2020 年 08 月 26 日

证券研究报告•2020 年半年报点评

光迅科技（002281）通信

持有（首次）

当前价：32.71 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩企稳回升，竞争优势显著

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年上半年营业收入为 25.6 亿元，同比增长了 3%，归属于母公司股东的净利润为 2.1 亿元，同比增长了 45.4%。
- **业绩逐渐企稳，盈利能力增长迅速。**公司因为地理原因，一季度业绩受疫情影响严重，但随着 3 月份疫情防控形势逐渐好转，公司二季度经营基本回稳，产能及订单同比均取得较大提升。公司二季度实现营收 18.3 亿元，同比增长 44.9%，归属于母公司股东的净利润为 2.2 亿元，同比增长了 168.5%。利润端的增长主要是由于产品结构逐步向高端升级，公司总体毛利率得到提升。
- **公司与大客户深度合作，竞争优势明显。**公司上半年在所有中标中国电信光模块集采项目和无源波分彩光设备集采项目中占据第一份额，同时也中标了多个省市的移动、联通光纤倍增集采项目。上半年公司 5G 产品出货量创新高，25G 前传产品收入超亿元，有源重点高端产品中标金额过亿，100G 相关产品在大客户处认证顺利，下半年公司产品产能有望进一步扩大。公司在电信市场上的优势明显，产品占有率也在不断提升。
- **研发持续高投入，核心技术取得新突破。**公司是全球电信领域光器件领军企业，产品技术位于世界前列。公司研发投入持续高增长，上半年研发投入 2.3 亿元，同比增长了 28.7%。公司持续高研发投入也使得核心技术攻关取得了新突破，光芯片工艺平台能力得到大幅提升，25Gb 光芯片开发也实现了全覆盖，合格率逐步提升，部分规格的芯片已经能够稳定产出并实现量产，大幅提升了公司 5G 产品规模的出货量和效益。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.64 元、0.80 元、0.97 元，未来三年归母净利润将达到 22.4%的复合增长率。考虑到公司已经陆续中标多个大型集采项目，产品技术取得新突破，行业领先地位进一步得到巩固，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**运营商资本开支不及预期；行业竞争加剧；新技术开发不及预期等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5337.92	6076.49	7041.29	8022.50
增长率	8.30%	13.84%	15.88%	13.94%
归属母公司净利润（百万元）	357.70	431.77	542.14	656.63
增长率	7.51%	20.71%	25.56%	21.12%
每股收益 EPS（元）	0.53	0.64	0.80	0.97
净资产收益率 ROE	7.23%	9.23%	9.58%	10.56%
PE	62	51	41	34
PB	4.91	5.04	4.16	3.77

