Q3 营收增速放缓，聚焦高景气度细分赛道

——通信行业 2020 年三季度财报综述

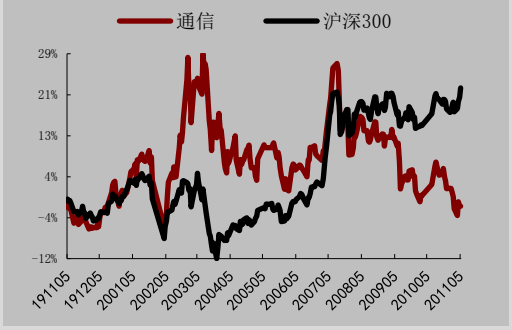
强于大市（维持）

日期：2020 年 11 月 05 日

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21E	评级
铭普光磁	0.13	0.96	1.77	增持
中际旭创	0.73	0.65	1.17	买入
光迅科技	0.54	0.53	0.86	增持
中兴通讯	1.22	1.13	1.46	增持
星网锐捷	1.05	1.24	1.62	增持
东方中科	0.36	0.53	0.84	买入
长飞光纤	1.06	1.09	1.50	增持
中国联通	0.16	0.16	0.21	增持

通信行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 11 月 05 日

相关研究

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

行业核心观点：

受到今年疫情与中美贸易摩擦的双重影响，通信行业前三季度营收同比微增，利润微降，基金持仓整体处于低位，光模块，云计算，物联网子赛道表现抢眼，值得关注。

投资要点：

- **三季度行业整体营收增速放缓，费用率持续优化。**2020Q3 营业收入为 1769 亿元，同比增长 7.47%，环比缩减 1.58%；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，2020Q3 营业收入 750 亿元，同比增长 4.17%，环比下跌 3.16%。行业净利率与毛利率均有所上升，管理与销售用率均处于较低区间，财务费用率受汇率影响短暂上升，研发费用稳重有升。我们认为随着疫情影响逐步消除，通信行业 Q2 整体改善明显。

- **2020Q3 通信行业基金持仓创近年新低，光模块领域关注度较高。**通信板块自 2019Q2 5G 牌照发放后起一直处于低配格局，2020Q1 仓位随着 5G 新基建的开展短暂上升后，2020Q2 再次回到 2020Q1 前的低配格局，受中美贸易摩擦影响，2020Q3 仓位创近年来新低。从个股角度来看，光模块领域受关注度较高，其中业绩有支撑的优质个股加仓明显。

- **聚焦高景气度细分赛道，关注未来市场空间。**光通信设备以及云计算板块依旧持续上半年亮眼表现，考虑到 5G 带动全球数据流量呈指数级提升，以及北美云商资本开支的逐步增加，我们预计随着数据中心建设进入加速发展时期。并且随着数字化转型的推进，互联网、交通物流、政务、金融等多个板块反哺云市场，纷纷积极引入云计算进行转型升级，光模块和 IDC 对应的子赛道景气度持续提升。物联网板块增速有所下滑，但长期高成长性预期不变。随着 5G 以及 NB-IoT 基站的逐步建设，物联网下游将呈现井喷式发展，万物互联时代即将到来，看好蜂窝通信模块子赛道的未来发展。

- **外部不确定性较大，谨慎看好通信板块未来走势。**截至今年 9 月底，我国累计建设 5G 基站数量已达到 69 万个，全年目标已提前完成，留给四季度的空间并不大。并且由于中美贸易摩擦的不断增加以及欧洲疫情的第二波爆发，行业整体的不确定性上升，谨慎看好通信板块第四季度的投资机会。

- **风险提示：**中美贸易摩擦的不确定性，5G 建设程度及渗透速度不达预期，疫情反复导致全球经济环境恶化超过预期。

万联证券

目录

1. 2020 前三季度通信板块整体行情复盘与分析 4
1.1 营业收入：三季度营收整体增速有所放缓。 4
1.2 归母净利润：三季度同比有所下跌，但整体保持健康稳定 5
1.3 行业费用：三费控制情况良好，研发费用稳中有升 6
2. 2020 前三季度精选通信子板块行情分析 8
2.1 通信运营商：板块景气度稳步提升，5G 业务红利逐渐显现 8
2.2 光纤光缆：光纤需求趋于见底，环比有望持续改善 10
2.3 光通信设备：“5G+400G”双重驱动业绩增长，板块继续保持高景气 12
2.4 云计算：行业景气度持续上行，需求远未见顶 14
2.5 物联网：万物互联时代即将到来，成长性预期不变 16
3. 2020 年三季度通信板块基金持仓分析 18
3.1 2020Q3 基金对通信行业重仓比重下降，创近年来新低 18
3.2 持仓总市值维度看 2020Q3 基金重仓通信公司情况 18
3.3 从占流通股比例维度看 2020Q3 基金重仓通信公司情况 19
4. 投资建议：行业冷冬来临，聚焦高景气度细分赛道 20
5. 风险提示： 20

图表 1：2017-2020 年通信板块三季度营业收入及同比营收增速 4
图表 2：2017-2020 年通信板块（无中兴、联通）三季度营业收入及同比营收增速 4
图表 3：2019Q2-2020Q3 通信板块各季度营业收入及环比营收增速 4
图表 4：2019Q2-2020Q3 通信板块（无中兴、联通）各季度营业收入及环比营收增速 4
图表 5：2017-2020 年通信板块三季度归母净利润及同比增速 5
图表 6：2017-2020 年通信板块（无中兴、联通）三季度归母净利润及同比增速 .. 5
图表 7：2019Q2-2020Q3 通信板块各季度归母净利润及环比增速 5
图表 8：2019Q2-2020Q3 通信板块（无中兴、联通）各季度归母净利润及环比增速 5
图表 9：2017-2020 年通信板块三季度毛利润及毛利率 6
图表 10：2017-2020 年通信板块（无中兴、联通）三季度毛利润及毛利率 6
图表 11：2019Q2-2020Q3 通信板块各季度毛利润及毛利率 6
图表 12：2019Q2-2020Q3 通信板块（无中兴、联通）各季度毛利润及毛利率 6
图表 13：2017-2020 年通信板块三季度三费占营收比率（%） 7
图表 14：2017-2020 年通信板块（无中兴、联通）三季度三费占营收比率（%） .. 7
图表 15：2019Q2-2020Q3 通信板块各季度三费占营收比率（%） 7
图表 16：2019Q2-2020Q3 通信板块（无中兴、联通）各季度三费占营收比率（%） 7
图表 17：2019Q2-2020Q3 通信板块各季度研发费用及环比增速 8
图表 18：2019Q2-2020Q3 通信板块（无中兴、联通）各季度研发费用及环比增速 . 8
图表 19：2017-2020 年通信运营商板块三季度营业收入及同比增速 8
图表 20：2019Q2-2020Q3 年通信运营商板块各季度营业收入及环比增速 8
图表 21：2017-2020 年通信运营商板块三季度归母净利润及同比增速 9
图表 22：2019Q2-2020Q3 年通信运营商板块各季度归母净利润及环比增速 9
图表 23：2016-2020Q3 三大运营商移动用户数（亿户） 9

万联证券

图表 24：2016-2020Q3 年三大运营商移动用户 ARPU（元/户/月） 9
图表 25： 2020 年 4-9 月中国移动 5G 套餐用户数（百万户）及 5G 渗透率（%） . 10
图表 26： 2020 年 4-9 月中国电信 5G 套餐用户数（百万户）及 5G 渗透率（%） . 10
图表 27：2017-2020 年光纤光缆板块三季度营业收入及同比增速 10
图表 28：2019Q2-2020Q3 年光纤光缆板块各季度营业收入及环比增速 10
图表 29：2017-2020 年光纤光缆板块三季度归母净利润及同比增速 11
图表 30：2019Q2-2020Q3 年光纤光缆板块各季度归母净利润及环比增速 11
图表 31：2017-2020 年光纤光缆板块三季度毛利润及毛利率 11
图表 32：2019Q2-2020Q3 年光纤光缆板块各季度毛利润及毛利率 11
图表 33：2017-2020 年光纤光缆板块三季度三费占营收比率（%） 12
图表 34：2019Q2-2020Q3 年光纤光缆板块各季度三费占营收比率（%） 12
图表 35：2017-2020 年光通信设备板块三季度营业收入及同比增速 12
图表 36：2019Q2-2020Q3 年光通信设备板块各季度营业收入及环比增速 12
图表 37：2017-2020 年光通信设备板块三季度归母净利润及同比增速 13
图表 38：2019Q2-2020Q3 年光通信设备板块各季度归母净利润及环比增速 13
图表 39：2017-2020 年光通信设备板块三季度毛利润及毛利率 13
图表 40：2019Q2-2020Q3 年光通信设备板块各季度毛利润及毛利率 13
图表 41：2017-2020 年光通信设备板块三季度三费占营收比率（%） 14
图表 42：2019Q2-2020Q3 年光通信设备板块各季度三费占营收比率（%） 14
图表 43：2017-2020 年云计算板块三季度营业收入及同比增速 14
图表 44：2019Q2-2020Q3 年云计算板块各季度营业收入及环比增速 14
图表 45：2017-2020 年云计算板块三季度归母净利润及同比增速 15
图表 46：2019Q2-2020Q3 年云计算板块各季度归母净利润及环比增速 15
图表 47：2017-2020 年云计算板块三季度毛利润及毛利率 15
图表 48：2019Q2-2020Q3 年云计算板块各季度毛利润及毛利率 15
图表 49：2017-2020 年云计算板块三季度三费占营收比率（%） 16
图表 50：2019Q2-2020Q3 年云计算板块各季度三费占营收比率（%） 16
图表 51：2017-2020 年物联网板块三季度营业收入及同比增速 16
图表 52：2019Q2-2020Q3 年物联网板块各季度营业收入及环比增速 16
图表 53：2017-2020 年物联网板块三季度归母净利润及同比增速 17
图表 54：2019Q2-2020Q3 年物联网板块各季度归母净利润及环比增速 17
图表 55：2017-2020 年物联网板块三季度毛利润及毛利率 17
图表 56：2019Q2-2020Q3 年物联网板块各季度毛利润及毛利率 17
图表 57：2017-2020 年物联网板块三季度三费占营收比率（%） 18
图表 58：2019Q2-2020Q3 年物联网板块各季度三费占营收比率（%） 18
图表 59：2015-2020 年各季度通信行业持股市值占基金股票投资市值比（%）和在全部 A 股市值占比（%） 18
图表 60：2020Q3 前 10 家基金重仓通信公司（以持有总市值降序排列） 19
图表 61：2020Q3 前 10 家基金重仓通信公司（以占流通股比例降序排列） 19

万联证券

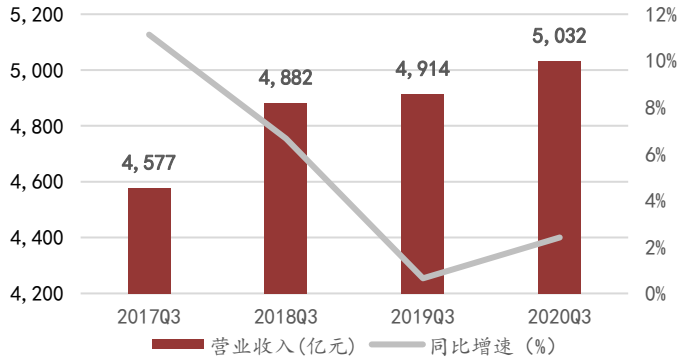
截止至2020年11月1日，申万通信板块107家上市公司的2020年三季报已全部披露完毕。本次三季报综述以申万通信板块为样本，收集了从2017年到2020年各家公司的财务数据，其中剔除了ST信通、ST九有、ST信威、ST实达、ST高升、ST新海、ST北讯、鹏博士、震有科技、国盾量子、仕佳光子这几家财报出现非正常巨额亏损或相应三季报财务信息缺失的上市公司；并且考虑到中兴通讯、中国联通两家公司营收对行业影响较大，因此在分析中将剔除与合并这两家公司的情况分别列出以便更清晰的展示板块行情。

