

业绩稳健增长，研发持续高投入

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年度业绩预增公告，预计 2020 年全年归属于母公司股东的净利润为 4.7 亿元-5.3 亿元，同比增长了 121%-149%，扣非净利润为 4.4 亿元-5 亿元，同比增长了 115.4%-145%。
- **5G 持续建设助力公司成长，高端光模块出货量持续增长。**公司预计 2020 年全年归属于母公司股东的净利润为 4.7 亿元-5.3 亿元，同比增长了 121%-149%。利润端的快速增长主要是因为 5G 通信网络的基础设施建设的加速进行和下游 IDC 厂商的投资扩容。公司乘着 5G 网络加速建设与 IDC 市场快速发展的浪潮，持续加快高速率光模块、5G 相关光模块的研发进程，并积极与全球主流的通信设备商和 IDC 厂商建立稳定的合作关系。公司多个高端光模块产品已经通过下游大客户认证并已实现批量出货，预计 2021 年仍将保持快速增长态势。公司作为光模块行业龙头企业，前三季度毛利率达到 38%，处于行业领先地位。
- **研发投入持续加大，助力公司提升光模块市场份额。**2020 年公司进一步建立长期的人才激励机制，拓宽人才引进渠道。2020 年上半年公司研发投入共计 0.4 亿元，同比上涨 24.3%。公司是国内少数批量交付 100G 光模块、400G 光模块、掌握高速率光器件芯片封装和光器件封装的企业，在高研发投入的助推下，公司高速率光模块、5G 相关光模块、光器件相关研发项目均已取得多项进展。目前公司不同型号光模块产品超过 3000 种，涵盖了多种标准的通信网络接口、传输速率、光波波长等技术指标，广泛应用于数据中心、电信通讯、数据宽带、安防监控、智能电网等领域，具有较强的竞争优势。
- **产能竞争优势明显，市场份额有望继续攀升。**目前公司面向上游同核心供应商博通等进行深度合作，面向下游供货亚马逊等头部云计算客户，回款周期稳定。一方面，公司继续保持上下游产业链核心资源和云大厂客户管理和拓展，另一方面，随着全球范围内 5G 网络建设的大规模铺开和数据中心的新建与升级，高速率光模块的市场前景广阔。全球市场背景下，客户区域的全球化分布和客户行业的多元化布局为公司未来的发展和产能的消化提供了可靠保障。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.36 元、1.86 元、2.59 元，未来三年归母净利润将达到 64% 的复合增长率。考虑到 2021 年公司 5G 订单逐渐落地，400G 光模块出货持续增加，行业景气度上行叠加 5G 建设催化公司业务快速增长，给予公司 2021 年 40 倍 PE，目标价 74.4 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、大客户拓展不及预期、中美关系紧张、汇兑损益等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1164.87	2033.63	2913.87	4054.23
增长率	53.28%	74.58%	43.28%	39.14%
归属母公司净利润(百万元)	212.86	493.17	673.47	939.73
增长率	568.68%	131.69%	36.56%	39.53%
每股收益 EPS(元)	0.59	1.36	1.86	2.59
净资产收益率 ROE	16.03%	38.00%	28.61%	29.75%
PE	90	39	28	20
PB	14.45	14.79	8.15	6.07

数据来源: Wind, 西南证券

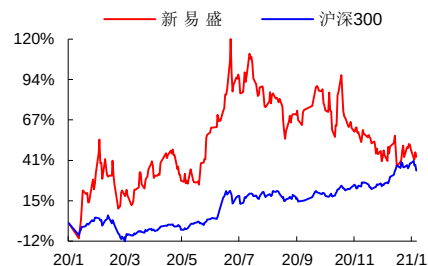
西南证券研究发展中心

分析师: 汪敏
 执业证号: S1250520120001
 电话: 021-58351932
 邮箱: wmin@swsc.com.cn

分析师: 高宇洋
 执业证号: S1250520110001
 电话: 021-58351932
 邮箱: gyy@swsc.com.cn

联系人: 叶泽佑
 电话: 021-58351932
 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)	3.62
流通 A 股(亿股)	2.42
52 周内股价区间(元)	46.29-81.42
总市值(亿元)	191.90
总资产(亿元)	24.51
每股净资产(元)	4.97

