

缺芯影响短期业绩，1.6T 光引擎空间广阔

核心观点

2025 年前三季度，公司实现营业收入 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%。单三季度公司收入 14.63 亿元，同比增长 74.37%，环比下降 3.23%；归母净利润 5.66 亿元，同比增长 75.67%，环比增长 0.80%。公司三季度业绩环比放缓，主要受 EML 光芯片上游物料紧缺影响，但并不影响人工智能发展带来高速光器件产品需求增长的长期趋势，随着原材料的紧缺逐步缓解，公司 1.6T 光引擎预计将快速放量，同时公司在 CPO 领域多个产品及客户布局，有望取得先发优势。

事件

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度，公司实现营业收入 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%；扣非归母净利润 14.31 亿元，同比增长 50.44%。

简评

1、上游物料紧缺影响短期业绩，看好公司中长期发展趋势。

2025 年前三季度，公司实现营业收入 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%；扣非归母净利润 14.31 亿元，同比增长 50.44%。单季度来看，2025Q3 收入 14.63 亿元，同比增长 74.37%，环比下降 3.23%；归母净利润 5.66 亿元，同比增长 75.67%，环比增长 0.80%。

公司三季度业绩环比放缓，主要受 EML 光芯片上游物料紧缺影响，但并不影响人工智能发展带来高速光器件产品需求增长的长期趋势，随着原材料的紧缺逐步缓解，公司 1.6T 光引擎预计将快速放量，同时公司在 CPO 领域多个产品及客户布局，有望取得先发优势。

2、毛利率环比提升，费用管控良好。

2025 年前三季度，公司的毛利率为 51.87%，同比下降 6.34pcts，净利率为 37.42%，同比下降 3.42pcts。单三季度看，2025Q3 公司毛利率 53.68%，同比下降 5.36pcts，环比提升 4.3pcts；净利率 38.72%，同比提升 0.31pcts，环比提升 1.55pcts。随着公司新产品逐渐形成规模效应，产品结构持续优化，公司整体盈利能力不断加强，毛利率环比提升。

天孚通信 (300394.SZ)

维持

买入

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

010-56135172

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

杨伟松

yangweisong@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522120003

发布日期：2025 年 11 月 18 日

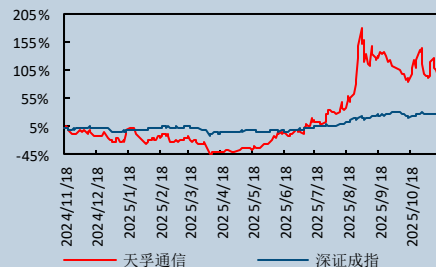
当前股价：150.90 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.10/-1.33	39.89/32.44	30.58/11.33
12 月最高/最低价 (元)		222.16/62.23
总股本 (万股)		77,741.59
流通 A 股 (万股)		77,585.24
总市值 (亿元)		1,173.12
流通市值 (亿元)		1,170.76
近 3 月日均成交量 (万)		4169.88
主要股东		
苏州天孚仁和投资管理有限公司		37.95%

股价表现



2025 年前三季度，销售费用率 0.4%，同比下降 0.45pcts；研发费用率 5.11%，同比下降 2.11pcts；管理费用率 2.73%，同比下降 1.44pcts；财务费用率-0.9%，同比增加 0.65pcts；合计期间费用率为 7.34%，同比下降 3.35pcts。公司费用管控良好，整体费用率随着收入的快速增长持续降低。

3、北美云厂商资本开支持续加码，高速光引擎需求强劲。

近期，北美四家 CSP 厂商发布了三季报，资本开支加速增长，同时各家对未来基础设施投资均继续保持积极态度。北美四大云厂商今年资本开支逐季提升：2025Q1 资本开支总计 773 亿美元，同比增长 62%；2025Q2 资本开支总计 958 亿美元，同比增长 64%；2025Q3 资本开支总计 1133 亿美元，同比增长 75%，环比增长 18%。公司是国内光通信产业链上游的核心头部企业，400G 及 800G 等高速产品居于行业内领先水平，光无源器件、1.6T 光引擎具备较强的竞争力，随着 26 年英伟达 Blackwell 与 Rubin 开始大量交付，公司 1.6T 光引擎产品有望快速放量。此外，公司在 CPO 等新领域持续推进，有望取得先发优势。

4、盈利预测与投资建议：

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 54.63 亿元、76.04 亿元、100.83 亿元，归母净利润分别为 21.2 亿元、29.23 亿元、38.59 亿元，对应 PE 分别为 55X、40X 和 30X，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,938.60	3,251.71	5,463.02	7,603.81	10,082.75
YoY (%)	62.04	67.74	68.00	39.19	32.60
归母净利润(百万元)	729.88	1,343.52	2,119.89	2,923.19	3,858.50
YoY (%)	81.14	84.07	57.79	37.89	32.00
P/E(倍)	160.73	87.32	55.34	40.13	30.40

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

国内及海外云厂商的资本开支若不及预期，将导致数通光模块市场的需求下降，那么光器件的销量有下滑的风险，公司的传统数通光器件业务可能会受到影响；行业竞争加剧，对公司相关产品的价格产生影响，从而影响公司的毛利率水平；AIGC 发展不及预期，如下游应用侧没有出现爆款应用，将对光模块需求产生影响；公司的光引擎和有源产品会用到芯片产品，若缺芯则会对公司相关产品的生产和交付产生影响；激光雷达作为公司的新业务，其发展存在不确定性，若新产品在品类开拓和客户拓展上有低于预期的风险；公司存在一定比例的外销收入，若国际环境变化，可能会影响公司在海外市场的拓展；CPO 若发展不及预期，影响公司的 FAU 等相关业务；关税影响超预期等。

分析师介绍

阎贵成

TMT 及海外研究组组长，通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，7 年中国移动工作经验，2017 年加入中信建投证券研究发展部通信团队。目前专注于人工智能、云计算、物联网、5G/6G、光通信、运营商等领域研究，2019 年以来曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

杨伟松

中信建投科技前瞻组首席分析师，南京大学理学学士，浙江大学工学硕士。6 年光通信行业研发及管理经验，曾就职于光通信头部企业 Coherent。2022 年 2 月加入中信建投，主要从事人工智能硬件和海外科技板块的研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk