

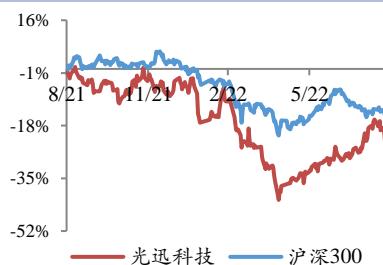
上半年 PON 接入快速增长，优势业务表现稳健同时培育新增长点

投资评级：增持（下调）

报告日期：2022-08-29

收盘价（元）	18.14
近 12 个月最高/最低（元）	24.06/13.85
总股本（百万股）	699
流通股本（百万股）	675
流通股比例（%）	96.46
总市值（亿元）	127
流通市值（亿元）	122

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

- 1.一季报符合预期，DCI 或成今年亮点 2022-04-26
- 2.整体表现稳健，2022 传输和数通有望取得更快增长 2022-04-18
- 3.三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

主要观点：

- 事件：公司发布 2022 年中报，整体表现符合预期。

2022 上半年，公司实现营收 35.42 亿元，同比增长 12.91%；实现归母净利润 3.11 亿元，同比增长 6.28%；扣非归母净利润为 2.96 亿元，同比增长 4.27%。

- 上半年数通和接入业务增长较快，毛利率下降或受产品结构影响。

收入结构上来看，公司上半年传输、数据&接入板块收入分别同比增长 -5.36%、44.73%，上半年国内千兆宽带建设继续提速、北美云计算数通市场高景气，公司作为国际主流接入&数通模块供应商产能利用率饱和，而传输方面由于上半年国内疫情、部分电芯片缺货等供应链问题或导致订单交付有所延迟。截至今年 6 月底，我国千兆光纤用户数突破 6100 万户，我们预计今年千兆用户渗透率有望达到 15%，千兆 OLT 光模块需求达 600-800 万支，同时万兆光猫/家庭网关需求量或超 2300 万套，拉动 BOSA 等光电子器件需求。数通方面，上半年北美五大科技公司资本开支同比增长 23%，其中数据中心投资接近一半。根据我们测算，根据我们测算，今年 200GbE+400GbE+800GbE 高速数通市场将达到 23.6 亿美元，同比增长 95%。目前公司原材料备货达历史新高，订单需求饱满，我们预计公司 PON 和数通业务下半年将继续保持高增态势。毛利率方面，由于 PON 业务、国内低速数通市场竞争较传输光模块等更加激烈，或由于上半年结构变化拉低整体水平，我们认为随着下半年传输业务恢复增长，毛利率水平将有所修复。

- 受益于“东数西算”传输投资，DCI 子系统业务或增长亮眼。

上半年，三大运营商在算力网络领域投资大幅增加，如中国移动中国电信相关领域投资同比分别增长 90%、149%。数据中心互联是算力网络建设重要的组成部分，例如中国电信已建成业界领先 DCI 网络，CN2-DCI、政企 OTN 联接全国八大枢纽节点和主要城市 IDC，骨干网带宽超过 300T，八大区域间平均时延下降约 1ms。公司 DCI 解决方案包括高端白盒设备、合分波、光放大、OLP 和相干光模块等，一方面受益于华为、烽火等传统 OTN/SPN 厂商订单交付持续增长，另一方面受益于互联网公司、运营商 DCI 解耦从灰盒化到白盒化的推动，相关收入近两年有望实现 50% 的复合增长，有力拉动公司传输产品线中 DWDM 器件、光放大器和子系统类别的增长。

- 综合实力继续保持领先，定增募投巩固现有竞争优势同时寻求新增长点。

根据 Omdia 统计，2021 年公司在全球十大光模块厂商排名第四，份额 7.5%，国内仅次于旭创；公司综合实力领先，其中电信市场全球第四，

份额 8%，数通市场全球第五，份额 5%，接入网市场份额 9.1%，份额第 2。公司定增预案已获证监会批文，将募集不超过 15.73 亿元投入高端光通信器件生产建设项目、高端光电子器件研发中心建设项目。其中前者投产后将形成年产 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 万只的产能，完全达产产值有望增加 34.5 亿元。而后者将继续增加公司在 IDM 领域高端光芯片领域竞争实力，目前公司已基本实现 10G 以下全系列光芯片自供、25G DFB 七成自供，其超大容量无源光波导芯片、超高速激光器芯片、100G 硅光单片集成相干器件荣获国家重要创新成果。我们认为随着光通信企业凭借技术和产能优势逐步切入激光雷达、3D 传感等领域，公司在新领域有望凭借垂直整合独特优势占据重要席位。

● 投资建议

公司综合竞争实力强，技术和产能护城河深厚，其最新发布的股权激励计划也制定了 2021-2025 业绩 CAGR 不低于 11% 的解锁目标。短期来看，由于收入结构调整，毛利率或面临一定压力，公司最新发布的股权激励计划也将产生一定费用摊销。我们预计公司 2022、2023、2024 分别实现归母净利润 6.4 亿、7.5 亿、8.7 亿元（前值为 6.7/8.2/9.6），当前股价对应 2022/2023 市盈率分别为 19.9/17.0 倍，调整评级为“增持”。

● 风险提示

PON 产品毛利率下降，国内互联网公司资本开支下修影响光模块需求，运营商传输网投资不及预期，自有高速芯片产能或质量问题，中美科技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	7433	8420	9356
收入同比 (%)	7.3%	14.6%	13.3%	11.1%
归属母公司净利润	567	638	747	869
净利润同比 (%)	16.4%	12.4%	17.1%	16.4%
毛利率 (%)	24.2%	23.4%	23.9%	24.6%
ROE (%)	10.2%	8.4%	9.2%	10.0%
每股收益 (元)	0.85	0.91	1.07	1.24
P/E	28.72	19.90	16.99	14.59
P/B	2.94	1.67	1.56	1.45
EV/EBITDA	16.03	11.72	11.37	9.34

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					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7281	9560	9383	9874	营业收入	6486	7433	8420	9356
现金	2853	4344	3796	3694	营业成本	4917	5692	6408	7055
应收账款	1599	1935	2076	2307	营业税金及附加	28	30	34	37
其他应收款	18	32	30	37	销售费用	152	164	185	206
预付账款	22	57	64	71	管理费用	134	149	194	215
存货	2201	2495	2633	2899	财务费用	-44	-52	-64	-57
其他流动资产	588	698	784	866	资产减值损失	-138	-134	-84	-121
非流动资产	2197	2392	3098	3522	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	698	818	952
无形资产	266	323	335	341	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	11952	12481	13396	利润总额	620	699	818	953
流动负债	3123	3652	3657	3954	所得税	54	63	74	86
短期借款	0	0	0	0	净利润	566	636	744	867
应付账款	1262	1495	1664	1842	少数股东损益	-2	-2	-2	-3
其他流动负债	1861	2157	1993	2112	归属母公司净利润	567	638	747	869
非流动负债	826	726	726	726	EBITDA	880	930	1007	1236
长期借款	540	440	440	440	EPS (元)	0.85	0.91	1.07	1.24
其他非流动负债	286	286	286	286					
负债合计	3949	4378	4383	4680					
少数股东权益	-12	-14	-17	-19					
股本	699	808	808	808					
资本公积	2584	4045	4045	4045					
留存收益	2258	2736	3262	3882					
归属母公司股东权	5542	7589	8115	8735					
负债和股东权益	9478	11952	12481	13396					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	673	616	645	881	成长能力				
净利润	567	638	747	869	营业收入	7.3%	14.6%	13.3%	11.1%
折旧摊销	286	229	258	301	营业利润	24.7%	12.5%	17.1%	16.4%
财务费用	31	20	18	18	归属于母公司净利润	16.4%	12.4%	17.1%	16.4%
投资损失	9	-7	-8	-9	盈利能力				
营运资金变动	-350	-394	-450	-416	毛利率 (%)	24.2%	23.4%	23.9%	24.6%
其他经营现金流	1047	1164	1278	1403	净利率 (%)	8.7%	8.6%	8.9%	9.3%
投资活动现金流	-686	-415	-956	-715	ROE (%)	10.2%	8.4%	9.2%	10.0%
资本支出	-346	-428	-965	-725	ROIC (%)	8.7%	7.8%	7.9%	9.2%
长期投资	0	3	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-340	9	8	9	资产负债率 (%)	41.7%	36.6%	35.1%	34.9%
筹资活动现金流	399	1290	-238	-268	净负债比率 (%)	71.4%	57.8%	54.1%	53.7%
短期借款	-29	0	0	0	流动比率	2.33	2.62	2.57	2.50
长期借款	446	-100	0	0	速动比率	1.62	1.92	1.83	1.75
普通股增加	2	109	0	0	营运能力				
资本公积增加	34	1461	0	0	总资产周转率	0.68	0.62	0.67	0.70
其他筹资现金流	-53	-180	-238	-268	应收账款周转率	4.06	3.84	4.06	4.06
现金净增加额	376	1491	-548	-102	应付账款周转率	3.90	3.81	3.85	3.83
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.85	0.91	1.07	1.24
					每股经营现金流	0.96	0.88	0.92	1.26
					每股净资产	7.92	10.85	11.60	12.49
					估值比率				
					P/E	28.72	19.90	16.99	14.59
					P/B	2.94	1.67	1.56	1.45
					EV/EBITDA	16.03	11.72	11.37	9.34

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，华安战略科技团队联席负责人，通信工程与技术经济复合背景，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形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。