天孚通信（300394.SZ）

从 Fabrinet 看天孚新征程

公司利润加速释放，发展趋势确定。公司已发布 2018 年业绩快报，预计全年实现收入 4.43 亿元，同比增长 31.04%；归母净利润 1.35 亿元，同比增长 21.65%。单四季度盈利约 4400 万元，环比三季度增长 19.85%，同比增长 63.72%；四季度的收入和利润依然保持了良好的增长趋势，同时四季度的净利润率达到了 37.29%，为近两年来新高。至此，我们看到天孚通信从 2018 下半年开始进入成长快车道，除了产能扩展逻辑外，我们可以借鉴 Fabrinet 的成长历程，从更高的维度来审视。

对标 Fabrinet，打开成长空间。Fabrinet（FN.N）是全球光器件代工的龙头企业，虽无独立品牌，但 2018 财年收入达到 90.77 亿元，涉足光模块、传感器、激光器等多个行业，市值超 20 亿美元（2018 年涨幅 79%）。而全球光模块巨头，如 Finisar、Lumentum 等均将成本控制作为重要目标，天孚通信凭借优良的成本管控能力和精密制造的竞争力，在光器件代工市场有望打开天花板，一站式解决方案的销售模式有望帮助公司快速提升规模。

术业有专攻，行业分工或将更加明确。相比消费电子，光模块行业体量较小，在过去几年，产业分工并不明确。但伴随着数据中心的建设以及未来 5G 的拉动迎来爆发，需求量在近年来逐步提升。与此同时，由于需求量的规模不断扩大，下游对于模块价格的要求更严格。在这样的背景下，整个行业的分工可能会更加明确。国内的光模块代工产业有望不断壮大，并左右市场定价。

竞争力突出，高速光器件封装成发展重点。市场担心公司所处的无源器件领域市场空间较小，市值有瓶颈。但我们认为，公司从光无源器件起家，在精密制造和成本控制上有较强的竞争力，行业产业分工后细分赛道需求出现，为 ODM 业务提供基础。同时，随着模块从 10G 逐步切换到 25G/100G 等品种，也带来的很多新的封装需求。公司将凭借无源的基础以及高良率的制造工艺重点发展封装业务，扩大经营规模。

盈利预测：公司作为光无源器件国内的优质厂商，未来发展路径清晰，空间广阔。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.35 亿/1.78/2.25 亿元，对应 PE 为 43/33/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新产品线拓展不及预期；光通信市场遇冷，下游厂商需求不足；产品线价格波动持续。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	310	338	443	613	840
增长率 yoy（%）	30.8	9.0	30.9	38.4	37.0
归母净利润（百万元）	122	111	135	178	225
增长率 yoy（%）	17.7	-8.5	21.8	31.7	25.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.61	0.56	0.68	0.90	1.13
净资产收益率（%）	16.1	13.5	15.0	17.9	19.7
P/E（倍）	48.4	52.9	43.4	33.0	26.2
P/B（倍）	7.8	7.3	6.6	5.9	5.2

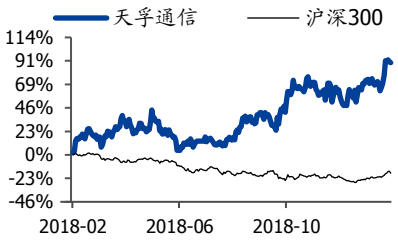
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	通信设备
前次评级	买入
最新收盘价	29.57
总市值(百万元)	5,882.71
总股本(百万股)	198.94
其中自由流通股(%)	82.26
30 日日均成交量(百万股)	1.84

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉
执业证书编号：S0680519010002
邮箱：songjiaji@gszq.com
研究助理 黄瀚
邮箱：huanghan@gszq.com

相关研究

1、《天孚通信（300394.SZ）：业绩趋势进一步确定，突破拐点向上发展》2019-01-14
2、《天孚通信（300394.SZ）：三季度业绩创新高，发展趋势日渐明朗》2018-10-22
3、《天孚通信（300394.SZ）：业绩反转，拐点来临，未来趋势向好》2018-10-14

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	567	532	717	731	972
现金	222	327	335	278	317
应收账款	103	96	166	196	300
其他应收款	1	0	1	1	2
预付账款	1	2	2	3	4
存货	45	59	89	130	178
其他流动资产	195	48	123	123	170
非流动资产	249	357	432	544	688
长期投资	3	53	87	125	162
固定投资	212	251	286	353	451
无形资产	15	42	46	51	57
其他非流动资产	18	11	14	15	18
资产总计	816	889	1149	1275	1659
流动负债	57	61	80	112	354
短期借款	0	0	0	0	215
应付账款	26	30	49	67	96
其他流动负债	31	32	31	45	43
非流动负债	2	18	12	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	18	12	14	14
负债合计	59	79	93	126	368
少数股东权益	0	2	1	0	-1
股本	186	186	199	199	199
资本公积	221	222	222	222	222
留存收益	350	402	477	572	687
归属母公司股东收益	757	809	1056	1150	1293
负债和股东权益	816	889	1149	1275	1659

现金流表（百万元）

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	154	120	148	159	90
净利润	122	109	135	177	223
折旧摊销	15	23	24	30	39
财务费用	-6	1	-5	-3	7
投资损失	-7	-4	-6	-5	-5
营运资金变动	25	-11	0	-40	-175
其他经营现金流	5	1	0	-0	0
投资活动现金流	-33	27	-93	-136	-177
资本支出	98	90	45	72	107
长期投资	59	109	-34	-38	-37
其他投资现金流	124	226	-82	-102	-107
筹资活动现金流	-42	-39	-46	-80	-89
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	112	0	13	0	0
资本公积增加	-112	0	0	0	0
其他筹资现金流	-42	-39	-59	-80	-89
现金净增加额	82	105	8	-57	-176

利润表（百万元）

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	310	338	443	613	840
营业成本	119	150	217	318	448
营业税金及附加	4	5	6	6	8
营业费用	7	8	9	12	16
管理费用	53	57	66	80	107
财务费用	-6	1	-5	-3	7
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	4	6	5	5
营业利润	140	126	156	205	258
营业外收入	2	0	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	142	126	157	207	260
所得税	21	17	23	29	37
净利润	122	109	135	177	223
少数股东收益	0	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	122	111	135	178	225
EBITDA	151	140	171	228	297
EPS（元/股）	0.61	0.56	0.68	0.90	1.13

主要财务比率

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入（%）	30.8	9.0	30.9	38.4	37.0
营业利润（%）	18.7	-10.4	23.9	31.9	25.8
归属母公司净利润（%）	17.7	-8.5	21.8	31.7	25.9
盈利能力					
毛利率（%）	61.7	55.5	51.0	48.0	46.7
净利率（%）	39.2	32.9	30.6	29.1	26.8
ROE（%）	16.1	13.5	15.0	17.9	19.7
ROIC	15.3	12.2	13.9	16.9	16.2
偿债能力					
资产负债率（%）	7.2	8.9	8.1	9.9	22.1
净负债比率（%）	-29.3	-40.4	-37.3	-28.1	-9.0
流动比率	9.9	8.7	8.9	6.5	2.7
速动比率	9.1	7.7	7.8	5.4	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	5.7	5.4	5.5	5.5	5.5
每股指标（元/股）					
每股收益（最新摊薄）	0.61	0.56	0.68	0.90	1.13
每股经营现金流（最新摊薄）	1.03	1.37	0.74	0.80	0.45
每股净资产（最新摊薄）	3.81	4.07	4.51	4.99	5.71
估值指标（倍）					
P/E	48.4	52.9	43.4	33.0	26.2
P/B	7.8	7.3	6.6	5.9	5.2
EV/EBITDA	37.58	39.9	32.5	24.7	19.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1.结论：行业分工明确化，天孚成长性确定 4
2.业绩逐级改善，规模突破瓶颈 5
3.对标 Fabrinet，光器件代工全球龙头企业 6
3.1.术业有专攻，光器件产业分工有望进一步明确 9
3.2.不做下一个 Fabrinet，做第一个天孚 13
4.投资建议及盈利预测 14
盈利预测 14
投资建议 15
5.风险提示 15

图表目录

图表 1：公司近年营业收入（单位：百万元） 5
图表 2：公司近年利润（单位：百万元） 5
图表 3：公司业绩环比情况（单位：亿元） 6
图表 4：Fabrinet 股价走势（单位：美元） 6
图表 5：Fabrinet 产品种类 7
图表 6：Fabrinet 厂房分布 7
图表 7：Fabrinet2018 年业务分类占比 8
图表 8：Fabrinet2018 年业务地区占比 8
图表 9：Fabrinet 近年业务分类占比 8
图表 10：Fabrinet 近年收入情况（单位：亿元） 8
图表 11：Fabrinet 近年利润情况（单位：亿元） 8
图表 12：Fabrinet 利润水平情况 9
图表 13：2017 年全球十大晶圆代工厂规模（单元：百万美元） 10
图表 14：光器件产业链 10
图表 15：中国和泰国劳动力成本对比（单位：元） 11
图表 16：AAOI 和 Finisar 近年毛利率 11
图表 17：各速率光模块占比 12
图表 18：对于有源光器件的发展要求 12
图表 19：天孚通信和 Fabrinet 业务情况对比 13
图表 20：天孚通信厂房分布 14
图表 21：Fabrinet 厂房分布 14
图表 22：估值分析 15

1. 结论：行业分工明确化，天孚成长性确定

天孚通信 300394 作为 A 股无源光模块领域的代表公司，其推荐逻辑我们已在此前的深度报告《天孚通信：业绩反转，拐点来临，未来趋势向好》中做过详细阐述。本文主要针对天孚发展的模式，与 Fabrinet 做简单对比和行业分析。

从以下几个问题出发：
1. 公司的收入利润缘何增长？
2. 全球光器件代工龙头 Fabrinet 如何做大规模？
3. 光器件行业为何会进一步分工？
4. 分工后公司的优势在哪？

我们简要做如下回答，并在后文进行详细阐述：

1.公司原有业务以三大件（陶瓷套管/光纤适配器/光收发组件）为主，蓄力 2-3 年新拓展的产品线 OSA、MPO 等在 2018 年逐步放量，促进了公司的业绩回暖和规模提升。

2.Fabrinet 在 1999 年成立（收购 Seagate），最早是生产无源组件，后续利用强大的生产水平，通过客户提供构建产品所需的设备，自身提供劳动力，物流，制造和供应链，不断扩产，涉足光模块、传感器、激光器等方向，不断提升经营规模。2018 年收入规模达 91 亿元，并开始在非光通信业务领域逐步扩张。

3.光器件行业较消费电子等行业规模较小，早先的大部分光模块企业全产业链通吃，现由于行业规模不断扩大，对品质和速率要求提升，价格控制带来的成本诉求等，有望催生术业专攻的态势，光模块生产代工或部分有源器件代工将成为行业主流。

4.公司以光无源器件起家，在精密制造有较强的竞争力，通过公司的毛利率水平可见一斑，在行业分工后，公司对成本优异的控制能力和技术实力将帮助公司更好更快的提升规模。

我们区别于市场的主要观点

1. 公司未来的业绩增长不仅仅是当下的品类扩张，更多的是配套解决方案的模式带动整体生产规模的扩大。
2. 市场认为 OEM 利润率低，门槛低，但是我们认为：第一，精密制造业代工的成本良率控制有很高门槛；第二，公司通过代工配套销售解决方案的形式拉动器件销售，整体利润率远优于普通代工厂商。

股价上涨的催化因素

1. 5G/数通光模块大规模集采开启；
2. 公司新品线及代工进展超预期；
3. 公司的业绩趋势稳健提升，规模按部就班扩张。

2. 业绩逐级改善，规模突破瓶颈

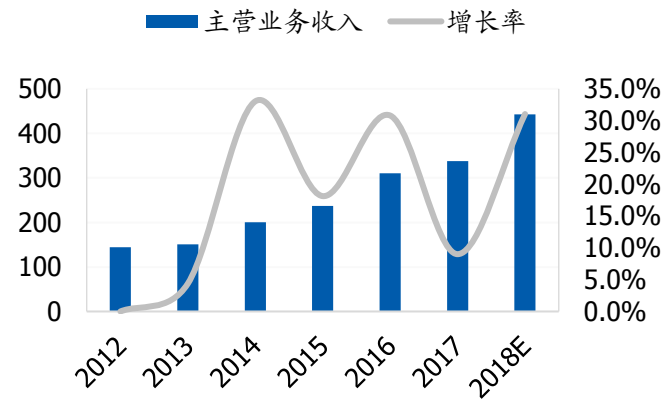
天孚通信早期作为一家传统光无源器件厂商，规模一直难以突破瓶颈，但公司凭借优良的产品质量和交付能力等赢得了客户和市场的良好口碑，是光通信行业内“小而美”企业的典范。

上市之后，公司逐步转型，逐步向一家光器件解决方案提供商靠拢，凭借自身优质的精密制造能力+供应链管控能力+优质客户资源，配套多品类器件生产能力和模块代工制造能力，有望快速扩大收入规模。

公司 2017-2018 年利润有所承压，但是从收入端看，从 2017 年下半年开始在 2018 年下半年已经开始逐步回暖，利润也处于逐步释放的过程。

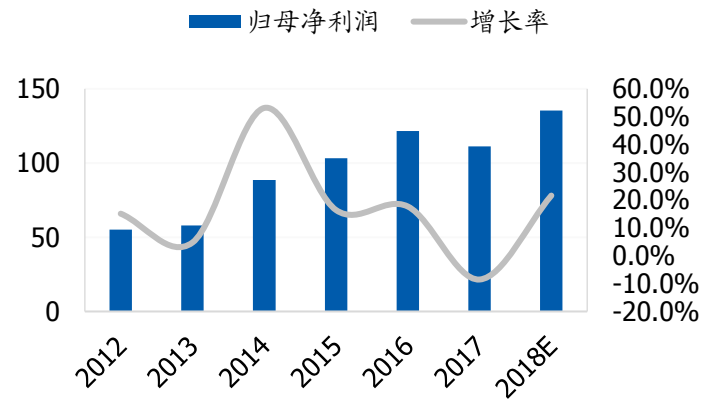
根据公司发布的 2018 年业绩快报来看，2018 年全年实现营业收入 4.43 亿元，同比增长 31.04%；归母净利润 1.35 亿元，同比增长 21.65%。增长集中在 2018 年下半年，主要依靠 2018 年新产品线的不断放量扩大了收入和利润规模。

图表 1：公司近年营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

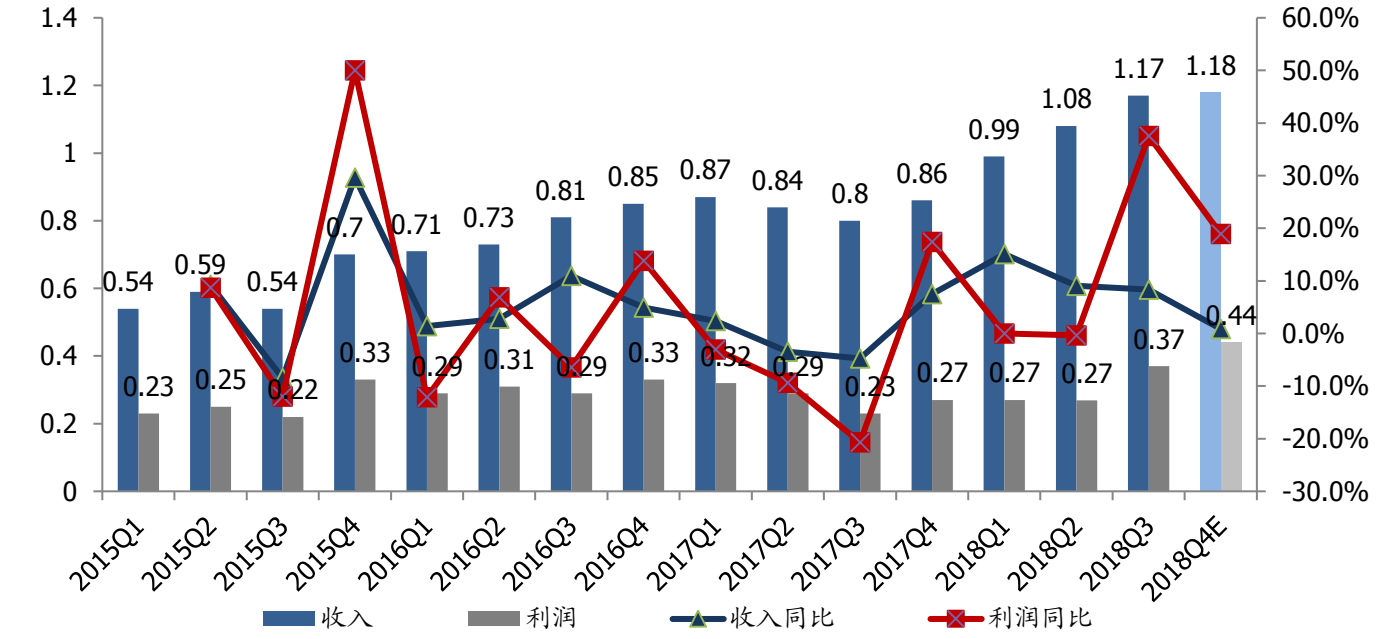
图表 2：公司近年利润（单位：百万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

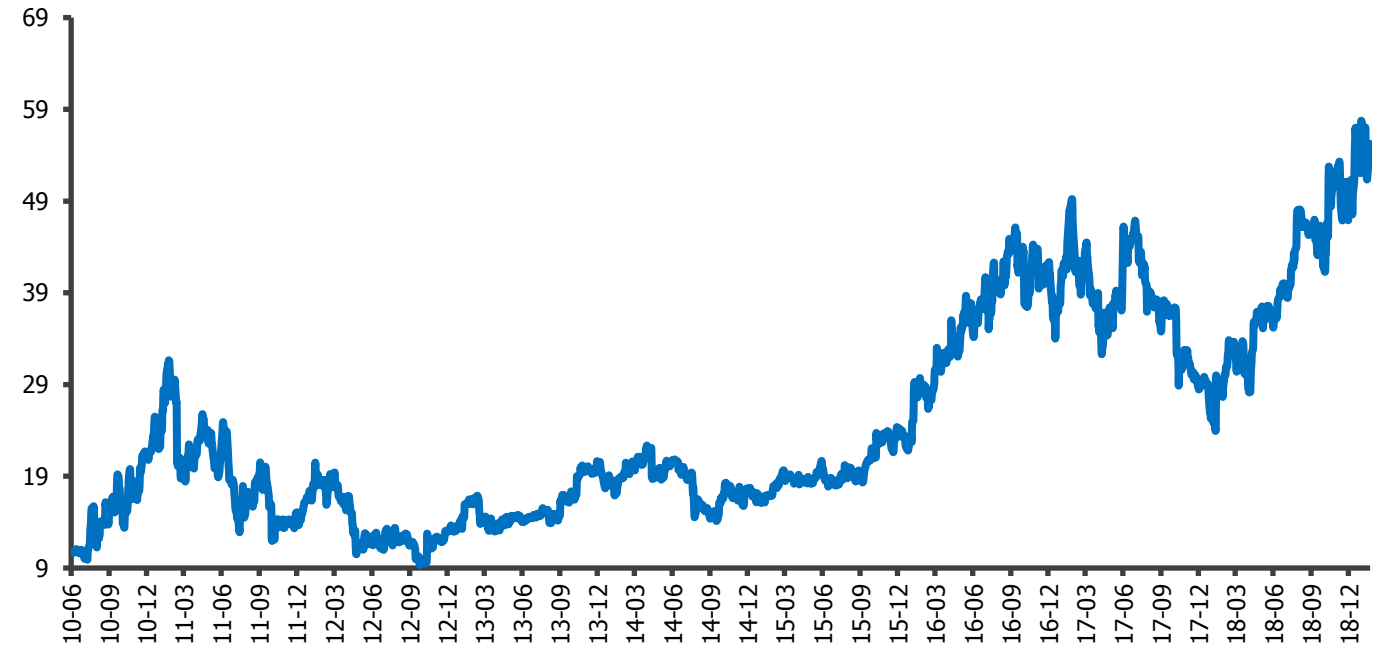
公司已经连续六个季度保持了收入 8%以上的季度环比增速，随着新产品线的不断扩产以及封装代工的规模不断扩大，公司的规模有望继续提升。我们认为，公司产能扩展及新产品线落地将在 2019 年继续推动业绩增长，而目前该逻辑已经被市场逐步认同，从“斑马”逐渐变成“小白马”。我们进一步思考公司增长的长逻辑何在？在光器件行业中，Finisar、Lumentum、AAOI 等常被市场提及，而大家忽略了一家代工企业——Fabrinet，其在过去几年规模增长迅速，且在 2018 年取得了 **79%**的股价涨幅。

图表 3：公司业绩环比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：Fabrinet 股价走势（单位：美元）



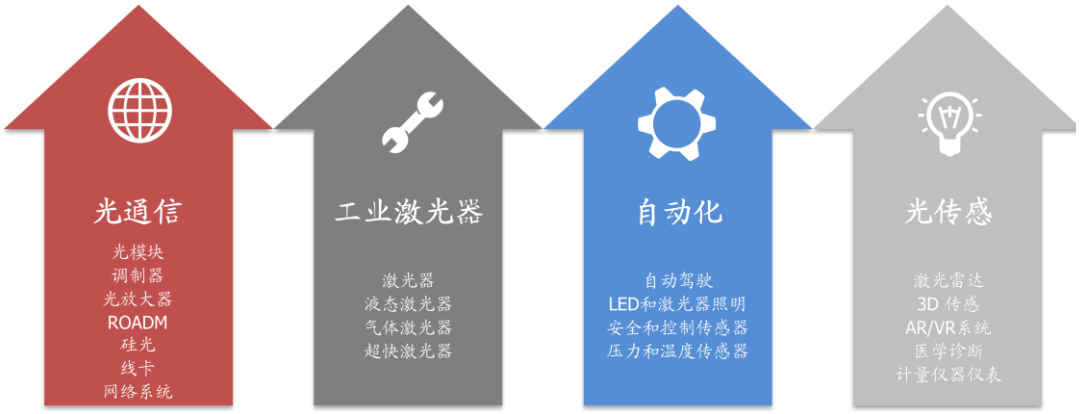
资料来源：Wind，国盛证券研究所

3. 对标 Fabrinet，光器件代工全球龙头企业

因为光无源器件产品种类多，但是每个无源产品的市场规模普遍偏小，且市场仍比较分散，所以公司选择以代工配套解决方案的路线扩大销售规模。而说起光模块的代工产业，在全球有几大片区：东南亚、中国台湾、中国大陆等。本文我们选取光模块代工厂商龙头企业—总部位于泰国的 Fabrinet 作为参照来进行分析。

Fabrinet 成立于 1999 年 8 月 12 日，是先进的光学封装和精密的光学、机械和电子制造服务的领先供应商，产品包括光通讯元件，模块和子系统，汽车零部件，医疗设备，工业激光器和传感器等。Fabrinet 提供包括工艺设计、工程、供应链管理、制造、先进封装、集成、总装和试验的整个制造过程。在泰国、美国、中国、英国等地设有厂址。

图表 5：Fabrinet 产品种类



资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

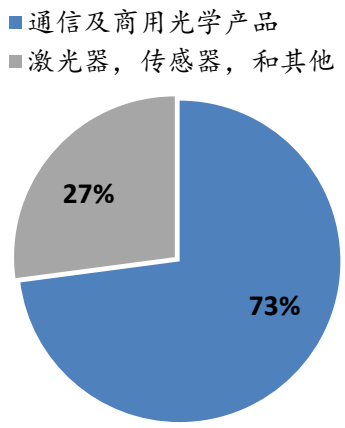
图表 6：Fabrinet 厂房分布

资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

从业务分类情况来看，Fabrinet 仍然是以光通信业务为主，但是公司也在不断侧重非光通信部分业务的发展。Fabrinet 新上任的 CEO Seamus Grady 也表示，长远来看，有自信利用在精密光学、机电和电子制造业行业的声誉，在核心光通信市场以及其他行业市场，实现收入和利润的增长。期望实现 50%来自光通信业务，50%来自包括工业、汽车和医疗在内的其他市场。

