

光引擎成功转化，多点布局推动长期成长

天孚通信(300394)

评级:	增持	股票代码:	300394
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	71.75/18.45
目标价格:		总市值(亿)	281.61
最新收盘价:	71.48	自由流通市值(亿)	255.65
		自由流通股数(百万)	357.65

事件:

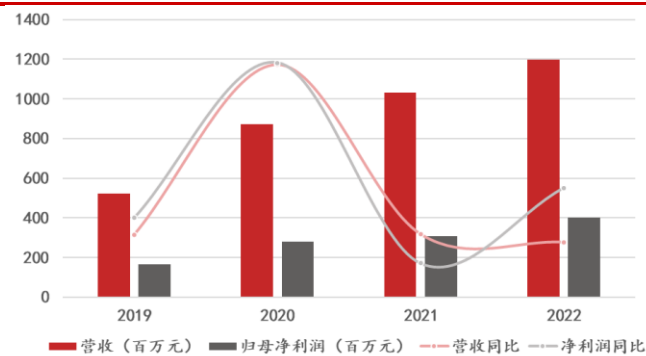
公司发布 2022 年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 11.96 亿元，同比增长 15.89%。公司最近五年（2018-2022）营业收入复合增长率超 28%；实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 31.51%。2023 年 Q1 实现营业收入 2.87 亿元，同比增长 1.50%，实现归母净利润 0.92 亿元，同比增长 11.14%。

1、开拓 400G/800G 高速光模块产品矩阵，光有源业务拉动业绩增长

2022 年光通信元器件实现收入 11.77 亿元，同比上升 17.17%。整体毛利率 51.62%，同比增加 1.94pct，2023Q1 毛利率 51.42%。其中，

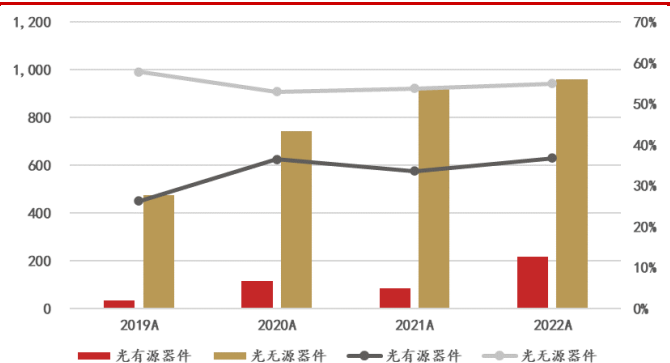
受益于全球数据中心建设对光器件产品需求的持续稳定增长，公司为 400G、800G 等高速光模块提供更多产品解决方案。同时“面向 5G 及数据中心的高速光引擎项目”营收持续增加。公司光有源器件收入为 2.18 亿元，同比增长 156.24%，毛利率为 36.75%，同比增加 9.28pct；光无源器件收入为 9.60 亿，同比增长 4.33%，毛利率为 55.01%，同比增加 3.85pct。

图 1 公司年度营收及归母净利润情况（百万元，%）



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 公司分业务营收及毛利率情况（百万元，%）



资料来源: wind, 华西证券研究所

2、持续优化费用结构，经营效益管控稳定

2022 年三费费用率 17.78%，同比增加 0.11pct。其中销售/管理/研发/费用率分别为 1.50%/5.23%/10.26%，YoY +0.07/-1.36/0.61pct。

2022 年实现经营性净现金流 463.66 亿元，同比增长 25.40%，期末现金余额达到 672.61 亿元。存货 1.86 亿元，同比增长 7.16%，主要系原材料备货增加。

3、研发部署下一代光引擎，有源、无源双擎轮动

公司始终坚持“以研发为龙头”的发展理念，最近五年研发投入达 3.98 亿元，其中 2022 年研发投入 1.23 亿元，同比增长 23.12%，占当期营业收入比例 10.26%。

公司垂直整合既有有源&无源产品线，研发下一代数据中心光引擎，为下游客户提供一站式解决方案。根据公司年报，公司光引擎部分产品已经量产，部分仍在开发中，公司计划持续夯实光引擎平台，通过灵活 ODM/OEM 开发模式赋能下游客户。此外，800G 光器件开发已达到量产阶段，下一步拟计划满足客户定制化需求，为开发并量产下一代光引擎提供基础；激光芯片集成高速光引擎一开始小批量出货，计划最终开发 CPO 用光引擎，为客户提供一站式解决方案。

其他产品部分，单波 100G 光器件开始小批量验证，未来单波 100G 和 400G 对传有望持续放量，推动业绩增长；保偏光器件部分客户已批量交付，部分仍在小批量验证中，该产品应用于相干光器件领域，集成隔离器、FA、连接器件、组件等无源器件，提高产品小型化及集成度。

在此基础上，公司还在开发多套小型化、一体式组件，以满足客户高密度需求项目上对组件的定制化应用需求，从而拓宽产品矩阵，推动新增长点。

4、开拓激光雷达市场，启动业务第二增长曲线

随着下游应用领域的逐渐扩展，全球激光雷达市场规模将从 2019 年的 6.8 亿美元高速增长至 2025 年的 135.4 亿美元，2019 年至 2025 年年复合增长率高达 64.5%。公司依托现有成熟的光通信行业光器件研发平台，扩展为下游激光雷达等客户提供配套新产品。公司目前已为部分激光雷达厂商提供批量产品交付，同时为海内外多个不同技术路线客户提供研发送样验证，产品覆盖多样类别光器件。我们认为，公司拓展产品线至汽车行业，伴随下游产品验证和需求放量，有望成为继传统无源&有源平台以外的第二增长曲线。

5、投资建议：

公司通过持续的研发建设，不断丰富产品线并优化产品结构，同时受益于良好的政策面和向好预期的市场基础，有望为公司带来可观的业绩增量。调整盈利预测，预计 2023-2025 年营收分别为 17.4/23.0/N/A 亿元调整为 16.2/21.6/28.1 亿元，每股收益分别由 1.34/1.75/N/A 元调整为 1.33/1.74/2.27 元，对应 2023 年 4 月 21 日 71.48 元/股收盘价，PE 分别为 53.6/41.1/31.4 倍，维持“增持”评级。

6、风险提示：

技术研发不及预期风险；行业竞争加剧导致毛利率下降风险；新产线投产不及预期风险；激光雷达业务拓展不及预期风险；海外业务发展不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,032	1,196	1,617	2,155	2,805
YoY (%)	18.2%	15.9%	35.1%	33.3%	30.2%
归母净利润(百万元)	306	403	526	684	896
YoY (%)	9.8%	31.5%	30.5%	30.2%	30.8%
毛利率 (%)	49.7%	51.6%	50.7%	50.2%	50.2%
每股收益 (元)	0.79	1.03	1.33	1.74	2.27
ROE	13.1%	15.3%	16.7%	17.8%	18.9%
市盈率	90.69	69.48	53.55	41.14	31.44

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,196	1,617	2,155	2,805	净利润	405	530	689	902
YoY (%)	15.9%	35.1%	33.3%	30.2%	折旧和摊销	86	23	22	21
营业成本	579	797	1,074	1,396	营运资金变动	-10	-313	-17	-394
营业税金及附加	11	14	19	25	经营活动现金流	464	207	649	470
销售费用	18	23	31	41	资本开支	-111	-124	-115	-114
管理费用	63	81	115	146	投资	-95	3	2	2
财务费用	-20	1	1	1	投资活动现金流	-180	-88	-69	-54
研发费用	123	159	214	279	股权募资	32	0	0	0
资产减值损失	-16	0	0	0	债务募资	0	12	14	15
投资收益	27	33	44	58	筹资活动现金流	-128	12	14	15
营业利润	451	593	770	1,007	现金净流量	158	131	594	431
营业外收支	1	0	0	0					
利润总额	451	593	770	1,007	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	46	63	81	106	成长能力				
净利润	405	530	689	902	营业收入增长率	15.9%	35.1%	33.3%	30.2%
归属于母公司净利润	403	526	684	896	净利润增长率	31.5%	30.5%	30.2%	30.8%
YoY (%)	31.5%	30.5%	30.2%	30.8%	盈利能力				
每股收益	1.03	1.33	1.74	2.27	毛利率	51.6%	50.7%	50.2%	50.2%
					净利率	33.7%	32.5%	31.8%	31.9%
					总资产收益率 ROA	13.9%	14.7%	15.8%	16.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	15.3%	16.7%	17.8%	18.9%
货币资金	673	804	1,398	1,829	偿债能力				
预付款项	3	8	9	12	流动比率	9.30	7.34	7.84	6.95
存货	186	319	363	520	速动比率	8.41	6.41	6.94	6.08
其他流动资产	1,307	1,610	1,629	2,049	现金比率	2.88	2.15	3.22	2.88
流动资产合计	2,169	2,741	3,399	4,411	资产负债率	9.1%	11.3%	10.8%	12.3%
长期股权投资	8	5	3	1	经营效率				
固定资产	592	741	884	1,019	总资产周转率	0.44	0.50	0.55	0.58
无形资产	50	50	48	46	每股指标 (元)				
非流动资产合计	732	830	921	1,012	每股收益	1.03	1.33	1.74	2.27
资产合计	2,901	3,571	4,320	5,423	每股净资产	6.66	8.00	9.74	12.01
短期借款	0	12	26	41	每股经营现金流	1.18	0.53	1.65	1.19
应付账款及票据	116	216	217	346	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	117	145	191	248	估值分析				
流动负债合计	233	374	434	635	PE	69.48	53.55	41.14	31.44
长期借款	0	0	0	0	PB	3.80	8.94	7.34	5.95
其他长期负债	31	31	31	31					
非流动负债合计	31	31	31	31					
负债合计	264	404	465	666					
股本	394	394	394	394					
少数股东权益	11	15	20	26					
股东权益合计	2,637	3,167	3,856	4,758					
负债和股东权益合计	2,901	3,571	4,320	5,423					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。