

网络接配及塔设

天孚通信（300394.SZ）

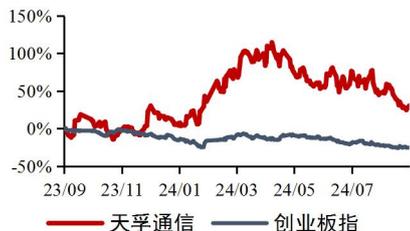
买入-A(维持)

高速光模块无源和有源需求均保持强劲，期待 1.6T 新产品上量

2024 年 9 月 10 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 9 月 9 日

收盘价(元):	73.90
年内最高/最低(元):	173.99/68.59
流通 A 股/总股本(亿):	5.53/5.54
流通 A 股市值(亿):	408.48
总市值(亿):	409.34

基础数据：2024 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	1.18
摊薄每股收益(元):	1.18
每股净资产(元):	6.76
净资产收益率(%):	17.51

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 2024 年半年报。2024 上半年公司实现营收 15.6 亿元，同比+134.3%；实现归母净利润 6.5 亿元，同比+177.2%，扣非归母净利润为 6.4 亿元，同比+184.2%，同比增幅较为显著。环比来看，单 Q2 公司收入 8.2 亿元，环比+12.7%，归母净利润 3.8 亿元，环比+34.6%，利润较收入环比增速更快。

事件点评

➢ 上半年无源和有源产品出货均保持强劲，产能扩张和定制化特点形成优秀毛利率。上半年公司光无源器件、光有源器件分别实现收入 7.0 亿、8.2 亿元，分别同比+63.4%、+267.4%。受益于全球 AI 发展和算力需求的增加，高速光器件产品需求持续稳定增长，Lightcounting 最新报告预测 2024 年全球 AI 集群光模块市场将增长一倍多，并在 2025-2026 年间继续。公司的无源产品覆盖了隔离器、滤光片、Fiber Array、多模用塑料透镜等，受益于主流光模块厂商销售增长。Fabrinet 作为公司 2023 年第一大客户，今年订单饱满，24Q2 收入同、环比分别+15%、+3%。从毛利率来看，上半年无源器件、有源器件毛利率分别为 68.9%、46.8%，分别同比+13.9pct、+5.4pct，Q2 无源器件人工产能的扩充、产品结构的高端化、有源器件良率的提升是主要原因。

➢ 高速光模块无源器件将向定制化和硅光路线发展，公司产品优势明显，客户质量高。随着高速光模块向 1.6T 发展，EML、硅光技术路线将并行发展，无源器件尤其是 Fiber Array、AWG、硅透镜以及 CW 激光器的封装等具有显著的定制化特点，头部客户呈现高端化趋势明显。从半年报披露的公司研发支出项目来看，包括“适用于各种特殊应用场景的 Fiber Array 器件产品”、“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”、“适用于 CPO-ELS 模块应用的多通道高功率激光器”、“单波 200G 光发射器件”、“适用于 CPO 的多通道光纤耦合阵列”、“高速光模块的多通道接收波长解复用器件 POSA”等等。公司的无源器件与客户从概念研发阶段即切入，具有高精度、高可靠性、高一一致性、数据离散性好等特性。上半年公司为高速率、硅光配套的相关无源器件扩产相对较多，还将继续努力扩产，下半年有望保持环比增长。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **有源模组产品随大客户出货节奏有望继续环比增长，展望 2025 1.6T 产品将带来更高价值量。**随着英伟达 GB200 CX8 配套网卡和交换机的出货，2025 年有望成为 1.6T 放量元年。公司 2023 年第一大客户 Fabrinet 是泰国光模块 ODM 主要供应商，与北美 AI 算力客户保持良好合作关系。2024 财年（23Q2-24Q2 自然年）Fabrinet 数通收入同比增长 120%以上，24Q2 800G 以上数通收入 2.6 亿美元，收入占比 34.4%，已成为 Fabrinet 增长核心驱动力。Fabrinet 预计 2024 下半年大客户 800G 需求依然强劲，并跟随大客户的需求适时出货 1.6T。公司半年报存货中原材料储备较年初增长 64.3%，泰国子公司产线已部分投产，且收购天孚之星 46.67%股权显示对海外布局的投入决心。作为大客户核心光引擎供应商，我们认为 24Q4 开始有望由 1.6T 开启新增长阶段。

盈利预测与投资建议

➤ 公司以“精益制造，万品入精”作为经营理念，以定制化、高品质持续拓展精密无源器件市场并以此为基础拓展光引擎业务，有望全面受益于高速光模块市场爆发。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 15.2/26.4/31.4 亿元（前次预测为 13.5/20.0/26.4 亿元），维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ **GPU 服务器等 AI 下游基础设施出货不及预期导致光模块市场预期下调；下游大客户引入新供应商导致竞争格局恶化；有源产品占比提升拉低整体毛利率水平；无源器件新品在客户 1.6T 和硅光导入不及预期。**

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	3,810	6,912	8,181
YoY(%)	15.9	62.0	96.5	81.4	18.4
净利润(百万元)	403	730	1,517	2,644	3,144
YoY(%)	31.5	81.1	107.8	74.3	18.9
毛利率(%)	51.6	54.3	55.1	52.0	51.9
EPS(摊薄/元)	0.73	1.32	2.74	4.77	5.68
ROE(%)	15.4	21.7	33.9	39.4	33.6
P/E(倍)	100.6	55.6	26.7	15.3	12.9
P/B(倍)	15.4	12.7	9.4	6.2	4.4
净利率(%)	33.7	37.6	39.8	38.2	38.4

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
流动资产	2169	3045	4375	7230	9623
现金	673	1864	2452	4477	6945
应收票据及应收账款	323	428	1048	1631	1540
预付账款	3	4	14	14	21
存货	186	256	367	609	621
其他流动资产	984	493	494	498	496
非流动资产	732	853	922	980	954
长期投资	8	8	9	10	10
固定资产	592	616	715	785	785
无形资产	50	49	45	40	36
其他非流动资产	82	179	153	145	122
资产总计	2901	3898	5297	8209	10577
流动负债	233	504	777	1457	1159
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	116	277	482	989	756
其他流动负债	117	227	295	468	403
非流动负债	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
负债合计	264	535	808	1488	1190
少数股东权益	11	171	174	178	183
股本	394	395	553	553	553
资本公积	1046	1073	915	915	915
留存收益	1195	1727	2564	4019	5752
归属母公司股东权益	2626	3193	4315	6544	9204
负债和股东权益	2901	3898	5297	8209	10577

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	464	902	1027	2407	2802
净利润	405	730	1521	2647	3150
折旧摊销	83	90	77	94	105
财务费用	-20	-59	-81	-157	-196
投资损失	-27	-16	-20	-25	-30
营运资金变动	-10	66	-467	-150	-224
其他经营现金流	33	91	-2	-2	-2
投资活动现金流	-180	258	-123	-124	-46
筹资活动现金流	-128	-9	-315	-258	-288
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.32	2.74	4.77	5.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.63	1.85	4.34	5.06
每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.76	7.79	11.81	16.62

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1196	1939	3810	6912	8181
营业成本	579	886	1712	3319	3938
营业税金及附加	11	17	34	61	72
营业费用	18	18	30	48	57
管理费用	63	83	149	221	262
研发费用	123	143	229	346	409
财务费用	-20	-59	-81	-157	-196
资产减值损失	-14	-23	-45	-81	-97
公允价值变动收益	2	1	2	1	2
投资净收益	27	16	20	25	30
营业利润	451	862	1733	3040	3596
营业外收入	3	0	2	1	1
营业外支出	3	21	12	17	14
利润总额	451	841	1723	3024	3583
所得税	46	111	202	377	434
税后利润	405	730	1521	2647	3150
少数股东损益	2	-0	4	3	6
归属母公司净利润	403	730	1517	2644	3144
EBITDA	526	908	1774	3076	3619

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.9	62.0	96.5	81.4	18.4
营业利润(%)	30.7	91.3	101.0	75.4	18.3
归属于母公司净利润(%)	31.5	81.1	107.8	74.3	18.9
获利能力					
毛利率(%)	51.6	54.3	55.1	52.0	51.9
净利率(%)	33.7	37.6	39.8	38.2	38.4
ROE(%)	15.4	21.7	33.9	39.4	33.6
ROIC(%)	15.0	22.1	34.5	39.7	33.5
偿债能力					
资产负债率(%)	9.1	13.7	15.3	18.1	11.2
流动比率	9.3	6.0	5.6	5.0	8.3
速动比率	8.1	5.4	5.1	4.5	7.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.8	1.0	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
估值比率					
P/E	100.6	55.6	26.7	15.3	12.9
P/B	15.4	12.7	9.4	6.2	4.4
EV/EBITDA	74.1	42.2	21.3	11.6	9.2

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，本报告的任一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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

