

无评级

源杰科技（688498.SH）

经营承压，高速率光芯片稳步推进

核心观点

2023 年前三季度经营承压。公司发布 2023 年三季度报，2023 年前三季度实现营收 0.93 亿元，同比-51.83%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比-70.99%。2023 年第三季度，公司实现营收 0.32 亿元，同比-54.88%，实现归母净利润 0.02 亿元，同比-91.73%。整体看公司前三季度营收和利润均出现下滑。

收入利润均下滑和下游需求不佳、产品结构变化、价格竞争有关。公司的主营业务为光通信领域光芯片，下游重点包括电信（光纤接入+移动通信）和数据中心两个市场，目前营收还集中在电信市场，并向数据中心市场突破。

1) 收入侧：电信市场整体需求放缓（表现在国内市场需求增长放缓，北美市场需求出现下滑）；数据中心领域传统部分的需求也出现明显放缓。在下游需求不佳的影响下，公司营收出现下滑。3) 利润侧：在收入下滑的同时，因为部分产品价格竞争以及高毛利产品占比下降，费用端公司继续推进新品研发投入，导致利润下滑程度高于收入下滑程度。

高速率光芯片进展顺利，部分项目进入产业化阶段，上半年完成 EML 芯片产线扩充。目前公司在布局多款高速率/高端光芯片产品，如 50mW/70mW 大功率硅光激光器开发、50G PAM4 DFB 激光器开发、100G EML 激光器开发等项目，部分项目已经进入产业化阶段，预计未来会对公司的收入产生积极的贡献。在生产制造方面，2023 年上半年，公司扩建了多条 EML 芯片生产设备和开发设备，可满足各速率 EML 芯片的设计、开发、生产。

风险提示：新产品进展不及预期，竞争加剧，需求恢复不及预期。

投资建议：下调 2023-2025 年盈利预测，维持无评级。

考虑到 2023 年宽带接入网和传统数据中心市场需求疲软，基于对于未来行业需求恢复程度的不确定性，我们下调 2023-2025 年公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.5/0.6/1.0 亿元（下调前为 1.3/1.7/2.3 亿元），对应 PE 分别为 258/198/126 倍。看好公司未来在高速率光芯片市场进展突破，暂未给予评级，建议关注。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	232	283	183	252	354
(+/-%)	-0.5%	21.9%	-35.3%	37.7%	40.4%
净利润(百万元)	95	100	49	64	101
(+/-%)	20.9%	5.3%	-50.7%	29.9%	57.9%
每股收益(元)	2.12	1.67	0.58	0.76	1.19
EBIT Margin	44.0%	36.7%	17.9%	23.5%	28.2%
净资产收益率(ROE)	15.5%	4.8%	2.3%	2.9%	4.4%
市盈率(PE)	70.9	89.8	257.7	198.4	125.7
EV/EBITDA	56.1	70.2	151.1	100.3	72.3
市净率(PB)	10.99	4.28	5.92	5.75	5.52

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

电子·半导体

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师：朱锟旭

021-60375456

zhukunxu@guosen.com.cn

S0980523060003

基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	150.11 元
总市值/流通市值	12735/2782 百万元
52 周最高价/最低价	339.60/114.33 元
近 3 个月日均成交额	387.06 百万元

