

2021年04月30日

通宇通讯 (002792.SZ)

# 光模块发展迅速，切入新能源换电赛道注入新活力

## ——2020年年报及2021年一季度报点评

■事件：公司发布2021年第一季度报告和2020年年度报告。公司2020年实现总营收15.09亿元，同比下降7.85%，归母净利润0.71亿元，同比上涨181.60%，扣非归母净利润0.28亿元，同比增长913.67%；2021年一季度实现总营收3.43亿元，同比上涨47.49%，归母净利润0.15亿元，同比上涨157.41%，扣非归母净利润0.08亿元，同比增长126.68%，业绩超预期。

■产品结构持续优化，多元化战略见成效。公司业务包括通信天线及射频器件、光通信和新能源电柜三大板块，2020年各板块营收占比分别为79.4%、15.5%和5.1%。基站天线仍为公司的主导产品，根据EJL Wireless Research报告显示，2020年公司在全球基站天线市场中占有7%份额，具备较强的市场竞争力。新业务光模块和新能源电柜2020年均取得了突破式增长，其中光模块实现销售量399.41万套，同比增长110%，实现营业收入2.34亿元，同比增长15%，收入占比提升3.2pcts；2020年新晋业务新能源电柜实现营业收入0.77亿元，收入占比达到5.1%。光模块与新能源电柜拓展进程迅猛，所占收入比例有望加速提升。

■成本管理效果显著，净利率水平持续提升。受益于成本管控能力提升，2020年公司在营业收入小幅回落的背景下，归母净利润同比增长181.60%。其原因一方面得益于公司加大线上营销力度，使得销售业务费用、代理费大幅降低，销售费用同比下降53.8%，销售费用率降低4.1pcts至4.14%。另一方面，公司进行精细化管理，办公费、业务招待费大幅下降，使得管理费用同比下降17.8%，管理费用率降低1.3pcts至13.7%。2021年一季度公司管理费用率延续快速下降态势，管理费用率降至6.05%，同比下降0.73pcts。费用率大幅降低使得公司2020年净利率达到4.7%，同比提升3.3pcts；2021年净利率达到4.5%，同比提升16pcts。在公司持续加强费用管控的作用下，我们预计公司净利率水平有望持续提升。

■光模块业务发展迅速，已具备一线厂商技术实力。自2017年入股深圳光为以来，公司持续加大在光模块领域的投资力度。2020年1月，公司以自有现金1.39亿人民币购买的深圳光为41.18%的股权，实现全资控股。一方面，公司目前已具备完整的光模块产品线，成功研发包括100G QSFP28、400G QSFP-DD等系列在内的多个高速率

公司快报

证券研究报告

通信终端及配件

投资评级 **买入-A**  
首次评级

股价 (2021-04-30) 14.94元

### 交易数据

总市值(百万元)	5,145.31
流通市值(百万元)	2,649.42
总股本(百万股)	337.84
流通股本(百万股)	173.96
12个月价格区间	14.85/28.28元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.08	-0.44	-71.71
绝对收益	0.66	-9.88	-40.04

马天诣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521030001  
maty@essence.com.cn

### 相关报告

光模块产品类型；另一方面，光模块业务与公司主营的基站天线、射频器件业务的客户具有重叠性，公司已有的丰富的客户资源将有助于公司快速扩大光模块销售规模。随着 5G 进入商用阶段、电信网络持续升级、数据中心扩容，全球光模块市场规模正在稳步扩大。市场研究机构 Yole 发布的报告显示，2019 年全球光模块市场规模达到约 77 亿美元，预计到 2025 年将增长至约 177 亿美元，期间复合年增长率为 15%，其中数通光模块市场规模 121 亿美元，年复合增长率高达 20%；电信光模块市场规模 56 亿美元，年复合增长率约 7%。我们认为，公司将受益于光模块市场的高景气，依托客户资源优势及大规模的量产能力，实现业绩高速增长。

