

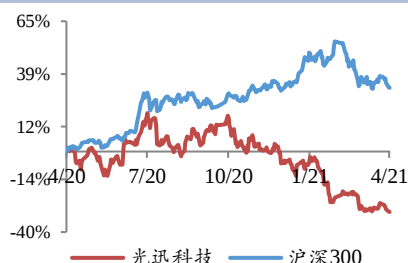
Q1 业绩预告环比改善，产品结构持续优化提升盈利能力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-14

收盘价（元）	21.66
近 12 个月最高/最低（元）	36.87/21.53
总股本（百万股）	698
流通股本（百万股）	663
流通股比例（%）	95.06
总市值（亿元）	151
流通市值（亿元）	144

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

相关报告

1. 多产品线抵御 5G 出货周期性，龙头地位不改 2020-10-26
2. 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 2020-09-17
3. 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 业绩快报及 2021 一季度业绩预告。

公司 2020 年实现收入 60.5 亿元，同比增长 13.3%，实现归母净利润 4.8 亿元，同比增长 34.7%，位于业绩预告的下区间，基本符合预期。同时公司预计 2021 一季度实现净利润 1.2 亿-1.5 亿元，同比大幅扭亏。

● 2020 四季度净利润环比有所下滑，全年业绩符合预期。

单季度来看，公司去年四季度实现收入 17.9 亿元，归母净利润 0.9 亿元，分别环比+5.7%、-48%。一方面，受电信联通共建共享和四季度基站建设明显放缓影响，前传模块、前传波分、中回传模块等拉货减少，产业链相关公司业绩均出现不同程度环比下滑。另一方面，参考公司历史数据，四季度计提存货跌价准备、财务费用增加以及少数股东亏损减少等也会对单季净利润产生一定不利影响。全年来看，受益于 5G 新品弹性释放及综合毛利率提升因素，公司净利润达到历史最高水平，收入增速和利润增速分别达到近 4 年、近 5 年最高水平。

● 多产品线抵御 5G 投资周期影响，Q1 业绩表现不俗。

经过近十年的扩充和打磨，公司形成了无源器件、无线承载网光模块、WDM 光模块、数通光模块、光放大器、子系统等丰富产品品类，2020 年在全球光器件/光模块行业综合份额第四，有效平滑了各细分行业景气周期对公司业绩的波动影响。其中，前传光模块方面，我们预计今年四大运营商 5G 新建基站 80 万站，带来 770 万支前传模块需求，但考虑到 ASP 的下降，市场规模或有所下降。承载网方面，受益于 5G 承载网建设、政企专线扩容以及运营商数据中心互联的建设，今年市场仍将保持景气。数通方面，虽然一季度北美科技巨头资本开支环比短期下滑，但 400G/200G 增长强劲，我们预计全球数通光模块市场规模或同比增长 16% 达 35 亿美元。

在一季度 5G 光模块拉货低迷的情况下，一方面公司通过加大芯片内配、改进工艺保持成熟产品毛利率，另一方面 DCI 子系统、可插拔相干、AWG 等面对大客户的定制化新品订单饱满保证了业绩的稳健增长。

● 传输模块、10GPON、子系统今年有望高景气。

1) 传输模块成为重要支撑。三大运营商在 2020 年报中均表示加大云和产业互联网的投资，作为重要支撑基础设施，移动承载网和政企专线 OTN 今年投资力度将增加，其中，中国电信回 A 募集的资金未来三年拟在云网基础设施投入 507 亿元。公司 60% 的收入来自传输产品线，将受益于运营商资本开支结构的改变。**2) 10GPON 或有效拉动接入产品线增长。**“双千兆行动”计划到 2021 年底建成 20 个以上千兆城市，千兆光网覆盖 2 亿户，带动 10GPON OLT 光模块至少 625 万支，10GPON 光猫和 WiFi6 智慧家庭终端出货量也有望大幅增长。公司在全球 PON 光模块和 BOSA 出货处于领先地位，根据 Omdia 统计，2020 年全球份额约 12%。**3) DCI 逐步开放解耦，公司子系统迎来机遇。**随

着数据中心光网络逐渐开放，OT 与 OLS 首先解耦，公司是少数拥有从模块到子系统垂直整合能力的厂商，目前 DCI 子系统+可插拔相干模块已经在互联网厂商批量供货。

● “慢工出细活”，光芯片布局逐渐显露价值。

公司光芯片布局多年，目前 10G 全系列激光器和探测器已基本实现内配，25GVCSEL 和 PD 实现量产，25G DFB 部分型号量产，已基本满足部分成熟模块的内配需求。光芯片品类多，研发测试周期长，公司采取重点击破的策略，未来将逐步实现大部分成熟模块产品的芯片供应。另一方面，400G 时代硅光已显露头角，预计 800G 时代渐成规模，1.6T 成为主角。公司自研布局 400G 硅光数通芯片并已形成样品，硅光相干模块进展也较为顺利。

