

## 网络接配及塔设

## 天孚通信（300394.SZ）

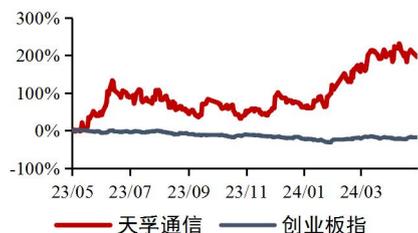
## 买入-A(维持)

万品入精精益求精制造，持续受益光子集成市场高增长

2024年5月6日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2024年5月6日

收盘价(元):	153.53
年内最高/最低(元):	173.99/50.00
流通A股/总股本(亿):	3.58/3.95
流通A股市值(亿):	550.40
总市值(亿):	606.27

## 基础数据：2024年3月31日

基本每股收益(元):	0.71
摊薄每股收益(元):	0.71
每股净资产(元):	9.27
净资产收益率(%):	7.64

资料来源：最闻

## 分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

## 事件描述

公司发布 2023 年报及 2024 一季报。2023 年，公司实现营收 19.4 亿元，同比+62.0%，实现归母净利润 7.3 亿元，同比+81.1%；单 23Q4 来看，公司实现营收 7.3 亿元，环比+35.2%，实现归母净利润 2.9 亿元，环比+45%，2023 年业绩持续环比增长。2024 年 Q1，公司实现营收 7.3 亿元，同比大幅增长 155.0%，环比持平；归母净利润为 2.8 亿元，同比大幅增长 202.7%，环比下滑 4.1%。

## 事件点评

➤ **受益于数通高端新品上量，2023 年无源器件稳健增长，有源器件快速爆发。**天孚 2023 年无源器件实现收入 11.8 亿，同比增长 23.3%，同时毛利率为 60.3%，同比增加 5.2%。公司的无源产品目前有十三大产品线，基本涵盖了光模块制造所需的所有无源光学器件、封装配套和光纤接口器件。受益于 AI 高速数通光模块需求爆发，微透镜、隔离器、FA、光纤适配器等需求旺盛，公司是全球光模块龙头厂商的重要供应商，且产品具有定制性高、工艺难度高等特征，保持较好毛利率。同时海外光模块厂商受制于产能爬坡和良率困难，客观产生了光引擎外包需求。2023 年公司有源器件产生营收 7.5 亿元，同比大幅增长 242.5%，毛利率也达到 44.8%，同比增加 8.0%。我们看到来自 2023 年第一大客户 Fabrinet 的收入为 10.4 亿元，而 Fabrinet 则是英伟达的光模块 ODM 合作伙伴。

➤ **24Q1 业绩表现同比高增，环比基本持平。**2023 年，公司的高端光模块配套无源有源产品处于产能持续爬坡过程中，因春节前后生产人员流动性提高，出现阶段性产能紧缺情况，故一季度环比基本持平。我们认为公司在手订单依然十分饱满，正在通过持续扩产满足客户可能持续环比增加的需求。2024Q1，公司在建工程、固定资产账面余额分别环比增长了 101%、8.3%；此外 Q1 合同负债为 1.1 亿元，同比 23Q1 也是大幅增长。展望 2024 年，公司无源器件、400G/800G 光引擎等将持续受益于 GPU 配套需求的快速增长，公司通过良好的产品性能表现和交付能力与客户保持着良好合作关系；此外面向客户下一代 1.6T 的新品已进入小批量出货状态，有望率先受益于 1.6T 市场起量。

➤ **AI 浪潮驱动硅光等光子集成技术快速渗透，公司受益于定制化无源器件和光引擎封装需求增长。**2023 年全球各类光模块无源器件市场或超过 20 亿美金，无源器件品类繁多，给客户认证集成带来成本，模组化集成化为未来趋势。天孚持续拓展无源产品线，目前已形成了覆盖精密陶瓷、工程塑料、



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



复合金属、光学玻璃等多种材料工艺平台完整解决方案，以模块化解决方案拓展客户并提升单客户光模块配套价值量。硅光作为重要的光子集成技术快速发展，硅光模块需要解决光源耦合、光纤耦合、光电混合集成三大工艺问题，形成了保偏 FA、硅光 demux、硅光引擎封装等具有特色的配套产品需求，同时硅光芯片 fabless 公司需要光引擎封测环节以提高产品通用性和良率。公司在研项目包括各种 FA 器件、硅光模块特殊光纤器件及单通道高功率激光器产品等，将持续受益于硅光产业链的专业分工趋势。

➤ **光器件精益制造代表，盈利能力有望保持业内领先水平。**天孚坚持“万品入精”、“现场现物”的匠心意识，近五年研发费用 CAGR 27.8%。我们认为公司能够保持业内较高的毛利率、净利率原因：1) 无源器件相比有源材料占比低、制造、人工费用占比高，规模上量后成本优化空间大；2) 坚持面向高端客户高端产品；3) 始终面向解决光电混合集成封装中客户面对的难题提供对应产品；4) 精益制造，费用成本管控能力强；5) 有源器件使用自产无源材料，增加良率降低成本。

#### 投资建议

➤ 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.5/20.0/26.4 亿元，EPS 分别为 3.41/5.06/6.68，对应 4 月 30 日收盘价 P/E 分别为 45.0/30.3/23.0，维持“买入-A”评级。

#### 风险提示

**1、GPU 等出货不及预期公司有源业务增长放缓或下滑风险。**公司有源器件收入主要来自于配套 fabrinet 等高端光模块客户，若 AI 需求不及预期增速有下滑风险。

**2、毛利率下滑风险。**由于有源业务占比提升以及竞争对手进入等影响，公司毛利率可能发生下滑风险。

**3、有源新品研发不及预期导致客户端份额下滑风险。**有源产品速率迭代迅速，公司新品配套研发进度或生产良率不及预期可能导致份额及收入下滑风险。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,196	1,939	3,609	5,686	7,956
YoY(%)	15.9	62.0	86.2	57.6	39.9
净利润(百万元)	403	730	1,347	2,000	2,637
YoY(%)	31.5	81.1	84.6	48.5	31.8
毛利率(%)	51.6	54.3	53.4	50.9	48.2
EPS(摊薄/元)	1.02	1.85	3.41	5.06	6.68
ROE(%)	15.4	21.7	28.7	30.3	28.7
P/E(倍)	150.5	83.1	45.0	30.3	23.0
P/B(倍)	23.1	19.0	13.4	9.4	6.7
净利率(%)	33.7	37.6	37.3	35.2	33.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2169	3045	4639	6991	10048
现金	673	1864	2617	4555	6654
应收票据及应收账款	323	428	970	1233	1850
预付账款	3	4	13	10	24
存货	186	256	545	696	1023
其他流动资产	984	493	494	496	498
<b>非流动资产</b>	732	853	865	826	748
长期投资	8	8	9	10	10
固定资产	592	616	650	621	570
无形资产	50	49	45	40	36
其他非流动资产	82	179	161	155	132
<b>资产总计</b>	2901	3898	5504	7818	10796
<b>流动负债</b>	233	504	759	1169	1555
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	116	277	469	769	1059
其他流动负债	117	227	291	400	496
<b>非流动负债</b>	31	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	31	31
<b>负债合计</b>	264	535	791	1200	1586
少数股东权益	11	171	174	176	181
股本	394	395	395	395	395
资本公积	1046	1073	1073	1073	1073
留存收益	1195	1727	2470	3571	5024
归属母公司股东权益	2626	3193	4540	6441	9028
<b>负债和股东权益</b>	2901	3898	5504	7818	10796

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	464	902	737	1920	1928
净利润	405	730	1351	2002	2642
折旧摊销	83	90	73	81	82
财务费用	-20	-59	-74	-125	-183
投资损失	-27	-16	-26	-32	-38
营运资金变动	-10	66	-584	-4	-572
其他经营现金流	33	91	-2	-2	-2
<b>投资活动现金流</b>	-180	258	-57	-7	37
<b>筹资活动现金流</b>	-128	-9	72	26	133
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.85	3.41	5.06	6.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	2.28	1.87	4.86	4.88
每股净资产(最新摊薄)	6.65	8.08	11.50	16.31	22.86

## 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1196	1939	3609	5686	7956
营业成本	579	886	1682	2792	4124
营业税金及附加	11	17	32	50	70
营业费用	18	18	29	45	60
管理费用	63	83	148	216	294
研发费用	123	143	253	387	533
财务费用	-20	-59	-74	-125	-183
资产减值损失	-14	-23	-43	-67	-94
公允价值变动收益	2	1	2	1	2
投资净收益	27	16	26	32	38
<b>营业利润</b>	451	862	1540	2303	3018
营业外收入	3	0	2	1	1
营业外支出	3	21	12	17	14
<b>利润总额</b>	451	841	1530	2288	3005
所得税	46	111	179	285	364
<b>税后利润</b>	405	730	1351	2002	2642
少数股东损益	2	-0	3	2	5
<b>归属母公司净利润</b>	403	730	1347	2000	2637
EBITDA	519	890	1554	2290	2964

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.9	62.0	86.2	57.6	39.9
营业利润(%)	30.7	91.3	78.7	49.5	31.0
归属于母公司净利润(%)	31.5	81.1	84.6	48.5	31.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	51.6	54.3	53.4	50.9	48.2
净利率(%)	33.7	37.6	37.3	35.2	33.1
ROE(%)	15.4	21.7	28.7	30.3	28.7
ROIC(%)	14.8	21.6	28.6	29.9	28.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	9.1	13.7	14.4	15.4	14.7
流动比率	9.3	6.0	6.1	6.0	6.5
速动比率	8.1	5.4	5.3	5.3	5.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.0	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	5.3	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>估值比率</b>					
P/E	150.5	83.1	45.0	30.3	23.0
P/B	23.1	19.0	13.4	9.4	6.7
EV/EBITDA	113.9	65.8	37.2	24.4	18.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

