

天孚通信（300394）

泰国工厂已经投产，CPO 应用领域多产品储备

事件：公司发布 2024 年年报和 25 年一季报。24 年实现营业收入 32.52 亿元，同增 67.74%；归母净利润 13.44 亿元，同增 84.07%。25 年一季度实现营业收入 9.45 亿元，同增 29.11%；归母净利润 3.38 亿元，同增 21.07%

光引擎带动有源业务高增，无源业务下半年增长加快：人工智能行业加速发展，全球数据中心建设带动了高速光器件产品需求的持续稳定增长，进而带动公司有源和无源产品线营收增长；（1）无源器件业务收入为 15.76 亿元（YoY +33.21%），其中 H1/H2 收入分别为 6.97/9.58 亿元，随着产能提升下半年无源业务收入持续增长，叠加无源产品结构向高速迭代，盈利能力提升显著；（2）有源器件业务收入为 16.55 亿元（YoY +121.91%），我们判断业绩高增受益于海外 AIDC 建设对高速光引擎产品需求的快速增长。

各业务毛利率显著提升：公司全年综合毛利率同比提升 2.91pct，其中无源/有源业务毛利率分别提升 8.16pct/1.92pct，我们判断无源业务毛利率增加主要由于行业技术迭代变化，客户产品速率向高端发展；有源业务毛利率增加主要由于江西生产基地降本增效，产线信息系统及自动化升级及产能利用率明显提高。

期间费用及其他对报表影响较大的增减项：公司 24 年管理费用增加 59.82%，主要股权激励费用计提增加所致；研发费用增加 62.11%，主要项目投入增加及股权激励费用增长所致；财务费用减少，主要是利息收入、汇兑同比增加。公司收入大幅扩张的基础上，期间费用率仅缩减 0.43pct，基本维持平稳。此外，其他对利润表较大影响项目包括：1）信用减值损失从 23 年同期 612 万元增加至 1835 万元；2）政府补助增加带来其他收益由 23 年 1645 万元增加至 3079 万元；3）投资净收益显著减少。

泰国工厂投产初期导致一季度毛利率阶段性微减：Q1 单季度收入环比增长 10.23%，但归母净利润环比减少 8.02%。主要是 Q1 毛利率略有下降，以及费用端汇兑损失增加。我们认为，泰国工厂投产初期因为员工熟练度和产能利用率逐步提升等原因产品生产成本高于国内，公司可能面临毛利率下降的风险。随着后续加大产品线自动化开发力度，推动降本增效，盈利有望稳定。此外，公司基于 EML 的单波 200G 光发射器件已经小批量供应，为下一代 1.6T 产品提供高性价比的光引擎方案，并保持持续稳定的增长。在 CPO 场景中公司开始研发高密度多通道阵列 FA 及外置光源发射器件，为下一代 CPO 产品提供具有竞争力的解决方案。

投资建议：考虑到泰国工厂投产初期员工熟练度和产能利用率有待提升，或将阶段性影响毛利率。我们下调公司 25-27 年归母净利润为 18.5/28.9/40.5 亿元（此前预测 25-26 年归母净利润为 28.87/36.99 亿元），对应年 PE 为 22/14/10X，维持“增持”评级。

风险提示：下游客户需求不及预期，1.6T 光引擎新产品进展不及预期，产能扩张不及预期等。

证券研究报告

2025 年 05 月 12 日

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	74.12 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	553.97
流通 A 股股本(百万股)	552.76
A 股总市值(百万元)	41,060.42
流通 A 股市值(百万元)	40,970.51
每股净资产(元)	7.83
资产负债率(%)	16.64
一年内最高/最低(元)	149.88/57.11

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

余芳沁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080006
yufangqin@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《天孚通信-半年报点评:受益生产效率增强+产品结构优化，公司盈利能力持续提升》 2024-08-25
- 2 《天孚通信-季报点评:业绩同比高增环比基本持平，期待扩产加速业绩释放》 2024-05-08
- 3 《天孚通信-年报点评报告:年报业绩高增，各业务毛利率显著提升》 2024-05-05

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,938.60	3,251.71	4,780.52	6,759.70	9,201.48
增长率(%)	62.04	67.74	47.02	41.40	36.12
EBITDA(百万元)	1,055.54	1,820.11	2,300.46	3,388.14	4,640.62
归属母公司净利润(百万元)	729.88	1,343.52	1,852.13	2,889.83	4,048.68
增长率(%)	81.14	84.07	37.86	56.03	40.10
EPS(元/股)	1.32	2.43	3.34	5.22	7.31
市盈率(P/E)	56.26	30.56	22.17	14.21	10.14
市净率(P/B)	12.86	10.32	8.23	6.25	4.67
市销率(P/S)	21.18	12.63	8.61	6.09	4.47
EV/EBITDA	32.11	26.52	16.86	10.93	7.60

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,864.10	1,978.49	2,012.80	3,797.99	5,570.34
应收票据及应收账款	428.41	780.46	1,716.03	1,738.92	2,606.22
预付账款	3.88	11.19	50.49	32.68	77.04
存货	255.65	350.13	931.00	832.16	1,453.70
其他	493.09	404.19	416.44	409.86	423.25
流动资产合计	3,045.13	3,524.47	5,126.76	6,811.61	10,130.55
长期股权投资	8.29	8.65	8.65	8.65	8.65
固定资产	616.49	804.15	758.15	699.65	628.65
在建工程	27.64	233.45	233.45	233.45	233.45
无形资产	49.15	81.76	77.61	73.46	69.31
其他	151.53	84.24	82.35	81.46	81.46
非流动资产合计	853.09	1,212.26	1,160.22	1,096.67	1,021.52
资产总计	3,898.22	4,736.73	6,286.99	7,908.29	11,152.07
短期借款	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	276.83	323.44	874.66	855.24	1,659.21
其他	143.34	219.18	376.52	419.84	621.70
流动负债合计	420.17	542.65	1,251.18	1,275.08	2,280.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	31.14	24.04	24.04	24.04	24.04
非流动负债合计	31.14	24.04	24.04	24.04	24.04
负债合计	535.01	750.73	1,275.21	1,299.12	2,304.95
少数股东权益	170.69	6.43	10.88	18.87	30.06
股本	394.89	553.97	555.30	555.30	555.30
资本公积	1,073.38	1,019.04	1,020.37	1,020.37	1,020.37
留存收益	1,727.23	2,398.15	3,416.82	5,006.22	7,232.99
其他	(2.97)	8.40	8.40	8.40	8.40
股东权益合计	3,363.21	3,986.00	5,011.77	6,609.17	8,847.13
负债和股东权益总计	3,898.22	4,736.73	6,286.99	7,908.29	11,152.07

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	729.88	1,342.86	1,852.13	2,889.83	4,048.68
折旧摊销	89.58	123.66	150.15	162.65	175.15
财务费用	(2.41)	(19.97)	(41.75)	(41.55)	(83.73)
投资损失	(15.58)	(7.22)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	88.43	(100.71)	(1,041.60)	125.14	(540.76)
其它	11.97	(76.10)	8.09	14.52	20.35
经营活动现金流	901.87	1,262.52	917.02	3,140.59	3,609.69
资本支出	125.26	554.81	100.00	100.00	100.00
长期投资	0.24	0.37	0.00	0.00	0.00
其他	132.99	(913.00)	(190.00)	(190.00)	(190.00)
投资活动现金流	258.49	(357.82)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
债权融资	57.45	130.59	41.73	41.55	83.73
股权融资	(361.44)	(160.83)	(834.44)	(1,306.96)	(1,831.06)
其他	294.55	(751.75)	(0.00)	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(9.44)	(781.99)	(792.71)	(1,265.40)	(1,747.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
现金净增加额	1,150.91	122.70	34.31	1,786.19	1,774.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,938.60	3,251.71	4,780.52	6,759.70	9,201.48
营业成本	885.88	1,391.18	2,135.22	2,994.05	4,114.55
营业税金及附加	16.93	31.23	30.12	37.18	44.17
销售费用	18.20	22.99	36.33	45.29	55.21
管理费用	82.60	132.00	176.88	175.75	211.63
研发费用	143.26	232.24	279.66	310.95	340.45
财务费用	(58.90)	(90.68)	(41.75)	(41.55)	(83.73)
资产/信用减值损失	(22.68)	(35.41)	(34.50)	(34.50)	(34.50)
公允价值变动收益	1.20	0.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.58	7.48	10.00	11.00	12.00
其他	(5.52)	25.05	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	862.07	1,535.61	2,139.56	3,214.54	4,496.69
营业外收入	0.21	0.57	2.14	2.35	2.59
营业外支出	21.29	1.09	23.00	25.30	27.83
利润总额	840.99	1,535.09	2,118.70	3,191.59	4,471.45
所得税	111.11	192.22	258.48	287.24	402.43
净利润	729.88	1,342.86	1,860.22	2,904.35	4,069.02
少数股东损益	(0.00)	(0.66)	8.09	14.52	20.35
归属于母公司净利润	729.88	1,343.52	1,852.13	2,889.83	4,048.68
每股收益（元）	1.32	2.43	3.34	5.22	7.31

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	62.04%	67.74%	47.02%	41.40%	36.12%
营业利润	91.32%	78.13%	39.33%	50.24%	39.89%
归属于母公司净利润	81.14%	84.07%	37.86%	56.03%	40.10%
获利能力					
毛利率	54.30%	57.22%	55.33%	55.71%	55.28%
净利率	37.65%	41.32%	38.74%	42.75%	44.00%
ROE	22.86%	33.76%	37.04%	43.85%	45.92%
ROIC	66.66%	134.09%	112.01%	109.46%	163.85%
偿债能力					
资产负债率	13.72%	15.85%	20.28%	16.43%	20.67%
净负债率	-55.38%	-48.59%	-39.33%	-56.84%	-62.49%
流动比率	6.04	4.85	4.10	5.34	4.44
速动比率	5.54	4.37	3.35	4.69	3.80
营运能力					
应收账款周转率	5.16	5.38	3.83	3.91	4.24
存货周转率	8.77	10.74	7.46	7.67	8.05
总资产周转率	0.57	0.75	0.87	0.95	0.97
每股指标（元）					
每股收益	1.32	2.43	3.34	5.22	7.31
每股经营现金流	1.63	2.28	1.66	5.67	6.52
每股净资产	5.76	7.18	9.01	11.87	15.88
估值比率					
市盈率	56.26	30.56	22.17	14.21	10.14
市净率	12.86	10.32	8.23	6.25	4.67
EV/EBITDA	32.11	26.52	16.86	10.93	7.60
EV/EBIT	35.00	28.42	18.04	11.48	7.90

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com