

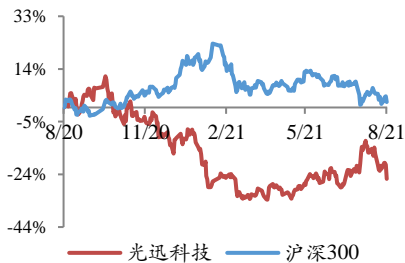
毛利率持续改善，传输产品线表现亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-27

收盘价（元）	23.99
近12个月最高/最低（元）	36.19/21.50
总股本（百万股）	698
流通股本（百万股）	664
流通股比例（%）	95.17
总市值（亿元）	167
流通市值（亿元）	159

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.Q1 业绩预告环比改善，产品结构持续优化提升盈利能力 2021-04-14

2.多产品线抵御 5G 出货周期性，龙头地位不改 2020-10-26

3.20200826 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

主要观点：

● 事件：公司发布 2021 半年报。

公司 2021 年上半年实现营收 31.4 亿元，同比增长 22.6%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 42.7%。其中二季度公司实现营收 16.3 亿元，同比下滑 10.8%，环比增长 7.7%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比下滑 25.1%，环比增长 22.0%。剔除去年疫后集中交付业绩释放因素，我们看到公司 Q2 业绩环比实现稳健增长，整体表现符合预期。

● 收入分解：传输产品线表现亮眼，数通产品线增长或抵消 5G 接入下滑。

分产品线来看，公司上半年传输产品线实现营收 19.7 亿元，同比增长 32.0%，为 2017 年以来增速最快。公司的传输产品线主要包括无源器件、光放大、子系统以及光传输线路侧和客户侧光模块，我们认为上半年在运营商 5G 承载网持续建设、政企&云专网加快建设以及华为、中兴等传统主设备商地位稳固下，公司的无源器件、传输网模块需求良好。而政企专网方面，电信、移动分别已初步建成“2+4+31+X+O”以及“N+31+X”云资源池，对于云节点间互联建设和政企客户接入 CPE 需求旺盛，拉动公司的子系统板块和光放大板块出现同比于去年的明显增长。

接入和数通产品线方面，上半年实现营收 11.5 亿，同比增加 8.6%，增速较去年回落 20.6pct。由于三大运营商 5G 基站招标的落地推迟至 7 月，上半年 5G 前传市场需求低迷，预计对公司接入产品线造成不利影响。但 F5G 方面，运营商持续推进千兆宽带覆盖，同时北美宽带到户需求暴增，公司是国内 10GPON 局端模块和终端 BOSA 重要玩家，整体收入或略有增长。此外，公司在数通领域产品系列齐全，凭借规模和品牌优势，近两年在国内互联网厂商不断打开市场，收入增速贡献或较大。

● 毛利率持续改善，或受益于产品结构优化及芯片自给提升。

上半年，公司实现综合毛利率 25.8%，同比提升 2.1pct，且连续三个季度持续提升，体现了公司产品综合盈利能力的基础向好。分产品来看，上半年传输产品毛利率 29.2%，同比提升 2.3pct，为 2015 年来最好水平，或由于利润更高的子系统等贡献增加以及芯片自给率的进一步增加。接入与数据产品线毛利率 19.5%，同比提升 0.3pct，总体通过自有芯片的投入和部分低毛利产品的退出保持了稳定的盈利能力。分地区来看，上半年国内毛利率提升 5.4pct，海外毛利率下降 7.4pct，出现此消彼长或由于接入、传输模块在海外设备商的份额增加。

● **继续加快核心光芯片研发，IDM 成本和供应链优势将长期凸显。**

公司拥有 PLC、III-V、SiP 三大光电芯片平台，其中 PLC 芯片 AWG、MCS 是全球重要玩家，III-V 族激光器在 10G 以下光芯片基本实现全品类自给，25G DFB、25G VCSEL、25G PD 等主流芯片或实现六成以上自给。公司通过长期的测试验证了自用芯片的良率和可靠性，未来自给比例或进一步提升，有助于持续提高毛利率并提高供应链稳定性。从长期视角来看，公司发展模式或看齐对标公司菲尼萨、Lumentum，以上游高端器件和芯片作为核心竞争力，下游专注于高端模块和子系统类。硅光方面，公司 SiP 芯片平台与武汉光电子联合创新中心合作，研制成功直接调制（主要用于中短距）和相干调制（主要用于长距）多种芯片，由于具有垂直一体化优势，未来在主流客户验证和上量过程中或取得先发优势。

● **未来成长动因：运营商云网基础设施投资拉动传输增长，公司数通份额提升仍有较大空间。**

公司在接入、传输、数据中心光通信全链条布局完整，未来将持续受益于行业数字化转型及数字消费升级带来的流量增长，营收或平滑而稳健。我们看好公司在以下领域的发展潜力：1) 运营商未来三年加大云网基础设施投资力度，中国电信在 A 股募投项目中将新增传输网络带宽 3000T、CN2-DCI 骨干网络带宽 49T，我们测算年复合增速分别为 26%、72%。公司拥有 DCI 子系统全套解决方案，尤其在光层设备国内收入体量领先；2) LightCounting 预测全球数据中心光模块市场未来五年 CAGR 12%，海外 800G 和国内 200G/400G 将带来新一轮洗牌窗口，公司国内收入快速增长，海外份额目前较小仍有可观增长空间。3) 光通信领域技术有望移植“跨界”激光雷达、消费电子、生物医疗等领域。YOLO 预测未来五年全球 LIDAR 市场 CAGR 19%。公司拥有从芯片、器件、模块到子系统的垂直整合设计制造能力，可能成为激光雷达上游光电子器件的主要玩家之一。

● **投资建议**

公司产品结构良性优化，毛利率持续改善，随着传输网的持续投资和 5G 建设的加速，我们认为下半年表现将持续稳健。我们预测公司 2021、2022 收入分别为 67.31、77.80 亿元，前值为 67.73、72.45 亿元；预测 2021、2022 归母净利润分别为 6.57、8.35 亿元，前值为 6.39、7.40 亿元；同时预测 2023 年收入为 86.74 亿元，归母净利润 9.99 亿元。公司当前股价对应 P/E 分别为 27.2/21.4/17.9，我们认为具有修复空间，维持“买入”评级。

● **风险提示**

运营商传输网投资不及预期，公司数据中心市场份额低于预期，自有芯片产能或质量问题，中美科技贸易摩擦影响供应链稳定性。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6046	6731	7780	8674
收入同比 (%)	13.3%	11.3%	15.6%	11.5%
归属母公司净利润	487	657	835	999
净利润同比 (%)	36.3%	34.9%	27.1%	19.6%
毛利率 (%)	23.0%	25.1%	25.7%	26.1%
ROE (%)	9.7%	11.9%	13.7%	14.7%
每股收益 (元)	0.73	0.94	1.20	1.43
P/E	41.56	27.22	21.42	17.90
P/B	4.03	3.25	2.94	2.63
EV/EBITDA	23.05	16.33	13.68	11.61

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6904	7476	8074	9177	营业收入	6046	6731	7780	8674
现金	2488	2512	2426	2901	营业成本	4653	5038	5782	6410
应收账款	1638	1844	2238	2495	营业税金及附加	18	27	31	35
其他应收款	36	51	52	62	销售费用	134	168	195	217
预付账款	48	52	59	66	管理费用	129	148	171	191
存货	1959	2208	2376	2634	财务费用	-13	-14	-26	-29
其他流动资产	735	809	922	1018	资产减值损失	-116	-89	-72	-66
非流动资产	1651	1733	1761	1747	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	61	58	58	58	投资净收益	4	7	8	9
固定资产	1102	1134	1123	1053	营业利润	497	715	918	1099
无形资产	228	275	309	330	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	260	266	271	306	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	8555	9209	9835	10924	利润总额	498	716	919	1099
流动负债	3162	3354	3413	3782	所得税	45	72	92	110
短期借款	29	0	0	0	净利润	452	644	827	989
应付账款	1250	1375	1566	1743	少数股东损益	-35	-13	-8	-10
其他流动负债	1883	1978	1847	2039	归属母公司净利润	487	657	835	999
非流动负债	382	370	370	370	EBITDA	777	948	1138	1300
长期借款	95	83	83	83	EPS (元)	0.73	0.94	1.20	1.43
其他非流动负债	287	287	287	287					
负债合计	3543	3723	3783	4152					
少数股东权益	-10	-23	-31	-41	主要财务比率				
股本	698	698	698	698	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2550	2550	2550	2550	成长能力				
留存收益	1774	2261	2836	3566	营业收入	13.3%	11.3%	15.6%	11.5%
归属母公司股东权益	5021	5509	6084	6813	营业利润	38.3%	43.8%	28.4%	19.7%
负债和股东权益	8555	9209	9835	10924	归属于母公司净利	36.3%	34.9%	27.1%	19.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	23.0%	25.1%	25.7%	26.1%
					净利率 (%)	8.1%	9.8%	10.7%	11.5%
					ROE (%)	9.7%	11.9%	13.7%	14.7%
					ROIC (%)	9.8%	11.9%	13.2%	13.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	41.4%	40.4%	38.5%	38.0%
					净负债比率 (%)	70.7%	67.9%	62.5%	61.3%
					流动比率	2.18	2.23	2.37	2.43
					速动比率	1.55	1.56	1.65	1.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.73	0.79	0.79
					应收账款周转率	3.69	3.65	3.48	3.48
					应付账款周转率	3.72	3.66	3.69	3.68
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.73	0.94	1.20	1.43
					每股经营现金流薄)	1.32	0.75	0.62	1.41
					每股净资产	7.20	7.90	8.72	9.77
					估值比率				
					P/E	41.56	27.22	21.42	17.90
					P/B	4.03	3.25	2.94	2.63
					EV/EBITDA	23.05	16.33	13.68	11.61

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师简介

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、数据中心产业链、ICT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。