市场走势

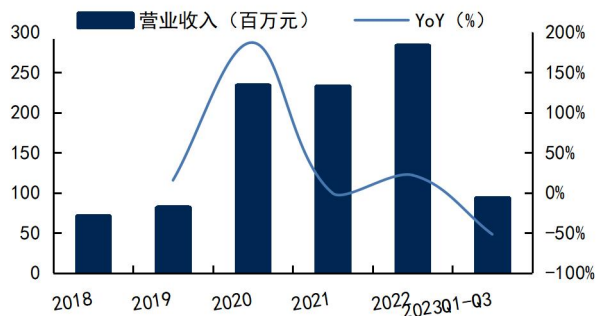


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

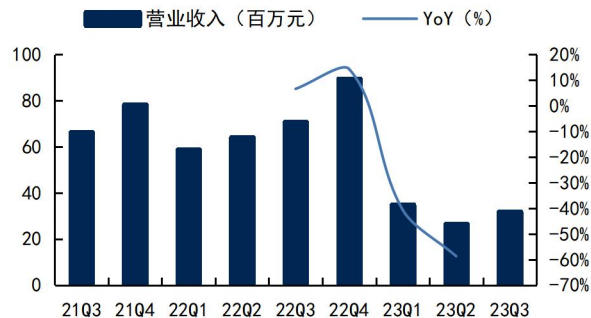
《源杰科技（688498.SH）-高速率光芯片先行突破者》—— 2023-08-03

图1: 源杰科技营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



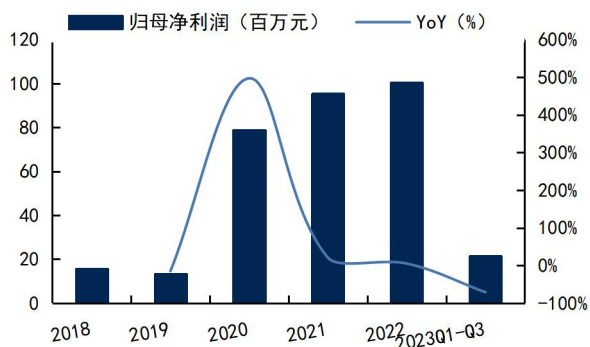
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 源杰科技单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 源杰科技归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



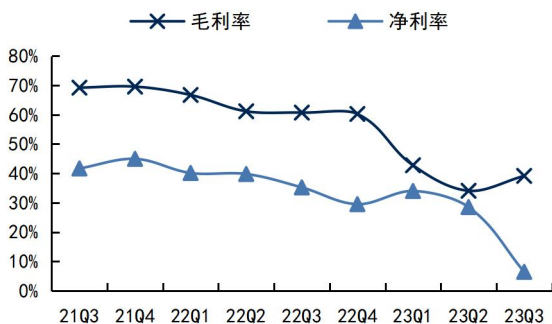
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 源杰科技单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



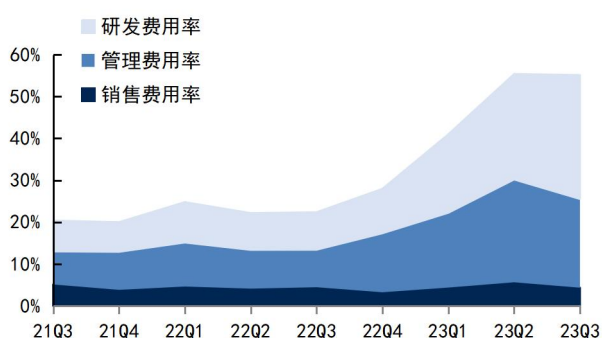
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 源杰科技单季度毛利率、净利率变化情况



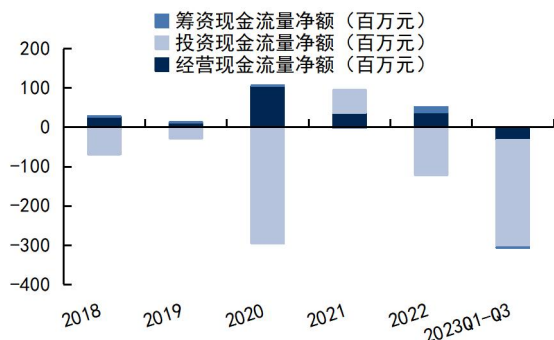
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 源杰科技单季度三项费用率变化情况



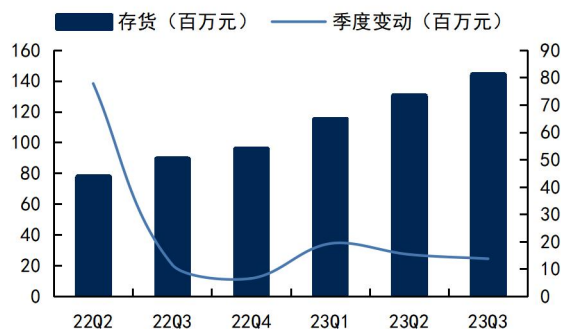
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：源杰科技现金流量情况（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：源杰科技存货及季度变动情况（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测拆分