相关研究

1. 新易盛(300502): 经营质量优异, 业绩向上动力强劲 (2020-08-04)

盈利预测

关键假设:

假设 1: 随着 5G 建设的全面铺开以及 IDC 市场的快速发展, 北美 IDC 厂商将大规模升级网络传输速率, 400G 光模块业务的需求量将会出现大幅增长, 公司点对点光模块产品价格有望提高, 充分享受价格红利, 毛利率上升, 假设 2020-2022 年点对点光模块订单量增速分别为 80%、45%、40%;

假设 2: 公司 PON 光模块业务为公司贡献毛利不多, 且并非公司主营业务, 但是随着 5G 建设的加快和 IDC 网络传输的升级, 作为接入网光模块的 PON 光模块也将受益, 获得大量订单, 2019 年该业务营收因公司战略重心向点对点光模块迁移而下降迅速, 未来预计该业务比重将逐渐下降, 假设 2020-2022 年 PON 光模块业务订单量增速为-20%、-25%、-25%;

假设 3: 公司组件业务并非主营业务, 随着公司在行业里逐渐形成规模效应, 未来业务降幅有望收窄。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
点对点光模块	收入	1100.7	1981.2	2872.8	4021.9
	增速	73.6%	80.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	36.3%	38%	38%	38%
PON 光模块	收入	43.1	34.5	25.9	19.4
	增速	-49.4%	-20.0%	-25.0%	-25.0%
	毛利率	1.77%	2%	2%	2%
组件	收入	21.1	17.9	15.2	13.0
	增速	-48.5%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
	毛利率	25%	25%	25%	25%
合计	收入	1164.9	2033.6	2913.9	4054.2
	增速	53.3%	74.6%	43.3%	39.1%
	毛利率	34.7%	38.0%	38.0%	38.0%

数据来源: Wind, 西南证券

相对估值与投资建议

我们选取光通信模块行业中的三家可比公司, 2021 年三家公司预测的平均估值为 30 倍, 考虑到 5G 建设的加快和 IDC 升级将会给光模块带来大量的订单量, 行业平均估值水平有望在 2021 年得到提升。公司作为光模块行业龙头企业, 产品技术行业领先, 新产品已经率先得到下游大客户认证并逐渐开始出货, 预计公司光模块订单量 2021 年将迎来大幅增长, 我们认为公司估值将高于行业平均水平。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300308.SZ	中际旭创	51.37	0.72	1.20	1.62	2.60	72.49	42.68	31.68	24.98
002281.SH	光迅科技	27.10	0.53	0.73	0.89	1.07	56.37	36.93	30.29	25.45
300548.SZ	博创科技	33.84	0.09	0.61	1.17	1.78	744.74	55.52	28.95	18.98
平均值							291.20	45.04	30.30	23.17

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.36 元、1.86 元、2.59 元，未来三年归母净利润将保持 64% 的复合增长率。考虑到 2021 年公司 5G 订单逐渐落地，400G 光模块出货持续增加，行业景气度上行叠加 5G 建设催化公司业务快速增长，给予公司 2021 年 40 倍 PE，目标价 74.4 元，上调至“买入”评级。

