

信义山证汇通天下

证券研究报告

网络接配及塔设

天孚通信 (300394.SZ)

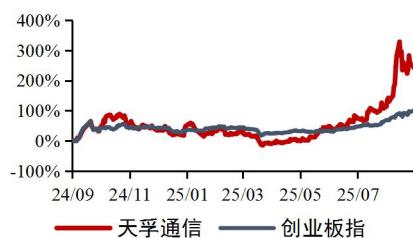
买入-A(维持)

有源业务大幅增长，CPO 项目持续推进

2025 年 9 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 18 日

收盘价 (元):	179.88
年内最高/最低 (元):	225.05/57.11
流通 A 股/总股本(亿):	7.76/7.77
流通 A 股市值 (亿):	1,395.60
总市值 (亿):	1,398.42

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	1.16
摊薄每股收益(元):	1.16
每股净资产(元):	6.04
净资产收益率(%):	19.16

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

事件描述

➤ 公司发布 2025 年半年报。2025 上半年，公司实现营收 24.6 亿，同比增长 57.8%，实现归母净利润 9.0 亿元，同比增长 37.5%。单二季度来看，公司实现营收 15.1 亿元，同环比分别增长 83.3%、60.0%；归母净利润实现 5.6 亿元，同环比分别增长 49.6%、66.3%。

事件点评

➤ 2025 上半年无源业务增长平稳，有源业务大幅增长。上半年，公司无源业务实现营收 8.6 亿元，同比增长 23.8%，主要得益于高速光模块配套 FAU、隔离器，短距 AOC 配套并行光学连接器以及波分复用光模块 AWG MUX 等产品放量。与此同时，我们认为由于无源产品被有源业务的内部领用以及工人招聘的短期瓶颈，公司实际无源出货量或大于表观体现。有源方面，高速率有源产品持续增加交付，客户下一阶段高速率产品需求依旧旺盛，公司泰国工厂产能建设正稳步推进，二期厂房预计将在明年贡献大批增量。我们看到，英伟达此前发布的 2026 第二财年报告中网络业务营收高达 73 亿美元，环比大涨 46%，下半年 GB300 机柜出货量快速爬坡将带动 1.6T 光模块需求增长，其自家麦洛斯光引擎高性能方案仍将占据一定比例。

➤ 英伟达 CPO 交换机即将量产，公司是精密光学连接核心供应商。在 GTC2025 上英伟达首次推出了 Quantum X800 硅光 CPO 交换机，并将 Browave、Corning、Senko、TFC、Coherent 作为光纤、连接器和微光学首批供应链合作伙伴。我们认为公司凭借光引擎成熟代工经验有望提供定制化高密度 FAU 并负责光引擎的气密封装和 FAU 精密耦合。英伟达认为，与可插拔光模块相比，CPO 可以实现 3.5 倍能效提升、将可靠性提升 10 倍并将运营时间缩短至原来的 77%从而加快 AI 工厂的部署和快速扩展。我们看到，英伟达有望在下一代 Scaleout 网络中大力推广 CPO 从而突出其高端口数 (Radix)、低延迟和能耗效率优势，公司作为产业链早期合作伙伴有望深度受益。目前，公司 CPO 布局覆盖多个项目，根据不同客户的要求稳步推进中。

➤ 垂直一体化的商业模式将为公司带来更多有源业务。公司 20 年在精密陶瓷、工程塑料、光学玻璃等基础材料的深厚积累形成了 FA 光纤阵列、BOX 封装制造、并行光学设计制造、纳米级精密模具设计等一站式产品解决方案。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

公司以无源能力带动有源竞争力（一站式物料提供和成本优势）、以有源带动无源销售（提升 ASP 和毛利率），有源业务的比重或进一步提升。随着更多的系统厂商加大 CPO 的布局推广以及未来大型 CSP 可能的硅光 CPO/OIO 定制，公司光引擎业务有望加速成长。国内方面，在爆发的需求引领下，光模块产能呈现供不应求的状态，新兴玩家有望崛起，公司上半年国内收入实现 5.3 亿元，同比+71.7%，有望加速成长。

盈利预测与投资建议

➤ 我们看到公司大客户 1.6T 下半年开始快速上量，公司 CPO 深度布局，随着英伟达推广发力，有望成为 2026 新增长引擎，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 20.4/34.8/45.2 亿元，(前次预测为 20.8/28.8/32.4 亿元)，9 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 68.5/40.2/31.0，维持“买入-A”评级。

风险提示

由于 GB300 爬坡等原因大客户 1.6T 光模块需求释放低于预期；公司泰国产能扩产不及预期导致无源业务转产不顺利订单下滑；有源产品占比逐步提升拉低整体毛利率；CPO 产品量产价值量和毛利率不及预期；中美关税摩擦导致毛利率下滑。

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	5,253	9,520	11,848
YoY(%)	62.0	67.7	61.5	81.2	24.5
净利润(百万元)	730	1,344	2,042	3,483	4,518
YoY(%)	81.1	84.1	52.0	70.6	29.7
毛利率(%)	54.3	57.2	55.4	53.0	54.3
EPS(摊薄/元)	0.94	1.73	2.63	4.48	5.81
ROE(%)	21.7	33.7	35.5	40.2	35.6
P/E(倍)	191.6	104.1	68.5	40.2	31.0
P/B(倍)	43.8	35.1	24.3	16.2	11.0
净利率(%)	37.6	41.3	38.9	36.6	38.1

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)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3045	3524	5225	8465	12165	营业收入	1939	3252	5253	9520	11848
现金	1864	1978	3049	4959	8077	营业成本	886	1391	2342	4471	5420
应收票据及应收账款	428	780	1172	2110	2446	营业税金及附加	17	31	48	89	110
预付账款	4	11	10	31	19	营业费用	18	23	47	81	101
存货	256	350	586	955	1213	管理费用	83	132	210	362	427
其他流动资产	493	404	408	409	410	研发费用	143	232	368	666	829
非流动资产	853	1212	1671	1958	2222	财务费用	-59	-91	-134	-240	-314
长期投资	8	9	9	10	11	资产减值损失	-23	-35	-58	-143	-142
固定资产	616	804	1263	1620	1893	公允价值变动收益	1	0	1	0	0
无形资产	49	82	99	119	136	投资净收益	16	7	20	25	30
其他非流动资产	179	318	300	209	182	营业利润	862	1536	2353	3993	5186
资产总计	3898	4737	6896	10423	14388	营业外收入	0	1	0	0	0
流动负债	504	727	1122	1748	1682	营业外支出	21	1	11	6	9
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	841	1535	2343	3988	5178
应付票据及应付账款	277	323	687	969	1038	所得税	111	192	301	506	662
其他流动负债	227	403	435	779	644	税后利润	730	1343	2041	3482	4516
非流动负债	31	24	24	24	24	少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-1
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	730	1344	2042	3483	4518
其他非流动负债	31	24	24	24	24	EBITDA	908	1635	2449	4143	5369
负债合计	535	751	1146	1772	1706						
少数股东权益	171	6	6	5	3						
股本	395	554	776	776	776						
资本公积	1073	1019	797	797	797						
留存收益	1727	2398	3521	5262	7520						
归属母公司股东权益	3193	3980	5744	8645	12678						
负债和股东权益	3898	4737	6896	10423	14388						
现金流表(百万元)											
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	902	1263	1829	2717	3790						
净利润	730	1343	2041	3482	4516						
折旧摊销	90	124	136	204	269						
财务费用	-59	-91	-134	-240	-314						
投资损失	-16	-7	-20	-25	-30						
营运资金变动	66	-197	-194	-703	-649						
其他经营现金流	91	92	-1	-1	-1						
投资活动现金流	258	-358	-573	-465	-502						
筹资活动现金流	-9	-782	-185	-342	-170						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.73	2.63	4.48	5.81	P/E					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.62	2.35	3.49	4.88	P/B					
每股净资产(最新摊薄)	4.11	5.12	7.39	11.12	16.31	EV/EBITDA					
							191.6	104.1	68.5	40.2	31.0
							43.8	35.1	24.3	16.2	11.0
							151.3	83.9	55.6	32.4	24.4
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	61.5	81.2	24.5	
营业利润(%)						91.3	78.1	53.3	69.7	29.9	
归属于母公司净利润(%)						81.1	84.1	52.0	70.6	29.7	
盈利能力											
毛利率(%)						54.3	57.2	55.4	53.0	54.3	
净利率(%)						37.6	41.3	38.9	36.6	38.1	
ROE(%)						21.7	33.7	35.5	40.2	35.6	
ROIC(%)						22.1	32.7	34.9	39.7	35.0	
偿债能力											
资产负债率(%)						13.7	15.8	16.6	17.0	11.9	
流动比率						6.0	4.9	4.7	4.8	7.2	
速动比率						5.4	4.3	4.1	4.2	6.5	
营运能力											
总资产周转率						0.6	0.8	0.9	1.1	1.0	
应收账款周转率						5.2	5.4	5.4	5.8	5.2	
应付账款周转率						4.5	4.6	4.6	5.4	5.4	
估值比率											

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形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

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>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

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

