

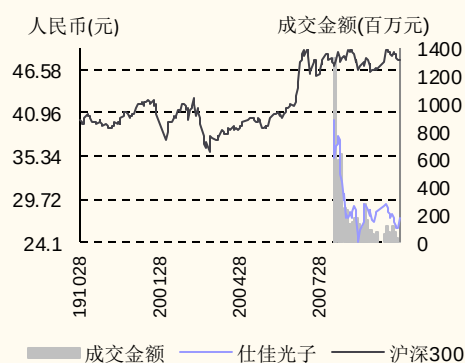
仕佳光子 (688313.SH) 买入 (上调评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 27.21 元

目标价格 (人民币): 40.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.59
已上市流通 A 股(亿股)	.42
总市值(亿元)	124.84
年内股价最高最低(元)	29.22/25.90
沪深 300 指数	4699
上证指数	3254


相关报告

1. 《芯领未来，砥砺前行-国金通信-仕佳光子首次覆盖》，2020.8.18

陈蓉芳 联系人
chenrongfang@gjzq.com.cn

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

光通信器件放量，驱动营利双增
公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	518	546	698	985	1,313
营业收入增长率	8.16%	5.49%	27.78%	41.09%	33.31%
归母净利润(百万元)	-12	-2	48	114	182
归母净利润增长率	-43.12%	-86.77%	N/A	136.41%	60.13%
摊薄每股收益(元)	-0.054	-0.004	0.105	0.248	0.397
每股经营性现金流净额	0.03	0.13	0.19	0.19	0.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	-1.86%	-0.24%	4.20%	9.37%	13.77%
P/E	0.00	0.00	259.60	109.81	68.58
P/B	0.00	0.00	10.90	10.29	9.44

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020年10月28日，公司发布3季报，实现营业收入5.00亿元，同比增长27.32%；实现归母净利润0.36亿元，较上年末同比增长893%；扣非归母净利润0.23亿元，较上年末同比增长259%，总体符合预期。

经营分析

- **毛利率大幅提升，公司业绩转亏为盈。**受益于数据中心 AWG 器件、数据中心用连接器等新产品放量，公司前三季度营收同比增长 27.32%，毛利率为 27.9%，符合市场预期。分季度看，单 3 季度公司实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 27.4%；毛利率为 30.24%，相较于 H2 提升 3.6%。预计随着高毛利的光器件营收占比增加，公司毛利率有进一步提升空间。报告期内，公司实现归母净利润 0.36 亿元，相较于上年末的-0.15 亿元，业绩转亏为盈。
- **产品导入和大客户渗透，公司业绩步入快速上升通道。**公司先确立 PLC 单一芯片的龙头地位，再向 AWG 和 DFB 芯片拓展，市场空间从十亿级向百亿级跃迁。目前公司 AWG 芯片已有英特尔、索尔思、AOI、中兴通讯等大客户，DFB 芯片已进入送样和小批量销售阶段。我们认为随着高毛利的 AWG 和 DFB 芯片稳定量产，深入到大客户产业链，未来 1-2 年公司都处于营利双增的快速上升期。
- **新旧业务更替，未来展望芯片为王。**公司双业务中：1) 光缆行业需求不足，倒逼上游厂商低价竞争；2) 芯片业务突破可均衡公司业务风险。我们预计 2019-2022 年，芯片营收占比 40%到 70%，毛利占比 60%到 90%，国产光芯片厂商底色更纯正，应给予公司高估值。

盈利调整和投资建议

- 由于新产品导入顺利，我们调整公司盈利预测，预计公司 20-22 年归母净利润 0.48(+78%)/1.14(+34%)/1.82(+30%) 亿元，对应 PE260/109.81/68.58 倍。对于光芯片成长型企业，我们采用 PS 估值法，给予 21 年 18 倍 PS，目标价 40 元。公司股价褪去新股溢价光环，上调为“买入”评级。

