

剑桥科技 (603083.SH) 有序整合待拐点释放, 未来业绩有望边际改善

2020 年 08 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

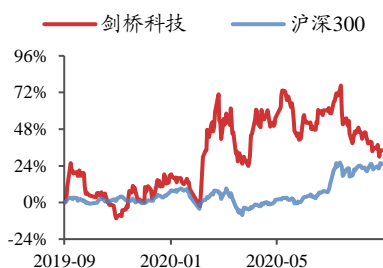
赵良毕 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

日期	2020/8/31
当前股价(元)	25.00
一年最高最低(元)	44.38/21.50
总市值(亿元)	63.06
流通市值(亿元)	36.90
总股本(亿股)	2.52
流通股本(亿股)	1.48
近 3 个月换手率(%)	211.72

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-光模块新锐出鞘, 剑指全球业绩可期》-2020.5.13

● 半年报业绩受疫情影响, 有序整合待业绩拐点至, 维持“增持”评级

受海内外疫情影响, 公司无法正常开展业务以及上游供应商产能下降, 公司主用包材、塑料件等价格上涨, 2020 年 H1 实现归母净利润为-0.57 亿元, 同比下降 775.77%; 扣非后为-0.73 亿元。2020 年 Q2 实现归母净利润为 0.02 亿元, 同比下降 80%; 扣非后为-0.12 亿元。公司于 2019 年 4 月收购 Oclaro 资产并整合, 致使 2020 年期间费用同比增加。当前, 运营商仍然如火如荼建设 5G 基站、数据中心市场的新增需求及其以高速产品为主的需求结构变化促使高速光模块行业持续繁荣, 2020 年业绩将受海内外疫情拖累, 我们仍然看好公司两次并购进军高速光组件和光模块带来的后续业绩爆发力。我们调整预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 0.78/1.51/3.18 (此前为 1.17/1.80/2.61) 亿元, 同比增长为 256.6%/94.9%/110.3% (此前为 438.4%/54.0%/44.9%), EPS 为 0.31/0.60/1.26 (此前为 0.46/0.71/1.04) 元, 当前股价对应 PE 分别为 81.3/41.7/19.8 倍, 相对可比公司, 存在一定估值溢价, 维持“增持”评级。

● 电信数通繁荣持续, 光模块迎来发展黄金期, 全年业绩可期

全球 5G 商用步伐加快带动云计算行业市场需求上升, 驱动高速光模块市场需求持续高景气, 预计未来高速率光模块将占据主要市场份额, 行业整体进入量价齐升黄金发展阶段。光模块行业市场竞争激烈, 但近年市场逐渐向国内倾斜, 伴随国内疫情可控的大环境, 国内厂商全球市场份额有望进一步提升。2018 年通过收购美国 MACOM 公司日本子公司, 公司一跃成为全球 100G 高速光组件和光模块技术领先企业, 2019 年通过收购 Oclaro 日本公司的部分资产及技术转移, 公司又进一步在 400G 和基于最新 PAM4 调制技术的光模块领域上领先。此外公司已将大部分原 MACOM 日本公司和 Oclaro 日本公司的客户关系转移至本公司, 并在此基础上继续开拓新的客户, 客户涵盖国内外绝大部分采购光模块的通信设备制造商和数据中心运营商, 随着整合有序进行, 经营业绩高增长可期。

● **风险提示:** 疫情冲击致海外市场不确定性增加; 并购整合进度未达预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,156	2,974	3,866	5,606	8,128
YOY(%)	26.9	-5.8	30.0	45.0	45.0
归母净利润(百万元)	77	22	78	151	318
YOY(%)	26.7	-71.7	256.6	94.9	110.3
毛利率(%)	11.6	17.5	18.6	19.4	20.8
净利率(%)	2.4	0.7	2.0	2.7	3.9
ROE(%)	6.8	1.8	6.2	11.0	19.0
EPS(摊薄/元)	0.30	0.09	0.31	0.60	1.26
P/E(倍)	82.1	290.0	81.3	41.7	19.8
P/B(倍)	5.6	5.3	5.0	4.6	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 海内外疫情影响严重，业绩逐渐恢复待爆发	3
2、 风险提示	4
附：财务预测摘要	5

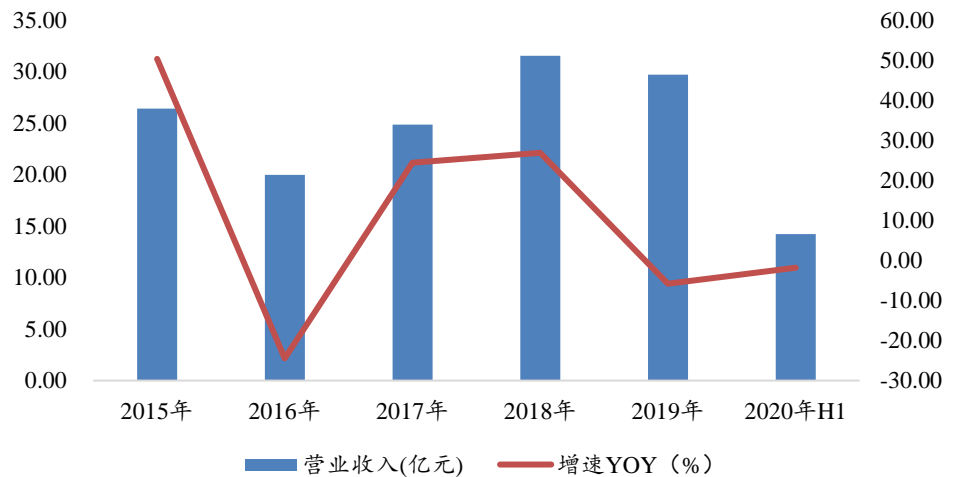
图表目录

图 1： 公司营收呈稳定增长趋势	3
图 2： Q2 公司归母净利润扭亏为盈	3
图 3： 公司毛利率略有下降	3
图 4： 公司并购整合使管理费用提升	4

1、海内外疫情影响严重，业绩逐渐恢复待爆发

公司营收从疫情中逐渐恢复过来。根据公司半年报，2020年上半年公司实现营业收入14.24亿元，同比下降1.78%，其中Q1受国内疫情影响同比下降17.5%，Q2国内市场稍微恢复，同比上升23.8%。公司海外销售占比较大，H1达66%，Q2海外市场持续受到非常严重的疫情影响，公司整体营收承压。

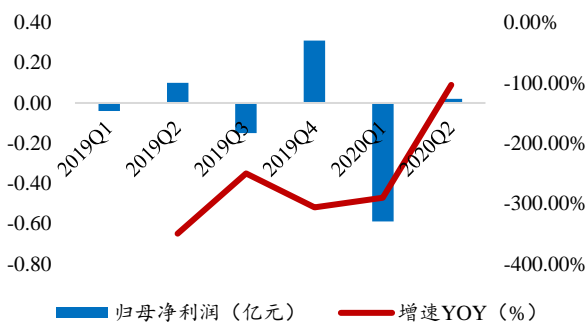
图1：公司营收呈稳定增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

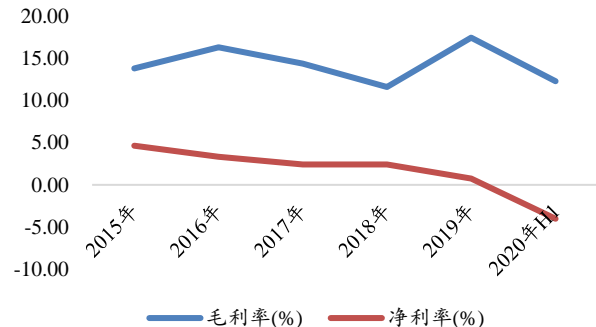
公司2020Q2归母净利润扭亏为盈。公司2020年Q2实现归母净利润0.02亿元，同比下降80%。报告期内国际国内销售之比为66%:34%，而2019年同期是74%:26%。国内销售毛利率普遍低于国外，国际销售占比降低影响公司整体毛利率，2020H1毛利率降为12.32%，受净利润影响，净利率降至-4.03%。净利润亏损原因主要为：收入端，上半年国外疫情未得到有效控制，海外订单下滑，销售收入增长不及预期，武汉和西安代工厂在2月和3月未能开工，上海生产基地光模块产能尚在爬坡阶段；成本端，受疫情影响，部分产品生产缺料以及物料成本上升，运输成本也上升，物料进口物流成本同比上升6.46%，产品出口物流费用平均每台同比上涨18.4%。部分产品为确保按时交付而临时性采取空运方式，进一步增加运费；Oclaro日本公司的期间费用在2019年4月18日之后才并表，而2020年1~4月同比新增该部分费用约2,500万元。

图2：Q2公司归母净利润扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

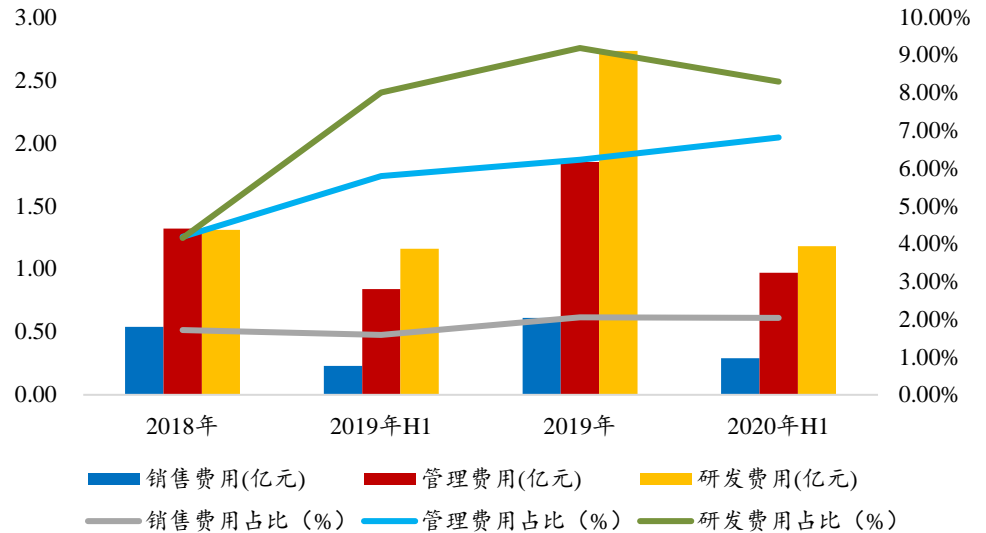
图3：公司毛利率略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