● 投资建议：维持“买入”评级。

公司 2020 年报及 2021 一季报符合预期，我们预计公司 2021/2022 归母净利润分别为 6.4 亿、7.4 亿元，当前股价对应市盈率分别为 23.9、20.6，考虑到公司垂直整合的长期竞争优势，我们认为 2021 年合理估值区间为 30 倍-35 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

运营商 5G 资本开支不及预期、低端光模块产能供大于求导致竞争格局恶化、光芯片研发和导入不及预期、中美科技摩擦影响供应链稳定。

● 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	6046	6773	7245
收入同比 (%)	8.3%	13.3%	12.0%	7.0%
归属母公司净利润	358	482	639	740
净利润同比 (%)	7.5%	34.7%	32.6%	15.9%
毛利率 (%)	21.2%	22.8%	24.3%	25.3%
ROE (%)	7.9%	10.0%	12.1%	12.7%
每股收益 (元)	0.51	0.69	0.92	1.06
P/E	58.06	31.69	23.90	20.63
P/B	4.60	3.16	2.89	2.62
EV/EBITDA	32.88	18.90	14.45	12.04

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	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5684	6473	7086	7877	营业收入	5338	6046	6773	7245
现金	1592	1965	2459	3012	营业成本	4207	4666	5130	5415
应收账款	1888	1988	2041	2084	营业税金及附加	28	24	27	29
其他应收款	49	56	56	60	销售费用	155	163	196	210
预付账款	20	37	26	27	管理费用	118	127	149	159
存货	1563	1790	1799	1943	财务费用	-37	-11	6	6
其他流动资产	571	637	706	750	资产减值损失	-97	-54	-36	-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	520	696	814
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	8044	8645	9375	利润总额	360	521	696	815
流动负债	2409	2931	3086	3273	所得税	32	52	70	81
短期借款	30	200	200	200	净利润	328	469	626	733
应付账款	1167	1406	1485	1600	少数股东损益	-30	-13	-13	-7
其他流动负债	1212	1325	1401	1474	归属母公司净利润	358	482	639	740
非流动负债	291	276	276	276	EBITDA	568	695	875	1005
长期借款	93	78	78	78	EPS (元)	0.51	0.69	0.92	1.06
其他非流动负债	197	197	197	197					
负债合计	2700	3207	3362	3549					
少数股东权益	23	10	-3	-10					
股本	676	676	676	676					
资本公积	2188	2188	2188	2188					
留存收益	1645	1962	2421	2972					
归属母公司股东权益	4510	4827	5286	5836					
负债和股东权益	7233	8044	8645	9375					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	266	586	859	890	成长能力				
净利润	358	482	639	740	营业收入	8.3%	13.3%	12.0%	7.0%
折旧摊销	178	168	180	189	营业利润	13.5%	44.7%	33.7%	17.0%
财务费用	-25	9	12	12	归属于母公司净利	7.5%	34.7%	32.6%	15.9%
投资损失	2	6	5	6	获利能力				
营运资金变动	-302	-119	0	-90	毛利率 (%)	21.2%	22.8%	24.3%	25.3%
其他经营现金流	714	642	663	863	净利率 (%)	6.7%	8.0%	9.4%	10.2%
投资活动现金流	-305	-195	-172	-135	ROE (%)	7.9%	10.0%	12.1%	12.7%
资本支出	-315	-197	-170	-130	ROIC (%)	7.6%	9.3%	11.2%	12.0%
长期投资	0	5	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	10	-3	-3	-5	资产负债率 (%)	37.3%	39.9%	38.9%	37.9%
筹资活动现金流	691	-19	-192	-202	净负债比率 (%)	59.6%	66.3%	63.6%	60.9%
短期借款	-128	170	0	0	流动比率	2.36	2.21	2.30	2.41
长期借款	12	-15	0	0	速动比率	1.70	1.58	1.71	1.80
普通股增加	30	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	866	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.75	0.78	0.77
其他筹资现金流	-89	-174	-192	-202	应收账款周转率	2.83	3.04	3.32	3.48
现金净增加额	656	373	494	553	应付账款周转率	3.60	3.32	3.46	3.39

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.51	0.69	0.92	1.06	P/E	58.06	31.69	23.90	20.63
每股经营现金流	0.38	0.84	1.23	1.28	P/B	4.60	3.16	2.89	2.62
每股净资产	6.47	6.92	7.58	8.37	EV/EBITDA	32.88	18.90	14.45	12.04

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：张天，东华大学硕士，通信工程与技术经济复合背景，3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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。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市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数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。