



核心技术渡过行业寒冬，研发创新领赴春日繁花 —长飞光纤（601869.SH）投资价值分析报告

核心观点

● 国家政策推动市场回暖

光纤光缆行业前两年陷入短暂低谷，随着《“十四五”信息通信行业发展规划》《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》《“双千兆”网络协同发展行动计划（2021-2023 年）》等一系列利好政策的出台，目前行业已进入量价齐升的新周期。

● 光棒技术造就行业领先

中国工程院院士赵梓森曾提出，光纤预制棒由于生产技术壁垒较高，占据了产业链 70% 的利润。公司掌握两种光纤预制棒生产工艺，国内运营商集中采购中保持领先份额水平，在国外市场份额仅次于康宁。公司凭借核心技术渡过行业寒冬，作为行业头部企业，乘政策利好东风，后续有望维持业绩快速增长趋势。

● 研发能力助力增长曲线

“十四五”开始，我国数据的应用逐步受到重视，“东数西算”工程等建设需要大量高性能光缆的辅助，早期光缆有望进入更换周期。目前公司研发的超强超低衰减 G.654.E 新型光纤以 50%（最大份额）中标中国移动集采，体现对新技术的前瞻性及研发领先优势。公司表示数字化引发的新浪潮正席卷而来，尤其在新冠疫情的影响下，全球数字经济发展按下快进键，公司将推出以大带宽、高可靠、智能、绿色、优质、高效、安全为深刻内涵的“BRIGHTS”全光联接。我们认为凭借公司强大的自研能力，在此次更换周期中将充分受益。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 127、164、204 亿元，YOY 分别为 34%、28%、25%；EPS 分别为 1.19、1.43、1.73 元，YOY 分别为 27%、20%、22%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 39 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

行业政策调整，原材料价格上涨，市场竞争加剧。

● 核心业绩数据预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	82.21	95.36	127.47	163.71	204.48
YOY	5.82%	15.99%	33.67%	28.43%	24.91%
归母净利润(亿元)	5.44	7.09	9.00	10.82	13.15
ROE	6.01%	7.24%	9.02%	9.91%	10.93%
摊薄 EPS(元)	0.72	0.93	1.19	1.43	1.73
YOY	-32.14%	30.32%	26.97%	20.30%	21.50%
P/E	2.96	2.74	2.68	2.45	2.23

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

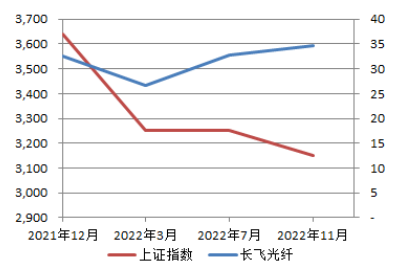
SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2022.12.09

收盘价(元)	34.21
一年中最低/最高(元)	21.77/47.15
总市值(亿元)	259.28
ROE(TTM)	10.37
PE(TTM)	25.43

股价相对走势





内容目录

一、公司所属主要行业情况分析	1
1.1. 光纤光缆行业具有显著周期性	1
1.2. 我国光纤光缆市场占据全球半壁江山	2
1.3. 产业政策推动行业发展	4
二、公司分析	5
2.1. 公司竞争优势分析	6
2.1.1. 棒纤缆一体化产业链助力生产及运营水平提升	6
2.1.2. 领先的生产技术及创新能力造就市场份额国内第一全球第二	7
2.1.3. 多元化布局寻找业务协同新机会	9
2.1.4. 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业中位数比较分析	10
2.2. 2022-2024 年公司毛利率分业务版块预测	12
2.3. 结合公司合同负债情况，预测未来公司营收走向	13
2.4. 2022-2024 年公司分业务板块收入预测	13
三、2022-2024 年公司整体业绩预测	14
四、公司估值分析	14
4.1. P/E 模型估值	14
4.2. PEG 模型	15
4.3. DCF 模型	15
五、公司未来六个月内投资建议	16
5.1. 公司股价催化剂分析	16
5.2. 公司六个月内的目标价	17
六、公司投资评级	17



图表目录

图 1: 2021 三季度至 2022 三季度移动互联网累计流量	2
图 2: 2021 三季度至 2022 三季度互联网宽度接入端口数量	2
图 3: 2021 年全球光纤光缆企业市场份额	3
图 4: 2017-2021 年中国光纤产量	3
图 5: 2017-2021 年中国光纤出口量	4
图 6: 公司五年一期业务收入构成	6
图 7: 公司棒线缆一体化产品	7
图 8: PCVD 工艺流程图	8
图 9: 公司近五年全球市场份额占比	8
图 10: 公司多元化领域产品一览	10
图 11: 五年一期应收账款周转率变化趋势和同业比较	10
图 12: 五年一期存货周转率变化趋势和同业比较	10
图 13: 五年一期销售费用率变化趋势和同业比较	11
图 14: 五年一期管理费用率变化趋势和同业比较	11
图 15: 五年一期毛利率变化趋势和同业比较	12
图 16: 五年一期销售净利润率变化趋势和同业比较	12
图 17: 五年一期 ROE 变化趋势和同业比较	12
图 18: 2017-2022Q3 公司合同负债变动趋势	13
图 19: 公司近两年 P/E (TTM) 趋势及分位点	15
图 20: 各大可比公司 PE (TTM) 比较	15
表 1: 光纤光缆行业周期性事件概览	1
表 2: 近三年光纤光缆行业适用主要产业政策一览	4
表 3: 公司发展大事记	5
表 4: 近两年公司主要中标项目	9
表 5: 2022-2024 年公司收入预测 (单位: 亿元)	14
表 6: 2022-2024 年相对估值模型预测数据	14
表 7: 采用 DCF 估值模型测算公司股权价值	16



一、公司所属主要行业情况分析

自 1977 年世界上第一个光纤通信系统在美国投入商用以来,光纤的低衰减等诸多优势使得光纤通信技术在全球取得飞速发展。我国在 1978 年自行研制出通信光缆(多模光纤),从生产光缆起步,到生产光纤,再到目前已取得光纤预制棒技术的重大突破。

1.1. 光纤光缆行业具有显著周期性

随着网络基础建设及数字化发展等需求变化,光纤光缆行业亦呈现出周期波动的特征。以我国为例,2015 年-2018 年国内三大电信运营商发力 4G 建设,导致需求增长,光纤光缆价格进入上涨周期;2018 年下半年起至 2021 年上半年,4G 网络建设基本完成而 5G 建设不及预期,行业进入低谷期。工信部 2021 年 11 月印发《“十四五”信息通信行业发展规划》,明确以全面推进 5G 网络建设和全面部署千兆光纤网络为发展重点,目标为 2025 年每万人拥有 5G 基站数 26 个,10G-PON 及以上端口数达到 1200 万个,光纤光缆行业自 2021 年下半年之后开始回暖。今年 11 月在全球光纤光缆行业的顶级盛会—2022 年世界光纤光缆大会上,公司发表主题演讲并表示:5G 和 FTTx 建设预计将进入高速发展期,全球数字化转型正大力推动光纤光缆行业迈入新的量价齐升黄金发展周期。CRU 预计到 2025 年,全球光缆需求量将达到 6.1 亿芯公里。

