

评级变动报告

天孚通信 300394.SZ



鉴于AI算力需求持续释放、光器件行业景气上修、CPO技术渗透提速、公司平台化壁垒稳固等因素，我们对公司盈利预测进行调整，整体上调估值。核心原因如下：

光器件行业需求景气上修：北美云厂商持续加码AI资本开支，800G/1.6T光模块上量带动上游光器件需求，公司深度绑定头部光模块厂商并进入英伟达供应链，订单能见度高，上调公司未来5年收入预测。

光通信远期成长空间扩容：运力成AI算力部署核心瓶颈，CPO等光互联升级趋势明确，公司光引擎产品核心卡位、已进入英伟达供应链，远期受益CPO渗透提速，小幅上调公司远期收入假设。

短期盈利阶段性调整、中长期韧性较强：2026年一季度1.6T相关产品进展慢于预期，下调短期盈利预测；但一季度毛利率延续强势，平台化降本+高端产品占比提升支撑盈利韧性，上调公司未来5年毛利率预测。

公司作为全球光器件平台龙头，上游卡位优势稳固，CPO布局领先，持续受益AI光互联需求爆发。我们上调其DDM/动态估值，目前股价已充分反映上修情况。

公司基本信息



公司是全球领先的光器件平台型龙头企业，2005年成立，2015年登陆深交所创业板。定位光模块上游，打造覆盖精密陶瓷、光引擎、高速光器件、激光雷达光学部件等多品类的一站式光器件平台，产品谱系完整；深度绑定头部光模块客户，进入英伟达供应链，在CPO、LPO等新趋势中核心卡位，为全球光通信产业链关键基石供应商。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值	1388亿(较上期+22.10%)
当前股价	245.68元	盈利趋势	★★★★☆	状态	高估(上行空间-48%)
总市值	2679.94亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	123.39	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	1288亿(较上期+25.39%)
PB-MRQ	44.58			状态	严重高估(上行空间-52%)

公司盈利预测

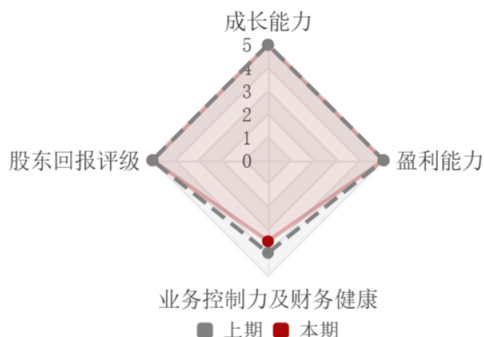
天孚通信	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.4	32.5	51.6	84.5	112.9	149.7	244.7	302.9
归母净利润(亿)	7.3	13.4	20.2	32.7	42.3	54.1	86.1	103.6
归母净利润增速(%)	81.1	84.1	50.2	62.2	29.2	27.9	59.2	20.3
经营性净利润(亿)	6.8	12.9	19.5	33.9	43.8	56.0	89.3	107.4
经营性净利润增速(%)	79.7	90.0	51.4	73.7	29.3	28.0	59.3	20.3
经营性归母净利润(亿)	6.8	12.9	19.5	32.6	42.2	54.0	86.0	103.4
经营性归母净利润增速(%)	80.6	90.1	51.3	67.3	29.3	28.0	59.3	20.3

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

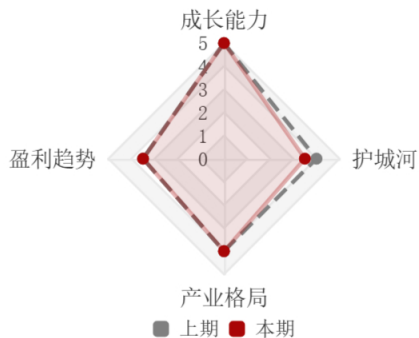
业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

公司本期业务控制力及财务健康星级下降0.5星。公司虽为全球光器件平台龙头，切入英伟达供应链、卡位CPO赛道，但业务控制力边际有一定减弱：一是向下游延伸代工光模块，核心光芯片仍依赖外采，受上游物料紧缺扰动大，交付节奏把控力减弱，预付款和存货增加；二是进入英伟达供应链后下游客户集中度显著提升，大客户话语权强。随着业务延申和市场拓展，公司整体在产业链中的占款能力有一定减弱。

深度评级变动分析

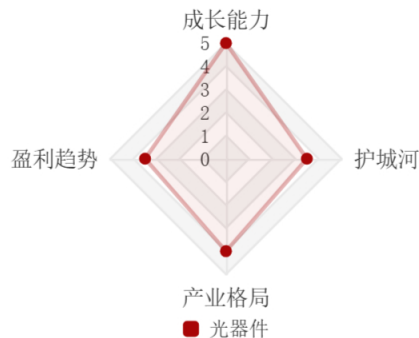
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-07-01

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-07-01

护城河下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

公司本期护城河星级下调0.5星。公司全球光器件平台龙头地位仍稳，卡位CPO赛道、切入英伟达供应链，深度绑定头部光模块厂，但当前行业景气处历史高位，盈利高于行业稳态水平，后续随需求增速放缓或难维系，ROE/ROIC存压。叠加向下游延伸代工光模块后核心光芯片仍外采，受上游物料扰动大；进入英伟达供应链后客户集中度提升、大客户话语权强，产业链占款能力减弱，盈利稳定性边际削弱，远期高盈利持续性待验，故下调0.5星。

估值评级

DDM估值上升+22.10%：上期 1137.03亿，本期 1388.34亿。动态估值上升+25.39%：上期 1027.43亿，本期 1288.29亿。

我们对公司2026-2041年收入及归母净利润预测进行了调整，主要基于AI算力驱动光互连需求上修、CPO商用渗透提速公司核心卡位优势凸显、以及2026年一季报毛利率表现强势的重新评估，结合一季报受短期物料短缺扰动、1.6T进展低于预期的情况，对盈利预测做结构性调整。

1. 收入预测调整

1) 2026-2027年短期收入下调：核心依据为一季报受短期物料短缺影响，1.6T相关光器件及光引擎产品进展慢于预期，交付节奏阶段性承压，故下调该阶段收入预测。

2) 2028-2031年中期收入上调：核心依据为北美云厂商持续加码AI资本开支，800G/1.6T光模块需求指引上修带动上游光器件需求放量，叠加CPO商用进展提速，公司光引擎产品已切入英伟达供应链，核心卡位CPO赛道，订单能见度提升，故上调该阶段收入预测。

3) 2031-2041年远期收入小幅上调：核心依据为AI集群运力瓶颈凸显，光互联在算力网络中的价值权重持续提升，测算2040年全球光通信互联市场规模进一步上修，行业远期天花板打开，对应同步上修公司远期收入规模预测。

2. 归母净利润预测调整

1) 2026-2031年毛利率上修：虽短期收入受物料扰动，但2026年一季报毛利率表现强势，平台化降本叠加高端产品占比提升支撑盈利韧性，故上修该阶段毛利率预测，拉动中短期盈利水平。

2) 远期归母净利润同步小幅上调：远期收入随行业天花板同步上修，公司作为全球光器件平台龙头，上游卡位稳固、CPO布局领先，稳态期盈利能力有望保持行业领先，故远期归母净利润随收入规模同步上调。

3. 整体估值结果

本次调整后，公司DDM估值由1137.03亿元上调22.10%至1388.34亿元，动态估值由1027.43亿元上调25.39%至1288.29亿元。估值上调主要反映光互连行业需求上修、CPO渗透提速公司卡位受益、一季报毛利率强势的三重影响，短期物料扰动的负面影响已被中长期向好趋势所覆盖。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务包括光器件、其他。

业务一：光器件

1. 收入假设

1) 中短期：预计全球人工智能相关资本开支数额到2030年达到4万亿美元，2026-2030年年复合增速30%左右。其中，光模块投入占总资本开支投入比例为3%-5%，预计2030年全球数通光模块市场（含近封装光学NPO、共封装光学CPO）规模达到1600亿美元，2026-2030年年复合增速40%左右，产品速率逐步由现阶段的400G/800G为主升级到800G/1.6T/3.2T为主。

2026-2028年，预计高速光模块平均毛利率水平为30%，物料成本占总成本的90%，光器件在总物料成本中占比稳定在40%水平，对应光器件市场规模约为光模块的25%，从2025年的550亿元增至2028年的1500亿元，年复合增速为40%左右。

2029-2035年，随着CP0等技术路线成熟、渗透率提升，光器件等物料价值占比提升，预计光器件市场规模占光模块（含近封装光学NP0、共封装光学CP0）的比例逐步从25%提升至30%，光器件市场规模年复合增速为25%左右。

随着公司更多光器件产品品类（如高速光引擎放量等）和大客户市场拓展（如直供英伟达等），预计其在光器件市场的市占率将保持平稳（15%左右）。结合公司1.6T产品放量节奏，预计其2026-2028年收入年同比增速分别为63.9%、33.4%、32.7%（2028年加入CP0起量的考虑）；此后随着CP0在光互连的渗透率逐步从10%提升到25%，公司凭借卡位和客户优势将充分受益，实现CP0光引擎等相关产品放量，预计其2028-2033年收入年复合增速为25%左右。

2）长期：2034-2041年，考虑CP0在光互连中的渗透率继续提升，公司收入规模增速将略高于光模块/光器件行业增速，预计年复合增速为5%左右。

2. 盈利能力假设

1）毛利率：考虑到下游大客户需求旺盛、高端产品供需偏紧将带来一定的阶段性涨价，以及公司更高附加值的光引擎产品放量、但相对低毛利率的有源光器件产品亦占比提升（预计从2025年的45%逐步提升至60%以上），预计其短期综合毛利率将稳定在高水平，其2026-2028年毛利率的平均水平与2025年的54%基本相当；其后随着行业需求增长放缓、CP0等新技术渗透率提升使得更多厂商涌入上游光器件赛道、市场竞争激烈程度加剧，预计产品将迎来快速年降的过程，业务毛利率逐步下降至45%（与AI算力需求爆发前的有源光器件水平基本持平，显著高于光模块厂商）并保持稳定。

2）费用率：销售费用率保持稳定；管理费用率和研发费用率2028-2030年因CP0技术路线放量而有短期提升，此后恢复到此前平稳水平。

业务二：其他

收入和盈利能力假设：收入随主营光器件业务放量，预计2026-2033年年复合增速20%左右，其后年增速逐步放缓至2%；毛利率2025-2029年稳定在45%水平、后续逐步降至40%的稳态水平；费用率保持平稳。

公司整体业绩预测

天孚通信	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.4	32.5	51.6	84.5	112.9	149.7	244.7	302.9
归母净利润(亿)	7.3	13.4	20.2	32.7	42.3	54.1	86.1	103.6
归母净利润增速(%)	81.1	84.1	50.2	62.2	29.2	27.9	59.2	20.3
经营性净利润(亿)	6.8	12.9	19.5	33.9	43.8	56.0	89.3	107.4
经营性净利润增速(%)	79.7	90.0	51.4	73.7	29.3	28.0	59.3	20.3
经营性归母净利润(亿)	6.8	12.9	19.5	32.6	42.2	54.0	86.0	103.4
经营性归母净利润增速(%)	80.6	90.1	51.3	67.3	29.3	28.0	59.3	20.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

光器件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.3	32.3	50.8	83.3	111.2	147.5	242.0	300.0
收入增速(%)	63.8	67.5	57.3	63.9	33.4	32.7	64.1	24.0
经营性净利润(亿)	6.7	12.8	19.2	33.4	43.2	55.3	88.4	106.4
经营性净利率(%)	34.9	39.6	37.7	40.1	38.8	37.5	36.5	35.5
经营性净利润增速(%)	82.2	90.2	49.8	74.4	29.2	28.0	59.9	20.4
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.1	0.2	0.8	1.2	1.7	2.2	2.7	2.9
收入增速(%)	-50.2	115.0	305.1	50.0	40.0	30.0	20.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.1	0.3	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0
经营性净利率(%)	48.8	36.9	39.4	34.9	34.9	34.9	34.8	34.7
经营性净利润增速(%)	-39.6	62.5	332.2	33.2	39.9	29.8	19.8	9.7

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
光器件	6.8%	中等	较好	较强	9.0%	13.93	122.6
其他	4.0%	中低	一般	一般	9.0%	9.55	1.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光器件(亿)	232.7	1018.0	1250.7	29.0	1.0	0.1	1278.8
其他(亿)	3.3	5.7	9.0	0.4	-	-	9.5
公司整体测算(亿)	235.9	1023.8	1259.7	29.5	1.0	0.1	1288.3

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光器件(亿)	669.8	678.0	1347.8	29.0	1.0	0.1	1375.9
其他(亿)	6.9	5.1	12.0	0.4	-	-	12.5
公司整体测算(亿)	676.7	683.1	1359.8	29.5	1.0	0.1	1388.3

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。公司作为光器件平台型龙头，虽然受益于AI算力需求带动的高速光器件市场扩容，但市场对其新拓展的光模块代工等业务给予了较高预期，存在业绩兑现不及预期的风险。同时，CPO等颠覆性封装技术的成熟与普及进度，可能对其传统优势业务带来挑战，且产业链下游的竞争态势亦可能传导至上游，影响其盈利水平的可预测性。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。