

光迅科技 (002281.SZ) 5G 基站大建有望持续，芯片自给助力业绩增长可期

2020 年 08 月 27 日

——公司信息更新报告

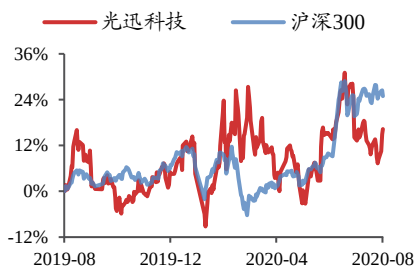
投资评级：增持（维持）
赵良毕（分析师）

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

日期	2020/8/26
当前股价(元)	32.71
一年最高最低(元)	38.15/23.94
总市值(亿元)	221.25
流通市值(亿元)	214.99
总股本(亿股)	6.76
流通股本(亿股)	6.57
近 3 个月换手率(%)	136.13

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-5G 传输升级发轫之始，光模块有望量价齐升》- 2020.4.16

● 半年报业绩超预期，光模块量价齐升得到验证并持续，维持“增持”评级

公司公告 2020 年半年度报告，2020 年 H1 实现归母净利润为 2.09 亿元，同比上升 45.42%；扣非后实现归母净利润为 2.03 亿元，同比上升 53.95%。2020 年 Q2 公司积极复工复产，实现归母净利润为 2.15 亿元，同比增长 168.54%；扣非后实现归母净利润为 2.12 亿元，同比增长 201.5%。同时公司预计 2020 年 1~9 月实现归母净利润为 3.09~4.05 亿元。我们看好公司从芯片到器件、模块、子系统的全产业链布局以及全球客户资源优势。在电信和数通市场高景气背景下，公司数通产品突破北美重点设备商客户，拿下 25G/100G/400G 订单，欧洲客户单月订单及交付创历史新高，5G 产品送样重点客户并拿下首批订单，全年业绩有望超预期。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 4.74/5.87/6.71 亿元，同比增长为 32.4%/24.0%/14.3%，EPS 为 0.70/0.87/0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 46.7/37.7/33.0 倍，具有一定估值优势，维持“增持”评级。

● 电信和数通共振，全产业链布局优势显现，芯片自给助力业绩有望超预期

全球 5G 商用步伐加快带动云计算行业市场需求上升，驱动高速光模块市场需求持续高景气，预计未来高速率光模块将占据主要市场份额，行业整体进入量价齐升黄金发展阶段。光模块行业市场竞争激烈，但近年市场逐渐向国内倾斜，伴随国内疫情可控的大环境，国内厂商全球市场份额有望进一步提升。公司在报告期内产品结构逐步向高端升级，高端光模块、无源和子系统产品的收入占比提升，公司整体毛利率水平走高，2020 年 H1 综合毛利率 23.77%，实现较大幅度的提升。公司积极布局 25G 光芯片新技术领域，目前部分规格芯片已实现量产，25G 商业级 DFB 芯片通过重点客户认证，EML 芯片实现自用，公司芯片自给率上升带动成本控制等核心竞争力的提升。随国际形势趋紧，核心器件国产替代成必然趋势，公司全产业链布局的相对优势将逐渐显现，做好充足准备争夺 5G 规模建设和云计算流量增长带动的光模块市场红利，未来经营业绩增长可期。

● 风险提示：芯片自给程度不及预期；5G 建设不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,929	5,338	6,302	7,591	8,958
YOY(%)	8.3	8.3	18.1	20.4	18.0
归母净利润(百万元)	333	358	474	587	671
YOY(%)	-0.5	7.5	32.4	24.0	14.3
毛利率(%)	19.8	21.2	22.1	23.5	23.3
净利率(%)	6.8	6.7	7.5	7.7	7.5
ROE(%)	9.0	7.2	9.8	11.3	11.7
EPS(摊薄/元)	0.49	0.53	0.70	0.87	0.99
P/E(倍)	66.5	61.9	46.7	37.7	33.0
P/B(倍)	6.5	4.9	4.5	4.1	3.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、产品结构升级，业绩超预期增长	3
2、数通与电信市场共振光模块景气向上	4
3、公司产品链完善，构筑核心竞争力	6
4、风险提示	7
附：财务预测摘要	8

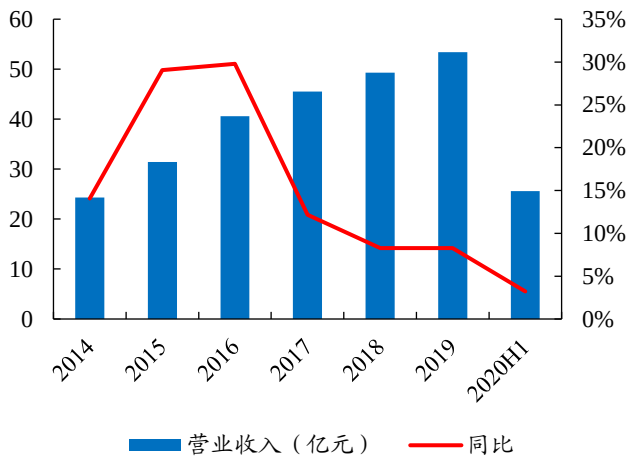
图表目录

图 1： 公司营业收入逐年增加	3
图 2： 公司 Q2 营收 V 型反转	3
图 3： 2020H1 公司归母净利润达 2.09 亿元	3
图 4： 两大业务板块毛利率均呈上升趋势	4
图 5： 公司盈利能力上升	4
图 6： 预计 5G 基站数量增加拉动电信光模块需求增加	5
图 7： 中国 IDC 规模增长有望拉动光模块市场增量升级	5
图 8： 全球光模块市场规模有望持续增长	5
图 9： 中国光模块市场规模有望在 2022 年达到最高位	5
图 10： 公司持续加大研发投入	6
表 1： 5G 驱使 25G/100G 光模块需求提升	4
表 2： 光模块逐渐向国内厂商倾斜	5
表 3： 公司在电信市场和数通市场突破成果显著	6

1、产品结构升级，业绩超预期增长

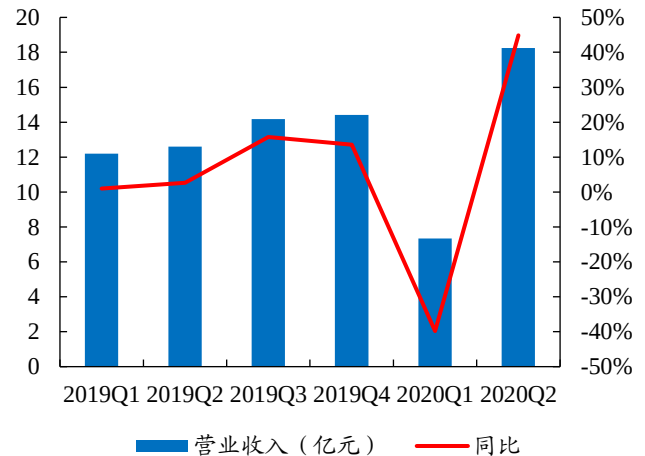
公司营收持续增长，2020Q2 创新高。根据公司半年报，随着疫情的逐渐好转，公司二季度经营基本回稳，产能及订单同比均取得较大提升，实现营业收入的快速增长。2020H1 营收达 25.58 亿元，同比增长 3.22%；2020 年 Q2 实现营收 18.25 亿元，同比增长 44.86%，实现 V 型反弹。

图1：公司营业收入逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

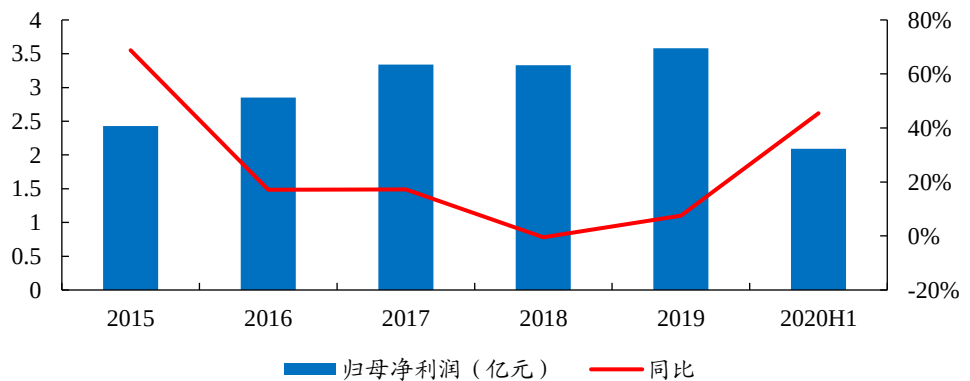
图2：公司 Q2 营收 V 型反转



数据来源：Wind、开源证券研究所

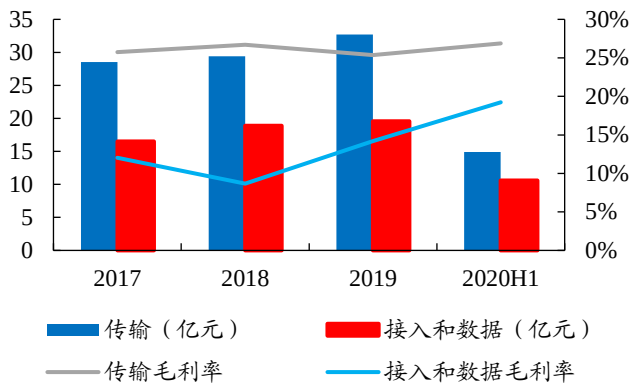
公司 2020H1 归母净利润达 2.09 亿元，扭亏为盈。公司 2020 年 H1 实现归母净利润 2.09 亿元，YOY 达 45.42%，由于 2020Q1 受疫情影响，公司出现亏损，2020Q2 公司实现归母净利润 2.15 亿元，同比增长 168.54%，经积极复工复产业绩大幅上涨。随电信和数通市场共振，光模块市场前景广阔，公司有望乘东风之势保持业绩增长。

图3：2020H1 公司归母净利润达 2.09 亿元

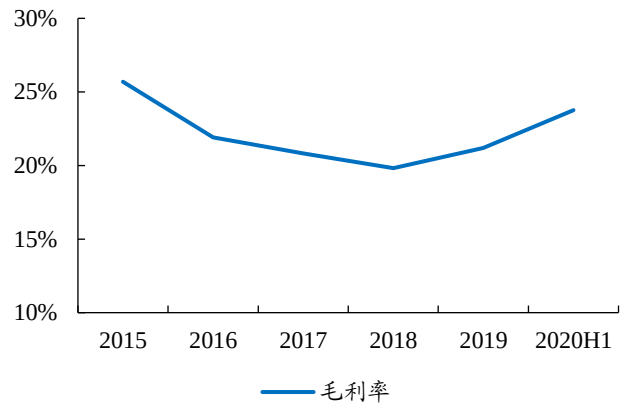


数据来源：Wind、开源证券研究所

产品结构升级，驱动毛利率上升。受益于 5G 网络建设加速及 IDC 的发展，公司 5G、100G、400G 相关产品出货量持续增长，产品结构逐步向高端升级，总体毛利率有所提升。公司产品主要分为传输模块、接入和数据两大板块，2020H1 接入和数据产品营收占比有所提高，达 41.36%，传输产品、数据与接入毛利率分别为 26.88%、19.23%，公司整体毛利率开启稳定上升阶段，2020H1 达 23.77%，盈利能力有所提高。

图4：两大业务板块毛利率均呈上升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司盈利能力上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、数通与电信市场共振光模块景气向上

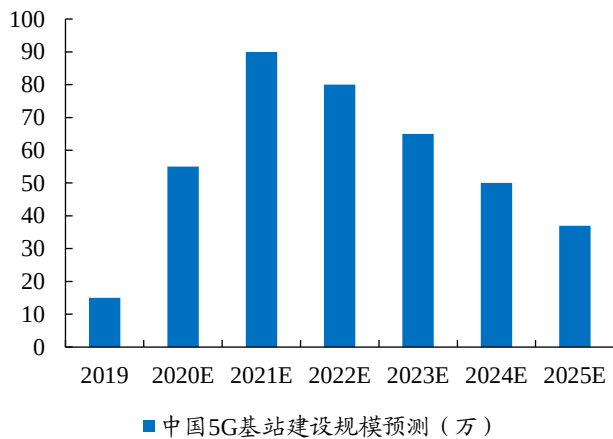
光模块市场电信先行，数通紧随。光模块通常由光发射组接收组件、驱动电路和光/电接口等组成，用于实现光电信号的相互转换。其主要应用于两大领域，一是电信市场，通信设备制造商为主要需求方，运营商为终端用户；二是数通市场，主要应用于数据中心。

5G 催生云计算需求，电信与数通市场或迎高峰。在电信市场，当前 5G 高频段、大带宽、DU/CU 分离的特点，带来基站数量、网络架构和网络容量的变化，驱动光模块需求放量 and 速率要求的提升；在数通市场，云计算时代来临，流量爆发带动全球 IDC 高速发展，直接拉动数通光模块增量升级。

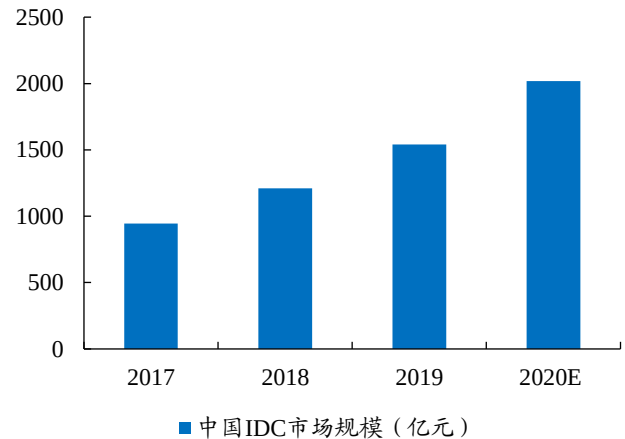
表1：5G 驱使 25G/100G 光模块需求提升

对比指标	4G	5G
基站数（万个）	519	778
单基站光模块数（个）	43624	43687
光模块速率（bps）	前传 6G/10G，回传 1.25G	前传 25G/100G，中传 100G，回传 200/400G
光芯片类型	FP/DFB	DFB/EML

资料来源：C114、开源证券研究所

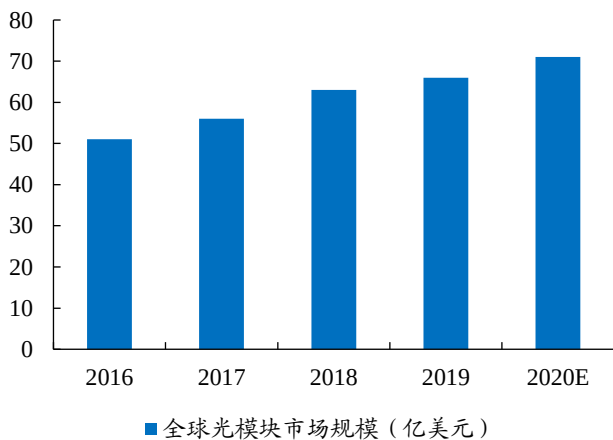
图6：预计 5G 基站数量增加拉动电信光模块需求增加


数据来源：赛迪咨询、开源证券研究所

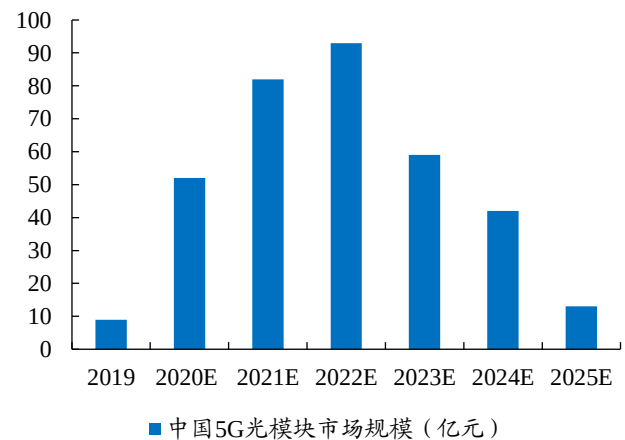
图7：中国 IDC 规模增长有望拉动光模块市场增量升级


数据来源：IDC、开源证券研究所

光模块行业市场景气，未来有望进一步提升。从全球看，2019 年全球光模块市场规模达到 65.95 亿美元，同比增长 4.76%；从国内看，2019 年中国光模块市场规模达到 24.6 亿元，同比增长 9.33%。伴随全球 5G 商用发力，电信、数通合力共振，光模块市场前景广阔，预计 2020 年全球光模块市场规模将突破 70 亿美元。

图8：全球光模块市场规模有望持续增长


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图9：中国光模块市场规模有望在 2022 年达到最高位


数据来源：中国产业研究院、开源证券研究所

光模块市场竞争激烈，国内厂商地位提升。光模块行业处于产业链中游，准入门槛较低，海内外厂商众多，竞争激烈。当前由于国内疫情率先好转，相关厂商积极复工复产，中国光模块市场作为全球主要市场之一，有望率先进入发展快车道，中国光模块龙头公司或将进一步提升全球份额。

表2：光模块逐渐向国内厂商倾斜

排名	2018	2020E
1	Finisar	中际旭创
2	中际旭创	Finisar
3	海信	海信
4	光迅科技	光迅科技
5	FOIT (Avago)	Broadcom (Avago)

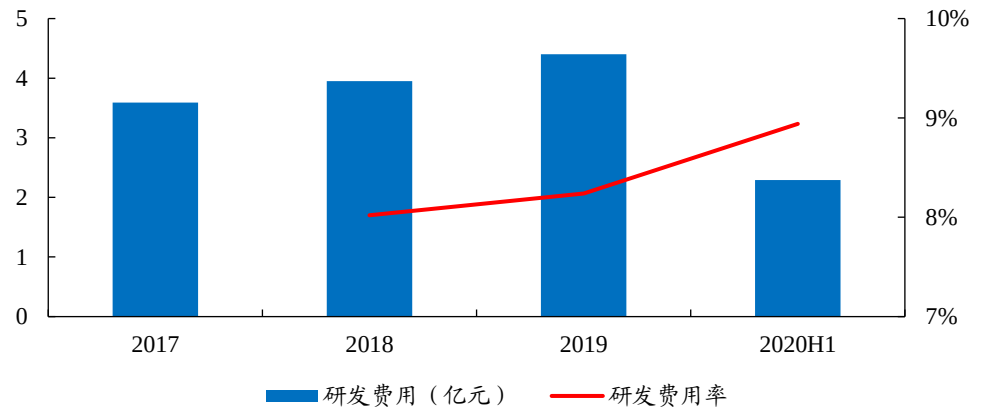
排名	2018	2020E
6	Lumentum/Oclaro	Cisco (Acacia)
7	Acacia	Intel
8	Intel	Lumentum
9	AOI	华工正源
10	Sumitomo	新易盛

资料来源：LightCounting、开源证券研究所

3、公司产品链完善，构筑核心竞争力

公司持续加大研发投入，研发能力受业界认可。公司坚持研发为王，不断增加研发投入，2020 年 H1 公司研发费用达到 2.29 亿元，研发费用率为 8.94%，同比增长 8.5%。报告期内，公司新增申请国内外专利 80 余件，新增授权专利 70 余件。累计组织或参与协会/标准会议 46 次，组织 11 项标准 13 个标准版本的编制、审核和标准化工作；提交 IEC 标准意见文稿 5 篇，意向 ITU 文稿 1 篇，ORAN 标准 1 篇，研发能力受业界认可。通过持续性技术研发，公司光芯片工艺平台能力大幅提升，5G 移动光通信建设加速。

图10：公司持续加大研发投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司核心光芯片技术持续突破，电信和数通市场出货顺利。当期，公司 25Gb 光芯片开发实现全覆盖，合格率逐步提升，部分规格芯片实现量产，5G 产品规模出货和效益提升。同时，公司全球在电信市场和数通市场突破成果显著，在电信市场，公司中标运营商多个集采项目，25G 前传产品收入超亿元；在数通市场，公司全线突破北美知名数通设备商客户，拿下 25G、100G、400G 多款主流产品样品订单，进一步扩大了公司在全球的市场份额，巩固公司的核心竞争力。

表3：公司在电信市场和数通市场突破成果显著

市场模块	成就
电信市场	中标运营商多个集采项目，25G 前传产品收入超亿元
	有源重点高端产品中标金额过亿，100G 相关产品在大客户处认证顺利
	配合印度客户拿下城域网项目，构筑新的业务增长点
	首获韩国最大运营商厂验及认证机会，实现首笔订单突破，打通直采之路
数通市场	10G 接入网产品继续在日本重点客户保持大份额
	公司全线突破北美知名数通设备商客户，拿下 25G/100G/400G 等样品订单

市场模块

成就

欧洲客户单月订单交付创历史新高

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司产品链完善，相对优势渐显。经长期技术积累和产业深耕，公司具备从芯片到器件、模块、子系统全系列产品垂直整合能力，能够灵活满足客户差异化需求。预计未来 100Gbps 光模块将占据全球光器件市场主要份额，随中美局势趋紧，国产芯片替代成为必然趋势，具有核心原材料与芯片技术的厂商将具备有利竞争地位，公司相对优势将逐渐显现。