表 1: 光纤光缆行业周期性事件概览

时间	主要事件
2007 年-2012 年	3G 集中建设,“光进铜退”成为固网运营商对接入层网络部署的主要理念,光纤光缆需求提升。
2013 年-2017 年	“宽带中国”政策发布+4G 集中建设,光纤光缆实现量价齐升。
2018 年-2021 年上半年	光纤到户+4G 超预期快速普及,5G 建设尚处于初期阶段,需求锐减致供过于求,光纤光缆价格大幅回落,行业被迫去产能,大量厂商退出市场。
2021 年下半年至今	5G 进入建设高峰期,工信部出台《双千兆网络协同发展行动计划 2020-2023 年》,全球数字化转型拉动需求量增长,市场开始回暖。

资料来源:未来智库,华通证券国际研究部

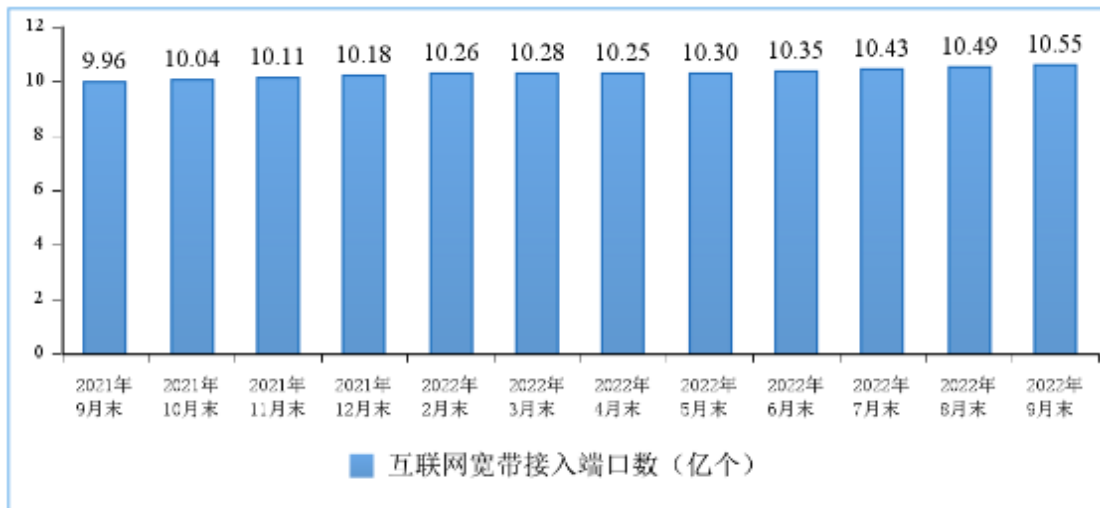
我国光纤光缆行业目前已开启新一轮景气周期,根据工信部 2022 年 10 月发布的数据,前三季度移动互联网累计流量达 1904 亿 GB,同比增长 18.4%。全国互联网宽带接入端口数量截至 9 月末达 10.55 亿个,比上年末净增 3698 万个。截至 9 月末,我国移动通信基站总数达 1072 万个,比上年末净增 75.4 万个。其中,5G 基站总数达 222 万个,比上年末净增 79.5 万个,占移动基站总数的 20.7%,占比较上年末提升 6.4 个百分点。

图 1: 2021 三季度至 2022 三季度移动互联网累计流量



资料来源: 工信部, 华通证券国际研究部

图 2: 2021 三季度至 2022 三季度互联网宽度接入端口数量

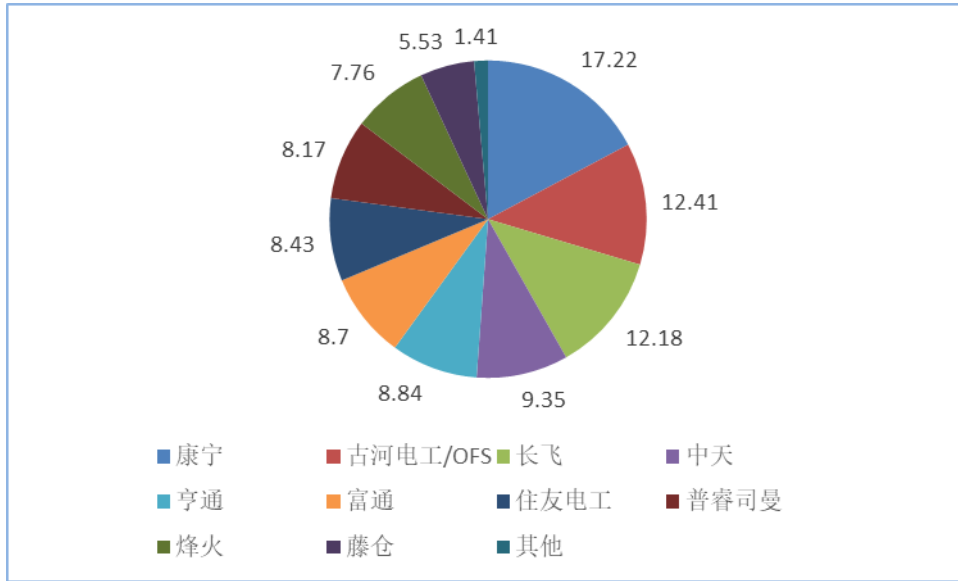


资料来源: 工信部, 华通证券国际研究部

1.2. 我国光纤光缆市场占据全球半壁江山

以 2021 年 (第十五届) 全球 | 中国光通信最具竞争力企业 10 强榜单评选结果来看, 在全球光纤光缆榜单中, 前 10 强企业由 4 个国家占据, 分别来自: 美国 (康宁)、意大利 (普睿司曼)、日本 (古河电工/OFS、住友电工、藤仓)、中国 (长飞、亨通、烽火通信、中天、富通), 其中, 中国企业占据半壁江山。CRU 预计 2021-2025 年中国光缆需求量复合增长率为 3.7%, 中国市场需求占全球的份额有望维持在 45% 以上。

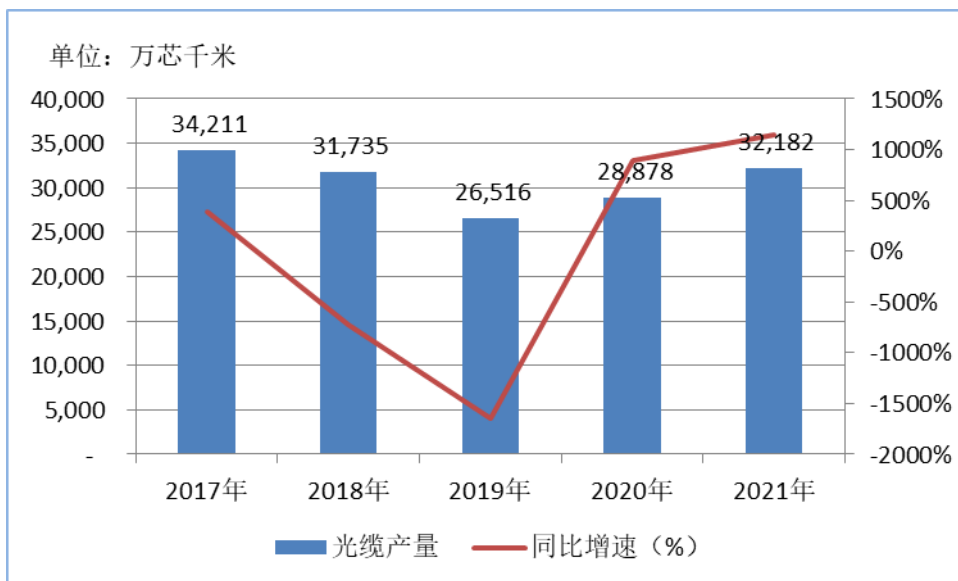
图 3：2021 年全球光纤光缆企业市场份额



资料来源：网络通信，华通证券国际研究部

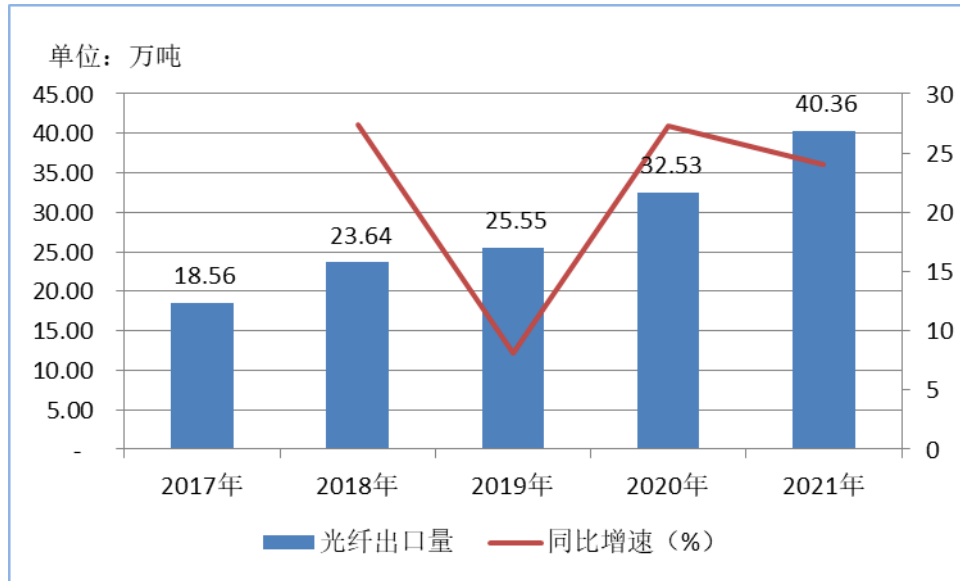
中国通信企业协会日前发文，近十年间我国在基础网络建设、固定宽带接入与移动流量市场需求增长的共同驱动下，光纤光缆行业取得跨越式发展，光纤产量及出口量均居世界第一。据工信部统计，2012 年至 2021 年网民规模增长了 83%，达 10.32 亿；国家级互联网骨干直联点从 3 个增至 19 个；固定和移动网络的互联网协议第六版（IPv6）改造全面完成；2017 年至今共许可 770MHZ 带宽 5G 中低频段资源总量居世界前列。2022 年前三季度中国累计生产光缆 26400.6 万芯千米，出口 31.6 万吨。

图 4：2017-2021 年中国光纤产量



资料来源：国家统计局，华通证券国际研究部

图 5：2017-2021 年中国光纤出口量



资料来源：中国海关，华通证券国际研究部

1.3. 产业政策推动行业发展

光纤光缆是信息通信传输的重要载体，也是数字经济信息底座的基础之一。我国高度重视新型信息通信基础设施建设，并出台一系列相关政策，间接推动国内光纤光缆行业的发展。

表 2：近三年光纤光缆行业适用主要产业政策一览

出台时间	部门	政策名称	主要内容
2021-11-1	工信部	“十四五”信息通信行业发展规划	建设新型数字基础设施，拓展数字化发展空间： 到 2035 年，信息通信基础设施累计投资 3.7 万亿元；每万人拥有 5G 基站数 26 个；10G-PON 及以上端口数 1200 万个；移动网络 IPv6 流量占比 70%；数据中心算力每秒 300 百亿亿次浮点运算。
2021-7-5	十部门	5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）	5G 应用关键指标大幅提升： 5G 个人用户普及率超过 40%，用户数超过 5.6 亿。5G 网络接入流量占比超 50%，5G 网络使用效率明显提高。5G 物联网终端用户数年均增长率超 200%。 重点领域 5G 应用成效凸显： 个人消费领域，打造一批“5G+”新型消费的新业务、新模式、新业态；垂直行业领域，大型工业企业的 5G 应用渗透率超过 35%；社会民生领域，打造一批 5G+智慧教育、5G+智慧医疗、5G+文化旅游样板项目，5G+智慧城市建设水平进一步提升。 关键基础支撑能力显著增强： 每万人拥有 5G 基站数超过 18 个，建成超过 3000 个 5G 行业虚拟专网；打造 10-20 个 5G 应用安全创新示范中心，树立 3-5 个区域示范标杆。



2021-3-24	工信部	“双千兆”网络协同发展行动计划（2021-2023年）	到 2023 年底： 千兆光纤网络具备覆盖 4 亿户家庭的能力，10G-PON 及以上端口规模超过 1000 万个，千兆宽带用户突破 3000 万户；5G 网络基本实现乡镇级以上区域和重点行政村覆盖；实现“双百”目标：建成 100 个千兆城市，打造 100 个千兆行业虚拟专网标杆工程。
2020-3-19	工信部	开展 2020 年 IPv6 端到端贯通能力提升专项行动	2020 年末主要目标： IPv6 网络性能与 IPv4 趋同，平均丢包率、时延、连接建立成功率等指标与 IPv4 相比劣化不超过 10%；IPv6 活跃连接数达到 11.5 亿；移动网络 IPv6 流量占比达到 10% 以上。
2019-2-28	工信部 国家广播电视总局 中央广播电视总台	超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）	提升网络传输能力： 发展高速光纤传输与接入、大容量路由交换、5G 通信等网络设备与软件系统，推进有线网络 IP 化、光纤化进程。提升通信网络的接入速率及服务质量，推进网络云化和智能化，优化网络结构，增强 IPTV 网络的承载能力，满足 4K 和 8K 视频传输的低时延、高宽带、高可靠、高安全应用需求，推动普及超高清机顶盒。

资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

二、公司分析

长飞光纤前身是长飞有限，于 1988 年 5 月由中国企业华信、长江通信及荷兰企业德拉克合资设立，2013 年 12 月完成股份制改造，2014 年 12 月在香港上市（06869.HK），2018 年 7 月登陆上交所主板。公司自设立以来深耕于光纤光缆行业，是国内第一家拥有光纤预制棒生产能力的企业。

