

2023年04月27日

# 源杰科技 (688498.SH)

## 公司快报

### 国产高速光芯片领军企业，受益电信和数通市场未来可期

#### 投资要点

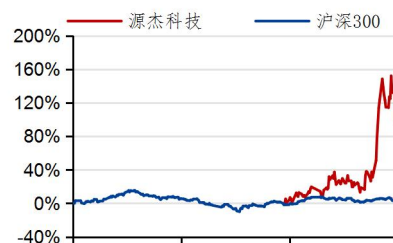
- ◆ **事件：**2023年4月25日，陕西源杰半导体科技股份有限公司发布2022年年报和2023年一季报，2022年公司实现营收2.83亿元，同比增长21.89%，实现归母净利润1.00亿元，同比增长5.28%；2023年一季度公司实现营收0.35亿元，同比减少40.60%，实现归母净利润0.12亿元，同比减少49.68%。
- ◆ **电信&数通市场景气助力22年业绩增长，23年一季度业绩短期承压。**受益于公司所处行业景气度较高，公司产品市场影响力持续增加，报告期内，公司的电信业务实现收入2.37亿元，较上年同期增长19.26%。主要系境内外电信运营商继续加大10G PON网络建设投入，带动公司电信市场中光纤接入板块收入增长。公司的数据中心及其他业务实现收入0.45亿元，较上年同期增长33.69%。主要系25G DFB激光器芯片，经过多年研发及产品验证，逐渐得到下游客户的认可，实现批量出货，推动数据中心市场销售收入的快速增长。同时公司在车载激光雷达领域取得了突破。1550波段车载激光雷达激光器芯片已实现在客户端导入。23年一季度因光纤接入、数据中心等市场的光芯片需求不佳，收入相比同期大幅下降。
- ◆ **2.25G光芯片规模供货，100G打破国外垄断开始测试验证。**公司主营业务为光芯片的研发、设计、生产与销售，主要产品包括2.5G、10G、25G、50G及更高速率激光器芯片系列产品等，目前主要应用于电信市场、数据中心市场、车载激光雷达等领域；在国内光芯片市场中，2.5G、10G激光器芯片市场国产化程度高，公司实现激光器光源发散角更小、抗反射光能力更强等差异化特性，为光模块厂商提供全波段、多品类产品；25G及更高速率激光器芯片市场国产化率低，公司凭借核心技术及IDM模式，率先攻克技术难关，实现25G激光器芯片系列产品的大批量供货。100G方面，国际先进的100G PAM4 EML激光器芯片采用电吸收调制器集成技术，其将DFB激光器芯片技术与电吸收调制器芯片技术进行集成，以此突破高速瓶颈，目前公司电吸调制器集成技术完成了五大技术突破，已经设计定型了100G PAM4 EML激光器芯片，目前处于验证测试阶段。
- ◆ **光芯片研发持续高投入，全流程业务体系初步建立。**公司持续加大研发投入，2022年公司研发支出0.27亿元，较去年同期增长46.69%。公司研发项目包括工业级50mW/70mW大功率硅光激光器开发、25/28G双速率数据中心CWDM DFB激光器、50G PAM4DFB激光器开发、100G EML激光器开发、50G及以下、100G光芯片的可靠性机理研究、大功率EML光芯片的集成工艺开发等项目；此外，公司已建立了包含芯片设计、晶圆制造、芯片加工和测试的IDM全流程业务体系，拥有多条覆盖MOCVD外延生长、光栅工艺、光波导制作、金属化工艺、端面镀膜、自动化芯片测试、芯片高频测试、可靠性测试验证等全流程自主可控的生产线，并已实现向国际前十大及国内主流光模块厂商批量供货。

 投资评级 **增持-B(首次)**  
 股价(2023-04-27) 228.22元

#### 交易数据

总市值(百万元)	14,021.40
流通市值(百万元)	2,931.67
总股本(百万股)	60.60
流通股本(百万股)	12.67
12个月价格区间	261.96/122.00

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	46.5	71.48	125.24
绝对收益	44.82	66.16	129.86

#### 分析师

 李宏涛  
 SAC执业证书编号：S0910523030003  
 lihongtao1@huajinsec.cn

#### 相关报告



- ◆ **受下游需求驱动，大功率激光芯片打开成长空间。**当前光芯片应用场景包括光纤接入、无线通信网络、数据中心等，都处于速率升级、代际更迭的关键窗口期。在光纤接入领域，境内电信运营商千兆宽带网络继续快速部署，10G PON 端口建设量继续快速增长，千兆光纤网络的需求增长带动了相关光芯片的增长。随着云计算、物联网和数字化转型的推进，数据中心和网络设备对高速、高带宽光通信的需求不断增长。目前数据中心 200G/400G 光模块已经大规模部署，而 800G 的需求也逐渐显现，将带动相关 10G/25G/50G/100G/CW 光源等芯片产品的需求。公司是国内光芯片龙头公司，25G 已实现规模化量产，50G、100G 光芯片也已测试验证，部分研发项目已经进入产业化阶段，受益行业景气度较高带动，预计未来将会对公司的收入产生积极的贡献。
  
- ◆ **投资建议：**我们认为公司作为国内光模块芯片龙头企业，随着 50G、100G 光芯片的研发突破，公司长期将保持较高成长性。预测公司 2023-2025 年收入 3.85/ 5.17/ 6.88 亿元，同比增长 36.1%/34.2%/33.2%，公司归母净利润分别为 1.53/ 1.91/2.46 亿元，同比增长 52.7% / 24.4% / 29.0%，对应 EPS 2.53/3.14 / 4.06 元，PE 91.5 / 73.6 / 57.1；首次覆盖，给予“增持-B”评级。
  
- ◆ **风险提示：**新产品研发不及预期；市场竞争持续加剧；新品导入不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	232	283	385	517	688
YoY(%)	-0.5	21.9	36.1	34.2	33.2
净利润(百万元)	95	100	153	191	246
YoY(%)	20.9	5.3	52.7	24.4	29.0
毛利率(%)	65.2	61.9	62.0	62.0	62.0
EPS(摊薄/元)	1.57	1.66	2.53	3.14	4.06
ROE(%)	15.5	4.8	6.8	7.8	9.1
P/E(倍)	147.1	139.8	91.5	73.6	57.1
P/B(倍)	22.8	6.7	6.2	5.7	5.2
净利率(%)	41.1	35.5	39.8	36.9	35.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	372	1749	1822	1989	2132	<b>营业收入</b>	232	283	385	517	688
现金	143	1420	1429	1466	1486	营业成本	81	108	146	196	262
应收票据及应收账款	106	154	200	275	358	营业税金及附加	2	2	3	4	5
预付账款	3	2	4	4	7	营业费用	10	11	17	21	29
存货	56	96	111	167	203	管理费用	19	31	43	60	72
其他流动资产	63	77	77	78	78	研发费用	18	27	31	36	48
<b>非流动资产</b>	365	547	645	764	913	财务费用	-0	-1	-29	-22	-10
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-4	-6	-7	-9
固定资产	141	397	496	606	734	公允价值变动收益	1	1	1	1	1
无形资产	13	15	17	20	21	投资净收益	6	1	2	3	3
其他非流动资产	211	136	132	137	158	<b>营业利润</b>	109	110	172	218	277
<b>资产总计</b>	737	2296	2467	2752	3045	营业外收入	0	0	1	0	0
<b>流动负债</b>	106	165	179	270	317	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	109	110	173	218	277
应付票据及应付账款	75	137	151	236	280	所得税	14	10	20	28	32
其他流动负债	31	27	28	34	36	<b>税后利润</b>	95	100	153	191	246
<b>非流动负债</b>	16	28	31	35	35	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	3	7	7	<b>归属母公司净利润</b>	95	100	153	191	246
其他非流动负债	16	28	28	28	28	EBITDA	127	97	173	231	305
<b>负债合计</b>	122	193	210	306	352						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	45	60	61	61	61	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	463	1835	1835	1835	1835	<b>成长能力</b>					
留存收益	107	207	360	551	797	营业收入(%)	-0.5	21.9	36.1	34.2	33.2
归属母公司股东权益	614	2102	2256	2447	2693	营业利润(%)	14.0	0.8	56.6	26.5	27.2
<b>负债和股东权益</b>	737	2296	2467	2752	3045	归属于母公司净利润(%)	20.9	5.3	52.7	24.4	29.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	65.2	61.9	62.0	62.0	62.0
						净利率(%)	41.1	35.5	39.8	36.9	35.7
						ROE(%)	15.5	4.8	6.8	7.8	9.1
						ROIC(%)	14.8	2.9	5.1	6.2	7.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	16.6	8.4	8.5	11.1	11.6
						流动比率	3.5	10.6	10.2	7.4	6.7
						速动比率	2.9	9.8	9.4	6.6	6.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	2.8	2.2	2.2	2.2	2.2
						应付账款周转率	1.8	1.0	1.0	1.0	1.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	147.1	139.8	91.5	73.6	57.1
						P/B	22.8	6.7	6.2	5.7	5.2
						EV/EBITDA	108.5	129.9	72.7	54.3	41.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)