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

买入（维持）

2020 年 10 月 22 日

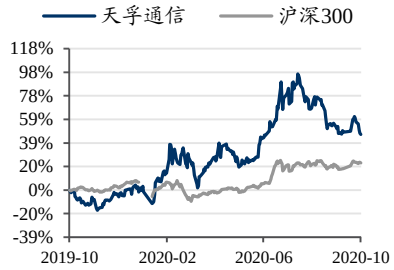
证券分析师 侯宾
执业证号：S0600518070001
021-60199793
houb@dwzq.com.cn
研究助理 姚久花

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	523	753	1,017	1,370
同比（%）	18.1%	44.1%	35.0%	34.7%
归母净利润（百万元）	167	242	309	411
同比（%）	22.9%	45.3%	27.5%	33.1%
每股收益（元/股）	0.84	1.22	1.55	2.07
P/E（倍）	66.22	45.50	35.68	26.80

投资要点

- **事件：**10 月 22 日，天孚通信发布 2020 年三季度业绩报告，2020 年前三季度，公司实现营业收入 6.57 亿元，同比增长 71.24%;实现归母净利润 2.14 亿元，同比增长 69.90%，公司业绩高速增长。
- **业绩再创新高，经营状况超预期：**天孚通信 2020 年 Q3 业绩再创新高，单三季度实现营业收入 2.64 亿元，同比增长 96.20%，同比增速较 Q2（72.32%）提升 23.88pp；实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 80.43%，环比增长 10.56%。同时，随着公司多条新产品线技术工艺更趋成熟、良率效率的日趋提高，客户订单增加，公司毛利率稳中有升，2020 年前三季度毛利率为 52.77%，较上半年(51.64%)提升 1.14pp；销售净利率为 33.05%，较上半年（32.51%）提升 0.54pp。Q3 经营活动产生的现金净流量回升明显，销售现金占收比（33.70%）较 Q2（2.80%）大幅提升，回款能力显著改善，经营现金流整体趋势向好。
- **保持研发投入，持续维持领先优势：**天孚通信 2020 年单三季度发生研发费用 1939 万元，同比增长 36.39%。公司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;公司作为国内唯一的光模块上游“一站式”解决方案提供商，兼具成本与技术优势，随着 5G 带来对于光器件提出更高的要求，因此保持产品及技术的迭代是保持核心竞争力的关键。为此天孚通信募资加码高速光引擎研发力度，丰富天孚通信战略性核心研发能力，夯实光通信元器件领域的研发基础，同时前瞻布局硅光，不断强化核心竞争力。
- **业绩稳增+技术创新，推动天孚通信迎“戴维斯”双击：**当前数通与电信市场共振，光模块需求稳步向上，天孚通信作为光模块上游的核心受益标的，业绩将持续稳步向上；同时硅光作为下一代光通信技术变革的关键，硅光技术有望推动产业持续创新迭代，当前天孚通信前瞻卡位硅光技术，夯实核心竞争力优势，市场份额有望进一步提升，我们认为稳健的业绩增长，叠加前瞻的技术创新，天孚通信将迎业绩高增与估值提升双击。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.53 亿元、10.17 亿元以及 13.70 亿元，实现归母净利润分别为 2.42 亿元、3.09 亿元以及 4.11 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.55 元以及 2.07 元，对应的 PE 分别为 46X/36X/27X，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)	55.46
一年最低/最高价	31.15/75.53
市净率(倍)	8.43
流通 A 股市值(百万元)	9762.85

基础数据

每股净资产(元)	6.58
资产负债率(%)	17.49
总股本(百万股)	198.57
流通 A 股(百万股)	176.03

相关研究

1、《天孚通信（300394）：H1 业绩高速增长，前瞻布局 400G+及硅光，看好未来更广空间》2020-08-18

2、《天孚通信（300394）：并购北极光电，契合业务需求，完善市场、产品战略版图》2020-08-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

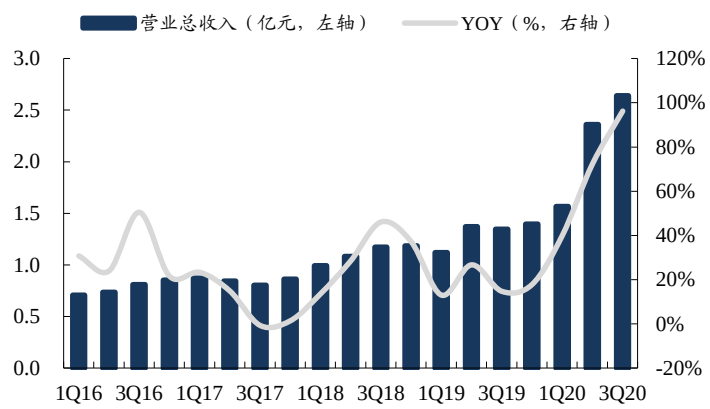
1. 光模块景气度持续向上，2020Q3 度业绩进一步上升

1.1. 经营状况逐季提升，业绩持续创新高

2020 年前三季度公司实现营业收入 6.57 亿元，同比增长 71.24%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比增长 69.90%。其中 Q3 单季度实现营业收入 2.64 亿元，同比增长 96.20%，同比增速较 Q2（72.32%）提升 23.88pp；实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 80.43%，较环比增长 10.56%。

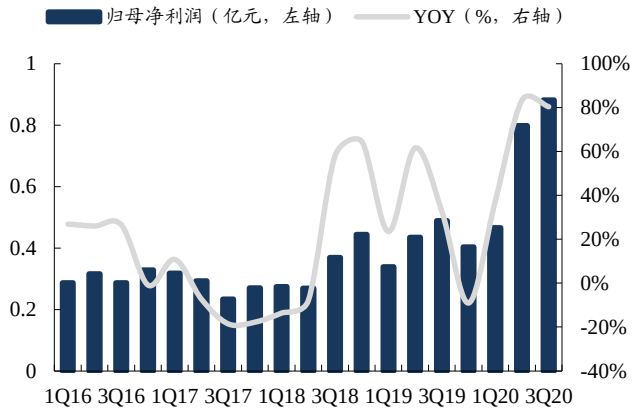
受益全球 5G 网络和数据中心建设加速，公司多个产品线增量提效，产品和客户结构进一步优化，营业收入较上年同期大幅增长。同时技术工艺的成熟以及良率的提升，新产品提效降本效果显著，业绩贡献逐步提升。

图 1：天孚通信单季度营业总收入及同比增速



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



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 盈利能力稳步上升，现金流显著改善

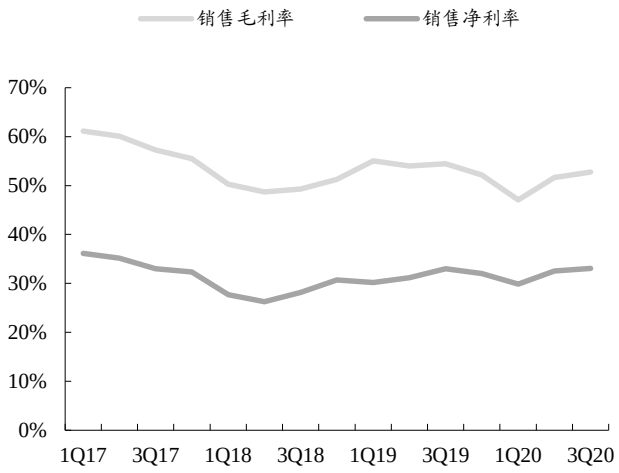
公司产品盈利能力稳步上升。2020 年前三季度毛利率为 52.77%，较上半年(51.64%)提升 1.14pp；销售净利率为 33.05%，较上半年（32.51%）提升 0.54pp。

2020 年单三季度经营活动产生的现金净流量为 0.89 亿元，较 Q2 显著改善；Q3 销售现金占收比（33.70%）较去年同期（34.92%）小幅下降 1.22pp，但相比二季度（2.80%）大幅提升 30.89pp，回款能力显著改善。

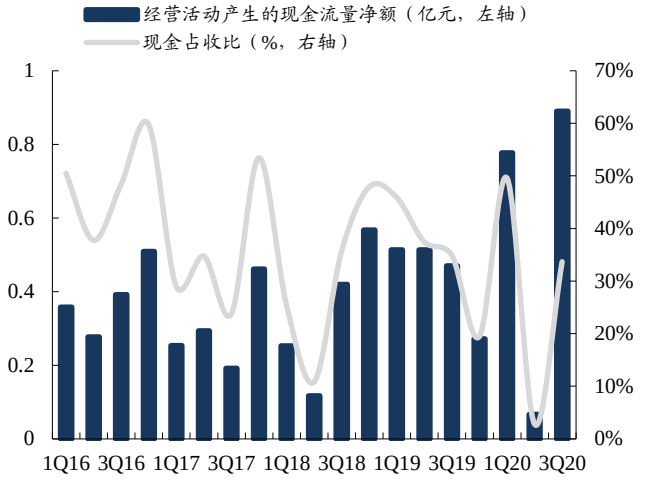
图 3：天孚通信销售毛利率、净利率

图 4：天孚通信现金流情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

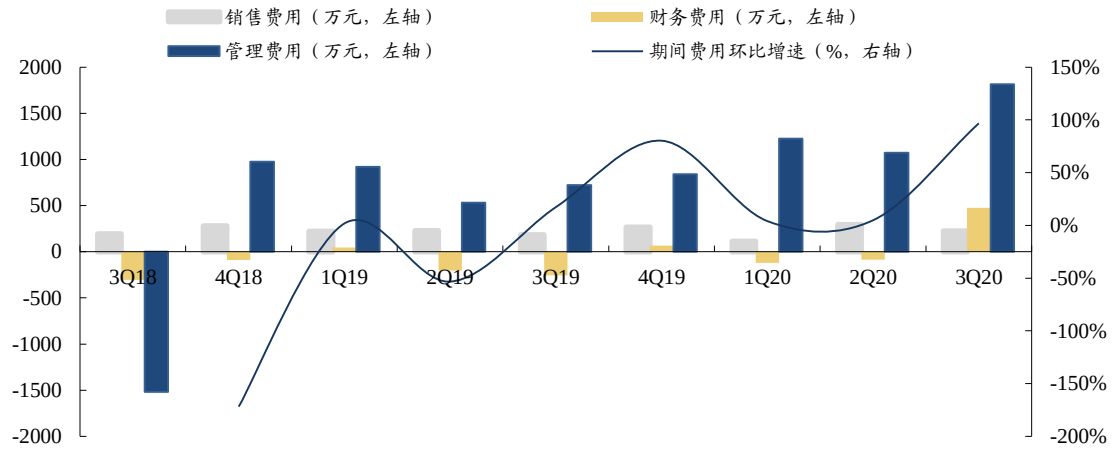
（注：现金占收比，为销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例。）

1.3. 费用控制能力良好，持续保持研发投入

2020 年 Q3 公司销售费用、管理费用和财务费用合计 2515.78 万元，同比上升 286.36%，环比上升 96.65%。Q3 三项费用占营收 9.53%，较 Q2(5.42%)环比上升 4.11pp。

其中，Q3 发生销售费用 224.49 万元，同比上升 21.85%，环比下降 23.43%；发生管理费用 1816.59 万元，同比上升 150.92%，环比上升 69.48%，主要系管理人员的增加，以及天孚精密 5 月、北极光电 9 月纳入并表范围；实现财务费用 474.70 万元，此前连续 5 个季度均为负，Q3 财务费用上升的主要原因是美元汇率变化。

图 5：天孚通信的三大费用明细（万元）及环比增速（%）

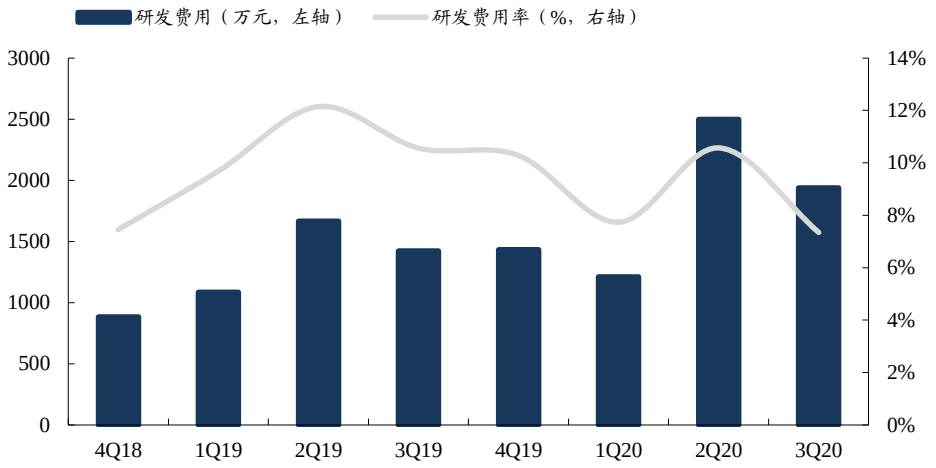


数据来源：Wind，东吴证券研究所

天孚通信 2020 年前三季度发生研发费用 5645.49 万元，同比上升 35.38%，其中 Q3

发生研发费用 1938.60 万元，同比上升 36.39%，环比下降 22.34%。**一方面，公司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巩固和提升了自身的竞争力。

图 7：天孚通信研发费用

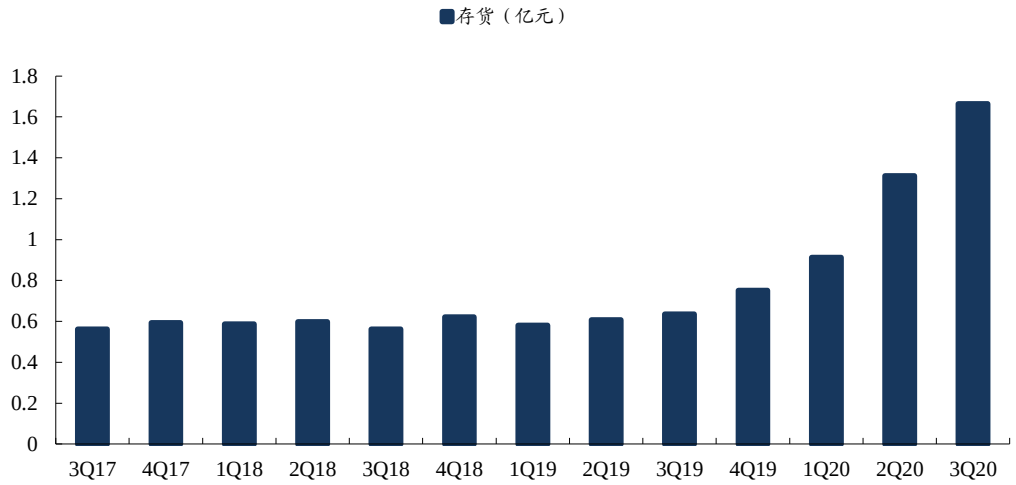


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 产能大幅提升，存货储备增加

公司存货储备力度不断加大。2020 年 Q3 公司存货 1.66 亿元，环比上升 26.75%，主要原因是：一方面，公司产能规模的大幅增长，增加采购量及备货；另一方面，天孚精密和北极光电被纳入合并范围。我们认为，加大存货进一步彰显公司对于下半年业绩增长的信心。

图 6：天孚通信存货（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.53 亿元、10.17 亿元以及 13.70 亿元，实现归

母净利润分别为 2.42 亿元、3.09 亿元以及 4.11 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.55 元以及 2.07 元，对应的 PE 分别为 46X/36X/27X，维持“买入”评级。

2. 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。

天孚通信三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**884**	**987**	**1,195**	**1,410**
现金	105	53	195	174
应收账款	168	260	318	460
存货	75	69	72	70
其他流动资产	535	607	609	706
非流动资产	**461**	**531**	**652**	**811**
长期股权投资	27	29	28	25
固定资产	278	347	467	618
在建工程	104	101	97	102
无形资产	40	44	49	54
其他非流动资产	11	11	11	12
资产总计	**1,345**	**1,519**	**1,847**	**2,221**
流动负债	**152**	**163**	**251**	**284**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	93	98	168	190
其他流动负债	59	65	83	94
非流动负债	**21**	**21**	**21**	**21**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	21	21	21	21
负债合计	**173**	**184**	**271**	**305**
少数股东权益	2	3	4	6
归属母公司股东权益	1,170	1,332	1,571	1,911
负债和股东权益	**1,345**	**1,519**	**1,847**	**2,221**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	177	118	364	247
投资活动现金流	-150	-88	-148	-200
筹资活动现金流	-72	-82	-74	-68
现金净增加额	-44	-52	143	-21
折旧和摊销	30	27	38	52
资本开支	149	69	121	162
营运资本变动	-7	-145	23	-203

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**523**	**753**	**1,017**	**1,370**
减:营业成本	250	359	500	673
营业税金及附加	6	10	13	17
营业费用	9	34	56	96
管理费用	30	77	98	125
财务费用	-3	3	4	-3
资产减值损失	-3	1	-0	-0
加:投资净收益	19	10	11	12
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**192**	**280**	**356**	**474**
加:营业外净收支	0	0	-0	-1
利润总额	**192**	**280**	**356**	**473**
减:所得税费用	25	37	46	61
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	**167**	**242**	**309**	**411**
EBIT	189	278	352	468
EBITDA	219	305	390	520

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.84	1.22	1.55	2.07
每股净资产(元)	5.88	6.70	7.90	9.61
发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
ROIC(%)	13.9%	17.8%	19.3%	21.1%
ROE(%)	14.3%	18.2%	19.7%	21.5%
毛利率(%)	52.2%	52.3%	50.9%	50.9%
销售净利率(%)	31.9%	32.1%	30.3%	30.0%
资产负债率(%)	12.9%	12.1%	14.7%	13.7%
收入增长率(%)	18.1%	44.1%	35.0%	34.7%
净利润增长率(%)	22.9%	45.3%	27.5%	33.1%
P/E	66.22	45.50	35.68	26.80
P/B	9.43	8.28	7.02	5.77
EV/EBITDA	49.92	36.06	27.87	20.93

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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