

天孚通信 (300394.SZ)

四季度净利润创新高，高速率产品需求快速增长

核心观点

2023 年公司业绩实现快速增长。公司发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 6.8-7.6 亿元，同比增长 68.0-88.0%；实现扣非归母净利润 6.5-7.4 亿元，同比增长 77.5-102.3%。单四季度来看，预计公司实现归母净利润 2.4-3.2 亿元，以中值计算，归母净利润同比增速为 121.1%，单季度净利润再创历史新高，全年业绩快速增长。

高速率产品快速放量，产能利用率大幅提升。根据公司公告，公司业绩快速增长主要受益于 AI 发展和算力需求的增加，全球数据中心建设带动对高速光器件产品需求的持续稳定增长，尤其是高速率产品需求增长较快，带动公司部分产品线的持续扩产提量，产能利用率大幅提升。公司高速率产品线放量以及产能利用率提升，驱动公司盈利能力提升。同时，公司利息收入影响财务费用同比下降，贡献部分正向贡献。

AI 需求持续快速增长。全球 AI 算力侧投入有望持续加码，根据台积电四季度法说会资料，台积电管理层预计 AI 收入在 2027 年将占公司收入接近 20% 的，未来几年 AI 芯片需求复合增速超 50%。算力和带宽的提升是算力集群基础设施建设的核心，大规模算力集群持续建设有望驱动 800G 等高速率光通信产业链需求持续快速增长。

前瞻布局硅光、CPO 等新技术方向。公司长期前瞻布局光通信领域的硅光、CPO 等技术方向，具体研发项目包括了适用于硅光模块特殊光纤器件及单通道高功率激光器产品开发、适用于各种特殊应用场景的 Fiber Array 器件产品开发、适用于 CPO-ELS 模块应用的多通道高功率激光器的开发等。

风险提示：新产品进展不及预期，竞争加剧，盈利能力不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到 AI 正处于快速发展阶段，AI 对于光器件在内的基础硬件需求已经开始释放并具备长期可持续性，公司连续三个季度经营业绩保持稳步提升，我们上调公司 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润由 5.5/7.5/9.8 亿元调整至 7.0/12.6/16.4 亿元，对应 PE 分别为 52/29/22 倍。看好公司受益于 AI 算力基础设施需求持续释放，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,032	1,196	1,961	3,579	4,792
(+/-%)	18.2%	15.9%	63.9%	82.5%	33.9%
归母净利润(百万元)	306	403	702	1258	1643
(+/-%)	9.8%	31.5%	74.2%	79.3%	30.6%
每股收益(元)	0.78	1.02	1.78	3.19	4.16
EBIT Margin	31.2%	33.7%	34.8%	34.3%	34.1%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	15.3%	22.9%	32.8%	33.8%
市盈率 (PE)	117.1	89.6	51.5	28.7	22.0
EV/EBITDA	92.7	75.2	48.9	28.5	21.8
市净率 (PB)	15.37	13.74	11.82	9.42	7.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

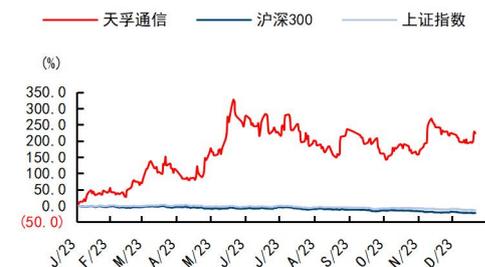
通信·通信设备

证券分析师：马成龙 联系人：钱嘉隆
021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 91.60 元
总市值/流通市值 36172/33115 百万元
52 周最高价/最低价 125.59/27.15 元
近 3 个月日均成交额 1346.21 百万元

市场走势

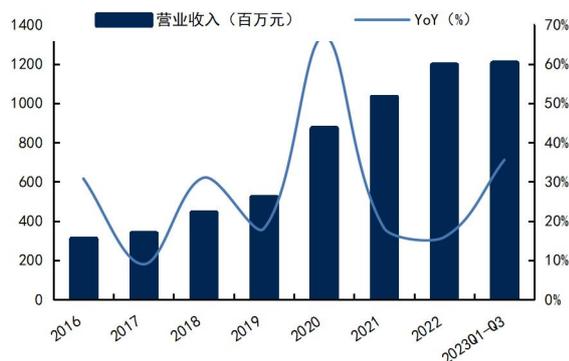


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天孚通信 (300394.SZ) -2023 年第三季度利润增长 94.95%，高速率产品快速上量》——2023-10-22
- 《天孚通信 (300394.SZ) -2023 年上半年利润增长 36.42%，AI 算力需求释放》——2023-08-28
- 《天孚通信 (300394.SZ) -经营质量提升，800G 光器件实现量产》——2023-04-23
- 《天孚通信 (300394.SZ) -净利润同比增长 31%，创新业务持续可期》——2023-01-31
- 《天孚通信 (300394.SZ) -三季度业绩环比提升，光引擎加速成长》——2022-10-25

