

## 产品性能大幅提升，中标海内外多个项目

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2020 年前三季度实现营业收入为 42.5 亿元,同比增长了 9.1%, 归属于母公司股东的净利润为 3.9 亿元,同比增长了 46.4%。
- **公司恢复正常经营, 业绩企稳回升。** 公司一季度日常经营生产活动受疫情影响严重,但随着国内疫情形势逐渐好转,公司二季度起经营开始恢复,产能及订单得到大幅改善,三季度公司已经基本恢复正常生产经营。公司 Q3 实现营收 16.9 亿元,同比增长 19.5%,归属于母公司股东的净利润为 1.8 亿元,同比增长了 47.5%。利润端的增长主要是系公司中标多个 5G 光器件订单,产品结构不断优化,销售毛利率得到显著改善。
- **公司攻克技术难题, 产品性能大幅提升。** 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。公司前三季度坚持加大技术研发力度,在核心技术上取得了重大突破,使得光芯片的工艺能力得到了大幅提升。目前公司 25Gb 光芯片已实现稳定量产,产品合格率也在不断提高,这也为未来公司进一步扩大 5G 产品规模奠定了坚实的基础。
- **公司是光通信综合解决方案商, 已中标海内外多个集采项目。** 公司行业积累深厚,布局广泛,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。随着 5G 通信技术的快速发展,电信和数通领域的光器件都在向更高速率的平台进行切换,公司在本次光器件替换的热潮中获得了大量的订单。国内市场,公司相继中标多个运营商市场集采项目,以第一份额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,同时也中标多省移动、联通光纤倍增集采项目。国外市场中,公司已经全线突破北美知名数通设备商客户,拿下 25G、100G、400G 等多款主流产品样品订单,在欧洲片区客户单月订单及交付还创下了历史新高。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.75 元、0.88 元、1.03 元,未来三年归母净利润将达到 26%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,维持“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、新产品开发不及预期等。

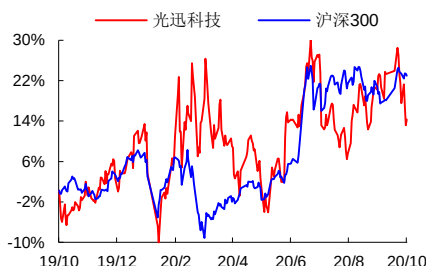
| 指标/年度         | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 5337.92 | 6076.49 | 7041.29 | 8022.50 |
| 增长率           | 8.30%   | 13.84%  | 15.88%  | 13.94%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 357.70  | 520.46  | 613.07  | 715.57  |
| 增长率           | 7.51%   | 45.50%  | 17.79%  | 16.72%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.51    | 0.75    | 0.88    | 1.03    |
| 净资产收益率 ROE    | 7.23%   | 10.92%  | 10.57%  | 11.18%  |
| PE            | 63      | 43      | 37      | 32      |
| PB            | 5.01    | 5.05    | 4.14    | 3.73    |

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  
 联系人: 叶泽佑  
 电话: 021-58351839  
 邮箱: yezy@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)      | 6.97        |
| 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)      | 226.08      |
| 总资产(亿元)      | 89.30       |
| 每股净资产(元)     | 7.01        |

### 相关研究

1. 光迅科技(002281): 业绩企稳回升, 竞争优势显著 (2020-08-26)

### 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，传输模块产品包括有光传输收发模块、光纤放大器和各类无源光器件。随着疫情后生产活动迅速恢复和产品技术的突破创新，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，为批量供应打下坚实基础。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，随着公司在海内外数通、电信市场上获得了大量订单，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

**附表：财务预测与估值**

| 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 | 6076.49 | 7041.29 | 8022.50 | 净利润               | 327.74  | 487.70  | 572.28  | 666.04  |
| 营业成本          | 4206.63 | 4678.90 | 5421.80 | 6097.10 | 折旧与摊销             | 178.19  | 113.94  | 113.94  | 113.94  |
| 营业税金及附加       | 28.49   | 54.69   | 63.37   | 64.18   | 财务费用              | -36.90  | 54.69   | 63.37   | 72.20   |
| 销售费用          | 155.37  | 364.59  | 436.56  | 513.44  | 资产减值损失            | -97.43  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 管理费用          | 117.60  | 364.59  | 422.48  | 505.42  | 经营营运资本变动          | -339.72 | -171.22 | -349.69 | -353.96 |
| 财务费用          | -36.90  | 54.69   | 63.37   | 72.20   | 其他                | 234.24  | -30.71  | -175.08 | 78.66   |
| 资产减值损失        | -97.43  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>经营活动现金流净额</b>  | 266.12  | 454.39  | 224.82  | 576.88  |
| 投资收益          | -1.96   | 0.00    | 28.00   | 0.00    | 资本支出              | 153.40  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                | -458.23 | 0.00    | 28.00   | 0.00    |
| 其他经营损益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>投资活动现金流净额</b>  | -304.82 | 0.00    | 28.00   | 0.00    |
| <b>营业利润</b>   | 359.68  | 559.04  | 661.72  | 770.16  | 短期借款              | -127.73 | -29.95  | 0.00    | 0.00    |
| 其他非经营损益       | 0.30    | 11.51   | 7.77    | 9.02    | 长期借款              | 12.12   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>利润总额</b>   | 359.98  | 570.54  | 669.49  | 779.18  | 股权融资              | 896.08  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 所得税           | 32.24   | 82.84   | 97.21   | 113.14  | 支付股利              | -115.10 | -71.54  | -104.09 | -122.61 |
| 净利润           | 327.74  | 487.70  | 572.28  | 666.04  | 其他                | 25.93   | -549.93 | 418.11  | -72.20  |
| 少数股东损益        | -29.96  | -32.76  | -40.79  | -49.53  | <b>筹资活动现金流净额</b>  | 691.30  | -651.42 | 314.02  | -194.82 |
| 归属母公司股东净利润    | 357.70  | 520.46  | 613.07  | 715.57  | <b>现金流量净额</b>     | 656.47  | -197.03 | 566.83  | 382.06  |
|               |         |         |         |         |                   |         |         |         |         |
| 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 | 1394.93 | 1961.76 | 2343.82 | <b>成长能力</b>       |         |         |         |         |
| 应收和预付款项       | 2448.39 | 2737.24 | 3191.29 | 3628.15 | 销售收入增长率           | 8.30%   | 13.84%  | 15.88%  | 13.94%  |
| 存货            | 1563.29 | 1789.69 | 2244.60 | 2445.76 | 营业利润增长率           | 13.46%  | 55.43%  | 18.37%  | 16.39%  |
| 其他流动资产        | 79.86   | 90.91   | 105.35  | 120.03  | 净利润增长率            | 5.81%   | 48.81%  | 17.34%  | 16.38%  |
| 长期股权投资        | 57.09   | 57.09   | 57.09   | 57.09   | EBITDA 增长率        | 15.46%  | 45.25%  | 15.30%  | 13.98%  |
| 投资性房地产        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>获利能力</b>       |         |         |         |         |
| 固定资产和在建工程     | 1088.18 | 1000.96 | 913.75  | 826.53  | 毛利率               | 21.19%  | 23.00%  | 23.00%  | 24.00%  |
| 无形资产和开发支出     | 254.20  | 230.04  | 205.87  | 181.71  | 三费率               | 4.42%   | 12.90%  | 13.10%  | 13.60%  |
| 其他非流动资产       | 149.53  | 146.98  | 144.42  | 141.87  | 净利率               | 6.14%   | 8.03%   | 8.13%   | 8.30%   |
| <b>资产总计</b>   | 7232.51 | 7447.85 | 8824.13 | 9744.97 | ROE               | 7.23%   | 10.92%  | 10.57%  | 11.18%  |
| 短期借款          | 29.95   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROA               | 4.53%   | 6.55%   | 6.49%   | 6.83%   |
| 应付和预收款项       | 2092.31 | 2385.81 | 2763.86 | 3097.12 | ROIC              | 9.05%   | 14.94%  | 16.17%  | 17.12%  |
| 长期借款          | 93.48   | 93.48   | 93.48   | 93.48   | EBITDA/销售收入       | 9.39%   | 11.98%  | 11.92%  | 11.92%  |
| 其他负债          | 484.02  | 503.12  | 551.69  | 595.84  | <b>营运能力</b>       |         |         |         |         |
| <b>负债合计</b>   | 2699.76 | 2982.41 | 3409.03 | 3786.44 | 总资产周转率            | 0.80    | 0.83    | 0.87    | 0.86    |
| 股本            | 676.40  | 697.35  | 697.35  | 697.35  | 固定资产周转率           | 5.11    | 6.08    | 7.72    | 9.73    |
| 资本公积          | 2188.16 | 2512.35 | 2512.35 | 2512.35 | 应收账款周转率           | 3.05    | 3.05    | 3.10    | 3.07    |
| 留存收益          | 1832.59 | 2281.51 | 2790.48 | 3383.44 | 存货周转率             | 2.55    | 2.54    | 2.59    | 2.55    |
| 归属母公司股东权益     | 4509.80 | 4475.25 | 5465.71 | 6058.66 | 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   | -9.81   | -50.60  | -100.14 | <b>资本结构</b>       |         |         |         |         |
| <b>股东权益合计</b> | 4532.75 | 4465.43 | 5415.10 | 5958.53 | 资产负债率             | 37.33%  | 40.04%  | 38.63%  | 38.86%  |
| 负债和股东权益合计     | 7232.51 | 7447.85 | 8824.13 | 9744.97 | 带息债务/总负债          | 4.57%   | 3.13%   | 2.74%   | 2.47%   |
|               |         |         |         |         | 流动比率              | 2.36    | 2.23    | 2.41    | 2.44    |
|               |         |         |         |         | 速动比率              | 1.71    | 1.57    | 1.69    | 1.74    |
|               |         |         |         |         | 股利支付率             | 32.18%  | 13.75%  | 16.98%  | 17.14%  |
|               |         |         |         |         | <b>每股指标</b>       |         |         |         |         |
|               |         |         |         |         | 每股收益              | 0.51    | 0.75    | 0.88    | 1.03    |
|               |         |         |         |         | 每股净资产             | 6.47    | 6.42    | 7.84    | 8.69    |
|               |         |         |         |         | 每股经营现金            | 0.38    | 0.65    | 0.32    | 0.83    |
|               |         |         |         |         | 每股股利              | 0.17    | 0.10    | 0.15    | 0.18    |
|               |         |         |         |         |                   |         |         |         |         |
| 业绩和估值指标       | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |                   |         |         |         |         |
| EBITDA        | 500.97  | 727.66  | 839.02  | 956.30  |                   |         |         |         |         |
| PE            | 63.20   | 43.44   | 36.88   | 31.59   |                   |         |         |         |         |
| PB            | 5.01    | 5.05    | 4.14    | 3.73    |                   |         |         |         |         |
| PS            | 4.24    | 3.72    | 3.21    | 2.82    |                   |         |         |         |         |
| EV/EBITDA     | 40.62   | 28.18   | 23.76   | 20.45   |                   |         |         |         |         |
| 股息率           | 0.51%   | 0.32%   | 0.46%   | 0.54%   |                   |         |         |         |         |

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悉范围内，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      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@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      |
|    | 林芷璇 | 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 | tl@swsc.com.cn       |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |