

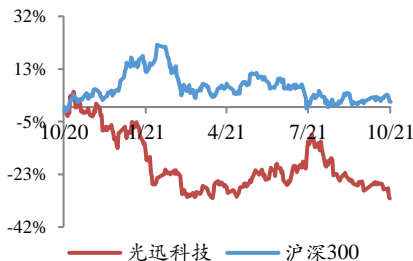
三季度毛利率短暂承压，传输基本盘稳定数通成长性好

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2021-10-29

收盘价（元）	21.47
近 12 个月最高/最低（元）	33.21/21.47
总股本（百万股）	700
流通股本（百万股）	664
流通股比例（%）	94.86
总市值（亿元）	150
流通市值（亿元）	143

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. 毛利率持续改善，传输产品线表现亮眼 2021-08-27

2. 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

主要观点：

● 事件：公司发布 2021 年三季报。

2021 前三季度，公司实现营收 47.3 亿元，同比上升 11.2%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比增加 17.4%，扣非后同比增加 13.8%。其中单三季度实现营收 15.9 亿元，同比下滑 6.0%，环比下滑 2.5%。如果剔除三季度疫情停工两周等不可控因素，我们认为公司整体业绩表现符合预期。

● 三季度毛利率短暂承压，费用率控制在稳定水平。

公司三季度综合毛利率为 22.1%，环比下滑 5.4pct。8 月份武汉经开区发生疫情，公司停产两周而厂房折旧、工人工资等为固定费用，因此四季度毛利率或有明显回升。此外 8 月份以来，国内基站设备产量持续环比改善拉动 5G 接入市场修复，而千兆宽带的建设带动今年 OLT 模块、光猫等需求旺盛，因此可能从产品结构上拉低了整体毛利水平。整体来看，我们认为随着光模块市场降价幅度趋缓、公司产品结构向高毛利产品改善以及自供激光器芯片比例稳步提升，公司毛利水平呈逐步提升态势。

费用端来看，公司前三季度期间费用率为 13.2%，与去年同期基本保持一致。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。

● 传输市场基本盘地位稳定，国内数通收入快速增长。

公司传输系列 2021 中报收入占比为 62.7%，毛利贡献占比为 71%，因而是决定公司业绩走势的“基本盘”。传输网产品包括城域网/WDM 光模块、无源光器件、EDFA、DCI&OLP 等子系统，下游需求跟随运营商主干网流量而持续扩容，市场平稳增长。根据中国电信研究院预测，中国电信城域网、骨干网 2020-2025 流量 CAGR 分别为 43%、55%，当前运营商移动承载网向 5G 演进，骨干网推进单波 400G 规模商用，LightCounting 预计全球 WDM 市场 2025 年为 42 亿美元，CAGR 为 18.5%，中国市场全球占比约 3 成。公司传输产品线从芯片到子系统垂直整合，根据 Omdia 统计，2019 年位于全球第三，国内是仅次于华为、中兴的传输模块供应商。

数通市场方面，北美云厂商加速 400G 光模块上量，国内也将从年底开始逐步商用 200G、400G 模块，行业未来增速可观且稳定。公司作为数通市场“后起之秀”近年来出货量快速增长，技术站稳业内第一梯队，根据易飞扬统计，公司在 2020 年国内数通厂商中排名第三。我们预计公司数通产品线将受益于国内 200G/400G 的放量和北美设备商客户的增长，未来 2 年增速在 30% 左右，成为公司收入增长的重要引擎。

- **DCI 市场增长迅速，公司子系统业务未来或表现较好。**

运营商未来三年将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，复合增速分别为 26%、72%。公司拥有 DCI 子系统全套解决方案，光层设备出货国内体量领先，电层设备也有望受益于 DCI 的白盒化解耦采购。由于具备垂直整合能力，成本价值最高的相干模块自供，子系统产品相对毛利率较高，有利于改善公司收入结构。

- **芯片基础继续夯实，为长期竞争优势奠定基础。**

公司具备 PLC、III-V、SiP 三大光电芯片平台，其中在无源光芯片领域是国内出货最大的厂商，有源方面公司 DFB、VCSEL 已实现 25G 速率自给一半以上，并有望持续扩大产能。与此同时，公司是国内最早布局硅光平台的模块厂商之一，具有完全自主设计的硅光芯片，目前 100G 硅光模块已实现量产（主要用于相干），今年将推出 200G/400G 硅光模块，在相干和数通均有解决方案。从长期视角来看，公司发展模式对标菲尼萨、Lumentum，以上游高端器件和芯片作为核心竞争力，未来在技术迭代上具有先发优势，且具有可靠性产能保障。