图1: 天孚通信营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 天孚通信单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 天孚通信归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



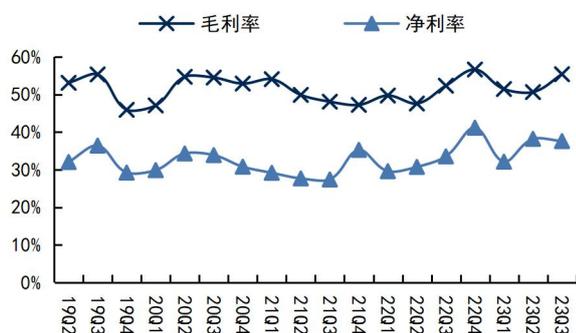
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 2023年归母净利润取业绩预告中值

图4: 天孚通信单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



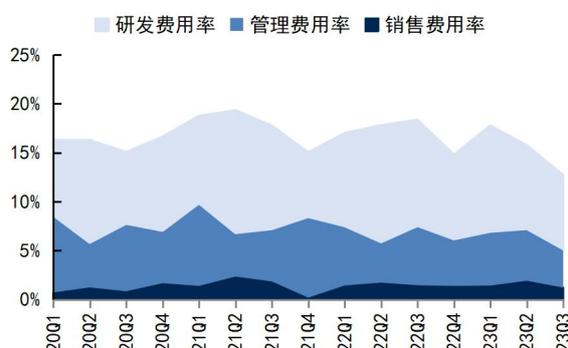
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 2023年四季度归母净利润基于业绩预告中值计算

图5: 天孚通信单季度毛利率、净利率变化情况



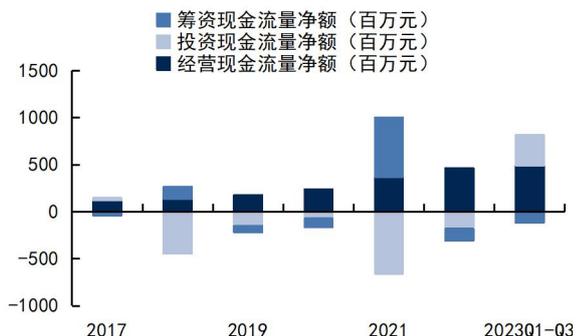
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 天孚通信单季度三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 天孚通信现金流量情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 天孚通信存货及季度变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测:

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1. 光无源器件:

公司目前营收占比较高的部分是光无源器件, 我们预计整体保持平稳增长。此前预计未来三年公司光无源器件增速为 10%/9%/5%, 毛利率保持稳中略降趋势。一方面传统数据中心侧需求有望逐步修复并维持平稳, 且考虑到 AI 从模型发布到后续应用规模落地均需要光器件支持, 因此需求具备长期持续性, 基于以上变化, 我们上调公司 2024-2025 年光无源器件部分业务增速, 预计未来三年公司光无源器件收入增速为 10%/10%/8%。

毛利率: 维持 2023-2025 年毛利率预测, 预计 2023-2025 年毛利率水平为 55.4%/54.5%/53.4%。

2. 光有源器件:

公司光有源器件里包括部分封装以及光引擎等业务, 其中光引擎的逐步上量推动公司光有源器件收入保持快速增长。此前, 我们预计未来三年公司光有源器件增速为 197%/109%/61%, 毛利率基本维持稳定。考虑到 AI 对于公司光有源业务的拉动已经开始体现, 我们预计在 AI 的持续发展驱动下, 公司光有源器件业务进展有望加速, 因此上调未来三年增速预期。预计 2023-2025 年公司光有源器件业务增速为 309%/170%/47%。

毛利率: 随着公司高速率产品产能利用率提升, 光有源器件毛利率有望修复, 基于此上调该预测, 预计 2023-2025 年光有源器件业务的毛利率为 46.3%/46.4%/46.0%。

费用预测:

研发费用: 维持此前研发费用率预测, 并预计 2023-2025 年随着收入快速增长研发费用率有所降低。

管理费用：维持此前管理费用率预测，并预计 2023-2025 年随着公司营收规模提升和管理效率提升管理费用率有望保持稳中下降趋势。

销售费用：维持此前销售费用率预测，并预计 2023-2025 年随着收入规模的快速增长公司销售费用率保持小幅下降趋势。

表1：天孚通信营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
光无源器件				
收入（百万元）	959.9	1053.4	1158.3	1252.4
增速（%）	4.3%	9.7%	10.0%	8.1%
毛利率（%）	55.0%	55.4%	54.5%	53.4%
光有源器件				
收入（百万元）	217.2	888.15	2400.9	3520.2
增速（%）	155.6%	308.9%	170.3%	46.6%
毛利率（%）	36.8%	46.3%	46.4%	46.0%
其他				
收入（百万元）	19	19	19	19
毛利率（%）	60.1%	60.1%	60.1%	60.1%
合计				
收入（百万元）	1196.4	1960.9	3578.5	4791.9
增速（%）	15.9%	63.9%	82.5%	33.9%
毛利率（%）	51.6%	50.7%	48.6%	47.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：考虑到 AI 正处于快速发展阶段，AI 对于光器件在内的基础硬件需求已经开始释放并具备长期可持续性，公司连续三个季度经营业绩保持稳步提升，我们上调公司 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润由 5.5/7.5/9.8 亿元调整至 7.0/12.6/16.4 亿元，对应 PE 分别为 52/29/22 倍。看好公司受益于 AI 算力基础设施需求持续释放，维持“买入”评级。

