

天孚通信 (300394)

证券研究报告

2024年05月08日

业绩同比高增环比基本持平，期待扩产加速业绩释放

事件：公司发布2024年一季报，营业收入实现7.32亿元，同比+154.95%，环比-0.11%；归母净利润实现2.79亿元，同比+202.68%，环比-4.10%。

Q1 环比增长短期受限于产能：公司Q1业绩同比高增但环比微降，原因在于：1) 下游客户需求依然旺盛，但一季度公司人员切换导致供给侧尚有缺口，新员工熟练度和效率有待提升；2) AI光模块上量阶段客户对产品性能要求较高，高速产品良率爬坡仍需要时间及经验的累积；3) 一季度暂时性出现部分原材料紧缺的问题，但目前已缓解。我们认为，随着Q2公司人力矛盾已经缓解以及泰国工厂即将在五月下旬开始样品交付，公司产能压力有望逐步缓解。

良率改善有望拉动毛利率持续提升：公司24Q1毛利率55.51%，同增4.09pct环降1.04pct，同比盈利能力增强主要因为：1) 客户产品速率向高端发展；2) 江西生产基地降本增效。我们推测环比下降原因：1) 有源产品成本结构和光无源期间有较大差异，随着相对毛利较低的有源产品占比提升或将导致综合毛利率较23Q4有一定下滑；2) 有源产品可能出现价格的正常年降。我们判断，未来产品良率提升有望带动盈利能力持续增强。

费用率环比微增，收入规模扩张后费用率有望压缩：24Q1期间费用率同减3.91pct，收入规模快速扩张带动费用率有望持续摊薄。24Q1环比23Q4期间费用率+1.01pct，销售/管理/研发费用率分别环比+0.74/+1.08/+1.89pct，主要系股权激励计提、薪酬增加导致费用较大增长，财务费用率-2.70pct，主要系汇兑收益影响。

发货提速，预付设备款&合同负债显著增长：公司存货23一季末/23年底/24年一季末分别为1.78/2.56/2.34亿元，我们推测一季末存货减少或由于发货提速导致库存消耗，存货结构优化；预付账款23一季末/23年底/24年一季末分别为500/388/1180万元，设备款增加或将印证公司订单充足扩产信心充足；合同负债23一季末/23年底/24年一季末分别为0.33/0.84/1.08亿元，预收客户款项显著增长。

与Fabrinet充分绑定，大客户占比过半：23年国内收入减少31.8%，海外增长131.3%，外销占比由2022年的57.6%提升至2023年的82.1%。其中，第一大客户Fabrinet收入达10.4亿元，占比53.6%。除约7亿的有源产品收入外，公司给Fabrinet供应MPO及FA等配套无源器件收入预计超过3亿。未来无源+有源业务充分受益于海外AI建设。

投资建议：公司位于光模块上游，充分受益全球数通市场高景气，叠加公司产品线的不断拓展、光引擎重点产品量产，未来成长动力十足。我们预测公司24-26年归母净利润为15.35/24.51/33.91亿元，对应24-26年PE为42X/26X/19X，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

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	153.53元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	394.89
流通A股股本(百万股)	358.50
A股总市值(百万元)	60,626.97
流通A股市值(百万元)	55,040.49
每股净资产(元)	8.84
资产负债率(%)	12.49
一年内最高/最低(元)	173.99/50.00

作者

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

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

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《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
- 《天孚通信-公司点评:业绩接近预告上限，降本增效成效显著》2024-03-15
- 《天孚通信-公司点评:23年业绩或超预期，高速率产品持续扩产提量》2024-01-23

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,196.39	1,938.60	3,840.42	6,165.38	8,394.96
增长率(%)	15.89	62.04	98.10	60.54	36.16
EBITDA(百万元)	651.52	1,055.54	1,779.91	2,784.23	3,793.47
归属母公司净利润(百万元)	402.94	729.88	1,535.27	2,450.74	3,391.40
增长率(%)	31.51	81.14	110.35	59.63	38.38
EPS(元/股)	1.02	1.85	3.89	6.21	8.59
市盈率(P/E)	158.12	87.30	41.50	26.00	18.79
市净率(P/B)	24.26	19.96	15.78	11.83	8.79
市销率(P/S)	53.26	32.87	16.59	10.33	7.59
EV/EBITDA	12.90	32.11	34.78	21.65	15.55

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	672.61	1,864.10	1,436.71	3,060.54	4,351.92
应收票据及应收账款	322.98	428.41	1,577.14	1,574.05	2,390.23
预付账款	3.14	3.88	49.05	34.44	76.85
存货	186.44	255.65	843.61	926.30	1,392.18
其他	983.55	493.09	499.91	499.85	506.13
流动资产合计	2,168.73	3,045.13	4,406.42	6,095.18	8,717.32
长期股权投资	8.05	8.29	8.29	8.29	8.29
固定资产	592.05	616.49	623.15	614.16	592.93
在建工程	12.69	27.64	30.11	20.09	24.07
无形资产	50.35	49.15	47.65	46.15	44.65
其他	69.06	151.53	149.33	147.20	147.20
非流动资产合计	732.19	853.09	858.52	835.88	817.13
资产总计	2,900.92	3,898.22	5,264.94	6,931.06	9,534.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	115.89	276.83	751.19	985.34	1,564.99
其他	83.07	143.34	269.99	347.28	496.36
流动负债合计	198.96	420.17	1,021.17	1,332.62	2,061.36
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	30.76	31.14	31.14	31.14	31.14
非流动负债合计	30.76	31.14	31.14	31.14	31.14
负债合计	263.91	535.01	1,052.31	1,363.76	2,092.50
少数股东权益	11.20	170.69	174.38	181.15	190.52
股本	393.98	394.89	394.89	394.89	394.89
资本公积	1,046.33	1,073.38	1,074.71	1,074.71	1,074.71
留存收益	1,194.73	1,727.23	2,571.63	3,919.53	5,784.80
其他	(9.23)	(2.97)	(2.97)	(2.97)	(2.97)
股东权益合计	2,637.02	3,363.21	4,212.63	5,567.31	7,441.95
负债和股东权益总计	2,900.92	3,898.22	5,264.94	6,931.06	9,534.45

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	404.94	729.88	1,535.27	2,450.74	3,391.40
折旧摊销	82.71	89.58	102.37	115.50	128.75
财务费用	(2.07)	(2.41)	(85.28)	(101.94)	(158.53)
投资损失	(26.58)	(15.58)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(17.61)	88.43	(1,269.19)	248.65	(602.01)
其它	22.28	11.97	6.71	12.32	17.04
经营活动现金流	463.66	901.87	269.88	2,705.26	2,756.66
资本支出	100.35	125.26	110.00	95.00	110.00
长期投资	0.59	0.24	0.00	0.00	0.00
其他	(281.14)	132.99	(200.00)	(170.00)	(200.00)
投资活动现金流	(180.19)	258.49	(90.00)	(75.00)	(90.00)
债权融资	19.40	57.45	85.28	101.94	158.53
股权融资	(151.00)	34.21	(692.56)	(1,108.37)	(1,533.80)
其他	3.30	(101.10)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(128.29)	(9.44)	(607.28)	(1,006.44)	(1,375.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
现金净增加额	155.17	1,150.91	(427.40)	1,624.83	1,293.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,196.39	1,938.60	3,840.42	6,165.38	8,394.96
营业成本	578.84	885.88	1,832.10	3,005.52	4,173.27
营业税金及附加	10.79	16.93	24.19	33.91	40.30
销售费用	17.98	18.20	29.19	41.31	50.37
管理费用	62.60	82.60	126.73	184.96	201.48
研发费用	122.72	143.26	176.66	258.95	293.82
财务费用	(20.14)	(58.90)	(85.28)	(101.94)	(158.53)
资产/信用减值损失	(14.38)	(22.68)	0.50	(4.00)	(3.85)
公允价值变动收益	2.34	1.20	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.58	15.58	20.00	21.00	22.00
其他	(41.53)	(5.52)	0.00	0.00	0.00
营业利润	450.59	862.07	1,757.32	2,759.67	3,812.40
营业外收入	3.12	0.21	2.14	2.35	2.59
营业外支出	2.56	21.29	23.00	25.30	27.83
利润总额	451.15	840.99	1,736.46	2,736.72	3,787.16
所得税	46.22	111.11	194.48	273.67	378.72
净利润	404.94	729.88	1,541.98	2,463.05	3,408.44
少数股东损益	1.99	(0.00)	6.71	12.32	17.04
归属于母公司净利润	402.94	729.88	1,535.27	2,450.74	3,391.40
每股收益(元)	1.02	1.85	3.89	6.21	8.59

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	15.89%	62.04%	98.10%	60.54%	36.16%
营业利润	30.70%	91.32%	103.85%	57.04%	38.15%
归属于母公司净利润	31.51%	81.14%	110.35%	59.63%	38.38%
获利能力					
毛利率	51.62%	54.30%	52.29%	51.25%	50.29%
净利率	33.68%	37.65%	39.98%	39.75%	40.40%
ROE	15.35%	22.86%	38.02%	45.50%	46.77%
ROIC	38.45%	66.66%	157.51%	107.67%	168.24%
偿债能力					
资产负债率	9.10%	13.72%	19.99%	19.68%	21.95%
净负债率	-25.39%	-55.38%	-34.07%	-54.94%	-58.46%
流动比率	9.30	6.04	4.32	4.57	4.23
速动比率	8.50	5.54	3.49	3.88	3.55
营运能力					
应收账款周转率	3.97	5.16	3.83	3.91	4.24
存货周转率	6.64	8.77	6.99	6.97	7.24
总资产周转率	0.44	0.57	0.84	1.01	1.02
每股指标(元)					
每股收益	1.02	1.85	3.89	6.21	8.59
每股经营现金流	1.17	2.28	0.68	6.85	6.98
每股净资产	6.65	8.08	10.23	13.64	18.36
估值比率					
市盈率	158.12	87.30	41.50	26.00	18.79
市净率	24.26	19.96	15.78	11.83	8.79
EV/EBITDA	12.90	32.11	34.78	21.65	15.55
EV/EBIT	14.71	35.00	36.90	22.59	16.10

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