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

电信市场类业务：

此前预测：

2023 年受到外部需求波动影响，预计增速较为平缓，2024-2025 年有望实现增速上行。预计 2023-2025 年该部分业务营收增速为 5%/23%/22%，毛利率水平为 57.9%/58.0%/58.1%。

调整预测：

2023 年海外电信市场需求明显下滑，国内市场需求放缓，基于对于市场需求未来恢复的不确定性，我们下调 2023-2025 年收入预测，预计 2023-2025 年收入增速分别为-46%/25%/22%（调整前为 5%/23%/22%）。

毛利率：由于 2023 年需求下降导致公司产能利用率有下降，同时面临一定的价格竞争压力，所以我们下调 2023 年毛利率假设，2024-2025 年有望因为需求回暖，毛利率实现回升。预计 2023-2025 年该业务毛利率为 46.6%/48.9%/50.7%。（调整前为 57.9%/58.0%/58.1%）。

数据中心类业务：

此前预测：

该部分业务是公司后续发展重心，除了已有的 25G 激光器芯片布局（主要用在 100G 光模块，目前仍保持较大用量），目前公司大功率硅光激光器芯片开发和 50G PAM4 激光器开发均已经进入设计验证测试阶段（DVT），100G EML 激光器芯片进入工程测试验证阶段（EVT），后续成功导入，有望带来明显收入贡献。预计 2023-2025 年这部分业务增速分别为 48%/73%/68%，毛利率分别为 75.0%/75.0%/74.0%。

调整预测：

考虑到公司在高速光芯片的导入人仍处在验证阶段，导入节奏有所延后，基于谨慎原则，我们降低对于高速率芯片未来放量规模的预期，下调 2023 年收入预期，2024 年-2025 年有望实现突破并放量，预计 2023-2025 年这部分业务增速分别为 20%/70%/74% (调整前为 48%/73%/68%)。

毛利率：由于 2023 年新品导入进度放缓导致公司产能利用率有下降，所以我们下调 2023 年毛利率假设，2024-2025 年有望因为高速率产品突破，毛利率实现回升。预计 2023-2025 年该业务毛利率为 50.0%/55.0%/60.0%。(调整前为 75.0%/75.0%/74.0%)。

费用预测：

研发费用：由于 2023 年收入规模下降但公司仍保持对于研发的高投入，上调 2023 年研发费用率假设至 15%，预计 2024-2025 年保持小幅下降趋势。

管理费用：维持此前管理费用率预测，并预计 2023-2025 年基本保持小下降趋势。

销售费用：维持此前销售费用率预测，并预计 2023-2025 年基本保持不变。

表1：源杰科技业务拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
电信市场类				
收入（百万元）	236.87	127.44	158.72	193.10
增速		-46%	25%	22%
毛利率	59.7%	46.6%	48.9%	50.7%
数据中心类				
收入（百万元）	44.78	53.51	91.19	158.66
增速		20%	70%	74%
毛利率	74.6%	50.0%	55.0%	60.0%
其他				
收入（百万元）	1.26	2.00	2.00	2.00
毛利率	23.3%	40.0%	40.0%	40.0%
合计				
总营收（百万元）	282.91	182.95	251.91	353.76
增速	22%	-35%	38%	40%
毛利率	61.9%	47.5%	51.1%	54.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收分别为 1.8/2.5/3.5 亿元，同比增长-35%/38%/40%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.5/0.6/1.0 亿元，同比增长-51%/30%/58%。

投资建议：考虑到 2023 年宽带接入网和传统数据中心市场需求疲软，基于对于未来行业需求恢复程度的不确定性，我们下调 2023-2025 年公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.5/0.6/1.0 亿元（下调前为 1.3/1.7/2.3 亿元），对应 PE 分别为 258/198/126 倍。看好公司未来在高速率光芯片市场进展突破，暂未给予评级，建议关注。

