

技术主导的平台型公司，多元助力加速复苏

通信行业

1、技术主导的平台型制造公司，安全边际高，在宏观经济企稳背景中加速复苏

(1) 成长类技术制造企业依靠投资与市场的双轮驱动不断打开新天花板，逐渐脱离单一结构的周期属性，宏观波动影响减弱，抗风险能力增强

我们认为，行业营收规模增长存在运营商和互联网投资周期影响，但上述企业其营收规模保持持续稳定增长，其成长轨迹的共同点有迹可循。制造型企业，尤其是在某一行业有相对壁垒的制造型企业，一方面在过去的宏观经济波动中都受益于产业链东迁，另一方面在技术和管理持续迭代更新中，不断拓展下游行业赛道，持续打开新的增长曲线。

- a) 技术平台型公司 ROE 与 ROIC 水平高于行业平均水平，其产品品类涉及行业越多相对越平稳，在整体行业投资收益逐渐走弱背景下，平台型公司仍能保持稳定的高回报，抗风险能力逐渐增强。
- b) 持续的固定资产投入带来产品品类及营收规模的加速增长周期，在当前宏观经济大背景下，平台型公司仍在持续谨慎的为后续新业务线条布局。

(2) 全球宏观经济冲击背景下，安全边际高，当前时点具备更优配置价值

从估值水平来看，历史上通信行业估值波动主要受运营商及云互联网厂商资本开支周期波动影响，相对而言，平台型技术类制造公司估值波动相对较小，下游应用行业景气度影响对公司估值体系存在一定周期扰动，但整体估值中枢仍保持相对平稳或波动向上。这中间的差异主要来自于下游不同行业应用需求的自身β以及公司自身投资建设周期的投入时间有关。

我们认为，当前时间节点通信板块行业分化较为明显，一方面受 AIGC 热力催化下持续拉动光模块、CPO 等子板块估值持续抬升，另一方面部分子行业应用需求受全球宏观经济冲击影响下β减弱，市场对其周期波动的一致性预期导致产品型或平台型技术制造企业估值持续走低。

但考虑平台型公司在宏观经济冲击中的强抗风险能力以及持续不断的稳健扩张投资势头，当前安全边际足够高，具备更优的配置价值。

同时，考虑到个股层面具备的全球化产业布局能力（比如拓邦股份最早在印度、越南建厂，2022年在北美墨西哥和欧洲罗马尼亚工厂投产）、平台型技术的前瞻引领（英维克的电子散热布局以及新雷能的芯片电源国产替代能力），我们认为**拓邦股份**、**新雷能**有望在业绩驱动下迎来估值回升，**英维克**在液冷技术推广中持续受益。

2、通信板块观点

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

结合业绩确定性及估值两方面因素考虑，我们建议关注包括军工通信、面板以及低估的算力基础设施及工业互联网个股：

1) 持续推荐算力基础设施

服务器等设备商：紫光股份（华西通信&计算机联合覆盖）、中兴通讯等；

算力中心：光环新网；

算力硬科技产业链：新雷能（服务器电源）；

2) 军工通信：烽火电子（华西通信&军工联合覆盖）、海格通信（华西通信&军工联合覆盖）、七一二等；

3) 工业互联：金卡智能（华西通信&机械联合覆盖）等；

4) 液晶面板拐点：TCL 科技（华西通信&电子联合覆盖）等；

5) AI 应用：航天信息（华西通信&计算机联合覆盖）等。

3、风险提示

平台型技术在行业应用拓展中行业需求不及预期；海外不确定性因素影响导致海外业务进展不及预期；原材料价格变动导致毛利率波动风险；系统性风险。

1. 技术主导的平台型制造公司，安全边际高，在宏观经济企稳背景中加速复苏

在通信行业标的中，有一类上市公司由单一品类起家，逐渐拓展成为产品类公司，专注经营 1-2 类垂直行业，并由此深耕，逐渐形成以技术主导的平台型制造企业。

本期我们整理其中典型的三家技术主导的平台型企业进行分析，包括拓邦股份（多品类部件）、英维克（温控与散热）和新雷能（特种&定制电源），简单梳理其抵御宏观经济周期波动的能力和当前市场估值体系中存在的机会。

1.1. 成长类技术制造企业依靠投资与市场的双轮驱动不断打开新天花板，逐渐脱离单一结构的周期属性，宏观波动影响减弱，抗风险能力增强

拓邦股份成立于 1996 年，主要从事微波炉电脑控制板、空调遥控器等生产及销售，持续深耕家电板块，并先后拓展到智能控制器（工具）与新能源（家庭储能）领域，成为全球领先的智能控制器解决方案商，在家电、工具领域占据龙头地位，并在新能源、工业和智能制造领域持续创新，打开新的增长曲线。

英维克成立于 2005 年，是技术领先的精密温控节能设备提供商。其产品最早主要应用在机房机柜节能温控，先后在轨交列控和新能源储能领域逐渐起量，并前瞻布局液冷与电子散热板块，根据公司 2022 年报，公司 2022 年来自 IDC 的液冷技术相关营收同比 2021 年增长约 4 倍左右。

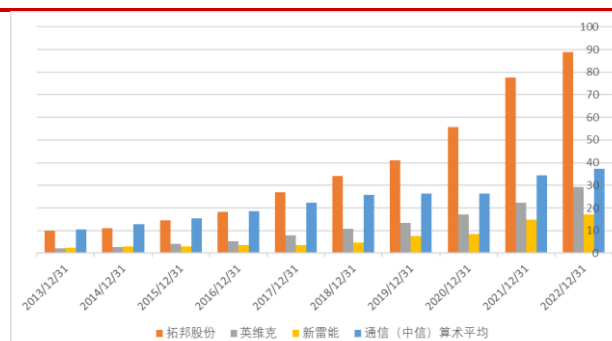
新雷能成立于 1997 年，于 2000 年开始研制航空航天特种领域，二十多年来公司深耕特种及通信电源领域，在芯片电源/模块电源/定制和大功率电源及嵌入式电源系统等产品线持续扩充产品矩阵，已成为领域类头部厂商。根据公司 2022 年报，全资子公司深圳雷能的“5G 通信和服务器电源扩产项目”在通信及服务器电源领域率先完成了自动化、智能化产线升级，我们预计后续服务器电源领域突破有望推动公司营收规模进一步扩张。

图 1 业务垂直行业的不断扩充能逐渐打开技术型制造企业新天花板



资料来源：华西证券研究所整理

图 2 各公司及行业平均营收情况 (%)

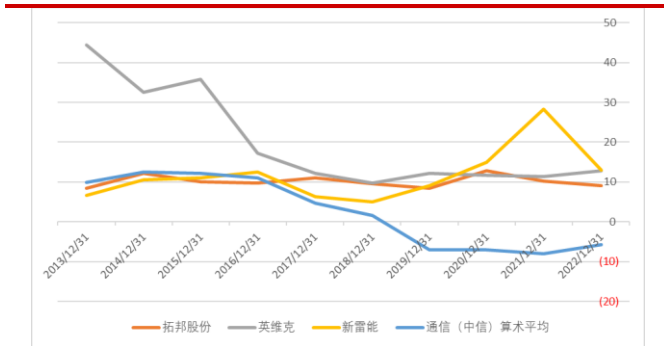


资料来源：wind，华西证券研究所

我们认为，行业营收规模增长存在运营商和互联网投资周期影响，但上述企业其营收规模保持持续稳定增长，其成长轨迹的共同点有迹可循。制造型企业，尤其是在某一行业有相对壁垒的制造型企业，一方面在过去的宏观经济波动中都受益于产业链东迁，另一方面在技术和管理持续迭代更新中，不断拓展下游行业赛道，持续打开新的增长曲线。

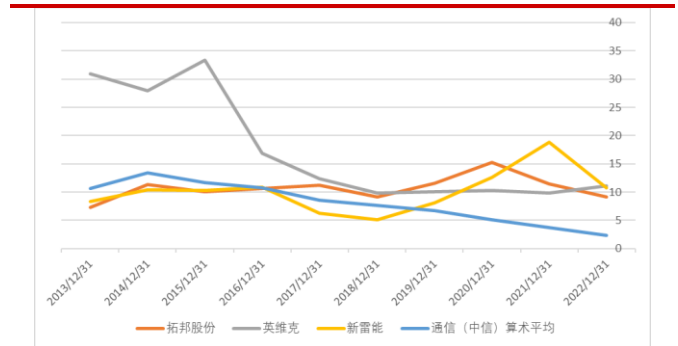
a) 技术平台型公司 ROE 与 ROIC 水平高于行业平均水平，其产品品类涉及行业越多相对越平稳，在整体行业投资收益逐渐走弱背景下，平台型公司仍能保持稳定的高回报，抗风险能力逐渐增强。英维克早期主要受益于 2013 年启动的 4G 建设周期带来机房与机柜节能控温需求，新雷能近年来主要受益于特种订单国产替代及新产品定型需求，收益率显著增长。