1. 2020前三季度通信板块整体行情复盘与分析

1.1 营业收入：三季度营收整体增速有所放缓。

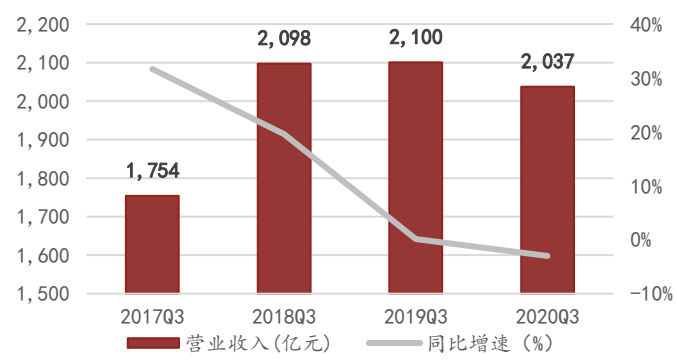
三季度行业整体营收环比有所下降，但同比仍有增长。2020前三季度通信板块整体营收5032亿元，较2019三季度同比增长2.40%；受疫情影响，去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，通信板块2020前三季度营业收入缩减为2037亿元，同比下跌3.01%。2020Q3营业收入为1769亿元，同比增长7.47%，环比缩减1.58%；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，2020Q3营业收入750亿元，同比增长4.17%，环比下跌3.16%，整体增速有所放缓。

图表1：2017-2020年通信板块三季度营业收入及同比营收增速



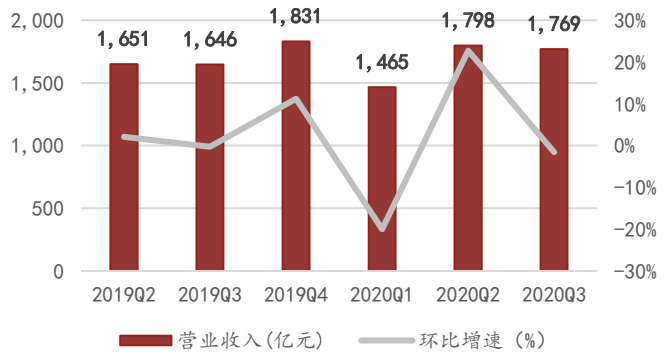
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：2017-2020年通信板块（无中兴、联通）三季度营业收入及同比营收增速

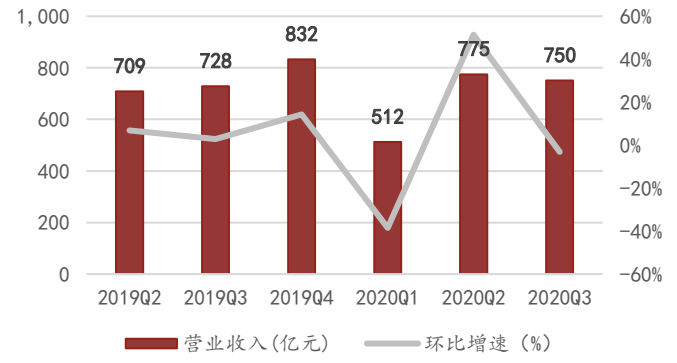


资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：2019Q2-2020Q3通信板块各季度营业收入及环比营收增速



图表4：2019Q2-2020Q3通信板块（无中兴、联通）各季度营业收入及环比营收增速



万联证券

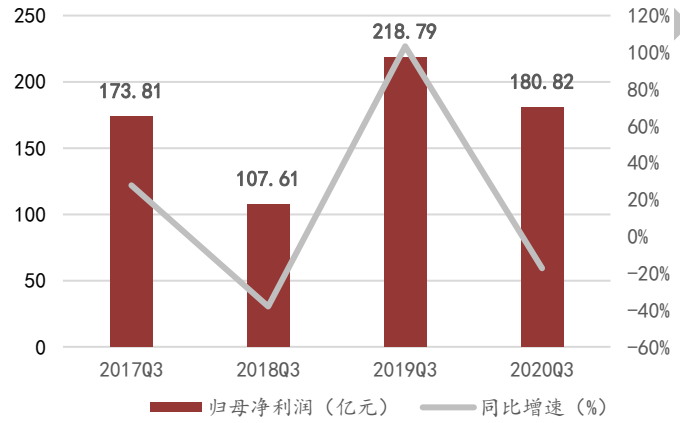
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

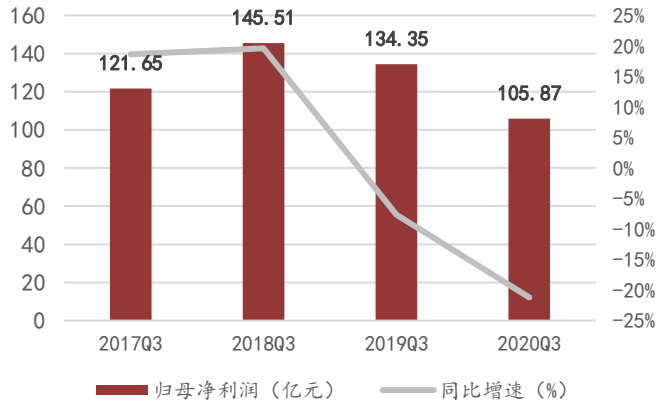
1.2 归母净利润：三季度同比有所下跌，但整体保持健康稳定

去除联通、中兴之后，通信板块2020Q3归母净利润整体保持稳步增长。受疫情影响，2020前三季度通信板块整体归母净利润181亿元，较2019年三季度同比下跌17.35%；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，通信板块2020前三季度归母净利润为106亿元，同比下跌21.20%。2020Q3行业归母净利润为72亿元，同比缩减13.25%，环比缩减3.24%；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，2020Q3行业归母净利润为49亿元，同比增长13.95%，环比上涨11.01%。相较于2019年，通信板块的前三季度整体归母净利润有一定程度下滑，但2020Q3环比营收在已恢复正数增长，疫情影响逐渐消退，行业整体盈利能力有所上升。

图表5：2017-2020年通信板块三季度归母净利润及同比增速



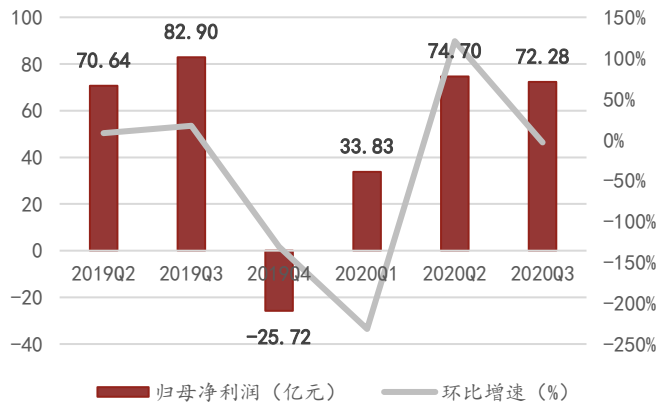
图表6：2017-2020年通信板块（无中兴、联通）三季度归母净利润及同比增速



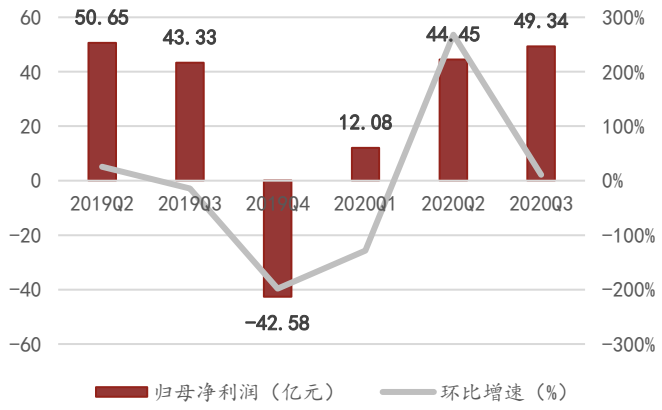
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7：2019Q2-2020Q3通信板块各季度归母净利润及环比增速



图表8：2019Q2-2020Q3通信板块（无中兴、联通）各季度归母净利润及环比增速



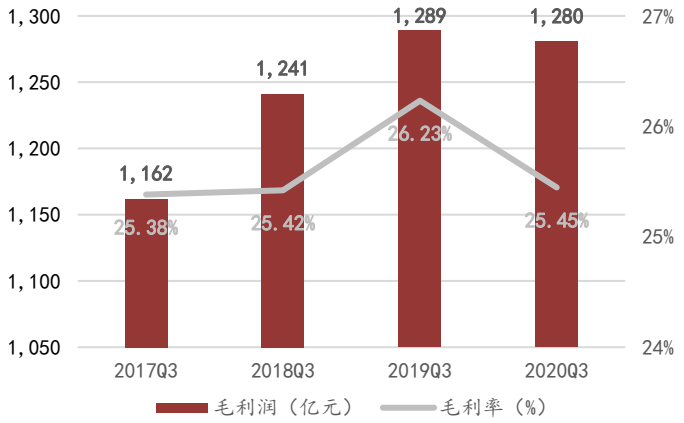
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3 行业费用：三费控制情况良好，研发费用稳中有升

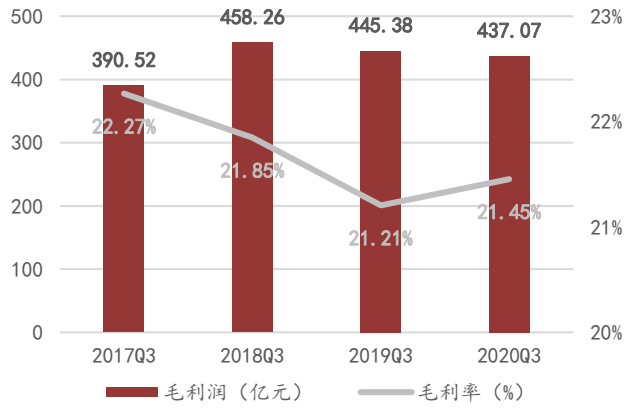
2020Q3 通信行业整体毛利率有所恢复。2020 前三季度通信板块整体毛利润 1280 亿元，同比下跌 0.70%，毛利率为 25.45%，同比下降 0.78pct； 2020Q3 行业毛利润为 442 亿元，同比增长 5.74%，环比下跌 0.23%，毛利率为 24.96%，同比下跌 0.4pct，环比增长 0.34pct。值得一提的是，受到疫情以及中美贸易摩擦的冲击，中兴通讯的毛利率从 2019 三季度的 38.37%下降到 2020 前三季度的 32.14%，跌幅达 6.23 pct，这也是板块毛利率整体大幅下滑的因素之一。去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，通信行业 2020 前三季度毛利润为 437.07 亿元，同比下跌 1.80%，毛利率为 21.45%，同比增长 0.24pct；2020Q3 行业毛利润为 167 亿元，同比增长 6.40%，环比增长 1.21%，毛利率为 22.20%，同比增长 0.58pct，环比增长 0.95pct。