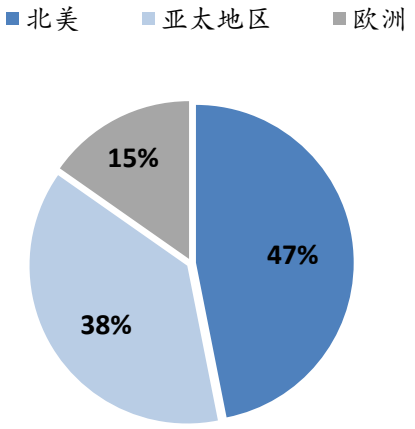
而从地区来看，北美仍然是最核心的市场，其次是亚太地区。其客户主要包括 JDSU 和 Emcore，以及 Intel、Oclaro、Opnext、Finisar、U2T 和 Infinera 等。

图表 7：Fabrinet2018 年业务分类占比



资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

图表 8：Fabrinet2018 年业务地区占比



资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

图表 9：Fabrinet 近年业务分类占比

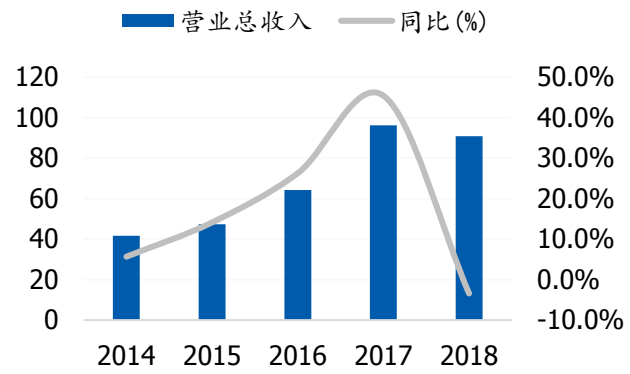
类别	F1Q16	F2Q16	F3Q16	F4Q16	F1Q17	F2Q17	F3Q17	F4Q17	F1Q18	F2Q18	F3Q18	F4Q18
光通信	72%	72%	77%	77%	77%	78%	78%	79%	77%	72%	72%	70%
数通	41%	39%	38%	36%	35%	37%	40%	39%	39%	40%	36%	35%
电信	59%	61%	62%	64%	65%	63%	60%	61%	61%	60%	64%	65%
非光通信	28%	28%	23%	23%	23%	22%	22%	21%	23%	28%	28%	30%

资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

2018 财年 Fabrinet 营业收入达到 90.77 亿元，实现净利润 5.57 亿元。2019 财年第一季度，公司实现 1.92 亿元的利润，同比增长 32.41%。

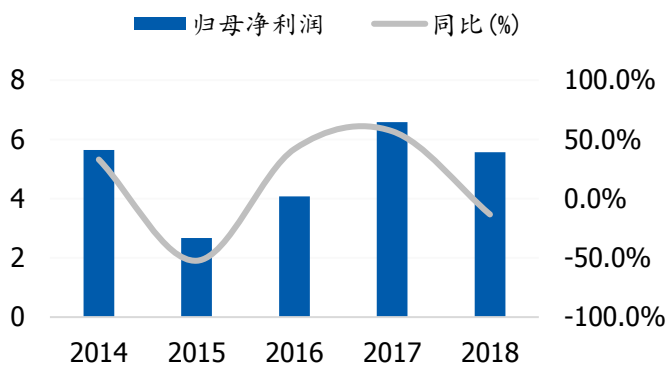
同时，公司 2019 财年一季度在硅光的收入为 8300 万美元，比第四季度增长 19%。100G 仍然是光模块的主流产品，占收入的 41%，一季度 400G 产品收入占比低于的 4%。

图表 10：Fabrinet 近年收入情况（单位：亿元）



资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

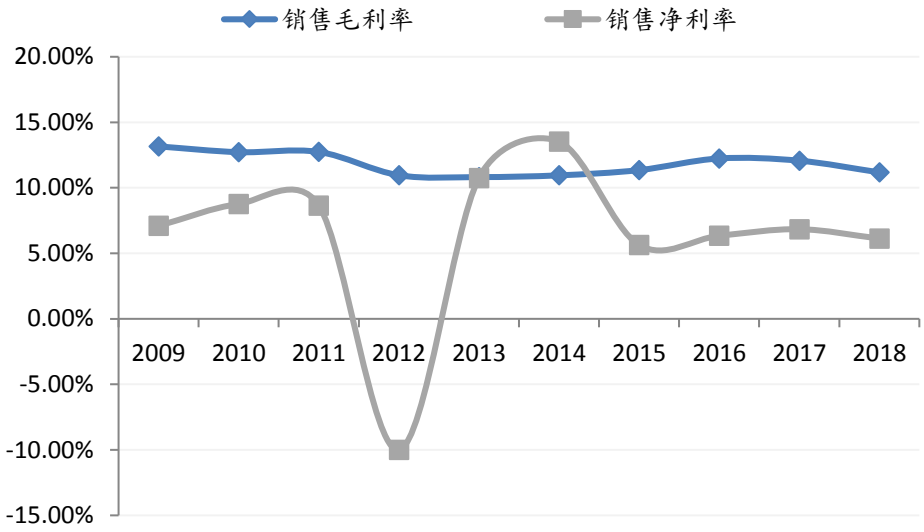
图表 11：Fabrinet 近年利润情况（单位：亿元）



资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

Fabrinet 的产品利润水平基本保持稳定，毛利率保持在 10%-12%左右，净利率维持在大约 6%-7%。作为代工企业来看，公司的利润水平已经较高。在行业下游产品价格不断下降的背景下，Fabrinet 的成本控制能力可见一斑。

