

# 天孚通信 (300394.SZ)

## 经营质量提升, 800G 光器件实现量产

买入

### 核心观点

**公司实现营收和利润均稳健增长, 有源器件营收占比快速提升。**公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 11.96 亿元, 同比+15.89%; 实现归母净利润 4.03 亿元, 同比+31.51%。公司最近五年 (2018-2022) 营收复合增长率超 28%。2023 年一季度, 公司实现收入 2.87 亿元, 同比+1.50%, 实现归母净利润 0.92 亿元, 同比+11.14%。2022 年公司有源器件实现收入 2.18 亿元, 同比+156.24%, 营收占比从 2021 年 8.23% 快速提升至 18.20%。

**产品结构改善+费用控制推动毛利率和利润率实现提升。**受益于产品结构改善, 2022 年公司毛利率为 51.64%, 同比+2.48%。分业务来看, 2022 年无源器件毛利率达到 55.01%, 同比+4.33%; 有源器件毛利率达到 36.75%, 同比+9.27%。费用端, 公司强调精细化管理, 2022 年管理费用同比减少 7.97%。毛利率提升和费用端控制推动公司净利率从 2021 年 29.89% 提升至 2022 年的 33.85%。

**800G 光器件开发已经进入量产环节, 前瞻布局 CPO 等技术方案产品。**公司始终保持对于研发的高度重视, 2022 年公司研发费用达到 1.23 亿元, 同比增长 23.12%, 快于当年营收增长。在具体研发项目上, 2022 年公司完成了 800G 光器件 (用于下一代数据中心用光引擎) 的量产, 并已经前瞻布局多个研发项目, 如进行激光芯片集成高速光引擎开发, 为 CPO 技术方案做储备; 进行单波 100G 光器件开发, 增强公司 TO 封装平台的领先优势; 进行车载激光雷达用光器件开发, 打造公司新的增长点。

**智能化、自动化升级提升公司管理水平。**智能化是公司长期推动制造能力深度升级的关键举措。2022 年, 公司按照信息化建设三年发展规划, 持续推进智能化和数字化体系建设, 陆续启动 ERP、MES、OA 等系统的迭代升级, 落地管理改善。同时加强自动化智能设备开发, 优化资源配置, 实现精益生产, 提升品质和效率。

**风险提示:** 新产品拓展不达预期; 市场竞争恶化; 800G 产品放量不及预期。

**投资建议:** 维持 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年公司盈利预测分别为 5.0/6.4/8.0 亿元, 对应 PE 分别为 56/44/35 倍。考虑到公司有望受益数通市场需求的稳健增长及光引擎业务放量, 并跨界拓展激光雷达等领域, 看好公司增长潜力, 仍维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,032	1,196	1,538	1,977	2,542
(+/-%)	18.2%	15.9%	28.5%	28.6%	28.6%
净利润(百万元)	306	403	500	643	797
(+/-%)	9.8%	31.5%	24.1%	28.6%	24.0%
每股收益(元)	0.78	1.02	1.27	1.63	2.02
EBIT Margin	31.2%	33.7%	31.5%	30.9%	30.2%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	15.3%	17.1%	19.4%	21.0%
市盈率 (PE)	91.3	69.9	56.3	43.8	35.3
EV/EBITDA	72.4	58.8	49.8	40.8	33.6
市净率 (PB)	12.00	10.72	9.63	8.50	7.43

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 通信·通信设备

证券分析师: 马成龙

021-60933150

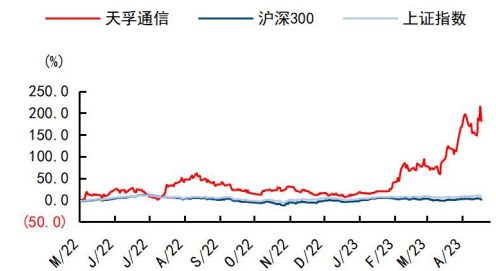
machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价	64.00 元	
总市值/流通市值	25214/22890 百万元	
52 周最高价/最低价	71.75/18.45 元	
近 3 个月日均成交额	888.58 百万元	

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《天孚通信 (300394.SZ) - 净利润同比增长 31%, 创新业务持续可期》——2023-01-31
- 《天孚通信 (300394.SZ) - 三季度业绩环比提升, 光引擎加速成长》——2022-10-25
- 《天孚通信 (300394.SZ) - 收入和利润同步增长, 新业务处于规模量产前夕》——2022-08-26
- 《天孚通信 (300394.SZ) - 稀缺的光器件平台型厂商, 迈入崭新发展阶段》——2022-05-09
- 《天孚通信 (300394.SZ) - 一季度承压下持续稳健, 高速光引擎驱动未来新成长》——2022-04-27

图1: 天孚通信营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 天孚通信单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



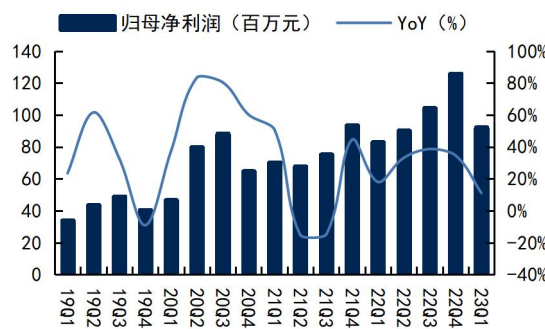
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 天孚通信归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



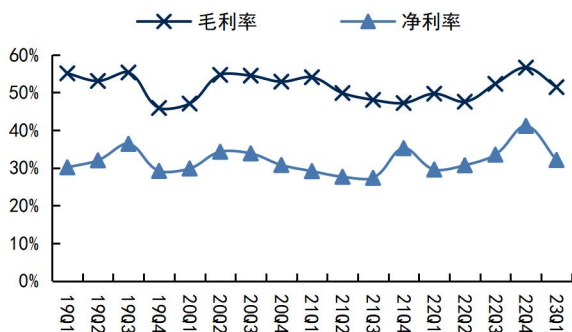
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 天孚通信单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



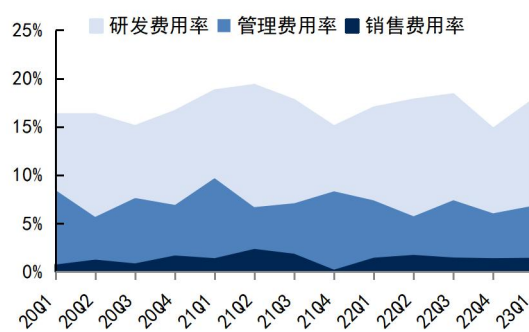
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 天孚通信单季度毛利率、净利率变化情况

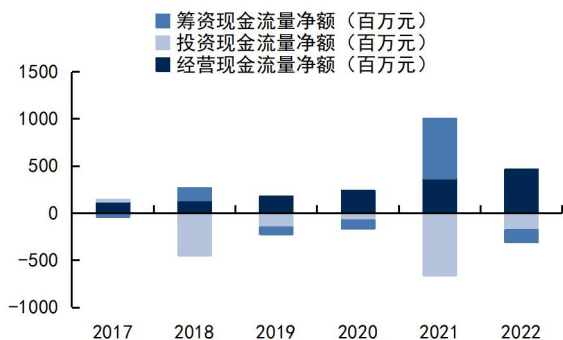


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

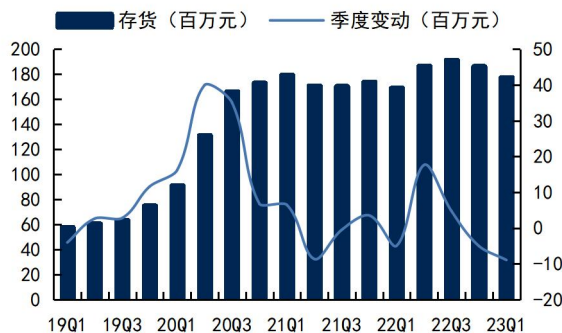
图6: 天孚通信单季度三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**图7: 天孚通信现金流量情况 (百万元)**


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**图8: 天孚通信存货及季度变动情况 (百万元)**


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年公司盈利预测分别为 5.0/6.4/7.97 亿元, 对应 PE 分别为 56/44/35 倍。考虑到公司有望受益数通市场需求的稳健增长及光引擎业务放量, 并跨界拓展激光雷达等领域, 看好公司增长潜力, 仍维持“买入”评级。

**表1: 同类公司估值比较**

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (4月20日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
300394.SZ	天孚通信	买入	71.48	1.02	1.27	1.63	69.9	56.3	43.8	11.4	282
300620.SZ	光库科技	增持	72.48	0.72	0.96	1.31	90.9	75.4	55.3	7.1	119
300570.SZ	太辰光	无评级	33.19	0.81	1.01	1.17	106.4	32.8	28.4	5.8	76
688195.SH	腾景科技	无评级	36.68	0.45	0.69	0.98	90.7	53.3	37.3	5.4	47
300548.SZ	博创科技	无评级	40.20	0.74	0.99	1.26	65.3	40.5	32.0	6.3	106
	平均						88.3	50.5	38.2	6.2	

