



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月04日

### 基础数据

09月03日收盘价(元)	205.31
总市值(亿元)	1,596.11
总股本(亿股)	7.77

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证通信】天孚通信 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 前瞻布局 CPO 相关产品-2025.04.25

【兴证通信】天孚通信 2024 年三季报点评: 盈利短期波动, 关注 1.6T 产品进展-2024.10.25

#### 分析师: 章林

S0190520070002  
zhanglin20@xyzq.com.cn

#### 分析师: 代小笛

S0190521090001  
daixiaodi@xyzq.com.cn

#### 分析师: 仇新宇

S0190523070005  
qjuxinyu@xyzq.com.cn

#### 分析师: 许梓豪

S0190524070002  
xuzihao@xyzq.com.cn

#### 分析师: 王灵境

S0190525050001  
wanglingjing@xyzq.com.cn

天孚通信(300394.SZ)

## 1.6T 进入放量阶段, Q2 业绩超预期高增

### 投资要点:

- **事件:** 2025H1 实现营业收入 24.56 亿元, 同比+57.84%; 归母净利润 8.99 亿元, 同比+37.46%。2025Q2, 公司收入约 15.11 亿元, 同比+83.34%, 环比+59.98%; 归母净利润 5.62 亿元, 同比+49.64%, 环比+66.34%。
- **1.6T 光引擎进入兑现期驱动有源占比进一步提升, FAU 稳步增长提供无源业务基本盘。**  
**有源:** 公司光引擎作为光模块前置环节在 25H1 已实现 1.6T 规模起量, 推动上半年光有源器件收入 15.66 亿元, 同比+91%, 占收入比重达 64%; 在产品年降和原材料波动下毛利率略有下滑至 43.36%。  
**无源:** 公司 FAU 产品是国内龙头供应商, 作为光模块中的核心器件之一, 深度受益于模块需求的爆发, FAU 是无源业务的重要组成。2025H1 光无源器件收入 8.63 亿元, 同比增长+24%, 毛利率 63.57%。
- **产品结构和汇率影响下毛利率有所下降, 精益管理下净利率环比持续改善。** 2025H1 公司整体毛利率同比-6.98pct 至 50.79%, Q2 毛利率环比-3.67pct 至 49.38%, 主要受到产品结构占比的变化, 随着 800G/1.6T 光引擎的放量, 有源器件收入占比显著提升影响综合毛利率, 以及美元贬值带来的负向影响。Q2 净利率环比+1.42pct 至 37.17%, 或主要因为: 公司费用率控制得当, 管理费用和研发费用改善明显。
- **下半年迎来 1.6T 持续加速, 海外产能体系更趋完善。** 下半年 1.6T 或成为行业需求的重要爆发点, 公司光引擎作为核心供应商上量节奏明确。泰国生产基地厂房已全面交付使用, 公司在亚洲(不含中国)实现销售收入 18.9 亿元。海外本地化生产和供应链建设有效提升了交付能力, 降低了贸易摩擦与汇率波动风险, 增强了公司全球客户粘性和盈利韧性。
- **盈利预测与投资建议:** 我们调整盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 22.25、31.42、38.39 亿元, 按照 2025 年 9 月 3 日收盘价, 对应 PE 71.7、50.8 和 41.6 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 公司产能扩张不及预期, 1.6T 客户需求不及预期。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3252	5849	8262	10214
同比增长	67.7%	79.9%	41.3%	23.6%
归母净利润(百万元)	1344	2225	3142	3839
同比增长	84.1%	65.6%	41.2%	22.2%
毛利率	57.2%	51.5%	50.6%	49.9%
ROE	33.8%	37.8%	37.0%	33.0%
每股收益(元)	1.73	2.86	4.04	4.94
市盈率	118.8	71.7	50.8	41.6

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3524</b>	<b>5730</b>	<b>8704</b>	<b>12353</b>
货币资金	1978	4118	6601	9705
交易性金融资产	350	205	98	129
应收票据及应收账款	780	395	570	678
预付款项	11	23	33	36
存货	350	653	931	1232
其他	54	337	472	574
<b>非流动资产</b>	<b>1212</b>	<b>1550</b>	<b>1543</b>	<b>1334</b>
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	804	1071	1111	958
在建工程	233	217	158	104
无形资产	82	105	118	120
商誉	30	30	30	30
其他	55	118	117	112
<b>资产总计</b>	<b>4737</b>	<b>7280</b>	<b>10247</b>	<b>13687</b>
<b>流动负债</b>	<b>727</b>	<b>1363</b>	<b>1737</b>	<b>2008</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	323	673	827	995
其他	403	691	910	1013
<b>非流动负债</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	24	22	21	21
<b>负债合计</b>	<b>751</b>	<b>1386</b>	<b>1758</b>	<b>2028</b>
股本	554	777	777	777
未分配利润	2072	3576	5697	8289
少数股东权益	6	8	9	11
<b>股东权益合计</b>	<b>3986</b>	<b>5894</b>	<b>8489</b>	<b>11659</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>4737</b>	<b>7280</b>	<b>10247</b>	<b>13687</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1344	2225	3142	3839
折旧和摊销	126	261	330	369
营运资金的变动	-197	394	-253	-269
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1263</b>	<b>2896</b>	<b>3233</b>	<b>3942</b>
资本支出	-451	-539	-332	-164
长期投资	85	145	107	-32
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-358</b>	<b>-437</b>	<b>-201</b>	<b>-166</b>
债权融资	40	-1	-1	-1
股权融资	87	53	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-782</b>	<b>-321</b>	<b>-550</b>	<b>-671</b>
现金净变动	151	2140	2482	3104

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>3252</b>	<b>5849</b>	<b>8262</b>	<b>10214</b>
营业成本	1391	2837	4080	5118
税金及附加	31	56	74	92
销售费用	23	30	41	51
管理费用	132	164	227	276
研发费用	232	299	413	511
财务费用	-91	-49	-103	-132
投资收益	7	18	25	31
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-18	-15	-12	-10
资产减值损失	-17	-17	-15	-16
<b>营业利润</b>	<b>1536</b>	<b>2551</b>	<b>3602</b>	<b>4395</b>
营业外收支	-1	-7	-10	-6
<b>利润总额</b>	<b>1535</b>	<b>2544</b>	<b>3592</b>	<b>4389</b>
所得税	192	318	449	549
净利润	1343	2226	3143	3840
少数股东损益	-1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1344</b>	<b>2225</b>	<b>3142</b>	<b>3839</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.73</b>	<b>2.86</b>	<b>4.04</b>	<b>4.94</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	67.7%	79.9%	41.3%	23.6%
营业利润增长率	78.1%	66.1%	41.2%	22.0%
归母净利润增长率	84.1%	65.6%	41.2%	22.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	57.2%	51.5%	50.6%	49.9%
归母净利率	41.3%	38.0%	38.0%	37.6%
ROE	33.8%	37.8%	37.0%	33.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.8%	19.0%	17.2%	14.8%
流动比率	4.85	4.20	5.01	6.15
速动比率	4.32	3.68	4.44	5.51
<b>营运能力</b>				
资产周转率	75.3%	97.3%	94.3%	85.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.73	2.86	4.04	4.94
每股经营现金	1.62	3.73	4.16	5.07
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	118.8	71.7	50.8	41.6
PB	40.1	27.1	18.8	13.7

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn