

天孚通信 (300394.SZ)

光器件持续受益 AI 发展，高速光引擎有望迎来放量

优于大市

核心观点

天孚通信 2024 年实现营收 32.52 亿元，同比增长 67.74%；归母净利润 13.44 亿元，同比增长 84.07%；扣非净利润 13.14 亿元，同比增长 82.56%。公司 2025 年一季度营业收入 9.45 亿元，同比增长 29.11%；归母净利润 3.38 亿元，同比增长 21.07%。

公司聚焦光器件方案领域，受益 AI 发展，高速光有源产品和无源产品均快速增长。2024 年公司主要两类产品光无源器件和光有源器件产品占收比分别为 48.47%/50.91%，同比分别增长 33.21%/121.91%。有源光器件产品快速增长主要受益于公司高速光引擎等有源器件产品逐步放量，早在 2022 年公司募资积极创新研制高速光引擎产品，目前正受益在 AI 发展下的数通光模块等领域。公司一直深耕光无源器件，不断研发创新，在光无源器件领域积累了具有高精度、高可靠性、高一致性、数据离散性好等特性的产品。

无源产品毛利率持续优化，有源产品占比提升或影响综合毛利率。公司 2024 年综合毛利率同比提升 3.02pct 至 57.29%。其中光无源器件和光有源器件毛利率分别为 68.41%/46.69%，同比分别提升 8.16pct/1.92pct。光无源器件为公司提供了较高毛利贡献，而随着有源产品（如光引擎等）出货量占比逐步提高，公司综合毛利率或出现小幅波动；2025 年 Q1，公司毛利率为 53.05%，同比下降 2.46pct。成本费用管控较好，并有规模效应体现，2024 年公司销售/管理/研发费用率同比分别减少 0.23pct/0.2pct/0.25pct，销售/管理/研发费用率同比分别增长 26.3%/59.8%/62.11%。

公司重视研发创新，光器件产品持续受益新一轮光通信技术迭代。公司通过自研和并购，在精密陶瓷、工程塑料、复合金属、光学玻璃等基础材料领域积累沉淀了多项全球领先的核心工艺技术。同时，公司积极布局硅光、CPO 等前沿领域核心技术，开发全球优质客户。公司年报披露，最新研发项目已经布局在 CPO 领域应用的 FAU、ELS、1.6T OSFP 光模块中的光引擎（200G 的 EML 发射器）。同时公司积极做好全球业务布局，目前公司泰国的二期厂房预计在本 4 月底完成交付，有望持续进行扩产。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：1.6T 光模块相关器件今年出货稍有延后，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.5/25.2/29.6 亿元（前次预测 2025-2026 年归母净利润分别为 21.6/26.8 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20/15/13X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,939	3,252	4,806	6,295	7,458
(+/-%)	62.0%	67.7%	47.8%	31.0%	18.5%
归母净利润(百万元)	730	1344	1951	2519	2957
(+/-%)	81.1%	84.1%	45.2%	29.1%	17.4%
每股收益(元)	1.85	2.43	3.52	4.55	5.34
EBIT Margin	40.8%	44.3%	42.9%	43.0%	42.2%
净资产收益率 (ROE)	22.9%	33.8%	39.4%	40.5%	38.4%
市盈率 (PE)	37.1	28.2	19.5	15.1	12.8
EV/EBITDA	31.4	24.8	18.0	13.8	12.0
市净率 (PB)	8.5	9.5	7.7	6.1	4.9

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：袁文翀

021-60375411

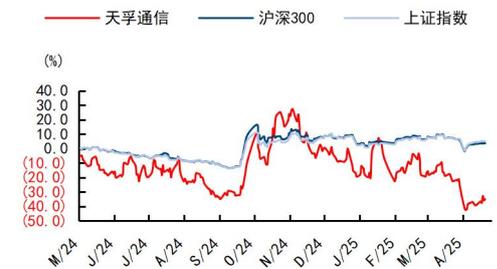
yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	70.24 元
总市值/流通市值	38911/38826 百万元
52 周最高价/最低价	166.38/57.11 元
近 3 个月日均成交额	1916.64 百万元

市场走势



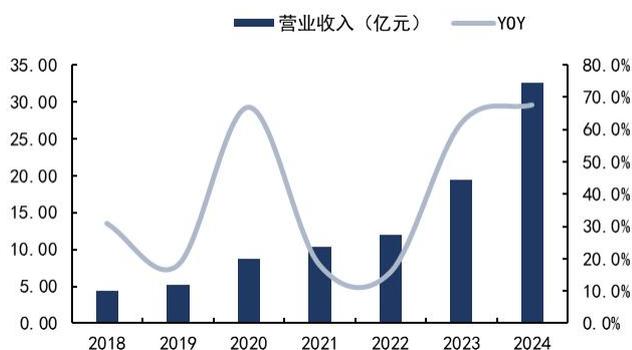
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天孚通信 (300394.SZ) - 高速率产品需求增长显著，积极降本增效》——2024-04-24
- 《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

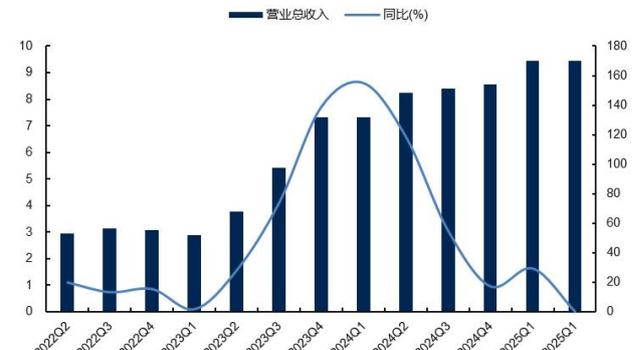
天孚通信 2024 年实现营收 32.52 亿元，同比增长 67.74%；归母净利润 13.44 亿元，同比增长 84.07%；扣非净利润 13.14 亿元，同比增长 82.56%。公司 2025 年一季度营业收入 9.45 亿元，同比增长 29.11%；归母净利润 3.38 亿元，同比增长 21.07%。

图1: 天孚通信营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



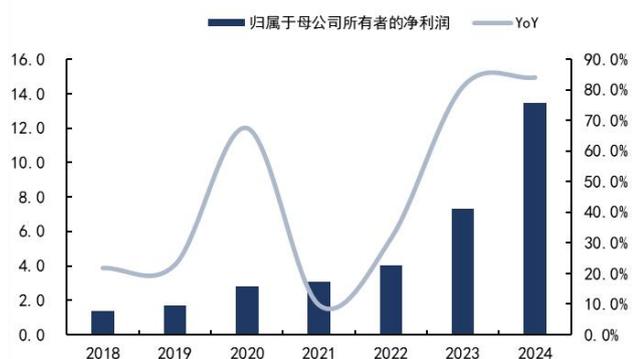
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 天孚通信单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



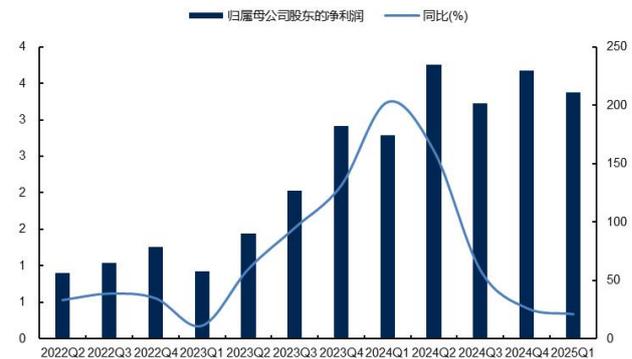
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 天孚通信归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



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: 亿元、%)

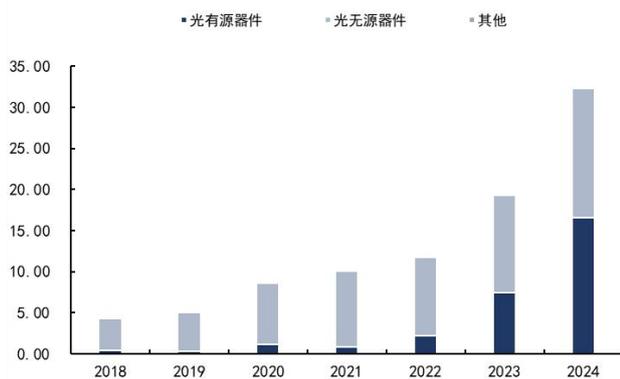


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

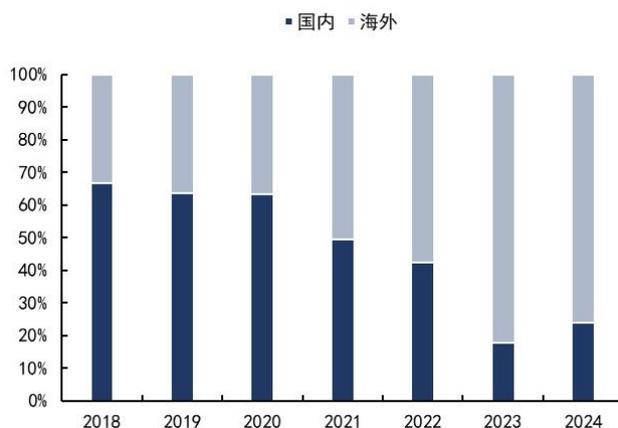
公司聚焦光器件方案领域，受益 AI 发展，高速光有源产品和无源产品均快速增长。2024 年公司主要两类产品光无源器件和光有源器件产品占比分别为 48.47%/50.91%，同比分别增长 33.21%/121.91%。有源光器件产品快速增长主要受益于公司高速光引擎等有源器件产品逐步放量，早在 2022 年公司募资积极创新研制高速光引擎产品，目前正受益在 AI 发展下的数通光模块等领域。公司一直深耕光无源器件，不断研发创新，在光无源器件领域积累了具有高精度、高可靠性、高一致性、数据离散性好等特性的产品。

图5: 天孚通信各业务占比 (单位: %)

图6: 天孚通信国内外业务占比 (单位: %)



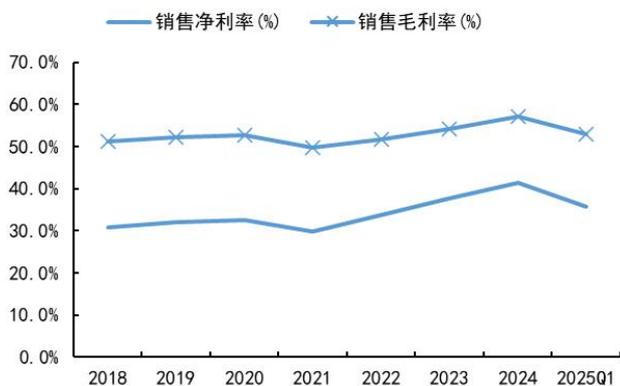
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

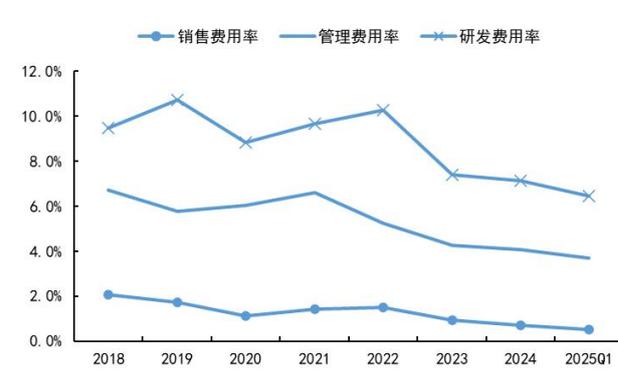
无源产品毛利率持续优化，有源产品占比提升或影响综合毛利率。公司 2024 年综合毛利率同比提升 3.02pct 至 57.29%。其中光无源器件和光有源器件毛利率分别为 68.41%/46.69%，同比分别提升 8.16pct/1.92pct。光无源器件为公司提供了较高毛利贡献，而随着有源产品（如光引擎等）出售占收比逐步提高，公司综合毛利率或有小幅下降；2025 年 Q1，公司毛利率为 53.05%，同比下降 2.46pct。成本费用管控较好，并有规模效应体现，2024 年公司销售/管理/研发费用率同比分别减少 0.23pct/0.2pct/0.25pct，但销售/管理/研发费用率同比分别增长 26.3%/59.8%/62.11%。

图7: 天孚通信毛利率、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

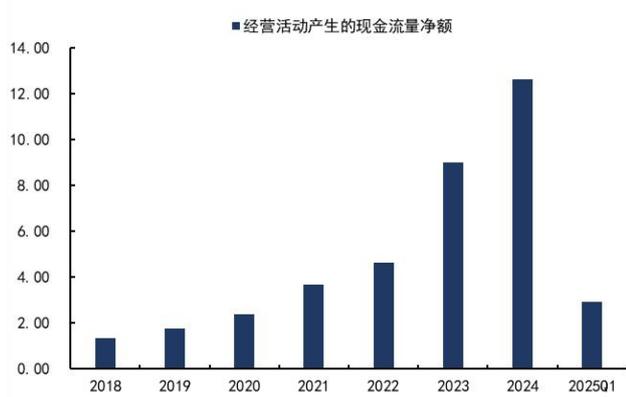
图8: 天孚通信三项费用率变化情况



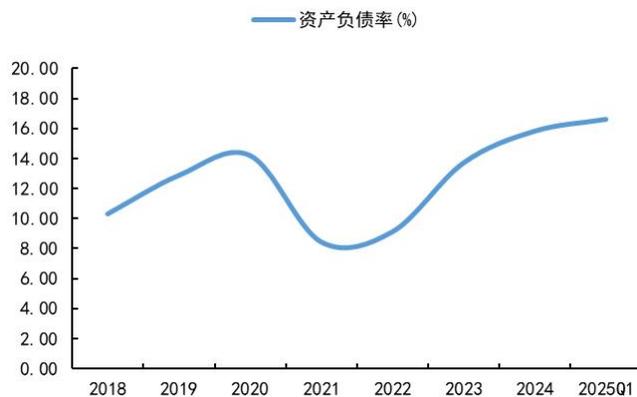
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 天孚通信经营性现金流情况

图10: 天孚通信资产负债情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受益于高速光引擎出货比重的快速增加，公司 2025-2027 年整体营收预测如下：

表1: 天孚通信营收预测拆分（单位：百万元、%）

收入分类预测(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
光无源器件					
收入	1183.3	1575.0	1940.5	2278.14	2523.52
增长率	23.3%	33.1%	23.2%	17.4%	10.8%
毛利率	60.3%	63.6%	67.3%	69.8%	69.5%
光有源器件					
收入	745.9	1757.4	2988.3	4181.4	5130.8
增长率	243.4%	135.6%	70.0%	39.9%	22.7%
毛利率	44.8%	48.8%	49.1%	48.7%	48.5%
其他					
收入	9	9	10	10	10
毛利率	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%
总收入	4,806	6,295	7,458	4,806	6,295
增长率	47.8%	31.0%	18.5%	47.8%	31.0%
毛利率	54.3%	54.9%	55.3%	55.2%	54.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：1. 6T 光模块相关器件出货稍有延后，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.5/25.2/29.6 亿元（前次预测 2025-2026 年归母净利润分别为 21.6/26.8 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20/15/13X，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司盈利预测估值比较（更新至 2025 年 4 月 27 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	归母净利润			PE			PEG
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E
300394.SZ	天孚通信	优于大市	70.2	389.1	13.4	22.3	29.5	29.0	19.5	15.1	0.4
300308.SZ	中际旭创	优于大市	85.3	942.0	51.7	85.8	103.8	18.2	11.0	9.1	0.3
300502.SZ	新易盛	无评级	95.2	674.5	28.4	52.5	67.7	23.8	12.9	10.0	0.2
300620.SZ	光库科技	无评级	39.9	99.4	0.7	1.2	1.6	148.5	85.4	61.4	1.5
300570.SZ	太辰光	无评级	73.1	166.0	2.6	4.1	5.7	63.5	40.8	29.0	0.8
300548.SZ	博创科技	无评级	36.1	104.4	0.7	2.0	2.6	144.8	53.4	39.8	0.6
688195.SH	腾景科技	无评级	36.0	46.6	0.7	1.0	1.4	67.1	45.0	34.2	1.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；中际旭创、新易盛、光库科技、太辰光、博创科技、腾景科技估值取自 Wind 一致预期

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1864	1978	1865	2716	3701	营业收入	1939	3252	4806	6295	7458
应收款项	431	782	1174	1484	1791	营业成本	886	1391	2150	2822	3416
存货净额	256	350	658	821	979	营业税金及附加	17	31	38	50	56
其他流动资产	58	64	216	283	336	销售费用	18	23	31	39	44
流动资产合计	3045	3524	4514	5904	7406	管理费用	83	132	186	239	279
固定资产	644	1038	1252	1450	1629	研发费用	143	232	336	436	512
无形资产及其他	49	82	79	77	75	财务费用	(59)	(91)	(52)	(62)	(88)
投资性房地产	152	84	84	84	84	投资收益	16	7	20	20	20
长期股权投资	8	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	(15)	(17)	30	30	30
资产总计	3898	4737	5938	7524	9203	其他收入	(132)	(220)	(306)	(416)	(472)
短期借款及交易性金融负债	2	42	42	42	42	营业利润	862	1536	2196	2841	3328
应付款项	277	323	566	786	893	营业外净收支	(21)	(1)	20	20	30
其他流动负债	225	362	345	453	547	利润总额	841	1535	2216	2861	3358
流动负债合计	504	727	953	1281	1482	所得税费用	111	192	266	343	403
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	31	24	24	24	24	归属于母公司净利润	730	1344	1951	2519	2957
长期负债合计	31	24	24	24	24	现金流量表 (百万元)					
负债合计	535	751	977	1305	1506	净利润	730	1344	1951	2519	2957
少数股东权益	171	6	6	5	5	资产减值准备	8	13	16	8	8
股东权益	3193	3980	4955	6214	7693	折旧摊销	87	121	103	127	146
负债和股东权益总计	3898	4737	5938	7524	9203	公允价值变动损失	15	17	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	(59)	(91)	(52)	(62)	(88)
每股收益	1.85	2.43	3.52	4.55	5.34	营运资本变动	67	(195)	(610)	(204)	(309)
每股红利	0.50	1.22	1.76	2.27	2.67	其它	(8)	(13)	(17)	(8)	(8)
每股净资产	8.08	7.18	8.94	11.22	13.89	经营活动现金流	900	1286	1413	2412	2764
ROIC	31.67%	40.79%	50%	64%	68%	资本开支	0	(507)	(301)	(301)	(301)
ROE	22.86%	33.76%	39%	41%	38%	其它投资现金流	446	86	(250)	0	0
毛利率	54%	57%	55%	55%	54%	投资活动现金流	446	(421)	(551)	(301)	(301)
EBIT Margin	41%	44%	43%	43%	42%	权益性融资	4	87	0	0	0
EBITDA Margin	45%	48%	45%	45%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	62%	68%	48%	31%	18%	支付股利、利息	(198)	(674)	(975)	(1259)	(1478)
净利润增长率	81%	84%	45%	29%	17%	其它融资现金流	237	510	0	0	0
资产负债率	18%	16%	17%	17%	16%	融资活动现金流	(154)	(751)	(975)	(1259)	(1478)
股息率	0.5%	1.8%	2.6%	3.3%	3.9%	现金净变动	1191	114	(113)	851	984
P/E	37.1	28.2	19.5	15.1	12.8	货币资金的期初余额	673	1864	1978	1865	2716
P/B	8.5	9.5	7.7	6.1	4.9	货币资金的期末余额	1864	1978	1865	2716	3701
EV/EBITDA	31.4	24.8	18.0	13.8	12.0	企业自由现金流	0	680	1008	2006	2309
						权益自由现金流	0	1190	1054	2061	2386

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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