- **投资建议**

公司三季报合同负债达 1.04 亿，预收款项为历史最高水平，显示下游市场旺盛的需求水平，因此整体稳健增长无忧。但鉴于国内 5G 市场需求短期难以完全修复，我们预计公司 2021-2025 年营收分别为 65.2（前值 67.3）亿元、74.0（前值 77.8）亿元、83.4（前值 86.7）亿元，归母净利润分别为 6.1 亿元（前值 6.6）、7.8 亿元（前值 8.4）、9.6（前值 10.0）亿元。当前股价对应 2021、2022 年市盈率分别为 24.8、19.2，鉴于模块估值整体低估，维持“买入”评级。

- **风险提示**

疫情反复影响订单交付，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	6518	7397	8338
收入同比 (%)	13.3%	7.8%	13.5%	12.7%
归属母公司净利润	487	607	781	956
净利润同比 (%)	36.3%	24.5%	28.8%	22.4%
毛利率 (%)	23.0%	25.1%	25.6%	25.9%
ROE (%)	9.7%	11.1%	13.1%	14.3%
每股收益 (元)	0.73	0.87	1.12	1.37
P/E	41.70	24.77	19.23	15.72
P/B	4.05	2.75	2.51	2.25
EV/EBITDA	23.05	14.03	11.61	9.33

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	7856	8319	9373	营业收入	6046	6518	7397	8338
现金	2488	3131	3446	3897	营业成本	4653	4884	5503	6177
应收账款	1638	1607	1824	2056	营业税金及附加	18	26	30	33
其他应收款	36	49	50	59	销售费用	134	163	185	192
预付账款	48	50	57	64	管理费用	129	143	163	183
存货	1959	2275	2111	2369	财务费用	-13	-8	-18	-23
其他流动资产	735	743	832	928	资产减值损失	-116	-89	-40	-65
非流动资产	1651	1687	1684	1644	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	7	8
固定资产	1102	1134	1123	1053	营业利润	497	648	851	1051
无形资产	228	228	231	227	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	9543	10003	11017	利润总额	498	648	851	1052
流动负债	3162	3296	3250	3588	所得税	45	65	85	105
短期借款	29	0	0	0	净利润	452	583	766	947
应付账款	1250	1333	1490	1680	少数股东损益	-35	-23	-15	-9
其他流动负债	1883	1963	1760	1909	归属母公司净利润	487	607	781	956
非流动负债	382	822	822	822	EBITDA	777	884	1041	1247
长期借款	95	535	535	535	EPS (元)	0.73	0.87	1.12	1.37
其他非流动负债	287	287	287	287					
负债合计	3543	4118	4072	4410					
少数股东权益	-10	-34	-49	-58	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	2210	2732	3418	营业收入	13.3%	7.8%	13.5%	12.7%
归属母公司股东权益	5021	5458	5979	6665	营业利润	38.3%	30.2%	31.3%	23.6%
负债和股东权益	8555	9543	10003	11017	归属于母公司净利	36.3%	24.5%	28.8%	22.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	23.0%	25.1%	25.6%	25.9%
					净利率 (%)	8.1%	9.3%	10.6%	11.5%
					ROE (%)	9.7%	11.1%	13.1%	14.3%
					ROIC (%)	9.8%	10.2%	11.3%	12.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	41.4%	43.2%	40.7%	40.0%
					净负债比率 (%)	70.7%	75.9%	68.7%	66.7%
					流动比率	2.18	2.38	2.56	2.61
					速动比率	1.55	1.68	1.89	1.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.68	0.74	0.76
					应收账款周转率	3.69	4.06	4.06	4.06
					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	0.87	1.12	1.37
					每股经营现金流薄)	1.31	0.93	1.16	1.34
					每股净资产	7.18	7.80	8.54	9.52
					估值比率				
					P/E	41.70	24.77	19.23	15.72
					P/B	4.05	2.75	2.51	2.25
					EV/EBITDA	23.05	14.03	11.61	9.33

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、数据中心产业链、产业互联网等。

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15%；
- 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。