4、风险提示

芯片自给程度不及预期。随中美局势趋紧，芯片国产替代成为必然趋势，若公司芯片研发程度未达目标，可能影响公司供应链和整体运营。

5G 建设不及预期。公司主要合作伙伴华为、中兴等受美国禁令影响，当前业务集中于国内，5G 进程受外部环境因素影响较大，5G 建设不达预期，将对公司两大板块业绩造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4636	5684	6458	7114	8251
现金	916	1592	2112	1946	2205
应收票据及应收账款	2166	2391	2514	2832	3476
其他应收款	36	49	42	69	61
预付账款	34	20	117	50	147
存货	1419	1563	1605	2144	2289
其他流动资产	66	68	69	73	73
非流动资产	1446	1549	1898	2181	2354
长期投资	59	57	28	-8	-45
固定资产	1048	1042	1132	1242	1333
无形资产	153	234	316	379	433
其他非流动资产	186	216	422	568	634
资产总计	6082	7233	8356	9294	10605
流动负债	2440	2409	3204	3646	4386
短期借款	158	30	433	578	578
应付票据及应付账款	1993	1976	2657	2601	3617
其他流动负债	290	403	114	467	191
非流动负债	194	291	252	254	244
长期借款	81	93	99	95	78
其他非流动负债	113	197	153	160	166
负债合计	2634	2700	3456	3900	4630
少数股东权益	53	23	32	54	79
股本	647	676	676	676	676
资本公积	1322	2188	2188	2188	2188
留存收益	1594	1833	2170	2597	3084
归属母公司股东权益	3394	4510	4868	5341	5897
负债和股东权益	6082	7233	8356	9294	10605

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	283	266	757	361	920
净利润	310	328	482	609	696
折旧摊销	157	178	197	262	332
财务费用	-40	-37	-64	5	14
投资损失	8	2	12	18	18
营运资金变动	-327	-364	124	-530	-142
其他经营现金流	176	159	7	-3	2
投资活动现金流	-320	-305	-564	-560	-525
资本支出	328	315	263	263	210
长期投资	0	0	29	37	37
其他投资现金流	8	10	-273	-260	-278
筹资活动现金流	76	691	327	32	-136
短期借款	158	-128	403	145	0
长期借款	7	12	6	-5	-16
普通股增加	18	30	0	0	0
资本公积增加	232	866	0	0	0
其他筹资现金流	-338	-89	-82	-108	-119
现金净增加额	44	656	520	-166	259

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4929	5338	6302	7591	8958
营业成本	3952	4207	4911	5810	6871
营业税金及附加	17	28	42	40	47
营业费用	137	155	176	213	251
管理费用	111	118	150	179	211
研发费用	395	440	512	622	726
财务费用	-40	-37	-64	5	14
资产减值损失	94	-97	115	141	167
其他收益	62	39	64	77	77
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-8	-2	-12	-18	-18
资产处置收益	-1	-1	-2	-2	-2
营业利润	317	360	510	638	728
营业外收入	1	2	3	5	5
营业外支出	1	2	1	4	4
利润总额	317	360	511	639	730
所得税	7	32	29	30	34
净利润	310	328	482	609	696
少数股东损益	-23	-30	9	22	25
归母净利润	333	358	474	587	671
EBITDA	458	498	666	865	1026
EPS(元)	0.49	0.53	0.70	0.87	0.99

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.3	8.3	18.1	20.4	18.0
营业利润(%)	-13.1	13.5	41.8	25.1	14.2
归属于母公司净利润(%)	-0.5	7.5	32.4	24.0	14.3
获利能力					
毛利率(%)	19.8	21.2	22.1	23.5	23.3
净利率(%)	6.8	6.7	7.5	7.7	7.5
ROE(%)	9.0	7.2	9.8	11.3	11.7
ROIC(%)	7.9	6.0	7.9	9.3	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	43.3	37.3	41.4	42.0	43.7
净负债比率(%)	-16.4	-28.0	-28.7	-20.2	-22.7
流动比率	1.9	2.4	2.0	2.0	1.9
速动比率	1.3	1.7	1.5	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.5	2.3	2.6	2.8	2.8
应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.53	0.70	0.87	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.39	1.12	0.53	1.36
每股净资产(最新摊薄)	5.02	6.67	7.20	7.90	8.72
估值比率					
P/E	66.5	61.9	46.7	37.7	33.0
P/B	6.5	4.9	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	47.2	41.9	31.2	24.4	20.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

8/10

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn