

## 2020 年报点评：年报及一季报业绩维持高增长，数通与电信双轮驱动长期发展

买入（维持）

2021 年 04 月 25 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

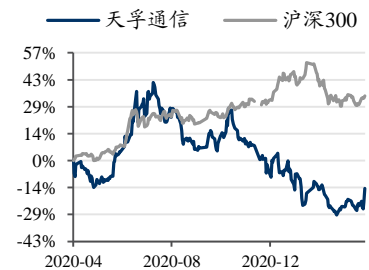
yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	873	1,192	1,619	2,183
同比 (%)	67.0%	36.5%	35.8%	34.9%
归母净利润 (百万元)	279	379	507	665
同比 (%)	67.5%	35.9%	33.5%	31.3%
每股收益 (元/股)	1.29	1.75	2.33	3.06
P/E (倍)	34.92	25.69	19.24	14.66

### 投资要点

- **事件：**4 月 22 日，天孚通信发布 2020 年年度报告以及 2021Q1 业绩报告，2020 年全年实现营业总收入为 8.73 亿元，同比增长 67.03%；实现归母净利润 2.79 亿元，同比增长 67.55%。2021Q1 实现营业总收入 2.43 亿元，同比增长 55.45%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 50.83%。
- **业绩快速发展，经营状况持续向好：**天孚通信 2020 年全年实现营业总收入 8.73 亿元，同比上升 67.03%；实现归母净利润 2.79 亿元，同比上升 67.55%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 2.17 亿元，同比上升 55.44%，实现归母净利润 0.65 亿元，同比上升 60.19%，同比增速较 Q3 (80.43%) 下降 20.24pp。2021Q1 实现营业总收入 2.43 亿元，同比上升 55.45%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比上升 50.83%。
- **持续加大研发投入，加速布局高速光引擎产品：**2020 年全年天孚通信发生研发费用 7730.30 万元，同比上升 37.95%，研发费用率为 8.85%。2021 年 Q1 发生研发费用 2183.50 万元，同比上升 80.38%。公司持续加大研发投入，一方面重点加大高速光引擎和配套产品的开发，帮助客户加速高速产品的研发进程，逐步向高技术门槛，高附加值，高集成度产品垂直延伸，为下游光模块客户提供整体解决方案；另一方面，公司持续加大研发专业人员的引进力度，通过内部培养和外部引进相结合的方法打造优秀研发团队。
- **数通与电信市场共振，产品结构不断优化：**得益于全球 5G 网络和数据中心的持续建设，全年市场需求增长较快，同时电信网络和数据中心用光收发模块的速率也呈现逐步升级迭代趋势。需求的增长和速率的升级推动公司产线的不断扩张，战略布局 Lens Array、Optical Filter 和 WDM 等多项光器件核心产品和技术，并成为全球光器件领域具备多材料、多工艺、多技术路线的领先解决方案公司，从产品型逐步向平台型公司实现转型升级。
- **盈利预测与投资评级：**由于毛利率提升，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.75/2.28 元上调至 1.75/2.33 元，预计 2023 年 EPS 为 3.06 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 26/19/15 倍，由于当前光模块下游仍维持较高景气度，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高端光模块需求不达预期的风险；光器件市场竞争加剧的风险；海外经营环境恶化的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	44.92
一年最低/最高价	37.21/75.53
市净率(倍)	7.11
流通 A 股市值(百万元)	7984.05

### 基础数据

每股净资产(元)	10.18
资产负债率(%)	9.13
总股本(百万股)	216.95
流通 A 股(百万股)	177.74

### 相关研究

- 1、《天孚通信 (300294)：全年业绩符合预期，产品线导入顺利、行业需求景气，高速稳健增长可期》2021-01-26
- 2、《天孚通信 (300294)：出台业绩高增长股权激励计划，彰显管理层经营信心足，行业景气度高》2021-01-25
- 3、《天孚通信 (300394)：行业景气高、新产品导入顺利，三季度业绩大超预期》2020-10-23