■切入新能源换电蓝海市场，注入发展新活力。2020 年公司首次切入智能换电柜领域，主要解决外卖派送、快递派送等城市短途配送行业的续航问题，填补了电动车行业除充电以外可选择性方案的空缺，渗透提升空间巨大。根据公司年报披露，2020 年公司中标铁塔能源有限公司的三轮/两轮电动车智能换电柜产品集约化电商采购项目，在智能换电柜领域实现突破。未来，公司将尝试从电动自行车的智能换电柜切入汽车智能换电柜领域，有望成为公司新的增长机会。

**投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年的收入分别为 20.03 亿元(+32.71%)、25.41 亿元(+26.85%)、31.19 亿元(+22.75%)；净利润分别为 0.97 亿元(+36.80%)、1.20 亿元(+23.24%)、1.43 亿元(+19.70%)。首次覆盖，予以“买入-A”投资评级。

**风险提示：**5G 基站建设不及预期、换电市场需求不及预期、光模块市场竞争加剧

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,638.0	1,509.5	2,003.2	2,541.0	3,119.1
净利润	25.2	71.0	97.1	119.7	143.3
每股收益(元)	0.07	0.21	0.29	0.35	0.42
每股净资产(元)	5.79	5.97	6.28	6.63	7.06

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	200.2	71.1	52.0	42.2	35.2
市净率(倍)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1
净利润率	1.5%	4.7%	4.8%	4.7%	4.6%
净资产收益率	1.3%	3.5%	4.6%	5.3%	6.0%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.6%	10.3%	12.1%	13.2%	11.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,638.0	1,509.5	2,003.2	2,541.0	3,119.1	成长性					
减:营业成本	1,217.0	1,157.1	1,526.7	1,947.9	2,399.5	营业收入增长率	29.5%	-7.8%	32.7%	26.8%	22.7%
营业税费	11.6	11.4	14.8	18.8	23.1	营业利润增长率	-28.8%	90.0%	47.8%	24.8%	13.9%
销售费用	135.0	62.4	90.1	109.3	131.0	净利润增长率	-43.2%	181.6%	36.8%	23.2%	19.7%
管理费用	111.0	91.3	116.2	146.1	177.8	EBITDA 增长率	155.1%	40.3%	-12.0%	20.6%	7.8%
研发费用	133.9	115.1	150.2	193.1	243.3	EBIT 增长率	8149.8%	67.9%	-1.9%	28.5%	10.1%
财务费用	-40.0	1.2	-14.9	-14.1	-22.0	NOPLAT 增长率	-81.9%	1320.4%	29.1%	28.5%	10.1%
资产减值损失	-39.2	-22.9	-5.8	-12.9	-13.0	投资资本增长率	-17.5%	9.7%	17.6%	25.0%	-47.4%
加:公允价值变动收益	0.3	6.9	-	-	-	净资产增长率	0.9%	3.3%	5.6%	6.2%	6.8%
投资和汇兑收益	3.9	20.3	9.0	15.5	12.3	利润率					
营业利润	48.0	91.3	134.9	168.3	191.8	毛利率	25.7%	23.3%	23.8%	23.3%	23.1%
加:营业外净收支	-3.4	-0.9	-2.8	-5.5	-0.9	营业利润率	2.9%	6.0%	6.7%	6.6%	6.1%
利润总额	44.6	90.3	132.1	162.8	190.8	净利润率	1.5%	4.7%	4.8%	4.7%	4.6%
减:所得税	13.9	14.1	21.1	26.0	30.5	EBITDA/营业收入	8.2%	12.6%	8.3%	7.9%	7.0%
净利润	25.2	71.0	97.1	119.7	143.3	EBIT/营业收入	4.4%	8.1%	6.0%	6.1%	5.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	92	100	69	49	35
						流动营业资本周转天数	74	80	88	104	71
						流动资产周转天数	526	612	533	469	460
						应收帐款周转天数	145	153	152	157	143
						存货周转天数	85	96	98	96	104
						总资产周转天数	659	752	630	538	511
						投资资本周转天数	185	190	163	156	108
						投资回报率					
						ROE	1.3%	3.5%	4.6%	5.3%	6.0%
						ROA	1.0%	2.4%	2.9%	3.6%	3.1%
						ROIC	0.6%	10.3%	12.1%	13.2%	11.6%
						费用率					
						销售费用率	8.2%	4.1%	4.5%	4.3%	4.2%
						管理费用率	6.8%	6.0%	5.8%	5.8%	5.7%
						研发费用率	8.2%	7.6%	7.5%	7.6%	7.8%
						财务费用率	-2.4%	0.1%	-0.7%	-0.6%	-0.7%
						四费/营业收入	20.8%	17.9%	17.1%	17.1%	17.0%
						偿债能力					
						资产负债率	35.5%	33.8%	42.5%	37.3%	50.8%
						负债权益比	55.0%	51.1%	73.8%	59.6%	103.2%
						流动比率	2.43	2.66	2.13	2.46	1.85
						速动比率	2.04	2.25	1.69	1.97	1.40
						利息保障倍数	-1.82	99.84	-8.04	-10.93	-7.72
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	-	-	-
						分红比率	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,219.5	683.3	619.0	509.6	1,249.9
交易性金融资产	0.2	563.9	563.9	563.9	563.9
应收帐款	684.3	602.2	1,093.3	1,122.7	1,358.7
应收票据	186.7	297.3	307.1	369.1	322.2
预付帐款	8.4	14.1	15.2	17.0	12.4
存货	409.5	398.9	693.2	664.4	1,133.9
其他流动资产	31.7	35.6	43.0	36.8	38.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0
投资性房地产	21.5	19.3	19.3	19.3	19.3
固定资产	428.3	406.4	364.7	322.6	280.1
在建工程	15.9	4.3	3.0	2.1	1.5
无形资产	52.6	39.7	35.7	31.7	27.8
其他非流动资产	77.1	92.3	81.3	82.6	85.0
资产总额	3,142.0	3,163.4	3,844.8	3,747.9	5,099.1
短期债务	-	18.0	-	-	-
应付帐款	436.6	468.5	767.9	724.0	1,075.5
应付票据	529.6	396.1	703.9	517.8	1,334.4
其他流动负债	78.9	94.1	95.6	90.6	114.1
长期借款	-	27.0	-	-	-
其他非流动负债	69.3	66.1	65.7	67.0	66.3
负债总额	1,114.4	1,069.8	1,633.0	1,399.4	2,590.2
少数股东权益	70.1	76.9	90.8	107.8	124.8
股本	337.8	337.8	337.8	337.8	337.8
留存收益	1,620.8	1,686.1	1,783.2	1,902.9	2,046.2
股东权益	2,027.6	2,093.6	2,211.8	2,348.6	2,508.8

## 现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	30.7	76.3	97.1	119.7	143.3
加:折旧和摊销	62.8	68.0	46.9	47.0	47.1
资产减值准备	55.3	31.2	-	-	-
公允价值变动损失	-0.3	-6.9	-	-	-
财务费用	-20.9	10.8	-14.9	-14.1	-22.0
投资损失	-3.9	-20.3	-9.0	-15.5	-12.3
少数股东损益	5.5	5.3	13.9	17.0	17.0
营运资金的变动	79.4	-89.9	-182.4	-293.4	532.4
经营活动产生现金流量	163.0	82.5	-48.4	-139.3	705.5
投资活动产生现金流量	-459.7	-94.7	9.0	15.5	12.3
融资活动产生现金流量	-23.1	42.2	-24.9	14.4	22.4

## 业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	0.07	0.21	0.29	0.35	0.42
BVPS(元)	5.79	5.97	6.28	6.63	7.06
PE(X)	200.2	71.1	52.0	42.2	35.2
PB(X)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1
P/FCF	29.6	110.9	-52.3	-40.4	7.0
P/S	3.1	3.3	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	58.0	25.9	23.4	20.0	15.3
CAGR(%)	64.5%	28.1%	29.7%	64.5%	28.1%
PEG	3.1	2.5	1.7	0.7	1.3
ROIC/WACC	0.1	1.0	1.1	1.3	1.1
REP	181.2	6.0	3.5	2.6	4.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马天诣声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034