

## 业绩受疫情影响短期承压，23 年高端产品有望快速上量

证券研究报告

2023 年 03 月 26 日

## 德科立 (688205.SH) 2022 年报点评

## • 核心结论

公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 7.14 亿元，较去年同期下降 2.31%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.02 亿元，较去年同期下降 19.63%，剔除股份支付费用归属于母公司所有者的净利润 1.32 亿元，较去年同期下降 15.81%。

公司全年收入有所下滑主要由于疫情原因，公司生产、供应链活动以及新增产能建设受到较大影响，同时经营刚性支出相对固定。分产品来看，光放大器销量大幅提升，收入同比增长 12.4%，光收发模块和子系统业务均有一定下滑，分别实现营收 2.44、1.50 亿元，同比下降 2.7%、16.8%。

公司盈利能力短期承压，持续加大研发投入，23 年伴随高端产品上量有望改善。2018-2022 年公司毛利率分别为 24.24%、31.06%、34.39%、34.32%、31.47%。2022 年公司毛利率下降主要因光收发模块和光传输子系统中低端产品收入占比提高，产品收入结构变化导致毛利率下降。2018-2022 年归母净利率分别为 5.34%、12.04%、21.41%、17.30%、14.23%。22 年净利率下降主因伴随毛利率下降。

公司持续加大研发，23 年伴随高端产品上量，盈利情况有望改善。公司以原创技术为核心，不断推出新产品。2022 年公司研发完成 100G BIDI、400G 10km/40km 非相干、100G/200G 相干、Combo PON OLT 等光模块产品，进一步完善宽谱光放大器系列、OXC 光背板和 5G 半有源前传子系统、智能数据链路采集子系统等产品，加快推进 O-band 密波光传输平台建设，持续提升公司产品核心竞争力。预计上述产品在 2023 年会陆续进入市场，实现差异化产品优势，公司盈利能力将持续提高。

公司前期发展受制于产能，募投项目加速公司业务发展。公司近年发展迅速，产能不断增加，但受规模和资金的限制，公司的固定资产投资仍显不足，主营业务产品的产能基本饱和，进一步提升产量的空间有限。而 IPO 募投项目将大大改善公司产能问题，解放公司生产力并拓展新产品。

投资建议：我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.59/2.12/2.76 亿元，对应 PE 为 34/25/19X，维持“增持”评级。

风险提示：疫情影响公司生产经营风险、大客户集中度较高风险、下游行业需求不及预期

## • 核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	731	714	902	1,158	1,425
增长率	10.0%	-2.3%	26.3%	28.4%	23.0%
归母净利润 (百万元)	126	102	159	212	276
增长率	-11.2%	-19.6%	56.7%	33.4%	29.7%
每股收益 (EPS)	1.30	1.04	1.64	2.18	2.83
市盈率 (P/E)	42.3	52.7	33.6	25.2	19.4
市净率 (P/B)	6.1	2.8	2.6	2.4	2.1

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 公司评级

买入

股票代码

688205.SH

前次评级

增持

评级变动

调高

当前价格

55

## 近一年股价走势



## 分析师



陈彤 S0800522100004



chentong@xbmail.com.cn

## 相关研究

德科立：业绩受疫情影响短期承压，23 年看好新产品放量—德科立 (688205.SH) 业绩快报点评 2023-02-28

德科立：长距离光传输领先企业，迈入成长新阶段—德科立 (688205.SH) 首次覆盖报告 2023-01-12

## 索引

## 内容目录

一、公司营收与业绩受疫情影响略有下降.....	3
二、公司持续加大研发，盈利能力有望快速改善.....	3

## 图表目录

图 1：德科立 2018-2022 年营业收入及增速（亿元；%） .....	3
图 2：德科立 2018-2022 年归母净利润及增速（亿元；%） .....	3
图 3：德科立 2018-2022 年分产品毛利率波动 .....	4
图 4：德科立 2018-2022 年四大费用率情况.....	4
表 1：22 年公司产销量情况.....	3
表 2：公司募投项目 .....	5

## 一、公司营收与业绩受疫情影响略有下降

公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 7.14 亿元，较去年同期下降 2.31%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.02 亿元，较去年同期下降 19.63%，剔除股份支付费用归属于母公司所有者的净利润 1.32 亿元，较去年同期下降 15.81%。

图 1：德科立 2018-2022 年营业收入及增速（亿元；%）

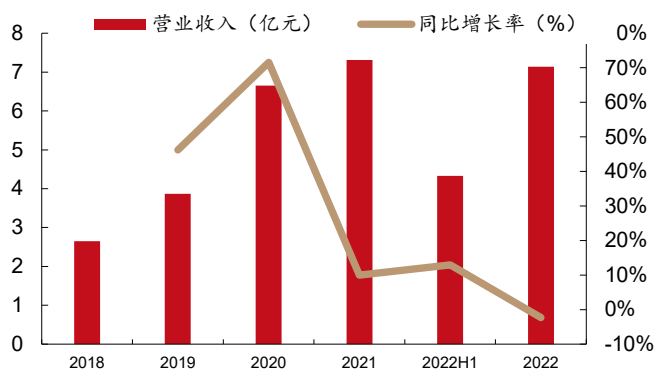
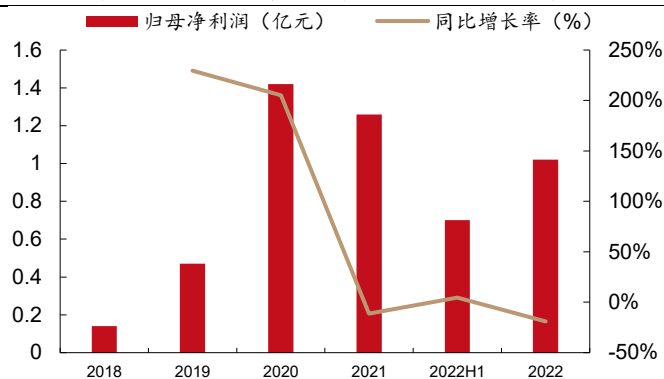


图 2：德科立 2018-2022 年归母净利润及增速（亿元；%）



资料来源：WIND、西部证券研发中心

资料来源：WIND、西部证券研发中心

公司整体收入略有下滑。22 上半年公司实现营业收入 4.33 亿元，同比增长 12.6%，22 年下半年公司实现营业收入 2.81 亿元，同比下降 19.13%。主要由于 2022 年疫情原因，公司生产、供应链活动以及新增产能建设受到较大影响，同时经营刚性支出相对固定，导致营业收入和净利润与上年相比有所下降。分产品来看，用于城域网扩容的可插拔光放大器和用于相干光收发模块内部的小型化光放大器的销量大幅提升，光放大器业务实现营收 2.91 亿元，同比增长 12.4%，光收发模块和子系统业务均有一定下滑，分别实现营收 2.44、1.50 亿元，同比下降 2.7%、16.8%。目前公司在手订单饱满，我们预计伴随 23 年疫情逐步好转，公司将恢复营收快速增长态势。

表 1：22 年公司产销量情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
光收发模块	支	1782610	1331858	390645	32.23	11.23	77.24
光放大器	支	71359	72990	10363	23.20	16.78	-6.84
光传输子系统	套	168449	157677	10772	88.12	90.50	59.02

资料来源：公司年报，西部证券研发中心

## 二、公司持续加大研发，盈利能力有望快速改善

公司盈利能力短期承压，持续加大研发投入，23 年伴随高端产品上量有望改善。2018-2022 年公司毛利率分别为 24.24%、31.06%、34.39%、34.32%、31.47%。2022 年公司毛利率下降主要因光收发模块和光传输子系统中低端产品收入占比提高，产品收入结构变化导致毛利率下降。2018-2022 年归母净利率分别为 5.34%、12.04%、21.41%、17.30%、14.23%。22 年净利率下降主因伴随毛利率下降。

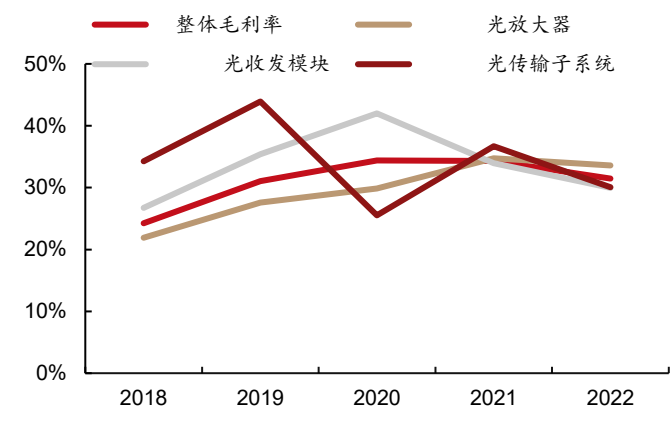
公司持续加大研发投入，研发费用支出较去年同期增长 7.99%。公司紧跟行业发展趋势，以原创技术为核心，围绕“高速率、长距离”战略方向，不断推出新产品。2022 年公司研发完成 100G BIDI、400G 10km/40km 非相干、100G/200G 相干、Combo PON OLT 等光模块产品，进一步完善宽谱光放大器系列、OXC 光背板和 5G 半有源前传子系统、智能数据链路采集子系统等产品，加快推进 O-band 密波光传输平台建设，持续提升公

公司产品核心竞争力。预计上述产品在 2023 年会陆续进入市场，实现差异化产品优势，公司盈利能力将持续提高。

**公司费用率情况较为平稳。**公司 2022 年销售费用率 4.74%，同比减少 0.01pct。公司 2022 年管理费用率 3.64%，同比增加 0.47pct，主因公司员工薪酬较 21 年增加。公司 2022 年财务费用率-0.59%，同比减少 0.54pct，主因美元汇率变动，汇兑收益增加所致。我们预计伴随公司新产品逐渐上量，受益于规模效应公司未来费用率情况将呈稳步下降趋势。

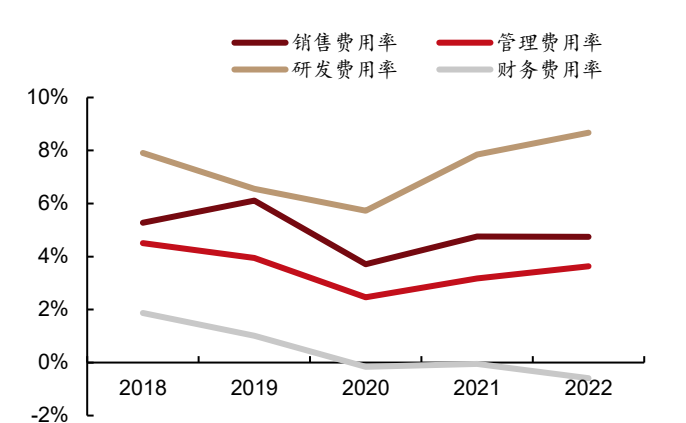
**公司相干光模块研发进展顺利，进入批量阶段。**目前在研项目以 400G CFP2 封装形式为主，主要实现 80km 及以上的传输。同时，公司积极开展相干光器件的原创性研发工作，集成可调窄线宽激光器、铌酸锂薄膜调制方式的相干发射器件、光放大器器件、相干接收器件的研发均已取得初步成果。

图 3：德科立 2018-2022 年分产品毛利率波动



资料来源：WIND、西部证券研发中心

图 4：德科立 2018-2022 年四大费用率情况



资料来源：WIND、西部证券研发中心

**公司前期发展受制于产能，募投项目加速公司业务发展。**公司近年发展迅速，产能不断增加，但受规模和资金的限制，公司的固定资产投资仍显不足，主营业务产品的产能基本饱和，进一步提升产量的空间有限。而 IPO 募投项目将大大改善公司产能问题，解放公司生产力并拓展新产品。同时，公司泰国工厂设立完成，也有利于提升海外供应链的效率和稳定性。

**募投项目建设有利于优化公司产品结构，提升盈利能力。**在高速率光模块方面，通过募投项目建设，公司 100G、200G 等高速光模块的产能将得到显著提升，400G 长距离光模块也将实现批量交付，从而提升高速率光模块产品的销量占比，提高公司盈利能力。高速率光模块扩产项目完全达产后，预计能增加年均营业收入 13.32 亿元，税后财务内部收益率为 24.68%，税后投资回收期为 5.13 年。在光传输子系统方面，利用基于光子集成技术的光传输子系统研发平台，可以提升光传输子系统的传输容量和传输距离，重点打造 OTN、城域网、DCI 等设备的子系统产品线，从而进一步满足客户需求，提高光传输子系统产品的销量。2022 年第四季度，公司相干光模块和 Comb PON OLT 两条新产线投入使用，将在 2023 年逐渐上量，预计年化产值 3 亿元。

表 2：公司募投项目

募投项目名称	总投资额（万元）	预计建成时间	项目效益
高速率光模块产品线扩产及升级建设项目	62425	2024 年	新增高速率光模块年产 110 万支的生产能力，100G、200G 等高速率光模块的产能将显著提升，400G 长距离光模块也将实现批量交付
光传输子系统平台化研发项目	21162	2024 年	建设光传输子系统研发平台，进行 OTN、城域网、DCI 等设备的子系统研发，满足各类接入网、承载网、城域网、DCI 和数据链路采集系统的需求

资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	102	214	388	484	676	营业收入	731	714	902	1,158	1,425
应收款项	364	322	372	423	473	营业成本	480	489	603	761	921
存货净额	307	341	408	511	628	营业税金及附加	3	5	5	7	8
其他流动资产	7	1,106	1,083	1,094	1,089	销售费用	35	34	38	47	58
<b>流动资产合计</b>	<b>780</b>	<b>1,983</b>	<b>2,251</b>	<b>2,512</b>	<b>2,866</b>	管理费用	81	88	94	118	141
固定资产及在建工程	110	114	110	105	99	财务费用	(0)	(4)	(6)	(8)	(11)
长期股权投资	10	10	10	10	10	其他费用/(-收入)	(11)	(10)	(10)	(7)	(3)
无形资产	3	3	2	2	1	<b>营业利润</b>	<b>144</b>	<b>112</b>	<b>179</b>	<b>240</b>	<b>310</b>
其他非流动资产	20	27	19	22	23	营业外净收支	4	1	2	2	2
<b>非流动资产合计</b>	<b>143</b>	<b>153</b>	<b>141</b>	<b>138</b>	<b>133</b>	<b>利润总额</b>	<b>148</b>	<b>114</b>	<b>181</b>	<b>242</b>	<b>312</b>
<b>资产总计</b>	<b>923</b>	<b>2,136</b>	<b>2,392</b>	<b>2,650</b>	<b>2,999</b>	所得税费用	22	12	22	30	36
短期借款	30	20	25	25	23	<b>净利润</b>	<b>126</b>	<b>102</b>	<b>159</b>	<b>212</b>	<b>276</b>
应付款项	212	217	307	351	427	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	0	2	3	2	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>126</b>	<b>102</b>	<b>159</b>	<b>212</b>	<b>276</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>248</b>	<b>237</b>	<b>335</b>	<b>379</b>	<b>453</b>						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他长期负债	12	10	9	10	10	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	ROE	21.6%	8.0%	8.1%	9.9%	11.5%
<b>负债合计</b>	<b>260</b>	<b>247</b>	<b>344</b>	<b>389</b>	<b>462</b>	毛利率	34.3%	31.5%	33.2%	34.3%	35.4%
股本	73	97	97	97	97	营业利润率	19.7%	15.7%	19.9%	20.7%	21.8%
股东权益	663	1,889	2,049	2,261	2,537	销售净利率	17.3%	14.2%	17.7%	18.3%	19.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>923</b>	<b>2,136</b>	<b>2,392</b>	<b>2,650</b>	<b>2,999</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	10.0%	-2.3%	26.3%	28.4%	23.0%
						营业利润增长率	-10.0%	-22.1%	59.8%	33.9%	29.2%
						归母净利润增长率	-11.2%	-19.6%	56.7%	33.4%	29.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	28.2%	11.6%	14.4%	14.7%	15.4%
						流动比	3.15	8.37	6.72	6.63	6.33
						速动比	1.91	6.93	5.50	5.28	4.94
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	1.30	1.04	1.64	2.18	2.83
						BVPS	6.81	19.42	21.06	23.24	26.07
						<b>估值</b>					
						P/E	42.3	52.7	33.6	25.2	19.4
						P/B	6.1	2.8	2.6	2.4	2.1
						P/S	7.3	7.5	5.9	4.6	3.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心



## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 联系地址

**联系地址:** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层  
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话:** 021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。