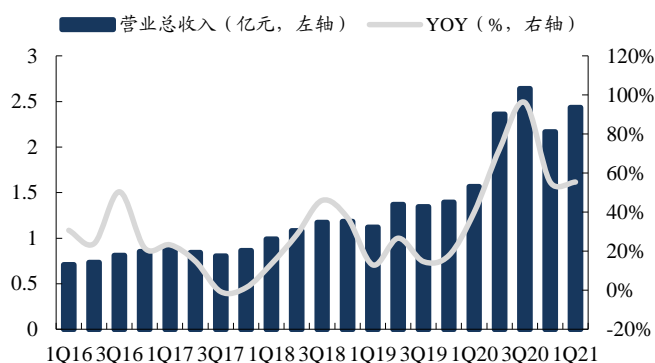
## 1. 光模块景气度持续向上，2020 年度业绩进一步上升

### 1.1. 经营状况稳步提升，业绩表现持续良好

天孚通信 2020 年全年实现营业总收入 8.73 亿元，同比上涨 67.03%，实现归母净利润 2.79 亿元，同比上涨 67.55%。公司业绩的大幅提升一方面得益于全球 5G 网络和数据中心的持续建设，以及公司前瞻性的产品布局和持续多年的研发投入增长；另一方面得益于公司管理团队对行业核心技术的深刻理解和果断决策。其中 Q4 单季度实现营业总收入 2.17 亿元，同比上涨 55.44%，同比增速较 Q3（96.20%）下降 40.76pp；实现归母净利润 0.65 亿元，同比上涨 60.19%，同比增速较 Q3（80.43%）下降 20.24pp。

2021 年 Q1 单季度，公司实现营业总收入 2.43 亿元，同比上涨 55.45%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比上涨 50.83%，同比增速较 2020Q4（60.19%）下降 9.36pp。一季度营收大幅上涨的主要原因是去年受疫情影响，Q1 业绩大幅下滑所致，同时公司近期积极开发海内外优质客户，并大力推进数据中心产品的销售。

图 1: 天孚通信单季度营业总收入及同比增速（亿元，%）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 天孚通信单季度归母净利润及同比增速（亿元，%）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

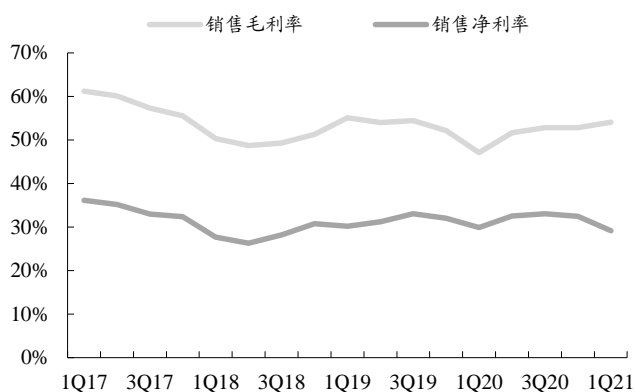
### 1.2. 盈利能力有所提升，现金流稳步增长

公司产品盈利能力有所提升。2020 年全年公司销售毛利率为 52.80%，较前三季度（52.77%）小幅提升 0.03pp；销售净利率为 32.48%，较前三季度（33.05%）下降 0.57pp。2021 年 Q1 公司销售毛利率为 54.04%，较 2020 年上升 1.24pp；销售净利率为 29.14%，较 2020 年下降 3.34pp。

现金流方面情况良好。2020 年全年产生经营性净现金流 2.40 亿元，同比上升 35.44%，其中单四季度经营活动产生的现金净流量为 0.66 亿元，同比提升 143.76%；Q4 销售现金占收比（30.58%）较去年同期（19.50%）上升 11.08pp，回款能力显著改善。2021 年 Q1 经营活动产生的现金净流量为 0.85 亿元，同比提升 9.36%，销售现金占比（34.90%）

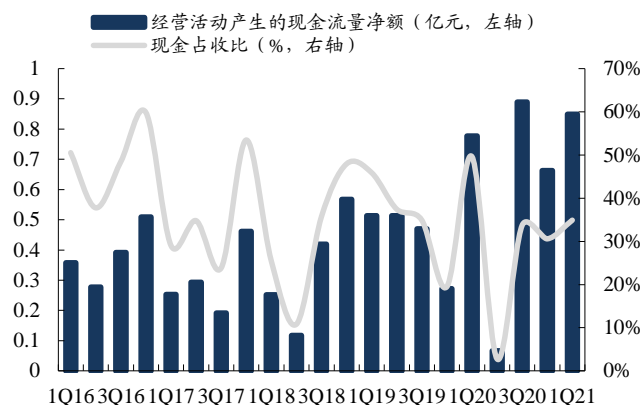
较去年同期（49.61%）下降 14.71pp。

图 3: 天孚通信销售毛利率、净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 天孚通信现金流情况 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

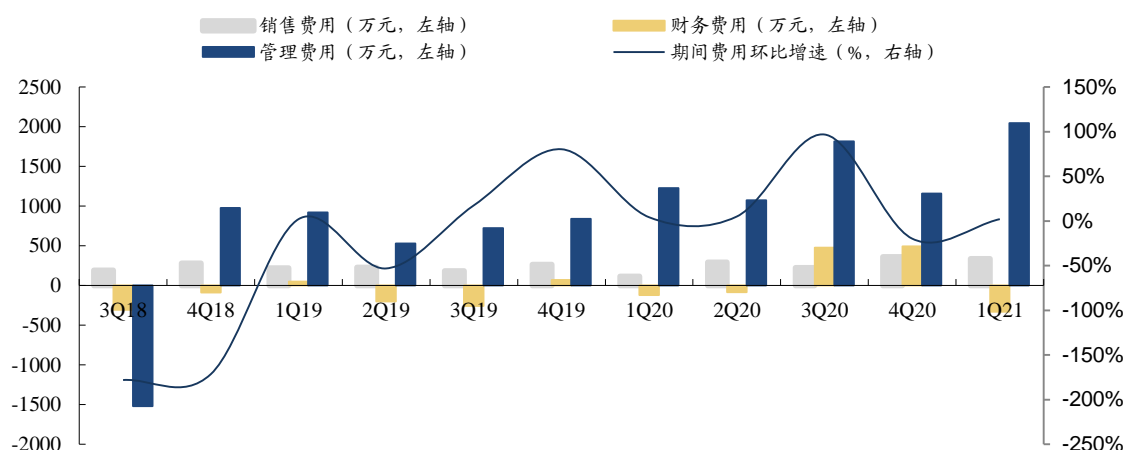
### 1.3. 费用控制能力良好, 持续保持研发投入

天孚通信费用控制能力稳定。2020 年 Q4 公司销售费用、管理费用和财务费用合计 2015.21 万元, 同比上升 71.79%, 环比下降 19.90%。Q4 三项费用占营收 9.30%, 较 Q3 (9.53%) 环比下降 0.23pp。2021 年 Q1 公司发生销售费用、管理费用和财务费用合计 2053.73 万元, 同比上升 68.30%, 环比上升 1.91%。三项费用占营收 8.44%, 较 2020 年 Q4 (9.30%) 环比下降 0.86pp。

2020 年全年销售发生销售费用 994.27 万元, 同比上升 10.63%; 发生管理费用 5273.49 万元, 同比上升 74.94%, 两项费用变动的主要原因是人员及薪酬的增加, 同时将收购的天孚精密、北极光电纳入并表范围所致。发生财务费用 762.80 万元, 同比上升 321.30%, 财务费用上升的主要原因是美元汇率变化带来的汇总损失增加。

2021 年 Q1 发生销售费用 338.38 万元, 同比上升 197.87%; 发生管理费用 2045.92 万元, 同比上升 66.73%; 发生财务费用 -330.57 万元, 同比下降 174.79%。

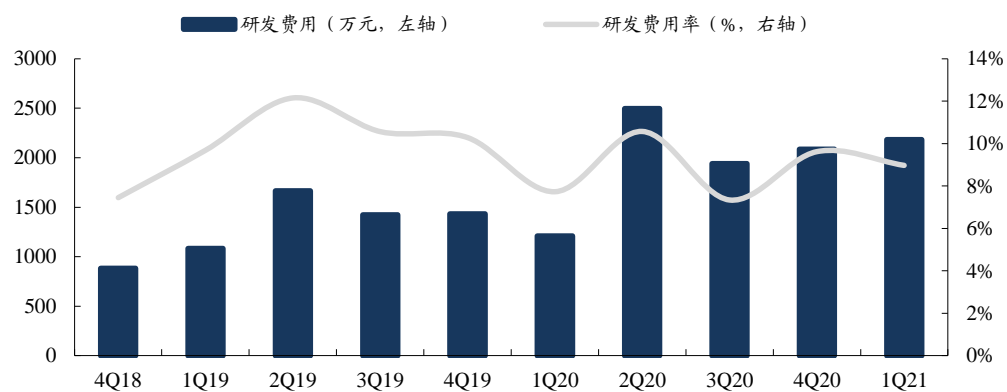
图 5: 天孚通信的三大费用明细及环比增速 (万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**天孚通信研发费用仍维持高位。**2020 年全年发生研发费用 7730.30 万元, 同比上升 37.95%, 其中 Q4 发生研发费用 2084.81 万元, 同比上升 45.41%。Q4 单季度研发费用率为 9.62%, 环比上升 2.28pp。2021 年 Q1 发生研发费用 2183.50 万元, 同比上升 80.38%, 单季度研发费用率为 8.97%, 环比小幅下降 0.65pp。一方面, 公司重点加大高速光引擎和配套产品的开发, 为下游光模块客户提供整体解决方案; 另一方面, 公司加大研发专业人员的引进力度, 通过多层次激励体系的建设吸引和留住优秀研发人才, 从而巩固和提升了自身的竞争力。

图 6: 天孚通信研发费用及费用率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 盈利预测与投资评级

由于毛利率提升, 我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.75/2.28 元上调至 1.75/2.33 元, 预计 2023 年 EPS 为 3.06 元, 当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 26/19/15 倍, 由于当前光模块下游仍维持较高景气度, 维持“买入”评级。

### 3. 风险提示

**高端光模块需求不达预期的风险:** 公司所处的光器件行业处于光通信产业链的上游, 受光通信行业市场发展情况的影响加大。如果未来 5G 网络或是数据中心建设未达到预期, 或是新技术、新产品加速升级迭代等, 可能会导致下游市场需求放缓, 从而给公司业绩产生不利的影响。

**光器件市场竞争加剧的风险:** 当前国内外厂商加速布局光模块, 尤其是高端光模块的研发和生产, 未来存在光模块行业竞争加剧的风险。

**海外经营环境恶化的风险:** 公司涉及外销业务, 同时部分原材料和设备源自国外进口, 若海外经营环境恶化, 可能会对公司的采购及销售产生一定负面的影响。

天孚通信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>944</b>	<b>1,099</b>	<b>1,238</b>	<b>1,601</b>	<b>营业收入</b>	<b>873</b>	<b>1,192</b>	<b>1,619</b>	<b>2,183</b>
现金	177	252	60	205	减:营业成本	412	554	753	1,026
应收账款	344	439	624	810	营业税金及附加	9	15	19	25
存货	173	160	293	325	营业费用	10	17	21	30
其他流动资产	249	247	261	261	管理费用	53	74	97	132
<b>非流动资产</b>	<b>662</b>	<b>858</b>	<b>1,109</b>	<b>1,413</b>	研发费用	77	106	144	194
长期股权投资	9	10	12	13	财务费用	8	2	13	15
固定资产	370	558	785	1,054	资产减值损失	6	8	11	15
在建工程	155	156	171	201	加:投资净收益	18	17	17	18
无形资产	60	67	76	81	其他收益	9	6	8	7
其他非流动资产	68	67	65	64	资产处置收益	-0	0	-0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,606</b>	<b>1,958</b>	<b>2,346</b>	<b>3,014</b>	<b>营业利润</b>	<b>322</b>	<b>440</b>	<b>586</b>	<b>770</b>
<b>流动负债</b>	<b>201</b>	<b>286</b>	<b>310</b>	<b>461</b>	加:营业外净收支	-0	-0	-1	-0
短期借款	7	5	5	5	<b>利润总额</b>	<b>322</b>	<b>440</b>	<b>586</b>	<b>770</b>
应付账款	115	174	218	320	减:所得税费用	38	54	71	94
其他流动负债	78	108	87	136	少数股东损益	5	6	8	11
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>279</b>	<b>379</b>	<b>507</b>	<b>665</b>
长期借款	1	0	0	0	EBIT	317	434	581	766
其他非流动负债	27	27	27	27	EBITDA	369	478	647	859
<b>负债合计</b>	<b>228</b>	<b>314</b>	<b>338</b>	<b>488</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	6	12	21	32	每股收益(元)	1.29	1.75	2.33	3.06
归属母公司股东权益	1,371	1,632	1,988	2,494	每股净资产(元)	6.32	7.52	9.16	11.50
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,606</b>	<b>1,958</b>	<b>2,346</b>	<b>3,014</b>	发行在外股份(百万股)	199	357	357	357
					ROIC(%)	29.0%	33.2%	30.2%	32.8%
					ROE(%)	20.6%	23.5%	25.6%	26.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	52.8%	53.5%	53.5%	53.0%
经营活动现金流	240	421	269	698	销售净利率(%)	32.0%	31.8%	31.3%	30.5%
投资活动现金流	-72	-223	-299	-379	资产负债率(%)	14.2%	16.0%	14.4%	16.2%
筹资活动现金流	-92	-124	-162	-175	收入增长率(%)	67.0%	36.5%	35.8%	34.9%
现金净增加额	72	75	-193	145	净利润增长率(%)	69.6%	35.9%	33.5%	31.3%
折旧和摊销	52	44	65	92	P/E	34.92	25.69	19.24	14.66
资本开支	133	195	249	302	P/B	7.11	5.97	4.90	3.91
营运资本变动	-89	7	-308	-68	EV/EBITDA	42.50	32.68	24.45	18.26

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>