

天孚通信 (300394.SZ)

高速率产品需求增长显著，积极降本增效

买入

核心观点

一季度营收和净利润环比基本持平。公司发布2023年报及2024年一季度报，2023年实现营业收入19.4亿元，同比增长62.0%，实现归母净利润7.3亿元，同比增长81.1%。2024年一季度，公司实现营业收入7.3亿元，同比增长155%，环比基本持平；实现归母净利润2.8亿元，同比增长202.7%，环比下降4.1%。整体来看，高速率产品需求快速增长带动公司业绩同比仍实现快速增长。根据公司公告，公司一季度营收、净利润环比基本持平，主要受制于春节后熟练工人短缺带来的阶段性产能紧缺问题。

积极降本增效，盈利能力同比提升。2023年公司无源光器件实现收入11.8亿元，同比增长23.3%，毛利率约60.3%；光有源器件实现收入7.5亿元，同比增长242.5%，毛利率约44.8%。有源器件放量下，公司盈利能力仍实现同比提升——2023年公司实现毛利率54.30%，同比+2.6pct；2024年一季度公司毛利率为55.5%，同比提升4.9pct。盈利能力增长主要受益于公司持续信息系统升级和自动化升级、江西生产基地降本增效，产能利用率明显提升。

加速全球布局，前瞻布局硅光等新技术方向。公司加速推动海外新加坡总部平台和泰国生产基地的建设，公告显示泰国建设的一期生产基地厂房预计于今年5月开始试生产。同时，公司长期前瞻布局光通信领域的硅光等技术方向，目前主要研发项目包括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器件产品开发等。OFC 2024展会期间，公司也展示了为1.6T/800G光模块配套应用的MuxTOSA、DemuxPOSA、LenseFAU等光引擎产品和解决方案。

积极分红回馈股东。公司2023年计划每10股派发现金红利10.00元，合计派发现金红利3.95亿元，占归母净利润比例超50%。公司拟以资本公积金转增股本，每10股转增4股。后续规划上，公司已拟定2024年中期分红安排。

风险提示：产能紧缺、物料短缺持续，高速光器件需求不及预期，竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司高速光器件产品线需求旺盛，充分受益AI发展趋势，随着产品线的不断拓展和高速光引擎重点产品逐步起量，我们上调公司2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为14.7/21.5/26.8亿元（原预计2024-2025年归母净利润为12.6/16.4亿元），对应PE分别为43/29/23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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,196	1,939	3,939	5,968	7,406
(+/-%)	15.9%	62.0%	103.2%	51.5%	24.1%
归母净利润(百万元)	403	730	1470	2154	2682
(+/-%)	31.5%	81.1%	101.4%	46.6%	24.5%
每股收益(元)	1.02	1.85	3.72	5.45	6.79
EBIT Margin	33.7%	40.8%	38.1%	38.4%	37.9%
净资产收益率(ROE)	15.3%	22.9%	35.8%	39.6%	37.8%
市盈率(PE)	155.0	85.8	42.6	29.1	23.3
EV/EBITDA	129.7	71.8	40.4	27.0	22.3
市净率(PB)	23.8	19.6	15.3	11.5	8.8

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

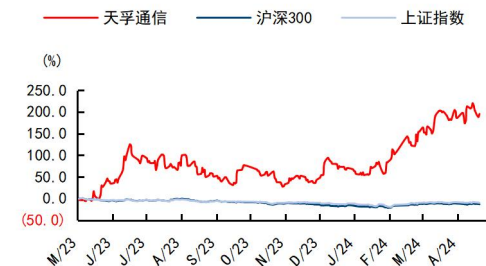
通信·通信设备

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	158.52元
总市值/流通市值	62597/56829百万元
52周最高价/最低价	173.99/50.00元
近3个月日均成交额	2430.55百万元

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)-四季度净利润创新高，高速率产品需求快速增长》——2024-01-22
- 《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

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、%)



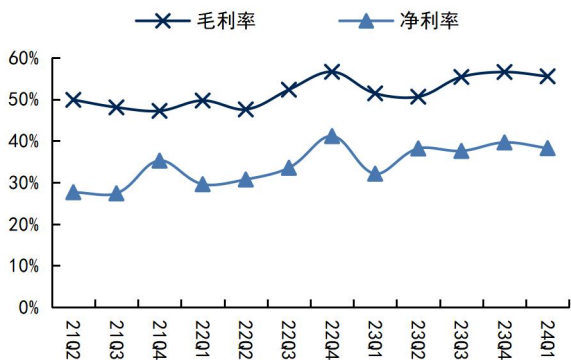
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 天孚通信单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



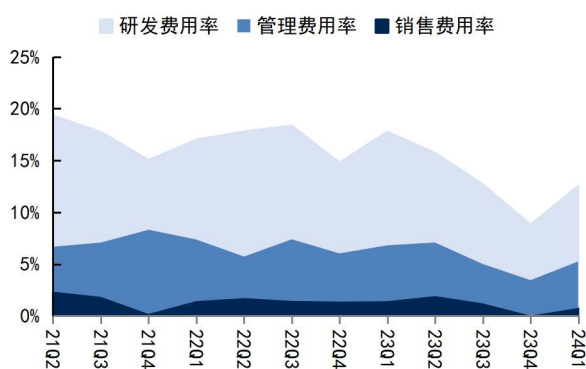
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 天孚通信单季度毛利率、净利率变化情况

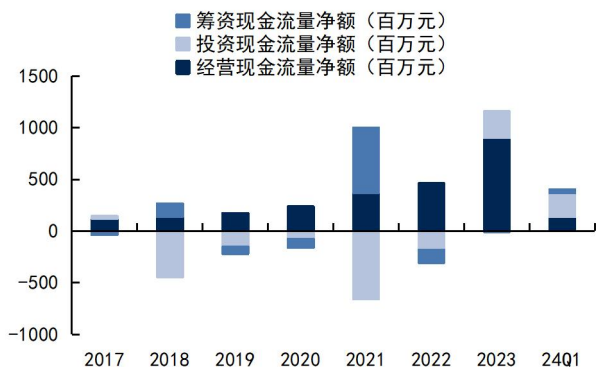


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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, 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, 我们预计公司 2024-2025 年光无源器件部分业务增速为 10%/9%。

毛利率: 考虑到公司持续降本增效, 产能利用率提升, 上调 2024-2025 年毛利率预测, 预计 2024-2025 年毛利率水平为 58.3%/56.3%。

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。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, 因此上调增速预期。我们预计 2024-2025 年公司光有源器件增速为 252%/73%。

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 49.1%/50.3%。

表1: 天孚通信营收拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
光无源器件				
收入 (百万元)	1183.3	1303.5	1416.0	1527.23
增速 (%)	23.3%	10.2%	8.6%	7.9%
毛利率 (%)	60.3%	58.3%	56.3%	54.9%
光有源器件				
收入 (百万元)	745.9	2625.9	4542.7	5869.2
增速 (%)	243.4%	252.0%	73.0%	29.2%
毛利率 (%)	44.8%	49.1%	50.3%	49.3%
其他				
收入 (百万元)	9	9	9	9
毛利率 (%)	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%
合计				
收入 (百万元)	1938.6	3938.8	5968.1	7405.8
增速 (%)	62.0%	103.2%	51.5%	24.1%
毛利率 (%)	54.3%	51.7%	51.3%	50.0%

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: 公司高速光器件产品线需求旺盛, 充分受益 AI 发展趋势, 随着产品线的不断拓展和高速光引擎重点产品逐步起量, 我们上调公司 2024-2025 年盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.7/21.5/26.8 亿元 (原预计 2024-2025 年归母净利润为 12.6/16.4 亿元), 对应 PE 分别为 43/29/23 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 (4月23日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
300394.SZ	天孚通信	买入	158.52	1.85	3.72	5.45	85.8	42.6	29.1	15.3	626
可比公司											
300620.SZ	光库科技	增持	41.32	0.24	0.48	0.66	172.2	86.2	63.0	5.6	103
300570.SZ	太辰光	无评级	39.95	0.67	1.17	1.54	59.6	34.3	25.9	5.8	91
688195.SH	腾景科技	无评级	23.76	0.32	0.56	0.77	74.3	42.8	30.8	3.2	31
300548.SZ	博创科技	无评级	22.17	0.28	0.59	0.79	79.2	37.6	28.2	3.6	64
	平均						96.3	50.2	37.0	4.6	

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	673	1864	1743	2645	4114	营业收入	1196	1939	3939	5968	7406
应收款项	324	431	1004	1487	1793	营业成本	579	886	1903	2906	3700
存货净额	186	256	653	985	1232	营业税金及附加	11	17	32	48	56
其他流动资产	104	58	177	269	333	销售费用	18	18	35	53	59
流动资产合计	2169	3045	4177	5986	8073	管理费用	63	83	183	241	269
固定资产	605	644	723	718	701	研发费用	123	143	287	430	518
无形资产及其他	50	49	48	47	46	财务费用	(20)	(59)	(50)	(61)	(95)
投资性房地产	69	152	152	152	152	投资收益	27	16	50	39	50
长期股权投资	8	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	(14)	(15)	30	30	30
资产总计	2901	3898	5107	6911	8980	其他收入	(108)	(132)	(257)	(410)	(478)
短期借款及交易性金融负债	3	2	2	2	2	营业利润	451	862	1660	2442	3018
应付款项	116	277	488	793	1074	营业外净收支	1	(21)	20	20	30
其他流动负债	114	225	312	476	601	利润总额	451	841	1680	2462	3048
流动负债合计	233	504	802	1270	1676	所得税费用	46	111	210	308	366
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	31	31	31	31	31	归属于母公司净利润	403	730	1470	2154	2682
长期负债合计	31	31	31	31	31	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	264	535	833	1301	1707	净利润	403	730	1470	2154	2682
少数股东权益	11	171	171	171	171	资产减值准备	0	8	3	0	(0)
股东权益	2626	3193	4104	5439	7102	折旧摊销	80	87	70	76	79
负债和股东权益总计	2901	3898	5107	6911	8980	公允价值变动损失	14	15	(30)	(30)	(30)
						财务费用	(20)	(59)	(50)	(61)	(95)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(29)	67	(788)	(438)	(212)
每股收益	1.02	1.85	3.72	5.45	6.79	其它	1	(8)	(3)	(0)	0
每股红利	0.40	0.50	1.41	2.07	2.58	经营活动现金流	469	900	722	1762	2520
每股净资产	6.66	8.08	10.39	13.77	17.99	资本开支	0	(118)	(121)	(41)	(31)
ROIC	23.25%	31.67%	45%	64%	74%	其它投资现金流	(97)	446	(164)	0	0
ROE	15.35%	22.86%	36%	40%	38%	投资活动现金流	(98)	328	(285)	(41)	(31)
毛利率	52%	54%	52%	51%	50%	权益性融资	2	191	0	0	0
EBIT Margin	34%	41%	38%	38%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	45%	40%	40%	39%	支付股利、利息	(157)	(198)	(559)	(819)	(1019)
收入增长	16%	62%	103%	52%	24%	其它融资现金流	98	168	0	0	0
净利润增长率	32%	81%	101%	47%	25%	融资活动现金流	(214)	(36)	(559)	(819)	(1019)
资产负债率	9%	18%	20%	21%	21%	现金净变动	158	1191	(121)	902	1469
股息率	0.3%	0.3%	0.9%	1.3%	1.6%	货币资金的期初余额	515	673	1864	1743	2645
P/E	155.0	85.8	42.6	29.1	23.3	货币资金的期末余额	673	1864	1743	2645	4114
P/B	23.8	19.6	15.3	11.5	8.8	企业自由现金流	0	724	473	1602	2303
EV/EBITDA	129.7	71.8	40.4	27.0	22.3	权益自由现金流	0	892	517	1656	2387

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