表 3：公司发展大事记

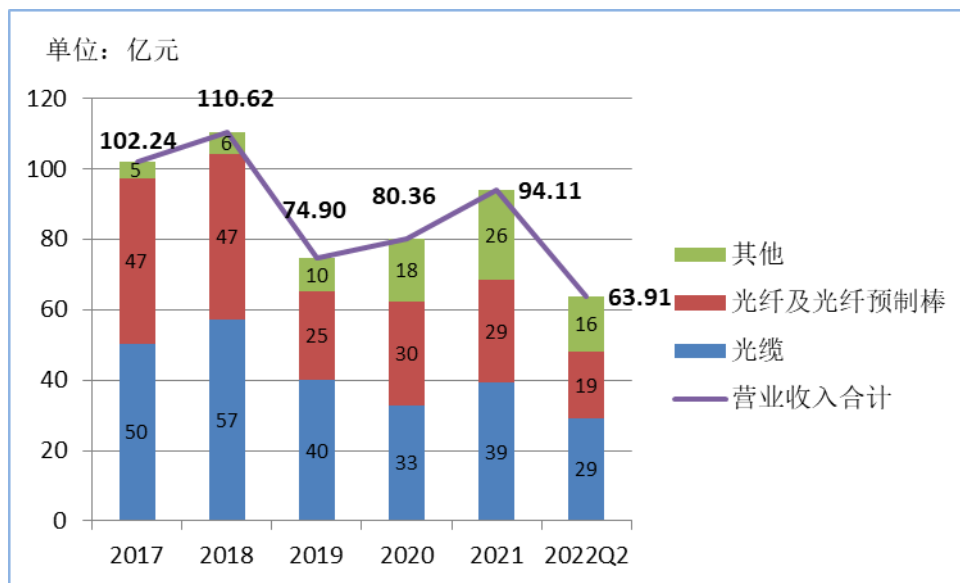
年份	重要事件
1988	长飞光纤光缆有限公司正式成立。
1993	完成第一期产能扩充计划，并开始向美国出售光纤（进军海外市场）。
1999	在市场推出骨架式带状光缆、标准全介质自承式光缆、光纤复合架空地线及室内光缆，产品线更多元化。
2003	完成开发全贝®低损耗单模光纤，并开始商业生产。
2005	“非零色散位移单模光纤”项目获得国家科学技术进步二等奖。
2011	成立光纤光缆制备技术国家重点实验室（中国光纤光缆行业唯一的国家级企业重点实验室）。
2014	在香港联交所成功上市。
2015	长飞科技园投产成功举办首届 CRU 亚太光纤光缆大会。
2016	成功举办首届世界光纤光缆大会，将这一全球性行业交流平台引入中国。
2017	长飞潜江科技园正式投产。 联合宝胜集团打造海缆基地，正式进军海洋业务。 “新型光纤制备技术及产业化”项目再次荣获国家科技进步二等奖。

2018	在上海证券交易所成功上市，成为中国光纤光缆行业、湖北省唯一的 A+H（香港、上海）两地上市的企业。 荣获世界三大政府质量奖之一——“欧洲质量奖”，是第一家获奖的中国企业。 “长飞光纤光缆技术创新工程”项目荣获国家科技进步二等奖，成为光纤光缆行业唯一一家三次获得该奖项的企业。
2019	中标总额超 4 亿美元的秘鲁国家宽带项目，以中国技术为秘鲁国家宽带发展注入中国速度。
2020	获评工信部“2020 智能制造标杆企业”，为国内光通信行业唯一。 与中国工业互联网研究院签订战略合作协议，共同推动工业互联网创新发展。
2021	入选商务部第一批全国供应链创新与应用示范城市和示范企业公示名单，为国内光纤光缆行业唯一。

资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2022 上半年公司营业收入为 63.91 亿元，同比大幅上升 46.87%，环比稳健上升 9.14%。在收入构成上主要分为三类产品：(1) 光缆；(2) 光纤及光纤预制棒；(3) 其他产品及服务。近三年来，公司各类产品收入占比基本维持稳定，其中：以光缆为主要产品。2022 年上半年，光缆产品业务收入为 29.18 亿元，同比增加 56.21%，占比 45.66%。光纤及光纤预制棒和其他产品服务收入占比分别为：29.43%和 24.91%。

图 6：公司五年一期业务收入构成



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

2.1. 公司竞争优势分析

2.1.1. 棒纤缆一体化产业链助力生产及运营水平提升

公司是目前少数能够大规模一体化开发与生产光纤预制棒、光纤和光缆的公司之一。借助“棒纤缆”一体化的优势，公司对终端产品光缆的生产采取“以销定产”模式，在光纤及预制棒则“以产定销”，自产与外购相结合，有效控制各类产品产量，更好地配置生产资源，提高运营效率和灵活性，从而提高公司整体竞争力。

图 7：公司棒线缆一体化产品

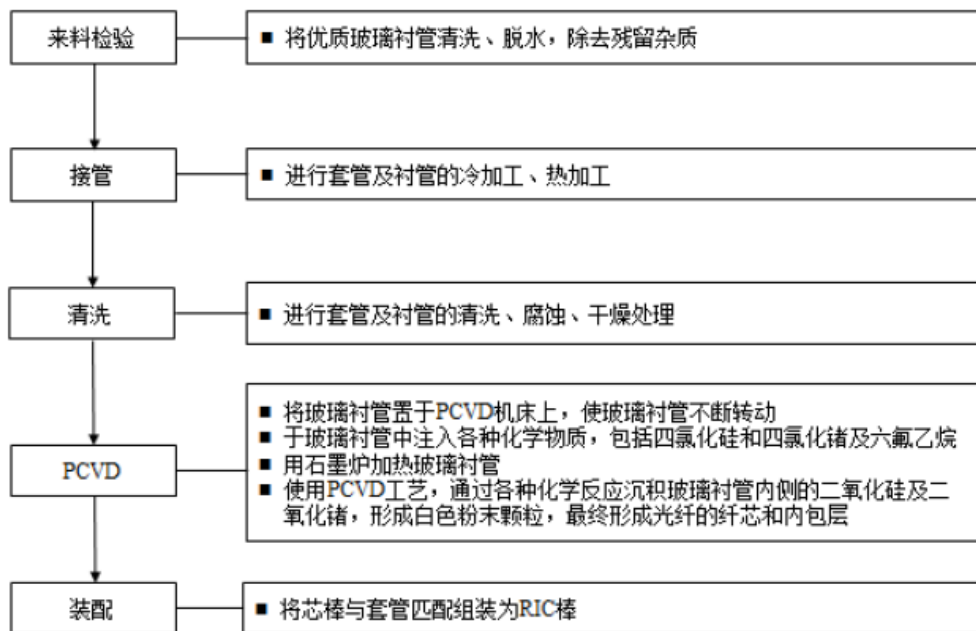


资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.1.2. 领先的生产技术及创新能力造就市场份额国内第一全球第二

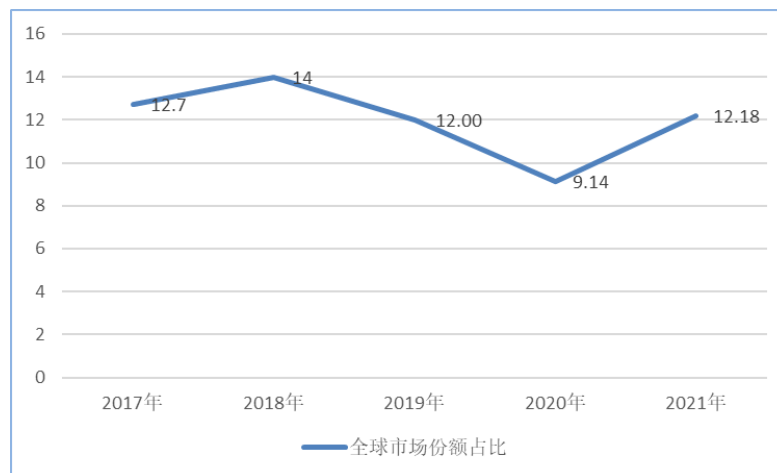
光纤预制棒是可以用来拉制光纤的材料预制件，被业界誉为光通信产业“皇冠上的明珠”。公司是国内第一家拥有光纤预制棒生产能力的企业，使用 PCVD 工艺生产光纤预制棒已有 30 余年，该工艺可制造全球最精细的折射率剖面。公司自研能力强大，已自主开发出专用于大尺寸和高沉积速率光纤芯棒的 PCVD 设备。2012 年公司启动 VAD+OVD 工艺自主研发项目计划，2014 年完成设备及工艺的全部自制，并建立完整芯棒生产流程，制备芯棒无需使用石英玻璃衬管，所使用的四氧化硅较 PCVD 工艺要求的纯度等级相对较低，有助于提高光纤预制棒制造效率，降低光纤衰减水平和生产成本。公司是行业内为数不多的可以同时通过两种工艺进行光纤预制棒生产的企业之一，在 2017-2021 年度，“中国光纤光缆最具竞争力企业 10 强”评选中连续拔得头筹，“全球光纤光缆最具竞争力企业 10 强”评选中仅次于美国康宁。

图 8: PCVD 工艺流程图



资料来源：招股说明书，华通证券国际研究部

图 9: 公司近五年全球市场份额占比



资料来源：网络通信，华通证券国际研究部

在 2018 年习近平总书记湖北视察之行中，公司作为企业代表，向总书记做了汇报，总书记对公司自主创新能力给予了最多的关注和肯定。公司在 2020 年 12 月建成国内光纤光缆行业唯一的国家重点实验室——光纤光缆制备技术国家重点实验室，目前已成功研发超低衰减光纤、抗弯曲光纤等多个专有创新产品，其中：应用于 5G 干线的远贝®超强超低衰减 G.654.E 光纤连续以最大份额中标中国电信、中国移动 2022 年 G.654.E 光纤光缆集中采购。2005 年至今，公司共获得三次国务院颁发的国家科技进步二等奖，是光纤光缆行业唯一一家获奖企业。



截止目前获得国内外专利 740 余项，预制棒及光纤领域专利数量全国领先。公司凭借先进技术与研发创新，国内赢得了包括三大国有电信运营商在内的稳定客户群体。

表 4：近两年公司主要中标项目

采购单位	采购项目	采购数量 (万芯公里)	最高投标限价 (万元)	中标份额
中国移动	2022 年至 2023 年非骨架式带状光缆产品集中采购	986.33	48,962.59	15.63% (最大份额)
	2022 年至 2023 年 G.654E 光纤光缆产品集中采购	33.24	9,836.38	50% (最大份额)
	2022 年至 2023 年特种光缆产品集中采购	826	85,717.48	13.04%
	2021 年至 2022 年普通光缆产品集中采购	14,225	985,887.67	19.96% (最大份额)
	2021 年至 2022 年蝶形光缆产品集中采购	450	96,500	10.42%
	2021 年至 2022 年带状光缆产品集中采购-非骨架式	780.1	49,224.89	12.5%
	2021 年至 2022 年带状光缆产品集中采购-骨架式	297.48	16,188.25	50% (最大份额)
采购单位	采购项目	中标份额		
国家电网	输变电项目第一次 35-330 千伏材料协议库存招标采购	包 2、包 6		
中国铁路	京广高速铁路郑州至武汉段武汉局集团公司管内安全标准示范线建设工程 TX-06(通信线缆)	100% 份额		
中国联通	2022 年中国联通干线光缆集中采购	第一名		
中国电信	2022 年干线光缆建设工程(第一批)光缆及配套采购项目 G.654E 干线光缆标包	最大份额		

资料来源：中国移动采购与招标网，国家电网电子商务平台等，华通证券国际研究部

2.1.3. 多元化布局寻找业务协同新机会

在确保主业核心优势的同时，公司面向数据中心技术等领域完善多元化布局。光模块是光纤通信系统的重要器件之一，作用是“光电转换”。公司 2019 年成立光模块产品线，2020 年初收购四川光恒通信技术有限公司，进军光模块领域；2022 年 7 月完成对博创科技股份有限公司的收购，在光模块与光器件领域的多元化布局取得阶段性成果。在化合物半导体领域，公司于 2022 年 5 月完成对芜湖启迪半导体有限公司及芜湖太赫兹工程中心有限公司的收购与整合。在工业激光器领域，公司 2020 年设立长飞光坊（武汉）科技有限公司，提供高品质、差异化、定制化光纤激光解决方案。公司其他产品及服务收入占营业收入比例逐年提升，由 2017 年的 4.75% 提升至 2021 年的 27.32%。

图 10: 公司多元化领域产品一览

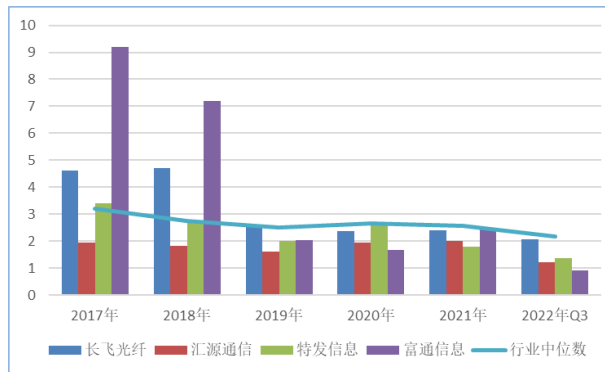


资料来源: 公司官网, 华通证券国际研究部

2.1.4. 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业中位数比较分析

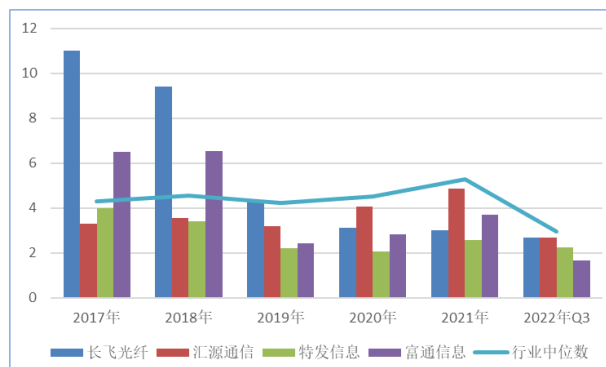
公司运营效率相关指标分析。2022 年前三季度, 公司应收账款周转率 (次) 为 2.07, 显著优于可比公司, 基本接近 2.17 行业中位数水平。公司的终端客户主要为国内外电信网络运营商, 经营规模较大、盈利能力较好, 具有较高的回款能力, 一年以内账龄比例为 81.93%。公司虽然应收账款周转率逐年降低, 但仍保持了较强的资产流动性。公司存货周转率 (次) 为 2.68, 高于可比企业, 略低于 2.94 行业中位数水平, 得益于公司“棒纤缆”一体化完整产业链布局。

图 11: 五年一期应收账款周转率变化趋势和同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

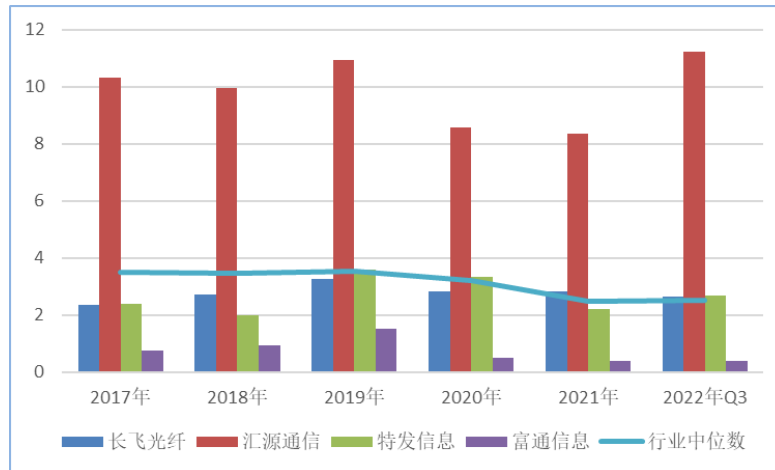
图 12: 五年一期存货周转率变化趋势和同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

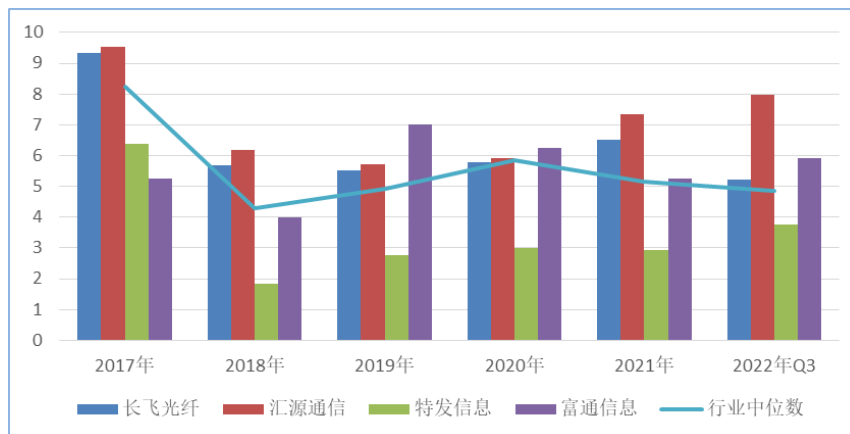
公司管理效率相关指标分析。2022 年前三季度，公司销售费用率为 2.65%，略高于 2.53% 行业中位数水平。2021 年公司根据国家财政部会计司，2021 年 11 月发布的关于企业会计准则收入实施的问答，将原本计入销售费用中为履行客户合同发生的运输费用，调整至营业成本列报。2017 年至 2019 年做出相同调整后，公司销售费用率在 2019 年呈逐年下降趋势。2022 年前三季度，公司管理费用率为 5.22%，近年来波动不大，略高于行业中位数。

图 13：五年一期销售费用率变化趋势和同业比较



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

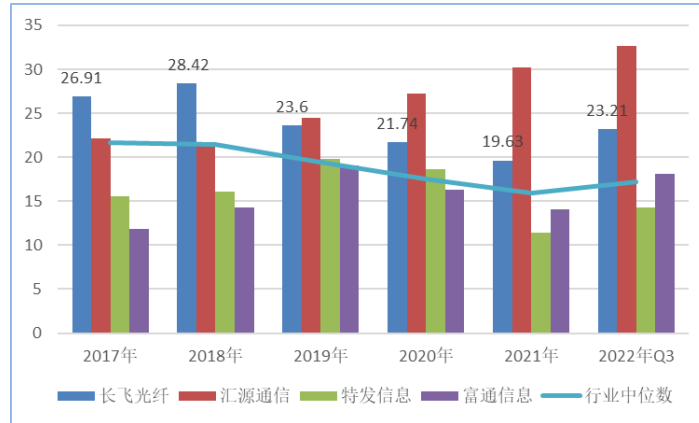
图 14：五年一期管理费用率变化趋势和同业比较



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

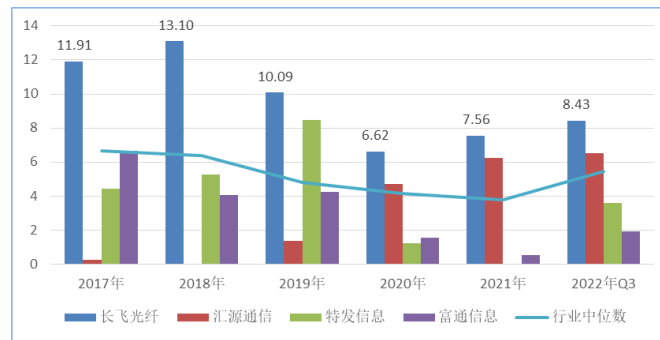
公司盈利能力相关指标分析。公司盈利指标五年一期内变动与行业周期波动一致，毛利率 2018 年到达顶峰后 2019 年开始下降，2021 年触底后 2022 年开始反弹，2022 前三季度公司毛利率为 23.21%，已追平 2019 年毛利率水平。公司同期销售净利率为 8.43%，ROE 为 8.92%，五年一期均显著优于可比公司及行业中位数，主要由于即使在终端产品价格极限周期，公司利用自主研发 VAD+OVD 生产工艺，提升生产效率，有效降低成本。

图 15: 五年一期毛利率变化趋势和同业比较



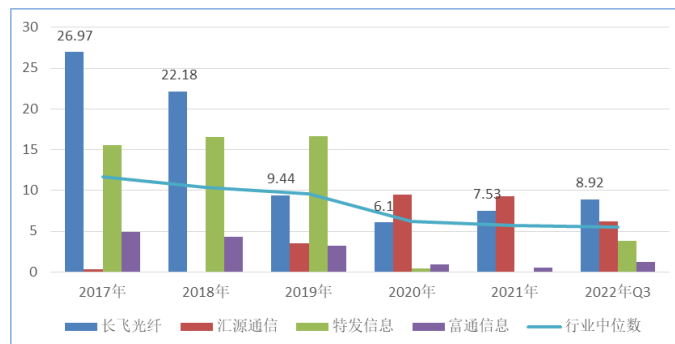
资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

图 16: 五年一期销售净利润率变化趋势和同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

图 17: 五年一期 ROE 变化趋势和同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

2.2. 2022-2024 年公司毛利率分业务版块预测

光缆业务板块: 公司光缆业务板块 2021 年的毛利率为 8.37%，较上年度 14.5%有所下降。随着全球数字化推进以及国内 5G 建设等产业政策加持，行业已开始回暖，市场周期进入上升期。我们预测 2022 年-2024 年公司光缆业务板块毛利率分别为 13.33%、12.07%和 11.26%。

光纤及光纤预制棒业务板块: 公司光纤及光纤预制棒业务 2021 年的毛利率为 40.39%，上年度为 33.44%。在原材料上涨和运营商市场终端价格价格的双重不利因素下，公司凭借核心竞

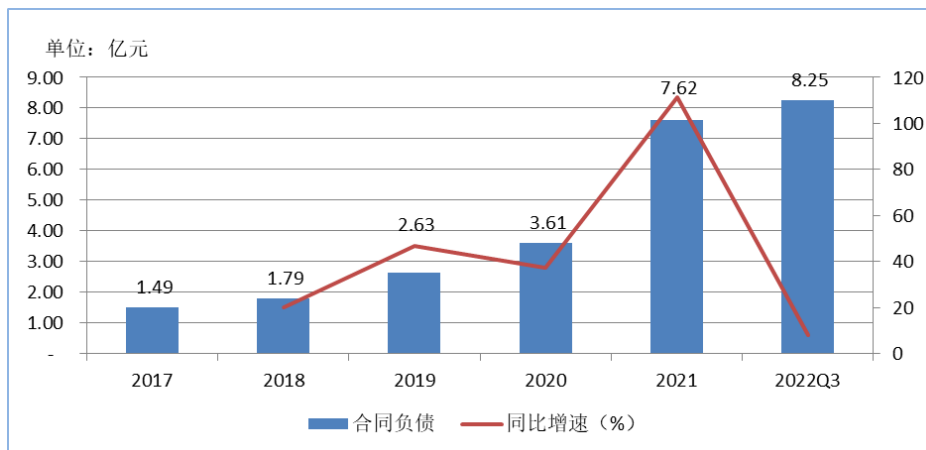
争力 2021 年维持了稳定的毛利率水平，充分体现行业龙头实力。我们预测 2022 年-2024 年公司光纤及光纤预制棒业务板块的毛利率分别为 38.1%、37.31%和 38.6%。

其他产品及服务业务板块:2021 年公司其他产品及服务板块毛利率为 13.04%，与上年度 16.64% 相比有所下降。鉴于公司在化合物半导体、光模块与光器件、海缆工程等领域多元化布局日渐完善，收入比例逐年提升，我们预测 2022 年-2024 年公司其他产品及服务业务板块的毛利率分别为 13.71%、14.46%和 13.74%。

2.3. 结合公司合同负债情况，预测未来公司营收走向

公司合同负债为尚未确认的递延收入，随着时间推移将逐步释放转化为未来收入的重要组成部分。2018 年-2021 年，公司合同负债金额均保持着双位数增长，2021 年由于新增秘鲁网络工程项目收入确认，增幅达 111.26%，截至 Q3 期末合同负债金额为 8.25 亿元。考虑公司对新客户及非长期客户采用款到发货的销售模式，结合目前合同负债变动情况，我们预计公司 2022 年-2024 年营业收入仍将保持稳健增长的良好态势。

图 18：2017-2022Q3 公司合同负债变动趋势



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.4. 2022-2024 年公司分业务板块收入预测

光缆业务板块: 运营商需求为光缆市场的晴雨表，上半年三大运营商已完成公司普通光缆产品的集中采购，10 月下旬中国移动完成 2022 年至 2023 年非骨架式带状光缆产品集采，采购数量 986 万芯公里，创下历年带状光缆需求新高，提振了行业信心。我们预测 2022 年-2024 年公司光缆业务板块收入同比增速分别为 29.94%、24.54%和 20.98%。

光纤及光纤预制棒业务板块: 公司该类产品营业收入近 5 年波动较大，目前市场需求向好，公司持续巩固技术竞争力优势，保持在国内领先地位，并扩展境外市场。我们预测 2022 年-2024 年公司光纤及光纤预制棒板块收入同比增速分别为 40%、35%和 30%。



其他产品及服务业务板块: 公司已面向下一代通信和数据中心技术, 进一步拓展多元化业务, 已进入光模块、工业激光器及海缆工程领域。Q3 报告期后, 公司 100% 份额中标云南移动 2022-2023 年家宽驻地网预成端光缆分纤箱产品采购项目。我们预测 2022 年-2024 年公司其他产品及服务业务板块收入同比增速分别为 35%、28% 和 25%。

表 5: 2022-2024 年公司收入预测 (单位: 亿元)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
光缆业务	32.88	39.21	50.95	63.45	76.76
YOY	-17.85%	19.26%	29.94%	24.54%	20.98%
光纤及光纤预制棒	29.53	29.19	40.86	55.16	71.71
YOY	17.72%	-1.17%	40%	35%	30%
其他产品及服务	19.81	26.97	34.71	44.43	55.54
YOY	83.13%	43.26%	35%	28%	25%
合计	82.22	95.37	127.47	163.71	204.48
YOY	5.82%	15.99%	33.67%	28.43%	24.91%

资料来源: 公司公告, 华通证券国际研究部

三、2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往五年一期的期间费用率趋势, 结合降本增效相关措施收益的逐步释放, 我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率分别为 2.80%、2.89% 和 2.92%, 管理费用率分别为 5.94%、6.08% 和 6.18%, 研发费用率分别为 5.00%、4.98% 和 4.99%, 财务费用率分别为 0.93%、1.04% 和 1.08%。

进而我们预测 2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 8.99、10.82 和 13.15 亿元, 同比增长分别为 26.97%、20.30% 和 21.50%; 摊薄 EPS 分别为 1.19、1.43 和 1.73 元/股, 同比增长分别为 35.15%、25.78% 和 25.87% (公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表)。

四、公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

根据前述公司整体业绩预测, 我们测算得到 2022 年公司对应的 P/E 为 29.75。

表 6: 2022-2024 年相对估值模型预测数据



项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E	49.22	37.77	29.75	24.73	20.35

资料来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

注：相关指标计算以 2022 年 12 月 2 日公司 A 股收盘价为基准。

当前公司 P/E (TTM) 为 26.64，距离近 24 个月以来的最高点 47.35，已经回撤 43.74%。

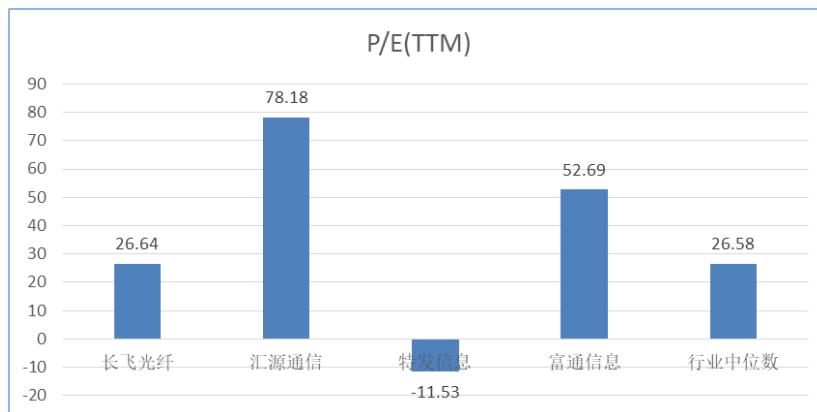
图 19：公司近两年 P/E (TTM) 趋势及分位点



资料来源：东财 Choice，华通证券研究部

从同期可比公司 P/E (TTM) 上看，公司目前估值水平低于多数可比公司。

图 20：各大可比公司 PE (TTM) 比较



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

以 A 股申万三级通信线缆及配套行业公司中动态 PE 中位数 26.58 为基准，同时考虑可比公司情况以及作为国内行业龙头公司的估值溢价，我们给予公司 30-35 倍 PE 估值，结合对应预测 2022 年 EPS (摊薄) 1.19 元/股，从而得到公司合理股价区间为 35.7-41.65 元/股。

4.2. PEG 模型

根据 2022-2024 年业绩预测，以 2022 年 12 月 2 日公司 A 股收盘价为基准（注：计算以预测期 (N 年) PE 为分子，预测期对应次年 (N+1 年) EPS 预期增长率*100 为分母），计算得到 2022-2024 年公司 PEG 分别为 1.47、1.15 和 0.93。以行业中值测算 2022 年 PEG 为 0.85，行业整体估值水平目前偏低。

4.3. DCF 模型

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值，相关主要假设如下：



- (1). 无风险利率 R_f : 以十年期国债 2022 年 11 月收益率为基准, 为 2.88%;
 - (2). 股权市场风险溢价: 以 Damodaran 今年 1 月最新公布的中国权益市场风险溢价数据 4.94% 为基准, 结合今年以来权益市场不确定性增加、美联储未来加息预期等因素导致市场风险偏好下降, 我们调高了国内权益市场风险溢价水平, 预计股权市场风险溢价为 5.44%;
 - (3). Beta: 通过近三年数据回归测算公司个股 Beta 值为 0.72;
 - (4). 永续增长率 g : 结合我国 GDP 增速, 预计为 3.0%;
 - (5). 公司 DCF 估值分位三个阶段, 第一阶段为: 预测期 2022-2024 年; 第二周阶段: 快速增长期假设为 2025-2030 年, 维持 6 年; 之后进入第三阶段: 永续增长阶段。
- 基于以上假设, 我们测算得到公司股权整体估值为 299.53 亿元, 对应股价为 38.76 元/股, 该测算价格落于前述 PE 估值模型的合理股价区间内 (35.7-41.65 元/股)。

表 7: 采用 DCF 估值模型测算公司股权价值

单位: 万元	现值	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
FCFE		70,015.	27,898	45,031	47,733	50,597	53,633	56,851	60,262	63,878
第一阶段	137,296									
第二阶段	256,648									
永续期	2,681,645									
总股权价值	3,075,589									
21 年少数股东权益	80,303									
公司股权价值	2,995,287									

资料来源: 华通证券国际研究部

五、公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

国家政策推动市场回暖。 光纤光缆行业前两年陷入短暂低谷, 随着《“十四五”信息通信行业发展规划》《5G 应用“扬帆”行动计划 (2021-2023 年)》《“双千兆”网络协同发展行动计划 (2021-2023 年)》等一系列利好政策的出台, 目前行业已进入量价齐升的新周期。

光棒技术造就行业领先。 中国工程院院士赵梓森曾提出, 光纤预制棒由于生产技术壁垒较高, 占据了产业链 70% 的利润。公司掌握两种光纤预制棒生产工艺, 在国内运营商集采中保持领先份额水平, 在国外市场份额仅次于康宁。公司凭借核心技术渡过行业寒冬, 作为行业头部企业, 乘政策利好东风, 后续有望维持业绩增长趋势。

研发能力助力增长曲线。 “十四五”开始, 我国数据的应用逐步受到重视, “东数西算”工程等建设需要大量高性能光缆的辅助, 早期光缆有望进入更换周期。目前公司研发的超强超低衰减 G.654.E 新型光纤以 50% (最大份额) 中标中国移动集采, 体现对新技术的前瞻性及研发领先优势。公司表示数字化引发的新浪潮正席卷而来, 尤其在新冠疫情的影响下, 全球



数字经济发展按下快进键，公司将推出以大带宽、高可靠、智能、绿色、优质、高效、安全为深刻内涵的“BRIGHTS”全光联接。我们认为凭借公司强大的自研能力，在此次更换周期中将充分受益。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 39 元/股，对应 2022 年 P/E 为 23.62。以 2022 年 12 月 2 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 10.45% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上
基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	



附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,444.27	2,771.27	3,776.11	4,300.82	5,282.50
应收票据及账款	4,189.32	4,663.41	6,431.30	8,047.12	10,183.90
存货	2,337.55	2,763.02	3,419.28	4,577.14	5,651.40
预付及其他流动资产	587.25	585.62	602.59	743.00	874.27
交易性金融资产	891.83	1,530.49	1,211.16	1,370.83	1,290.99
长期股权投资	1,636.03	1,684.47	1,789.47	1,894.46	1,990.43
固定资产	3,770.39	3,810.36	4,141.26	4,314.80	4,566.46
在建工程	258.91	608.36	1,582.31	1,996.27	2,010.22
无形资产	342.01	314.48	336.76	347.54	347.31
长期待摊费用	9.13	18.83	15.06	11.30	7.53
其他非流动资产	388.90	728.34	494.53	543.31	588.73
资产合计	15,855.60	19,478.65	23,799.84	28,146.59	32,793.73
短期借款	1,033.66	1,717.70	1,817.70	2,117.70	2,417.70
应付票据及账款	2,199.05	2,713.57	3,588.02	4,460.10	5,647.47
其他流动负债	1,143.64	2,131.66	2,510.09	3,300.55	3,932.66
长期借款	1,070.73	1,815.09	3,615.09	5,115.09	6,615.09
其他非流动负债	1,022.99	515.60	1,497.29	1,451.81	1,374.82
负债合计	6,470.07	8,893.62	13,028.19	16,445.25	19,987.74
股本	757.91	757.91	757.91	757.91	757.91
资本公积	3,364.33	3,561.13	2,961.13	2,961.13	2,961.13
留存收益	4,925.25	5,462.96	6,259.32	7,196.68	8,306.26
归属于母公司股东权益	9,047.49	9,782.00	9,978.36	10,915.72	12,025.29
少数股东权益	338.03	803.03	793.30	785.63	780.70
股东权益合计	9,385.52	10,585.03	10,771.66	11,701.35	12,805.99

资本结构	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产负债率	40.81%	45.66%	54.74%	58.43%	60.95%
流动比率	2.16	1.88	1.95	1.93	1.94
速动比率	1.52	1.39	1.47	1.41	1.42

现金流量表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	544.20	720.68	620.45	708.36	915.64
折旧与摊销	380.88	397.20	216.63	235.50	258.37
财务费用	60.88	122.79	118.07	170.16	221.78
运营资本变动及其他	-845.09	-713.92	-1,101.42	-1,152.39	-1,413.26
经营活动现金流	140.87	526.74	-146.27	-38.37	-17.46
投资活动现金流	-1,550.71	-1,389.53	-1,187.37	-921.87	-373.70
融资活动现金流	719.48	2,288.94	2,338.48	1,484.96	1,372.83
现金净变动	-721.95	1,383.57	1,004.84	524.71	981.67
期初现金余额	2,088.47	1,366.52	2,750.09	3,754.93	4,279.64
期末现金余额	1,366.52	2,750.09	3,754.93	4,279.64	5,261.31

利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8221.54	95,36.08	12,747.10	16,370.82	20,448.32
营业成本	6,433.90	7,664.23	10,021.36	12,893.04	16,044.20
销售费用	370.92	269.83	356.92	473.12	597.09
管理费用	476.22	621.06	757.21	995.64	1,263.35
研发费用	414.57	473.16	637.63	815.59	1,020.79
营业利润	580.65	718.33	976.83	1,178.09	1,422.74
财务费用	60.88	122.79	118.07	170.16	221.78
其他收益	259.81	522.95	288.67	396.36	421.98
税前利润	579.24	748.00	986.97	1,185.88	1,431.80
减：所得税	35.04	27.33	97.10	111.31	121.77
净利润	544.20	720.68	889.86	1,074.57	1,310.03
少数股东损益	0.52	12.17	-9.73	-7.67	-4.93
归母净利润	543.68	708.51	899.59	1,082.24	1,314.96

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性					
营收增长率	5.82%	15.99%	33.67%	28.43%	24.91%
营业利润增长率	-33.85%	23.71%	35.99%	20.60%	20.77%
归母净利润增长率	-32.14%	30.32%	26.97%	20.30%	21.50%
盈利能力					
销售毛利率	21.74%	19.63%	21.38%	21.24%	21.54%
销售费用率	4.51%	2.83%	2.80%	2.89%	2.92%
管理费用率	5.79%	6.51%	5.94%	6.08%	6.18%
研发费用率	5.04%	4.96%	5.00%	4.98%	4.99%
净利率	6.62%	7.56%	6.98%	6.56%	6.41%
ROE	6.01%	7.24%	9.02%	9.91%	10.93%
ROA	3.43%	3.64%	3.78%	3.85%	4.01%
ROIC	5.76%	4.70%	8.24%	8.19%	8.49%
营运能力					
应收账款周转率	2.10	2.25	2.17	2.21	2.19
应付账款周转率	4.18	4.32	4.25	4.29	4.27
存货周转率	2.75	2.77	2.93	2.82	2.84

估值倍数	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E	49.22	37.77	29.75	24.73	20.35
P/S	3.26	2.81	2.10	1.63	1.31
P/B	2.96	2.74	2.68	2.45	2.23
每股指标					
每股收益 (摊薄)	0.72	0.93	1.19	1.43	1.73
每股净资产	11.94	12.91	13.17	14.40	15.87
每股经营现金流	0.19	0.70	-0.19	-0.05	-0.02

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。