

公司研究 | 点评报告 | 天孚通信 (300394.SZ)

25Q1 营收环比增长提速，行业景气度高

报告要点

25Q1 公司营收环比增长 10%，较过去 2 个季度环比增速有所提升，25 年增长主要看泰国产线产能释放，及 1.6T 光引擎上量。25Q1 毛利率小幅下滑，汇率波动影响净利率。公司海外基地强化交付能力，有利于规避关税影响。CPO/OIO 远期有巨大的蓝海市场，公司绑定海外大客户，配套定位清晰，带来估值溢价。

分析师及联系人



于海宁

SAC: S0490517110002

SFC: BUX641



黄天佑

SAC: S0490522050005

天孚通信 (300394.SZ)

2025-04-29

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

25Q1 营收环比增长提速，行业景气度高

事件描述

4月23日，公司发布2025年一季报，实现营收9.45亿元，同比增长29%，环比增长10%；归母净利润3.38亿元，同比增长21%，环比下滑8%；扣非净利润3.32亿元，同比增长23%，环比下滑8%。

事件评论

- 25年增长主要看泰国产线产能释放，及1.6T光引擎上量：**25Q1公司营收环比增长10%，较过去2个季度环比增速有所提升。其中，光无源器件当前景气度高，公司积极扩产，海外泰国一期产线或陆续启动交付，后续二期的厂房也在积极筹备扩产。光有源器件业务，下游大客户产品重心或从800G产品转向1.6T产品，公司积极响应客户需求，我们预计1.6T交付量在后续季度将看到加速，公司产能准备充分。25Q1存货达到5.4亿元，环比增长55%，同比增长132%，偏离过去均值水平，或反映公司备料加速，客户需求旺盛。
- Q1毛利率小幅下滑，汇率波动影响净利率：**25Q1毛利率53%，同比-2.5pct，环比-1.4pct，毛利率略有下滑或由于：1)公司泰国厂产能即将释放，人员招聘及培训成本增加；2)Q1春节等因素影响带来成本侧的波动。净利率35.8%，同比-2.5pct，环比-6.9pct，环比下滑较多主要受汇率波动影响。费用端来看，25Q1公司销售/管理/研发/财务/费用率为0.5%/3.7%/6.5%/-1.1%，分别同比-0.3pct/-0.9pct/-0.6pct/+1.4pct，分别环比+0.2pct/持平/-0.4pct/+5.1pct，Q1的汇率波动或体现在财务费用中，对净利率季度间波动有一定影响。
- 海外基地强化交付能力，有利于规避关税影响：**公司旗下天孚之星股权结构向下穿透，二级子公司是TFC Technology(Thailand) Co.LTD，即泰国天孚，负责海外的产能布局，伴随公司泰国生产基地启动交付，并贡献营收及业绩，公司的交付能力有望显著提升。同时泰国工厂的布局将有利于公司规避关税影响，并强化公司和泰国其他光模块工厂的协同。
- CPO/OIO远期逻辑带来估值溢价：**从中短期维度来看，公司无源及有源产品线增长主要来自于大客户光模块的高增长，背后是AI的驱动；长期维度公司在交换机scale-out组网侧CPO方案以及GPU卡间互联的Optical I/O方案上有巨大蓝海市场；公司在CPO/OIO方向或涉及FAU、MPO、保偏光纤等无源产品，以及光学耦合封装、硅光芯片后道等工艺，光引擎项目和大客户的研发合作有序推进，后续有望在订单上有更多体现。从产业卡位上，公司绑定海外大客户，配套定位清晰，远期逻辑或为公司带来估值溢价。
- 盈利预测及投资建议：**25Q1公司营收环比增长10%，较过去2个季度环比增速有所提升，25年增长主要看泰国产线产能释放，及1.6T光引擎上量。25Q1毛利率小幅下滑，汇率波动影响净利率。公司海外基地强化交付能力，有利于规避关税影响。CPO/OIO远期有巨大的蓝海市场，公司绑定海外大客户，配套定位清晰，带来估值溢价。**预计公司2025-2027年归母净利润为20.81亿元、2741亿元、33.86亿元，对应同比增速55%、32%、24%，对应PE 19倍、14倍、11倍，维持“买入”评级。**

风险提示

- 云商投入AI大模型力度不及预期
- 中美贸易摩擦加剧。

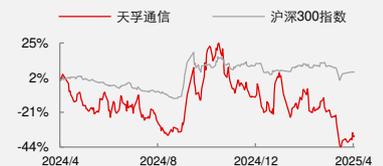
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	70.24
总股本(万股)	55,397
流通A股/B股(万股)	55,276/0
每股净资产(元)	7.83
近12月最高/最低价(元)	166.38/57.11

注：股价为2025年4月25日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《Q3汇率影响较大，后续季度加速可期》2024-10-30
- 《毛利率大幅改善，下一代产品放量可期》2024-09-10
- 《无源+有源双轮驱动，大客户合作深化》2024-05-13


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、**云商投入 AI 大模型力度不及预期**：目前产业内对 AI 大模型的商用价值给予比较大的期望，若国内外云商对 AI 大模型投入力度不及预期，则数通链各个环节的增长可能会不及预期。
- 2、**中美贸易摩擦加剧**：如果中美之间贸易摩擦加剧，可能会导致部分厂商拿不到上游关键芯片的供应，进而导致经营情况不及预期。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3252	5166	6854	8333	货币资金	1978	2882	5125	8117
营业成本	1391	2254	3054	3732	交易性金融资产	350	350	350	350
毛利	1861	2912	3800	4601	应收账款	776	1698	2253	2740
%营业收入	57%	56%	55%	55%	存货	350	741	920	1022
营业税金及附加	31	52	69	83	预付账款	11	36	49	60
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	58	492	644	772
销售费用	23	26	27	29	流动资产合计	3524	6199	9342	13061
%营业收入	1%	1%	0%	0%	长期股权投资	9	9	9	9
管理费用	132	181	219	242	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	3%	3%	固定资产合计	804	879	954	1029
研发费用	232	325	404	467	无形资产	82	82	82	82
%营业收入	7%	6%	6%	6%	商誉	30	30	30	30
财务费用	-91	-47	-44	-80	递延所得税资产	33	33	33	33
%营业收入	-3%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	255	255	255	255
加: 资产减值损失	-17	-15	-15	-15	资产总计	4737	7486	10704	14499
信用减值损失	-18	-18	-15	-12	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	231	803	1088	1329
投资收益	7	8	8	8	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1536	2392	3150	3892	应付职工薪酬	83	180	244	299
%营业收入	47%	46%	46%	47%	应交税费	68	155	206	250
营业外收支	-1	0	0	0	其他流动负债	345	242	305	358
利润总额	1535	2392	3150	3892	流动负债合计	727	1380	1843	2236
%营业收入	47%	46%	46%	47%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	192	311	410	506	应付债券	0	0	0	0
净利润	1343	2081	2741	3386	递延所得税负债	2	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	1344	2081	2741	3386	其他非流动负债	22	22	22	22
少数股东损益	-1	0	0	0	负债合计	751	1404	1867	2260
EPS (元)	2.43	3.76	4.95	6.11	归属于母公司所有者权益	3980	6075	8831	12232
					少数股东权益	6	6	6	6
现金流量表 (百万元)					股东权益	3986	6082	8837	12239
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	4737	7486	10704	14499
经营活动现金流净额	1263	1001	2340	3089					
取得投资收益收回现金	9	8	8	8	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-220	-105	-105	-105	每股收益	2.43	3.76	4.95	6.11
其他	-146	0	0	0	每股经营现金流	2.28	1.81	4.22	5.58
投资活动现金流净额	-358	-97	-97	-97	市盈率	37.67	18.70	14.20	11.49
债券融资	0	0	0	0	市净率	12.72	6.40	4.41	3.18
股权融资	87	0	0	0	EV/EBITDA	31.05	15.30	10.88	8.09
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	28.4%	27.8%	25.6%	23.4%
筹资成本	-674	0	0	0	净资产收益率	33.8%	34.2%	31.0%	27.7%
其他	-196	0	0	0	净利率	41.3%	40.3%	40.0%	40.6%
筹资活动现金流净额	-782	0	0	0	资产负债率	15.8%	18.8%	17.4%	15.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	123	903	2243	2992	总资产周转率	0.69	0.69	0.64	0.57

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。