风险提示

- 研发团队稳定性；产品研发进程缓慢；产品销售不及预期；大客户依赖度高；国际贸易摩擦风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	479	518	546	698	985	1,313
增长率		8.2%	5.5%	27.8%	41.1%	33.3%
主营业务成本	-377	-405	-411	-494	-653	-842
%销售收入	78.6%	78.2%	75.2%	70.8%	66.3%	64.1%
毛利	102	113	136	204	332	471
%销售收入	21.4%	21.8%	24.8%	29.2%	33.7%	35.9%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-7	-10	-13
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-25	-27	-27	-28	-39	-50
%销售收入	5.3%	5.3%	4.9%	4.0%	4.0%	3.8%
管理费用	-40	-43	-57	-59	-81	-105
%销售收入	8.3%	8.3%	10.4%	8.5%	8.2%	8.0%
研发费用	-49	-49	-60	-63	-87	-112
%销售收入	10.1%	9.4%	10.9%	9.1%	8.8%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	-16	-11	-13	46	115	191
%销售收入	n.a	n.a	n.a	6.7%	11.7%	14.6%
财务费用	-7	-6	-4	5	7	7
%销售收入	1.5%	1.2%	0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.6%
资产减值损失	11	8	4	-2	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	6	4	4	4	4
%税前利润	-37.1%	-53.4%	132.4%	7.5%	3.2%	2.0%
营业利润	-22	-10	3	53	126	202
营业利润率	n.a	n.a	0.6%	7.7%	12.8%	15.4%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	-22	-11	3	53	126	202
利润率	n.a	n.a	0.5%	7.7%	12.8%	15.4%
所得税	0	2	-2	-5	-13	-20
所得税率	n.a	n.a	72.2%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	-21	-9	1	48	114	182
少数股东损益	0	3	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	-21	-12	-2	48	114	182
净利率	n.a	n.a	n.a	6.9%	11.5%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-21	-9	1	48	114	182
少数股东损益	0	3	2	0	0	0
非现金支出	16	26	38	43	47	53
非经营收益	-4	-3	1	97	6	6
营运资金变动	-9	-7	15	-102	-79	-95
经营活动现金净流	-19	7	55	85	88	146
资本开支	-96	-46	-55	-66	-63	-63
投资	59	83	30	-100	0	0
其他	10	6	4	4	4	4
投资活动现金净流	-27	43	-21	-162	-59	-59
股权募资	0	35	21	450	0	0
债权募资	43	20	-142	-82	10	0
其他	-39	-16	-5	-19	-45	-73
筹资活动现金净流	4	38	-125	349	-35	-73
现金净流量	-42	87	-91	272	-7	14

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	59	167	89	361	355	369
应收款项	244	297	246	299	398	500
存货	86	110	127	148	178	230
其他流动资产	238	118	88	196	198	200
流动资产	627	692	550	1,005	1,129	1,298
%总资产	60.8%	61.6%	55.4%	68.7%	70.5%	72.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	357	361	373	404	418	428
%总资产	34.7%	32.1%	37.6%	27.6%	26.1%	24.0%
无形资产	40	52	52	54	55	57
非流动资产	404	432	443	457	473	484
%总资产	39.2%	38.4%	44.6%	31.3%	29.5%	27.2%
资产总计	1,031	1,124	993	1,462	1,602	1,783
短期借款	48	8	0	0	0	0
应付款项	97	138	107	143	187	239
其他流动负债	74	83	83	28	36	45
流动负债	219	229	190	172	224	285
长期贷款	78	135	0	0	0	0
其他长期负债	95	95	111	120	140	150
负债	392	458	302	292	364	435
普通股股东权益	619	642	666	1,145	1,213	1,322
其中：股本	218	223	413	459	459	459
未分配利润	15	3	2	31	99	209
少数股东权益	21	24	25	25	25	25
负债股东权益合计	1,031	1,124	993	1,462	1,602	1,783

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	-0.097	-0.054	-0.004	0.105	0.248	0.397
每股净资产	2.840	2.884	1.614	2.496	2.644	2.882
每股经营现金净流	-0.085	0.030	0.133	0.186	0.192	0.318
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.042	0.099	0.159
回报率						
净资产收益率	-3.40%	-1.86%	-0.24%	4.20%	9.37%	13.77%
总资产收益率	-2.04%	-1.06%	-0.16%	3.29%	7.09%	10.21%
投入资本收益率	-2.10%	-1.16%	-0.52%	3.32%	7.76%	11.81%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	8.16%	5.49%	27.78%	41.09%	33.31%
EBIT增长率	N/A	-31.92%	16.95%	-455.9%	148.21%	65.87%
净利润增长率	N/A	-43.12%	-86.77%	N/A	136.41%	60.13%
总资产增长率	N/A	9.03%	-11.64%	47.18%	9.60%	11.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.2	123.4	116.2	100.0	95.0	90.0
存货周转天数	41.7	88.4	105.3	110.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	44.1	86.1	87.4	86.0	85.0	84.0
固定资产周转天数	199.7	254.7	246.7	203.6	146.0	109.4
偿债能力						
净负债/股东权益	10.43%	-3.62%	-24.58%	-37.83%	-35.22%	-33.41%
EBIT利息保障倍数	-2.3	-1.8	-3.1	-10.0	-15.6	-25.6
资产负债率	37.98%	40.78%	30.36%	19.95%	22.70%	24.39%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-18	增持		40.00~40.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

人民币(元)	历史推荐与股价	成交量
12.44	-----	1
11.78	-----	1
11.12	-----	1
10.46	-----	1
9.80	-----	0
9.14	-----	0
8.48	-----	0

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH