

天孚通信 (300394.SZ)

强烈推荐 (维持)

25Q2 业绩高于预期, 1.6T 光引擎出货起量

2025年8月25日, 公司发布2025年半年度报告。25H1 营业收入 24.56 亿元, 同比增长 57.84%; 归母净利润 8.99 亿元, 同比增长 37.46%。25Q2 单季度营收 15.11 亿元, 环比增长 59.98%; 归母净利润 5.62 亿元, 环比增长 66.34%。公司业绩总体高于预期, 主要是 AI 算力需求增加下, 光引擎起量节奏较快。

□ 2025 年上半年, 算力建设带动高速光器件产品需求持续稳定增长, 公司光引擎出货节奏提速, 实现营收 24.56 亿元 (yoy+57.84%)。分季度看, 公司 25Q2 实现营收 15.11 亿元 (yoy+83.34%, qoq+59.98%)。公司营收高增主要由 1.6T 光引擎等光有源器件放量驱动, 叠加泰国生产基地厂房全面交付使用, 25H1 公司光有源器件产品实现 15.66 亿元收入 (yoy+90.95%), 高于光无源器件产品收入 (8.63 亿元) 及增速 (yoy+23.79%)。

□ 25H1 公司归母净利润 8.99 亿元 (yoy+37.46%), 增幅低于营收, 主要是有源产品放量影响产品结构, 但费用控制能力持续提升。分季度看, 公司 25Q2 归母净利润 5.62 亿元 (yoy+49.64%, qoq+66.34%), 毛利率环比下降 3.67pct 至 49.38%, 但净利率环比提升 1.42pct 至 37.17%。25H1 公司毛利率下行主要由于毛利率较低的有源光器件 (43.36%) 放量, 且无源光器件毛利率同比下滑 5.37pct 至 63.57% 所致。往后看, 公司围绕 1.6T 高速率产品升级迭代、规模效应逐步形成, 1.6T 光引擎等有源器件的毛利率具有提升潜力。

□ 公司持续保持研发投入, 重点开发 CPO、硅光相关产品, 现金流稳增下延续中期派息。上半年公司开发产品包括 CPO 用多通道高功率激光器、单波 200G 光发射器件、CPO 用多通道光纤耦合阵列 (FCFAU)、800G 硅光模块、1.6T 硅光引擎等。收入高增下, 公司经营性现金流同比增长 26.65% 至 6.08 亿元, 再次延续中期派息, 每 10 股派发现金红利 5 元, 派息率提升至 43.2%。

□ 投资建议: 随着下半年英伟达 GB300 交付加速, 公司 1.6T 光引擎弹性可观, 且公司有源、无源产品在中远期均受益于 CPO 产业化落地, 业绩高增具有持续性。预计公司 2025-2027 年收入分别为 62.4 亿元、87.7 亿元、108.2 亿元, 归母净利润分别为 20.6 亿元、28.8 亿元、37.2 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 48.8 倍、35.0 倍、27.1 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: AI 及数通领域需求不及预期、新领域拓展不及预期、市场竞争加剧风险、国际贸易争端风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1939	3252	6239	8772	10817
同比增长	62%	68%	92%	41%	23%
营业利润(百万元)	862	1536	2357	3287	4250
同比增长	91%	78%	54%	39%	29%
归母净利润(百万元)	730	1344	2062	2876	3717
同比增长	81%	84%	53%	39%	29%
每股收益(元)	0.94	1.73	2.65	3.70	4.78
PE	137.8	74.8	48.8	35.0	27.1
PB	31.5	25.3	18.5	13.8	10.5

资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/通信  
目标估值: NA  
当前股价: 129.35 元

基础数据

总股本 (百万股)	777
已上市流通股 (百万股)	776
总市值 (十亿元)	100.6
流通市值 (十亿元)	100.4
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	33.9
资产负债率	16.9%
主要股东	苏州天孚仁和投资管理有限公司
主要股东持股比例	38.04%

股价表现



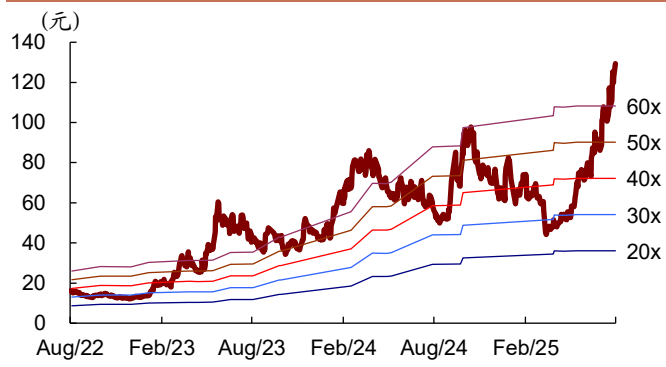
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《天孚通信 (300394) — 汇兑损失暂时影响业绩, 静待 1.6T 光引擎量产出货》2024-10-24
- 《天孚通信 (300394) — 利润率持续增长, 高分红重视股东回报》2024-08-26
- 《天孚通信 (300394) — 收购天孚之星 46.67% 少数股权, 全资控股海外产能》2024-08-15

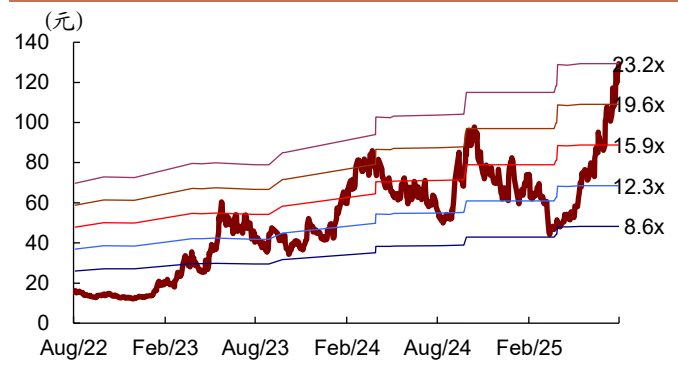
梁程加 S1090522060001  
liangchengjia@cmschina.com.cn  
罗嘉成 S1090525070006  
luojiacheng@cmschina.com.cn

图1: 天孚通信历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图2: 天孚通信历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3045	3524	5489	7718	10264
现金	1864	1978	2713	3954	5732
交易性投资	436	350	350	350	350
应收票据	4	4	8	11	14
应收款项	425	776	1490	2094	2582
其它应收款	2	1	2	3	4
存货	256	350	799	1127	1362
其他	58	64	127	179	220
<b>非流动资产</b>	853	1212	1352	1465	1554
长期股权投资	8	9	9	9	9
固定资产	616	804	956	1079	1178
无形资产商誉	79	111	100	90	81
其他	150	288	287	287	287
<b>资产总计</b>	<b>3898</b>	<b>4737</b>	<b>6841</b>	<b>9183</b>	<b>11818</b>
<b>流动负债</b>	504	727	1366	1865	2223
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	277	323	738	1041	1258
预收账款	84	184	420	592	716
其他	143	219	209	232	248
<b>长期负债</b>	31	24	24	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
其他	31	24	24	24	24
<b>负债合计</b>	<b>535</b>	<b>751</b>	<b>1390</b>	<b>1889</b>	<b>2247</b>
股本	395	554	777	777	777
资本公积金	1073	1019	865	865	865
留存收益	1724	2407	3803	5648	7927
少数股东权益	171	6	5	4	2
归属于母公司所有者权益	3193	3980	5445	7290	9569
<b>负债及权益合计</b>	<b>3898</b>	<b>4737</b>	<b>6841</b>	<b>9183</b>	<b>11818</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	902	1263	1584	2470	3411
净利润	730	1343	2061	2874	3716
折旧摊销	90	124	166	193	216
财务费用	(2)	(20)	(57)	(69)	(72)
投资收益	(16)	(7)	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	109	(159)	(548)	(490)	(410)
其它	(9)	(17)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	258	(358)	(267)	(267)	(267)
资本支出	(204)	(451)	(306)	(306)	(306)
其他投资	463	94	38	38	38
<b>筹资活动现金流</b>	(9)	(782)	(581)	(962)	(1366)
借款变动	100	(304)	(42)	0	0
普通股增加	1	159	223	0	0
资本公积增加	27	(54)	(154)	0	0
股利分配	(197)	(672)	(666)	(1031)	(1438)
其他	59	89	57	69	72
<b>现金净增加额</b>	<b>1151</b>	<b>123</b>	<b>735</b>	<b>1241</b>	<b>1778</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	1939	3252	6239	8772	10817
营业成本	886	1391	3173	4476	5412
营业税金及附加	17	31	60	84	104
营业费用	18	23	44	62	76
管理费用	83	132	218	307	346
研发费用	143	232	446	626	703
财务费用	(59)	(91)	(57)	(69)	(72)
资产减值损失	(22)	(35)	(35)	(35)	(35)
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	16	31	31	31	31
投资收益	16	7	7	7	7
<b>营业利润</b>	862	1536	2357	3287	4250
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	21	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	841	1535	2357	3287	4249
所得税	111	192	296	413	534
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>730</b>	<b>1344</b>	<b>2062</b>	<b>2876</b>	<b>3717</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	62%	68%	92%	41%	23%
营业利润	91%	78%	54%	39%	29%
归母净利润	81%	84%	53%	39%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.3%	57.2%	49.1%	49.0%	50.0%
净利率	37.6%	41.3%	33.1%	32.8%	34.4%
ROE	25.1%	37.5%	43.8%	45.2%	44.1%
ROIC	23.1%	34.2%	42.4%	44.2%	43.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.7%	15.8%	20.3%	20.6%	19.0%
净负债比率	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.0	4.9	4.0	4.1	4.6
速动比率	5.5	4.4	3.4	3.5	4.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.8	1.1	1.1	1.0
存货周转率	4.0	4.6	5.5	4.7	4.3
应收账款周转率	5.2	5.4	5.5	4.9	4.6
应付账款周转率	4.5	4.6	6.0	5.0	4.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.94	1.73	2.65	3.70	4.78
每股经营净现金	1.16	1.62	2.04	3.18	4.39
每股净资产	4.11	5.12	7.00	9.38	12.31
每股股利	0.51	0.71	1.33	1.85	2.39
<b>估值比率</b>					
PE	137.8	74.8	48.8	35.0	27.1
PB	31.5	25.3	18.5	13.8	10.5
EV/EBITDA	111.6	63.5	40.2	29.1	22.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。