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

买入（维持）

2020 年 08 月 18 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）	79.46	54.62	42.83	32.17

投资要点

- **事件：**8 月 17 日，天孚通信发布 2020 年中报业绩报告，2020 年 H1，公司实现营业收入 3.93 亿元，同比增长 57.75%；实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 63.25%。业绩高速增长。
- **业绩再创新高，经营状况持续向好：**天孚通信 2020 年 Q2 业绩再创新高，Q2 实现营业收入 2.36 亿元；YOY+72.26%，较 Q1（1.57 亿元）环比增加 50.32%；实现归母净利润 0.80 亿元，YOY+83.40%，较 Q1（0.47 亿元）环比增加 70.21%。同时，随着公司多条新产品线随着技术工艺更趋成熟、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 Q2 毛利率为 54.67%，较 Q1(47.06%)提升 7.61pp；销售净利率为 34.28%，较 Q1（29.85%）提升 4.43pp。Q2 经营活动产生的现金净流量降幅明显，主要系生产规模扩大，购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工的现金增加，Q2 销售现金占收比（75.42%）较去年同期（102.92%）小幅下降，但销售现金占收比整体保持在 100%，回款能力好，经营现金流整体趋势稳定。
- **前瞻布局核心技术，持续保持领跑优势：**天孚通信 2020 年 H1 研发投入 3707 万，同比增长 34.86%。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 55X/43X/32X，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)	66.55
一年最低/最高价	28.99/75.53
市净率(倍)	10.86
流通 A 股市值(百万元)	11715.07

基础数据

每股净资产(元)	6.13
资产负债率(%)	14.45
总股本(百万股)	198.62
流通 A 股(百万股)	176.03

相关研究

1、《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

2、《天孚通信（300394）：H1 业绩大超预期，前瞻布局 400G+及硅光，看好未来更广空间》2020-07-12

3、《天孚通信（300394）：天孚通信：把握 5G 和数据中心大发展机遇，布局高速光引擎、深耕 400G+及硅光前沿》2020-07-01

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，H1 业绩高速增长

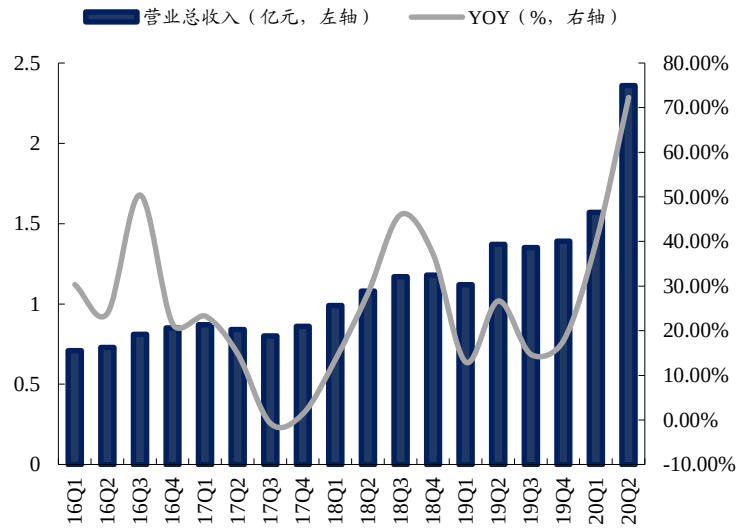
1.1. 业绩再创新高，经营状况持续向好

2020 年 H1 公司实现营业收入 3.93 亿元，同比增长 57.75%，H1 实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 63.25%，Q2 实现营业收入 2.36 亿元; YOY+72.26%，较 Q1（1.57 亿元）环比增加 50.32%；实现归母净利润 0.80 亿元，YOY+86.05%，较 Q1（0.47 亿元）环比增加 60.63%。

受益 5G 建设及数据中心需求稳增，同时订单充沛，产能利用率高，所以疫情无碍天孚通信业绩加速向上。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;

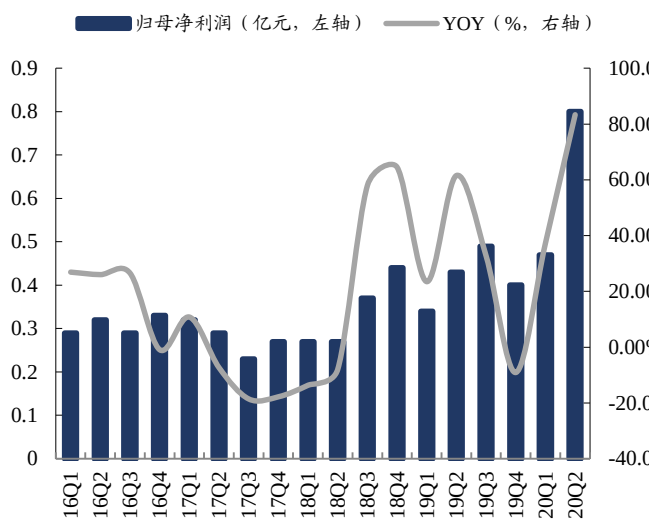
完成对天孚精密 74.5%股权收购，5 月份纳入公司合并报表范围，进一步推动 2020 年 H1 业绩实现超预期增长。

图 1：天孚通信营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：天孚通信归母净利润及同比增速



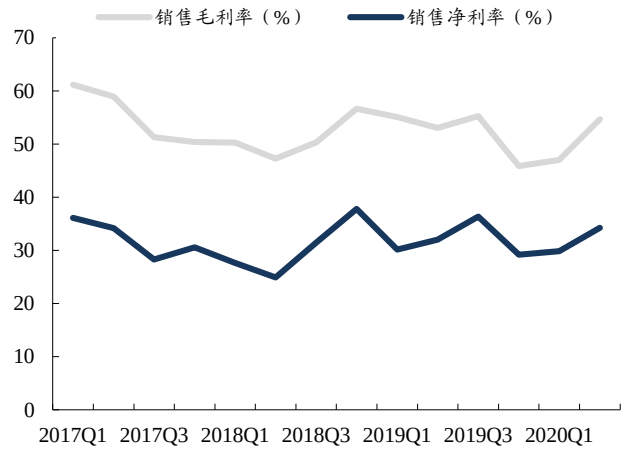
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 订单需求增加，盈利能力稳定

毛利率逐步修复，2020 年 Q2 毛利率为 54.67%，较 Q1(47.06%)提升 7.61pp；销售净利率为 34.28%，较 Q1（29.85%）提升 4.43pp。

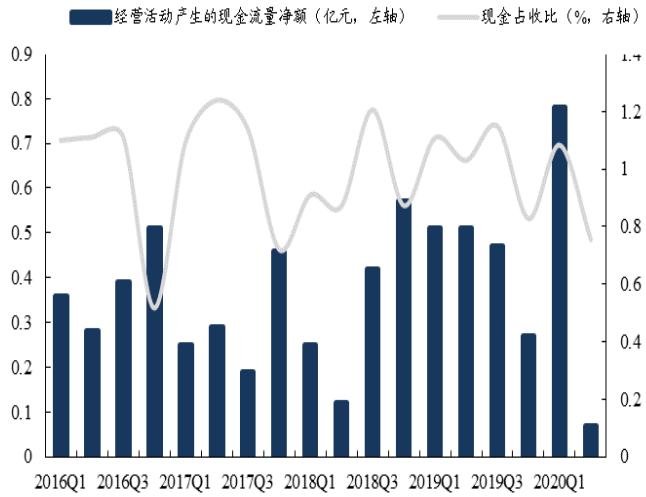
Q2 经营活动产生的现金净流量降幅明显，主要系生产规模扩大，购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工的现金增加，Q2 销售现金占收比（75.42%）较去年同期（102.92%）小幅下降，但销售现金占收比整体保持在 100%，回款能力好，经营现金流整体趋势稳定。

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）

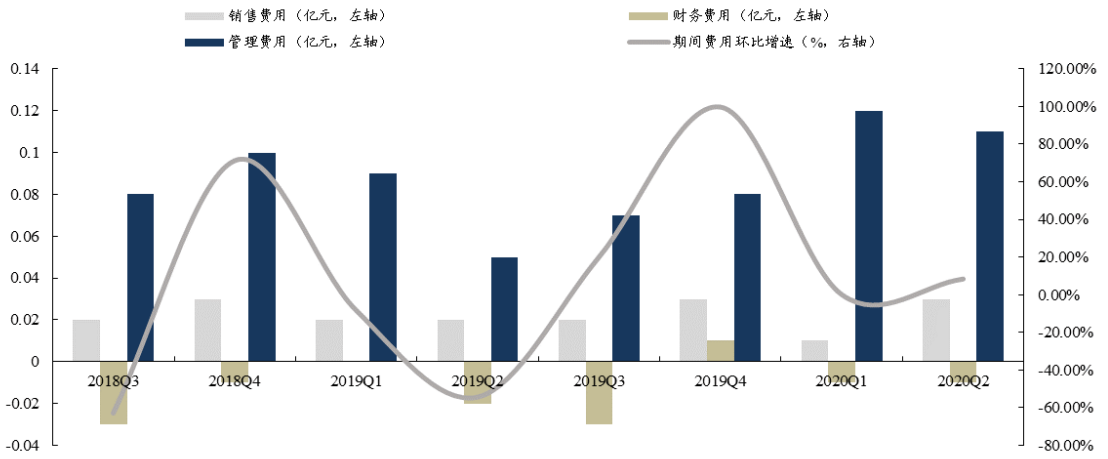


数据来源：Wind，东吴证券研究所

（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。）

2020 年 Q2 期间费用同比增长 130.44%，环比增长 4.84%；主要系疫情影响及订单需求的扩大。其中发生销售费用 0.03 亿元，同比上升 28.68%；发生管理费用 0.11 亿元，同比上升 102.17%，主要系管理人员的增加，以及天孚精密 5 月纳入并表范围；财务费用同比上升 49.95%，主要美元汇率的变化增加汇兑收益。

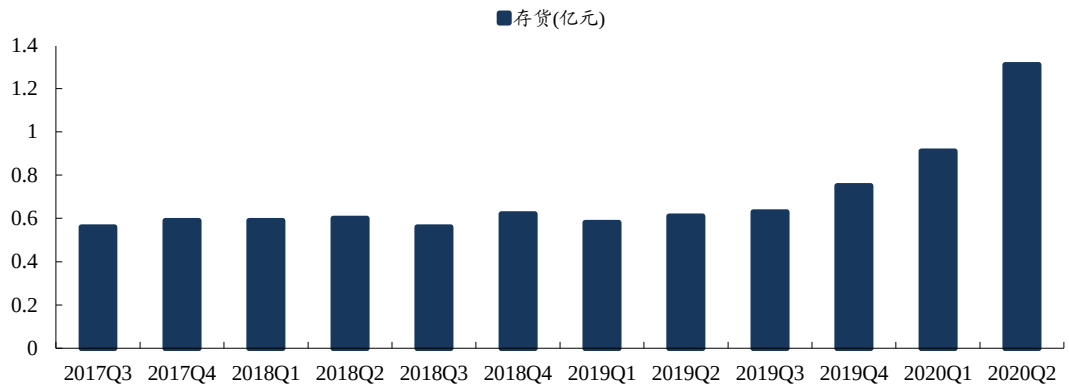
图 5：天孚通信的三大费用明细（亿元）及环比增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

存货储备力度加大：综合考虑在手及预期定单和生产周期，2020 年 H1 购买原材料备货较上年同期增加，2020 年 H1 较上年末存货增加 0.56 亿元，同比增长 74.67%，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

2020 年 4 月完成对天孚精密 74.5%股权收购，收购后将持有天孚精密 94.5%股权，2020 年 5 月纳入公司合并报表范围。天孚精密主营光纤阵列透镜（LENS ARRAY）产品，经营状况良好，业务发展稳定，在同类公司中，其技术能力、批量交付能力等方面均处于领先水平。**通过此次产业并购，公司一方面可以更好抓住数据中心市场发展机遇，推进光通信 LENS ARRAY 业务的发展并进行战略布局；**另一方面，可以提升公司在光器件整体解决方案方面的综合服务能力，增强公司的核心竞争力。

同时，公司在 2020 年 H1 内已完成北极光电（深圳）有限公司并购事项，持有北极光电 100%股权。同时，公司将利用江西天孚制造基地优势帮助北极光电的多项技术储备进行规模量产孵化，助力北极光电全面持续提升市场竞争力。我们认为，**本次产业并购，将在产品协同、客户协同等多个层面推动公司进一步升级发展。**北极光电的高端镀膜技术、微光学组件产品能够为天孚通信的“高速光引擎项目”提供有力的技术和产品支撑，加速研发进程和项目建设进度。

表 1：天孚通信 2020H1 内取得和处置的公司

公司名称	取得和处置公司方式	持股比例（%）	取得和处置的目的	对整体生产经营和业绩的影响
苏州天孚深立自动化有限公司	注销	0%	为加强公司各母子公司、参股公司自动化生产能力提升，实现智能化设备而对外投资设立。	公司经营整合考虑，无重大影响
苏州天孚精密光学有限公司	收购取得	94.5%（+74.5%）	打造具有规模优势和经济效益的光通信 LENS 业务参与出资成立的公司。公司以自有资金 8940 万元收购天孚精密 74.5%股权。	2020 年 H1 内增加公司净利润
TFC 株式会社	收购取得	94.5%（间接）	-	2020 年 H1 内增加公司净利润
北极光电	收购取得	100%	自有资金 9900 万元收购，补齐在高端镀膜等技术的产品布局，稳固天孚通信一站式解决方	2020 年 8 月 5 日纳入合并报表范

			案提供商的战略定位。	围

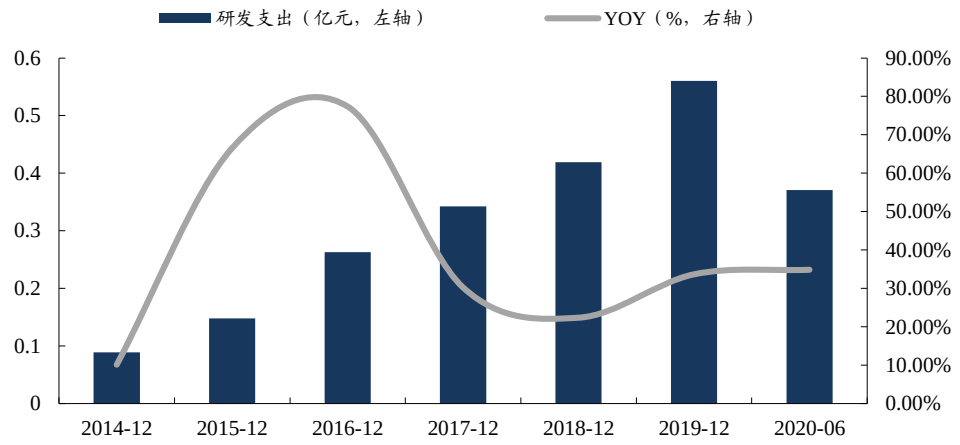
数据来源：天孚通信中报，东吴证券研究所

2. 技术创新及定增研发落地，推动天孚通信迎“戴维斯”双击

2.1. 多维度提高研发能力

天孚通信 2020 年 H1 研发投入 3707 万，同比增长 34.86%。**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，持续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：天孚通信研发支出



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 前瞻卡位硅光技术，定向增发高速光引擎建设项目

2020 年 H1，公司拟向特定对象发行股票募集资金 7.86 亿元，实施“面向 5G 及数据中心的高速光引擎建设项目”。主要用于激光芯片集成高速光引擎、硅光芯片集成高速光引擎以及高速光引擎用零组件，年产量分别为 48 万个，6 万个以及 840 万个，项目 IRR（税后）为 21.05%，实施主体为江西天孚。

高速光引擎是高速光收发模块的核心器件，在高速发射芯片和接收芯片封装基础上集成了精密微光学组件、精密机械组件、隔离器、光波导器件等，实现单路或者多路并行的光信号传输与接收功能，属于目前行业前沿产品。

表 2：新增项目产品及应用

产品名称	年产量（万个）	应用
激光芯片集成高速光引擎	48.00	主要应用在 100G、200G、400G、800G 分立式设计的高速光收发模块中，应对高速激光芯片因功耗增加而产生的散热问题，同时满足抗电磁干扰、高集成等要求。

硅光芯片集成高速光引擎	6.00	主要运用在 400G、800G 基于硅光集成技术设计的高速光收发模块中，实现激光芯片的小型化封装，以及激光芯片与硅光芯片的混合集成和低损耦合。
高速光引擎用零组件	840.00	主要有 MT、FA、PM、AWG 系列产品，高速光引擎实现了单路或者多路并行的光信号传输与接收功能，属于目前行业前沿产品。

数据来源：天孚通信中报，东吴证券研究所

我们认为，本次项目战略意义大于经济意义，项目的建设一方面有助于公司提升核心研发技术能力；另一方面，可以丰富公司核心产品的战略布局，在全球 5G 和数据中心建设的背景下提升公司市场占有率，促进长期可持续发展。

公司定位于 400G、800G 等高端光模块市场需求，随着光交换速率提升带来的光电交换容量、功耗以及兼容等问题，对于核心器件高速光引擎提出更高的要求，因此加码高速光引擎研发力度，能有效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，不断强化核心竞争力。

逆风起跑，前瞻卡位硅光技术，是竞争所趋、行业所需：硅光作为下一代光通信技术变革的关键，有望推动产业持续创新迭代，当前以英特尔等国外企业为主，国内硅光技术仍处于前期发展阶段，但是随着国产化进度的不断推进以及需求不断释放，具备硅光技术的内资企业将更具竞争力。天孚通信前瞻卡位硅光技术，天孚通信的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。

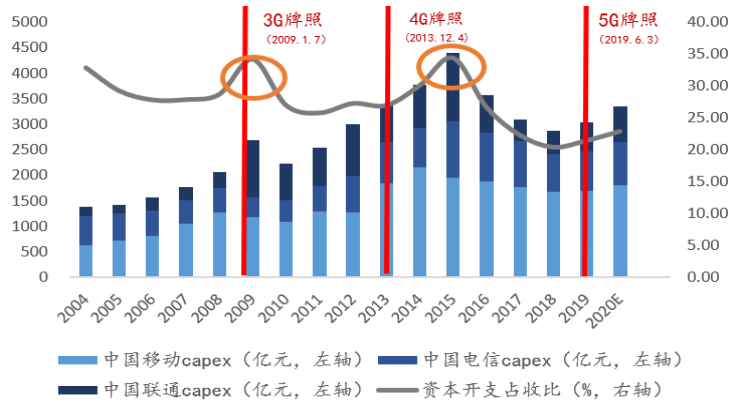
3. 5G 建设加速推进，助推光通信市场持续景气

全球 5G 网络进入规模建设期，数据中心建设稳步增长，2020 年三大运营商加大 5G 投资力度，2020 年三大运营商资本开支总额约 3348 亿元，5G 相关投资约 1800 亿，占资本开支总投资 5 成以上，Synergy Research Group 的新数据显示，截至 2020 年 H1，全球 20 家主要云和互联网服务公司运营的大型数据中心总数增加到了 541 个，跟五年前(2015 年 H1)相比翻了一番多。

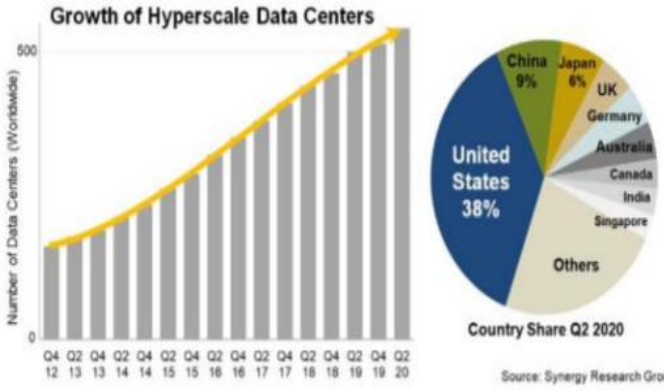
图 8：5G 网络建设高峰期

图 9：数据中心建设稳步增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：运营商推介资料，东吴证券研究所



数据来源：Synergy，东吴证券研究所

5G 网络建设高峰期和大型数据中心的兴起，推动着网络建设的扩容升级，并带来海量光器件需求。**前传光模块需求逐步起量，刺激电信光模块需求持续稳增，**在电信和数通市场的共同推动下，全球光器件市场规模保持快速增长，2018 年，全球光器件市场规模达到 116 亿美元，到 2020 年全球光器件市场规模有望达到 137 亿美元。

图 10：全球光器件市场规模（亿美元）及增长率（%）



数据来源：电子发烧友，东吴证券研究所

图 11：中国光器件市场规模（亿美元）



数据来源：电子发烧友，东吴证券研究所

随着流量增速即将触底回升，同时数据中心光模块速率将持续进行 400G 以上迭代升级，将进一步促进光器件行业新一轮发展机遇与需求增长。作为处于行业领先位置的光器件供应商，天孚通信也因此迎来难得的网络大规模更新升级的机遇。

4. 盈利预测与评级

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 55X/43X/32X，维持“买入”评级。

5. 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	79.46	54.62	42.83	32.17
P/B	11.32	9.94	8.43	6.93
EV/EBITDA	59.98	43.29	33.53	25.17

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