
2019 年前三季度光迅科技实现收入 38.96 亿元，同比增长 6.46%，其中 2019Q3 公司实现收入 14.17 亿元，同比增长 15.74%，公司收入稳中求进，主要系公司在 5G 方面聚力市场前沿产品，稳固设备商市场，在重点客户处完成 5G 主流产品验证和规模销售。2019 年前三季度归母公司净利润达到人民币 2.66 亿元，同比增长 0.87%，其中 2019Q3 公司实现归母净利润 1.22 亿元，同比下降 1.98%，主要系公司成本和费用上升。

图 1：光迅科技单季营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

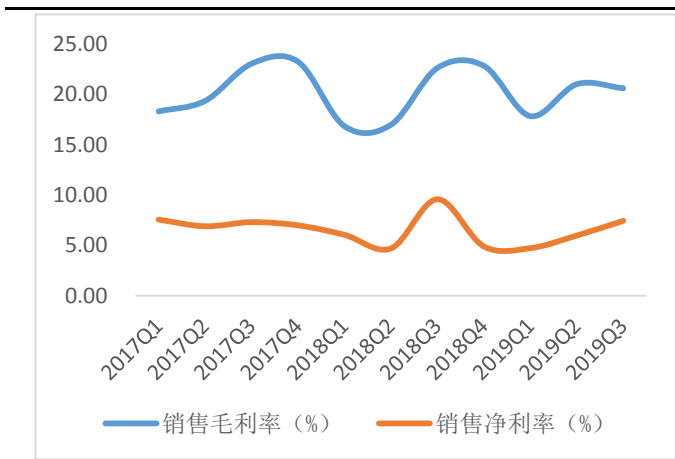
图 2：光迅科技单季归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

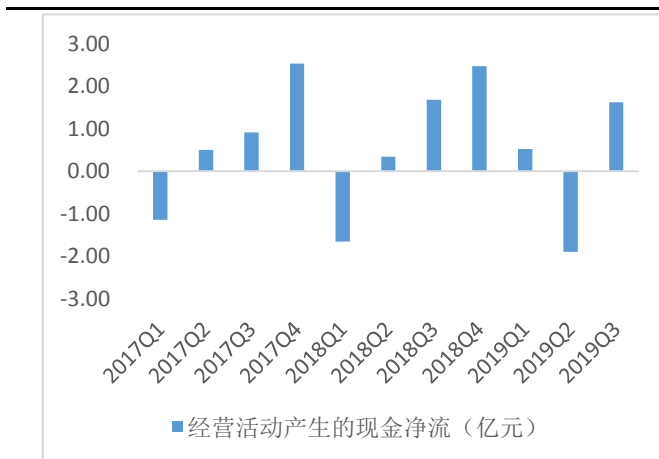
2019Q3 光迅科技销售毛利率为 20.58%，较上一季度下降 0.40 个 PC。销售净利率为 7.43%，较上一季度增长 1.46 个 PC。2019Q3 光迅科技经营活动产生的现金净流量为 1.62 亿元，主要系本期销售商品、接受劳务收到的现金增加。

图 3：光迅科技单季度销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：光迅科技单季度现金净流

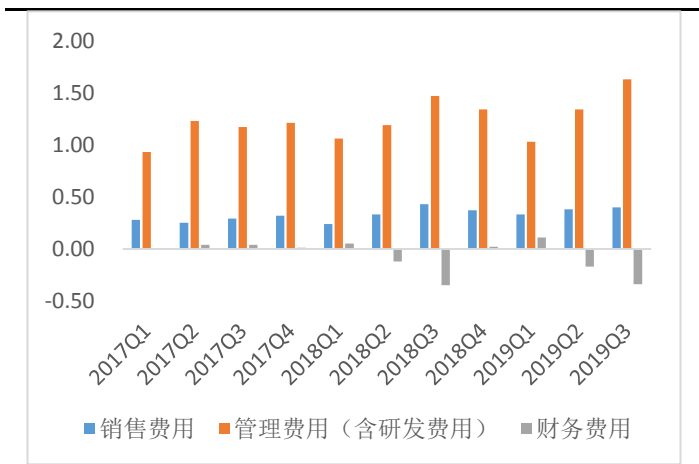


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019Q3 光迅科技销售费用 0.40 亿元，较上一季度小幅增加 5.26%。2019Q3 公司管理费用 0.29 亿元，较上一季度增加 21.64%，主要系研发费用增加。2019Q3 公司财务费用为 -0.34 亿元，较上一季度减少 100%，主要系利息收入减少。

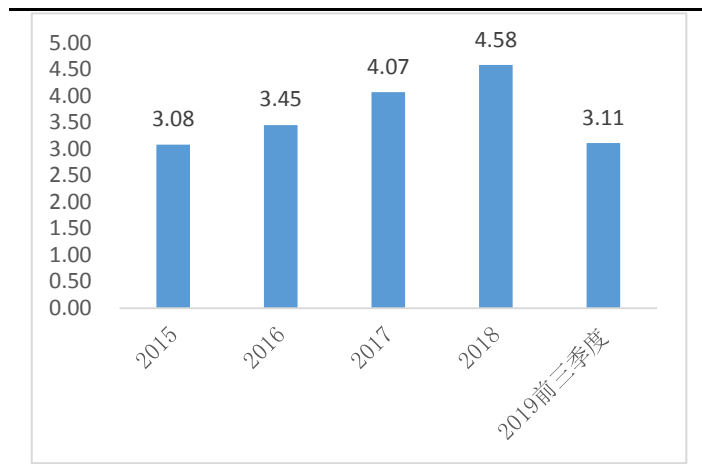
2019 前三季度光迅科技研发支出 3.11 亿元。我们认为，公司通过战略规划能力的提升，重点布局 5G 市场、海外数据市场、硅光和超高速器件等产品，市场能力和研发水平的提升将会有效提升公司在市场上的竞争力。

图 5：光迅科技三费（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：光迅科技研发支出（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 全产业链布局，5G 网络建设带动光器件迎来量价齐升

我们认为，光迅科技作为国内光器件领先企业，有望龙头优势继续保持，成为 5G 时代光器件领域的最大受益者，主要原因为：

1、覆盖下游优质客户，行业地位稳居前列

公司的主要客户包括国内的华为、烽火通信、中兴通讯等设备商以及全球主流的通信设备商诺基亚和爱立信等，客户结构相比国内同行竞争企业优质，华为、烽火、中兴分别为公司的前三大客户。公司位列全球第四大、国内第一大光通信器件供应商，行业地位稳居前列。

2、全产业链布局，光芯片技术国内领先

光迅科技长期以来专注于通讯产业发展，已形成芯片-器件-模块-子系统的全产业链布局，是国内极少数的既具备先进的光模块封装工艺和领先的光模块产品优势，又具备核心的光芯片技术的企业，产品技术领先。

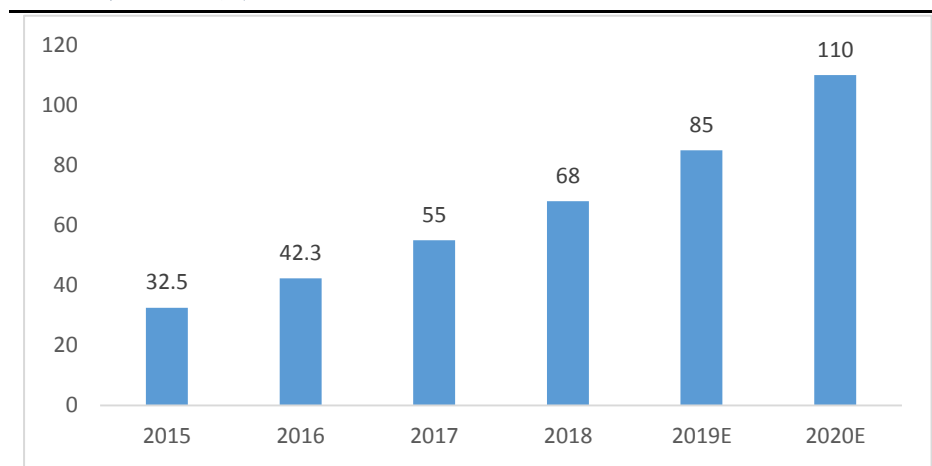
2019 年上半年，光迅科技面向 5G、数据中心等应用的多款 25Gb/s 速率半导体激光器芯片取得阶段性进展；面向 5G 前传（无线接入层）、中回传（汇聚层+核心网）等场景应用的光收发模块实现型号全覆盖；面向数据中心的 400Gb/s 高速光收发模块已完成样机开发。

3、受益于 5G 网络建设，光器件需求迎来量价齐升

2019 年是 5G 建设元年，伴随 5G 网络建设的兴起，将推动承载网扩容升级，从而带

来海量光器件需求，中国光器件市场规模将进一步扩大，2019 年将达到约 85 亿美元水平。华为、烽火以及中兴等企业也已经具备一定的竞争实力，预计随着中国 5G 投入商用，到 2020 年中国光器件市场规模达到 110 亿美元。光迅科技将受益国内光器件市场景气继续向上发展。

图 7：中国光器件市场规模（亿美元）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

具体来看，市场空间方面，一方面 5G 基站数量增加以及 5G 新增中传环节，将会带动光模块需求量的增加，另一方面要满足 5G 高频高速的需求，光模块需从 4G 时期的 6G 和 10G 产品升级到以 25G、50G、100G 和 200G 为主，5G 时代光模块需求有望迎来量价齐升。

根据中国电信《5G 时代光传输网技术白皮书》，5G 时代传输网前传、中传、回传网络并重，其中前传规模在 250 亿左右，中传规模在 83 亿左右，回传规模在 144 亿左右，核心网规模在 141 亿左右，总市场空间将超过 600 亿元。

3. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.65 元、0.87 元、1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 41/31/24 X，维持“买入”评级。

4. 风险提示

- 1、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；
- 2、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；
- 3、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	5,402	6,279	7,437	营业收入	4,929	5,987	7,451	9,328
现金	916	782	531	236	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	-9	-16	-5
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	458	604	790
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	6,918	7,906	9,222	利润总额	317	478	622	801
流动负债	2,440	2,942	3,605	4,395	减: 所得税费用	7	50	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	442	588	766
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					
负债合计	2,634	3,122	3,774	4,554	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	53	39	15	-17	每股收益(元)	0.49	0.65	0.87	1.13
					每股净资产(元)	5.01	5.55	6.08	6.92
归属母公司股东权益	3,394	3,756	4,118	4,685	发行在外股份(百万股)	647	677	677	677
负债和股东权益	6,082	6,918	7,906	9,222	ROIC (%)	7.9%	10.1%	12.5%	14.6%
					ROE (%)	9.0%	11.3%	13.7%	15.7%
					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%	8.2%
经营活动现金流	283	175	284	309	资产负债率 (%)	43.3%	45.1%	47.7%	49.4%
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	-72	-221	-201	净利润增长率 (%)	-0.5%	32.8%	33.1%	30.3%
现金净增加额	44	-134	-250	-295	P/E	54.58	41.08	30.87	23.70
折旧和摊销	157	165	198	241	P/B	5.35	4.83	4.41	3.88
资本开支	328	80	123	169	EV/EBITDA	38.24	28.25	22.16	17.52
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>

