网络接配及塔设

天孚通信（300394.SZ）

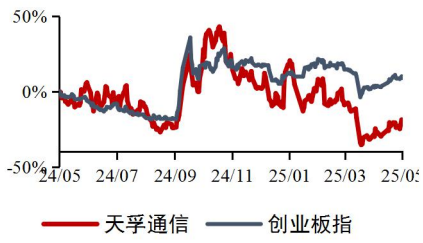
买入-A(维持)

经营节奏保持稳健，大客户 1.6T 和 CPO 产品有望带来新动能

2025 年 5 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 22 日	
收盘价（元）：	76.45
年内最高/最低（元）：	149.88/57.11
流通 A 股/总股本(亿)：	5.54/5.55
流通 A 股市值（亿）：	423.60
总市值（亿）：	424.52

基础数据：2025 年 3 月 31 日	
基本每股收益(元)：	0.61
摊薄每股收益(元)：	0.61
每股净资产(元)：	7.84
净资产收益率(%)：	7.78

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

研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

事件描述

➢ **公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。**2024 年，公司实现营收 32.5 亿元，同比增长 67.7%；实现归母净利润 13.4 亿元，同比增长 84.1%；单 Q4 来看，公司实现营收 8.6 亿元，同环比分别增长 17.0%、2.2%；实现归母净利 3.7 亿元，同环比分别增长 26.2%、13.9%。

2025 年一季度，公司经营节奏稳健。实现收入 9.5 亿元，同环比分别增长 29.1%、10.2%；实现归母净利润 3.4 亿元，同环比分别增长 21.1%、下降 8.0%。

事件点评

➢ **受大客户节奏影响，2024 下半年有源产品环比增长不大，但今年 1.6T 有望规模放量。**2024 年，公司有源、无源产品线分别实现收入 16.6 亿元（同比+121.9%）、15.8 亿元（同比+33.2%）。无源器件方面，2024 年随着 AI 数通市场的爆发，FAU、MT-FA、AWG、隔离器、透镜等无源器件需求量大幅增长，但另一方面电信 WDM、PON、前传等市场阶段承压。公司作为全品类无源器件头部厂商，战略聚焦高速率数通、硅光等产品，多种高规格 FA 器件、单波 200G 光发射器件、高速光模块 Demux 器件（POSA）已经小批量发货，同时继续优化成本，提升良率，无源毛利率较 2023 年提升 8.2pct。有源方面，公司第一大客户 Fabrinet 2024 年销售收入 20.0 亿元，较 2023 增长 92.3%；2024 下半年公司有源产品收入 8.4 亿元，环比增速放缓主要由于大客户网络产品处于 800G 向 1.6T 过渡期，同时北美 CSP 大规模部署 ROCE 组网导致 IB 市场增速放缓。我们认为随着下半年 GB300、Blackwell ultra 搭配 CX8 网卡规模上量，公司有源产品或恢复增长。

➢ **泰国工厂已经投产，公司在硅光产业链上拥有独特优势。**公司位于光模块产业链上游，下游交货主要为泰国或国内，受关税波动影响不大。与此同时，公司泰国工厂一期厂房已于去年顺利交付并投产，二期厂房如期推进。同时，泰国工厂部分无源器件产品线已顺利通过客户认证，预计将陆续进行扩产。公司在硅光产业链主要供应 FAU、透镜阵列、隔离器、AWG 等定制化无源器件并逐步形成硅光引擎代工和晶圆级后道封测能力。我们认为随着硅光技术路线渗透率的快速提升，公司在 FAU、透镜阵列等定制化开发能力、大客户的光引擎代工经验以及不与客户竞争的产业链独特定位有望令公司开拓更大市场。

➢ **公司是英伟达 CPO 供应链重要参与者，随着市场起量有望贡献新的驱动。**英伟达在 GTC2025 上推出了 Quantum 和 Spectrum 系列全球领先的硅光交换机系统。英伟达认为，硅光 CPO 交换机较可插拔光模块可实现 3.5 倍的能耗降低、延迟的降低以及显著的网络可靠性提升。根据 Coherent 援引 Lightcounting 预测，2030 年 CPO 市场规模或增至 50 亿美元，英伟达、博通等网络设备头部厂商是早期重要推动者。英伟达 CPO 交换机产业链集成了美国、中国、中国台湾优秀的企业参与，公司和波若威、康宁、扇港、Coherent 一起参与到在光纤、连接器和微光学环节，公司负责 CPO 光源引擎和无源光纤互联解决方案。公司在年报中表示，适用于 CPO 的多通道 CPO-ELS 的多通道高功率激光器已实现小批量交付。

盈利预测与投资建议

➢ 短期受大客户 1.6T 起量节奏影响，我们预计下半年公司有源业务增速将显著回升，我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 20.8/28.8/32.4 亿元，对应 EPS 分别为 3.75/5.19/5.84，当前估值处于历史低位区间，维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ **大客户 1.6T 光模块需求释放低于预期；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；CPO 产品价值量和毛利率不及预期；中美关税摩擦导致北美资本开支投入放缓等。**

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,939	3,252	5,205	6,967	8,273
YoY(%)	62.0	67.7	60.1	33.9	18.7
净利润(百万元)	730	1,344	2,084	2,881	3,241
YoY(%)	81.1	84.1	55.1	38.2	12.5
毛利率(%)	54.3	57.2	56.7	58.1	54.9
EPS(摊薄/元)	1.31	2.42	3.75	5.19	5.84
ROE(%)	21.7	33.7	34.3	33.2	27.5
P/E(倍)	58.2	31.6	20.4	14.7	13.1
P/B(倍)	13.3	10.7	7.0	4.9	3.6
净利率(%)	37.6	41.3	40.0	41.3	39.2

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3045	3524	5678	7944	11691
现金	1864	1978	3517	5641	8982
应收票据及应收账款	428	780	1155	1248	1605
预付账款	4	11	10	20	14
存货	256	350	589	629	681
其他流动资产	493	404	408	406	409
非流动资产	853	1212	1483	1605	1635
长期投资	8	9	9	10	11
固定资产	616	804	1075	1267	1306
无形资产	49	82	99	119	136
其他非流动资产	179	318	300	209	182
资产总计	3898	4737	7161	9549	13326
流动负债	504	727	1067	852	1528
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	277	323	649	359	928
其他流动负债	227	403	418	493	600
非流动负债	**31**	**24**	**24**	**24**	**24**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	24	24	24	24
负债合计	535	751	1091	876	1552
少数股东权益	171	6	6	5	4
股本	395	554	554	554	554
资本公积	1073	1019	1019	1019	1019
留存收益	1727	2398	3544	5128	6910
归属母公司股东权益	3193	3980	6064	8668	11771
负债和股东权益	3898	4737	7161	9549	13326

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	902	1263	1818	2470	3430
净利润	730	1343	2084	2880	3240
折旧摊销	90	124	124	168	203
财务费用	-59	-91	-136	-195	-253
投资损失	-16	-7	-20	-25	-30
营运资金变动	66	-197	-233	-357	269
其他经营现金流	91	92	-1	-1	-1
投资活动现金流	258	-358	-373	-265	-202
筹资活动现金流	-9	-782	94	-82	114
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.31	2.42	3.75	5.19	5.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	2.27	3.27	4.45	6.18
每股净资产(最新摊薄)	5.75	7.17	10.92	15.61	21.20

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1939	3252	5205	6967	8273
营业成本	886	1391	2254	2923	3732
营业税金及附加	17	31	48	65	77
营业费用	18	23	47	59	70
管理费用	83	132	208	265	298
研发费用	143	232	364	488	579
财务费用	-59	-91	-136	-195	-253
资产减值损失	-23	-35	-57	-105	-99
公允价值变动收益	1	0	1	0	0
投资净收益	16	7	20	25	30
营业利润	862	1536	2402	3304	3723
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	21	1	11	6	9
利润总额	841	1535	2391	3299	3715
所得税	111	192	308	419	475
税后利润	730	1343	2084	2880	3240
少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	730	1344	2084	2881	3241
EBITDA	908	1635	2483	3412	3831

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	62.0	67.7	60.1	33.9	18.7
营业利润(%)	91.3	78.1	56.4	37.6	12.7
归属于母公司净利润(%)	81.1	84.1	55.1	38.2	12.5
获利能力					
毛利率(%)	54.3	57.2	56.7	58.1	54.9
净利率(%)	37.6	41.3	40.0	41.3	39.2
ROE(%)	21.7	33.7	34.3	33.2	27.5
ROIC(%)	22.1	32.7	33.8	32.6	26.8
偿债能力					
资产负债率(%)	13.7	15.8	15.2	9.2	11.6
流动比率	6.0	4.9	5.3	9.3	7.7
速动比率	5.4	4.3	4.7	8.5	7.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.8	0.7
应收账款周转率	5.2	5.4	5.4	5.8	5.8
应付账款周转率	4.5	4.6	4.6	5.8	5.8
估值比率					
P/E	58.2	31.6	20.4	14.7	13.1
P/B	13.3	10.7	7.0	4.9	3.6
EV/EBITDA	44.3	24.5	15.5	10.7	8.6

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。本报告清晰准确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，本报告的任何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

深圳
广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

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

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