

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

博创科技 (300548)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年02月25日

与 Sicoya 等成立合资公司，全面布局硅光芯片

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
 证券分析师：马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002

事项：

公司昨晚发布公告称，拟以自有资金 435 万美元与 Sicoya GmbH 和陕西源杰半导体技术有限公司等共同成立中外合资有限公司。

国信通信观点：博创科技是光器件领域优质标的，以无源器件起家，做到细分领域龙头，后又切入有源业务。其中，收购成都迪普领先布局 10GPON，享受千兆网络升级红利；通过和 Kaiam 合作掌握数通光模块技术，积极拓展国内互联网客户；凭借硅光方案，切入华为 25G 前装光模块市场，同时布局数通 400G 光模块产品。整体发展势头良好。尤其是硅光业务，走在国内一众公司前列，本次与 Sicoya 的合作，进一步增强了其竞争力。

我们预计公司 2020-2021 年收入为 8.2/12.5 亿元，归母净利润为 1.1/1.6 亿元，考虑公司产品在 5G 领域进入华为等顶级通信设备商，在数通领域进入国内 BATJ 等顶级互联网厂商，未来还有可能出海进入国际主流互联网公司的供应链。考虑到公司业绩特别是收入规模的潜在快速增长，我们维持公司“买入”评级。

评论：

■ 强强联手，硅光芯片领域再下一城，打造硅光第一股

博创、Sicoya、陕西源杰等合资的公司斯科雅（嘉兴）技术有限公司（暂定），注册资本 1500 万美元，投资总额 4500 万美元，出资结构如下所示。

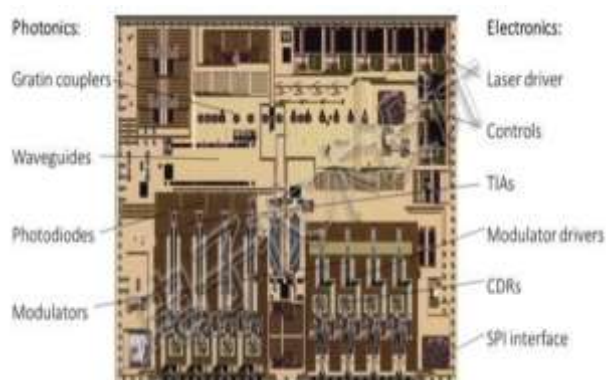
表 1：合资公司出资结构

公司名称	出资额 (万美元)	出资方式	占比
博创科技	435	现金	29%
Sicoya GmbH	765	现金：600 万美元，知识产权：165 万美元	51%
陕西源杰半导体技术有限公司	150	现金：50 万美元，知识产权：100 万美元	10%
其他方	150	现金	10%
合计	1500		100%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师整理

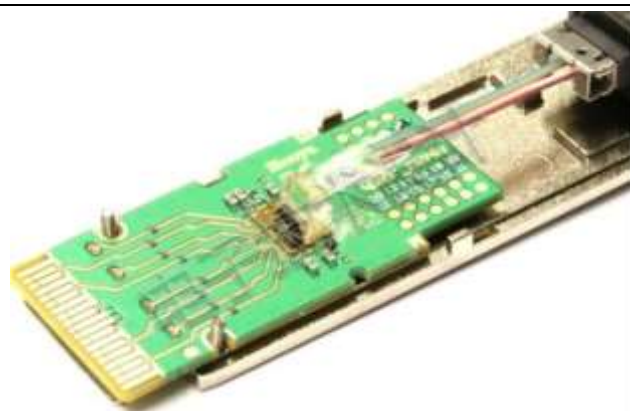
其中，Sicoya 为德国一家硅光集成芯片创业新锐，其从柏林工业大学分拆而来，成立于 2015 年，凭借其研发的、基于硅锗 (SiGe) BiCMOS 工艺的 100G 硅光子收发器于 2017 年进入市场，2018 年底宣布完成千万欧元级 B 轮融资。Sicoya 产品包括 2017 年推出的 100G 收发器系列和 2019 年 3 月在 OFC2019 展会上首次推出的三款 400G 收发器系列，还有一款面向 5G 基础设施设计的产品——28G 单通道单模收发器。

图 1: Sicoya 的单片集成式 100G 光电 IC



资料来源: EDN、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2: Sicoya 的单芯片 100G QSFP28 收发器



资料来源: EDN、国信证券经济研究所分析师归纳整理

陕西源杰半导体技术有限公司成立于 2013 年, 是一家自主研发、生产和销售从 2.5G 到 25G 的半导体激光器芯片的高新技术企业, 其 25G 激光器芯片出货量国内领先。

