

增持

炬光科技（688167.SH）

2023 年第三季度营收增速回正，关注中游业务进展

核心观点

2023 年营收季度逐步提升，利润下滑。公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度公司实现营收 3.84 亿元，同比-3.67%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比-59.86%。2023 年第三季度，公司实现营收 1.45 亿元，同比+6.87%，实现归母净利润 0.17 亿元，同比-56.13%。环比角度，2023 年连续三个季度营收实现环比提升，第三季度利润下滑程度较第二季度有所收窄。

收入增速较低和部分产品需求放缓有关，但第三季度营收环比已有改善。公司业务可分为上游和中游两部分，中游应用下游分为汽车（激光雷达）、泛半导体和医疗健康三类。整体收入下降原因：1）上游激光光学部分器件下游应用场景为光纤激光器，因宏观需求不及预期，产品单价下降明显，导致收入下滑；2）中游核心业务汽车等因为客户需求放缓、提货节奏延后等原因，导致收入下滑。环比角度，第三季公司在下游和中游产品均有一定新突破，整体经营有所好转，营收已经实现同比正向增长。

利润下滑和价格竞争、产品结构变化、费用提升有关。1）上游激光光学元器件部分因为价格竞争导致毛利率下降；半导体激光元器件中放量新品预制金锡氮化铝衬底毛利率明显低于公司上游元器件平均毛利率，进而影响整体毛利率；3）费用端，因为计提管理激励费用公司管理费用有明显提升（管理费用同比+33.53%），加大对于海外市场开拓导致销售费用明显提升（销售费用同比+33.16%）。

上游新品突破，中游汽车、泛半导体进展有望推动公司经营继续好转。1）上游：公司的预制金锡氮化铝衬底，专业净肤半导体器件新品收到市场广泛好评；2）中游：公司在汽车领域已经新获得国内两家激光雷达发射模组定点通知，泛半导体业务在手订单良好，并在新型显示 MLED 等领域取得突破。

投资建议：下调 2023-2025 年盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司部分业务进展有所延后，盈利能力因为产品价格和费用提升下降，我们下调 2023-2025 年公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.9/1.3/1.7 亿元（下调前为 1.5/2.0/2.7 亿元），对应 PE 分别为 84/59/45 倍。看好公司在中游汽车（激光雷达）、泛半导体领域后续突破推动公司长期成长，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	476	552	587	769	1,010
(+/-%)	32.2%	16.0%	6.4%	31.0%	31.4%
净利润(百万元)	68	127	91	129	171
(+/-%)	94.3%	87.6%	-28.5%	41.7%	32.6%
每股收益(元)	0.75	1.41	1.01	1.43	1.89
EBIT Margin	17.5%	15.9%	9.6%	12.4%	14.3%
净资产收益率 (ROE)	2.9%	5.2%	3.6%	4.8%	6.1%
市盈率 (PE)	111.9	59.6	83.8	59.1	44.6
EV/EBITDA	70.2	67.8	83.8	56.6	41.3
市净率 (PB)	3.27	3.09	2.99	2.85	2.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

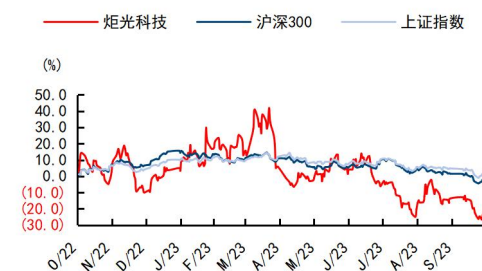
证券分析师：马成龙 021-60933150
machenglong@guosen.com.cn
S0980518100002

证券分析师：朱锟旭 021-60375456
zhukunxu@guosen.com.cn
S0980523060003

基础数据

投资评级 增持(维持)
合理估值
收盘价 84.26 元
总市值/流通市值 7614/5731 百万元
52 周最高价/最低价 152.18/73.88 元
近 3 个月日均成交额 157.73 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

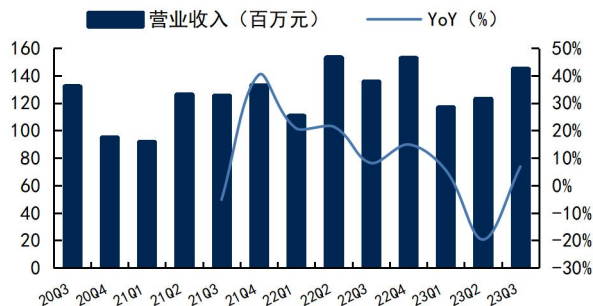
《炬光科技（688167.SH）-经营短期承压，多领域实现新突破》
——2023-05-04
《炬光科技（688167.SH）-稀缺激光元器件厂商，中游延伸加速成长》
——2023-03-01

图1: 炬光科技营业收入及增速（单位：百万元、%）



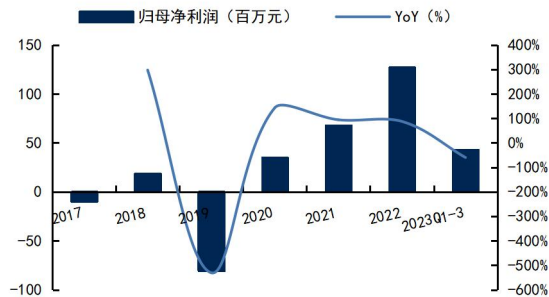
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 炬光科技单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



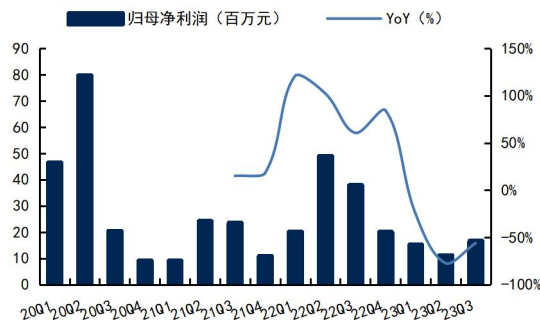
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 炬光科技归母净利润及增速（单位：百万元、%）



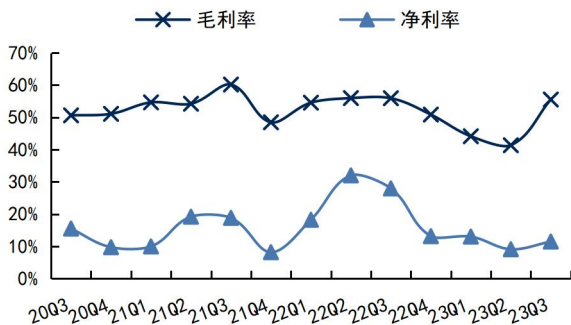
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 炬光科技单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



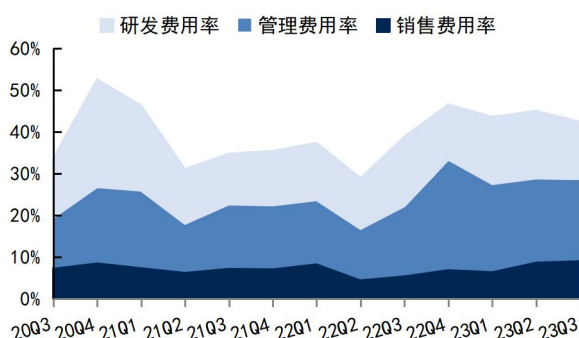
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 炬光科技单季度毛利率、净利率变化情况



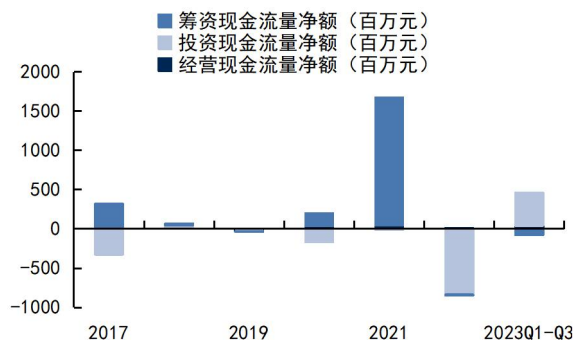
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 炬光科技单季度三项费用率变化情况



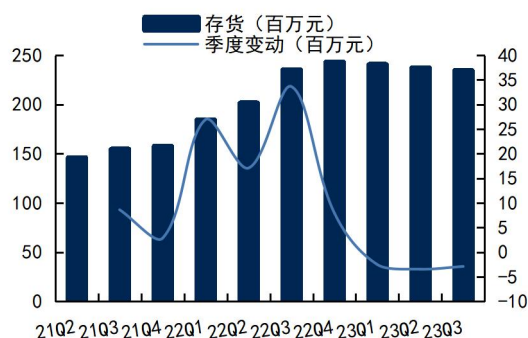
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 炬光科技现金流量情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 炬光科技存货及季度变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测拆分

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

上游产生光子业务:

此前预测:

对应公司半导体激光、原材料等业务, 预计未来三年保持稳健增长, 业务增速分别为 21%/29%/28%, 毛利率分别为 46%/44%/43%。

调整预测:

半导体激光元器件部分宏观需求恢复程度不及此前预期, 预制金锡氮化铝衬底材虽然进入快速放量阶段, 但是由于价格策略较为激进, 加之由于产品处于爬坡初期, 该产品毛利率较低。因此我们下调 2023 年增速和毛利率假设, 但看好公司在产生光子部分产品品类增加推动收入增长。

预计 2023-2025 年公司产生光子业务增速分为 6%/33%/28% (调整前 21%/29%/28%), 毛利率分别为 45%/44%/42% (调整前为 46%/44%/43%)。

上游调控光子业务:

此前预测:

对应公司激光光学业务, 其中在光纤激光器上游 FAC 领域公司已经取得行业领先地位, 需求会受到整体宏观经济变动影响; 在光刻领域, 公司光场匀化器已经取得明显进展, 有望持续保持增长, 同时公司还在镀膜等多细分领域进行布局, 我们预计未来三年公司这部分业务增速为 15%/20%/17%, 毛利率分别为 53%/53%/53%。

调整预测:

因为光纤激光 FAC 部分下游需求恢复不及预期, 同时产品单价下降明显, 导致收入出现明显下滑, 因此下调未来三年业务增速。预计 2023-2025 年公司在激光光

学业务增速分别为-6%/17%/14%（调整前为 15%/20%/17%）。

毛利率：光纤激光 FAC 部分出现明显下降，造成该部分毛利率下降，下调 2023 年毛利率假设，考虑到后续公司产品新增，光刻部分业务比重提升，仍有较多新品储备，该部分毛利率较高，预计 2024-2025 年公司毛利率有望随着产品结构优化和技术迭代小幅回升，预计 2023-2025 年该部分毛利率分别为 52%/54%/54%（调整前为 53%/53%/53%）。

中游应用业务：

此前预测：

公司在中游业务拓展可分为三类，分别为车载（激光雷达）、泛半导体和医疗健康，其中车载业务正在推动新的定点落地，泛半导体领域持续受益国产替代和自主技术突破，医疗健康在家用医美和专业医美市场继续保持布局和投入，未来三年有望带来更多收入增量。预计未来三年公司中游业务增速为 96%/74%/78%，预计毛利率分别为 55%/54%/52%。

调整预测：

中游：1) 受整体行业进展和大客户经营情况变化的影响，汽车业务整体进展不及预期；2) 医疗健康部分和 Cyden 集团合作递延，目前营收体量较小，因此下调 2023-2025 年中游业务增速，预计 2023-2025 年中游业务增速分别为 39%/51%/60%（调整前为 96%/74%/78%）。

毛利率：因为汽车领域产品毛利率偏低，考虑到公司已经拿到激光雷达新增定点订单，后续比重有望提升，使得整体利率略有下降，预计 2023-2025 年中游毛利率分为 53%/52%/50%（调整前为 55%/54%/52%）。

费用拆分：

研发费用：考虑到公司营收增速放缓，研发费用绝对值虽未明显提升，但预计 2023 年研发费用率会有一定提升，将 2023-2025 年研发费用率假设调整为 14%/13%/12%（调整前 13.5%/13%/12%）。

管理费用：因为 2023 年公司有一定的股权激励支付，管理费用增加，我们将公司未来三年管理费用率假设调整为 17%/16%/15%（调整前为 16%/15%/14%）。

销售费用：因为公司 2023 年开始加强海外市场开拓，导致销售费用提升，将公司 2023-2025 年销售费用率假设调整为 8%/7%/6%（调整前为 6%/6%/5.8%）。

表1: 炬光科技营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
上游产生光子业务				
收入（百万元）	228.3	242.9	323.5	414.9
增速	30.9%	6.4%	33.2%	28.2%
毛利率	48.4%	44.8%	43.5%	42.1%
上游调控光子业务				
收入（百万元）	228.6	215.0	250.5	284.8
增速	3.0%	-5.9%	16.5%	13.7%
毛利率	60.2%	51.5%	53.5%	53.6%
中游应用业务				
收入（百万元）	92.58	129.0	194.6	310.4
增速	25.4%	39.3%	50.9%	59.5%
毛利率	56.2%	53.2%	52.0%	50.0%
其他				
收入（百万元）	2.4	0.0	0.0	0.0
毛利率	-	-	-	-
合计				
总营收（百万元）	551.9	586.9	768.6	1010.1
增速	16.0%	6.4%	31.0%	31.4%
毛利率	54.3%	49.1%	48.9%	47.8%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计公司 2023-2025 年营收分别为 5.9/7.7/10.1 亿元, 同比增长 6.4%/31.0%/31.4%; 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.9/1.3/1.7 亿元, 同比增长-28.5%/41.7%/32.6%。

投资建议：下调 2023-2025 年盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司部分业务进展有所延后，盈利能力因为产品价格和费用提升下降，我们下调 2023-2025 年公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.9/1.3/1.7 亿元（下调前为 1.5/2.0/2.7 亿元），对应 PE 分别为 84/59/45 倍。看好公司在中游汽车（激光雷达）、泛半导体领域后续突破推动公司长期成长，维持“增持”评级。

表2: 同类公司估值比较

证券 代码	证券 简称	投资 评级	股价 (10月30日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
688167.SH	炬光科技	增持	84.26	1.01	1.43	1.89	83.8	59.1	44.6	3.1	76
300394.SZ	天孚通信	买入	73.70	1.50	2.26	2.99	49.2	32.6	24.7	10.1	291
300620.SZ	光库科技	增持	39.55	0.39	0.61	0.86	100.4	64.8	45.8	5.8	97
688048.SH	长光华芯	无评级	60.93	0.73	1.29	1.91	83.1	47.1	31.9	3.4	107
688502.SH	茂莱光学	无评级	214.46	1.38	1.88	2.44	155.0	114.3	87.8	9.6	113
	平均						96.9	64.7	47.5	7.2	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测，其中天孚通信、光库科技、长光华芯、茂莱光学采用 Wind 一致预期数据，

财务预测与估值

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	1746	969	1523	1492	1413	营业收入	476	552	587	769	1010
应收款项	149	182	177	211	277	营业成本	218	252	299	393	528
存货净额	158	243	175	233	319	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他流动资产	43	59	47	61	81	销售费用	34	35	47	54	61
流动资产合计	2157	2191	2227	2365	2560	管理费用	70	98	100	123	152
固定资产	186	345	385	420	451	研发费用	68	77	82	100	121
无形资产及其他	39	40	38	37	35	财务费用	12	(28)	(11)	(14)	(13)
投资性房地产	134	131	131	131	131	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	(0)	(0)	资产减值及公允价值变动	11	40	30	30	30
资产总计	2517	2707	2782	2953	3178	其他收入	(74)	(95)	(82)	(100)	(121)
短期借款及交易性金融负债	30	56	30	30	30	营业利润	77	138	97	139	187
应付款项	31	61	58	78	106	营业外净收支	(0)	9	8	8	8
其他流动负债	80	92	107	138	181	利润总额	77	147	105	147	195
流动负债合计	141	209	195	245	317	所得税费用	12	20	15	19	25
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	51	42	42	42	42	归属于母公司净利润	68	127	91	129	171
长期负债合计	51	42	42	42	42	现金流量表（百万元）					
负债合计	192	252	237	287	359	净利润	68	127	91	129	171
少数股东权益	7	0	(1)	(1)	(2)	资产减值准备	6	9	5	2	2
股东权益	2319	2456	2545	2667	2821	折旧摊销	27	28	37	44	49
负债和股东权益总计	2517	2707	2782	2953	3178	公允价值变动损失	(11)	(40)	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	12	(28)	(11)	(14)	(13)
每股收益	0.75	1.41	1.01	1.43	1.89	营运资本变动	(37)	(89)	102	(54)	(98)
每股红利	0.02	0.01	0.02	0.07	0.19	其它	(8)	(10)	(5)	(3)	(3)
每股净资产	25.78	27.30	28.16	29.52	31.22	经营活动现金流	44	25	200	88	91
ROIC	5%	4%	3%	5%	7%	资本开支	0	(232)	(50)	(50)	(50)
ROE	3%	5%	4%	5%	6%	其它投资现金流	54	(675)	432	(63)	(102)
毛利率	54%	54%	49%	49%	48%	投资活动现金流	54	(907)	382	(113)	(152)
EBIT Margin	18%	16%	10%	12%	14%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	16%	18%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	32%	16%	6%	31%	31%	支付股利、利息	(1)	(1)	(2)	(6)	(17)
净利润增长率	94%	88%	-29%	42%	33%	其它融资现金流	1560	107	(26)	0	0
资产负债率	8%	9%	9%	10%	11%	融资活动现金流	1553	105	(28)	(6)	(17)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	现金净变动	1651	(777)	554	(31)	(78)
P/E	111.9	59.6	83.8	59.1	44.6	货币资金的期初余额	95	1746	969	1523	1492
P/B	3.3	3.1	3.0	2.9	2.7	货币资金的期末余额	1746	969	1523	1492	1413
EV/EBITDA	70.2	67.8	83.8	56.6	41.3	企业自由现金流	0	(218)	138	23	27
						权益自由现金流	0	(110)	121	35	38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032