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

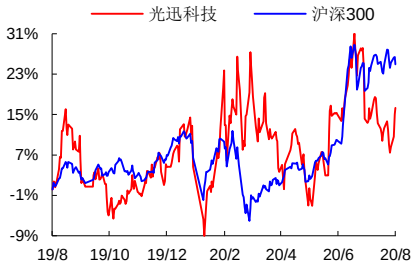
分析师：常潇雅

执业证号：S1250517050002

电话：021-58351932

邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

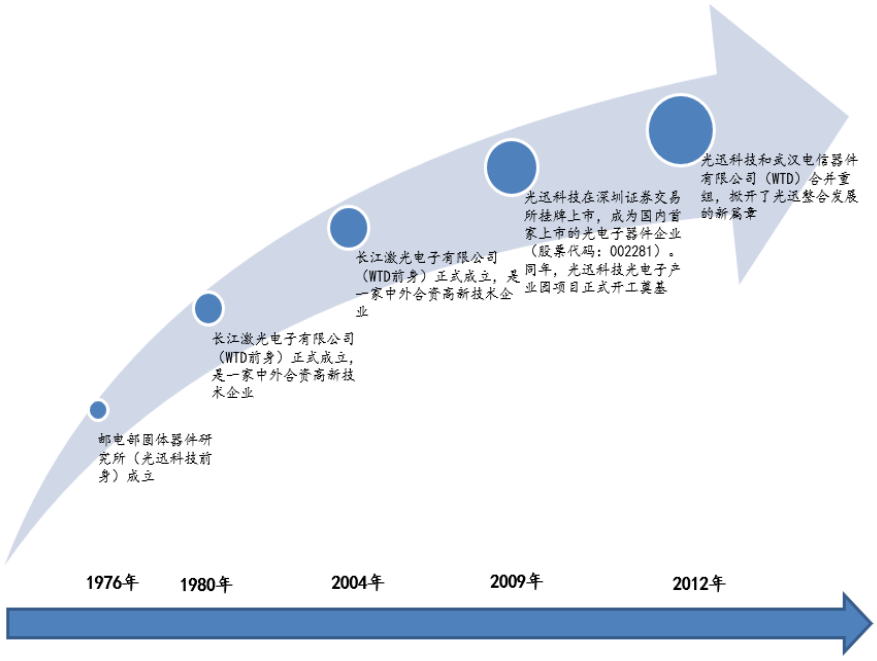
总股本(亿股)	6.76
流通 A 股(亿股)	6.57
52 周内股价区间(元)	25.67-37.05
总市值(亿元)	221.25
总资产(亿元)	79.09
每股净资产(元)	6.94

相关研究

1 公司为光通信模块的核心供应商

公司主要从事光电子器件及子系统产品研发、生产、销售及技术服务，是全球领先的光电子器件、子系统解决方案供应商。公司为客户提供光电子有源模块、无源器件，以及光纤放大器等子系统产品在，并在光通信传输网、接入网和数据网等领域构筑了从芯片到器件、模块、子系统的综合解决方案。目前公司在全球拥有七家全资子公司，包括光迅丹麦有限公司、光迅美国有限公司等。丹麦、法国和美国公司为公司提供有源和无源芯片、光集成器件方面的设计和制造支持。

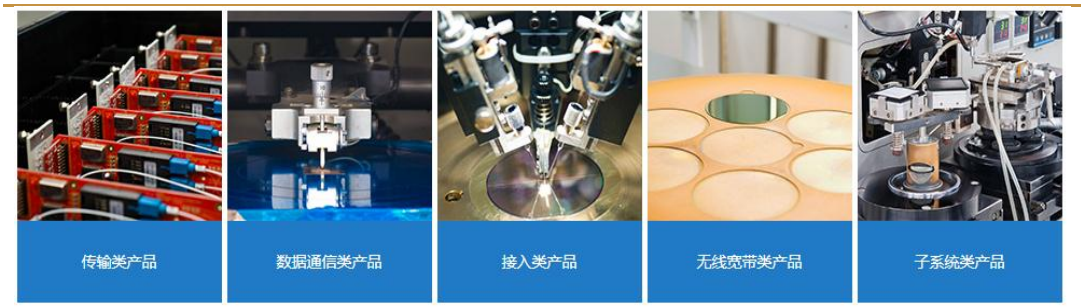
图 1：光迅科技发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司深耕光电子器件领域，产品线众多，其中光传输、光接入和数据通信三大块业务基本上能够涵盖光通信模块的所有应用场景。传输类产品可以提供光传送网从端到端的整体解决方案，包括光传输收发模块、光纤放大器和各类无源光器件。接入类产品包括固网接入和无线接入类产品。固网接入类主要应用于接入网光纤到户。数据通信产品主要用于数据中心、企业网、存储网等领域，包括光电器件、模块、板卡、AOC 产品。

