

天孚通信 (300394.SZ)

25Q3 物料紧张影响出货节奏, 26 年 1.6T 光引擎弹性可观

2025 年 10 月 29 日, 公司发布 2025 年三季度报告。25Q3 营业收入 39.18 亿元, 同比增长 63.63%; 归母净利润 14.65 亿元, 同比增长 50.07%。25Q3 单季度营收 14.63 亿元, 环比下降 3.23%; 归母净利润 5.66 亿元, 环比增长 0.80%。公司第三季度业绩略低于预期, 主要是 EML 光引擎的核心物料相对紧缺, 但随着英伟达 GPU 交付量大幅上修, 天孚通信参与配套的 1.6T 光引擎弹性可观。

□ 2025 年前三季度, 算力建设带动高速光器件产品需求稳定增长, 公司 1.6T 光引擎持续出货, 实现营收 39.18 亿元 (yoy+63.63%)。分季度看, 公司 25Q3 实现营收 14.63 亿元 (yoy+74.37%, qoq-3.23%); 公司第三季度营收环比下滑或主要是 1.6T EML 光引擎的核心物料相对紧缺, 短暂影响光引擎出货节奏。

□ 2025 年前三季度公司实现归母净利润 14.65 亿元 (yoy+50.07%), 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 25Q3 归母净利润 5.66 亿元 (yoy+75.67%, qoq+0.80%), 环比增速放缓主要受光引擎出货节奏影响; 盈利能力环比提升, 毛利率环比提升 4.30pct 至 53.68%, 净利率环比提升 1.55pct 至 38.72%。

□ 英伟达 GPU 交付量大幅上修, 由天孚通信供应的 1.6T 光引擎弹性可观。英伟达近期在 GTC 大会上预计, 2026 年底前 Blackwell 与 Rubin GPU 总出货量将达 2000 万颗。在产能准备上, 公司泰国生产基地厂房全面交付使用, 产能逐步爬坡并规划于 2026 年实现大规模量产; 公司已开发 800G 硅光模块、1.6T 硅光引擎等产品, 硅光方案的上量有助缓解 EML 光引擎的核心物料紧缺。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。

□ 投资建议: 随着英伟达 Blackwell、Rubin 芯片交付, 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 58.9 亿元、87.7 亿元、108.2 亿元, 归母净利润分别为 20.7 亿元、30.7 亿元、38.9 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 64.6 倍、43.6 倍、34.4 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	5895	8772	10815
同比增长	62%	68%	81%	49%	23%
营业利润(百万元)	862	1536	2368	3506	4443
同比增长	91%	78%	54%	48%	27%
归母净利润(百万元)	730	1344	2071	3066	3886
同比增长	81%	84%	54%	48%	27%
每股收益(元)	0.94	1.73	2.66	3.94	5.00
PE	183.2	99.5	64.6	43.6	34.4
PB	41.9	33.6	24.5	17.9	13.6

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/通信

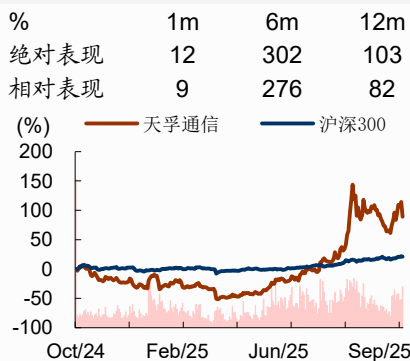
目标估值: NA

当前股价: 172.02 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)	133.7
流通市值 (十亿元)	133.5
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	37.6
资产负债率	16.5%
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	37.95%

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) — 25Q2 业绩高于预期, 1.6T 光引擎出货起量》2025-08-26
- 《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

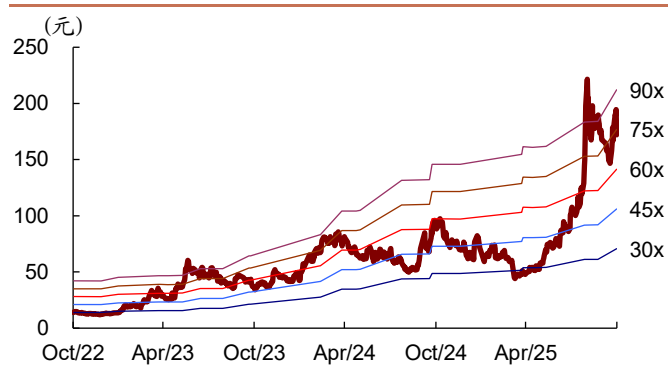
梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

罗嘉成 S1090525070006

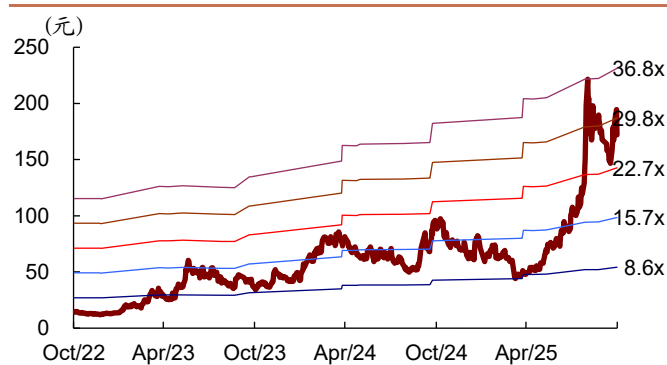
luojiacheng@cmschina.com.cn

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
流动资产	3045	3524	5378	7830	10458
现金	1864	1978	2772	4122	5977
交易性投资	436	350	350	350	350
应收票据	4	4	7	11	14
应收款项	425	776	1407	2094	2582
其它应收款	2	1	2	3	4
存货	256	350	720	1072	1313
其他	58	64	119	177	218
非流动资产	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
资产总计	3898	4737	6731	9294	12012
流动负债	504	727	1247	1781	2148
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	277	323	665	990	1213
预收账款	84	184	378	563	690
其他	143	219	203	228	245
长期负债	31	24	24	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
其他	31	24	24	24	24
负债合计	535	751	1271	1805	2172
股本	395	554	777	777	777
资本公积金	1073	1019	865	865	865
留存收益	1724	2407	3812	5843	8196
少数股东权益	171	6	5	4	2
归属于母公司所有者权益	3193	3980	5454	7485	9838
负债及权益合计	3898	4737	6731	9294	12012

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	902	1263	1643	2584	3583
净利润	730	1343	2070	3065	3884
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)	(498)	(567)	(407)
其它	(9)	(17)	0	0	0
投资活动现金流	258	(358)	(267)	(267)	(267)
资本支出	(204)	(451)	(306)	(306)	(306)
其他投资	463	94	38	38	38
筹资活动现金流	(9)	(782)	(581)	(967)	(1461)
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)	(1036)	(1533)
其他	59	89	57	69	72
现金净增加额	1151	123	794	1350	1854

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1939	3252	5895	8772	10815
营业成本	886	1391	2861	4258	5218
营业税金及附加	17	31	57	84	104
营业费用	18	23	42	62	76
管理费用	83	132	206	307	346
研发费用	143	232	421	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
营业利润	862	1536	2368	3506	4443
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	21	1	1	1	1
利润总额	841	1535	2367	3505	4442
所得税	111	192	297	440	558
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	730	1344	2071	3066	3886

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	62%	68%	81%	49%	23%
营业利润	91%	78%	54%	48%	27%
归母净利润	81%	84%	54%	48%	27%
获利能力					
毛利率	54.3%	57.2%	51.5%	51.5%	51.8%
净利率	37.6%	41.3%	35.1%	35.0%	35.9%
ROE	25.1%	37.5%	43.9%	47.4%	44.9%
ROIC	23.1%	34.2%	42.6%	46.4%	44.1%
偿债能力					
资产负债率	13.7%	15.8%	18.9%	19.4%	18.1%
净负债比率	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.0	4.9	4.3	4.4	4.9
速动比率	5.5	4.4	3.7	3.8	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	1.0	1.1	1.0
存货周转率	4.0	4.6	5.3	4.8	4.4
应收账款周转率	5.2	5.4	5.4	5.0	4.6
应付账款周转率	4.5	4.6	5.8	5.1	4.7
每股资料(元)					
EPS	0.94	1.73	2.66	3.94	5.00
每股经营净现金	1.16	1.62	2.11	3.32	4.61
每股净资产	4.11	5.12	7.02	9.63	12.65
每股股利	0.51	0.71	1.33	1.97	2.50
估值比率					
PE	183.2	99.5	64.6	43.6	34.4
PB	41.9	33.6	24.5	17.9	13.6
EV/EBITDA	148.8	84.6	53.4	36.4	28.8

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。