图 3 各公司及行业平均 ROE 情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

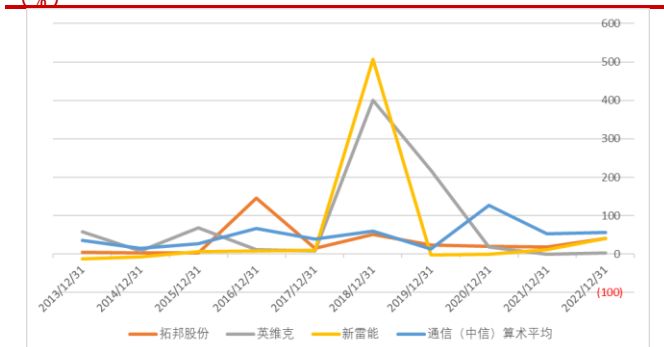
图 4 各公司及行业平均 ROIC 情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

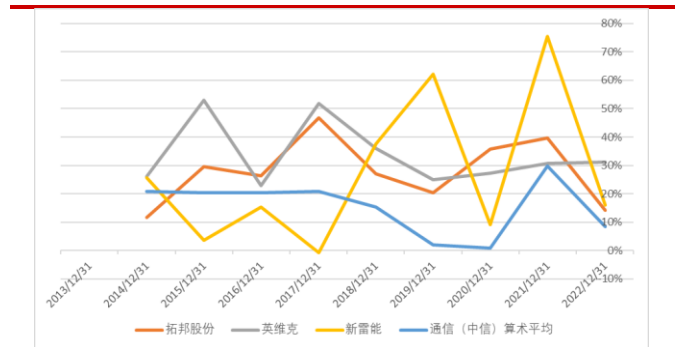
b) 持续的固定资产投入带来产品品类及营收规模的加速增长周期，在当前宏观经济大背景下，平台型公司仍在持续谨慎的为后续新业务线条布局。技术平台型公司大多都基于一种平台型技术不断做行业客户延伸或深耕，在技术层面具备一定复用性，但在产品生产制造中对定制化和特定行业客户需求有一定差异，因此在客户拓展前期，非常依赖于公司进行提前的产线投资或扩张来奠定基础。也为我们一窥公司后续业务进展提供一些前瞻性视角。2022 年，在疫情和全球经济环境纷扰下，拓邦股份与新雷能固定资产投资投资仍逆势保持 40% 以上扩张率，为公司下一步业务和行业开拓奠定基础，根据公司年报信息，英维克在 2019 年就开始布局电子散热领域，并在 2022 年液冷发展元年占据领先优势。

图 5 各公司及行业平均固定资产投资扩张率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 各公司及行业平均营收同比增长情况 (%)

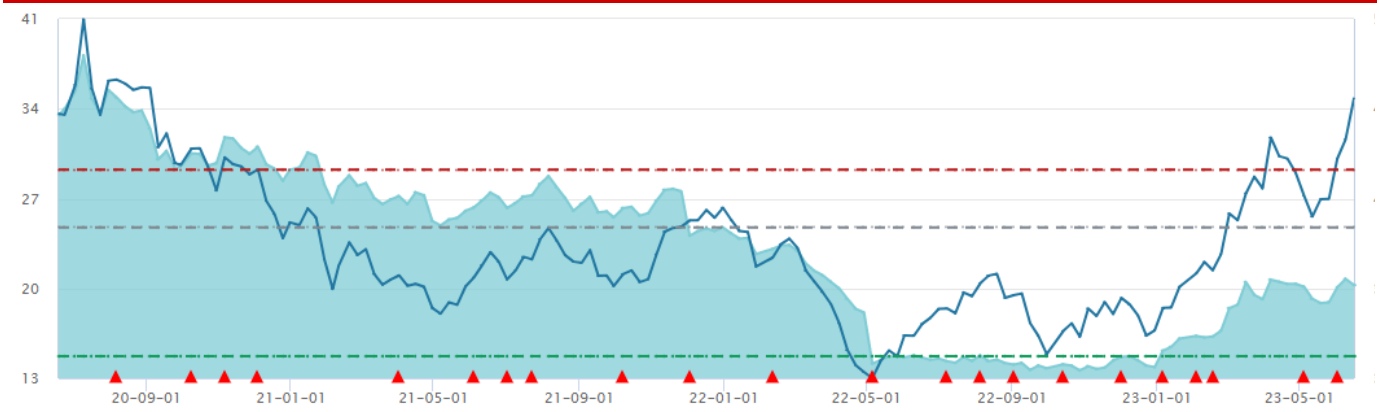


资料来源: wind, 华西证券研究所

1.2. 全球宏观经济冲击背景下，安全边际高，当前时点具备更优配置价值

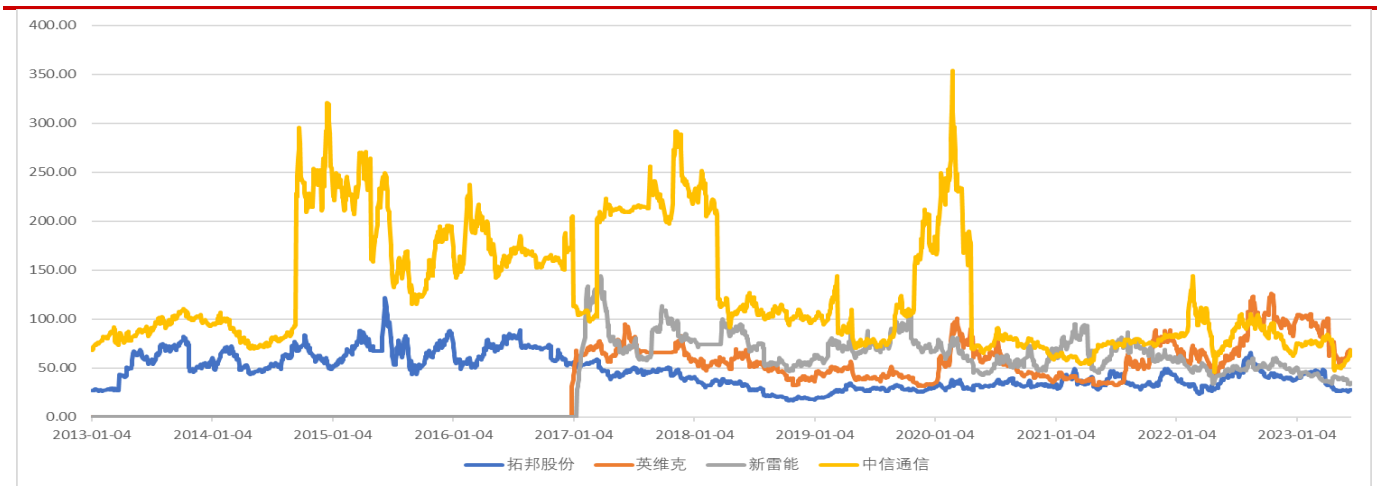
当前时点，通信行业整体估值接近历史中位数水平。2023 年 6 月 16 日，行业当前 PE (TTM 剔除负值) 为 20.26，中位数为 24.75，整体中信通信行业指数自 2022 年 5 月起反弹近 2000 点达到 5047.68。

图 7 中信通信指数近十年的历史 PE (TTM)



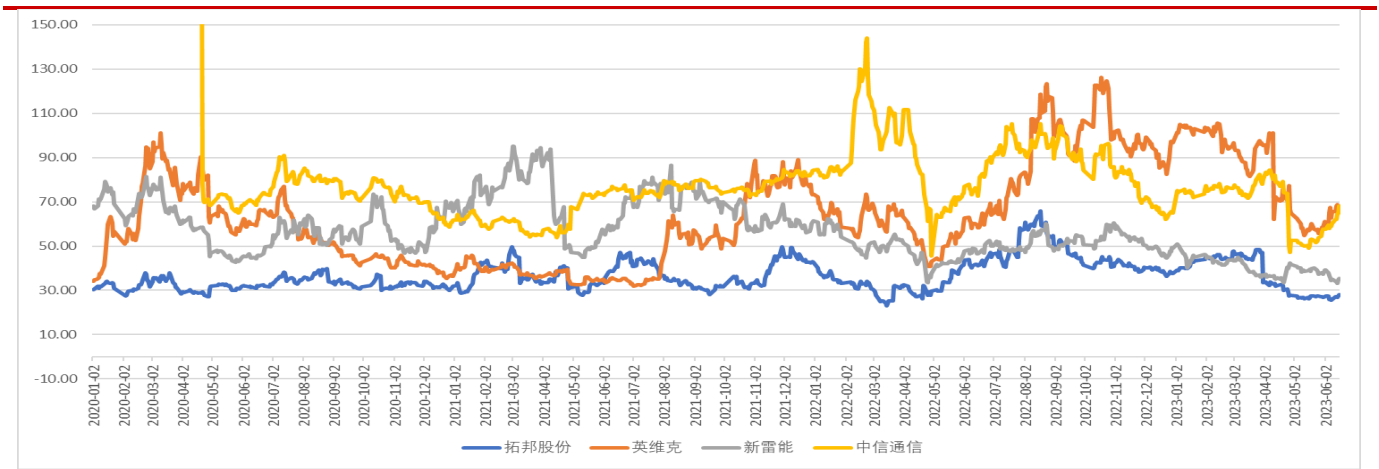
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 8 平台型公司与中信通信指数的 PE (LYR) 回溯 (2013/1/4-2023/6/16)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 9 平台型公司与中信通信指数的 PE (LYR) 回溯 (2020/1/2-2023/6/16)



资料来源: wind, 华西证券研究所

从估值水平来看，历史上通信行业估值波动主要受运营商及云互联网厂商资本开支周期波动影响，相对而言，平台型技术类制造公司估值波动相对较小，下游应用行业景气度影响对公司估值体系存在一定周期扰动，但整体估值中枢仍保持相对平稳或波动向上。这中间的差异主要来自于下游不同行业应用需求的自身 β 以及公司自身投资建设周期的投入时间有关。

我们认为，当前时间节点通信板块行业分化较为明显，一方面受AIGC热力催化下持续拉动光模块、CPO等子板块估值持续抬升，另一方面部分子行业应用需求受全球宏观经济冲击影响下 β 减弱，市场对其周期波动的一致性预期导致产品型或平台型技术制造企业估值持续走低。

但考虑平台型公司在宏观经济冲击中的强抗风险能力以及持续不断的稳健扩张投资势头，当前安全边际足够高，具备更优的配置价值。

同时，考虑到个股层面具备的全球化产业布局能力（比如根据公司公告，拓邦股份最早在印度、越南建厂，2022年在北美墨西哥和欧洲罗马尼亚工厂投产）、平台型技术的前瞻引领（英维克的电子散热布局以及新雷能的芯片电源国产替代能力），我们认为拓邦股份、新雷能有望在业绩驱动下迎来估值回升，英维克在液冷技术推广中持续受益。

2. 近期通信板块观点及推荐逻辑

2.1. 本周持续推荐

结合业绩确定性及估值两方面因素考虑，我们建议关注包括军工通信、面板以及低估的算力基础设施及工业互联网个股：

1) 持续推荐算力基础设施

服务器等设备商：紫光股份（华西通信&计算机联合覆盖）、中兴通讯等；

算力中心：光环新网；

算力硬科技产业链：新雷能（服务器电源）；

2) 军工通信：烽火电子（华西通信&军工联合覆盖）、海格通信（华西通信&军工联合覆盖）、七一二等；

3) 工业互联：金卡智能（华西通信&机械联合覆盖）等；

4) 液晶面板拐点：TCL科技（华西通信&电子联合覆盖）等；

5) AI应用：航天信息（华西通信&计算机联合覆盖）等。

2.2. 中长期产业相关受益公司

1) 算力设备提供商：中兴通讯、紫光股份、星网锐捷、烽火通信等主设备商；
光通信厂商：中天科技、亨通光电、中际旭创、天孚通信、新易盛、光迅科技等；

2) 算力运营商：中国移动、中国电信、中国联通等；

3) 算力&智算中心：光环新网、奥飞数据、科华数据

4) 军工通信：新雷能、烽火电子、七一二、上海瀚迅、海格通信等；

5) 卫星互联网：雷科防务、震有科技、康拓红外等；

6) AI应用层面：亿联网络、东方国信、平治信息、航天信息等。

3. 风险提示

平台型技术在行业应用拓展中行业需求不及预期；海外不确定性因素影响导致海外业务进展不及预期；原材料价格变动导致毛利率波动风险；系统性风险。

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，6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，3年证券研究经验，主要关注云和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。

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。