

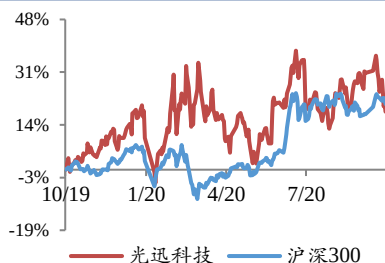
多产品线抵御 5G 出货周期性，龙头地位不改

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-10-26

收盘价（元）	31.64
近 12 个月最高/最低（元）	37.05/25.67
总股本（百万股）	697
流通股本（百万股）	657
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	221
流通市值（亿元）	208

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：张天

执业证书号：S0010120070060

电话：

邮箱：zhangtian@hazq.com

相关报告

- 1.20200826 光迅科技：中报表现超预期，综合实力助力盈利能力再提升
- 2.20200820 光通信“芯征程”打造垂直一体化长期优势 2020-09-17

主要观点：

● 事件：公司发布 2020 年三季报。

前三季度公司实现营收 42.5 亿元，同比增长 9.1%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 46.4%，扣非归母净利润 3.6 亿元，同比增长 52.2%。

● 业绩总体符合预期，全年业绩指引乐观。

根据工信部发布，截至 9 月底，我国已开通 5G 基站 69 万个，前三季度通信固定资产投资同比增长 16.5%，全年 5G 建站目标已提前完成。2019 年，公司位于全球光器件&光模块市场综合份额第三，是国内 5G 建设的主力供应商，在华为招标、运营商直采中保持领先的份额，前传、无源波分、半有源波分、子系统等系列产品具有优势。三季度，公司净经营现金流同比增长 105%，订单回款加速。

目前，公司在手订单充足，预计全年有望实现净利 4.6-6.1 亿元，同比增长 30%-70%。三季度末，公司合同负债为 2.2 亿元，存货为 22.51 亿元（同比增长 43%，主要系原材料备货），预付款项 0.8 亿元（同比增长 302%，主要系预付材料款），反映出旺盛的下游需求。

● 5G 出货节奏有所放缓，不改公司成长能力。

三季度公司实现营收 16.9 亿元，环比下滑 7.1%，我们认为主要是二季度订单积压的因素以及三季度 5G 基站出货节奏的放缓。国内市场方面，根据国家统计局披露，9 月份我国移动通信基站设备产量同比下滑 39.1%；外部因素方面，华为中兴在海外发达国家的份额被动收缩。

但另一方面，公司的全产品线布局能够有效抵御 5G 投资的周期性。展望明年，我们认为 SA 规模商用后运营商将加大对 5G 光传输设备的采购力度，而 DCI 相干光模块的需求也有望受益于云网融合的趋势。公司在高端高速产品市场位于国内第一梯队，有望长期受益于国产替代。此外，公司在年初成功导入北美云计算客户，400G 数通产品具有较大的市场空间。

● Q3 毛利率下滑，定制化新品和成熟产品良率提升保持成本竞争力。

单季度来看，公司 Q3 毛利率 22.6%，环比下滑 3.3pct，我们认为一方面由于二季度产能满载规模效应显著，一方面由于年中大客户集采价格的下行以及低毛利的产品占比提升等。展望明年来看，定制化新品的导入（MWDM 半有源系列、100G LR4 回传、50G PAM4 中传等）以及成熟产品工艺良率的进一步提升、芯片自给率的增加等有望令公司的盈利能力保持稳定。

● 三费基本保持稳定，高研发投入奠定技术竞争力

前三季度公司管理费用率、销售费用率、财务费用率、研发费用率分别同比-0.1pct、-0.1pct、+0.6pct、+0.7pct，期间费用率总体保持稳定，财务费用增加主要由于人民币升值带来的汇兑损失。研发费用方面，公司投入始终位于光模块行业第一梯队，面向未来的 800G 数通模块、400G 相干模块、50G EPON OLT 模块、超大带宽 DWDM 传输系统光层器件等研发

顺利，有望抢占市场先机。光芯片方面，公司目前已实现 10G 系列基本全面自给，25G 系列开发全覆盖，合格率稳步提升，长期来看对成本控制力形成有力支撑。

● 投资建议

考虑到 Q4 5G 基站出货节奏可能继续放缓，我们将公司收入预测由 60.1/68.8/74.3 亿元调整为 59.8/67.4/72.1 亿元，净利润预测由 5.3/6.7/7.7 亿元调整为 5.0/6.3/7.4 亿元。当前股价对应市盈率分别为 43.8/34.8/29.9，维持“买入”评级。

