

2020年05月03日

# 光模块业务整合顺利，业绩有望迎来拐点

## 剑桥科技(603083)

### 事件概述

公司发布 2019 年年度报告和 2020 年一季度报告，公司在 2019 年度实现营收 29.74 亿元，同比减少 5.78%，归母净利润为 0.22 亿元，同比减少 71.68%。2020 年一季度公司实现营收 5.69 亿元，同比减少 17.54%，归母净利润-0.59 亿元，同比下滑 1296%。

### ►光模块业务整合顺利，下半年有望扭亏为盈

业绩下滑的主要原因是 2019 年由于并购 Oclaro 日本公司部分资产，研发费用和其它期间费用均不同程度有所增加，但生产出货需要一定时间爬坡，导致 2019 年光模块业务亏损。2019 年主要由于光模块产品占比提升，公司整体毛利率由 2018 年的 11.63% 增涨到 17.49%，随着光模块产品的营收占比不断提升，未来毛利率有望持续改善。2020 年一季度公司产能因疫情持续受到影响，多处生产基地停工，导致一季度平均交付达成率仅为 61.2%，在手订单积压严重，截止到一季度末公司积压 ICT 业务订单约 4.81 亿元、光模块订单 1.23 亿元。其中，新并表的日本光电子子公司（CIG 日本相模原公司）因为产能和费用同比上涨等原因导致亏损。另外，一季度公司生产原材料如电容等因为疫情导致价格大幅上涨，也对业绩产生了一定的影响。随着产能迅速提升，以及并购后立项研发的新产品及降成本的老产品的加快导入，预计光电子事业部从 2020 年下半年起将扭亏为盈。

### ►公司加大高速光模块产品研发投入

公司研发费用由上年的 1.31 亿元上升到 2.73 亿元，同比增加 108.2%，占营收比重 9.17%。公司研发费用大幅增加主要因并入日本子公司产生的光模块相关研发投入。高端光模块产品研发投入已经收到成效，公司已经开发出 100G、200G 和 400G PAM4 光模块产品，产品线已覆盖 DR1/FR1 及 DR4/FR4/LR4 各种光模块规格。持续研发新的高速光模块产品如已经研制成功的 5G 回传承载网络的 200G LR4（10km）项目和应用于大数据中心的 200G FR4+（2km/3km）项目，以及计划将在 2020 年推出的低成本 200G QSFP56 光模块和正在研发的 800G 光模块、硅光 400G DR4 方案。

### ►非公开定增顺利完成，光模块放量在即

光模块行业受益于来自 5G 承载网和数据中心的强烈需求，中高传输速率光模块需求将高速增长。根据 Light Counting 的预测，光模块市场需求未来三年增速达到 30%-50%，在 2021 年市场规模预计达到 120 亿美元，至 2025 年市场规模有望突破 150 亿美元。4 月 30 日，公司公告完成非公开发行项目，共募集 7.5 亿资金，用于扩建 100G、200G、400G 高速光模块和 5G

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	37.59
股票代码:	603083
52 周最高价/最低价:	41.39/21.71
总市值(亿)	72.80
自由流通市值(亿)	42.16
自由流通股数(百万)	112.17



分析师: 熊军

邮箱: xiongjun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519120001

分析师: 宋辉

邮箱: songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

研究助理: 柳珏廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

联系电话: 010-51662928

相关研究

无线通信网络光模块生产线，项目达成之后，公司将形成年产 101 万只 100G 光模块、5 万只 200G 光模块、18 万只 400G 光模块和 135 万只 5G 无线通信网络光模块的生产能力。项目顺利实施有助于提高公司高端光模块产能，巩固和加强公司的市场优势和地位。

### 投资建议

公司传统业务稳步增长，光模块业务整合顺利，高端产品有望放量同时不断突破大客户，看好公司 2020 年光电子事业部业绩迎来拐点，我们预测 2020-2022 年公司营收分别为 39.31 亿元、51.29 亿元、65.51 亿元，归母净利润分别为 1.29 亿元、2.42 亿元、3.12 亿元，对应现价 PE 分别为 57 倍、30 倍、23 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

海外市场受疫情影响而出现需求萎缩；5G 建设速度不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,156	2,974	3,931	5,129	6,551
YoY (%)	26.9%	-5.8%	32.2%	30.5%	27.7%
归母净利润(百万元)	77	22	129	242	312
YoY (%)	26.7%	-71.7%	491.6%	88.5%	28.6%
毛利率 (%)	11.6%	17.5%	18.8%	19.4%	19.9%
每股收益 (元)	0.40	0.11	0.66	1.25	1.61
ROE	6.8%	1.8%	9.6%	15.4%	16.5%
市盈率	94.82	334.78	56.59	30.03	23.35

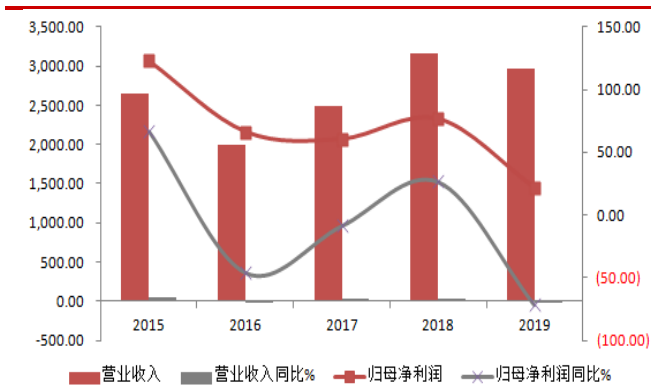
资料来源：wind，华西证券研究所

## 1. 光模块业务整合顺利，下半年有望扭亏为盈

2019 年公司实现营收 29.74 亿元，同比减少 5.78%，归母净利润为 0.22 亿元，同比减少 71.68%。2020 年一季度公司实现营收 5.69 亿元，同比减少 17.54%，归母净利润-0.59 亿元，同比下滑 1296%。业绩下滑的主要原因是 2019 年由于并购 Oclaro 日本公司部分资产，研发费用和其它期间费用均不同程度有所增加，但生产出货需要一定时间爬坡，导致 2019 年光模块业务亏损。2019 年主要由于光模块产品占比提升，公司整体毛利率由 2018 年的 11.63% 增涨到 17.49%，随着光模块产品的营收占比不断提升，未来毛利率有望持续改善。

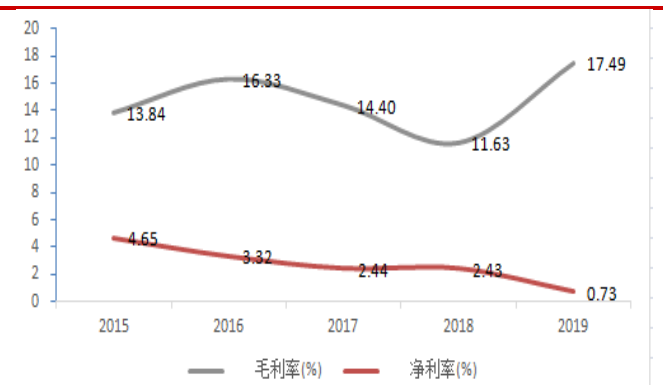
2020 年一季度公司产能因疫情持续受到影响，多处生产基地停工，导致一季度平均交付达成率仅为 61.2%，在手订单积压严重，截止到一季度末公司积压 ICT 业务订单约 4.81 亿元、光模块订单 1.23 亿元。其中，新并表的日本光电子子公司（CIG 日本相模原公司）因为产能和费用同比上涨等原因导致亏损。另外，一季度公司生产原材料如电容等因为疫情导致价格大幅上涨，也对业绩产生了一定的影响。随着产能迅速提升，以及并购后立项研发的新产品及降成本的老产品的加快导入，预计光电子事业部从 2020 年下半年起将扭亏为盈。

图 1 公司营收和归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

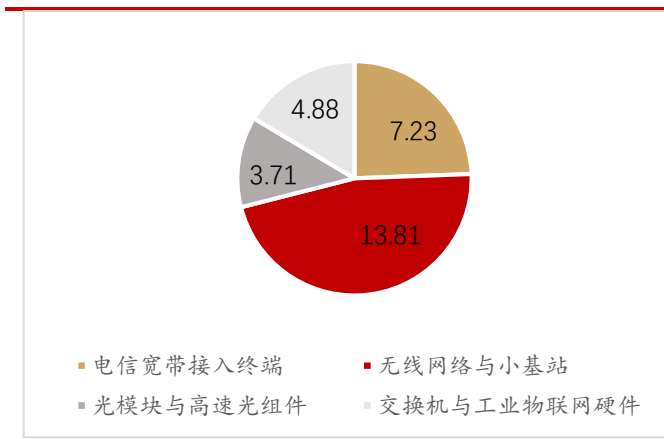
图 2 公司毛利率及净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

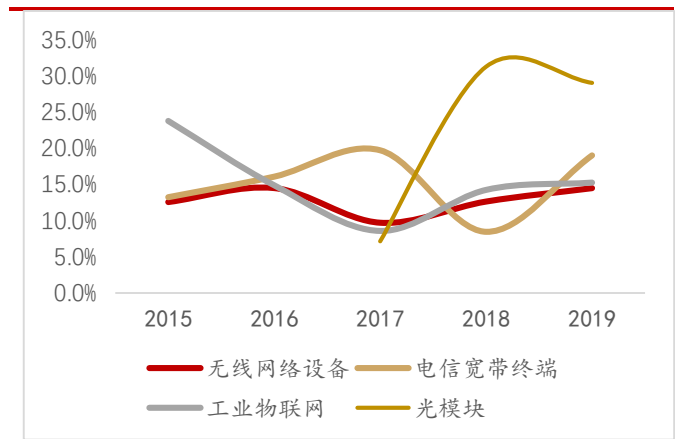
从业务结构上看，无线网络与小基站业务仍是公司主营业务，营收达到 13.81 亿元，同比减少 4.89%；光模块业务增速明显，2019 年营收达到 3.71 亿元，同比增长 596%。电信宽带接入终端产品因下游需求减少导致营收同比减少 38%，公司 10G PON 产品目前处于市场爬坡阶段，已经取得美国某全国范围主要电信运营商的主要份额的供货协议并开始批量交付，并在国外多个主流电信运营商客户开始试商用。交换机与工业物联网业务基本保持稳定，营收达到 4.8 亿元，同比增长 2.74%。随着光模块产能释放，公司光模块产品的营收占比会不断提升。

图3 公司2019年分项业务营收情况(单位:亿元)



资料来源:wind, 华西证券研究所

图4 公司分项业务毛利率变化情况(单位:%)

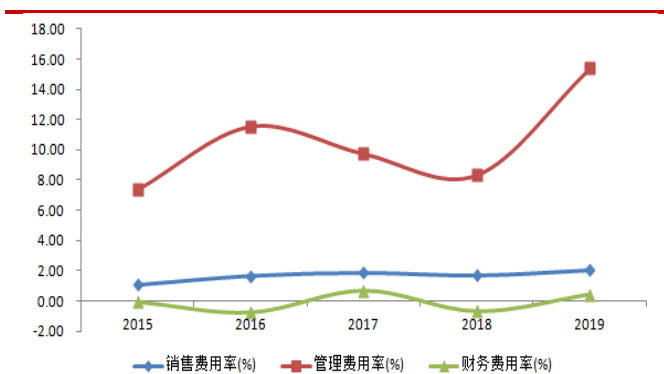


资料来源:wind, 华西证券研究所

## 2. 公司加大高速光模块产品研发投入

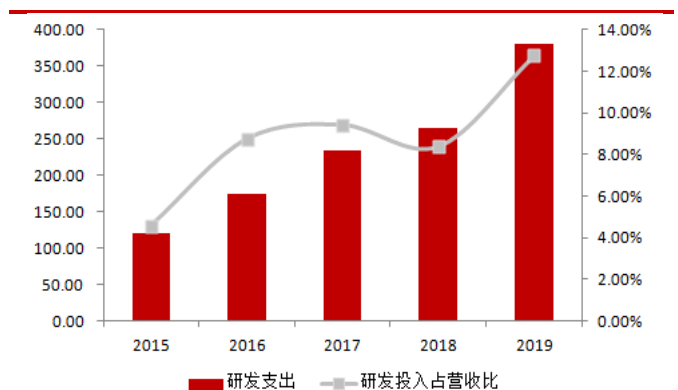
公司并购 MACOM 和 Oclaro 日本子公司部分资产的整合工作取得阶段性成功, 加大研发投入来打入高端光模块市场。公司 2019 年销售费用 0.61 亿元, 同比增加 13.39%; 管理费用 1.85 亿元, 同比增加 39.63%; 财务费用为 0.12 亿元, 同比增加 158.22%。研发费用由上年的 1.31 亿元上升到 2.73 亿元, 同比增加 108.2%, 占营收比重 9.17%。公司研发费用大幅增加主要因并入日本子公司产生的光模块相关研发投入。高端光模块产品研发投入已经收到成效, 公司已经开发出 100G、200G 和 400G PAM4 光模块产品, 产品线已覆盖 DR1/FR1 及 DR4/FR4/LR4 各种光模块规格。持续研发新的高速光模块产品如已经研制成功的 5G 回传承载网络的 200G LR4 (10km) 项目和应用于大数据中心的 200G FR4+ (2km/3km) 项目, 以及计划将在 2020 年推出的低成本 200G QSFP56 光模块和正在研发的 800G 光模块、硅光 400G DR4 方案。

图5 公司三项费用率情况(单位:%)



资料来源:wind, 华西证券研究所(注:管理费用含研发费用)

图6 公司研发支出情况(单位:百万元)



资料来源:wind, 华西证券研究所(注:含资本化研发投入)

## 3. 非公开定增顺利完成, 光模块放量在即

光模块行业将受益于来自 5G 承载网和数据中心的需求, 中高传输速率光模块需求将持续高速增长。根据 Light Counting 的预测, 光模块市场需求未来三年增速达到 30%-50%, 在 2021 年市场规模预计达到 120 亿美元, 至 2025 年市场规模有望突破 150 亿美元。在电信市场, 2019 年 6 月 6 日工信部正式向三大运营商以及中国广电发

放 5G 商用牌照，商用牌照落地标志着 5G 商用建设将进入实质落地阶段。2020 年中国三大电信运营商在无线领域资本支出预计将达 3348 亿元，其中 5G 投资预计 1803 亿元，主要用于建设 5G 独立组网，合计新建 5G 基站数量将超过 65 万站。

数据中心市场持续扩容和内部网络升级将拉动对高速光模块需求的快速增长。云计算、虚拟化等的发展推动数据中心内部数据通信需求，导致目前数据中心内部流量远高于数据中心与外部之间的流量。内部流量升级需求将促进数据中心网络架构朝横向化和扁平化发展，内部交换架构更多地采用叶-脊结构以代替原有的树状结构，从而大大提高了所需光模块的数量。

4 月 30 日，公司公告完成非公开发行项目，共募集 7.5 亿资金，用于扩建 100G、200G、400G 高速光模块和 5G 无线通信网络光模块生产线，项目达成之后，公司将形成年产 101 万只 100G 光模块、5 万只 200G 光模块、18 万只 400G 光模块和 135 万只 5G 无线通信网络光模块的生产能力。项目顺利实施有助于提高公司高端光模块产能，巩固和加强公司的市场优势和地位。

#### 4. 投资建议

公司传统业务稳步增长，光模块业务整合顺利，高端产品有望放量同时不断突破大客户，看好公司 2020 年光电子事业部业绩迎来拐点，我们预测 2020-2022 年公司营收分别为 39.31 亿元、51.29 亿元、65.51 亿元，归母净利润分别为 1.29 亿元、2.42 亿元、3.12 亿元，对应现价 PE 分别为 57 倍、30 倍、23 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1 剑桥科技及可比公司的 EPS 和 PE 情况

股票代码	股票名称	股价	EPS (元/股)			市盈率 PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
603083.SH	剑桥科技	37.59	0.13	0.66	1.25	292.99	56.59	30.03
	平均值					67.06	46.97	36.78
300308.SZ	中际旭创	64.86	0.72	1.19	1.54	90.08	54.50	42.12
300502.SZ	新易盛	72.30	0.90	1.32	1.76	80.33	54.77	41.08
002281.SZ	光迅科技	29.70	0.53	0.64	0.78	56.04	46.41	38.19
000988.SZ	华工科技	20.90	0.50	0.65	0.81	41.80	32.19	25.71

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：上表中，公司股价为 2020 年 4 月 30 日收盘价，中际旭创、新易盛的 EPS 为华西证券研究所预测，其余公司的盈利预测为 Wind 的一致预测。

#### 5. 风险提示

海外市场受疫情影响而出现需求萎缩；5G 建设速度不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,974	3,931	5,129	6,551	净利润	22	129	242	312
YoY (%)	-5.8%	32.2%	30.5%	27.7%	折旧和摊销	221	120	115	85
营业成本	2,454	3,194	4,134	5,250	营运资金变动	-68	-92	-161	-177
营业税金及附加	4	5	6	8	经营活动现金流	159	151	196	189
销售费用	61	76	101	128	资本开支	-164	72	87	104
管理费用	185	240	282	373	投资	-172	-630	-600	-500
财务费用	12	31	41	40	投资活动现金流	-336	-558	-513	-396
资产减值损失	-2	-20	-25	-23	股权募资	38	24	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	662	857	-531	129
营业利润	20	97	212	275	筹资活动现金流	269	841	-578	91
营业外收支	1	34	32	40	现金净流量	107	434	-896	-117
利润总额	22	131	244	315	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	0	2	2	3	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	22	129	242	312	营业收入增长率	-5.8%	32.2%	30.5%	27.7%
归属于母公司净利润	22	129	242	312	净利润增长率	-71.7%	491.6%	88.5%	28.6%
YoY (%)	-71.7%	491.6%	88.5%	28.6%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.11	0.66	1.25	1.61	毛利率	17.5%	18.8%	19.4%	19.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	0.7%	3.3%	4.7%	4.8%
货币资金	290	724	-171	-288	总资产收益率 ROA	0.8%	3.0%	5.6%	5.9%
预付款项	43	50	67	85	净资产收益率 ROE	1.8%	9.6%	15.4%	16.5%
存货	619	782	1,022	1,293	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	745	1,650	2,533	3,400	流动比率	<b>1.09</b>	<b>1.16</b>	<b>1.32</b>	<b>1.39</b>
流动资产合计	1,697	3,206	3,451	4,490	速动比率	0.67	0.86	0.90	0.97
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.19	0.26	-0.07	-0.09
固定资产	594	474	359	274	资产负债率	59.1%	68.6%	63.7%	64.1%
无形资产	404	404	404	404	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1,197	1,052	898	778	总资产周转率	1.03	0.92	1.18	1.24
资产合计	2,894	4,257	4,349	5,268	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	501	1,358	828	957	每股收益	0.11	0.66	1.25	1.61
应付账款及票据	905	1,242	1,580	2,018	每股净资产	6.11	6.90	8.15	9.76
其他流动负债	148	165	206	247	每股经营现金流	0.82	0.78	1.01	0.98
流动负债合计	1,555	2,764	2,614	3,222	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	157	157	157	157	PE	334.78	56.59	30.03	23.35
非流动负债合计	157	157	157	157	PB	4.67	5.45	4.61	3.85
负债合计	1,711	2,921	2,770	3,378					
股本	169	194	194	194					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,183	1,336	1,579	1,890					
负债和股东权益合计	2,894	4,257	4,349	5,268					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

熊军：工学硕士，英伟达，赛迪顾问等工作经历，4年证券研究经验，主要研究光通信、物联网、视频会议等领域。

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。