

推荐 (维持)

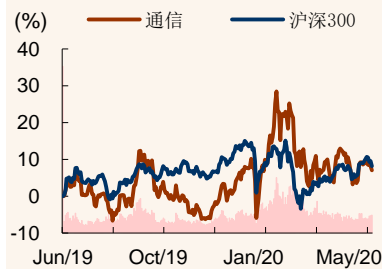
5G云计算双轮驱动，光模块仍是最确定性方向

2020年06月16日

通信行业点评报告

上证指数	2932
行业规模	占比%
股票家数 (只)	133 3.5
总市值 (亿元)	16562 2.7
流通市值 (亿元)	12204 2.5

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.7	8.9	4.0
相对表现	-4.8	9.2	-4.2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天孚通信：“内生”+“外延”，一站式光器件平台初具规模》2020/6/10
- 2、《双引擎驱动，把握光模块确定性投资机遇》2020/4/12
- 3、《光迅科技：具备稀缺芯片自研能力的光器件一体化龙头》2020/3/14

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

研究助理

欧子兴

ouzixing@cmschina.com.cn

2020年光模块的两个主要应用市场 5G 网络及数据中心同步进入高速发展新周期，光模块行业迎来双市场共振的发展黄金机遇，从预期差和确定性两个维度，当前时点重点推荐【光迅科技】和【天孚通信】。

评论:

1、双市场驱动，光模块有望成通信成长确定性最高板块

2020年光模块的两个主要应用市场 5G 网络及数据中心同步进入高速发展期，光模块行业迎来双市场共振的发展黄金机遇。电信市场方面，中国 5G 网络进入规模建设阶段，三大运营商年初采购的超过 50 万站 5G 基站有望在前三季度内完成建设，配套的承载网建设计划与无线网同步建设完成，两者共同拉动前传和中/回传光模块需求，随着 5G 网络建设的深入铺开，电信光模块有望保持持续增长；数通市场方面，数据流量的增长刺激全球主流云巨头保持较高资本开支水平，重点投向数据中心等基础设施建设，100G 光模块需求经过 2018-2019 年的去库存阶段已得到较强劲恢复，400G 进入批量应用新阶段。根据 Ovum 最新研究预测，2019 年至 2025 年，全球光模块市场将以 15% 复合年增长率快速发展，其中数通市场的光模块需求增长较大，复合年均增长率约为 20%，电信市场也将实现约 5% 的复合年均增长率。

2、饱满订单有望驱动光模块企业二季度业绩增速提升

受一季度疫情造成订单延后和二季度开始 5G 网络建设高峰的叠加影响，光模块企业二季度订单量饱满，业绩有望实现较快增长。一季度国内光模块企业受疫情影响原因，订单交付都不同程度受到影响，特别是地处武汉的光迅科技受影响较为明显，但行业的高景气度在天孚通信、中际旭创和新易盛等公司得到体现，三家企业一季度归母净利均取得了两位百分数的较大幅度同比增长。进入二季度，一季度受影响后延的订单和二季度 5G 网络建设加码加速等需求拉升带来的大量订单叠加，相关企业在手订单饱满。根据公司调研情况，部分企业的月出货量取得近

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
光迅科技	31.57	0.53	0.70	0.87	45.3	36.5	4.7	强烈推荐-A
天孚通信	52.30	0.84	1.20	1.66	43.3	31.5	8.5	强烈推荐-A
中际旭创	60.75	0.72	1.26	1.69	48.1	35.9	6.1	强烈推荐-A
新易盛	52.44	0.90	1.36	1.81	53.9	40.7	12.5	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 光模块主要公司单季归母净利润同比增速

公司	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
光迅科技	-17.8%	30.3%	-2.0%	32.7%	-108.6%
天孚通信	23.5%	61.6%	32.7%	-9.1%	37.4%
中际旭创	-32.7%	-36.3%	-8.5%	9.9%	54.4%
新易盛	991.1%	519.0%	154.3%	202.4%	73.4%

资料来源: 公司公告、招商证券

3、光迅科技：被低估的稀缺光芯片能力光模块龙头

公司作为传统的电信领域光模块龙头，在手订单饱满，自主光芯片领域取得突破，数通领域逐步起量，当前为仍处于底部被忽视品种，当前时点建议重点布局。光迅科技在传统电信领域一直都是主流设备商前三供的位置，产品涉及光器件、接入/传输光模块、子系统等无线网/传输网设备核心组成。目前公司三个方面取得较大改善：1) 订单饱满支撑全年营收。今年一季度公司受疫情影响业绩出现亏损，进入二季度后，5G 网络建设全面提速，有力地拉升对公司接入/传输光模块以及传输器件/系统的需求，单月出货量有望突破历史新高，将有效消化上半年疫情的影响，我们预测订单景气度将持续全年，支撑全年公司营收高增速水平；2) 光芯片自供率提升，拉高光模块毛利率。公司 25G DFB 等高端光芯片已通过重点客户认证，实现批量出货用于自产光模块替换，相关光芯片产能在持续扩张中。光芯片在光模块的成本占比约为 30%-40%，自产光芯片渗透率的提升，将降低光模块的物料成本，有力提升毛利率，同时保障自主供应链安全；3) 数通领域市场拓展成果显著。公司目前数通领域 100G 光模块已向国内外主流云厂商客户批量出货，400G 产品正在客户送样，有望成为公司未来业绩提升的有效抓手。公司短期业绩有望得到较大提升，未来芯片自供和数通市场的突破保证公司持续的发展动力和竞争力，目前公司仍处于市场底部，具有较大预期差，建议当前时点重点布局。

4、天孚通信：快速扩张中的一站式光器件平台龙头

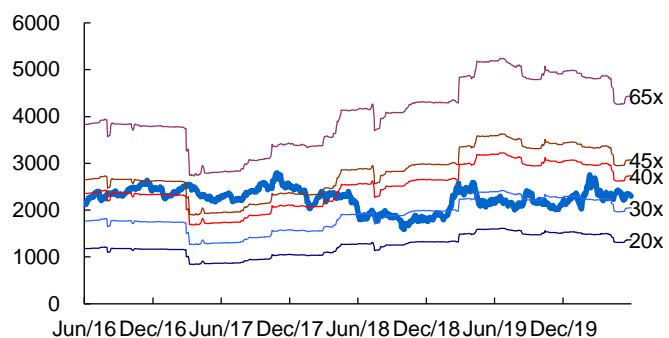
公司与下游客户深度绑定，维持较高毛利率，并通过“内生+外延”打造一站式光器件平台，目前公司处于行业需求与产线扩张共振，建议持续重点布局。2020年电信领域和数通领域的光模块需求都有望得到规模释放，随着新产品产能进一步放量以及光器件封装代工规模的扩大，公司有望核心受益光模块市场空间的提升，成长具有确定性：1) 广泛受益光模块高景气。公司目前具有13条产品线，涉及电信领域和数通领域光模块的主要光器件，光模块市场进入高景气，公司各条产品线均直接受益，在一季度在疫情背景下仍取得37.39%的归母净利润同比增长，目前包括传统的无源器件在内的各条产线订单都维持历史较高的旺盛度；2) 行业领先的盈利能力。公司凭借各条产品线极致的品质赢得了全球主流光模块厂商的信任，建立起深度的合作关系，并通过上下游的产线扩张，将产业链主要利润留在公司，维持较高的盈利水平；3) 一站式光器件平台提升产业链价值。未来光模块产业链将由IDM模式演进为光模块光器件等垂直分工整合的模式，催生光器件平台，公司面向未来高速高端应用，持续扩张产线优化产能，始终保持行业领先的竞争力，产业链价值和地位得到不断提升。公司全年营收得到饱满订单的支撑，盈利水平维持较高水平，业绩表现进入快速上行通道，不断扩张的产线保证了公司持续的竞争力和成长性，建议持续重点布局。

5、投资建议：光模块公司陆续进入业绩兑现期，重点关注预期差及确定性

我们认为目前光模块行业景气度较高，各主要公司的下游需求旺盛，在手订单饱满，销售和业绩情况均处于历史较高水平。光模块双引擎驱动将带来确定性投资机遇，重点推荐三个光模块【中际旭创】、【新易盛】、【光迅科技】+一个光器件【天孚通信】的光模块“四朵金花”组合，其中【光迅科技】近期月出货量有望创历史新高，光芯片的自供增加提升模块毛利率水平，目前仍处于底部位置，建议当前时点重点布局；【天孚通信】全年业绩表现有望进入快速上行通道，不断扩张的产线保证了公司持续的竞争力和成长性，全面受益光模块行业成长的确定性高，建议持续重点布局。

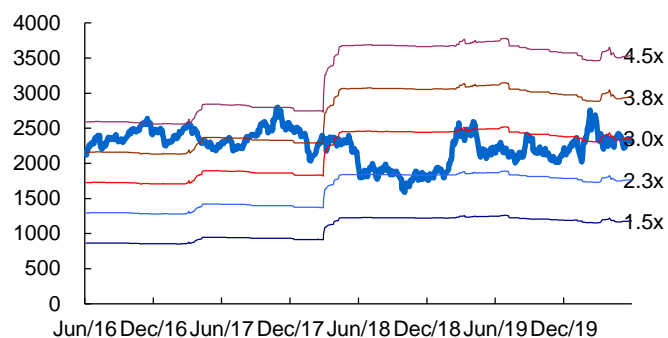
风险提示：5G建设及数据中心不及预期、疫情影响进一步扩大、产品价格大幅下滑

图 1: 通信行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 通信行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《天孚通信：“内生”+“外延”，一站式光器件平台初具规模》2020/6/10
- 2、《双引擎驱动，把握光模块确定性投资机遇》2020/4/12
- 3、《光迅科技：具备稀缺芯片自研能力的光器件一体化龙头》2020/3/14

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7 年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二 重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二 重要团队成员。

欧子兴 招商证券通信行业研究助理 北京邮电大学工学硕士，6 年中国移动集团采购和供应链管理经历，2019 年加入招商证券，专注于通信上游元器件（天线及射频器件、光模块、光纤光缆等）、通信设备、卫星通信卫星导航等相关领域研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。