经营布局致三费水平提高。由于公司近年来进行规模扩张、加大市场推广力度等因素，使三费水平上升，2020H1 销售、管理、财务费用分别为 0.29、0.97、1.18 亿元，费用率分别为 2.04%、6.81%、8.29%，由于并购整合致管理费用提升，销售费用基本持平，预计随公司整合有序进行，管理费用率将下降。

图4：公司并购整合使管理费用提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、风险提示

疫情冲击致海外市场不确定性增加。公司业务海外布局较广，受疫情影响国外复工率较低，导致公司营收不确定性增加，若疫情未能有效控制或影响公司营收及利润水平。

并购整合进度未达预期风险。目前，公司收购的光模块资产仍处于整合期，在短期内，新增研发等运营费用及新增资产折旧、摊销将可能对公司的经营业绩产生较大影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1776	1697	2436	3480	5016
现金	184	290	193	280	406
应收票据及应收账款	843	703	1095	1708	2356
其他应收款	49	17	69	56	125
预付账款	34	43	57	88	122
存货	640	619	996	1323	1981
其他流动资产	27	25	26	26	26
非流动资产	968	1197	1326	1736	2385
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	462	594	673	918	1329
无形资产	341	471	525	674	890
其他非流动资产	165	132	128	143	166
资产总计	2744	2894	3762	5216	7400
流动负债	1572	1555	2375	3689	5582
短期借款	300	501	831	1627	2875
应付票据及应付账款	1195	905	1426	1921	2518
其他流动负债	77	148	119	140	188
非流动负债	45	157	100	117	115
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	157	100	117	115
负债合计	1617	1711	2475	3805	5696
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	129	169	252	252	252
资本公积	577	582	531	531	531
留存收益	441	440	495	604	833
归属母公司股东权益	1127	1183	1287	1411	1704
负债和股东权益	2744	2894	3762	5216	7400

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-167	159	2	74	119
净利润	77	22	78	151	318
折旧摊销	134	221	236	343	517
财务费用	-21	12	21	44	83
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-355	-68	-299	-440	-764
其他经营现金流	-2	-28	-33	-24	-34
投资活动现金流	-416	-336	-344	-726	-1131
资本支出	447	202	144	405	648
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	31	-133	-199	-321	-483
筹资活动现金流	189	269	14	93	35
短期借款	190	201	99	150	145
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	31	41	83	0	0
资本公积增加	-7	5	-51	0	0
其他筹资现金流	-25	23	-117	-57	-110
现金净增加额	-366	107	-327	-559	-977

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3156	2974	3866	5606	8128
营业成本	2789	2454	3147	4518	6437
营业税金及附加	4	4	5	7	10
营业费用	54	61	72	98	138
管理费用	132	185	233	331	471
研发费用	131	273	352	504	732
财务费用	-21	12	21	44	83
资产减值损失	26	-2	-4	-6	-8
其他收益	11	9	12	15	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	29	23	25	25	35
营业利润	81	20	78	149	318
营业外收入	0	2	2	4	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	81	22	80	153	323
所得税	4	-0	2	1	6
净利润	77	22	78	151	318
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	77	22	78	151	318
EBITDA	222	255	335	539	922
EPS(元)	0.30	0.09	0.31	0.60	1.26

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.9	-5.8	30.0	45.0	45.0
营业利润(%)	34.8	-75.1	284.3	91.4	113.4
归属于母公司净利润(%)	26.7	-71.7	256.6	94.9	110.3
获利能力					
毛利率(%)	11.6	17.5	18.6	19.4	20.8
净利率(%)	2.4	0.7	2.0	2.7	3.9
ROE(%)	6.8	1.8	6.2	11.0	19.0
ROIC(%)	5.7	1.8	4.5	6.3	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	58.9	59.1	65.8	73.0	77.0
净负债比率(%)	12.4	31.3	56.3	103.7	152.4
流动比率	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	4.7	3.8	4.3	4.0	4.0
应付账款周转率	2.5	2.3	2.7	2.7	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.09	0.31	0.60	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.66	0.63	0.01	0.29	0.47
每股净资产(最新摊薄)	4.47	4.69	4.98	5.47	6.63
估值比率					
P/E	82.1	290.0	81.3	41.7	19.8
P/B	5.6	5.3	5.0	4.6	3.8
EV/EBITDA	29.0	26.2	20.9	14.4	9.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn