

2024年02月29日
德科立 (688205.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

系统设备

净利润短期承压，Q4 以来骨干网产品恢复显著

事件：

2024年2月28日，公司发布2023年业绩快报。2023年度，公司实现营业收入8.19亿元，同比增长14.64%；实现归母净利润0.92亿元，同比下降9.23%；实现非扣归母净利润0.54亿元，同比下降36.71%。

净利润短期承压，Q4 以来骨干网产品恢复显著：

2023年，受宏观环境变化、行业及市场需求低迷和下游客户去库存等因素叠加影响，公司整体经营承压较大。但Q4以来，中国移动新一代400G骨干网升级建设工作正式启动，公司推出的L++光放大器、C++光放大器、OXC光背板等产品率先应用在400G骨干网升级建设中，对公司营业收入增长起到积极作用。2023年公司实现营业收入8.19亿元，同比增长14.64%。由于相关产品价格下降，影响公司毛利水平下降；同时公司持续加大研发投入和市场开拓，相关费用支出快速增长，综合影响公司净利润小幅下降。2023年实现归母净利润0.92亿元，同比下降9.23%；实现非扣归母净利润0.54亿元，同比下降36.71%。预计随着市场需求回暖、公司募投项目陆续达产、海外建设有序进行，业绩有望回升。

发布股权激励计划彰显公司发展信心：

2023年12月30日，公司发布限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量为2,000,000股，约占激励计划草案公告时公司股本总额的1.99%，授予价格（包含预留）为30.00元/股。激励对象包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的其他人员（不包括独立董事、监事）共计330人，占截止公司2022年12月31日员工总数708人的46.61%，比例较高。考核要求为2024/2025/2026年营业收入分别达8/9/10亿元或2024/2025/2026年净利润分别达1.25/1.35/1.45亿元。除公司层面的业绩考核外，公司对个人层面设置了严密的绩效考核体系，能够对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价。预计总摊销费用约为3751万元。本次激励计划有助于激发核心员工的积极性，提高经营效率，降低经营成本，将对公司长期业绩提升发挥积极作用。

产品应用领域丰富客户资源优质，推出800G光模块产品：

公司是光通信行业中为数不多的同时具备产业链横向和纵向综合整合能力的高新技术企业，产品广泛应用于光通信骨干网、承载网、接入网、5G前传、5G中回传、数据链路采集、数据中心互联、特高压通信保护等重要领域。公司长期服务于包含中兴通讯、中国移动、中国电信、Infinera、Ciena、国家电网、烽火通信、中国联通、诺基

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

51.10元

股价 (2024-02-28)

43.67元

交易数据

总市值(百万元)	4,399.49
流通市值(百万元)	2,275.59
总股本(百万股)	100.74
流通股本(百万股)	52.11
12个月价格区间	33.59/95.5元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.5	-16.6	-0.8
绝对收益	-0.0	-18.5	-16.0

张真桢

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

路璐

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122050020

lulu2@essence.com.cn

相关报告

Q2 业绩环比增长，客户开拓与海外产能布局进展顺利	2023-08-30
长距离光模块领先企业，已深入研究高端光模块	2023-06-05

亚及 ECI 等优质客户。根据公司公告，2023 年公司推出了 400G、1.2T 相干模块，100G/200G 相干光模块开始批量交付客户。2023 年生成式人工智能大语言模型问世，引发了人工智能算力需求的迅速增长。高算力需求进一步刺激了光通信网络的升级演进和 800G 等高速率光模块的需求。根据公司公告，公司推出了基于 TFLN（薄膜铌酸锂）技术的低功耗 800G 产品，并同步预研 LPO。

投资建议：

我们预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 8.19/10.02/13.01 亿元，同比增长 14.6%/22.3%/29.8%；归母净利润分别为 0.92/1.47/2.09 亿元，同比-9.2%/+59.1%/+42.1%；对应 EPS 分别为 0.92/1.46/2.07 元。我们给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 51.10 元，维持“买入-A”投资评级。

风险提示：客户集中度较高和大客户依赖、下游行业需求变化、市场份额下降、核心原材料依赖境外采购、不具备光芯片制造能力的风险

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	731.1	714.2	818.7	1,001.6	1,300.5
净利润	126.4	101.6	92.2	146.7	208.5
每股收益(元)	1.26	1.01	0.92	1.46	2.07
每股净资产(元)	6.58	18.75	19.61	20.87	22.56

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	34.8	43.3	47.7	30.0	21.1
市净率(倍)	6.6	2.3	2.2	2.1	1.9
净利润率	17.3%	14.2%	11.3%	14.7%	16.0%
净资产收益率	19.1%	5.4%	4.7%	7.0%	9.2%
股息收益率	0.0%	0.7%	0.2%	0.5%	0.9%
ROIC	25.6%	16.9%	14.7%	22.2%	21.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	731.1	714.2	818.7	1,001.6	1,300.5	成长性					
减:营业成本	480.2	489.4	593.3	703.7	899.5	营业收入增长率	10.0%	-2.3%	14.6%	22.3%	29.8%
营业税费	3.2	4.8	4.4	5.5	7.6	营业利润增长率	-10.0%	-22.1%	-8.1%	60.2%	41.8%
销售费用	34.7	33.8	45.0	48.1	55.9	净利润增长率	-11.2%	-19.6%	-9.2%	59.1%	42.1%
管理费用	23.2	26.0	28.7	33.1	39.0	EBITDA 增长率	-1.8%	-13.4%	-13.1%	46.9%	40.1%
研发费用	57.4	61.9	65.3	66.9	85.5	EBIT 增长率	-3.7%	-16.1%	-16.2%	55.3%	44.9%
财务费用	-0.4	-4.2	-0.1	-5.2	-2.5	NOPLAT 增长率	-13.1%	-21.3%	-6.3%	54.7%	46.1%
资产减值损失	-14.2	-12.4	-10.8	-9.5	-8.7	投资资本增长率	19.0%	7.9%	2.3%	52.8%	8.2%
加:公允价值变动收益	-	4.1	-	-	-	净资产增长率	31.1%	185.0%	4.6%	6.4%	8.1%
投资和汇兑收益	-0.3	8.0	10.0	5.9	9.9						
营业利润	144.0	112.2	103.1	165.1	234.1	利润率					
加:营业外净收支	4.0	1.4	1.8	2.4	1.9	毛利率	34.3%	31.5%	27.5%	29.7%	30.8%
利润总额	148.0	113.5	104.9	167.5	236.0	营业利润率	19.7%	15.7%	12.6%	16.5%	18.0%
减:所得税	21.6	11.9	12.7	20.7	27.5	净利润率	17.3%	14.2%	11.3%	14.7%	16.0%
净利润	126.4	101.6	92.2	146.7	208.5	EBITDA/营业收入	22.4%	19.8%	15.0%	18.0%	19.5%
						EBIT/营业收入	20.0%	17.2%	12.6%	16.0%	17.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	53	55	46	32	20
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	204	242	221	239	236
货币资金	102.3	213.9	281.7	77.2	169.6	流动资产周转天数	364	696	913	785	662
交易性金融资产	-	1,054.1	1,054.1	1,054.1	1,054.1	应收帐款周转天数	73	92	74	80	82
应收帐款	158.7	208.1	130.3	314.1	280.0	存货周转天数	150	163	157	160	158
应收票据	203.1	103.9	294.9	190.2	417.2	总资产周转天数	430	771	978	839	709
预付帐款	2.1	10.4	3.8	6.8	9.2	投资资本周转天数	259	299	274	286	277
存货	307.4	341.0	374.2	517.4	621.2						
其他流动资产	6.8	51.6	29.2	40.4	34.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	19.1%	5.4%	4.7%	7.0%	9.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.7%	4.8%	4.0%	6.2%	7.5%
长期股权投资	9.9	9.6	9.4	9.1	8.8	ROIC	25.6%	16.9%	14.7%	22.2%	21.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	109.7	110.1	98.1	82.1	65.1	销售费用率	4.8%	4.7%	5.5%	4.8%	4.3%
在建工程	-	4.3	24.3	54.3	94.3	管理费用率	3.2%	3.6%	3.5%	3.3%	3.0%
无形资产	2.7	2.6	2.2	1.7	1.2	研发费用率	7.8%	8.7%	11.0%	9.5%	9.5%
其他非流动资产	20.2	26.7	10.9	10.2	9.4	财务费用率	-0.1%	-0.6%	0.0%	-0.5%	-0.2%
资产总额	923.1	2,136.3	2,313.1	2,357.7	2,765.0	四费/营业收入	15.7%	16.5%	17.0%	14.3%	13.7%
短期债务	29.5	20.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	94.4	87.6	185.9	119.5	260.3	资产负债率	28.2%	11.6%	14.6%	10.8%	17.8%
应付票据	79.6	88.9	136.2	118.4	214.9	负债权益比	39.3%	13.1%	17.1%	12.2%	21.7%
其他流动负债	44.4	40.4	6.9	7.2	7.2	流动比率	3.15	8.37	6.59	8.98	5.36
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.91	6.93	5.45	6.87	4.07
其他非流动负债	12.3	10.2	8.7	10.4	9.7	利息保障倍数	-396.58	-29.25	-1,029.52	-30.70	-92.64
负债总额	260.2	247.0	337.6	255.5	492.1	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.31	0.09	0.20	0.38
股本	73.0	97.3	100.7	100.7	100.7	分红比率	0.0%	30.6%	10.2%	13.6%	18.2%
留存收益	589.7	1,791.9	1,874.7	2,001.5	2,172.1	股息收益率	0.0%	0.7%	0.2%	0.5%	0.9%
股东权益	662.9	1,889.3	1,975.5	2,102.2	2,272.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	126.4	101.6	92.2	146.7	208.5
						加:折旧和摊销	17.4	20.4	20.1	20.9	21.6
						资产减值准备	14.2	12.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-4.1	-	-	-
						财务费用	0.5	0.1	-0.1	-5.2	-2.5
						投资收益	0.3	-8.0	-10.0	-5.9	-9.9
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-157.4	-116.6	9.8	-318.1	-55.7
						经营活动产生现金流量	-22.1	125.8	112.0	-161.6	161.9
						投资活动产生现金流量	-29.6	-1,073.5	-17.7	-28.4	-34.2
						融资活动产生现金流量	72.7	1,078.1	-26.5	-14.5	-35.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.26	1.01	0.92	1.46	2.07
						BVPS(元)	6.58	18.75	19.61	20.87	22.56
						PE(X)	34.8	43.3	47.7	30.0	21.1
						PB(X)	6.6	2.3	2.2	2.1	1.9
						P/FCF	109.8	92.9	76.1	-23.7	34.1
						P/S	6.0	6.2	5.4	4.4	3.4
						EV/EBITDA	-	25.3	24.8	18.0	12.5
						CAGR(%)	5.1%	27.1%	-13.5%	5.1%	27.1%
						PEG	6.8	1.6	-3.5	5.9	0.8
						ROIC/WACC	2.3	1.5	1.3	2.0	1.9
						REP	-	3.8	3.7	1.7	1.6

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034