据了解, 博创科技去年进入华为 25G 前装光模块的芯片正是 Sicoya 提供的, 二者从业务合作关系上升至股权合作关系, 合作更加紧密的同时, 也是看好国内 25G 前装光模块市场的潜力。本次合资公司, 将首先推动博创科技在国内 25G 前装光模块领域的量产和竞争力。陕西源杰作为国内稀缺的激光器芯片提供商, 本次和模块厂商深度合作, 也体现了博创科技在硅光领域布局的决心和竞争力。

我们认为, 本次合作是强强联合, 三者分别提供硅光芯片、激光器芯片和封装集成能力, 博创科技硅光模块量产能力得到保证, 有望在接下来 5G 大规模建设期中拔得硅光头筹, 也为后续进入数通市场树立了良好的品牌形象。

■ 看好公司有源光器件业务的爆发带来业绩触底反弹, 看好公司在硅光赛道的领先性, 维持“买入”评级

我们认为, 随着公司业务重点的调整完毕, 前期投入逐步实现产出, 以及行业景气度提升, 公司近两年收入规模或将迎来大的提升。特别是公司的硅光产业, 前期已经进入华为的 5G 前传采购招标序列, 近期公司硅光产品又进入了腾讯产品供应名单, 走在国内外公司前列, 彰显了公司在硅光领域的技术实力。公司后续有望弯道超车, 借领先的硅光技术实现国际客户数通领域高速光模块市场的突破。

我们预计公司 2020-2021 年收入为 8.2/12.5 亿元, 归母净利润为 1.1/1.6 亿元, 考虑到公司业绩特别是收入规模的潜在快速增长, 我们调高公司评级至“买入”评级。

■ 风险提示

1、行业竞争加剧, 价格战激烈; 2、硅光方案落地不达预期; 3、控费不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	205	155	155	155	营业收入	275	400	820	1250
应收款项	97	132	270	411	营业成本	194	283	587	891
存货净额	104	111	237	363	营业税金及附加	2	3	7	10
其他流动资产	102	200	410	625	销售费用	4	6	8	13
流动资产合计	507	597	1072	1554	管理费用	19	88	90	138
固定资产	93	93	93	92	财务费用	(6)	(0)	13	29
无形资产及其他	6	106	206	305	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	111	111	111	111	资产减值及公允价值变动	(59)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(12)	(12)	0	0
资产总计	718	908	1481	2062	营业利润	(3)	8	115	170
短期借款及交易性金融负债	0	181	559	902	营业外净收支	3	0	10	10
应付款项	62	74	158	242	利润总额	0	8	125	180
其他流动负债	38	28	53	81	所得税费用	(2)	1	16	23
流动负债合计	99	283	770	1225	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2	7	109	157
其他长期负债	12	12	12	12					
长期负债合计	12	12	12	12	现金流量表 (百万元)				
负债合计	111	295	781	1236	净利润	2	7	109	157
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	63	(1)	(1)	(1)
股东权益	607	613	700	826	折旧摊销	13	16	17	18
负债和股东权益总计	718	908	1481	2062	公允价值变动损失	59	0	0	0
					财务费用	(6)	(0)	13	29
					营运资本变动	120	(137)	(367)	(372)
					其它	(63)	1	1	1
关键财务与估值指标					经营活动现金流	194	(114)	(241)	(197)
	2018	2019E	2020E	2021E	资本开支	(114)	(115)	(115)	(115)
每股收益	0.03	0.09	1.31	1.88	其它投资现金流	0	0	0	0
每股红利	0.20	0.02	0.26	0.38	投资活动现金流	(114)	(115)	(115)	(115)
每股净资产	7.29	7.36	8.40	9.91	权益性融资	12	0	0	0
ROIC	284%	2%	11%	12%	负债净变化	0	0	0	0
ROE	0%	1%	16%	19%	支付股利、利息	(16)	(1)	(22)	(31)
毛利率	29%	29%	28%	29%	其它融资现金流	(10)	181	378	343
EBIT Margin	20%	5%	16%	16%	融资活动现金流	(31)	179	356	312
EBITDA Margin	25%	9%	18%	17%	现金净变动	49	(50)	0	0
收入增长	-21%	45%	105%	52%	货币资金的期初余额	155	205	155	155
净利润增长率	-97%	217%	1373%	44%	货币资金的期末余额	205	155	155	155
资产负债率	15%	32%	53%	60%	企业自由现金流	1741	(219)	(354)	(295)
息率	0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	权益自由现金流	1731	(38)	13	23
P/E	4104.9	1295.4	88.0	61.0					
P/B	15.8	15.6	13.7	11.6					
EV/EBITDA	140.5	274.0	71.6	49.8					

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《博创科技-300548-重大事件快评：有源业务全面发力，业绩有望触底反弹》——2020-02-18

《博创科技-300548-动态点评：营收恢复增长，加快产业链垂直整合》——2019-11-14

《博创科技-300548-重大事件快评：博创科技调研纪要》——2017-06-05

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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