天孚通信（300394.SZ）

买入

一季度承压下持续稳健，高速光引擎驱动未来新成长

核心观点

2022年第一季度公司营业收入和利润实现稳步增长。2022Q1公司实现营业收入2.83亿元，同比增长16.18%；实现归母净利润8290万元，同比增长18.09%；实现扣非后归母净利润7671万元，同比增长11.82%。经营活动现金流净额为1.19亿元，同比增长40.21%，回款良好。一季度在疫情反复背景下，深圳的北极光电存在停工影响，公司积极协调物流与生产，保障订单稳定交付，整体经营成果较为稳健。

一季度毛利率为49.69%，同比下降4.35pct.，环比提升2.48pct.。毛利率同比下降主要因为原材料、人工成本上涨及有源产品收入占比提升（有源产品毛利率低于无源产品线）。毛利率环比提升与当季度产品交付结构和公司成本管控有关。销售/管理/研发/财务费用分别同比变动20.02% /-16.58% /23.29% /47.00%。展会费、汇兑损失和研发投入的增加分别导致销售、财务和研发费用的增加；受疫情影响，商务交流活动大幅减少使得管理费用下降。2022Q1四大费用率之和为16.38%，相比上年同期下降了1.03pct.，公司保持较强的成本管控能力。

新产品线向江西新工厂持续转产，公司在一季度持续扩充工人规模，新员工经过培训上岗后有望从Q2开始贡献增量。公司资源整合能力突出，收购的北极光电等优质资产与原有业务在生产、研发和客户层面有较强的协同效应，转产利于进一步发挥公司的成本管控能力，后续盈利能力仍有改善空间。

数通市场需求持续增长，高速光引擎项目增量有望于下半年逐渐显现。据LightCounting统计，全球以太网光模块2022年有望继续增长23%，此后在2022-2027保持14%的复合增速。公司的保偏器件、FA、AWG等新品受益于需求增长，持续爬坡量产。高速光引擎项目突破大客户带来增量，并积极推进与其他客户的合作进展。市场端，公司积极进军海外市场和激光雷达、医疗检测等新领域，为公司长期发展奠定坚实基础。

风险提示：新产品拓展不达预期；市场竞争恶化；收购整合不达预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

维持盈利预测，预计2022-2024年归母净利润4.3/5.5/6.9亿元，同比增速41/26%/26%；当前股价对应PE为17/13/11倍。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	873	1,032	1,426	1,837	2,319
(+/-%)	67.0%	18.2%	38.1%	28.9%	26.2%
净利润(百万元)	279	306	433	546	688
(+/-%)	67.5%	9.8%	41.3%	26.1%	26.1%
每股收益（元）	1.41	0.78	1.11	1.39	1.76
EBIT Margin	35.8%	31.2%	31.1%	31.2%	31.6%
净资产收益率（ROE）	20.4%	13.1%	16.7%	18.7%	20.6%
市盈率（PE）	13.2	23.8	16.8	13.3	10.6
EV/EBITDA	10.9	19.3	14.7	11.7	9.5
市净率（PB）	2.69	3.12	2.81	2.49	2.18

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：陈彤
0755-81981372
chentong@guosen.com.cn
S0980520080001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	18.60元
总市值/流通市值	7291/6603百万元
52周最高价/最低价	51.25/18.45元
近3个月日均成交额	188.01百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

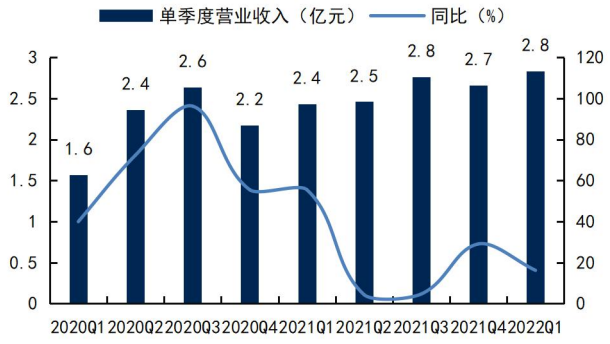
相关研究报告

《天孚通信（300394.SZ）-市场景气度回升，新品量产和新市场开拓是主旋律》 ——2022-04-19
《天孚通信-300394-2021年年度业绩快报点评：业绩大幅改善，受益于行业回暖和业务突破》 ——2022-02-11
《天孚通信-300394-重大事件快评：国内稀缺的平台型光器件厂商，新产品新领域构筑新成长》 ——2021-11-23

图1：天孚通信营业收入及增速（单位：亿元、%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天孚通信单季营业收入及增速（单位：亿元、%）

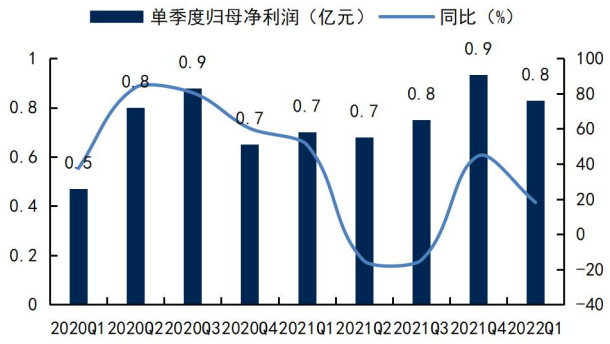


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天孚通信归母净利润及增速（单位：亿元、%）

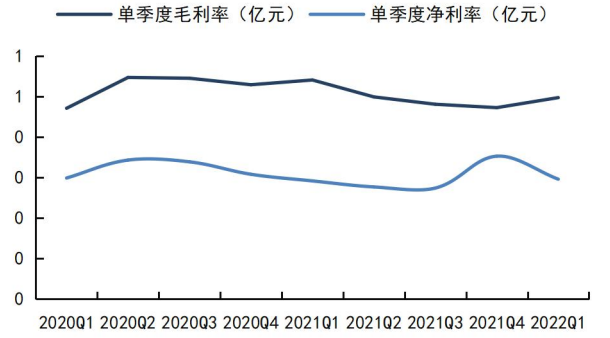
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：天孚通信单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



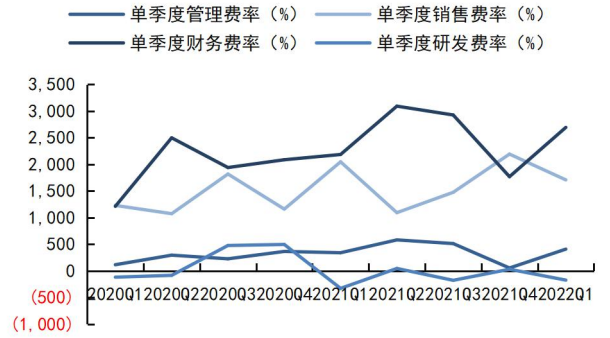
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：天孚通信毛利率、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：天孚通信四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	PE（TTM）	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				21A	22E	23E	21A	22E	23E	
300570.SZ	太辰光	34.16	25.02	0.31	0.58	0.76	57.5	18.8	14.3	无评级
688195.SH	腾景科技	36.47	20.08	0.40	0.77	1.13	38.8	20.2	13.7	无评级
300620.SZ	光库科技	29.18	37.63	0.80	0.94	1.3	30.8	24.4	17.6	增持
300548.SZ	博创科技	22.11	36.00	0.94	1.32	1.69	35.4	15.7	12.2	无评级
	平均	30.48	29.68				40.6	19.7	14.5	
300394.SZ	**天孚通信**	**23.77**	**72.83**	**0.78**	**1.11**	**1.40**	**46.77**	**17.2**	**13.5**	**买入**

资料来源：Wind（太辰光、腾景科技、博创科技参考 wind 一致盈利预测）、国信证券经济研究所整理（截至 20220426）

风险提示：新产品拓展不达预期；市场竞争恶化；收购整合不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	177	515	644	920	1325
应收款项	346	281	530	637	766
存货净额	173	174	263	359	437
其他流动资产	20	84	17	22	28
流动资产合计	**944**	**1839**	**2154**	**2538**	**3055**
固定资产	525	586	661	693	672
无形资产及其他	60	53	43	32	21
投资性房地产	68	65	65	65	65
长期股权投资	9	7	7	7	7
资产总计	**1606**	**2551**	**2930**	**3336**	**3821**
短期借款及交易性金融负债	7	4	4	4	4
应付款项	115	102	176	217	246
其他流动负债	78	73	117	152	193
流动负债合计	**201**	**180**	**297**	**373**	**443**
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0
其他长期负债	27	35	35	35	35
长期负债合计	**27**	**35**	**35**	**35**	**35**
负债合计	**228**	**215**	**332**	**408**	**478**
少数股东权益	6	3	5	7	10
股东权益	1371	2333	2593	2920	3333
负债和股东权益总计	**1606**	**2551**	**2930**	**3336**	**3821**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.41	0.78	1.11	1.39	1.76
每股红利	0.40	0.33	0.44	0.56	0.70
每股净资产	6.91	5.96	6.62	7.46	8.51
ROIC	30%	28%	32%	37%	44%
ROE	20%	13%	17%	19%	21%
毛利率	53%	50%	49%	49%	49%
EBIT Margin	36%	31%	31%	31%	32%
EBITDA Margin	41%	38%	36%	36%	35%
收入增长	67%	18%	38%	29%	26%
净利润增长率	68%	10%	41%	26%	26%
资产负债率	15%	9%	12%	12%	13%
息率	1.1%	1.8%	2.4%	3.0%	3.8%
P/E	13.2	23.8	16.8	13.3	10.6
P/B	2.7	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	10.9	19.3	14.7	11.7	9.5

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**873**	**1032**	**1426**	**1837**	**2319**
营业成本	412	520	729	939	1180
营业税金及附加	9	8	11	15	19
销售费用	10	15	20	25	31
管理费用	53	68	93	115	143
研发费用	77	100	128	169	213
财务费用	8	(4)	0	0	0
投资收益	18	17	26	25	26
资产减值及公允价值变动	6	10	7	5	5
其他收入	(84)	(109)	(118)	(159)	(203)
营业利润	322	345	487	614	774
营业外净收支	(0)	1	0	0	0
利润总额	**322**	**345**	**487**	**614**	**774**
所得税费用	38	37	51	64	81
少数股东损益	5	2	3	4	5
归属于母公司净利润	**279**	**306**	**433**	**546**	**688**

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	279	306	433	546	688
资产减值准备	4	4	19	1	(0)
折旧摊销	49	67	74	82	87
公允价值变动损失	(6)	(10)	(7)	(5)	(5)
财务费用	8	(4)	0	0	0
营运资本变动	235	(2)	(135)	(130)	(143)
其它	(1)	(3)	(18)	1	3
经营活动现金流	**560**	**363**	**367**	**495**	**630**
资本开支	0	(138)	(150)	(100)	(50)
其它投资现金流	(227)	(558)	85	100	100
投资活动现金流	**(209)**	**(694)**	**(65)**	**0**	**50**
权益性融资	(3)	790	0	0	0
负债净变化	1	(1)	0	0	0
支付股利、利息	(80)	(130)	(173)	(218)	(275)
其它融资现金流	(116)	141	0	0	0
融资活动现金流	**(278)**	**669**	**(173)**	**(218)**	**(275)**
现金净变动	**72**	**338**	**129**	**276**	**404**
货币资金的期初余额	105	177	515	644	920
货币资金的期末余额	177	515	644	920	1325
企业自由现金流	0	215	187	365	550
权益自由现金流	0	356	187	365	550

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

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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