

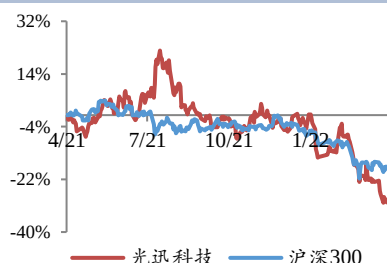
整体表现稳健，2022 传输和数通有望取得更快增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-18

收盘价（元）	16.40
近 12 个月最高/最低（元）	28.51/16.37
总股本（百万股）	699
流通股本（百万股）	668
流通股比例（%）	95.58
总市值（亿元）	115
流通市值（亿元）	110

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

主要观点：

● 事件：公司发布 2021 年年报。

公司 2021 年实现营收 64.9 亿元，同比提升 7.3%，实现归母净利润 5.7 亿元，同比 16.4%。其中，Q4 实现营收 17.6 亿元，环比增加 10.7%，实现归母净利润 1.1 亿元，环比减少 31.3%。分产品来看，传输系列实现营收 38.5 亿元，同比提升 12.1%，接入和数通实现营收 26.0 亿元，同比略微提升 5.2%。整体来看，我们认为公司 2021 业绩表现基本符合预期，Q4 利润环比下滑主要由于研发费用率提升和存货减值计提。

● 公司整体市场地位领先，多品种产品线平滑行业波动。

根据 Omdia 统计，截至 2021 年三季度，公司全球光器件市场份额 7.8%，较上年同期提升 1pct，排名全球第四。其中传输业务市场份额提升至 2%，数通业务市场份额提升 1.1%。2021 年，国内 5G 投资下降，5G 前传市场规模出现萎缩，传输市场平稳增长，而 10GPON 由于规模部署第一年实现高速增长。数通方面，海外 400G 下半年开始持续上量，国内云和互联网厂商网络升级也积极推进。整体来看，公司 2021 年传输产品线或由于 DCI 白盒的快速增长和传输器件/模块的国产替代而平稳增长，增速较 2020 年提升 7pct。数据与接入部分 5G 前传、GPON、10GPON、数通则出现此消彼长，整体增速较 2020 年放缓。

● “东数西算”将拉动骨干网和 DCI 投资，传输板块 2022 有望继续亮眼。

随着“东数西算”投资规划的落地，2022 三大运营商资本开支明显向算力网络倾斜，移动和电信在算力网络和产业数字化将分别投入 480 亿和 279 亿元。算力网络的建设将直接拉动传输网骨干节点的扩容、数据中心互联网络的建设，Omdia 预测全球 DCI 未来五年复合增速为 5.4%，国内市场将成为 2022-2023 主要拉动力量。公司拥有合分波 MUX、端放 OA、线放 LA、增益均衡 DGE 等产品，高端白盒和器件去年实现高速增长。此外，公司光无源产品需求处于相对稳定增长状态，未来服务于全光网的 WSS、OTDR 等产品面临更高成长机遇，传输模块也将受益于 100G 向 200G、400G 的迭代。

● PON 产品线持续像高端优化，数通订单旺盛持续扩产。

随着中国千兆宽带建设的持续推进和海外疫后光纤新基建的开展，全球 10GPON 市场迎来高速发展期。LightCounting 预测全球 FTTH 光器件市场将在 2023 年达到 16 亿美元，其中 10GPON 系列占比超 7 成，而 25G/50GPON 下一代产品也在 2025 年产生规模需求。公司是全球 FTTH 光器件核心供应商，去年 10GPON 系列或实现快速增长抵消了传统 GPON/EPON 产品的下滑，此外公司通过自供 DFB/EML 光芯片实现更好的成本优势，PON 产品线未来利润贡献有望稳定。数通方面，

相关报告

1. 三季度毛利率短暂承压，传输基本盘稳定数通成长性好 2021-10-29
2. 毛利率持续改善，传输产品线表现亮眼 2021-08-27
3. Q1 业绩预告环比改善，产品结构优化提升盈利能力 2021-04-14

公司已成为国内市场排名前三的主流供应商，海外可包括伟创力、三星、思科、谷歌等。公司产品线布局处于业内前列，未来 400G/800G 新产能扩张有望支撑数通业务增速持续高于公司整体平均水平。

● **公司发布定增预案，方案显示公司中长期产品迭代路径清晰、收入增长明确。**

公司此前发布的 2022 定增预案主要投入 5G/F5G、相干器件、模块及高级白盒以及高速数通模块等高端光器件扩产和高端光电子器件研发中心建设项目。其中，高端器件项目投产后将形成年产 5G/F5G 光器件 610 万只、相干器件、模块及高级白盒 13.35 万只、数通光模块 70 万只的规模，完全达产产值有望增加 34.5 亿元。我们认为公司 DCI 高端白盒子系统和模块系列、400G/800G 数通系列有望成为中期重要增长极，下一代 5G 前传和 PON 产品也将布局行业前列。如假设募投项目在 2024 完全达产，公司在 2021 年原有业务的基础上收入有望跨越百亿。

● **投资建议**

我们认为公司作为光器件综合龙头，未来几年受益于东数西算建设，同时募投项目规划了清晰的成长路径。鉴于高基数效应和行业景气度切换等因素，我们预计公司 2022、2023 分别实现归母净利润 6.7 亿、8.2 亿元（前值为 7.8 亿、9.6 亿），并新增 2024 年盈利预测 9.7 亿元。当前股价对应 2022/2023 市盈率分别为 17.1/14.0 倍，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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6486	7370	8361	9400
收入同比 (%)	7.3%	13.6%	13.4%	12.4%
归属母公司净利润	567	669	821	965
净利润同比 (%)	16.4%	18.0%	22.7%	17.5%
毛利率 (%)	24.2%	24.5%	24.6%	24.8%
ROE (%)	10.2%	8.1%	9.3%	10.1%
每股收益 (元)	0.85	0.96	1.17	1.38
P/E	28.72	17.14	13.96	11.88
P/B	2.94	1.39	1.29	1.20
EV/EBITDA	16.03	9.96	8.98	7.42

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7281	10169	10080	10720	营业收入	6486	7370	8361	9400
现金	2853	5181	4610	4579	营业成本	4917	5565	6303	7065
应收账款	1599	1817	2062	2318	营业税金及附加	28	29	33	38
其他应收款	18	32	29	37	销售费用	152	162	184	207
预付账款	22	25	28	32	管理费用	134	155	176	197
存货	2201	2440	2590	2903	财务费用	-44	-61	-81	-75
其他流动资产	588	674	761	852	资产减值损失	-138	-100	-98	-125
非流动资产	2197	2364	3070	3489	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	52	49	49	49	投资净收益	-9	7	8	9
固定资产	1202	1221	1301	1753	营业利润	620	731	900	1050
无形资产	266	295	306	308	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	677	799	1414	1379	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	9478	12533	13150	14210	利润总额	620	732	901	1050
流动负债	3123	3548	3566	3919	所得税	54	66	81	95
短期借款	0	0	0	0	净利润	566	666	820	956
应付账款	1262	1461	1636	1845	少数股东损益	-2	-3	-2	-10
其他流动负债	1861	2086	1929	2074	归属母公司净利润	567	669	821	965
非流动负债	826	726	726	726	EBITDA	880	919	1082	1314
长期借款	540	440	440	440	EPS (元)	0.85	0.96	1.17	1.38
其他非流动负债	286	286	286	286	主要财务比率				
负债合计	3949	4274	4292	4645	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	-12	-16	-17	-27	成长能力				
股本	699	838	838	838	营业收入	7.3%	13.6%	13.4%	12.4%
资本公积	2584	4669	4669	4669	营业利润	24.7%	17.9%	23.1%	16.6%
留存收益	2258	2767	3369	4084	归属于母公司净利	16.4%	18.0%	22.7%	17.5%
归属母公司股东权	5542	8275	8876	9591	获利能力				
负债和股东权益	9478	12533	13150	14210	毛利率 (%)	24.2%	24.5%	24.6%	24.8%
现金流量表					净利率 (%)	8.7%	9.1%	9.8%	10.3%
单位:百万元					ROE (%)	10.2%	8.1%	9.3%	10.1%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	8.7%	7.1%	8.0%	9.1%
经营活动现金流	673	769	618	941	偿债能力				
净利润	567	669	821	965	资产负债率 (%)	41.7%	34.1%	32.6%	32.7%
折旧摊销	286	227	254	296	净负债比率 (%)	71.4%	51.7%	48.4%	48.6%
财务费用	31	20	18	18	流动比率	2.33	2.87	2.83	2.74
投资损失	9	-7	-8	-9	速动比率	1.62	2.17	2.09	1.99
营运资金变动	-350	-235	-563	-443	营运能力				
其他经营现金流	1047	1001	1480	1523	总资产周转率	0.68	0.59	0.64	0.66
投资活动现金流	-686	-385	-951	-705	应收账款周转率	4.06	4.06	4.06	4.06
资本支出	-346	-398	-960	-715	应付账款周转率	3.90	3.81	3.85	3.83
长期投资	0	3	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-340	9	8	9	每股收益	0.85	0.96	1.17	1.38
筹资活动现金流	399	1944	-238	-268	每股经营现金流薄)	0.96	1.10	0.88	1.35
短期借款	-29	0	0	0	每股净资产	7.92	11.83	12.69	13.71
长期借款	446	-100	0	0	估值比率				
普通股增加	2	139	0	0	P/E	28.72	17.14	13.96	11.88
资本公积增加	34	2085	0	0	P/B	2.94	1.39	1.29	1.20
其他筹资现金流	-53	-180	-238	-268	EV/EBITDA	16.03	9.96	8.98	7.42
现金净增加额	376	2328	-571	-31					

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，华安战略科技团队联席负责人，4 年通信行业研究经验，主要覆盖光通信、数据中心核心科技、5G 和元宇宙系列应用等。

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。