图表 12：Fabrinet 利润水平情况



资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

3.1. 术业有专攻，光器件产业分工有望进一步明确

从行业的发展情况来看，随着流量的不断提升，推动光模块和器件不断升级，整体发展趋势有几个特点：

1. 模块和器件需求量逐步提升；
2. 模块的速率不断升级；
3. 模块价格不断下降；
4. 新技术（硅光）加速行业格局变更。

而行业的趋势或将加剧术业专攻，分工有望进一步明确：上游光芯片厂商专注芯片的速率和性能升级、光模块厂商专注设计和封测方案、中间的代工厂商则专注于生产的质量和成本的控制。

我们对照半导体行业的发展来看，早期基本所有的半导体厂商都有自己的晶圆厂，像三星、英特尔等，所以对大部分的芯片新进者来说，挑战和门槛都很高。而无厂半导体（Fabless）－晶圆代工模式改变了行业的格局，将半导体行业的设计和生产分开。代表厂商如台积电、格芯、联电等。

图表 13：2017 年全球十大晶圆代工厂规模（单元：百万美元）

排名	企业	2017 年营收	市占率
1	台积电	32040	55.9%
2	格罗方德	5407	9.4%
3	联电	4898	8.5%
4	三星	4398	7.7%
5	中芯国际	3099	5.4%
6	高塔半导体	1388	2.4%
7	力景	1035	1.8%
8	世界先进	817	1.4%
9	华虹宏力	807	1.4%
10	东部高科	676	1.2%

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

代工的商业模式和一般模式有所不同，代工的进入门槛很低，所以在一个产品代工行业里可以允许很多家企业的生存。在制造业中，由于细分器件产品众多，而且产业链长，所以很难有一家企业能有全产业链、全器件的布局。
代工是一个发展方向比较稳妥，进入门槛不高但是盈利门槛极高的行业。在制造业中的代工模式更为特别，原因是制造业不同于消费品等，制造业本身就是一个加工行业，而制造业中的代加工，对成本的要求会更加明显。

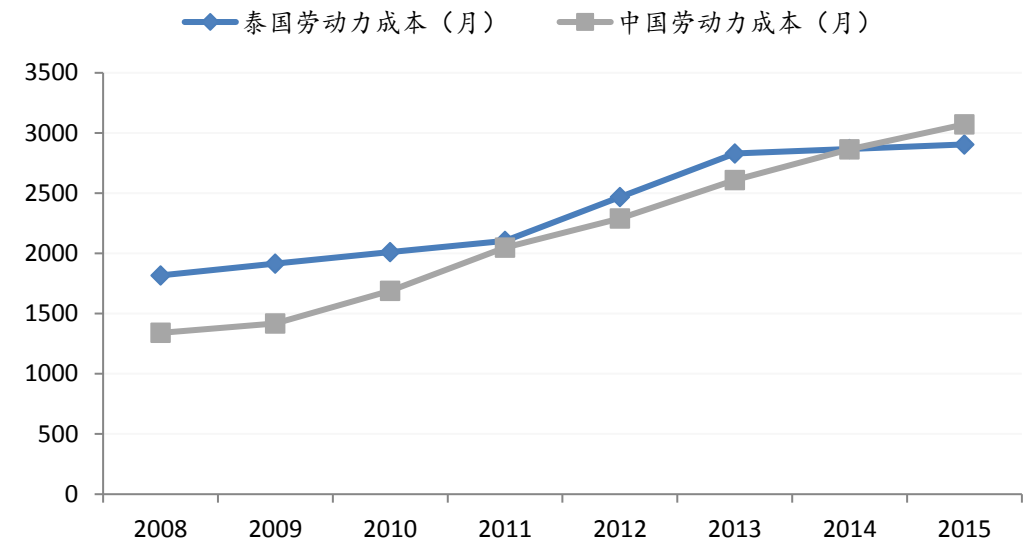
美国光模块厂商喜欢将制造业务转移到东南亚地区（高端光模块），日本厂商喜欢将代工业务交给台湾厂商（一般是比较低端的光模块），这部分业务主要是有源器件如光收发器；而中国大陆，之前则是众多厂商的无源器件制造基地。
目前器件和设备大厂为发展核心竞争力，降低生产成本，将更多的业务外包给 EMS 提供商，同时也把更多的责任赋予 EMS。EMS 提供商不仅要制造出高性能、低成本的产品，还要提供物流等供应链服务、参与前端设计、更多地负责采购。这对 EMS 的战略、组织和控制能力都提出了挑战。而中国大陆的光器件 EMS 厂商尚处于起步阶段，但中国大陆在无源器件有着绝对的领先优势。

图表 14：光器件产业链

资料来源：国盛证券研究所

从劳动力成本来看，中国的劳动力成本不断上升，而泰国等地的工人薪酬水平上涨速度相对较慢。这也成为东南亚生产规模不断扩大的诱因之一。

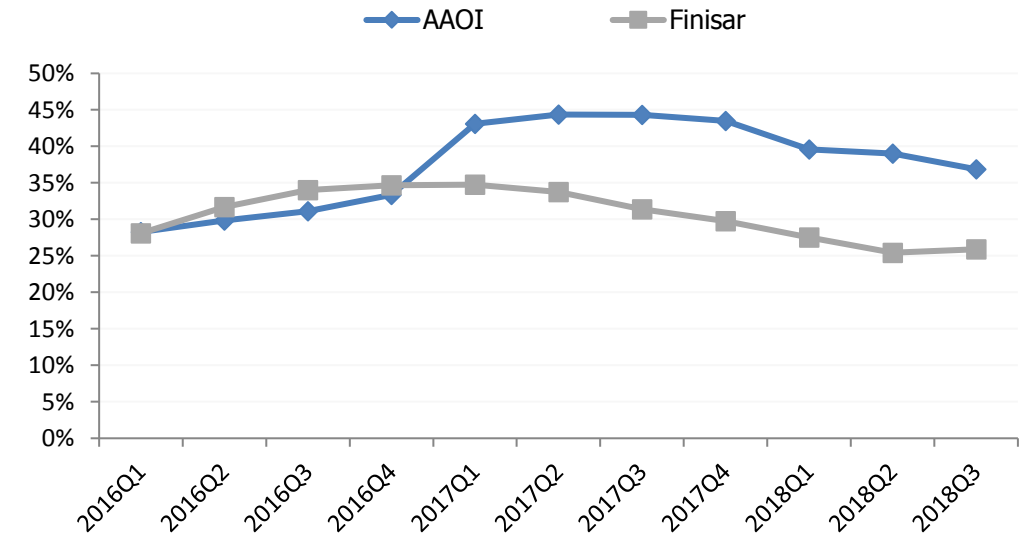
图表 15：中国和泰国劳动力成本对比（单位：元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

在面临劳动力成本不断上行的同时，产品的价格下降也成为一个明显趋势。AAOI 和 Finisar 是海外电信的数通和电信市场的光模块企业代表，通过分析其毛利率可以发现，数通市场近年迎来一轮爆发，大幅提升了数通光模块厂商 AAOI 当期的毛利率水平，但随着价格的快速波动，毛利率仍然承压；而 Finisar 的毛利率也是呈现逐步下降的趋势。（由于 Finisar 和 AAOI 算是业内出货较大的厂商，每年由于规模提升和技术改进带来的成本下降可观，同时对上游的议价能力也较强，所以平均产品价格的下降可能更加明显），小厂在竞争中将承受更大压力。

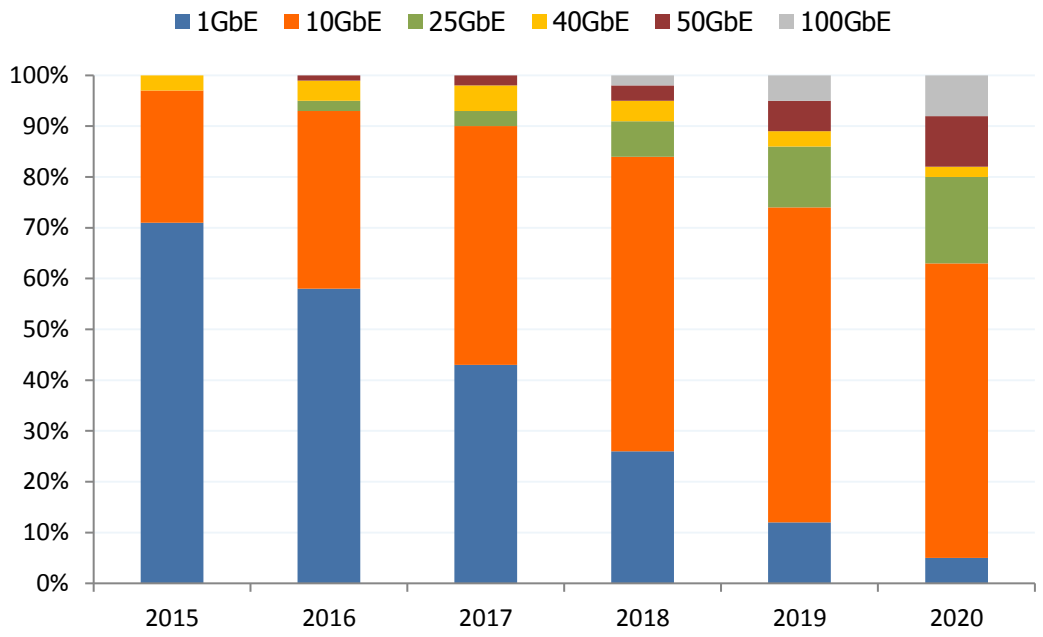
图表 16：AAOI 和 Finisar 近年毛利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

随着流量的快速增长，光模块的速率不断升级，并且升级迭代的周期不断缩短。预计未来 25G 和 100G 的端口销量会明显放大大，200G 和 400G 光模块也有望开启新的市场空间。

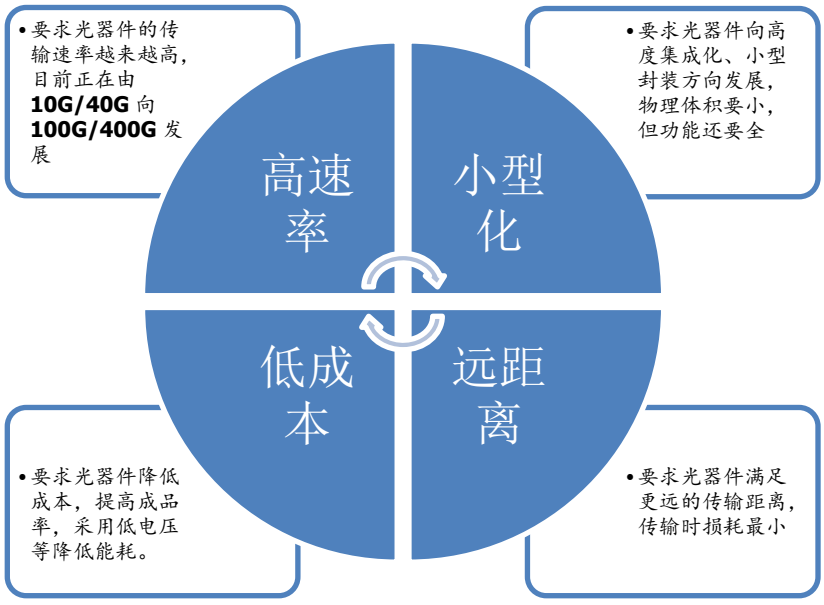
图表 17：各速率光模块占比



资料来源：飞速，国盛证券研究所

速率的不断升级对于光器件，特别是有源光器件，提出了更高的要求。主要集中在高速率/小型化/低成本/远距离几个方面。

图表 18：对于有源光器件的发展要求



资料来源：国盛证券研究所

3.2. 不做下一个 Fabrinet，做第一个天孚

天孚通信与 Fabrinet 相比，规模尚小，但是两家公司都是从无源起家，核心竞争力都是精密制造能力和对成本的控制能力，且在光模块行业的客户资源都很优质，都是行业内的翘楚。
相比而言，Fabrinet 的规模效应更加明显，所以在自动化程度/行业覆盖面等方面都有绝对优势，而天孚的封装代工处于刚起步，规模还需要逐步提升，但天孚坐拥无源器件的发展优势，而且中国光器件/光模块市场在全球市场的份额持续提升，天孚作为国内的厂商相对优势更加明显。

Fabrinet 将自己的生产制造优势不断扩展到各个行业，包括传感器、自动驾驶、医疗设备等，作为光器件代工的龙头企业有诸多值得参考借鉴之处。而从战略上看，天孚目前仍以部分无源器件+有源器件 ODM 为主，尚不能定义为代工厂，逐步将其配套器件打包成解决方案的销售模式（一站式解决方案）更加新颖，在有一定规模后对行业的定价权也更强。

图表 19：天孚通信和 Fabrinet 业务情况对比

天孚通信		Fabrinet
1306人（截至2018-09-30）	员工	10579人（截至2018-06-29）
预计4.43亿元（2018年）	收入	90.77亿元（2018财年）
陶瓷套管/光纤适配器/光收发组件 光纤连接器/透镜/OSA代工	产品	光模块代工/激光器/传感器 调制器/放大器/自动化
INNOLIGHT eoptolink AOI HGTECH FINISAR Accelink …	客户	OCLARO FINISAR TESLA intel JDSU emcore infinera …

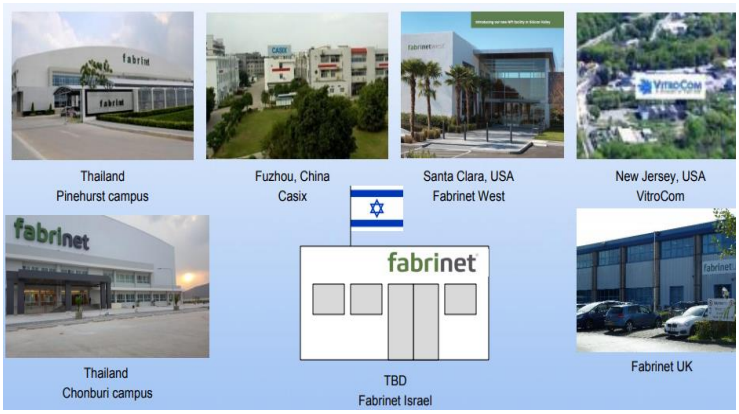
资料来源：公司官网及公告等，国盛证券研究所

从厂房分布来看，Fabrinet 的厂址设在泰国为主，其余有英美以及中国等地，方便其同时布局美国中国两个市场；
天孚目前主要是苏州和江西高安的厂区，以及收购的日本 TFC 株式会社用于透镜业务；国内国内业务占比大约 7：3。

图表 20：天孚通信厂房分布

资料来源：天孚通信官网，国盛证券研究所

图表 21：Fabrinet 厂房分布



资料来源：Fabrinet 公告，国盛证券研究所

近年来，东南亚成为全球光模块的生产工厂趋势越发明显。除了上文中提及的人工成本等因素之外，全球的贸易格局以及包括中国政治、知识产权上的影响也促成了前些年光模块代工的格局。

同时，有源器件在生产上的严格要求，高性能，高可靠性在若干年前国内的生产水平可能还不足够满足要求，全球的器件大厂也因此陆续在东南亚等地建厂生产。

但是在未来，行业会发生以下两点变化:
1. 中国的光器件/光模块的话语权增长，份额提高;
过去，光器件行业普遍以国外厂商主导，Finisar、Oclaro、Lumentum、JDSU 等牢牢占据市场的主导，而伴随着国内技术的发展，诸如旭创、光迅、海信宽带、新易盛、华工等国内企业逐步壮大，伴随 5G/数据中心的建设，中国在全球光器件市场的份额会逐步提升;
2. 国内代工厂商的性价比优势会逐步凸显;
成本端来看，即使人力成本中国已经略高于东南亚的情况下，随着国内生产规模和自动化程度的不断提高，成本依然有望保持领先。同时国内厂商在历经数年历练后，在高稳定性高可靠性的产品品质上有很大突破，性价比优势将会逐步凸显;

4. 投资建议及盈利预测

盈利预测

公司业绩快报预计 2018 年营收 4.43 亿元，归母净利润 1.35 亿元，EPS 为 0.71 元；四季度单季度收入 1.18 亿元，归母净利润 0.44 亿元。
根据公司的股权激励解锁条件，对应的 2019-2021 年的收入要求分别为：5.75 亿/7.44 亿/9.63 亿元。

老产品线:
公司的三条老产品线已搬迁至江西高安，近几年由于下游影响，价格收到一些波及已有体现，未来现有产能可能选择利润较好的订单供应，预计整体收入微增，毛利率下滑空间有限。

新产品线:
公司新开拓的 OSA 高速率光器件、MPO、Lens 产品线在 18 年已经逐步开始进入回报期，公司新产线迎来盈亏拐点。
预计整体新产品线在 2018-2020 年贡献收入大约 1.1/2.8/5.0 亿元。

投资建议

图表 22：估值分析

证券代码	证券简称	收盘价（2019.02.15）	EPS（稀释后）				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300570	太辰光	20.44	0.44	0.67	0.83	1.07	46	31	25	19
300548	博创科技	33.00	0.97	0.80	1.10	1.50	34	41	30	22
-	可比公司平均	-	0.71	0.74	0.94	1.26	40	36	28	21
300394	天孚通信	29.57	0.56	0.66	0.90	1.13	53	45	33	26

资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.35 亿元/1.78 亿元/2.25 亿元。对应 PE 为 43/33/26 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1.**新产品线拓展不及预期**：若公司的新产品线推进速度不及预期，或对业绩产生一定影响;
2.**光通信市场遇冷，下游厂商需求不足**：若市场冷淡，下游需求不足，可能对公司的业务产生不利影响;
3.**产品线价格波动持续**：若公司的产品线价格持续波动，可能会影响整体业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com