



光迅科技(002281)

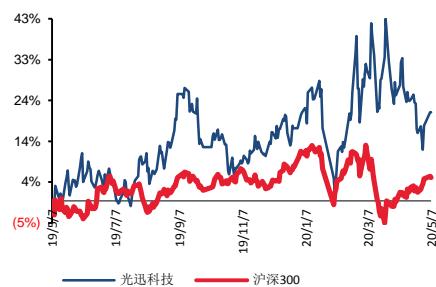
目标价: 38

昨收盘: 30.49

信息技术 技术硬件与设备

芯片和数通双突破提升毛利率，疫情不改长期成长逻辑

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	677/657
总市值/流通(百万元)	20,643/20,026
12 个月最高/最低(元)	36.01/24.95

相关研究报告:

证券分析师: 李宏涛

电话: 18910525201

E-MAIL: liht@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010002

证券分析师: 赵晖

电话: 15201962711

E-MAIL: zhaohui@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010003

联系人: 李仁波

电话: 18822886673

E-MAIL: lirb@tpyzq.com

事件: 公司发布 2019 年年报，全年营业收入 53.38 亿元，同比增长 8.30%；归母净利润 3.58 亿元，同比增长 7.51%。同时，公司发布 2020 年一季报，实现营业收入 7.34 亿元，同比下降 39.81%；归母净利润-551.32 万元，同比减少 108.62%。。

2019 年业绩符合预期，Q2 复工复产逐步开启，全年目标有望追回。2019 年在宏观经济增速放缓，中美贸易摩擦加剧对产业链带来负面影响的情况下，公司保持了稳健的发展态势，取得营收和净利润双增长，基本符合预期。2019 上半年 5G 建设尚未大规模开启，数通市场遭遇海外云厂商资本开支下行，对公司成长带来压力。但从下半年开始，随着 5G 建设速度加快，数通市场景气度回暖，Q3、Q4 单季度业绩增长恢复明显。Q4 单季度净利润同比增长 32.7%，毛利率达到 24.84%，为近年最高。2020 年一季度，由于新冠疫情突发，对公司造成较大影响。但我们认为，随着复工复产全面开展，公司有望在随后的三个季度追回全年目标。

加大研发投入巩固核心竞争力，市场地位获得提升。2019 年公司研发投入 5.38 亿元，占营收比达到 10.08%，同比提升 0.78 个百分点。在传输类产品方面，25G 芯片技术取得突破，国产替代比例逐步提升。未来光模块向更高速率迈进，核心原材料 25Gbps/28Gbps EML 和 DFB 芯片供应紧缺，高端芯片技术过硬的企业将占据更加有利竞争地位。公司 25G 商业级 DFB 芯片已经通过重点客户认证，EML 芯片可实现自用。随着芯片自给率不断提升，成本有望进一步压缩，带动毛利率上行。数通类产品方面，交付能力明显提升，市场份额逆势上升至全球第五。接入类 5G 模块产品市场份额进入第一梯队，下一代 PON 产品开发取得突破性进展。在产业平台方面，基于光电子器件工艺发展趋势，公司构建了全新的硅光平台和先进的光电封装平台。

5G 建设加速带来光通信市场空间跃升，光器件龙头将全面受益。公司是全球领先的光通信龙头，拥有拥有业界最广泛的端到端产品线和整体解决方案，具备从芯片到器件、模块、子系统全系列产品的垂直整合能力。2020 年 5G 建设进入高峰，无论从运营商资本开支还是基站建设目标看，都超出市场预期。随着 SA 独立组网开启，对公司传输和接入类产品需求将随之增长。同时公司海外业务拓展顺利，2019 年，在欧洲 5G 产品批量供应客户，光模块成为重点客户第一供应商；在亚太地区相关产品获韩国重大项目订单和批量采购，多个 5G 产品批量出货。我们认为，随着 5G 为首的新基建提速，公司市场空间将进一步

步打开，有望充分受益 5G 建设红利。

云厂商 Capex 拐点已现，流量爆发驱动数通市场长期增长。海外云巨头资本开支在 2019 年 Q2 开始出现拐点向上，中移动宣布千亿进军公有云，阿里拟 3 年在云基建投入 2000 亿，都将带动数通高速光模块需求增长。2019 年公司完成数通项目非公开发行再融资，募集资金 7.96 亿元，加码数通业务有望带来产品结构的优化。待项目完成后，公司 100G 光模块年产将达 80.89 万只。根据 Ovum 预测，预计到 2022 年 100G 光模块市场规模将超过 70 亿美元。国内 IDC 厂商也正在规模上量 100G, 100G 数通光模块的市场前景广阔。2020 年海外 100G 向 400G 升级的速度将加快，公司针对数据中心 400G 光模块和各种细分互联场景，推出了全系列 400G 数据中心光模块。目前在北美市场已经成功打开重点客户 400G 送样窗口。

股权激励计划推出，凝聚核心员工，奠定长期发展基础。2019 年 12 月公司公布股权激励计划，拟向激励对象授予限制性股票 2423.6 万股（占本次激励计划签署时总股本的 3.58%），计划授予的激励对象为 725 人。解锁条件为以 18 年为基数考核目标 2020-2022 年净利润复合增速不低于 15%，ROE 不低于 10%。我们认为，股权激励计划的授予将进一步凝聚核心员工，为公司长期稳定发展奠定基础。

投资建议：我们看好公司光通信龙头地位，受益 5G 与数通市场双重共振。预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.29 亿/5.50 亿/6.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.81/1.02 元，给予“买入”评级，目标价 38 元。

风险提示：海外疫情控制情况低于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5337.92	6210.57	7650.80	9429.06
(+/-%)	8.30%	16.35%	23.19%	23.24%
净利润(百万元)	357.70	429.45	550.01	689.36
(+/-%)	7.51%	20.06%	28.07%	25.33%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.63	0.81	1.02
市盈率(PE)	58	48	38	30

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5337.92	6210.57	7650.80	9429.06	净利润	327.74	394.46	504.43	631.05
营业成本	4206.63	4879.50	6002.57	7387.23	折旧与摊销	178.19	42.44	17.58	18.25
营业税金及附加	28.49	31.05	38.25	47.15	财务费用	-36.90	-56.54	-60.60	-62.66
销售费用	155.37	180.11	221.87	273.44	资产减值损失	-97.43	-100.00	-110.00	-121.00
管理费用	117.60	138.50	170.61	210.27	经营营运资本变动	-159.93	-370.58	-543.31	-628.49
财务费用	-36.90	-56.54	-60.60	-62.66	其他	54.45	159.19	102.26	115.00
资产减值损失	-97.43	-100.00	-110.00	-121.00	经营活动现金流净额	266.12	68.98	-89.63	-47.85
投资收益	-1.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	991.59	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1296.41	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-304.82	-10.00	-10.00	-10.00
营业利润	561.84	422.48	540.72	679.46	短期借款	-127.73	-29.95	0.00	226.27
其他非经营损益	-201.86	1.89	1.04	1.20	长期借款	12.12	10.00	10.00	10.00
利润总额	359.98	424.37	541.77	680.66	股权融资	896.08	0.00	0.00	0.00
所得税	32.24	29.91	37.34	49.61	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	327.74	394.46	504.43	631.05	其他	-89.16	42.77	60.60	62.66
少数股东损益	-29.96	-34.99	-45.58	-58.31	筹资活动现金流净额	691.30	22.82	70.60	298.93
归属母公司股东净利润	357.70	429.45	550.01	689.36	现金流量净额	656.47	81.80	-29.04	241.09
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1591.96	1673.76	1644.72	1885.81	成长能力				
应收和预付款项	2411.06	2675.65	3351.79	4130.28	销售收入增长率	8.30%	16.35%	23.19%	23.24%
存货	1563.29	1754.16	2179.25	2699.82	营业利润增长率	76.50%	-24.80%	27.99%	25.66%
其他流动资产	117.19	92.92	114.47	141.08	净利润增长率	5.81%	20.36%	27.88%	25.10%
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16	EBITDA 增长率	61.56%	-41.92%	21.87%	27.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	9.67	18.67	27.00	毛利率	21.19%	21.43%	21.54%	21.65%
无形资产和开发支出	254.20	237.62	221.03	204.45	三费率	12.66%	12.52%	12.54%	12.67%
其他非流动资产	1007.65	982.12	982.12	982.12	净利率	6.14%	6.35%	6.59%	6.69%
资产总计	7232.51	7713.05	8799.21	10357.72	ROE	7.23%	8.01%	9.29%	10.41%
短期借款	29.95	0.00	0.00	226.27	ROA	4.53%	5.11%	5.73%	6.09%
应付和预收款项	2092.31	2486.85	3058.52	3749.62	ROIC	14.85%	10.92%	11.86%	12.23%
长期借款	93.48	103.48	113.48	123.48	EBITDA/销售收入	13.17%	6.58%	6.51%	6.73%
其他负债	484.02	197.51	197.57	197.65	营运能力				
负债合计	2699.76	2787.84	3369.57	4297.02	总资产周转率	0.80	0.83	0.93	0.98
股本	676.40	677.03	677.03	677.03	固定资产周转率	10.19	1284.95	540.06	412.95
资本公积	2188.16	2187.52	2187.52	2187.52	应收账款周转率	3.05	3.16	3.32	3.28
留存收益	1832.59	2262.03	2812.05	3501.40	存货周转率	2.70	2.89	2.97	2.97
归属母公司股东权益	4509.80	4937.26	5487.27	6176.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.80%	—	—	—
少数股东权益	22.94	-12.04	-57.63	-115.93	资本结构				
股东权益合计	4532.75	4925.21	5429.64	6060.69	资产负债率	37.33%	36.14%	38.29%	41.49%
负债和股东权益合计	7232.51	7713.05	8799.21	10357.72	带息债务/总负债	4.57%	3.71%	3.37%	8.14%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	流动比率	2.36	2.49	2.38	2.23
EBITDA	703.13	408.38	497.71	635.04	速动比率	1.71	1.79	1.67	1.55
PE	58.28	48.54	37.90	30.24	每股指标				
PB	4.60	4.23	3.84	3.44	每股收益	0.53	0.63	0.81	1.02
PS	3.91	3.36	2.72	2.21	每股净资产	6.70	7.27	8.02	8.95
EV/EBITDA	25.82	44.23	36.37	28.50	每股经营现金	0.39	0.10	-0.13	-0.07

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weih@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。