● 风险提示

运营商 5G 投资不及预期、行业竞争格局恶化、中美科技贸易摩擦恶化、光芯片研发认证不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5338	5978	6739	7208
收入同比 (%)	8.3%	12.0%	12.7%	7.0%
归属母公司净利润	358	504	634	737
净利润同比 (%)	7.5%	40.8%	25.9%	16.2%
毛利率 (%)	21.2%	23.0%	24.3%	25.3%
ROE (%)	7.9%	10.4%	12.0%	12.6%
每股收益 (元)	0.51	0.72	0.91	1.06
P/E	58.06	43.80	34.79	29.94
P/B	4.60	4.55	4.16	3.77
EV/EBITDA	32.88	28.16	22.04	18.66

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	5684	6443	7073	7859	营业收入	5338	5978	6739	7208
现金	1592	1989	2469	3019	营业成本	4207	4603	5104	5387
应收账款	1888	1965	2031	2074	营业税金及附加	28	24	27	29
其他应收款	49	56	55	59	销售费用	155	161	195	209
预付账款	20	37	26	27	管理费用	118	126	148	159
存货	1563	1766	1790	1933	财务费用	-37	-11	6	6
其他流动资产	571	631	703	747	资产减值损失	-97	-51	-38	-40
非流动资产	1549	1570	1558	1498	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	57	53	53	53	投资净收益	-2	-6	-5	-6
固定资产	1042	1061	1012	927	营业利润	360	527	690	810
无形资产	166	164	158	149	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	284	293	336	370	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	7233	8013	8632	9357	利润总额	360	528	691	811
流动负债	2409	2895	3071	3257	所得税	32	53	69	81
短期借款	30	200	200	200	净利润	328	475	622	730
应付账款	1167	1387	1477	1591	少数股东损益	-30	-29	-12	-7
其他流动负债	1212	1307	1394	1466	归属母公司净利润	358	504	634	737
非流动负债	291	276	276	276	EBITDA	568	700	872	1001
长期借款	93	78	78	78	EPS (元)	0.51	0.72	0.91	1.06
其他非流动负债	197	197	197	197	主要财务比率				
负债合计	2700	3170	3347	3533	会计年度	2019	2020	2021	2022
少数股东权益	23	-6	-18	-25	成长能力				
股本	676	676	676	676	营业收入	8.3%	12.0%	12.7%	7.0%
资本公积	2188	2188	2188	2188	营业利润	13.5%	46.7%	30.9%	17.4%
留存收益	1645	1984	2438	2985	归属于母公司净利	7.5%	40.8%	25.9%	16.2%
归属母公司股东权	4510	4848	5303	5850	获利能力				
负债和股东权益	7233	8013	8632	9357	毛利率 (%)	21.2%	23.0%	24.3%	25.3%
现金流量表					净利率 (%)	6.7%	8.4%	9.4%	10.2%
单位:百万元					ROE (%)	7.9%	10.4%	12.0%	12.6%
会计年度	2019	2020	2021	2022	ROIC (%)	7.6%	9.3%	11.2%	11.9%
经营活动现金流	266	610	845	887	偿债能力				
净利润	358	504	634	737	资产负债率 (%)	37.3%	39.6%	38.8%	37.8%
折旧摊销	178	168	180	189	净负债比率 (%)	59.6%	65.5%	63.3%	60.7%
财务费用	-25	9	12	12	流动比率	2.36	2.23	2.30	2.41
投资损失	2	6	5	6	速动比率	1.70	1.60	1.71	1.81
营运资金变动	-302	-98	-12	-90	营运能力				
其他经营现金流	714	624	671	859	总资产周转率	0.74	0.75	0.78	0.77
投资活动现金流	-305	-195	-172	-135	应收账款周转率	2.83	3.04	3.32	3.48
资本支出	-315	-197	-170	-130	应付账款周转率	3.60	3.32	3.46	3.39
长期投资	0	5	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	10	-3	-3	-5	每股收益	0.51	0.72	0.91	1.06
筹资活动现金流	691	-19	-192	-202	每股经营现金流	0.38	0.88	1.21	1.27
短期借款	-128	170	0	0	每股净资产	6.47	6.95	7.60	8.39
长期借款	12	-15	0	0	估值比率				
普通股增加	30	0	0	0	P/E	58.06	43.80	34.79	29.94
资本公积增加	866	0	0	0	P/B	4.60	4.55	4.16	3.77
其他筹资现金流	-89	-174	-192	-202	EV/EBITDA	32.88	28.16	22.04	18.66
现金净增加额	656	397	481	550					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

联系人：张天，东华大学硕士，通信工程与技术经济复合背景，1 年股权投资、2 年通信行业研究经验，主要覆盖光通信、IDC、主设备等

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。