图 2：光迅科技主要产品

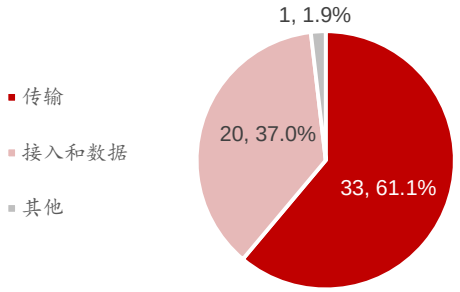


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在全球光器件领域中位于世界前列。根据 Ovum 统计的数据，光迅科技 2019 年在全球光器件厂商中占得市场份额 8%，排在第三位。今年上半年由于公司地处疫情最严重的武汉，复工复产时间晚于其他公司，市场份额有所下降，但复工后公司积极赶工赶产，尽最大可能弥补一季度的影响，目前订单量与产能均创出历史高位。5G 已经进入规模建设期，公司有望持续受益。

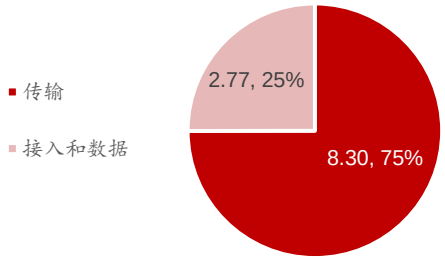
从营收结构来看，公司主要业务有光通信传输网、接入数据网两大块业务，2019 年分别占营收比重为 61.1%、37%。在公司的毛利结构中，传输和接入数据业务分别占总毛利比例为 75%、25%，传输网业务占公司营收比重最大，也贡献了大部分的毛利。公司上半年研发持续高投入，研发费用同比增长了 28.7%，产品技术得到了很大的改进。伴随着 5G 通信的快速发展，公司的主营业务光传输接入模块和数据通信业务都中标多个省市级项目，未来订单量将进一步提升。

图 3：公司各业务营收占比（亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

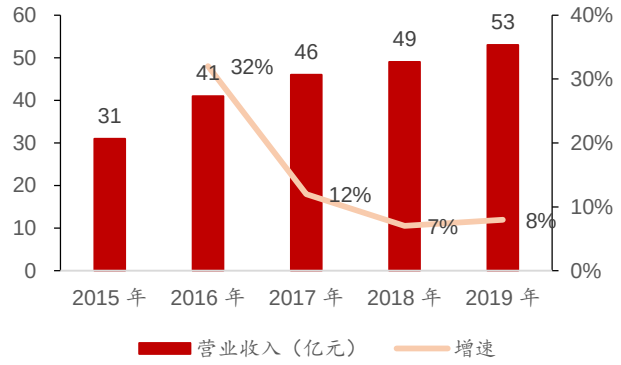
图 4：公司各业务毛利占比（亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

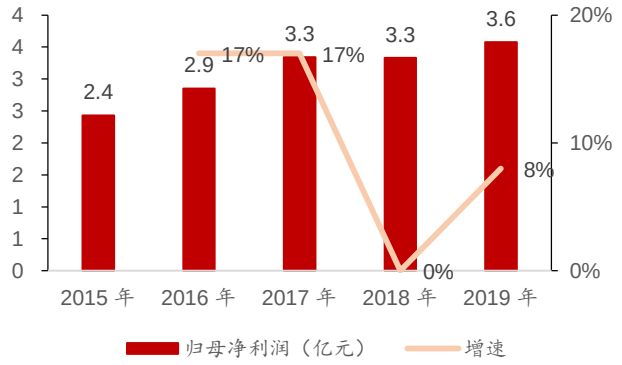
公司营收稳步增长，盈利水准稳中有升。公司营收从 2015 年的 31 亿元上升至 2019 年的 53 亿元，复合增速达到了 14.3%。同时，得益于公司坚持增量发展，国内国际全线布局，公司盈利水平近几年来稳中有升。公司归母净利润从 2015 年的 2.4 亿元上升至 2019 年的 3.6 亿元，归母净利润的复合增速为 10.7%。今年公司一季度受疫情影响严重，二季度业绩逐渐企稳，业绩迎来反弹。公司 2020 年上半年营业收入为 25.6 亿元，同比增长了 3%，归属于母公司股东的净利润为 2.1 亿元，同比增长了 45.4%。其中二季度实现营收 18.3 亿元，同比增长 44.9%，归属于母公司股东的净利润为 2.2 亿元，同比增长了 168.5%。公司二季度业绩企稳回升主要是因为产品结构逐步向高端升级，公司总体毛利率得到提升。