表2: 同类公司估值比较

证券 代码	证券 简称	投资 评级	股价 (10 月 27 日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
688498.SH	源杰科技	无评级	150.11	0.58	0.76	1.19	258	198	126	6.0	127
可比公司											
688048.SH	长光华芯	无评级	56.50	0.76	1.32	1.92	75	43	29	3.1	100
688313.SH	仕佳光子	无评级	12.54	0.13	0.24	0.34	95	53	37	4.9	58
300620.SZ	光库科技	增持	39.17	0.39	0.61	0.86	99	64	45	5.7	96
平均							90	53	37	4.6	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测，其中光库科技、长光华芯、仕佳光子采用 Wind 一致预期数据

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	143	1420	1358	1453	1531	营业收入	232	283	183	252	354
应收款项	107	154	75	83	116	营业成本	81	108	96	123	160
存货净额	56	96	37	46	64	营业税金及附加	2	2	1	2	2
其他流动资产	7	28	5	8	11	销售费用	10	11	7	10	14
流动资产合计	372	1749	1601	1667	1807	管理费用	19	31	18	23	32
固定资产	285	519	619	652	655	研发费用	18	27	27	35	46
无形资产及其他	13	15	14	13	13	财务费用	(0)	(1)	(5)	(5)	(5)
投资性房地产	67	13	13	13	13	投资收益	6	1	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	(0)	(0)	资产减值及公允价值变动	1	2	2	1	2
资产总计	737	2296	2247	2346	2488	其他收入	(18)	(24)	(27)	(35)	(46)
短期借款及交易性金融负债	1	1	1	1	1	营业利润	109	110	44	71	111
应付款项	75	137	47	73	110	营业外净收支	0	0	10	0	0
其他流动负债	30	27	14	18	26	利润总额	109	110	54	71	111
流动负债合计	106	165	62	91	137	所得税费用	14	10	5	6	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	28	33	38	43	归属于母公司净利润	95	100	49	64	101
长期负债合计	16	28	33	38	43	现金流量表（百万元）					
负债合计	122	193	95	130	180	净利润	95	100	49	64	101
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	1	1	0	0
股东权益	614	2102	2152	2216	2307	折旧摊销	20	27	52	69	79
负债和股东权益总计	737	2296	2247	2346	2488	公允价值变动损失	(1)	(2)	(2)	(1)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	(0)	(1)	(5)	(5)	(5)
每股收益	2.12	1.67	0.58	0.76	1.19	营运资本变动	(47)	18	62	16	(4)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.12	其它	0	(1)	(1)	(0)	(0)
每股净资产	13.66	35.04	25.36	26.12	27.20	经营活动现金流	67	144	162	148	175
ROIC	22%	7%	2%	4%	6%	资本开支	0	(263)	(150)	(100)	(80)
ROE	16%	5%	2%	3%	4%	其它投资现金流	204	8	(73)	46	(6)
毛利率	65%	62%	48%	51%	55%	投资活动现金流	204	(256)	(223)	(54)	(86)
EBIT Margin	44%	37%	18%	23%	28%	权益性融资	0	1407	0	0	0
EBITDA Margin	53%	46%	46%	51%	50%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-1%	22%	-35%	38%	40%	支付股利、利息	0	0	0	0	(10)
净利润增长率	21%	5%	-51%	30%	58%	其它融资现金流	(139)	(19)	0	0	(0)
资产负债率	17%	8%	4%	6%	7%	融资活动现金流	(139)	1388	0	0	(10)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	现金净变动	133	1276	(61)	94	78
P/E	70.9	89.8	257.7	198.4	125.7	货币资金的期初余额	11	143	1420	1358	1453
P/B	11.0	4.3	5.9	5.7	5.5	货币资金的期末余额	143	1420	1358	1453	1531
EV/EBITDA	56.1	70.2	151.1	100.3	72.3	企业自由现金流	0	(124)	(6)	39	86
						权益自由现金流	0	(143)	(6)	39	86

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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