图表9：2017-2020年通信板块三季度毛利润及毛利率



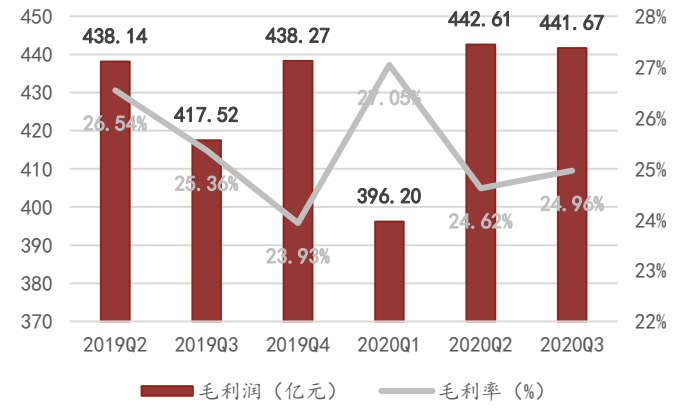
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：2017-2020年通信板块（无中兴、联通）三季度毛利润及毛利率



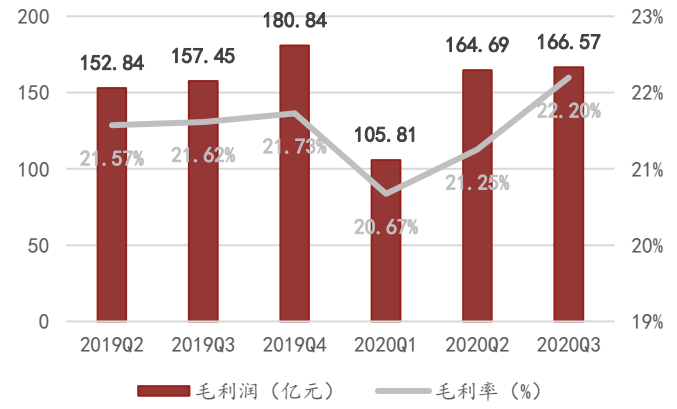
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：2019Q2-2020Q3通信板块各季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：2019Q2-2020Q3通信板块（无中兴、联通）各季度毛利润及毛利率

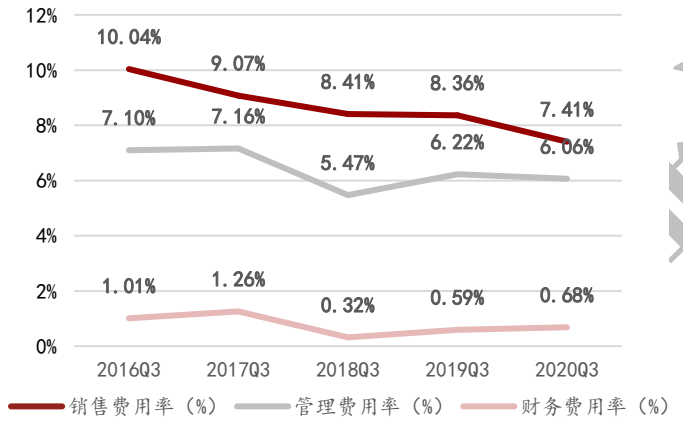


资料来源：Wind，万联证券研究所

通信板块费用率同比下降，环比有所上升。2020 前三季度通信板块销售费用率为

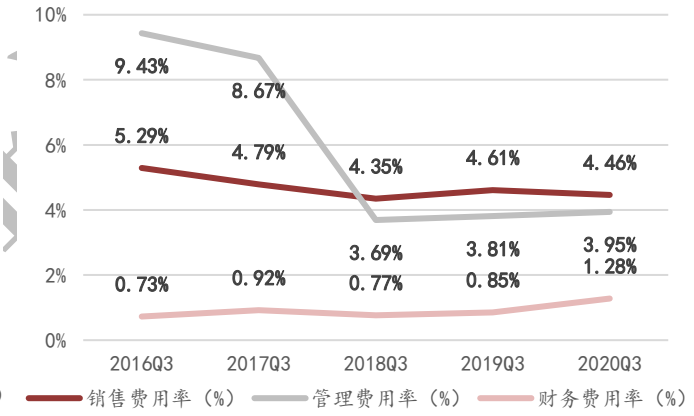
7.41%，同比下降 0.95pct，管理费用率为 6.06%，同比下降 0.16pct，财务费用率为 0.68%，同比增长 0.09pct；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，2020 前三季度通信板块销售费用率为 4.46%，同比下跌 0.15pct，管理费用率为 3.95%，同比上涨 0.14pct，财务费用率为 1.28%，同比上涨 0.43pct。这主要是因为疫情所导致部分公司的支出有所减少。分季度来看，随着疫情影响逐渐消退，2020Q3 通信行业的销售和管理费用率虽然环比有所上升，但是仍保持在较低水平，这也得益于各大企业销售模式的改良优化和管理效率的不断提升。财务费用率因为三季度汇率波动较大导致短期环比上升，未来有望恢复。

图表13：2017-2020年通信板块三季度三费占营收比率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

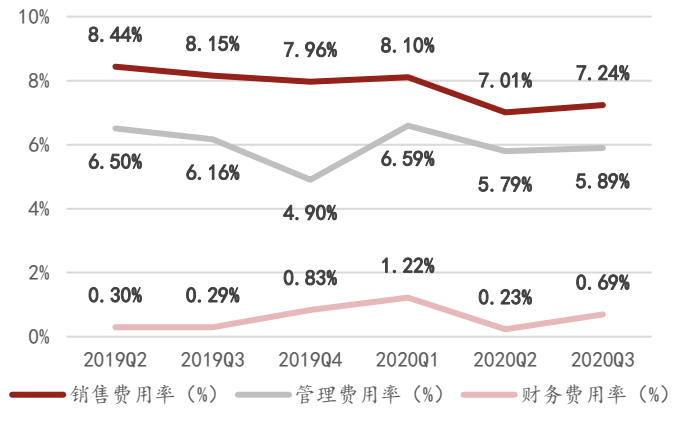
图表14：2017-2020年通信板块（无中兴、联通）三季度三费占营收比率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

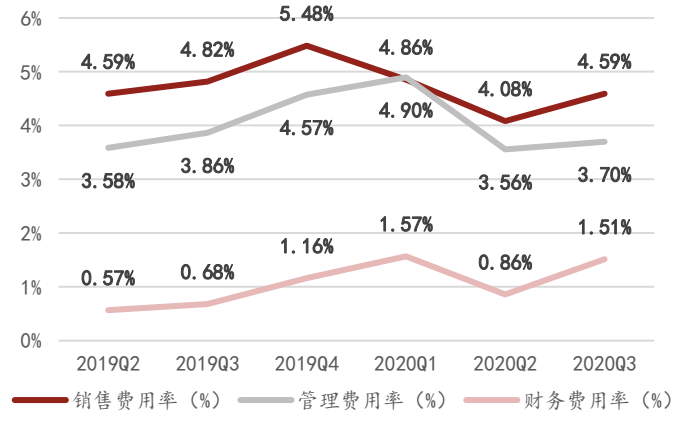
*备注：因为 18Q3 起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

图表15：2019Q2-2020Q3通信板块各季度三费占营收比率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：2019Q2-2020Q3通信板块（无中兴、联通）各季度三费占营收比率（%）

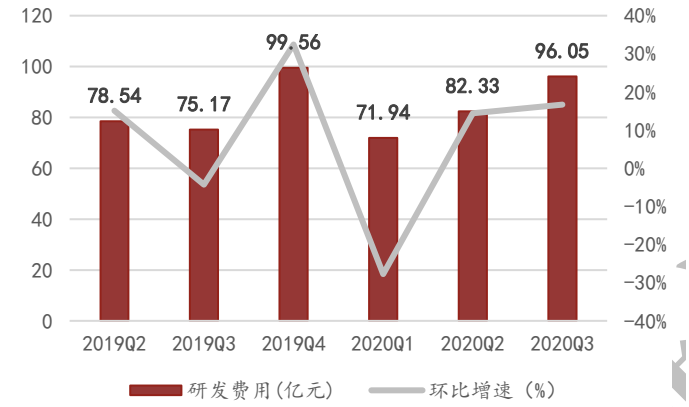


资料来源：Wind，万联证券研究所

研发费用稳中有升，继续保持高位增速。2020 前三季度通信板块研发费用为 250.32 亿元，同比增长 12.79%；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，2020 前三季度通信板块研发费用为 130.62，同比增长 5.80%。分季度来看，2020Q3 板块研发费用为 96.05

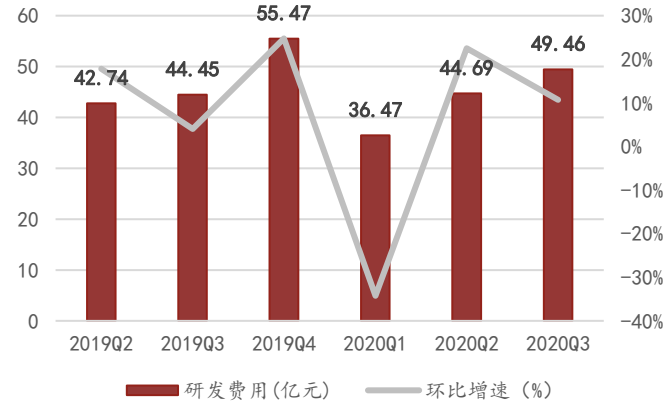
亿元，同比增长 27.78%，环比增长 16.66%；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，2020Q3 板块研发费用为 49.46 亿元，同比增长 11.27%，环比增长 10.68%。可以看出产业链优化升级仍在持续进行，企业重视研发投入，积极备战 5G 带来的行业新机遇。

图表17：2019Q2-2020Q3通信板块各季度研发费用及环比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：2019Q2-2020Q3通信板块（无中兴、联通）各季度研发费用及环比增速



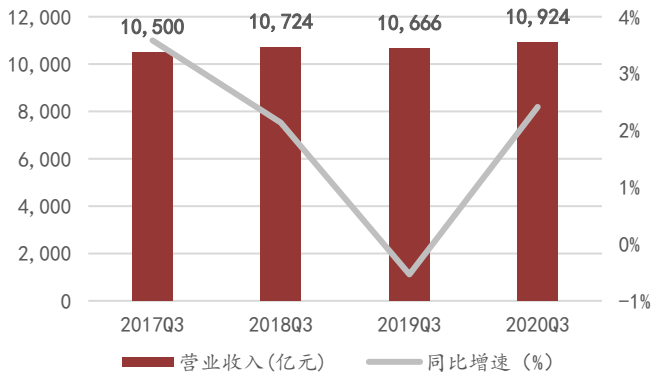
资料来源：Wind，万联证券研究所

2. 2020 前三季度精选通信子板块行情分析

2.1 通信运营商：板块景气度稳步提升，5G业务红利逐渐显现

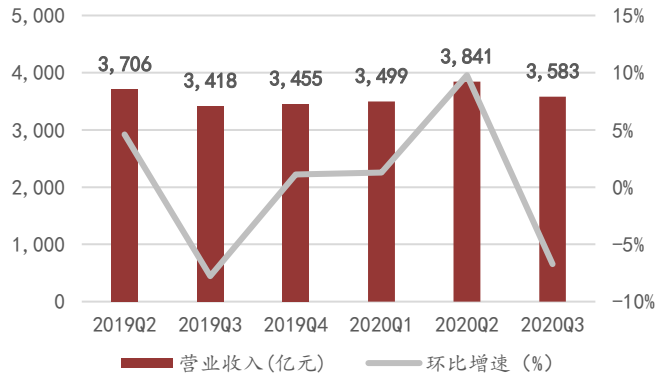
通信运营商板块三季度同比营收表现向好，5G 业务有望继续助力未来业绩增长。2020 前三季度三大运营商板块营收 10924 亿元，同比增长 2.41%，大于通信板块整体增长速度；2020Q3 营收 3583 亿元，同比增长 4.83%，环比下降 6.73%。2020 前三季度通信运营商板块归母净利润 1051 亿元，同比增加 0.56%；2020Q3 通信运营商板块归母净利润 320.32 亿元，同比增长 1.63%，环比下降 24.34%。通信运营商继续上半年的亮眼表现，我们认为四季度及明年随着运营商持续聚焦 5G+垂直行业应用的探索和培育，5G 网络覆盖和用户渗透率将快速提升，通信运营板块有望借助数字化，继续维持确定性上行周期。

图表19：2017-2020年通信运营商板块三季度营业收入及同比增速



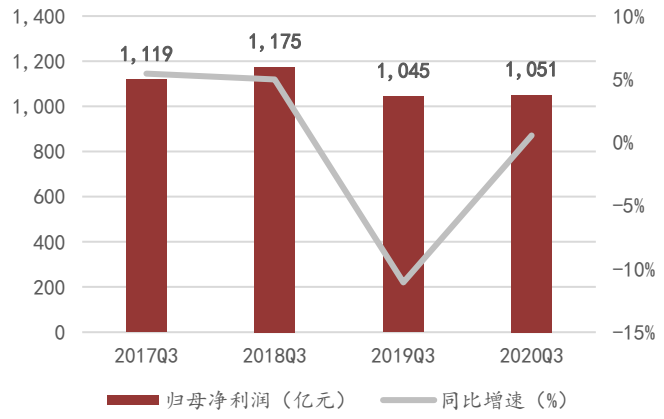
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表20：2019Q2-2020Q3年通信运营商板块各季度营业收入及环比增速



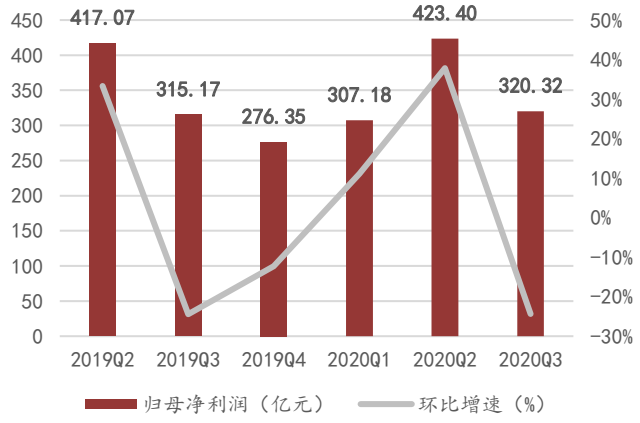
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表21：2017-2020年通信运营商板块三季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

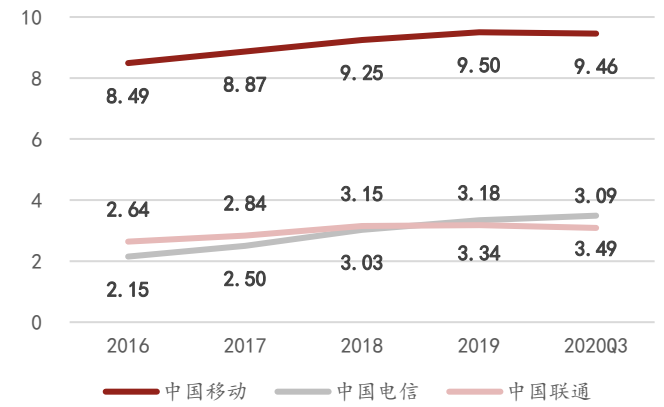
图表22：2019Q2-2020Q3年通信运营商板块各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

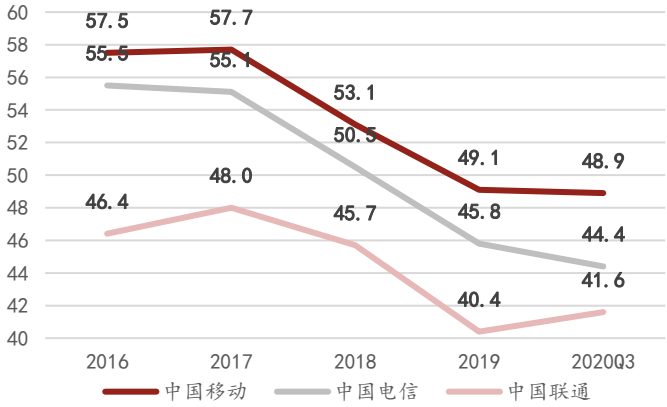
移动用户数增长接近天花板，ARPU 开始企稳。2020 前三季度，中国移动、中国电信、中国联通移动用户数分别为 9.46、3.49、3.09 亿户，与 2019 年末相比，中国电信移动用户数增加 1578 万户，中国移动、中国联通分别减少 409.6 万户、929 万户。2020 年三季度，中国移动、中国电信、中国联通 ARPU 值分别为 48.9、44.4、41.6 元/户/月，较 2019 年相比分别变化-0.2、-0.4、+1.2 元/户/月，波动幅度不大。

图表23：2016-2020Q3三大运营商移动用户数（亿户）



资料来源：Wind，万联证券研究所

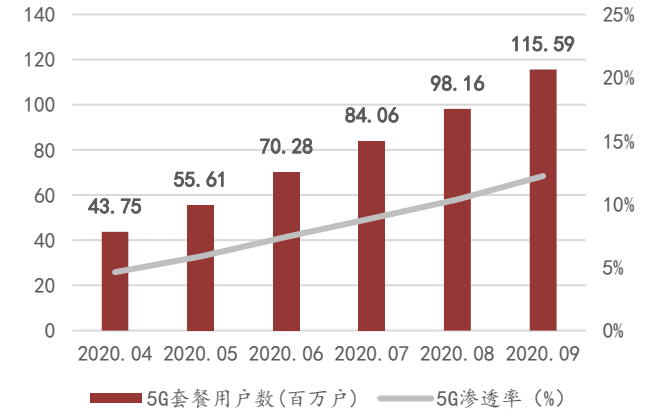
图表24：2016-2020Q3年三大运营商移动用户ARPU（元/户/月）



资料来源：Wind，万联证券研究所

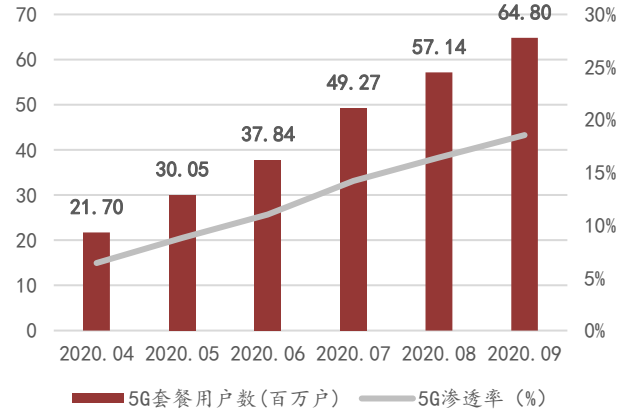
2020 是 5G 建设和发展元年，5G 套餐用户数快速增长。2019 年 10 月末 5G 正式商用以来，5G 用户数快速提升，2020 前三季度中国移动与中国电信 5G 套餐用户数分别达 1.16 亿户、6480 万户，渗透率分别为 12.22%、18.55%。

图表25： 2020年4-9月中国移动5G套餐用户数（百万户）及5G渗透率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表26： 2020年4-9月中国电信5G套餐用户数（百万户）及5G渗透率（%）

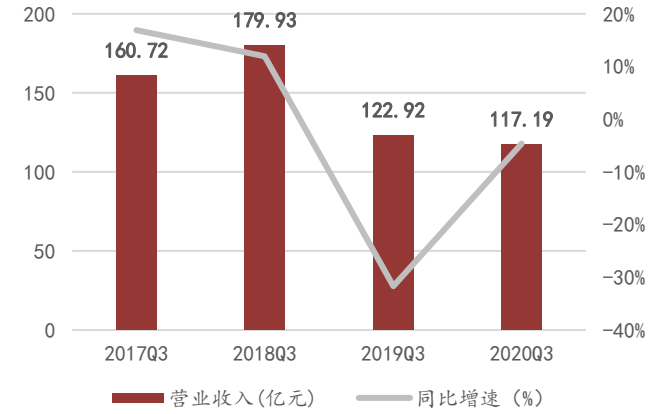


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 光纤光缆：光纤需求趋于见底，环比有望持续改善

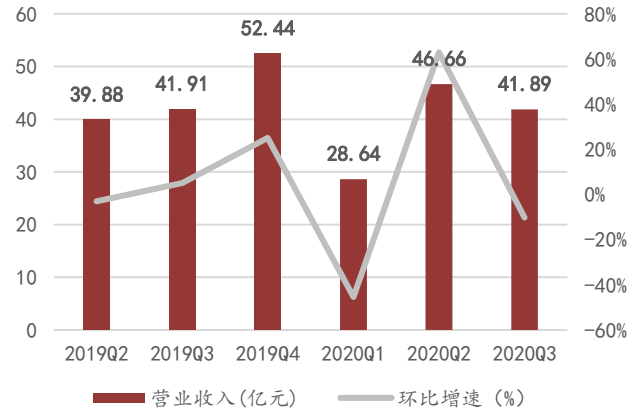
光纤需求反转，供求关系边际有望持续改善。2020 前三季度光纤光缆板块营收 117 亿元，同比下跌 4.66%；2020Q3 营收 41.89 亿元，同比下降 0.03%，环比下降 10.22%。2020 前三季度板块归母净利润 4.13 亿元，同比减少 53.07%；2020Q3 获得归母净利润 3.09 亿元，同比增长 2.32%，环比增加 25.97%。今年 6 月中国移动集采光缆 1.19 亿芯公里，同比增长 13%；中国电信集采室外光缆 7500 万芯公里，同比增长 47%。我们认为光纤需求有望受益于运营商集采规模的提升，同时 5G 小基站的大规模部署和建设将加速供给部分产能出清，推动配套光纤光缆设备规模扩大，带动未来行业整体需求面的改善。

图表27：2017-2020年光纤光缆板块三季度营业收入及同比增速



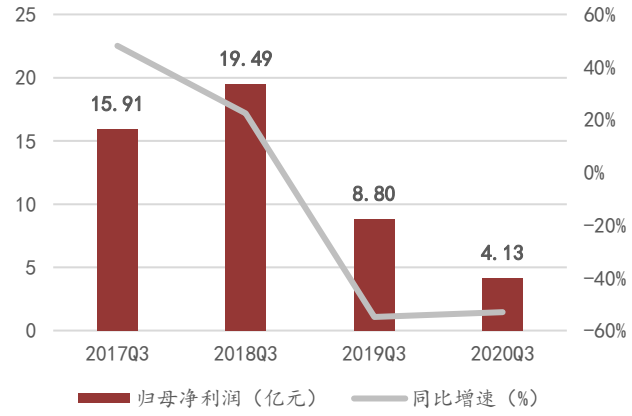
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表28：2019Q2-2020Q3年光纤光缆板块各季度营业收入及环比增速



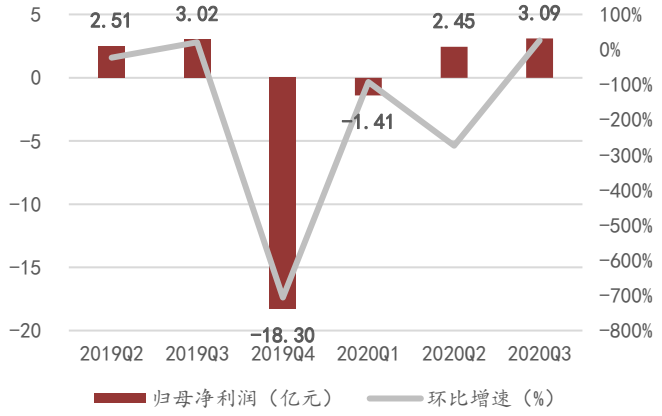
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表29：2017-2020年光纤光缆板块三季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

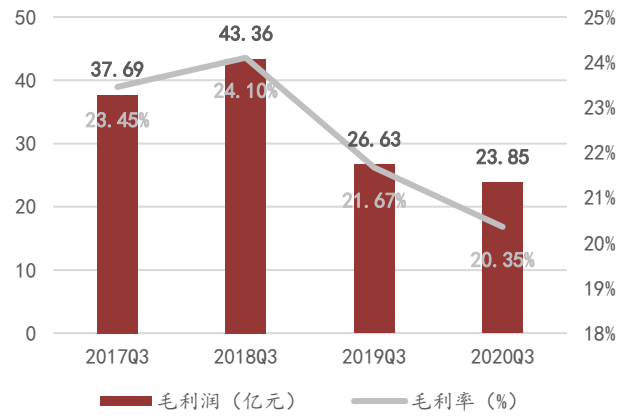
图表30：2019Q2-2020Q3年光纤光缆板块各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

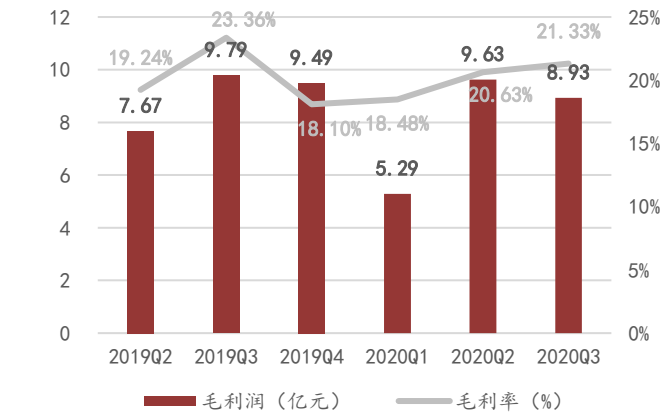
光纤光缆 2020 前三季度毛利润同比下降，但单季度毛利率实现增速转正。2020 前三季度光纤光缆板块毛利润 23.85 亿元，毛利率 20.35%，同比减少 1.32pct；2020Q3 毛利润 8.93 亿元，毛利率为 21.33%，同比降低 2.03pct，环比上升 0.70pct。毛利润的下降主要是由于 2020 年以来国内光纤光缆需求量出现下滑，行业处于景气度低点，散纤价格持续走低，压缩行业整体利润空间。但从中长期来看，利空因素逐渐出尽，5G 建设和流量持续驱动有望拉动新一轮光纤光缆需求增长。

图表31：2017-2020年光纤光缆板块三季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

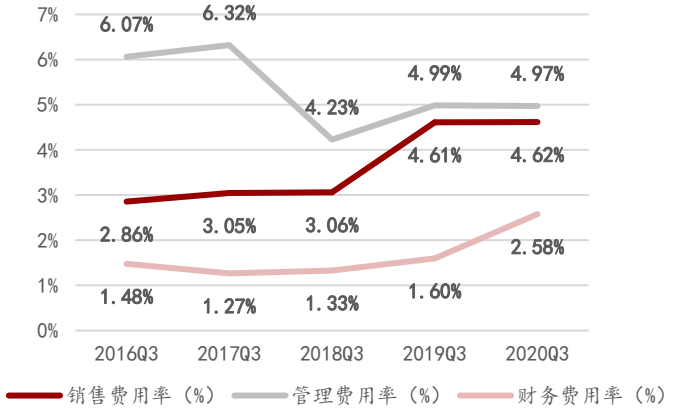
图表32：2019Q2-2020Q3年光纤光缆板块各季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

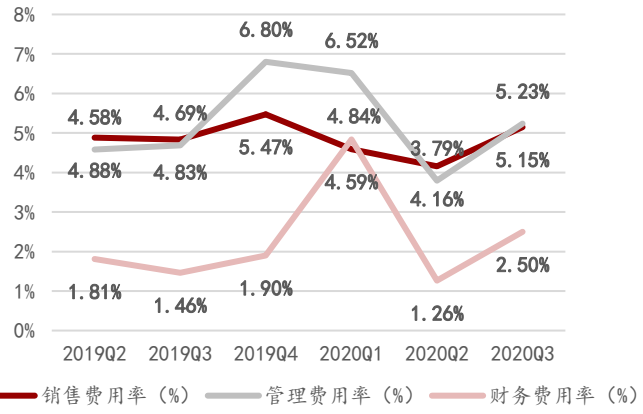
光纤光缆板块 2020Q3 费用率环比呈现上升趋势。2020 前三季度板块销售费用率为 4.62%，同比下降 0.01pct，管理费用率为 4.97%，同比下降 0.02pct，财务费用率为 2.58%，同比增长 0.98pct；2020Q3 板块销售费用率为 5.15%，同比增长 0.32pct，环比增长 0.99pct，管理费用率为 5.23%，同比增长 0.54pct，环比增长 1.26pct，财务费用率为 2.50%，同比增长 1.04pct，环比上升 1.24pct。三费比率上升的主要原因在于：行业需求下降，供给产能过剩，光纤价格大幅下跌，从而使收入规模缩减。我们认为随着行业需求回暖和价格企稳提升，未来三项费用率有望平稳。

图表33：2017-2020年光纤光缆板块三季度三费占营收比率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表34：2019Q2-2020Q3年光纤光缆板块各季度三费占营收比率（%）



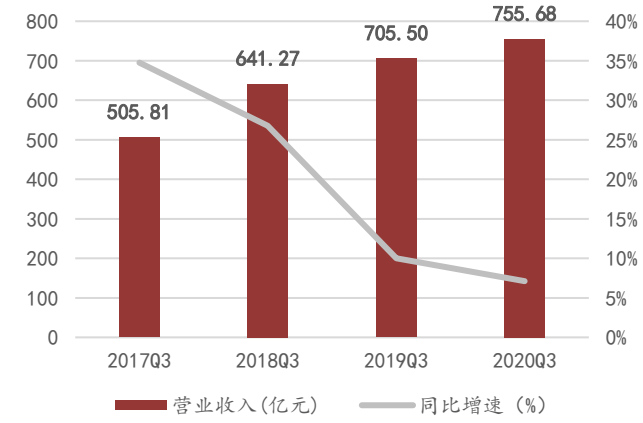
资料来源：Wind，万联证券研究所

*备注：因为18Q3起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

2.3 光通信设备：“5G+400G”双重驱动业绩增长，板块继续保持高景气

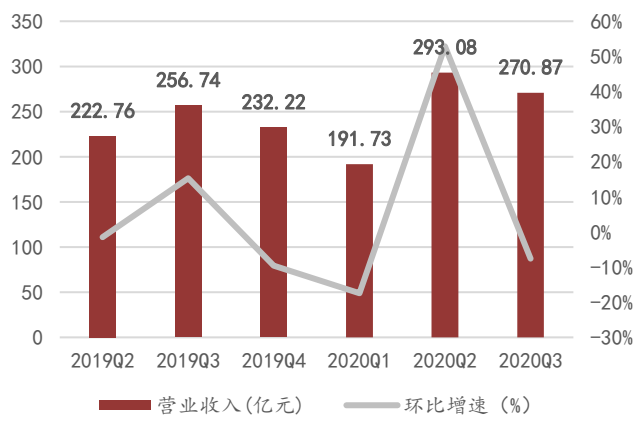
5G建设推进+数通回暖推动行业加速成长，景气度有望进一步提升。2020前三季度光通信设备板块营收756.68亿元，上涨7.11%；2020Q3营收270.87亿元，同比增长5.50%，环比下降7.75%。2020前三季度板块归母净利润42.65亿元，同比增加5.79%；2020Q3获得归母净利润17.12亿元，同比增加23.97%，环比下降3.29%。我们认为随着北美云巨头与国内5G和数据中心建设的持续，海外数通客户资本自处迎来上修，出货量有望进一步扩大，四季度和明年光通信设备行业仍存在较大的上升空间。

图表35：2017-2020年光通信设备板块三季度营业收入及同比增速



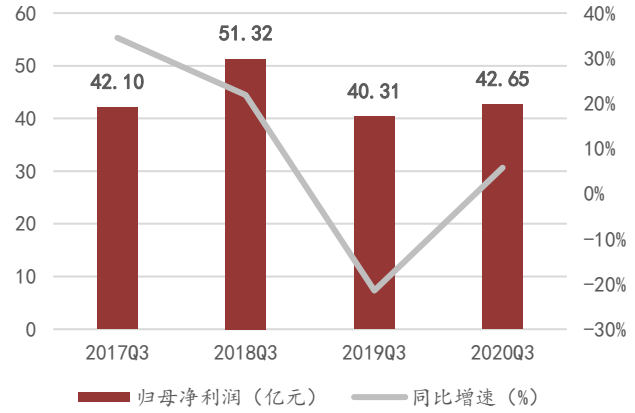
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表36：2019Q2-2020Q3年光通信设备板块各季度营业收入及环比增速



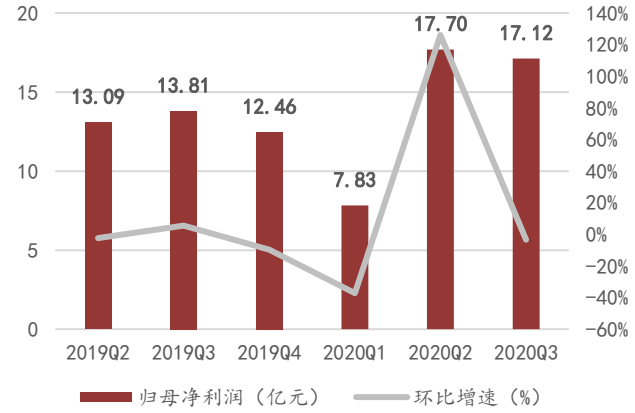
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表37：2017-2020年光通信设备板块三季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

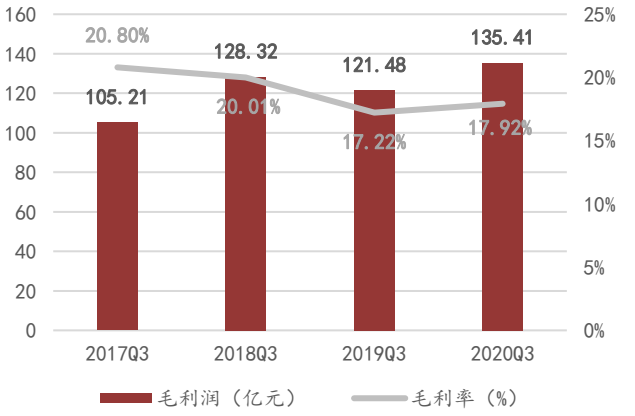
图表38：2019Q2-2020Q3年光通信设备板块各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

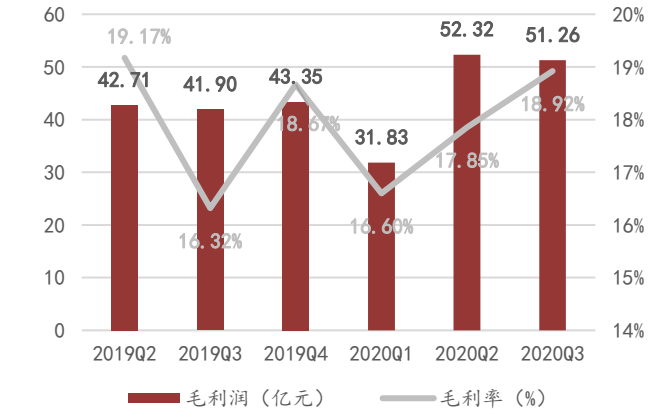
光通信设备板块2020前三季度毛利率持续上升，相关产品有望量价齐升。2020前三季度光通信设备板块毛利润135.41亿元，毛利率17.92%，同比增加0.70pct；2020Q3毛利润51.26亿元，毛利率为18.92%，同比增加2.60pct，环比上升1.07pct。光通信设备板块内毛利率的改善得益于5G电信市场和数通市场对高端光器件产品需求的提升。根据Light Counting的预测，光通信设备整体市场需求未来三年增速将达到30%-50%，预计在2021年市场规模将达到120亿美元。数据中心速率升级将为行业带来大量业绩增量，我们认为光通信设备板块未来市场前景广阔，成长确定性高。

图表39：2017-2020年光通信设备板块三季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表40：2019Q2-2020Q3年光通信设备板块各季度毛利润及毛利率

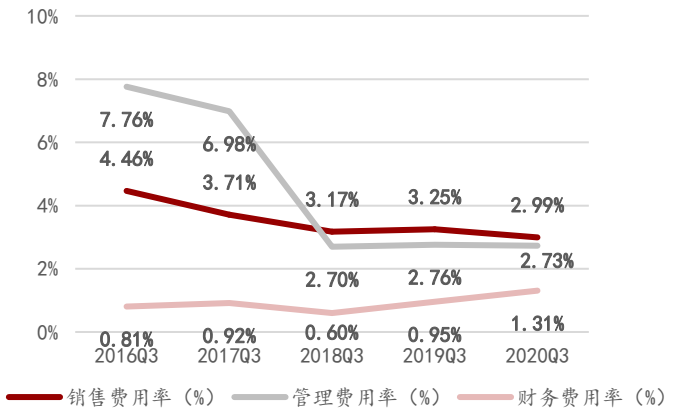


资料来源：Wind，万联证券研究所

2020前三季度光通信设备板块三费比率小幅提升。2020前三季度板块销售费用率为2，99%，同比下降0.26pct，管理费用率为2.73%，同比下降0.03pct，财务费用率为1.31%，同比增长0.36pct；2020Q3板块销售费用率为3.33%，同比增长0.02pct，环比下降0.67pct，管理费用率为2.64%，同比上升0.07pct，环比上升0.17pct，财务费用率为1.41%，同比上涨0.75pct，环比上升0.54pct。我们认为随着行业出货量逐步

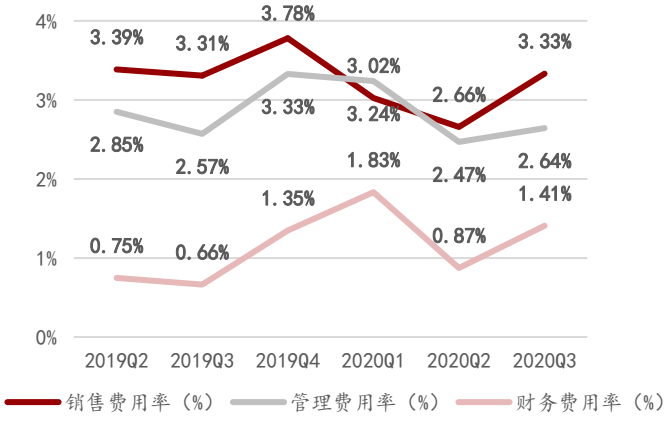
提升，板块整体费用率有望逐步摊薄。

图表41：2017-2020年光通信设备板块三季度三费占营收比率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表42：2019Q2-2020Q3年光通信设备板块各季度三费占营收比率（%）



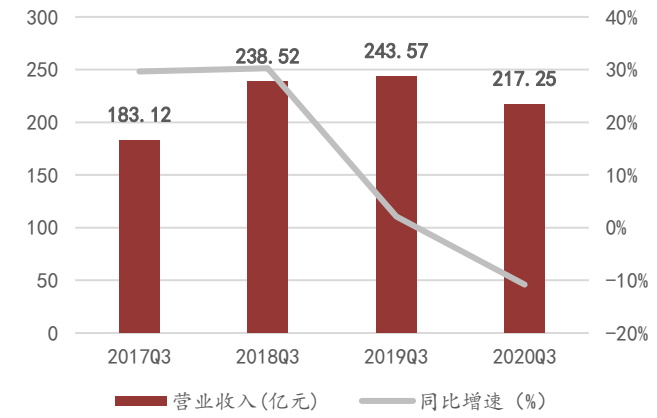
资料来源：Wind，万联证券研究所

*备注：因为18Q3起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

2.4 云计算：行业景气度持续上行，需求远未见顶

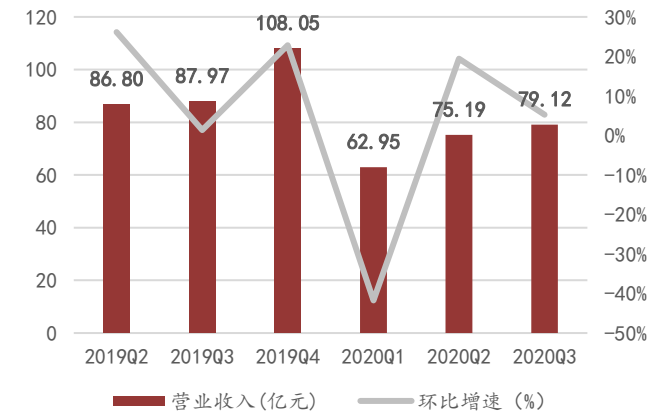
2020前三季度云计算板块景气度恢复较好，长期上行趋势不变。2020前三季度云计算板块营收217.25亿元，同比下跌10.80%；2020Q3营收79.12亿元，同比下跌10.00%，环比增长5.22%。2020前三季度板块归母净利润11.17亿元，同比下跌43.74%；2020Q3获得归母净利润4.79亿元，同比减少15.96%，环比增加166.19%。整个云计算板块2020前三季度营收下跌的主要原因是：新冠疫情等客观性因素对高鸿股份企业业务和IT销售业务的经营开展影响较大，销售订单比去年同期大幅下降，从而导致公司营业收入从2019三季度的75.49亿元跌至2020前三季度的39.87亿元，跌幅达47.19%。整体来看，考虑到5G带动全球数据流量呈指数级提升，且北美云商资本开支显著回升，我们预计云计算将进入高速发展时期，行业景气度持续提升。

图表43：2017-2020年云计算板块三季度营业收入及同比增速



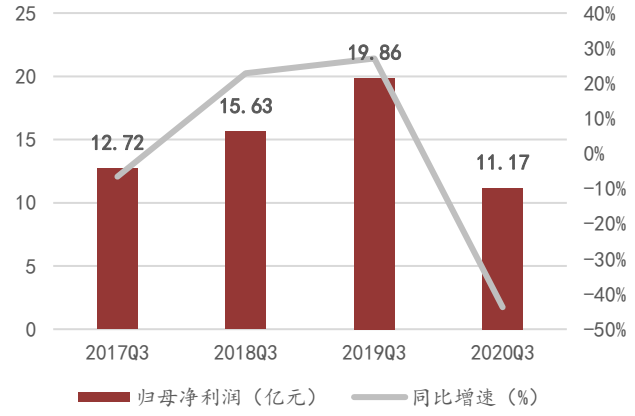
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表44：2019Q2-2020Q3年云计算板块各季度营业收入及环比增速



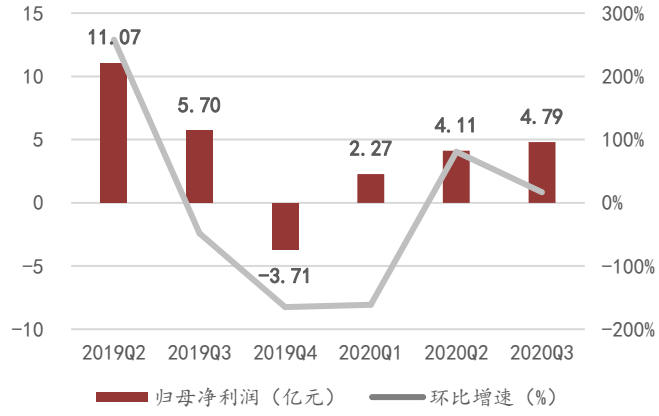
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表45：2017-2020年云计算板块三季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

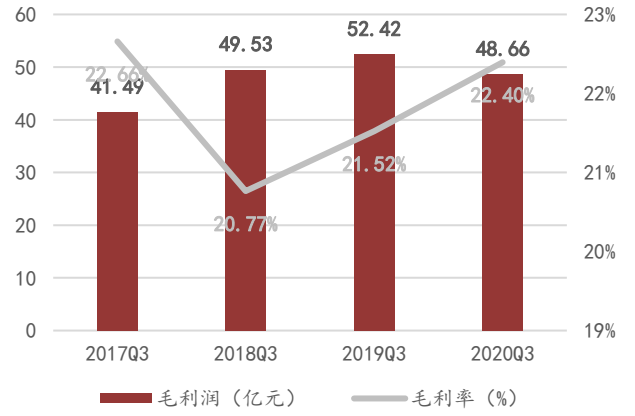
图表46：2019Q2-2020Q3年云计算板块各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

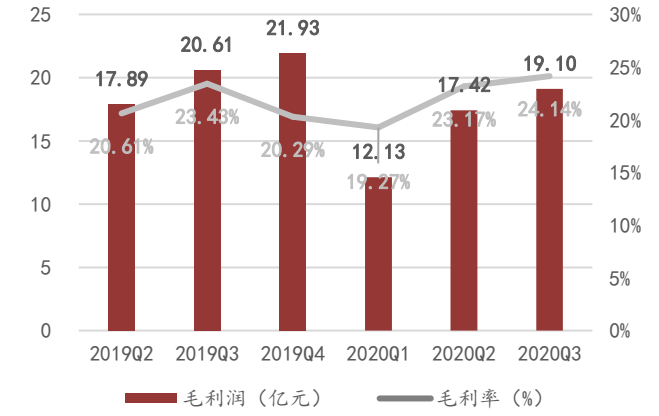
云计算板块2020前三季度毛利率持续上升。2020前三季度云计算板块毛利润48.66亿元，毛利率22.40%，同比增加0.88pct；2020Q3毛利润19.10亿元，毛利率24.14%，同比增加0.71pct，环比上升0.97pct。随着数字化转型的推进，互联网、交通物流、政务、金融等多个板块反哺云市场，纷纷积极引入云计算进行转型升级，板块内需求的持续性较强，盈利能力有望进一步提升。

图表47：2017-2020年云计算板块三季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

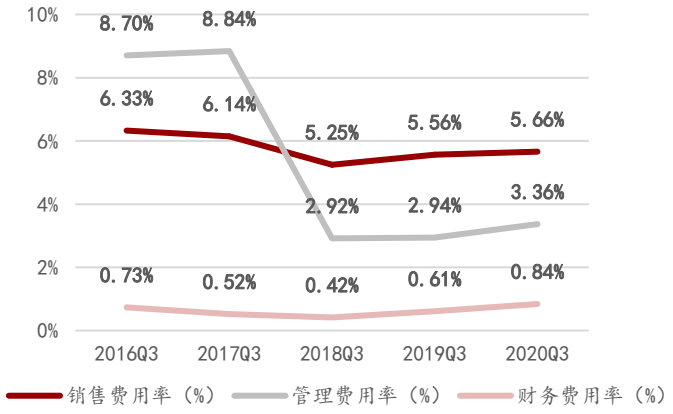
图表48：2019Q2-2020Q3年云计算板块各季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

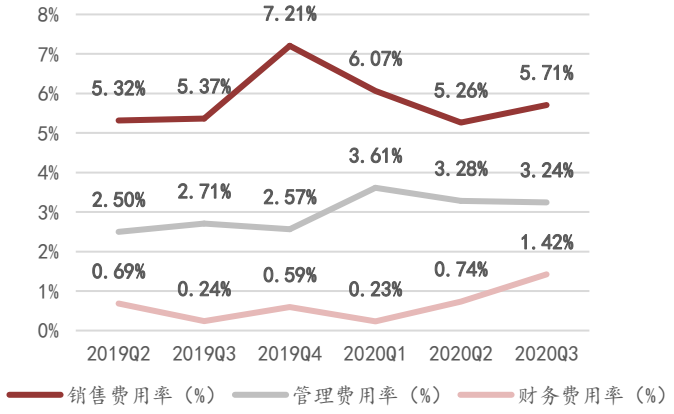
2020前三季度云计算板块三费比率控制较好，维持正常运营水平。2020前三季度板块销售费用率为5.66%，同比上升0.10pct，管理费用率为3.36%，同比上升0.42pct，财务费用率为0.84%，同比上升0.23pct；2020Q3板块销售费用率为5.71%，同比下降0.34pct，环比上升0.45pct，管理费用率为3.24%，同比上涨0.53pct，环比下降0.04pct，财务费用率为1.42%，同比上升1.18pct，环比上升0.68pct。

图表49：2017-2020年云计算板块三季度三费占营收比率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表50：2019Q2-2020Q3年云计算板块各季度三费占营收比率（%）



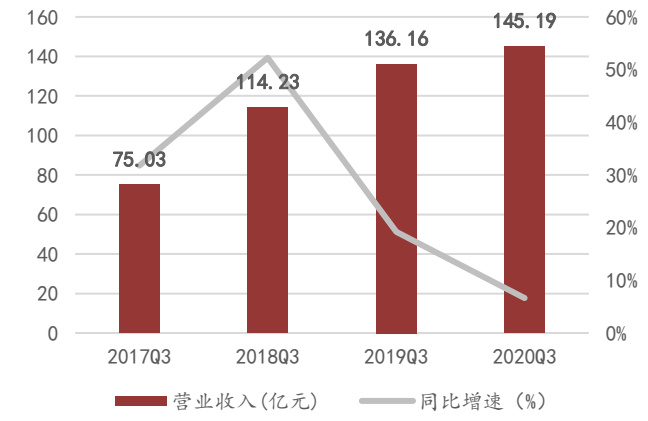
资料来源：Wind，万联证券研究所

*备注：因为 18Q3 起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

2.5 物联网：万物互联时代即将到来，成长性预期不变

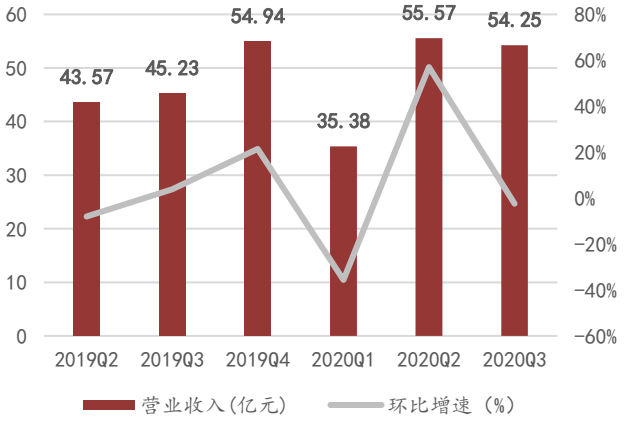
2020 前三季度物联网板块增速有所下滑，但长期高成长性预期不变。2020 前三季度物联网板块营收 145.19 亿元，同比上升 6.64%；2020Q3 营收 54.25 亿元，同比增长 19.94%，环比减少 2.36%。2020 前三季度板块归母净利润 4.77 亿元，同比下跌 38.70%；2020Q3 获得归母净利润 1.67 亿元，同比减少 59.05%，环比减少 39.30%。整个物联网板块 2020Q3 规模净利润下跌的主要原因是高新兴受公司实际经营情况和所处行业经济形势变化的影响营收有所下滑，同时进行研发投入 5.53 亿元，较上年同期增长 36.48%，导致营业收入从 2019 三季度的 21.63 亿元跌至 2020 前三季度的 14.69 亿元，降幅达到 32.09%。

图表51：2017-2020年物联网板块三季度营业收入及同比增速



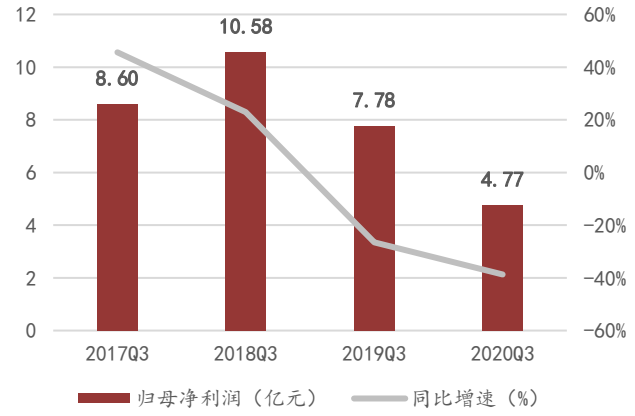
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表52：2019Q2-2020Q3年物联网板块各季度营业收入及环比增速



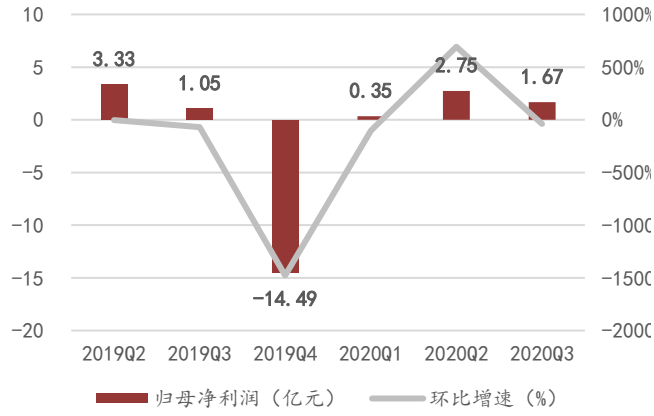
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表53：2017-2020年物联网板块三季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

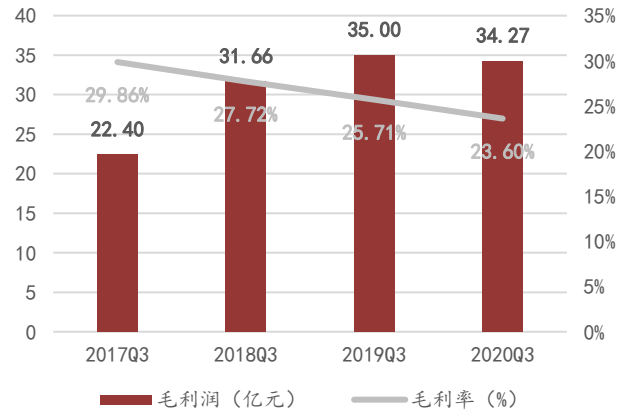
图表54：2019Q2-2020Q3年物联网板块各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

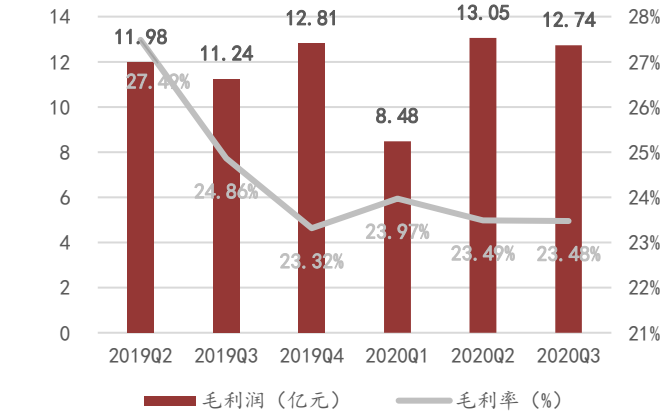
物联网板块 2020 前三季度毛利率微降，但企稳迹象明显。2020 前三季度物联网板块毛利润 34.27 亿元，毛利率 23.60%，同比下跌 2.11pct；2020Q3 毛利润 12.74 亿元，毛利率为 23.47%，同比下降 1.39pct，环比下降 0.02pct。我们认为随着运营商 NB-IoT 网络覆盖快速推进，芯片量产推动模组价格快速下降，并且高价值新兴行业应用需求也有望大面积落地，物联网板块盈利有望企稳后回升。

图表55：2017-2020年物联网板块三季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

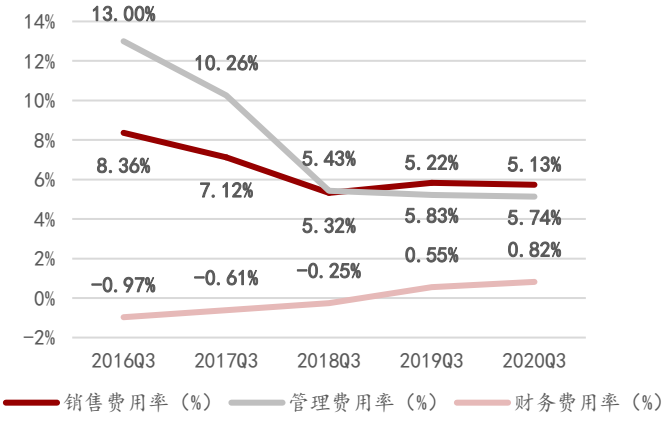
图表56：2019Q2-2020Q3年物联网板块各季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

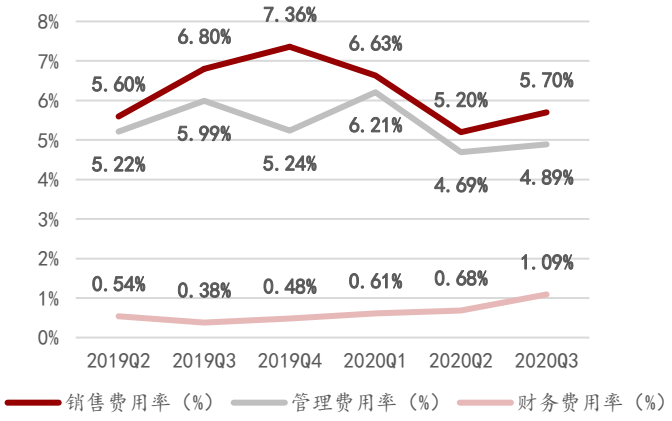
2020 前三季度物联网板块三费比率波动较小。2020 前三季度板块销售费用率为 5.74%，同比下降 0.09pct，管理费用率为 5.13%，同比下降 0.09pct，财务费用率为 0.82%，同比上升 0.27pct；2020Q3 板块销售费用率为 5.70%，同比下跌 1.10pct，环比上升 0.50pct，管理费用率为 4.89%，同比下降 1.10pct，环比下降 0.20pct，财务费用率为 1.09%，同比上升 0.71pct，环比上升 0.41pct。

图表57：2017-2020年物联网板块三季度三费占营收比率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表58：2019Q2-2020Q3年物联网板块各季度三费占营收比率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

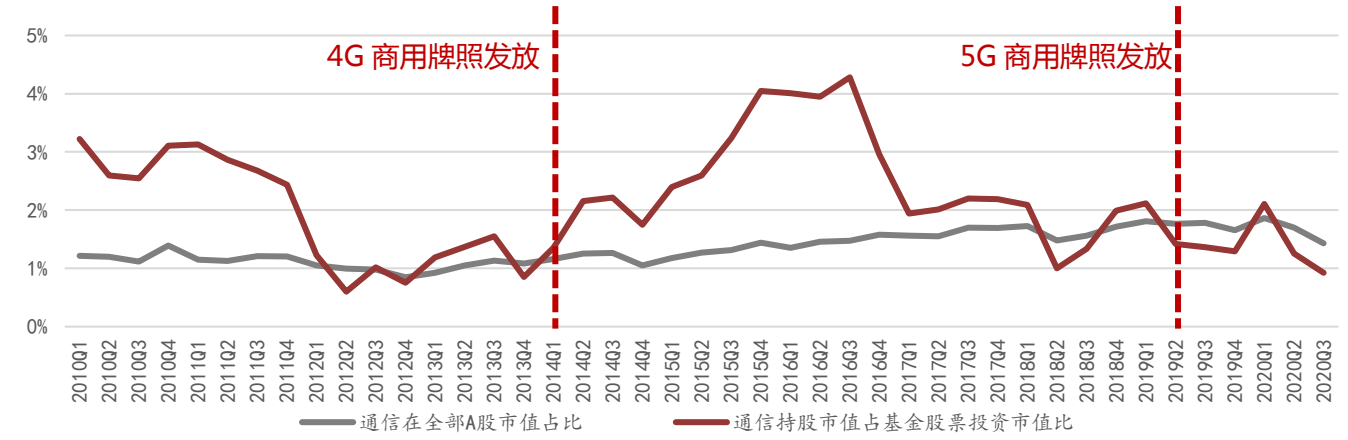
*备注：因为18Q3起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

3. 2020年三季度通信板块基金持仓分析

3.1 2020Q3基金对通信行业重仓比重下降，创近年来新低

2020Q3通信行业占基金重仓持股比重有所下降，处于低配状态。2020Q3通信行业占基金重仓持股比例0.92%，环比下降0.27pct；2020Q3同期通信行业占全部A股市值比例为1.43%，高出基金在通信行业的重仓持股占比0.51pct，环比下降0.03个百分点。通信板块自2019Q2 5G牌照发放后起一直处于低配格局，2020Q1仓位随着5G新基建的开展短暂上升后，2020Q2再次回到2020Q1前的低配格局，受中美贸易摩擦影响，2020Q3仓位创近年来新低。

图表59：2015-2020年各季度通信行业持股市值占基金股票投资市值比（%）和在全部A股市值占比（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2 持仓总市值维度看2020Q3基金重仓通信公司情况

2020Q3 通信行业基金重仓持股总市值最大的前五个股为中兴通讯、亿联网络、新易盛、七一二、中天科技，持仓总市值分别为 40.32 亿元、31.09 亿元、26.11 亿元、16.48 亿元、12.04 亿元，环比变化分别为-35.49%、27.84%、6.26%、91.94%、19.58%，个股区间涨跌幅分别为-17.52%、-11.65%、1.79%、16.86%、-8.47%。

图表60：2020Q3前10家基金重仓通信公司（以持有总市值降序排列）

	公司简称	持股市值（亿元）	基金持股环比	区间涨跌幅	2020Q3 营业收入同比增幅	2020Q3 营业收入环增幅
1	中兴通讯	40.32	-35.49%	-17.52%	37.18%	4.73%
2	亿联网络	31.09	27.84%	-11.65%	11.52%	37.93%
3	新易盛	26.11	6.26%	1.79%	106.56%	6.07%
4	七一二	16.48	91.94%	16.86%	9.70%	-18.38%
5	中天科技	12.04	19.58%	-8.47%	-10.80%	-21.16%
6	天孚通信	8.13	-15.43%	-5.64%	96.20%	11.80%
7	光迅科技	7.61	198.23%	6.42%	19.50%	-7.19%
8	移远通信	2.20	348.26%	-4.46%	49.16%	16.58%
9	光环新网	1.59	-49.59%	-14.23%	-9.22%	12.10%
10	太辰光	1.00	-3.87%	-1.20%	-25.48%	14.24%

资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3 从占流通股比例维度看2020Q3基金重仓通信公司情况

2020Q3 基金重仓持股占流通股比例最高的前五个股为新易盛、亿联网络、七一二、天孚通信、中天科技，占流通股比例分别为 16.99%、10.80%、10.05%、8.22%、3.75%，环比变化分别为 4.26pct、44.44pct、64.52pct、-10.38pct、30.64pct 区间涨跌幅分别为 1.79%、-11.65%、16.86%、-5.64%、-8.47%。

图表61：2020Q3前10家基金重仓通信公司（以占流通股比例降序排列）

	公司简称	占流通股比例	环比	区间涨跌幅	2020Q3 营业收入同比增幅	2020Q3 营业收入环增幅
1	新易盛	16.99%	4.26pct	1.79%	106.56%	6.07%
2	亿联网络	10.80%	44.44pct	-11.65%	11.52%	37.93%
3	七一二	10.05%	64.52pct	16.86%	9.70%	-18.38%
4	天孚通信	8.22%	-10.38pct	-5.64%	96.20%	11.80%
5	中天科技	3.75%	30.64pct	-8.47%	-10.80%	-21.16%
6	光迅科技	3.33%	176.62pct	6.42%	19.50%	-7.19%
7	中兴通讯	2.92%	-22.27pct	-17.52%	37.18%	4.73%
8	太辰光	2.64%	-2.71pct	-1.20%	-25.48%	14.24%
9	移远通信	1.57%	77.38pct	-4.46%	49.16%	16.58%
10	华测导航	0.95%	/	0.19	52.13%	9.48%

资料来源：Wind，万联证券研究所

4. 投资建议：Q3 营收增速放缓，聚焦高景气度细分赛道

2020 前三季度物联网板块三费比率波动较小。2020 前三季度板块销售费用率为 5.74%，同比下降 0.09pct，管理费用率为 5.13%，同比下降 0.09pct，财务费用率为 0.82%，同比上升 0.27pct；2020Q3 板块销售费用率为 5.70%，同比下跌 1.10pct，环比上升 0.50pct，管理费用率为 4.89%，同比下降 1.10pct，环比下降 0.20pct，财务费用率为 1.09%，同比上升 0.71pct，环比上升 0.41pc。随着疫情影响逐步消除，通信行业 Q3 整体改善明显。

三季度行业整体营收增速放缓，费用率持续优化。2020Q3 营业收入为 1769 亿元，同比增长 7.47%，环比缩减 1.58%；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，2020Q3 营业收入 750 亿元，同比增长 4.17%，环比下跌 3.16%。行业净利率与毛利率均有所上升，管理与销售用率均处于较低区间，财务费用率受汇率影响短暂上升，研发费用稳重有升。

2020Q3 通信行业基金持仓创近年新低，光模块领域关注度较高。通信板块自 2019Q2 5G 牌照发放后起一直处于低配格局，2020Q1 仓位随着 5G 新基建的开展短暂上升后，2020Q2 再次回到 2020Q1 前的低配格局，2020Q3 仓位受中美贸易摩擦影响，创近年来新低。从个股角度来看，光模块领域受关注度较高，其中业绩有支撑的优质个股加仓明显。

聚焦高景气度细分赛道，关注未来市场空间。光通信设备以及云计算板块依旧持续上半年亮眼表现，考虑到 5G 带动全球数据流量呈指数级提升，且北美云商资本开支显著回升，我们预计随着数据中心建设进入加速发展时期。并且随着数字化转型的推进，互联网、交通物流、政务、金融等多个板块反哺云市场，纷纷积极引入云计算进行转型升级，光模块和 IDC 对应的子赛道景气度持续提升。物联网板块增速有所下滑，但长期高成长性预期不变。随着 5G 以及 NB-IoT 基站的逐步建设，物联网下游将呈现井喷式发展，万物互联时代即将到来，看好蜂窝通信模块子赛道的未来发展。通信运营商继续上半年的亮眼表现，我们认为四季度及明年随着运营商持续聚焦 5G+垂直行业应用的探索和培育，5G 网络覆盖和用户渗透率将快速提升，通信运营板块有望借助数字化，继续维持确定性上行周期。光纤需求趋于见底，我们认为光纤需求有望受益于运营商集采规模的提升，同时 5G 小基站的大规模部署和建设将加速供给部分产能出清，推动配套光纤光缆设备规模扩大，带动未来行业整体需求面的改善。

外部不确定性较大，谨慎看好通信板块未来走势。截至今年 9 月底，我国累计建设 5G 基站数量已达到 69 万个，全年目标已提前完成，留给四季度的空间并不大。并且由于美国大选期间中美贸易摩擦的不断增加以及欧洲疫情的第二波爆发，行业整体的不确定性上升，谨慎看好通信板块第四季度的投资机会。

5. 风险提示：

中美贸易摩擦的不确定性，5G 建设程度及渗透速度不达预期，疫情反复导致全球经济环境恶化超过预期。

通信行业重点上市公司估值情况一览表

（数据截止日期：2020年11月05日）

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		19A	20E	21E	最新		19A	20E	21E	最新	
002902	铭普光磁	0.13	0.96	1.77	5.05	16.04	180.69	16.71	9.06	3.05	增持
300308	中际旭创	0.73	0.65	1.17	10.64	49.94	71.44	76.83	42.68	4.63	买入
002281	光迅科技	0.54	0.53	0.86	7.01	31.07	55.15	58.62	36.13	4.43	增持
000063	中兴通讯	1.22	1.13	1.46	9.08	31.64	29.01	28.00	21.67	3.26	增持
002396	星网锐捷	1.05	1.24	1.62	7.01	24.36	33.93	19.65	15.04	2.99	增持
002819	东方中科	0.36	0.53	0.84	3.28	35.76	70.88	67.47	42.57	10.16	买入
601869	长飞光纤	1.06	1.09	1.50	11.58	27.71	31.16	25.42	18.47	2.32	增持
600050	中国联通	0.16	0.16	0.21	4.74	4.78	36.58	29.88	22.76	0.45	增持

资料来源：万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场