图 5：公司近 5 年营收及增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：公司近 5 年归母净利润及增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：传输模块是指可以提供光传送网从端到端的整体解决方案，随着 5G 建设的全面铺开和产品技术的突破创新，公司已经中标多个集采项目，公司在中国电信光模块集采项目和无源波分彩光设备集采项目中占据第一份额，同时也中标了多个省市的移动、联通光纤倍增集采项目，公司产品技术的突破创新叠加 5G 行业景气度上行，公司光传输模块未来订单量有望实现稳健增长，假设 2020-2022 年光传输模块订单量增速分别为 15%、17%、15%；

假设 2：公司接入模块包括固网接入和无线接入类产品，数据通信产品主要用于数据中心、企业网、存储网等领域，随着公司陆续中标集采项目，未来预计该业务将维持平稳增速，假设 2020-2022 年光接入模块和数据通信业务订单量增速为 12%、14%、12%；

假设 3：公司其他业务并非主营业务，随着公司在行业里逐渐形成规模效应，未来其他业务将保持稳健增速。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
传输	收入	3271.9	3762.7	4402.3	5062.7
	增速	11.3%	15.0%	17.0%	15.0%
接入和数据	收入	1957.7	2192.6	2499.6	2799.5
	增速	3.7%	12.0%	14.0%	12.0%
其他业务	收入	108.2	121.2	139.4	160.3
	增速	6.9%	12.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	5337.9	6076.5	7041.3	8022.5
	增速	8.3%	13.8%	15.9%	13.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

可比公司估值：

我们选取 5G 通信行业中的三家可比公司，三家可比公司主营业务与光迅科技相似，都是以 5G 通信光模块相关产品技术为主。2020 年三家公司平均估值为 52 倍，考虑到云计算与 5G 的快速发展，公司中标多个集采项目，产品技术取得新突破，我们认为公司估值水平应与行业平均水平一致。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）		PE（倍）	
			20E	21E	20E	21E
300502.SZ	新易盛	65.94	1.22	1.72	54.38	38.79
300308.SZ	中际旭创	59.27	1.19	1.47	49.31	36.02
300394.SZ	天孚通信	64.82	1.22	1.58	51.99	39.72
平均值					51.89	38.18

数据来源：Wind，西南证券整理

投资建议：

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.64 元、0.80 元、0.97 元，未来三年归母净利润将达到 22.4%的复合增长率。考虑到公司已经陆续中标多个大型集采项目，产品技术取得新突破，行业领先地位进一步得到巩固，首次覆盖给予“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5337.92	6076.49	7041.29	8022.50
营业成本	4206.63	2309.07	2534.87	2727.65
营业税金及附加	28.49	54.69	49.29	64.18
销售费用	155.37	1640.65	1901.15	2246.30
管理费用	117.60	1555.58	1936.36	2206.19
财务费用	-36.90	54.69	63.37	72.20
资产减值损失	-97.43	0.00	0.00	0.00
投资收益	-1.96	0.00	28.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	359.68	461.81	584.26	705.98
其他非经营损益	0.30	11.51	7.77	9.02
利润总额	359.98	473.32	592.03	715.00
所得税	32.24	68.73	85.96	103.82
净利润	327.74	404.59	506.07	611.18
少数股东损益	-29.96	-27.18	-36.07	-45.45
归属母公司股东净利润	357.70	431.77	542.14	656.63

