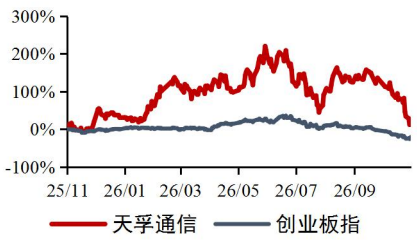
网络接配及塔设　天孚通信（300394.SZ）　买入-A(维持)

有源业务增长逐渐恢复，静待 CPO 放量

2026 年 11 月 6 日　公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 11 月 4 日

收盘价（元/股）：	136.00
总股本（亿股）：	10.91
流通股本（亿股）：	10.88
流通市值（亿元）：	1,480.21

基础数据：2026 年 9 月 30 日

每股净资产（元/股）：	6.04
每股资本公积（元/股）：	0.70
每股未分配利润（元/股）：	3.91

资料来源：常闻

分析师：

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

投资要点：

➢ **公司发布 2026 年三季报。**2026 前三季度，公司实现收入 47.5 亿元（YoY+21.3%），实现归母净利润 20.8 亿元（YoY+42.2%）。单三季度公司实现营收 19.2 亿元，同环比分别+31.5%、+28.4%，环比显著加速；实现归母净利润 8.8 亿元，同环比分别+55.3%、+23.5%。

➢ **物料供应改善，有源无源产出同步提升。**2026 年半年报，公司无源器件和有源器件产品分别同比+77.4%、-19.6%。公司光模块关键无源器件龙头地位稳固，但受制于 EML 等关键物料瓶颈（不少为客供料），有源产品规模出现萎缩。第三季度有源产品核心物料供应瓶颈已明显缓解，交付能力稳步提升，公司一方面继续加强现有主要供应商合作，另一方面积极拓宽供应链来源。无源方面，下游 800G、1.6T 光模块仍处于产能供不应求客户积极拉货状态，同时英伟达 CPO 交换机开启量产爬坡，对公司收入和盈利形成坚实支撑。2026 年三季报，公司存货账面价值同环比均实现了较大幅度增长，主要为积极的原材料备货；公司的固定资产也保持环比增长态势，主要为先进键合、耦合、测试设备的持续安装到货。

➢ **全面布局 CPO、NPO 关键器件和封装技术，积极扩产做好准备。**在 2026 GTC 柏林上，英伟达宣布与矽品合作，将台湾 CPO 光引擎在 2027 年中提升至现有水平的 15 倍，并在 2028 再翻一倍。公司为 CPO 配套的 FAU、ELS 等产品在性能、良率、交付等已具备良好的基础，预计 2027 年 CPO 配套产品在公司限售收入占比显著增加。CPO 使用的 FAU 具有高密度、多通道、可拆卸等特征，对比传统 FAU 工艺和良率难度显著增加，有望继续拉升公司整体毛利率。NPO 方面，目前公司配合多个客户进行前期样品开发，NPO 主导厂商相对多元，除 FAU、ELS 外，公司更有希望在光引擎代工获得客户。

➢ **全球 AI 光互联继续保持高景气，公司核心配套地位稳固。**根据 Trendforce 集邦咨询，预计全球 AI 网络与互联产值将由 2024 的 379 亿美元增至 2027 的 2798 亿美元，CAGR 高达 95%。目前交换机和可插拔光模块仍然是赛道最大的产值来源，2027 年光模块市场或达 841 亿美元。而 Scaleup 增长最为迅速，带动交换设备、铜缆需求增加，随着 NVL576 等下一代超节点量产，CPO/NPO 技术有望逐步替代铜缆提升带宽与互联域。公司与全球头部光模块和 AI 算力基础设施厂商建立了长期深度合作关系，紧跟行业从 400G 向 800G、1.6T 乃

至更高速率迭代趋势。尤其在 CPO 配套领域，公司已实现 FAU、ELS 等相关产品的稳定量产交付。

盈利预测和投资建议：公司 2026 年限制性股票激励计划考核业绩目标为 2027/2028 不扣除股权激励成本的扣非净利润分别较 2025 年+150%、+400%，在当前充沛的光模块和 CPO 订单下，我们认为公司的业绩受益于 AI 资本开支和新技术的双重贝塔，我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润 33.0/71.6/110.9 亿元，同比 +63.6%、+117.0%、+54.9%，对应 EPS 为 3.03/6.57/10.17 元，维持“买入-A”评级。

风险提示：北美 AI 资本开支受制于监管审批和 CSP 投资意愿下滑风险，CPO 配套产品线工序复杂良率前期偏低扩产进度可能不及预期导致份额下降，200G EML 市场供应仍然紧张存在阶段性影响交付风险，dFAU 多条供应商产品技术路线并行验证公司份额有下降风险，下一代 NPO、CPO 光引擎采用先进封装技术公司若研发不及预期有源产品有下滑风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,252	5,163	8,178	15,948	22,555
YoY(%)	67.7	58.8	58.4	95.0	41.4
净利润(百万元)	1,344	2,017	3,301	7,162	11,094
YoY(%)	84.1	50.1	63.6	117.0	54.9
毛利率(%)	57.2	54.0	56.7	61.2	65.6
EPS(摊薄/元)	1.23	1.85	3.03	6.57	10.17
ROE(%)	33.7	36.6	40.9	49.1	44.4
P/E(倍)	110.4	73.5	44.9	20.7	13.4
P/B(倍)	37.3	26.9	18.4	10.2	5.9
净利率(%)	41.3	39.1	40.4	44.9	49.2

资料来源：常闻，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)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3524	4848	7663	13248	23455
现金	1978	2997	3541	7358	16240
应收票据及应收账款	780	1124	2147	3652	4550
预付账款	11	21	116	97	128
存货	350	457	1624	1910	2285
其他流动资产	404	250	235	231	252
非流动资产	1212	1601	2124	3766	3997
长期投资	9	9	13	16	20
固定资产	804	1115	1542	2948	3332
无形资产	82	90	95	103	114
其他非流动资产	318	387	474	698	530
资产总计	4737	6449	9787	17014	27452
流动负债	727	909	1683	2400	2451
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	323	495	1077	1554	1550
其他流动负债	403	414	605	846	901
非流动负债	**24**	**28**	**30**	**30**	**29**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	28	30	30	29
负债合计	751	937	1713	2430	2480
少数股东权益	6	7	6	6	6
股本	554	777	1087	1087	1087
资本公积	1019	953	449	449	449
留存收益	2398	3749	6225	11238	19004
归属母公司股东权益	3980	5506	8068	14578	24966
负债和股东权益	4737	6449	9787	17014	27452

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1263	1868	2018	6386	10168
净利润	1343	2018	3301	7163	11094
折旧摊销	124	176	185	324	484
财务费用	-91	-31	67	-34	-119
投资损失	-7	-10	-13	-16	-16
营运资金变动	-197	-408	-1525	-1051	-1274
其他经营现金流	92	122	3	-1	-1
投资活动现金流	-358	-265	-666	-1950	-698
筹资活动现金流	-782	-673	-808	-619	-587
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.85	3.03	6.57	10.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.71	1.85	5.85	9.32
每股净资产(最新摊薄)	3.65	5.05	7.40	13.36	22.89

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3252	5163	8178	15948	22555
营业成本	1391	2377	3538	6185	7761
营业税金及附加	31	57	84	169	236
营业费用	23	21	25	45	56
管理费用	132	131	184	335	451
研发费用	232	267	450	845	1150
财务费用	-91	-31	67	-34	-119
资产减值损失	-35	-51	-90	-175	-271
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	10	13	16	16
营业利润	1536	2352	3808	8293	12815
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	9	5	7	6
利润总额	1535	2344	3803	8287	12810
所得税	192	326	503	1124	1716
税后利润	1343	2018	3301	7163	11094
少数股东损益	-1	0	-0	0	-1
归属母公司净利润	1344	2017	3301	7162	11094
EBITDA	1635	2484	3949	8546	13152

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	67.7	58.8	58.4	95.0	41.4
营业利润(%)	78.1	53.2	61.9	117.8	54.5
归属于母公司净利润(%)	84.1	50.1	63.6	117.0	54.9
获利能力					
毛利率(%)	57.2	54.0	56.7	61.2	65.6
净利率(%)	41.3	39.1	40.4	44.9	49.2
ROE(%)	33.7	36.6	40.9	49.1	44.4
ROIC(%)	32.7	35.9	40.4	48.7	43.9
偿债能力					
资产负债率(%)	15.8	14.5	17.5	14.3	9.0
流动比率	4.9	5.3	4.6	5.5	9.6
速动比率	4.3	4.8	3.5	4.7	8.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.2	1.0
应收账款周转率	5.4	5.4	5.0	5.5	5.5
应付账款周转率	4.6	5.8	4.5	4.7	5.0
估值比率					
P/E	110.4	73.5	44.9	20.7	13.4
P/B	37.3	26.9	18.4	10.2	5.9
EV/EBITDA	89.0	58.2	36.5	16.4	10.0

资料来源：常闻、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

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 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

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