

投资评级 优于大市 维持

有源业务高速增长，盈利能力持续优化

股票数据

04月26日收盘价(元)	60.90
52周股价波动(元)	20.30-71.75
总股本/流通A股(百万股)	394/358
总市值/流通市值(百万元)	23993/21781

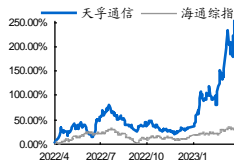
相关研究

 《业绩稳步向上，激光雷达步入收获期》
 2022.11.02

 《收入稳步向上，发力激光雷达等新业务》
 2022.09.05

 《全球 IDC 建设需求旺盛，看好全年业绩》
 2022.07.19

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	22.0	46.0	123.6
相对涨幅 (%)	23.7	48.5	128.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

联系人:夏凡

Tel:(021)23154128

Email:xf13728@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 天孚通信发布 2022 年年报及 2023 年 Q1 季报, 公司 2022 全年收入 11.96 亿元 (同比+15.89%), 归母净利润 4.03 亿元 (同比+31.51%), 扣非归母净利润 3.65 亿元 (同比+31.50%), 毛利率 51.62% (同比+1.94PCT)。22Q4 单季收入 3.07 亿元 (同比+15.12%), 归母净利润 1.26 亿元 (同比+34.66%), 扣非归母净利润 1.15 亿元 (同比+37.66), 毛利率 56.60% (同比+9.39PCT)。公司 2023Q1 收入 2.87 亿元 (同比+1.50%), 归母净利润 0.92 亿元 (同比+11.14%), 扣非归母净利润 0.85 亿元 (同比+11.14%), 毛利率 51.42% (同比+1.73PCT)。
- 有源器件收入高增, 毛利率显著增长。** 按业务拆分, 2022 年无源器件收入 9.60 亿 (+4.33%), 业务占比 80.23%, 毛利率 55.01% (+3.85PCT); 有源器件收入 2.18 亿 (+156.24%), 业务占比 18.20%, 毛利率 36.75% (+9.27PCT)。2022 年光器件销售合计 3.32 亿个 (-1.70%), 库存量 0.79 亿个 (+59.18%), 库存量显著增加主要系部分标准产品出于连续滚动生产成本较低考虑, 同比增加 3246 万个。
- 研发赋能技术创新, 海外规划布局。** 2022 年公司研发投入 1.23 亿元 (同比+23.12%), 占当期营业收入比例 10.26%。截至 2022 年底, 公司共有各类专利 272 项, 高速光引擎、800G 光器件、车载激光雷达用光器件、保偏光器件等研发项目顺利进展。公司不断开拓新业务布局, 一方面成功开拓激光雷达市场并实现量产交付, 启动业务第二增长曲线; 另一方面 22 年相继投资设立新加坡和泰国子公司, 并壮大海外销售团队力量, 产业国际化布局逐步成熟。
- 盈利预测与投资建议。** 公司在光器件领域技术和工艺积累较为丰富, 我们认为随公司募投项目产能落地、激光雷达业务加速导入, 业绩向上弹性较大。我们预计公司 23-25 年归母净利润 5.18 亿元、6.52 亿元和 8.18 亿元, EPS 为 1.31 元、1.65 元和 2.08 元。参考可比公司估值, 给予公司 23 年 PE 55-60x, 对应合理价值区间 72.05-78.60 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 市场拓展不及预期风险, 客户季节性库存调整风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1032	1196	1637	2108	2704
(+/-)YoY(%)	18.2%	15.9%	36.8%	28.8%	28.3%
净利润(百万元)	306	403	518	652	818
(+/-)YoY(%)	9.8%	31.5%	28.5%	25.8%	25.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	1.02	1.31	1.65	2.08
毛利率(%)	49.7%	51.6%	50.6%	49.6%	48.7%
净资产收益率(%)	13.1%	15.3%	16.5%	17.2%	17.7%

 资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 天孚通信可比公司估值表

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE(X)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300308.SZ	中际旭创	79.45	636.36	1.53	1.86	2.35	52	43	34
300502.SZ	新易盛	71.20	361.05	1.78	1.98	2.45	40	36	29
000988.SZ	华工科技	34.45	346.40	0.90	1.21	1.55	38	29	22
002281.SZ	光迅科技	24.98	195.59	0.87	0.94	1.06	29	27	24
	光模块及器件					平均	40	33	27
300620.SZ	光库科技	60.00	98.45	0.72	0.96	1.30	84	63	46
688048.SH	长光华芯	94.90	128.68	0.88	1.61	2.48	108	59	38
	激光雷达产业链					平均	96	61	42

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价日为 2023 年 4 月 26 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期

表 2 公司业务分拆 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1、无源产品					
营业收入	9.20	9.60	12.48	14.97	17.97
增速	23.74%	4.33%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	51.16%	55.01%	55.00%	55.00%	55.00%
2、有源产品					
营业收入	0.85	2.18	3.70	5.92	8.89
增速	-27.06%	156.24%	70.00%	60.00%	50.00%
毛利率	27.47%	36.75%	36.00%	36.00%	36.00%
3、其他产品					
营业收入	0.27	0.19	0.19	0.19	0.19
增速	104.39%	-31.42%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	68.76%	50.47%	50.00%	50.00%	50.00%
合计: 营业收入	10.32	11.96	16.37	21.08	27.04
总收入增速	18.20%	15.89%	36.81%	28.82%	28.25%
整体毛利率	49.68%	51.61%	50.65%	49.62%	48.72%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1196	1637	2108	2704
每股收益	1.02	1.31	1.65	2.08	营业成本	579	808	1062	1387
每股净资产	6.66	7.98	9.63	11.71	毛利率%	51.6%	50.6%	49.6%	48.7%
每股经营现金流	1.18	0.78	1.37	1.54	营业税金及附加	11	15	19	24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	18	23	30	38
P/E	64.00	49.79	39.58	31.51	营业费用率%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
P/B	9.82	8.20	6.79	5.59	管理费用	63	85	110	141
P/S	21.56	15.76	12.23	9.54	管理费用率%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
EV/EBITDA	19.06	43.56	34.66	27.33	EBIT	403	542	677	844
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-20	6	6	3
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.7%	0.4%	0.3%	0.1%
毛利率	51.6%	50.6%	49.6%	48.7%	资产减值损失	-16	-8	-10	-12
净利润率	33.7%	31.6%	30.9%	30.3%	投资收益	27	36	47	60
净资产收益率	15.3%	16.5%	17.2%	17.7%	营业利润	451	582	730	917
资产回报率	13.9%	14.7%	15.3%	15.7%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	13.7%	15.4%	15.9%	16.3%	利润总额	451	583	731	918
盈利增长 (%)					EBITDA	489	568	693	848
营业收入增长率	15.9%	36.8%	28.8%	28.3%	所得税	46	60	75	94
EBIT 增长率	25.3%	34.5%	24.8%	24.7%	有效所得税率%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
净利润增长率	31.5%	28.5%	25.8%	25.6%	少数股东损益	2	5	5	6
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	403	518	652	818
资产负债率	9.1%	10.2%	10.2%	10.9%					
流动比率	9.30	8.67	9.27	9.03	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	8.49	7.76	8.35	8.13	货币资金	673	1065	1788	2615
现金比率	2.88	3.23	4.43	4.85	应收账款及应收票据	323	510	599	780
经营效率指标					存货	186	290	360	471
应收帐款周转天数	93.03	98.51	94.96	95.50	其它流动资产	987	996	995	999
存货周转天数	117.57	131.02	123.61	124.06	流动资产合计	2169	2861	3741	4865
总资产周转率	0.41	0.46	0.50	0.52	长期股权投资	8	8	8	8
固定资产周转率	2.02	3.16	5.77	13.58	固定资产	592	518	366	199
					在建工程	13	18	23	28
					无形资产	50	47	44	41
					非流动资产合计	732	660	510	345
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2901	3521	4251	5210
净利润	403	518	652	818	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	2	5	5	6	应付票据及应付账款	116	182	221	293
非现金支出	100	33	26	16	预收账款	0	3	4	3
非经营收益	-31	-38	-48	-61	其它流动负债	117	144	180	242
营运资金变动	-10	-211	-94	-174	流动负债合计	233	330	404	539
经营活动现金流	464	308	540	605	长期借款	0	0	0	0
资产	-111	48	136	162	其它长期负债	31	31	31	31
投资	-95	0	0	0	非流动负债合计	31	31	31	31
其他	26	36	47	60	负债总计	264	361	434	569
投资活动现金流	-180	85	183	222	实收资本	394	394	394	394
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2626	3144	3795	4614
股权募资	32	0	0	0	少数股东权益	11	16	21	27
其他	-160	0	0	0	负债和所有者权益合计	2901	3521	4251	5210
融资活动现金流	-128	0	0	0					
现金净流量	158	392	723	827					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：光迅科技, 中国联通, 沪电股份, 深南电路, 大族激光, 天孚通信, 中国移动, 锐捷网络, 源杰科技, 三环集团, 烽火通信, 亨通光电, 博创科技, 迪普科技, 中瓷电子, 长光华芯, 星网锐捷, 中兴通讯, 光库科技, 锐科激光, 华测导航, 拓邦股份, 移远通信, 亿联网络, 浩瀚深度, 紫光国微, 紫光股份, 广和通, 工业富联, 威胜信息

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。