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	327.74	404.59	506.07	611.18
折旧与摊销	178.19	113.94	113.94	113.94
财务费用	-36.90	54.69	63.37	72.20
资产减值损失	-97.43	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-339.72	-507.82	-424.54	-415.33
其他	234.24	-30.71	-175.08	78.66
经营活动现金流净额	266.12	34.69	83.75	460.64
资本支出	153.40	0.00	0.00	0.00
其他	-458.23	0.00	28.00	0.00
投资活动现金流净额	-304.82	0.00	28.00	0.00
短期借款	-127.73	-29.95	0.00	0.00
长期借款	12.12	0.00	0.00	0.00
股权融资	896.08	0.00	0.00	0.00
支付股利	-115.10	-71.54	-86.35	-108.43
其他	25.93	-549.93	418.11	-72.20
筹资活动现金流净额	691.30	-651.42	331.75	-180.63
现金流量净额	656.47	-616.73	443.51	280.01

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1591.96	975.23	1418.74	1698.75
应收和预付款项	2448.39	2722.83	3174.97	3608.63
存货	1563.29	807.71	1048.36	1049.58
其他流动资产	79.86	90.91	105.35	120.03
长期股权投资	57.09	57.09	57.09	57.09
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1088.18	1000.96	913.75	826.53
无形资产和开发支出	254.20	230.04	205.87	181.71
其他非流动资产	149.53	146.98	144.42	141.87
资产总计	7232.51	6031.76	7068.55	7684.19
短期借款	29.95	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2092.31	1207.76	1328.59	1428.87
长期借款	93.48	93.48	93.48	93.48
其他负债	484.02	348.19	362.95	375.56
负债合计	2699.76	1649.43	1785.03	1897.91
股本	676.40	676.40	676.40	676.40
资本公积	2188.16	2188.16	2188.16	2188.16
留存收益	1832.59	2192.82	2648.60	3196.81
归属母公司股东权益	4509.80	4386.56	5323.83	5872.03
少数股东权益	22.94	-4.23	-40.30	-85.75
股东权益合计	4532.75	4382.33	5283.52	5786.28
负债和股东权益合计	7232.51	6031.76	7068.55	7684.19

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	8.30%	13.84%	15.88%	13.94%
营业利润增长率	13.46%	28.40%	26.51%	20.83%
净利润增长率	5.81%	23.45%	25.08%	20.77%
EBITDA 增长率	15.46%	25.84%	20.80%	17.14%
获利能力				
毛利率	21.19%	62.00%	64.00%	66.00%
三费率	4.42%	53.50%	55.40%	56.40%
净利率	6.14%	6.66%	7.19%	7.62%
ROE	7.23%	9.23%	9.58%	10.56%
ROA	4.53%	6.71%	7.16%	7.95%
ROIC	9.05%	12.00%	13.16%	14.31%
EBITDA/销售收入	9.39%	10.38%	10.82%	11.12%
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.92	1.07	1.09
固定资产周转率	5.11	6.08	7.72	9.73
应收账款周转率	3.05	3.05	3.10	3.07
存货周转率	2.55	1.71	2.53	2.50
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.80%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	37.33%	27.35%	25.25%	24.70%
带息债务/总负债	4.57%	5.67%	5.24%	4.93%
流动比率	2.36	3.38	3.85	4.03
速动比率	1.71	2.79	3.14	3.38
股利支付率	32.18%	16.57%	15.93%	16.51%
每股指标				
每股收益	0.53	0.64	0.80	0.97
每股净资产	6.67	6.49	7.87	8.68
每股经营现金	0.39	0.05	0.12	0.68
每股股利	0.17	0.11	0.13	0.16

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	500.97	630.44	761.57	892.12
PE	61.85	51.24	40.81	33.69
PB	4.91	5.04	4.16	3.77
PS	4.14	3.64	3.14	2.76
EV/EBITDA	41.01	33.50	27.15	22.86
股息率	0.52%	0.32%	0.39%	0.49%

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn