

天孚通信 (300394)

证券研究报告

2021年04月26日

电信+数通持续成长，期待光引擎等新产品放量

事件：

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报，2020 年实现收入 8.73 亿元，同比增长 67.03%；归母净利润 2.79 亿元，同比增长 67.55%。2021 年一季度实现收入 2.43 亿元，同比增长 55.45%；归母净利润 7020 万元，同比增长 50.83%。

我们点评如下：

季度收入、利润环比恢复增长，受益全球 5G 网络建设以及数据中心需求驱动，公司作为光模块上游配套器件解决方案龙头厂商，数通产品线重点成长，客户和产品结构持续优化，推动业绩高增长。

环比角度看，20Q4 公司收入环比下降 17.91%、利润环比下降 26.71%；21Q1 公司收入和利润环比恢复增长，收入环比增长 12.30%、利润环比增长 8.62%。增长驱动力主要来自于：1) 公司积极开发全球光通信优质客户，大力推进数据中心产品销售；2) 数据中心市场需求旺盛，公司面向数通的 AWG、线缆等产品线实现较快同比增长；3) 新增苏州天孚精密和北极光电进入并表范围，对收入和利润带来正面贡献；4) 从 20 年情况看，公司产品均价显著提升，同比提升 62%，产品结构的持续优化有望进一步提升公司整体盈利能力。

费用控制良好，产能快速提升阶段存货及应收账款等有所增长，未来品类和产能继续扩张资金储备丰富，奠定长期成长潜力。

2020 年公司总费用率 16.90%，同比下降 0.64 个百分点。具体看，销售费用率 1.14%，同比下降 0.58 个百分点；管理费用率 6.04%，同比提升 0.27 个百分点；研发费用率 8.85%，同比下降 1.87 个百分点；财务费用率 0.87%，同比提升 1.53 个百分点。整体看，由于人民币升值及新增合并子公司导致部分费用率有所提升，但随着公司进入规模效应体现阶段，新产线产能快速提升，费用率有望持续摊薄。2020 年公司存货及应收账款增长较多，在产能快速提升、营收大幅增长阶段是正常表现。21 年一季度公司货币资金 5.13 亿元，未来产品品类和产能继续扩张的现金储备充足。

内生外延围绕光模块行业趋势，持续丰富产品结构，公司整体盈利能力有望进一步强化。

公司围绕光模块上游配套，内生外延持续扩充产品品类，未来成长路径清晰，有望延续目前新产品产能释放、产线良率效率提升的发展模式。目前公司 1) 重点加大高速光引擎和配套产品开发，参与多个客户 400G/800G 产品的研发，并推进定增项目扩充高速光引擎产能。2) 收购天孚精密 74.5% 股权，丰富光纤阵列透镜 (LENS ARRAY) 产线。3) 完成收购北极光电 100% 股权，补强公司高端镀膜、滤光片、WDM 等技术实力。公司新布局领域能够与原有产品、客户实现协同，同时将利用江西制造基地优势实现自研及收购标的的技术储备规模量产，推动公司业绩持续成长。

盈利预测和投资建议

公司新产线持续落地，规模效应逐步显现。随着 5G 规模建设以及和数据中心建设持续增长，光模块出货量有望持续提升，公司作为光模块上游器件和配套解决方案龙头厂商，有望长期受益。由于 2020 四季度业绩环比有所下降，调整公司 2021-2022 年归母净利润预测由 4.04、5.16 亿元至 3.76、4.96 亿元，预计 2023 年归母净利润 6.31 亿元，对应 21 年 26 倍市盈率、22 年 20 倍市盈率，维持“增持”评级。

风险提示：整合进度慢于预期，资本开支低于预期，行业竞争超预期，全球疫情影响程度超预期，新产品进展慢于预期

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	44.92 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	216.95
流通 A 股股本(百万股)	177.74
A 股总市值(百万元)	9,745.42
流通 A 股市值(百万元)	7,984.05
每股净资产(元)	10.18
资产负债率(%)	9.13
一年内最高/最低(元)	75.53/37.21

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳汛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天孚通信-季报点评:业绩再超预期，行业景气+品类扩张推动业绩高增长》 2020-10-23
- 《天孚通信-半年报点评:季度业绩再创新高，内生外延品类持续扩张推动业绩高增长》 2020-08-18
- 《天孚通信-年报点评报告:新产线持续释放推动业绩高增长，长期受益 5G 和云计算》 2020-05-07

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	522.93	873.45	1,213.70	1,607.53	2,042.18
增长率(%)	18.07	67.03	38.96	32.45	27.04
EBITDA(百万元)	279.91	462.98	467.41	605.58	758.85
净利润(百万元)	166.59	279.12	375.95	495.82	630.57
增长率(%)	22.91	67.55	34.69	31.88	27.18
EPS(元/股)	0.77	1.29	1.73	2.29	2.91
市盈率(P/E)	59.61	35.58	26.41	20.03	15.75
市净率(P/B)	8.49	7.24	6.20	5.31	4.50
市销率(P/S)	18.99	11.37	8.18	6.18	4.86
EV/EBITDA	26.78	21.94	19.45	14.97	11.30

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	105.09	177.35	596.52	627.64	1,130.49
应收票据及应收账款	230.00	343.76	465.38	561.66	686.34
预付账款	3.97	11.69	4.14	6.94	7.22
存货	75.10	173.10	108.53	246.18	178.62
其他	469.90	237.64	236.69	238.73	237.90
流动资产合计	884.06	943.54	1,411.27	1,681.15	2,240.57
长期股权投资	26.92	9.21	9.21	9.21	9.21
固定资产	278.44	370.11	410.57	423.32	418.64
在建工程	104.16	154.74	98.84	65.31	45.18
无形资产	39.94	59.81	55.59	51.38	47.16
其他	11.19	68.32	63.74	60.83	60.83
非流动资产合计	460.66	662.18	637.96	610.04	581.03
资产总计	1,344.72	1,605.72	2,049.22	2,291.19	2,821.59
短期借款	0.00	7.02	5.00	5.00	5.00
应付票据及应付账款	102.99	115.37	282.23	272.01	407.67
其他	49.37	78.42	122.78	100.70	147.27
流动负债合计	152.36	200.81	410.01	377.71	559.94
长期借款	0.00	0.51	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.86	26.93	26.93	26.93	26.93
非流动负债合计	20.86	27.45	26.93	26.93	26.93
负债合计	173.22	228.26	436.95	404.65	586.88
少数股东权益	1.93	5.99	11.71	18.24	25.90
股本	198.90	198.57	216.95	216.95	216.95
资本公积	407.15	408.42	408.42	408.42	408.42
留存收益	979.78	1,180.60	1,383.62	1,651.36	1,991.87
其他	(416.27)	(416.12)	(408.42)	(408.42)	(408.42)
股东权益合计	1,171.50	1,377.46	1,612.28	1,886.55	2,234.72
负债和股东权益总计	1,344.72	1,605.72	2,049.22	2,291.19	2,821.59

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	167.28	283.74	375.95	495.82	630.57
折旧摊销	30.38	52.07	39.65	45.00	49.01
财务费用	(1.22)	3.11	(4.69)	(7.91)	(11.58)
投资损失	(18.87)	(18.00)	(18.00)	(18.00)	(18.00)
营运资金变动	(49.62)	387.51	167.24	(268.16)	125.67
其它	48.90	(468.91)	5.73	6.53	7.66
经营活动现金流	176.85	239.53	565.86	253.28	783.33
资本支出	129.77	216.97	20.00	20.00	20.00
长期投资	(9.41)	(17.72)	0.00	0.00	0.00
其他	(270.63)	(271.24)	(22.00)	(22.00)	(22.00)
投资活动现金流	(150.26)	(71.98)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
债权融资	0.00	7.53	5.00	5.00	5.00
股权融资	7.37	(5.28)	30.78	7.91	11.58
其他	(79.03)	(94.19)	(180.47)	(233.08)	(295.06)
筹资活动现金流	(71.66)	(91.93)	(144.69)	(220.16)	(278.48)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(45.08)	75.61	419.17	31.12	502.85

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	522.93	873.45	1,213.70	1,607.53	2,042.18
营业成本	250.15	412.29	596.40	798.10	1,019.52
营业税金及附加	6.13	8.75	10.92	12.86	14.30
营业费用	8.99	9.94	14.56	16.08	16.34
管理费用	30.14	52.73	72.82	93.24	116.40
研发费用	56.04	77.30	109.23	144.68	183.80
财务费用	(3.45)	7.63	(4.69)	(7.91)	(11.58)
资产减值损失	(3.15)	(6.25)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.87	18.00	18.00	18.00	18.00
其他	(32.82)	(28.94)	(36.00)	(36.00)	(36.00)
营业利润	192.02	321.99	432.45	568.49	721.42
营业外收入	0.13	0.09	0.10	0.11	0.13
营业外支出	0.12	0.28	0.31	0.34	0.38
利润总额	192.04	321.80	432.25	568.27	721.17
所得税	24.76	38.06	50.57	65.92	82.93
净利润	167.28	283.74	381.67	502.35	638.23
少数股东损益	0.69	4.62	5.73	6.53	7.66
归属于母公司净利润	166.59	279.12	375.95	495.82	630.57
每股收益(元)	0.77	1.29	1.73	2.29	2.91

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.07%	67.03%	38.96%	32.45%	27.04%
营业利润	22.09%	67.68%	34.31%	31.46%	26.90%
归属于母公司净利润	22.91%	67.55%	34.69%	31.88%	27.18%
获利能力					
毛利率	52.16%	52.80%	50.86%	50.35%	50.08%
净利率	31.86%	31.96%	30.98%	30.84%	30.88%
ROE	14.24%	20.35%	23.49%	26.54%	28.55%
ROIC	17.90%	27.54%	40.10%	65.23%	62.46%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	12.88%	14.22%	21.32%	17.66%	20.80%
净负债率	-8.97%	-12.33%	-36.69%	-33.00%	-50.36%
流动比率	5.80	4.70	3.44	4.45	4.00
速动比率	5.31	3.84	3.18	3.80	3.68
营运能力					
应收账款周转率	2.42	3.04	3.00	3.13	3.27
存货周转率	7.63	7.04	8.62	9.06	9.61
总资产周转率	0.41	0.59	0.66	0.74	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.77	1.29	1.73	2.29	2.91
每股经营现金流	0.82	1.10	2.61	1.17	3.61
每股净资产	5.39	6.32	7.38	8.61	10.18
估值比率					
市盈率	59.61	35.58	26.41	20.03	15.75
市净率	8.49	7.24	6.20	5.31	4.50
EV/EBITDA	26.78	21.94	19.45	14.97	11.30
EV/EBIT	30.04	24.54	21.25	16.17	12.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com