

# 天孚通信 (300394)

证券研究报告  
2024年08月25日

## 受益生产效率增强+产品结构优化, 公司盈利能力持续提升

**事件:** 公司发布24年半年报, 营收15.56亿元, 同增134.27%, 归母净利润6.54亿元, 同增177.2%; 公司预计实现扣非后归母净利润6.4亿元, 同增184.24%。

### 二季度净利润环比高增, 盈利能力显著提升

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, 推动公司有源和无源产品线业绩同比高增。(1) 无源产品: 收入6.97亿元, 同增63.39%, 公司无源产品结构向高速迭代, 盈利能力提升显著;(2) 有源业务: 收入8.20亿元, 同增267.35%, 业绩同比高增预计主要受益于海外AIDC建设对高速光引擎产品需求的快速增长。

单季度看, 公司Q2收入8.24亿元, 同增118.54%环增12.66%, 归母净利润3.75亿元, 同增160.88%环增34.58%。公司收入端稳健, 利润端环比高增, 盈利能力显著提升。

### 无源产品结构优化, 有源产品规模增长, 毛利率持续提升

公司上半年毛利率同比提升6.81pct, 达到57.77%。

分季度看, Q1单季度毛利率同比提升4.09pct至55.52pct, Q2单季度毛利率同比提升9.17pct至59.78%。我们判断Q2毛利率环比大幅提升原因: 1) 公司24H1海外销售占比达80%, 上半年美元对人民币汇率持续升值对毛利率有正向影响; 2) 高速产品持续上量业务结构优化; 3) Q1公司人员切换导致供给侧尚有缺口, Q2新员工熟练度和效率预计有所提升。

分业务看, H1无源业务毛利率提升13.89pct至68.94%, 主要源于行业技术迭代变化, 客户产品速率向高端发展; 有源业务毛利率提升5.37pct至46.84%, 主要源于江西生产基地持续降本增效, 产线信息系统及自动化升级及产能利用率有所提高。

### 期间费用率缩减, 研发投入维持较高水平

24H1期间费用率缩减1.16pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别减少0.80/1.21/2.35/-3.20pct。销售规模大幅扩张的趋势下公司费用率有望持续摊薄。绝对值来看, 管理费用增长81.32%, 主要因计提股权激励费用增加; 研发投入增长76.64%, 公司在光器件整体解决方案和先进光学封装制造方面持续深化研发设计和工艺开发能力。

**海内外产能布局稳步推进:** 海外新加坡总部平台和泰国生产基地的建设有序推动。6月起新加坡总部已运营, 泰国一期厂房已经投入使用, 相关产线已进入样品阶段, 等待客户认证, 二期厂房预计最快在今年年底投入使用。未来天孚之星有望100%并表, 将进一步增厚归属上市公司股东的利润。

**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, 成长动力十足。考虑到中报毛利率及净利润率提升显著, 及天孚之星100%并表, 我们上调公司24-26年归母净利润15.35/24.51/33.91亿元至15.81/28.87/36.99亿元, 对应24-26年29X/16X/12X, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 下游需求低预期; 新产品进展慢于预期; 疫情影响超预期; 国内外电信领域需求不及预期

### 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	82.44元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	553.91
流通A股股本(百万股)	552.74
A股总市值(百万元)	45,664.48
流通A股市值(百万元)	45,568.21
每股净资产(元)	6.32
资产负债率(%)	14.14
一年内最高/最低(元)	173.99/68.59

### 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-季报点评:业绩同比高增环比基本持平,期待扩产加速业绩释放》2024-05-08
- 《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

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	3,840.34	6,793.15	8,488.83
增长率(%)	15.89	62.04	98.10	76.89	24.96
EBITDA(百万元)	651.52	1,055.54	1,846.67	3,227.34	4,068.38
归属母公司净利润(百万元)	402.94	729.88	1,580.74	2,886.67	3,698.74
增长率(%)	31.51	81.14	116.58	82.62	28.13
EPS(元/股)	0.73	1.32	2.85	5.21	6.68
市盈率(P/E)	113.33	62.56	28.89	15.82	12.35
市净率(P/B)	17.39	14.30	10.82	7.86	5.82
市销率(P/S)	38.17	23.56	11.89	6.72	5.38
EV/EBITDA	12.90	32.11	23.64	13.05	9.85

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)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	672.61	1,864.10	1,633.14	3,185.99	5,214.79	营业收入	1,196.39	1,938.60	3,840.34	6,793.15	8,488.83
应收票据及应收账款	322.98	428.41	1,577.10	1,894.95	2,113.66	营业成本	578.84	885.88	1,762.02	3,234.45	4,066.74
预付账款	3.14	3.88	47.03	42.82	65.63	营业税金及附加	10.79	16.93	24.19	37.36	40.75
存货	186.44	255.65	801.56	1,103.17	1,156.13	销售费用	17.98	18.20	29.19	45.51	50.93
其他	983.55	493.09	499.90	501.73	504.52	管理费用	62.60	82.60	126.73	156.24	169.78
<b>流动资产合计</b>	<b>2,168.73</b>	<b>3,045.13</b>	<b>4,558.73</b>	<b>6,728.66</b>	<b>9,054.73</b>	研发费用	122.72	143.26	168.97	224.17	237.69
长期股权投资	8.05	8.29	8.29	8.29	8.29	财务费用	(20.14)	(58.90)	(89.37)	(108.64)	(179.11)
固定资产	592.05	616.49	616.56	604.12	579.19	资产/信用减值损失	(14.38)	(22.68)	0.50	(4.00)	(3.85)
在建工程	12.69	27.64	27.64	27.64	27.64	公允价值变动收益	2.34	1.20	0.00	0.00	0.00
无形资产	50.35	49.15	47.65	46.15	44.65	投资净收益	26.58	15.58	10.00	11.00	12.00
其他	69.06	151.53	149.33	147.20	147.20	其他	(41.53)	(5.52)	0.00	0.00	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>732.19</b>	<b>853.09</b>	<b>849.46</b>	<b>833.39</b>	<b>806.96</b>	<b>营业利润</b>	<b>450.59</b>	<b>862.07</b>	<b>1,829.11</b>	<b>3,211.05</b>	<b>4,110.21</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,900.92</b>	<b>3,898.22</b>	<b>5,408.20</b>	<b>7,562.06</b>	<b>9,861.69</b>	营业外收入	3.12	0.21	2.14	2.35	2.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.56	21.29	23.00	25.30	27.83
应付票据及应付账款	115.89	276.83	711.86	1,156.93	1,328.30	<b>利润总额</b>	<b>451.15</b>	<b>840.99</b>	<b>1,808.25</b>	<b>3,188.10</b>	<b>4,084.97</b>
其他	83.07	143.34	268.43	381.57	465.31	所得税	46.22	111.11	220.61	286.93	367.65
<b>流动负债合计</b>	<b>198.96</b>	<b>420.17</b>	<b>980.29</b>	<b>1,538.50</b>	<b>1,793.61</b>	<b>净利润</b>	<b>404.94</b>	<b>729.88</b>	<b>1,587.64</b>	<b>2,901.17</b>	<b>3,717.33</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1.99	(0.00)	6.91	14.51	18.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>402.94</b>	<b>729.88</b>	<b>1,580.74</b>	<b>2,886.67</b>	<b>3,698.74</b>
其他	30.76	31.14	31.14	31.14	31.14	每股收益(元)	0.73	1.32	2.85	5.21	6.68
<b>非流动负债合计</b>	<b>30.76</b>	<b>31.14</b>	<b>31.14</b>	<b>31.14</b>	<b>31.14</b>						
<b>负债合计</b>	<b>263.91</b>	<b>535.01</b>	<b>1,011.43</b>	<b>1,569.64</b>	<b>1,824.75</b>						
少数股东权益	11.20	170.69	174.49	182.46	192.69	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	393.98	394.89	553.91	553.91	553.91	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,046.33	1,073.38	1,074.71	1,074.71	1,074.71	营业收入	15.89%	62.04%	98.10%	76.89%	24.96%
留存收益	1,194.73	1,727.23	2,596.64	4,184.30	6,218.61	营业利润	30.70%	91.32%	112.18%	75.55%	28.00%
其他	(9.23)	(2.97)	(2.97)	(2.97)	(2.97)	归属于母公司净利润	31.51%	81.14%	116.58%	82.62%	28.13%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,637.02</b>	<b>3,363.21</b>	<b>4,396.77</b>	<b>5,992.42</b>	<b>8,036.94</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,900.92</b>	<b>3,898.22</b>	<b>5,408.20</b>	<b>7,562.06</b>	<b>9,861.69</b>	毛利率	51.62%	54.30%	54.12%	52.39%	52.09%
						净利率	33.68%	37.65%	41.16%	42.49%	43.57%
						ROE	15.35%	22.86%	37.44%	49.68%	47.15%
						ROIC	38.45%	66.66%	162.04%	127.78%	158.69%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	9.10%	13.72%	18.70%	20.76%	18.50%
						净负债率	-25.39%	-55.38%	-37.11%	-53.14%	-64.87%
						流动比率	9.30	6.04	4.65	4.37	5.05
						速动比率	8.50	5.54	3.83	3.66	4.40
						<b>营运能力</b>					
						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	7.27	7.13	7.51
						总资产周转率	0.44	0.57	0.83	1.05	0.97
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.73	1.32	2.85	5.21	6.68
						每股经营现金流	0.84	1.63	0.58	5.13	6.52
						每股净资产	4.74	5.76	7.62	10.49	14.16
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	113.33	62.56	28.89	15.82	12.35
						市净率	17.39	14.30	10.82	7.86	5.82
						EV/EBITDA	12.90	32.11	23.64	13.05	9.85
						EV/EBIT	14.71	35.00	25.01	13.52	10.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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