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	1164.87	2033.63	2913.87	4054.23	净利润	212.86	493.17	673.47	939.73
营业成本	760.44	1362.53	1981.43	2756.88	折旧与摊销	34.85	24.96	24.96	24.96
营业税金及附加	6.15	13.82	18.33	26.19	财务费用	-5.53	0.40	2.13	-1.04
销售费用	25.77	44.74	64.11	89.19	资产减值损失	-22.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	33.67	44.74	64.11	89.19	经营营运资本变动	-97.26	-154.24	-341.15	-431.01
财务费用	-5.53	0.40	2.13	-1.04	其他	-12.71	-16.04	-58.10	26.62
资产减值损失	-22.73	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	109.48	348.25	301.32	559.26
投资收益	1.98	5.00	2.56	2.99	资本支出	187.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-232.77	5.00	2.56	2.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-45.38	5.00	2.56	2.99
营业利润	241.74	572.39	786.32	1096.81	短期借款	0.00	120.53	-120.53	0.00
其他非经营损益	2.21	4.55	1.55	2.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	243.95	576.94	787.87	1099.36	股权融资	-14.75	0.00	0.00	0.00
所得税	31.09	83.77	114.40	159.63	支付股利	-28.59	-42.57	-98.63	-134.69
净利润	212.86	493.17	673.47	939.73	其他	-8.44	-481.25	479.35	1.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-51.78	-403.29	260.18	-133.66
归属母公司股东净利润	212.86	493.17	673.47	939.73	现金流量净额	16.14	-50.04	564.06	428.59
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	253.40	203.36	767.43	1196.02	成长能力				
应收和预付款项	317.67	542.63	783.78	1087.47	销售收入增长率	53.28%	74.58%	43.28%	39.14%
存货	352.14	696.28	1094.22	1493.63	营业利润增长率	591.39%	136.78%	37.37%	39.49%
其他流动资产	247.81	39.09	47.36	58.06	净利润增长率	568.68%	131.69%	36.56%	39.53%
长期股权投资	42.65	42.65	42.65	42.65	EBITDA 增长率	245.32%	120.52%	36.08%	37.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	368.70	344.79	320.88	296.97	毛利率	34.72%	33.00%	32.00%	32.00%
无形资产和开发支出	7.22	6.17	5.12	4.08	三费率	4.63%	4.42%	4.47%	4.37%
其他非流动资产	75.59	75.59	75.59	75.59	净利率	18.27%	24.25%	23.11%	23.18%
资产总计	1665.18	1950.57	3137.03	4254.47	ROE	16.03%	38.00%	28.61%	29.75%
短期借款	0.00	120.53	0.00	0.00	ROA	12.78%	25.28%	21.47%	22.09%
应付和预收款项	304.50	482.65	715.90	1006.48	ROIC	21.38%	41.98%	44.64%	47.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.27%	29.39%	27.92%	27.64%
其他负债	32.69	49.64	67.06	88.88	营运能力				
负债合计	337.19	652.82	782.96	1095.36	总资产周转率	0.77	1.12	1.15	1.10
股本	236.46	362.20	362.20	362.20	固定资产周转率	3.62	6.28	9.71	14.68
资本公积	378.91	301.04	301.04	301.04	应收账款周转率	4.65	4.82	4.48	4.42
留存收益	732.87	1183.47	1758.31	2563.34	存货周转率	1.99	2.32	2.14	2.10
归属母公司股东权益	1327.99	1297.75	2354.07	3159.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1327.99	1297.75	2354.07	3159.11	资产负债率	20.25%	33.47%	24.96%	25.75%
负债和股东权益合计	1665.18	1950.57	3137.03	4254.47	带息债务/总负债	0.00%	18.46%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.59	2.31	3.49	3.54
					速动比率	2.51	1.22	2.07	2.16
					股利支付率	13.43%	8.63%	14.65%	14.33%
					每股指标				
					每股收益	0.59	1.36	1.86	2.59
					每股净资产	3.67	3.58	6.50	8.72
					每股经营现金	0.30	0.96	0.83	1.54
					每股股利	0.08	0.12	0.27	0.37
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	271.06	597.75	813.41	1120.73					
PE	90.15	38.91	28.49	20.42					
PB	14.45	14.79	8.15	6.07					
PS	16.47	9.44	6.59	4.73					
EV/EBITDA	44.93	20.66	14.34	10.03					
股息率	0.15%	0.22%	0.51%	0.70%					

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
	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	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	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
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	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn