

光迅科技 (002281.SZ)

国产光器件领先企业，自主可控受益国产算力发展

增持

核心观点

光通信领军企业，具备光电器件垂直整合布局。公司是中国信科集团所属公司，拥有从芯片、器件、模块到子系统的垂直集成能力，产品主要应用于电信光通信网络和数据中心网络。公司国内市场竞争能力凸显，并积极拓展海外市场。据 Omda 数据，公司在全球光器件行业排名第四，并在传输网、接入网和数通等领域份额靠前。公司整体成长稳健，短期有所承压，2024 年一季度实现营收 12.9 亿元，同比+1.8%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-24.2%。

AI 催化数通市场需求，公司受益国产算力建设。数通市场受益于 AI 催化，高速率光模块需求旺盛。国内智算中心正加速建设，国产算力芯片日渐成熟，推动国产算力配套光模块需求爆发。公司 400G 光模块已批量交货，800G 产品送样后陆续获得订单，有望受益国内算力需求，并持续积极突破海外市场。

骨干网 400G 升级以及 DCI 网络建设推动传输需求增长。电信市场，接入网需求平稳，据 LightCounting 预测 2024 年对应市场规模同比基本持平。传输网市场，中国移动已于 2023 年开启 400G 骨干网 OTN 设备招标（总规模约 36 亿元），运营商有望陆续启动骨干网 400G 升级。除此以外，随着东数西算建设推进以及智算中心发展，数据中心互联网络（DCI）需求有望爆发。公司具备光传送网端到端的整体解决方案，有望受益传输网需求增长。

竞争优势：自研光芯片实现垂直布局，产能持续扩充。公司通过自研以及收购形成三大光芯片平台布局（平面光波导、III-VI 族以及 SiP）。目前公司 25G 以下速率光芯片自给率较高，并积极研发 100G 以上产品。基于自有芯片，公司实现从芯片到子系统的产业垂直整合。作为央企所属公司，也有望充分发挥垂直优势，受益国产算力发展。产能方面，公司多次扩充产能支撑长期发展，2023 年公司完成定增募资 15.7 亿元，募资净额将用于 5G/F5G、数通光模块等的产能扩充以及研发中心建设。

风险提示：新产品进展不及预期，竞争加剧，盈利能力不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 80.6/99.7/120.9 亿元，分别同比增长 33%/24%/21%；归母净利润分别为 7.3/9.3/11.4 亿元，分别同比增长 19%/27%/22%，当前对应 PE 分别为 37/29/24 倍。公司是国内少有的拥有从芯片、器件、模块到子系统的垂直集成能力的公司，看好后续 400G 骨干网省级、DCI 网络建设以及数通市场 AI 机遇，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,912	6,061	8,061	9,973	12,090
(+/-%)	6.6%	-12.3%	33.0%	23.7%	21.2%
归母净利润(百万元)	608	619	734	933	1140
(+/-%)	7.3%	1.8%	18.5%	27.1%	22.2%
每股收益(元)	0.87	0.78	0.92	1.17	1.44
EBIT Margin	9.3%	8.8%	10.3%	10.4%	10.4%
净资产收益率 (ROE)	9.9%	7.3%	8.2%	9.7%	11.0%
市盈率 (PE)	38.8	43.4	36.6	28.8	23.6
EV/EBITDA	29.3	36.7	30.9	25.3	22.0
市净率 (PB)	3.86	3.18	3.00	2.80	2.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

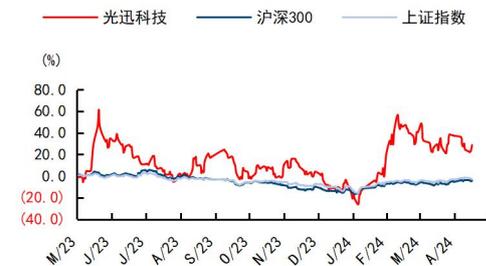
通信·通信设备

证券分析师：马成龙 联系人：钱嘉隆
021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	35.25 元
总市值/流通市值	27996/26645 百万元
52 周最高价/最低价	44.40/19.58 元
近 3 个月日均成交额	2369.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

光通信领军企业，内生外延、稳健成长

国内光通信领军企业，自研光芯片垂直整合

公司是国内光通信领军企业，二十余年通过内生外延实现光器件垂直布局。公司前身为1976年成立的邮电部固体器件研究所，2000年完成转制，2009年登陆深交所，成为国内首家上市的光电子企业。

公司通过多次收购与扩产进一步提升公司综合竞争力——2012年公司以6.1亿元完成控股股东旗下全资子公司武汉电信器件（WTD）并购；2013年进一步完成丹麦IPX并购，增强在无源光PECVD芯片领域技术实力；2016年，公司并购法国Almae加强高端有源芯片研发实力（加速在10G及以上速率芯片取得突破）。

目前公司产品覆盖光收发模块、有源光缆、光放大器、波长管理器件、光通信器件、子系统等，广泛应用于骨干网、城域网、接入网及数据中心领域，并通过自研芯片布局，实现光电器件的垂直整合布局。

图1：光迅科技发展历程（单位：百万元）



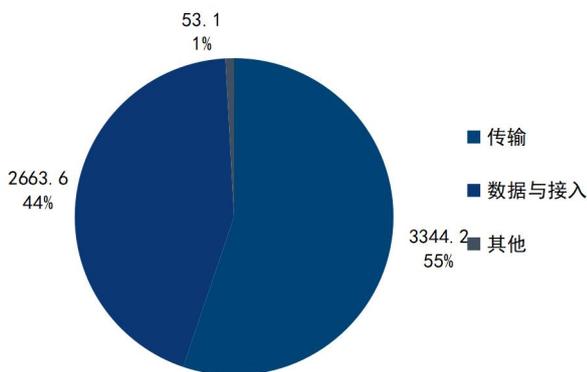
资料来源：Wind，公司官网，国信证券经济研究所整理

具体来看，目前公司主营业务包括：

(1) 传输业务：主要面向电信市场布局光无源器件、光放大器及子系统等产品。2023年传输业务实现收入33.4亿元，同比下降8.6%，占比为55.2%，毛利率约29.6%。

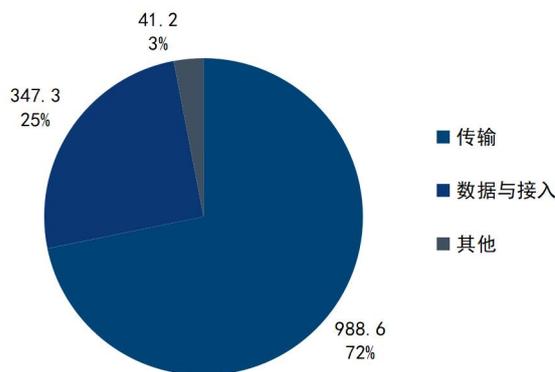
(2) 数据与接入业务：公司面向电信市场提供无线接入网（4G/5G）与宽带接入网（PON）的光模块产品，以及面向数通市场提供以太网光模块等产品。2023年，数据与接入业务实现收入26.6亿元，同比下降17.0%，占比为43.9%，毛利率约13.0%。

图2: 光迅科技收入结构（百万元，%，2023）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 光迅科技毛利结构（百万元，%，2023）

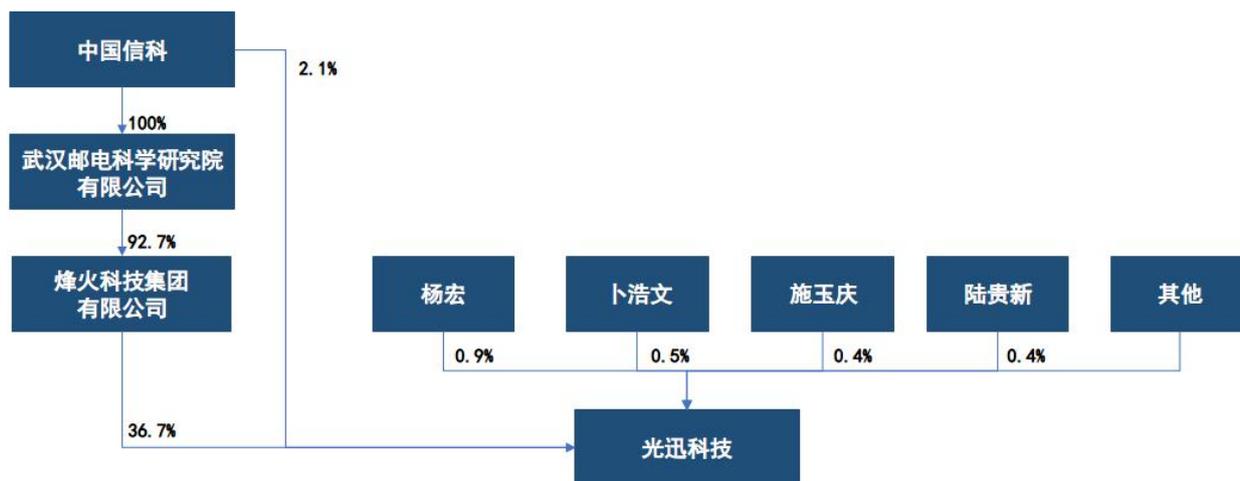


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

中国信科集团所属公司，多次实施股权激励

公司是中国信科集团所属公司，第一控股股东为烽火科技，控股 36.7%。

图4: 光迅科技股权结构（截至）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司已先后完成五次股权激励，覆盖面广，积极发挥激励作用：

- 2011年5月公司授予72名高管及公司中层、核心骨干人员为155.60万份股票期权，行权价格为43.90元；
- 2014年12月公司授予234名核心员工639.1万股限制性股票，占当时总股本3.14%，授予价格为19.52元。
- 2018年1月公司授予第二次股权激励，向521名核心骨干授予限制性股票1740万股，占当时总股本2.77%，授予价格9.55元。
- 2020年9月公司授予第三次股权激励，向701名高管及核心骨干授予限制性股票2095.2万股，占当时总股本3.10%，授予价格14.22元/股。
- 2023年6月公司授予第四次股权激励，向741名公司核心管理、业务及技术

骨干首次授予 2014.08 万股限制性股票，占当时总股本 2.57%，授予价格为 10.99 元/股。

表 1: 光迅科技历次股权激励情况

授予时间	授予人数 (人)	授予数量 (万份、万股)	行权 (授予) 价格 (元/股)	主要行权条件
2011.05	72	155.6	43.90	扣除非经常性损益后的加权平均 ROE 不低于 10%，且不低于同行业平均水平；扣非净利润增长率不低于 15%，且扣非净利润不低于近三年平均水平
2014.12	234	639.1	19.52	以 2013 年为基数，2015-2017 年净利润 CAGR 不低于 25%、30%、30%；ROE 不低于 8%、8.5%、10%
2018.01	521	1740	9.55	以 2016 年为基数，2018-2020 年净利润 CAGR 不低于 15%、15%、20%；ROE 不低于 10%
2020.09	701	2092.5	14.22	以 2018 年为基数，2020-2022 年净利润 CAGR 不低于 15%、15%、15%；ROE 不低于 10%
2023.6	741	2014.08	10.99	以 2021 年为基期，2023-2025 年净利润 CAGR 不低于 6%、7%、8%；ROE 不低于 8.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务状况：短期业绩承压，总体经营稳健

一季度公司短期业绩承压。2023 年公司营业收入 60.61 亿元，同比下降 12.31%，归母净利润 6.19 亿元，同比增长 1.80%。2024 年一季度营业收入 12.91 亿元，同比增长 1.79%，归母净利润 0.77 亿元，同比下降 24.21%。从历史维度来看，公司总体营收增长较为稳健，仅 2013 和 2023 年出现营收下滑。

图 5: 光迅科技营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图 6: 光迅科技归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)

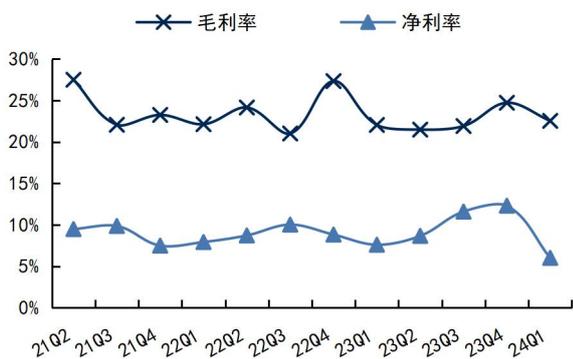


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年净利率提升，持续研发投入。2023 年公司毛利率同比下降 1.0pct 至 22.6%，其中传输类产品毛利率同比下降 0.8pct，数据与接入类产品毛利率同比下降 2.4pct。但受益于费用管控能力提升，净利率同比提升 1.4pct 至 10.2%。费用投入方面，2023 年公司持续投入高速光电子芯片、高端光收发模块等产品研发，投入研发费用 5.60 亿元，研发费用率约 9.2%；总体费用率管控能力提升，三项费用率合计下降 0.6pct。

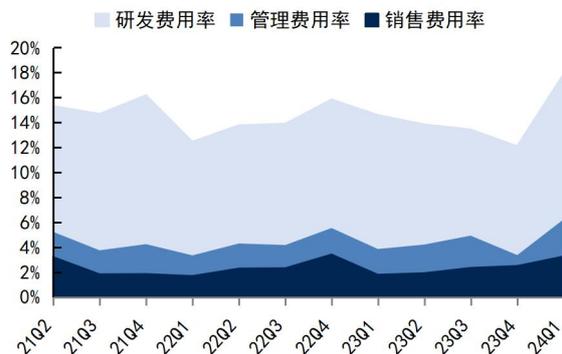
2024 年一季度，公司毛利率环比下降 2.2pct 至 22.5%，净利率环比下降 6.3pct 至 6.0%，主要由于费用率提升显著（因股权激励费用等）以及毛利率下降（产品结构变化）。

图7: 光迅科技单季度毛利率与净利率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 光迅科技单季度费用率情况 (%)



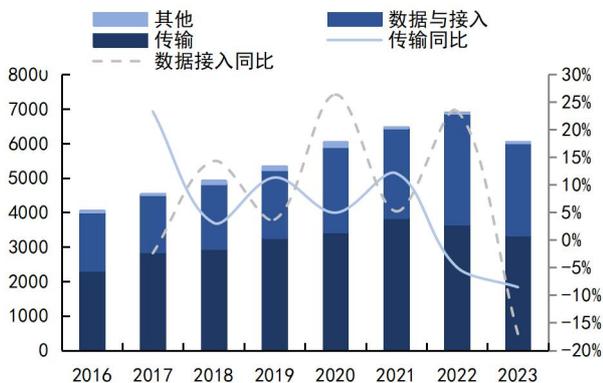
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

分业务和地区来看:

(1) 2023 年传输业务实现收入 33.4 亿元, 同比下降 8.6%, 占收比为 55.2%, 毛利率约 29.6%。数据与接入业务实现收入 26.6 亿元, 同比下降 17.0%, 占收比为 43.9%, 毛利率约 13.0%。

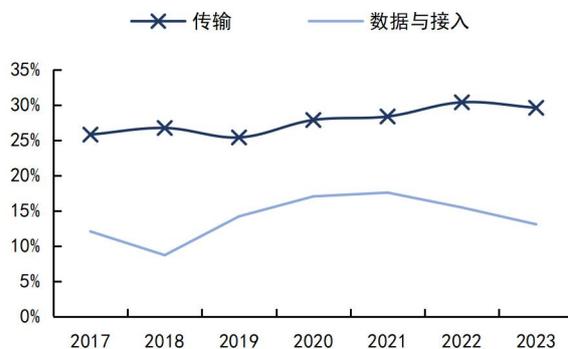
(2) 2023 年公司国内实现收入 39.8 亿元, 同比下降 9.0%, 营收占比 65.7%; 海外地区实现营收 20.80 亿元, 同比下降 18.0%, 营收占比 34.3%。

图9: 光迅科技分业务收入 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 光迅科技分业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

AI 催化数通市场需求，传输网受益骨干网升级和 DCI 网络建设

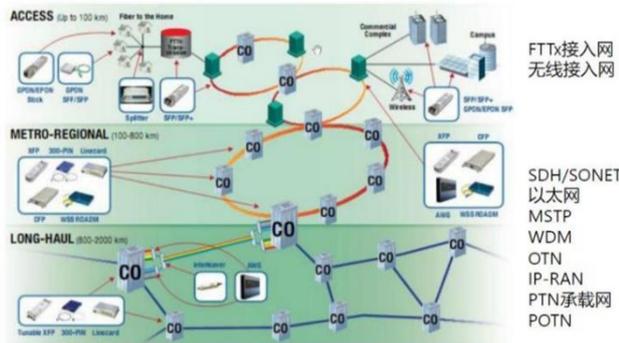
光通信：电信与数通市场需求广阔

光通信广泛应用于电信与数通市场，以光模块为考量，目前两者市场规模接近，合计市场规模超百亿美元：

(1) 电信网络的光通信应用：1980 年代光纤诞生以来，光通信应用从骨干网到城域网、接入网、基站。目前国内传输网络基本完成光纤化，但数据在进出网络时仍需要进行光电转换；未来向全光网演进。

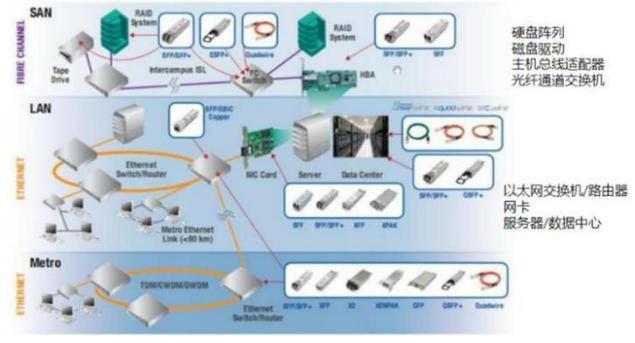
(2) 数据中心的光通信应用：1990 年代开始，光通信应用中短距离的园区、企业网络延伸到大型数据中心的系统机架间、板卡间、模块间、芯片间应用。数通应用近年来受益于移动互联网、云计算、AI 等持续加速，已逐步成为光模块最主要的下游场景。

图 11：光通信在电信网络的应用



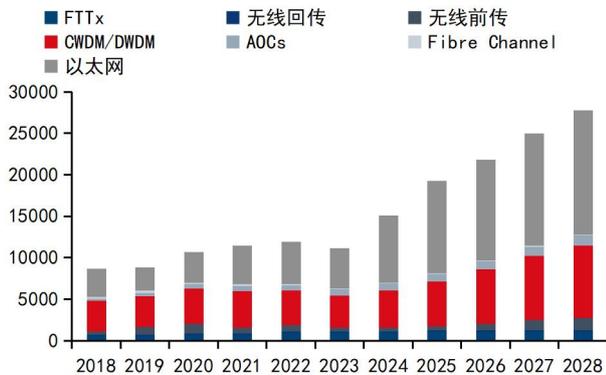
资料来源：光迅科技，国信证券经济研究所整理

图 12：光通信在数通领域的应用



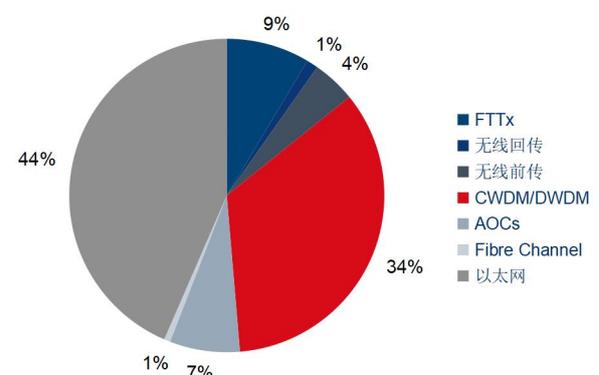
资料来源：光迅科技，国信证券经济研究所整理

图 13：光模块市场规模（百万美元）



资料来源：LightCounting，国信证券经济研究所整理

图 14：光模块下游应用领域（2023）

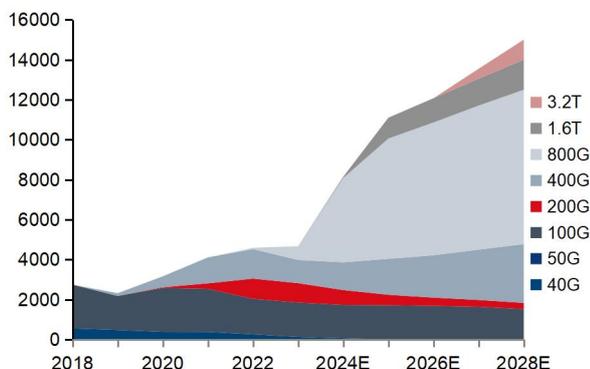


资料来源：LightCounting，Coherent，国信证券经济研究所整理

数通市场：AI 驱动市场需求旺盛，国产算力加速落地

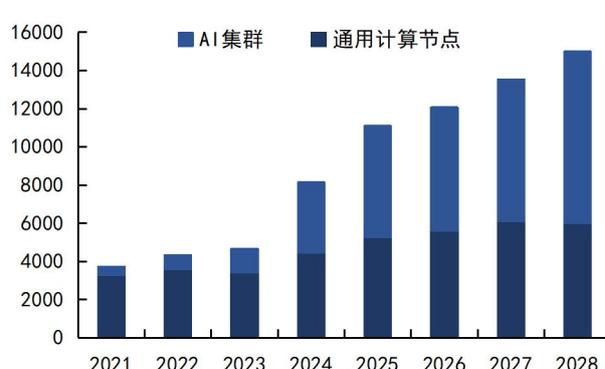
AI 成为数通市场光通信需求核心增长来源。光模块是 AI 投资中网络端的重要环节，在算力投资持续背景下，AI 成为光模块数通市场的核心增长力。

图 15：以太网光模块市场规模（百万美元，按速率）



资料来源：LightCounting, Coherent, 国信证券经济研究所整理

图 16：以太网光模块市场规模（百万美元，按应用领域）



资料来源：LightCounting, 国信证券经济研究所整理

聚焦国内视角，国内数通市场高速光模块需求有望快速增长：

(1) 政策重视 AI 发展，大力推进国内智算中心建设。总体规划层面，政策注重人工智能发展，对底层基础设施，尤其是智算中心加强规划。地方政府层面，多个地方政府已先后出台政策，在算力、运力、存储方面均有明确规划。

表 2：国内人工智能相关政策

时间	相关部门/地方	政策	相关说明
中央			
2023. 10	工信部、网信办、教育部、卫健委、央行、国资委	《算力基础设施高质量发展行动计划》	到 2025 年，算力方面，算力规模超过 300EFLOPS，智能算力占比达到 35%，东西部算力平衡协调发展。运载力方面，国家枢纽节点数据中心集群间基本实现不高于理论时延 1.5 倍的直连网络传输，重点应用场所光传送网（OTN）覆盖率达到 80%，骨干网、城域网全面支持 IPv6，SRv6 等创新技术使用占比达到 40%。存储力方面，存储总量超过 1800EB，先进存储容量占比达到 30%以上，重点行业核心数据、重要数据灾备覆盖率达到 100%。
2024. 2	国务院国资委	中央企业人工智能专题推进会	会议强调中央企业要更重视并主动拥抱人工智能变革，把发展人工智能放在全局工作中统筹规划，集中资源投入最需要、最有优势的领域，加快建设智能算力中心，促进跨 央企协同创新，带头抢抓人工智能赋能传统产业，构建数据驱动、人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济形态。
2024. 3		政府工作报告	深入推进数字经济创新发展。制定支持数字经济高质量发展政策，积极推进数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合。深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群。
地方			
2024. 3	青海	《青海省绿色算力基地建设方案》	到 2025 年，算力总规模超过 2.06EFLOPS，其中智能算力占比超过 35%。运力能力，省内数据中心间时延低于 2ms，至国家算力枢纽节点时延不高于 20ms，重点场所算力网络（OTN）通达率超过 50%，1ms 全光城市数量达到 5 个。存力总规模超过 10.7EB，先进存储容量占比达到 30%以上。
2024. 3	南京	《南京市推进算力产业发展行动方案》	到 2025 年，全市数据中心总规模达到 25 万标准机架，总算力超 8.5EFLOPS（FP32），可统筹智能算力超 6000PFLOPS（FP16）。打造南京都市圈、长三角重点城市算力设施 3ms 低时延圈，市内算力设施时延不高于 1ms。存储总量超 60EB，先进存储容量占比达到 40%以上。
2024. 3	上海	《上海市智能算力基础设施高质量发展“算力浦江”智算行动实施方案》	到 2025 年，上海市智能算力规模将超过 30EFlops，占总算力的 50%以上。网络时延：算力网络节点间单向网络时延将控制在 1 毫秒以内。存储容量：智算中心内先进存储容量占比将达到 50%以上。

(2024-2025 年)》

2024.3	广东	《广东省算力基础设施高质量发展行动计划暨“粤算”行动计划(2024-2025年)》	到2025年,在算力方面,算力规模达到38EFLOPS,智能算力占比达到50%。建成智能计算中心10个。在运载力方面,打造“城市内1ms、韶关至广深3ms、韶关至全省5ms”时延圈,重点应用场所光传送网(OTN)覆盖率达到90%。在存储力方面,存储总量超过260EB,先进存储容量占比达到30%以上,重点行业核心数据、重要数据灾备覆盖率达到100%。
2024.4	北京	《北京市算力基础设施建设实施方案(2024—2027年)》	到2025年,北京市智算供给规模达到45EFLOPS,2025-2027年根据人工智能大模型发展需要和国家相关部署进一步优化算力布局;到2027年,实现智算基础设施软硬件产品全栈自主可控,整体性能达到国内领先水平,具备100%自主可控智算中心建设能力,有效支撑对标国际领先水平的通用和行业垂类大模型的训练和推理。

资料来源:中国政府网,各地方政府官网,国信证券经济研究所整理

(2) 运营商加大智算领域资本开支,相关算力服务器采购已启动。运营商2024年资本开支加强算力领域投资:如中国移动规划2024年投资1730亿元,其中,算力规划投资475亿元(同比+21.5%);中国电信规划2024年实现资本开支960亿元(同比-3%),其中产业数字化资本开支369.6亿元(占38.5%,提升2.5pct),包括面向云/算力领域投资180亿元;中国联通规划2024年资本开支650亿元(预计同比-12%),投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务。

三大运营商已先后开启 AI 服务器招标:

中国移动近期启动2024年至2025年新型智算中心的大规模采购,规划采购7994台AI训练服务器及60台以太网交换机;此前,移动2023-2024年新型智算中心(试验网)集采项目12个标包对应AI训练服务器采购量总计达到2454台(1-11标包集采1204台,12标包集采1250台)。

中国电信2023-2024年AI服务器共采购4175台训练型服务器,其中G系列(鲲鹏CPU)训练服务器合计招标1977台(合计金额约27.8亿元),I系列(Intel CPU)训练服务器合计招标2198台。

中国联通2024年3月23日首次集采AI服务器,根据预审公告,中国联通本次将采购2503台AI服务器,688台关键组网设备RoCE交换机。

表3:中国移动2023年至2024年新型智算中心(试验网)采购(标包12)及中标候选人

标包	产品名称	数量(台)	中标候选人	份额	投标报价(亿元)
标包一	特定场景AI训练服务器(扣卡风冷)	106	昆仑技术	40.96%	24.74
			华鲲振宇	30.08%	24.74
标包二	特定场景AI训练服务器(扣卡液冷)	1144	烽火通信	20.48%	24.74
			神州数码	8.48%	24.74
合计		1250		100%	24.74

资料来源:中国移动,国信证券经济研究所整理

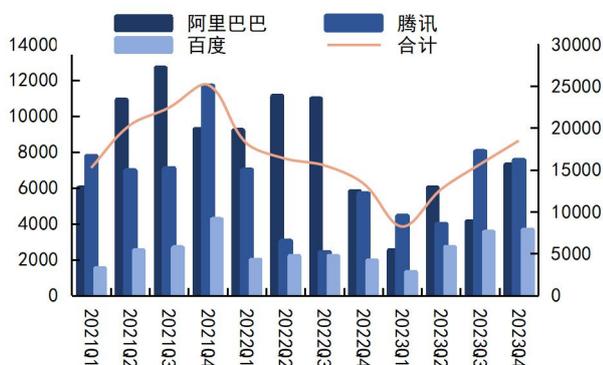
表4: 中国电信 AI 算力服务器（2023-2024 年）集采及中标候选人

标包	产品品类	产品名称	规格	数量 (台)	中标候选人	投标报价 (亿元)
标包一	I 系列服务器	主设备-训练型风冷服务器 (I 系列)	CPU: Intel 至强可扩展处理器*2 GPU>=8 片, 单卡 FP16 算力不低于 300TFLOPS (H800)	2073	超聚变 浪潮信息 紫光华山	53.4 53.4 53.7
		配套设备-IB 交换机	64 个 NDR 400G 端口; 32 个 OSFP 光模块	1129	宁畅 中兴通讯 烽火通信	53.8 52.9 50.4
标包二	I 系列服务器	主设备-训练型液冷服务器 (I 系列)	CPU: Intel 至强可扩展处理器*2 GPU>=8 片, 单卡 FP16 算力不低于 300TFLOPS (H800)	125	联想 超聚变	52.1 3.4
		配套设备-Infiniband 交换机	64 个 NDR 400G 端口; 32 个 OSFP 光模块	53	浪潮信息 紫光华三 宁畅 华鲲振宇 昆仑技术 烽火通信	3.4 3.4 3.4 13.0 13.0 13.0
标包三	G 系列服务器	训练型风冷服务器 (G 系列)	CPU: 鲲鹏 920 系列*4 GPU>=8 片, 单卡 FP16 算力不低于 280TFLOPS	1048	宝德 新华三 湘江鲲鹏 神州数码 黄河科技 华鲲振宇 昆仑技术 烽火通信	13.0 13.0 13.0 13.0 13.1 14.8 14.8 14.8
标包四	G 系列服务器	训练型液冷服务器 (G 系列)	CPU: 鲲鹏 920 系列*4 GPU>=8 片, 单卡 FP16 算力不低于 280TFLOPS	929	新华三 宝德 湘江鲲鹏 神州数码 黄河科技	14.8 14.8 14.8 14.8 14.8

资料来源: 中国电信, 国信证券经济研究所整理

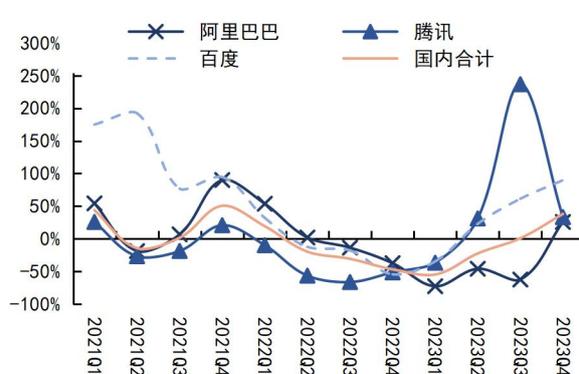
(3) 互联网资本开支回暖, 加大 AI 投资。2023 年三季度开始, 国内 BAT 合计资本开支实现同比增长, 趋势在四季度延续——据 BAT 财报显示, 2023 年四季度合计资本开支 184.7 亿元, 同比增长 38%, 环比增长 18%。AI 是 BAT 重要的投资方向, 百度、阿里、腾讯等公司密集发布大模型, BAT 也均表示将持续加大人工智能投入。

图 17: BAT 季度资本开支情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: BAT 资本开支同比增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

高性能芯片禁运背景下, 国产算力加速替代。美国对中国先进芯片进口限制持续

升级——2023 年 10 月，美国颁布新的半导体出口限制，对芯片算力和性能密度做了更严格的规定，根据该要求，英伟达 A100/A800、H100/H200/H800、L4、L40s 均不满足出口条件。2024 年 4 月美国再次修订防止中国取得美国 AI 芯片和芯片制造设备的规定。这一背景下，国内算力自主可控是必然趋势。

表5: 美国 AI 芯片禁运相关法规

法规日期	性能指标	涉及芯片	芯片性能指标
2022. 8 (3A090. a)	限制每次运算位长乘以 TOPS 为单位的处理性能不能大于 4800	A100	性能指标 TPP>4800, 性能密度指标>5. 92
		H100	性能指标 TPP>4800, 性能密度指标>5. 92
2023. 10 (3A090. b)	(1) 总计算能力 TPP (算力*位宽) 超过 4800 的芯片; 性能指标 TPP<4800, 性能密度处于 1. 6~5. 92 区间 (2) TPP 超过 1600 且 PD(TPP/芯片面积) 超过 5. 92 的芯片; 性能指标 TPP<4800, 性能密度处于 1. 6~5. 92 区间 (3) 2400≤TPP<4800, 且 1. 6≤PD<5. 92 的芯片; (4) 1600≤TPP, 且 3. 2≤PD<5. 92 的芯片	A800	性能指标 TPP>4800, 性能密度指标>5. 92
		H800	性能指标 TPP>4800, 性能密度指标>5. 92
		L40S	性能指标 TPP<4800, 性能密度处于 1. 6~5. 92 区间
		4090	性能指标 TPP<4800, 性能密度处于 1. 6~5. 92 区间
2024. 4	新规文件更新, 对于包含满足 3A090. a 和 3A090. b 限制要求的计算机或服务器整机组装类产品, 同样实施出口管制		

资料来源: 美国商务部, 国信证券经济研究所整理

我国国产 AI 芯片以华为昇腾系列为代表, 蓄势待发。华为于 2018 年首发昇腾 310 推理芯片, 可用于边缘计算领域; 2019 年发布昇腾 910 训练芯片应用于云端领域; 2023 年科大讯飞公布其使用华为昇腾 910B 的星火一体机, 据科大讯飞, 其性能可对标 A100。另据路透社报道, 百度为 200 台服务器订购了 1600 片昇腾 910B。华为之外, 海光信息深算三号、寒武纪思元 590 等国内芯片厂商以及互联网大厂自研芯片布局也在持续推进。

表6: 国内部分华为昇腾智算中心项目

项目名称	地区	运营主体	设计算力规模	已建成规模	芯片方案
天津人工智能计算中心项目一期	天津市河北区	天津市河北区政府	100P	100P	华为
天津市人工智能计算中心二期项目	天津市河北区	天津市河北区政府	100P (已上线一二期共 200P, 但总的规划 100P 算力为 400P)		华为
河北人工智能计算中心	河北省廊坊	廊坊市委、市政府	300P	完成一期建设 100P	华为
南京智能计算中心	南京市麒麟科技创新园	南京中科逆熵科技有限公司	理论峰值为 1250P	140P	华为
南京鲲鹏·昇腾人工智能计算中心	南京江北新区中心		40P	40P	华为
中国移动呼和浩特智算中心项目——内蒙古	内蒙古呼和浩特和林格尔新区	中国移动	6000P		华为

资料来源: IDC 圈, 国信证券经济研究所整理

表 7: 国内 AI 加速芯片和英伟达 GPU 对比

	A800 (PCIe/SXM)	A100 (PCIe/SXM)	华为 Ascend 910B	H800 (PCIe/SXM)	H100 (PCIe/SXM)	L20 (PCIe)	H20 (PCIe/SXM)	深算一号
年份	2022	2020	2023	2022	2022	2023	2023	21H1
工艺	7nm	7nm		4nm	4nm	4nm	4nm	7nm
架构	Ampere	Ampere	HUAWEI Da Vinci	Hopper	Hopper	Ada Lovelace	Hopper	-
TDP	300/400W	300/400W	400W		350/700W	275W	400W	350W
GPU 内存	80G HBM2e	80G HBM2e	64G HBM2e	80G HBM3	80G HBM3	48G GDDR6	80G HBM3	32GB
GPU 内存带宽		1935/2039 GB/s			2/3.35 TB/s	864GB/s	4.0TB/s	1024 GB/s
GPU 互连 (一对一)	NVLINK 400GB/s	PCIe Gen4 64GB/s, NVLINK 600GB/s	HCCS 56GB/s	NVLINK 400GB/s	PCIe Gen5 128GB/s, NVLINK 900GB/s	PCIe Gen4 64GB/s	PCIe Gen5 128GB/s, NVLINK 900GB/s	PCIe Gen4x16
GPU 互连 (一对多)	NVLINK 400GB/s	PCIe Gen4 64GB/s, NVLINK 600GB/s	HCCS 392GB/s	NVLINK 400GB/s	PCIe Gen5 128GB/s, NVLINK 900GB/s	PCIe Gen4 64GB/s	PCIe Gen5 128GB/s, NVLINK 900GB/s	xGMI x 2, Up to 184 GB/s
FP32	-	19.5TFLOPS	-	-	51/67 TFLOPS	59.8 TFLOPS	44 TFLOPS	-
TF32 (TensorFloat)	-	156/312 TFLOPS	-	-	756/989 TFLOPS	59.8 TFLOPS	74 TFLOPS	-
BFLOAT16 TensorCore	-	156/312 TFLOPS	-	-	-	119/119 TFLOPS	148/148 TFLOPS	-
FP16 TensorCore	-	312/624 TFLOPS	320 TFLOPS	-	1513/1979 TFLOPS	-	-	-
FP8 TensorCore	NOT support	NOT support	640 TFLOPS	-	3026/3958TF LOPS	-	-	-
INT8 TensorCore	-	624/1248 TFLOPS	640 TFLOPS	-	3026/3958TF LOPS	239/239 TFLOPS	296/296 TFLOPS	-

资料来源：英伟达，华为，架构师联盟，SDNLAB，海光信息招股说明书，国信证券经济研究所整理

电信市场：接入网需求相对平稳，传输网关注骨干网升级及 DCI 网络建设

国内视角，随着 5G 建设和千兆宽带升级节奏从高点回落，接入网需求相对承压：

(1) 运营商 5G 资本开支从高点回落，网络投资显现拐点。

中国移动 2023 年公司完成投资 1803 亿元（略低于此前 1832 亿元指引），规划 2024 年投资 1730 亿元，其中，5G 网络投资规划 690 亿元（同比-21.6%）。

中国电信 2023 年实现资本开支 988 亿元，预计 2024 年实现资本开支 960 亿元（同比-3%）。结构来看，2024 年移动网计划投资 295 亿元（同比-15%），占比下降 4.5pct 至 30.7%。

中国联通 2023 年公司资本开支为 738.7 亿元（同比-0.4%），略低于此前指引（769 亿元），其中 5G 完成投资 373.7 亿元（同比+13.1%）。2024 年规划资本开支 650 亿元（预计同比-12%），网络投资显现拐点，投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务。

表8: 三大运营商资本开支明细情况 (亿元)

中国移动	连接	算力	能力	基础	总计
2022	1171	335	134	212	1852
2023	1090 (其中 5G:880)	391	134	188	1803
2024E	874 (其中 5G:690)	475	163	218	1730
YoY	-20%	21%	22%	16%	-4%

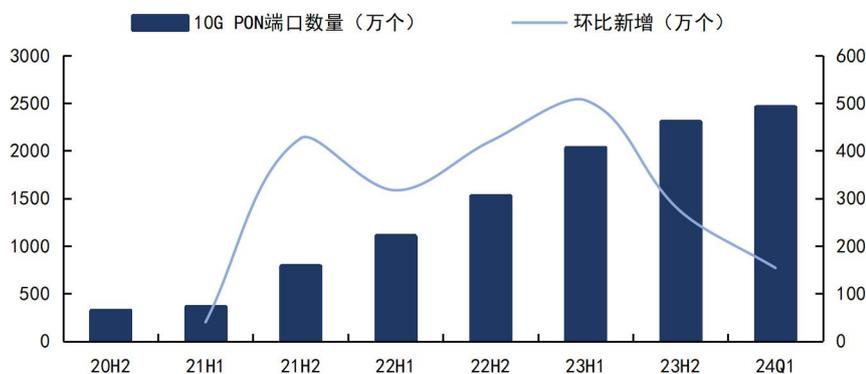
中国电信	移动网 (5G+4G)	产业数字化	宽带网	运营系统	基础设施	总计
2022	320	271	186	148		867.2
2023	348	355	168		117	988.4
2024E	295	370	160		135	960
YoY	-15%	4%	-4%		15%	-3%

中国联通	基础设施、 传输网及其他	固网宽带及数据	移动网络	5G	算网投资	总计
2021	338.1	131.1	220.8			690
2022				331	142	742
2023				374	-	739
2024E						650
YoY						-12%

资料来源: 运营商官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(2) 国内固网接入千兆升级, 10G PON 节点部署节奏平稳。2021-2022 年, OLT 端 10G PON 部署速度和升级进度快于政策指引, 截至 2022 年底 10G PON 端口数量达 1523 万个。2023 年, 部署节奏整体平稳, 全年新增 10G PON 端口数 779 万个至 2302 万, 整体节奏平稳。

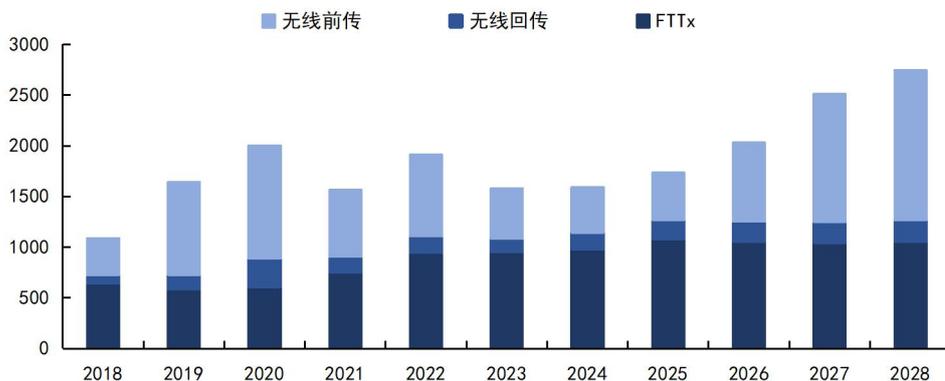
图 19: 国内 10G PON 端口数量 (万个)



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

整体来看, 考虑到海外 5G 与 FTTx 需求, 全球接入网需求 2024 年维持平稳。全球维度, 5G 建设仍在持续推进, 同时 FTTx 及 10G PON 升级推进, 短期内整体需求维持平稳。据 LightCounting 预测, 预计 2024 年 FTTx 所需 PON 光模块市场规模为 9.7 亿美元, 同比+2.4%; 无线前传和无线回传市场光模块市场规模约 6.2 亿美元, 同比有所下滑。后续随着 25/50G PON 等建设推进, 电信接入网市场有望重启增长。

图20: 电信接入网光模块市场规模（百万美元）



资料来源: Lightcounting, 国信证券经济研究所整理

传输市场, 国内 400G 骨干网升级在即。随着 FTTx 和 5G 的规模部署, 运营商需要不断升级波分传输系统来应对流量增长的挑战。2024 年有望成为国内 400G 骨干网部署落地元年, 中国移动 2023 年已启动 400G 骨干网 OTN 设备招标（招标规模约 36.3 亿元），其首条 400G 全光省际（北京-内蒙古）骨干网于 2024 年 3 月正式商用, 年中将全面实现“东数西算”8 大枢纽间高速互联。

表9: 中国移动省际骨干传送网 400G OTN 新技术试验网设备集中采购招标

标包	数量 (个)	中标候选人	投标报价 (亿元, 含税)	
标包一	400G OTN 试验网一平面	6126	华为	19.5
标包二	400G OTN 试验网二平面东部	3408	中兴通讯	10.7
标包三	400G OTN 试验网二平面西部	1656	烽火通信	4.9
合计				35.1

资料来源: 中国移动, 国信证券经济研究所整理

图21: 中国移动全球首条 400G 全光省际骨干网正式商用

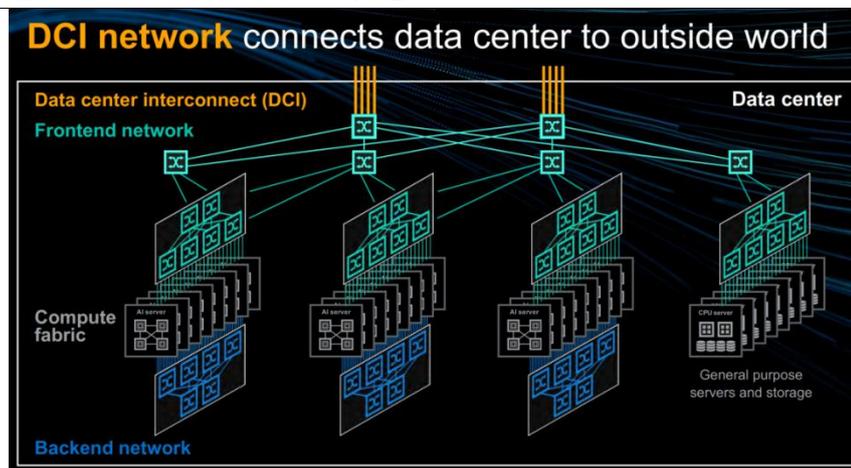


资料来源: 中国移动, 国信证券经济研究所整理

除此以外, 考虑到当前的 AI 集群规模已经从数千个 GPU 增长到数万个 GPU, 未来

可能会发展到数十万乃至数百万个加速单元的超级计算集群，AI 时代需要建造比现在规模更大的数据中心，或者将一个数据中心内部分割出多个集群建筑单元，构建一个逻辑上规模更大的数据中心。这些更大规模的 AI 集群所需的连接距离从不到 2 公里增加到 10-20 公里，10-20km 的互联需要 DCI 互联网络支撑。DCI 互联需求有望受益东数西算和智算中心建设，推动传输网需求进一步增长。

图 22: 包含 DCI 互联的 AI 集群网络架构示意图



资料来源: Marvell, 国信证券经济研究所整理

竞争格局：国产厂商占据领先地位，公司份额领先

国内厂商已占据光模块市场领先地位。10G 时代以北美光模块厂商为主，40G 时代，中际旭创和 AOI 崛起；100G 时代，北美传统光模块厂商份额下滑，国内光模块企业崛起。根据 LightCounting 数据，2021 年，在全球前十名的光器件和模块供应商中，中国供应商的营收超过了西方竞争对手的营收，2022 年-2023 年，这一差距进一步扩大，国内厂商已占据全球领先地位。

表 10: 2010-2022 年光模块市场前十大厂商变化

序号	2010	2016	2018	2022
1	Finisar	Finisar	Finisar	中际旭创&Coherent
2	Opnext	海信宽带	中际旭创	
3	Sumitomo	光迅科技	海信宽带	Cisco (Acacia)
4	Avago	Acacia	光迅科技	华为 (海思)
5	Source Photonics	FOIT (Avago)	FOIT (Avago)	光迅科技
6	Fujitsu	Oclaro	Lumentum/Oclaro	海信宽带
7	JDSU	中际旭创	Acacia	新易盛
8	Emcore	Sumitomo	Intel	华工科技
9	WTD	Lumentum	AOi	Intel
10	NeoPhotonics	Source Photonics	Sumitomo	索尔思光电

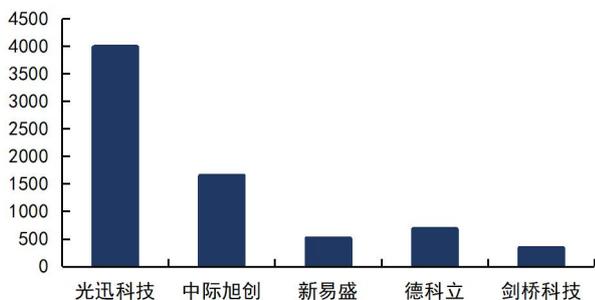
资料来源: LightCounting, 国信证券经济研究所整理

公司在多个细分市场份领先。据 Omdia 数据，2022Q4—2023Q3 周期内，光迅科技在全球光器件市场的占有率为 6.3%，全球排名第四。细分市场方面，公司在电信传输网、数据中心、接入网三个细分市场的排名分别为全球第 4、5、3 名，份额靠前。

国内市场，公司竞争力显著。公司收入结构以国内市场为主，虽然在数据中心领域的海外市场未形成好的先发优势，但国内市场竞争力靠前。公司连续十七年入

选“中国光器件与辅助设备及原材料最具竞争力企业 10 强”“全球光器件最具竞争力企业 10 强”。

图 23: 主要光模块厂商国内收入对比 (百万元, 2023)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

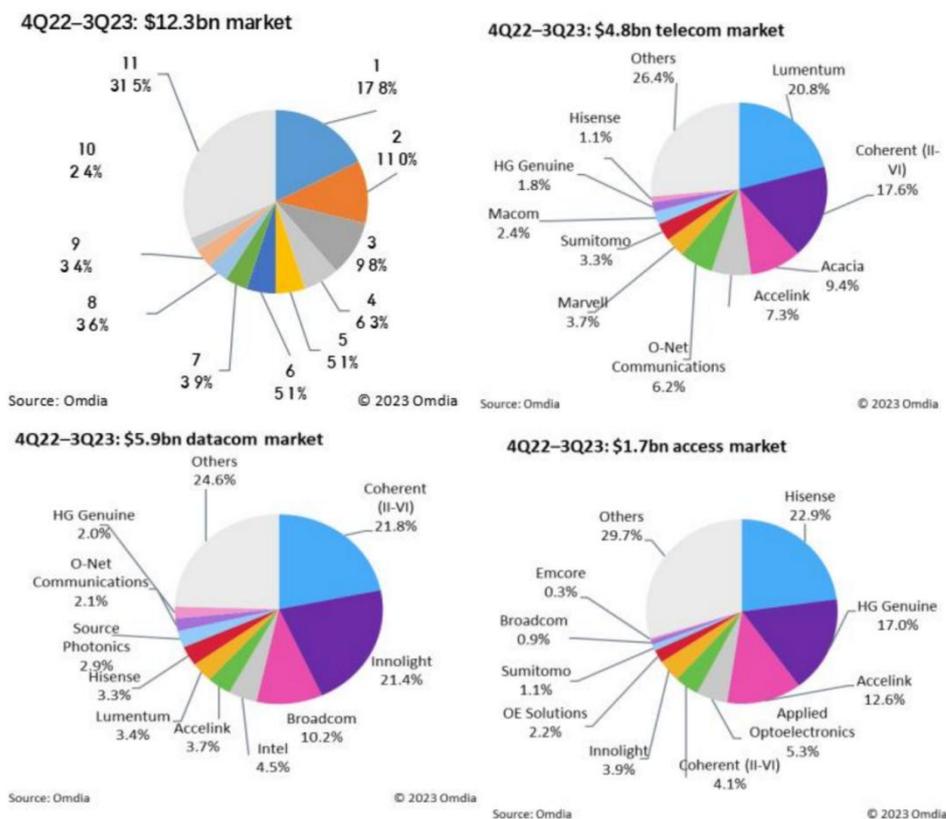
图 24: 2023 年中国光器件与辅助设备最具竞争力企业 10 强

《2023年(第十七届)中国光器件与辅助设备最具竞争力企业10强》榜单

排名	公司	直接计算指标加权得分(权重为70%)										间接计算指标加权得分(权重为30%)										数据来源
		营业收入	净利润	净资产收益率	总资产周转率	出口收入占比	研发投入占比	净资产收益率	总资产周转率	客户粘性	品牌知名度	企业文化	行业地位	市场占有率	竞争力得分	竞争力得分	竞争力得分	竞争力得分				
1	光迅科技	13484	1348	0.0749	0.0039	0.0062	0.2047	0.0035	0.0037	0.0242	3.0153	0.5298	0.4172	0.3549	0.3479	0.4335	2.0483	2.7252	1000	上市公司年报		
2	中际旭创	14285	15081	0.1162	0.0849	0.0882	0.2178	0.0240	-0.0887	-0.0989	3.3892	0.4959	0.3733	0.3453	0.3287	0.3383	1.6715	2.7239	999	上市公司年报		
3	新易盛	6281	10086	0.0986	0.0124	0.0142	0.2472	0.0208	0.0105	0.1288	2.1705	0.4005	0.3498	0.2504	0.3100	0.2987	1.6992	2.0221	988	上市公司年报		
4	博创科技	3367	9227	0.0297	0.0030	0.0083	0.1817	0.0101	0.0073	0.0284	1.3886	0.3829	0.2887	0.2329	0.2841	1.5989	1.4110	942	上市公司年报			
5	慧博	54711	93655	0.0123	0.0024	0.0037	0.0184	0.0004	-0.0073	0.0576	0.3838	0.2787	0.2777	0.2640	0.2781	1.4039	1.0566	926	上市公司年报			
6	中航光电	6460	9188	0.0520	0.0601	0.0712	0.1196	-0.0114	0.0040	0.0024	0.8893	0.4036	0.3491	0.1866	0.2978	0.2699	1.4931	1.0705	927	上市公司年报		
7	天孚通信	22015	4437	0.0482	0.0108	0.0406	0.0173	0.0078	0.0065	0.8334	0.3743	0.3221	0.2157	0.2101	0.2241	1.3483	1.8872	923	上市公司年报			
8	四川光宝	2531	9089	0.0123	0.0030	0.0084	0.2292	-0.0044	-0.0077	0.5600	0.3879	0.3577	0.2752	0.2778	0.2785	1.5772	8792	918	上市公司年报			
9	凌云光技术	-3505	8748	0.0022	0.0005	-0.0001	0.1969	-0.0118	0.0053	0.0002	0.8752	0.4017	0.3211	0.2508	0.2013	1.3448	1.8061	915	上市公司年报			
10	烽火光电	6880	9193	0.0112	0.0029	0.0025	0.0286	0.0076	0.0037	0.0040	4.1077	0.3376	0.2942	0.1999	0.2191	0.2115	1.2406	1.8613	908	上市公司年报		

资料来源: 网络电信研究院, 国信证券经济研究所整理

图 25: 全球光器件市场及各细分市场占有情况



资料来源: Omdia, 国信证券经济研究所整理

公司积极开拓数通海外市场。公司现阶段较大的劣势是在数据中心领域的海外市场未形成好的先发优势, 数通市场海外突破有望带来更大增量。公司正积极布局海外市场, 例如公司与思科合作, 联合于 OFC 2024 推出 1.6T OSFP-XD 硅光模块。

图26: 光迅科技联合思科推出 1.6T OSFP-XD 硅光模块



资料来源: 光迅科技, 国信证券经济研究所整理

核心竞争力：自研光芯片实现垂直布局，产能持续扩充

内生外延布局光芯片，实现光电器件垂直整合

公司通过自研与收购，形成自有光芯片布局。公司目前有多种类型激光器芯片（FP、DFB、EML、VCSEL 等）、探测器芯片（PD、APD）以及 SiP 芯片平台，为公司的直接调制和相干调制方案提供支持。

相关芯片产品通过自研和收购完成布局，具体来看：

- （1）武汉本部：从事 10G/25G 等 DFB、VCSEL 激光器芯片以及探测器芯片的研发、设计和制造；
- （2）丹麦 IPX：基于平面波导（PLC）技术平台，设计和制造无源光器件芯片；
- （3）法国 Almae：从事高端电吸收调制半导体激光器 EML 芯片的研发。

图 27：光迅科技展示硅光芯片



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

据中国电子报和公司公告，光迅科技中低端芯片自给率达 90%，25G 芯片自给率达 70%；50G VCSEL 光芯片正在小批量使用的状态。总体来看，50G 及以下芯片自供比例较高。100G 目前自用比例还不是很高，2024 年会持续提升自用光芯片的占比；200G 光芯片在研发之中。

光电器件垂直整合布局。芯片外，公司公有 COC、混合集成、平面光波导、微光器件、MEMS 器件等封装平台，为公司的有源和无源产品提供支持，形成一站式的产产品提供能力。公司产品涵盖全系列光通信模块、无源光器件和模块、光波导集成器件、光纤放大器，广泛应用于骨干网、城域网、宽带接入、无线通信、数据中心等领域。

表 11: 2023 年光迅科技研发投入项目

研发项目	项目目的	项目进展	拟达到目标	对公司影响
高速光电子芯片	推进 100GPAM4 速率及以上激光器、探测器，以及薄膜铌酸锂等光电子芯片产品化开发	按计划进行，部分芯片释 放交付	突破核心技术，形成核 心竞争力与供应保障	提升公司产品竞争力和供 应连续性
相干光器件	推进相干光模块用光芯片及 ITLA 等光器件产品开 发	按计划进行，部分器件提 交客户验证	突破核心技术，形成供 应能力	提升公司产品竞争力和供 应连续性
高端光收发模块	实现 400G/800G/1.6T 数据中心、AI 算力光互连， 400G/800G 相干，5G-A/6G 承载，50G PON 等光模块 产品研制与批量交付	按计划进行，部分产品提 交客户验证，并 开始交付	突破核心技术，改进供 应链，形成规模交付能 力	满足客户需求，增加产品 收入
超宽谱光放大器	研发 C++/L++光放大器，扩大电信骨干网的系统传 输容量	按计划进行，已 开始批量交付	突破核心技术，形成供 应能力	形成新的市场收入
大维度波长选择开关	实现大维度、超宽谱的 ROADM 系统应用	按计划进行，部分产品提 交客户验证	突破核心技术，形成供 应能力	形成新的市场收入
OPU 传感模块	探索通感传一体化市场应用	按计划进行，完 成样机开发与展示	探索光通信与光纤传 感技术的融合，寻找新 的业务增量	形成新的市场收入

资料来源: LightCounting, 国信证券经济研究所整理

定增募资扩充产能，把握 AI 等市场机遇

收购 WTD 后，公司已完成 3 次定增，主要用于产能扩充：

(1) 2014 年，公司完成定增 6.3 亿元，募集资金净额用于宽带网络核心光电子芯片与器件产业化项目，募投项目的目标产能为年产 150.60 万只 10G 发射器件、年产 84.00 万只 10G 接收器件、年产 4.80 万只 25G 发射器件、年产 0.96 万只 40G 接收器件。

(2) 2019 年，公司完成定增 8.1 亿元，募集资金净额用于数据通信用高速光收发模块产能扩充项目和补充流动资金。产能扩充项目计划投产后形成目标产能为年产 80.89 万只 100Gb/s 光模块。

(3) 2023 年，公司完成定增 15.7 亿元，募集资金净额用于高端光通信器件生产建设项目和高端光电子器件研发中心建设项目。产能项目投产后形成年产 5G/F5G 光器件 610.00 万只、相干器件、模块及高级白盒 13.35 万只、数通光模块 70.00 万只的规模。

表 12: 光迅科技近三次融资明细

日期	募资总额 (亿元)	项目	年产能
2014	6.3	宽带网络核心光电子芯片与器件产业化项目	150.60 万只 10G 发射器件、年产 84.00 万只 10G 接收器件、年产 4.80 万只 25G 发射器件、年产 0.96 万只 40G 接收器件
2019	8.1	数据通信用高速光收发模块产能扩充项目 补充流动资金	年产 80.89 万只 100Gb/s 光模块
2023	15.7	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	年产 5G/F5G 光器件 610.00 万只、相干器件、模块及高级白盒 13.35 万只、数通光模块 70.00 万只的规模

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

盈利预测：

1. 传输业务：展望 2024 年，随着中国移动开始 400G 骨干网建设，中国电信、中国联通有望逐步跟进。干线 400G 的商用将 WDM/OTN 系统工作波段从现有 C 波段扩展至 C+L 波段，将带动高速相干光模块、C+L 波段光放大器和 WSS 等器件的需求。基于此，假设 2024-2026 年公司传输业务收入增速分别为 12%/8%/5%。

毛利率整体平稳，假设 2024-2026 年毛利率分别为 30%/30%/29%。

2. 数据与接入业务

接入网：（1）无线接入网方面，国内 5G 资本开支下行，考虑到 5G 建设周期较 4G 拉长以及全球 5G 建设节奏不同，总体来看无线接入网需求未来三年稳中有降。固网接入市场，全球范围内，经过连续三年的大规模宽带网络扩张和升级后，固网接入的支出在 2023 年恢复到正常水平，PON 设备需求同比持平。展望短期，固网接入市场有望维持平稳，关注后续 25G/50G PON 技术应用。

（2）数通市场：政府、运营商和互联网厂商积极投入智算中心建设，国产算力需求有望加速国内 400G、800G 光模块应用。

基于此，假设 2024-2026 年公司数据与接入业务收入增速分别为 60%/38%/32%。

毛利率方面，随着高速率光模块产品出货提升，带动板块毛利率提升，假设 2024-2026 年毛利率分别为 19%/20%/20%。

3. 其他

其他业务占公司收入比重较低，假设增速、毛利率维持平稳。

表 13: 光迅科技营收拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
传输				
收入（百万元）	3344	3755	4061	4270
增速	-8.6%	12.3%	8.2%	5.2%
毛利率	29.6%	29.6%	29.6%	28.7%
数据与接入				
收入（百万元）	2664	4248	5849	7750
增速	-17.0%	59.5%	37.7%	32.5%
毛利率	13.0%	18.6%	19.7%	20.3%
收入（百万元）	45	49	54	60
增速	19.4%	10%	10%	10%
毛利率	70.0%	65.0%	65.0%	65.0%
其他主营业务				
收入（百万元）	8.2	9	10	10
增速	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
毛利率	49.7%	49.7%	49.7%	49.7%
合计				
总营收（百万元）	6061	8061	9973	12090
增速	-12.3%	33.0%	23.7%	21.2%
毛利率	22.6%	24.1%	24.0%	23.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

基于此，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 80.6/99.7/120.9 亿元，分别同比增 33%/24%/21%；归母净利润分别为 7.3/9.3/11.4 亿元，分别同比增长 19%/27%/22%。

投资建议：预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 80.6/99.7/120.9 亿元，分别同比增 33%/24%/21%；归母净利润分别为 7.3/9.3/11.4 亿元，分别同比增长 19%/27%/22%，当前对应 PE 分别为 37/29/24 倍。公司是国内少有的拥有从芯片、器件、模块到子系统的垂直集成能力的公司，看好后续 400G 骨干网省级、DCI 网络建设以及数通市场 AI 机遇，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 14: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (5月15日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
002281.SZ	光迅科技	增持	33.83	0.78	0.92	1.17	43.4	36.6	28.8	3.0	269
同类公司											
300308.SZ	中际旭创	买入	166.77	2.71	6.12	8.22	61.5	27.3	20.3	7.0	1,339
300502.SZ	新易盛	无评级	80.77	0.97	2.02	2.92	83.3	39.9	27.6	8.3	573
300394.SZ	天孚通信	买入	135.39	1.85	3.43	5.00	73.2	39.5	27.1	12.4	535
	平均						72.7	35.6	25.0	9.3	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测，其中中际旭创、新易盛、天孚通信采用 Wind 一致预期数据

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2168	3736	4353	4298	4478	营业收入	6912	6061	8061	9973	12090
应收款项	2026	2479	2788	3484	4450	营业成本	5280	4689	6122	7580	9250
存货净额	2330	1886	2676	3270	3951	营业税金及附加	24	24	32	40	48
其他流动资产	237	183	194	294	338	销售费用	172	136	177	214	242
流动资产合计	6932	9288	10403	11869	13855	管理费用	133	117	161	191	217
固定资产	1357	1775	2003	2047	1986	研发费用	660	560	742	908	1076
无形资产及其他	312	288	276	265	253	财务费用	(123)	(154)	(105)	(115)	(116)
投资性房地产	1246	621	621	621	621	投资收益	4	1	0	0	0
长期股权投资	56	57	56	57	57	资产减值及公允价值变动	(170)	(138)	(141)	(130)	(120)
资产总计	9903	12028	13359	14857	16771	其他收入	(574)	(456)	(742)	(908)	(1076)
短期借款及交易性金融负债	99	225	134	153	171	营业利润	686	657	791	1025	1252
应付款项	2341	2246	2853	3545	4393	营业外净收支	(1)	20	15	0	0
其他流动负债	648	557	850	977	1202	利润总额	685	677	806	1025	1252
流动负债合计	3088	3027	3838	4674	5765	所得税费用	71	58	73	92	113
长期借款及应付债券	458	261	261	261	261	少数股东损益	5	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	247	307	313	322	348	归属于母公司净利润	608	619	734	933	1140
长期负债合计	705	568	575	584	609	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3792	3595	4412	5258	6374	净利润	608	619	734	933	1140
少数股东权益	(7)	(8)	(8)	(8)	(8)	资产减值准备	35	(24)	58	7	(3)
股东权益	6118	8440	8954	9607	10405	折旧摊销	294	294	184	230	255
负债和股东权益总计	9903	12028	13359	14857	16771	公允价值变动损失	170	138	141	130	120
关键财务与估值指标						财务费用	(123)	(154)	(105)	(115)	(116)
每股收益	0.87	0.78	0.92	1.17	1.44	营运资本变动	(816)	521	(145)	(555)	(594)
每股红利	0.18	0.18	0.28	0.35	0.43	其它	(31)	24	(58)	(7)	2
每股净资产	8.76	10.63	11.27	12.10	13.10	经营活动现金流	261	1572	914	738	921
ROIC	12.02%	9.79%	11%	16%	21%	资本开支	0	(475)	(600)	(400)	(300)
ROE	9.94%	7.34%	8%	10%	11%	其它投资现金流	(171)	(833)	612	(131)	(117)
毛利率	24%	23%	24%	24%	23%	投资活动现金流	(174)	(1309)	14	(532)	(417)
EBIT Margin	9%	9%	10%	10%	10%	权益性融资	31	1768	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	13%	13%	13%	负债净变化	(82)	(197)	0	0	0
收入增长	7%	-12%	33%	24%	21%	支付股利、利息	(128)	(145)	(220)	(280)	(342)
净利润增长率	7%	2%	19%	27%	22%	其它融资现金流	(382)	220	(90)	18	18
资产负债率	38%	30%	33%	35%	38%	融资活动现金流	(772)	1304	(310)	(262)	(324)
股息率	0.5%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	现金净变动	(685)	1568	617	(55)	179
P/E	38.8	43.4	36.6	28.8	23.6	货币资金的期初余额	2853	2168	3736	4353	4298
P/B	3.9	3.2	3.0	2.8	2.6	货币资金的期末余额	2168	3736	4353	4298	4478
EV/EBITDA	29.3	36.7	30.9	25.3	22.0	企业自由现金流	0	831	192	222	504
						权益自由现金流	0	854	197	345	628

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032