

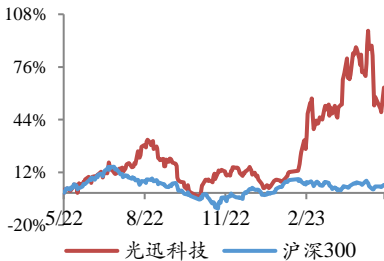
传输等需求放缓造成短期承压，AI 兴起有望拉动各产品线需求

投资评级：增持（维持）

报告日期：2023-05-08

收盘价（元）	24.81
近 12 个月最高/最低（元）	30.03/14.75
总股本（百万股）	783
流通股本（百万股）	674
流通股比例（%）	86.13
总市值（亿元）	194
流通市值（亿元）	167

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

相关报告

1.Q3 业绩表现稳健，公司近期推出激光雷达光源等新品 2022-11-21

2.上半年 PON 接入快速增长，优势业务表现稳健同时培育新增长点 2022-08-29

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年年报/2023 年一季报。

2022 年公司实现营收 69.1 亿元，同比增长 6.6%，归母净利润为 6.1 亿元，同比增长 7.3%，扣非归母净利润 5.5 亿元，同比增长 16.2%。受下半年国内传输网投资增长放缓影响，公司 22Q3 开始收入增速显著放缓，但盈利能力保持相对稳定水平。

2023 年一季度，公司实现营收 12.7 亿元，同比下滑 25.9%；归母净利润为 1.0 亿元，同比下滑 28.6%，扣非归母净利润为 0.8 亿元，同比下滑 42.7%。一季度，国内传输网市场需求保持低迷，同时结构上毛利率相对较低的 PON 等业务收入占比提升。费用率方面，公司持续加大研发投入，Q1 研发费用率 10.7%，同比增加 1.6pct，综合导致了盈利能力的下滑。

● 传输市场需求短期下滑，相干下沉有望带动城域网投资。

传输产品线 2022 年在公司营收占比 52.9%，毛利贡献占比 68%，因此作为基本盘对公司业绩影响较大。2022 年下半年受部分元器件供应周期、国内运营商传输网投资放缓等影响收入增长放缓。根据 Dell Oro 报告，全球光传输设备市场 22Q3 同比下降 6%，主要由于零部件短缺以及美元升值；Q4 北美市场投资反弹但国内市场需求仍疲软并延续到 23Q1。全年来看，按固定汇率计算全球光传输市场 2022 增长了 4%，主要由北美市场所拉动，展望后市，Dell Oro 预计光传输市场将在 2023 恢复增长，并以 3% 的 CAGR 在 2027 年达到 170 亿美元。

LightCounting 预测城域网流量增速将高于骨干网，城域网流量年增长率在 25%-40% 之间，在城域网接入网 100G/200G 将持续取代 10G 成为主流速率，此外 OXC/ROADM 也将下沉到城域网部署，华为近期推出的 Alps-WDM 解决方案采用全池化波分架构，采用全相干 100G 模块，通过 WSS 集成技术提升全光交换集成度。高速全光网络将带动 ROADM/OXC 设备、高速光模块、超宽带器件需求，公司可提供光传送网端到端整体解决方案，包括光模块、光纤放大器、光无源器件、WSS、OTDR、相干器件等，有望逐步受到传输网投资复苏拉动。

● 10GPON 市场需求旺盛但结构性拉低了毛利率。

2022 年国内千兆宽带建设保持高景气，根据工信部披露，2022 年国内 1000M 速率以上用户达 9175 万户，同比增加 5716 万，10GPON 端口数达 1523 万个，较上年末净增 737 万。光迅是全球最大的固网接入光器件供应商之一，在全球接入网市场排名第三，拥有完整的 GPON OLT/ONU、10GPON (10G EPON)、10G GPON、10G Combo PON 的 BOSA 和光模块等。2022 年，光迅接入和数据产品线收入同比增长 23.4%，但毛利率 15.4% 同比下滑 2.1pct，客观上由于毛利率相对偏低

的 PON 产品增速较快。此外，无线前传市场 2023 需求或保持稳定，近期运营商将启动新一轮光模块招标，光迅作为主流厂商将保持稳定地位。

- **AI 数据中心光模块需求弹性大，国内数通市场或逐步复苏。**

大模型应用的兴起带动了数据中心向 DDC（分布式分解结构）交换机和胖树网络架构演进，400G/800G 高速光模块市场将快速增长。根据英伟达 H100 SuperPOD 超算集群网络参考设计，单台服务器高配需求为 16 个 800G+5 个 400G 光模块。而国内腾讯等互联网厂商也推出了自研高性能网络架构，腾讯星脉高性能计算网络单服务器实现 3.2T RDMA 带宽，采用无阻塞胖树拓扑，或带动对 200G/400G 光模块大量需求。我们看到在 AI 大模型“军备竞赛”下，国内互联网将重点加大对 AI 基础设施投入，国内高速光模块市场有望复苏。光迅在全球数通光模块市场排名第 5，其 100G、200G、400G 产品在国内互联网市场出货量领先，今年下半年或逐步看到增速回暖。此外，800G 当前正处于验证导入窗口期，公司作为率先推出全品类的厂商，有望率先在主流设备商客户取得突破。

- **激光雷达、卫星激光等新业务持续推进，公司依托垂直整合光通信技术有望拓展更多应用领域。**

公司在 ECOC2022 上发布了 1550 激光雷达光器件一站式解决方式，可为客户提供 1550 种子激光器、PD、APD、ISO、滤片、CPL、Combiner 等全套光器件。公司去年顺利导入 IATF16949 汽车质量管理体系，为 Lidar 产品量产拓展打下基础。此外，公司在星网低轨卫星互联网建设供应链中处于重要环节，主要产品包括卫星姿态控制光学传感器、星间激光通信窄线宽激光器和放大器模块。低轨卫星互联网步入建设高峰期后每年需求或在 3000 颗以上，公司涉及市场空间达到 30 亿元，当前优势卡位形成良好配套基础。

- **投资建议**

当前受到行业阶段性需求放缓影响业绩短期承压，我们认为 AI 将显著拉动光模块/光器件需求，并首先在数通市场体现，进而由多模态模型对流量的拉动驱动传输网、接入网增长，看好公司长期空间。我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 6.74 亿（前值 7.38）、8.01 亿（前值 8.49）、9.42 亿元，维持“增持”评级。

- **风险提示**

运营商传输网投资不及预期，国内互联网/云巨头投资复苏低于预期，自有芯片产能扩充/高端芯片突破进展低于预期，全球地缘政治影响供应链稳定，激光雷达市场需求/商务拓展不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6912	7642	8602	9625
收入同比 (%)	6.6%	10.6%	12.6%	11.9%
归属母公司净利润	608	674	801	942
净利润同比 (%)	7.3%	10.7%	19.0%	17.6%
毛利率 (%)	23.6%	24.6%	24.9%	25.5%
ROE (%)	9.9%	8.2%	9.0%	9.8%
每股收益 (元)	0.90	0.86	1.02	1.20
P/E	20.23	27.83	23.40	19.90
P/B	2.01	2.28	2.11	1.94
EV/EBITDA	9.80	16.43	13.87	10.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6932	8731	9556	10594	营业收入	6912	7642	8602	9625
现金	2168	3520	3923	4359	营业成本	5280	5764	6462	7173
应收账款	1578	1780	2003	2241	营业税金及附加	24	31	34	38
其他应收款	26	25	30	32	销售费用	172	191	211	231
预付账款	41	58	65	72	管理费用	133	183	211	212
存货	2330	2527	2656	2948	财务费用	-123	-46	-70	-78
其他流动资产	789	822	880	942	资产减值损失	-170	-115	-86	-131
非流动资产	2971	3227	3356	3409	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	56	57	57	57	投资净收益	4	8	9	10
固定资产	1283	1375	1438	1504	营业利润	686	720	899	1057
无形资产	312	339	349	342	营业外收入	2	24	3	3
其他非流动资产	1321	1456	1511	1506	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	9903	11959	12912	14003	利润总额	685	741	900	1058
流动负债	3088	3386	3679	3998	所得税	71	74	90	106
短期借款	1	0	0	0	净利润	614	667	810	952
应付账款	1249	1358	1526	1692	少数股东损益	5	-7	8	10
其他流动负债	1838	2028	2154	2306	归属母公司净利润	608	674	801	942
非流动负债	705	355	355	355	EBITDA	960	942	1088	1350
长期借款	458	108	108	108	EPS (元)	0.90	0.86	1.02	1.20
其他非流动负债	247	247	247	247					
负债合计	3792	3741	4034	4353					
少数股东权益	-7	-14	-6	4	主要财务比率				
股本	698	783	783	783	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2597	4086	4086	4086	成长能力				
留存收益	2823	3364	4015	4777	营业收入	6.6%	10.6%	12.6%	11.9%
归属母公司股东权益	6118	8232	8884	9646	营业利润	10.6%	5.0%	24.8%	17.6%
负债和股东权益	9903	11959	12912	14003	归属于母公司净利	7.3%	10.7%	19.0%	17.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	23.6%	24.6%	24.9%	25.5%
					净利率 (%)	8.8%	8.8%	9.3%	9.8%
					ROE (%)	9.9%	8.2%	9.0%	9.8%
					ROIC (%)	8.6%	7.1%	7.7%	9.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	38.3%	31.3%	31.2%	31.1%
					净负债比率 (%)	62.1%	45.5%	45.4%	45.1%
					流动比率	2.25	2.58	2.60	2.65
					速动比率	1.48	1.82	1.86	1.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.64	0.67	0.69
					应收账款周转率	4.38	4.29	4.29	4.29
					应付账款周转率	4.23	4.24	4.24	4.24
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.90	0.86	1.02	1.20
					每股经营现金流薄)	0.82	0.99	1.25	1.28
					每股净资产	7.81	10.51	11.35	12.32
					估值比率				
					P/E	20.23	27.83	23.40	19.90
					P/B	2.01	2.28	2.11	1.94
					EV/EBITDA	9.80	16.43	13.87	10.85

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

分析师：张天，华安战略科技团队联席负责人，5年通信行业研究经验，主要覆盖光通信、数据中心核心科技、AI和元宇宙系列应用等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。