资料来源: 光库科技、太辰光、腾景科技、博创科技采用 Wind 一致预期数据, 国信证券经济研究所整理和预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	515	673	918	1133	1413	营业收入	1032	1196	1538	1977	2542
应收款项	281	324	409	533	683	营业成本	520	579	788	1055	1412
存货净额	174	186	256	360	488	营业税金及附加	8	11	14	18	23
其他流动资产	84	104	108	138	178	销售费用	15	18	22	26	31
<b>流动资产合计</b>	<b>1839</b>	<b>2169</b>	<b>2490</b>	<b>2965</b>	<b>3562</b>	管理费用	68	63	76	89	106
固定资产	586	605	638	658	683	研发费用	100	123	154	178	203
无形资产及其他	53	50	46	42	38	财务费用	(4)	(20)	0	0	0
投资性房地产	65	69	69	69	69	投资收益	17	27	50	60	70
长期股权投资	7	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	10	19	15	25	30
<b>资产总计</b>	<b>2551</b>	<b>2901</b>	<b>3251</b>	<b>3742</b>	<b>4359</b>	其他收入	(109)	(141)	(144)	(155)	(178)
短期借款及交易性金融负债	4	3	3	3	3	营业利润	345	451	560	720	892
应付款项	102	116	157	217	296	营业外净收支	1	1	0	0	0
其他流动负债	73	114	122	165	223	<b>利润总额</b>	<b>345</b>	<b>451</b>	<b>560</b>	<b>720</b>	<b>892</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>180</b>	<b>233</b>	<b>282</b>	<b>385</b>	<b>522</b>	所得税费用	37	46	57	73	91
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	2	2	3	4
其他长期负债	35	31	31	31	31	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>306</b>	<b>403</b>	<b>500</b>	<b>643</b>	<b>797</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>35</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>215</b>	<b>264</b>	<b>313</b>	<b>415</b>	<b>553</b>	净利润	306	403	500	643	797
少数股东权益	3	11	13	15	17	资产减值准备	4	0	18	1	1
股东权益	2333	2626	2926	3312	3790	折旧摊销	67	80	88	88	88
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2551</b>	<b>2901</b>	<b>3251</b>	<b>3742</b>	<b>4359</b>	公允价值变动损失	(10)	(19)	(15)	(25)	(30)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(4)	(20)	0	0	0
每股收益	0.78	1.02	1.27	1.63	2.02	营运资本变动	(2)	(29)	(91)	(156)	(179)
每股红利	0.33	0.40	0.51	0.65	0.81	其它	(3)	1	(17)	1	1
每股净资产	5.96	6.66	7.43	8.41	9.62	<b>经营活动现金流</b>	<b>363</b>	<b>437</b>	<b>483</b>	<b>552</b>	<b>678</b>
ROIC	28%	29%	32%	37%	42%	资本开支	0	(114)	(120)	(80)	(80)
ROE	13%	15%	17%	19%	21%	其它投资现金流	(558)	(97)	82	0	0
毛利率	50%	52%	49%	47%	44%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(556)</b>	<b>(212)</b>	<b>(38)</b>	<b>(80)</b>	<b>(80)</b>
EBIT Margin	31%	34%	32%	31%	30%	权益性融资	(6)	32	0	0	0
EBITDA Margin	38%	40%	37%	35%	34%	负债净变化	(1)	0	0	0	0
收入增长	18%	16%	29%	29%	29%	支付股利、利息	(130)	(157)	(200)	(257)	(319)
净利润增长率	10%	32%	24%	29%	24%	其它融资现金流	799	215	0	0	0
资产负债率	9%	9%	10%	11%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>531</b>	<b>(67)</b>	<b>(200)</b>	<b>(257)</b>	<b>(319)</b>
息率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>338</b>	<b>158</b>	<b>245</b>	<b>215</b>	<b>279</b>
P/E	91.3	69.9	56.3	43.8	35.3	货币资金的期初余额	177	515	673	918	1133
P/B	12.0	10.7	9.6	8.5	7.4	货币资金的期末余额	515	673	918	1133	1413
EV/EBITDA	72.4	58.8	49.8	40.8	33.6	企业自由现金流	0	299	312	402	518
						权益自由现金流	0	514	312	402	518

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032