表2：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (1月19日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300394.SZ	天孚通信	买入	91.60	1.78	3.19	4.16	51.5	28.7	22.0	11.8	362
可比公司											
300620.SZ	光库科技	增持	39.41	0.39	0.63	0.89	102.3	62.1	44.2	5.7	97
300570.SZ	太辰光	无评级	35.39	0.78	1.18	1.45	45.4	30.0	24.3	6.1	81
688195.SH	腾景科技	无评级	28.80	0.40	0.65	0.90	72.7	44.1	31.8	4.2	37
300548.SZ	博创科技	无评级	23.54	0.80	0.97	1.15	29.4	24.3	20.5	3.1	67
平均							62.5	40.1	30.2	4.8	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测，其中光库科技、太辰光、腾景科技、博创科技采用 Wind 一致预期数据

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	515	673	1179	1455	2121	营业收入	1032	1196	1961	3579	4792
应收款项	281	324	484	882	1182	营业成本	520	579	967	1840	2516
存货净额	174	186	328	657	898	营业税金及附加	8	11	18	29	38
其他流动资产	84	104	137	250	335	销售费用	15	18	27	43	53
流动资产合计	1839	2169	2728	3845	5136	管理费用	68	63	93	149	179
固定资产	586	605	612	616	608	研发费用	100	123	173	290	371
无形资产及其他	53	50	49	48	47	财务费用	(4)	(20)	(26)	(37)	(50)
投资性房地产	65	69	69	69	69	投资收益	17	27	30	50	50
长期股权投资	7	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	(10)	(14)	20	30	30
资产总计	2551	2901	3466	4586	5868	其他收入	(88)	(108)	(163)	(250)	(331)
短期借款及交易性金融负债	4	3	3	3	3	营业利润	345	451	769	1385	1805
应付款项	102	116	202	395	545	营业外净收支	1	1	15	20	30
其他流动负债	73	114	156	299	407	利润总额	345	451	784	1405	1835
流动负债合计	180	233	361	697	955	所得税费用	37	46	78	140	183
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	2	3	6	8
其他长期负债	35	31	31	31	31	归属于母公司净利润	306	403	702	1258	1643
长期负债合计	35	31	31	31	31	现金流量表 (百万元)					
负债合计	215	264	392	728	986	净利润	306	403	702	1258	1643
少数股东权益	3	11	13	17	22	资产减值准备	4	0	0	0	(0)
股东权益	2333	2626	3061	3841	4860	折旧摊销	67	80	65	68	70
负债和股东权益总计	2551	2901	3466	4586	5868	公允价值变动损失	10	14	(20)	(30)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	(4)	(20)	(26)	(37)	(50)
每股收益	0.78	1.02	1.78	3.19	4.16	营运资本变动	(2)	(29)	(207)	(505)	(367)
每股红利	0.33	0.40	0.68	1.21	1.58	其它	(3)	1	2	4	5
每股净资产	5.96	6.66	7.75	9.73	12.31	经营活动现金流	384	469	542	795	1321
ROIC	22.00%	23.25%	35%	52%	56%	资本开支	0	(81)	(51)	(41)	(31)
ROE	13.13%	15.35%	23%	33%	34%	其它投资现金流	(558)	(97)	282	0	0
毛利率	50%	52%	51%	49%	48%	投资活动现金流	(556)	(179)	231	(41)	(31)
EBIT Margin	31%	34%	35%	34%	34%	权益性融资	(6)	32	0	0	0
EBITDA Margin	38%	40%	38%	36%	36%	负债净变化	(1)	0	0	0	0
收入增长	18%	16%	64%	82%	34%	支付股利、利息	(130)	(157)	(267)	(478)	(624)
净利润增长率	10%	32%	74%	79%	31%	其它融资现金流	778	150	0	0	0
资产负债率	9%	9%	12%	16%	17%	融资活动现金流	510	(132)	(267)	(478)	(624)
股息率	0.4%	0.4%	0.7%	1.3%	1.7%	现金净变动	338	158	506	276	666
P/E	117.1	89.6	51.5	28.7	22.0	货币资金的期初余额	177	515	673	1179	1455
P/B	15.4	13.7	11.8	9.4	7.4	货币资金的期末余额	515	673	1179	1455	2121
EV/EBITDA	92.7	75.2	48.9	28.5	21.8	企业自由现金流	0	332	421	628	1143
						权益自由现金流	0	482	444	661	1188

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032