

源杰科技 (688498.SH)

一季度营收同环比修复，数通新品客户测试进展顺利

无评级

核心观点

一季度营收同比增长72%。公司是国内稀缺的光通信芯片公司。2023年公司实现营收1.4亿元，同比下降49.0%；实现归母净利润1948万元，同比下降80.6%。全年综合毛利率41.9%，同比下降20.0pct。2023年公司业绩承压，主要系电信市场客户库存及终端运营商建设节奏放缓、国内市场价格竞争激烈影响毛利率以及传统云计算数通市场需求下滑。

2024年一季度，公司实现营业收入6006万元，同比增长72.3%，环比增长17.3%；实现归母净利润1053万元，同比下降11.1%，主要因去年同期公司取得政府补贴669万元；扣非归母净利润957万元，同比增长109.7%。一季度公司营收同环比修复，受益于行业需求恢复以及10G EML产品进一步放量。

宽带市场，10G EML加速贡献，25G/50G产品前瞻布局。光纤接入市场，公司10G EML已批量出货并逐步放量，带动一季度营收实现同环比修复。研发领域，公司对10G EML产品进行持续优化提升，并向客户送测了差异化方案的10G DFB产品；面向下一代25G/50G PON光纤网络，公司已研发并向客户送测相关的ONU及OLT端光芯片产品。

数通市场迎接AI机遇，100G EML、CW光源进展顺利。公司在高端光芯片领域持续深耕，面向高速光模块的EML芯片和CW光源产品积极推进。具体来说，2023年公司完成100G PAM4 EML、70mW/100mW大功率CW芯片等产品的研发与设计定型，并在客户端送样测试，目前相关测试进展顺利。公司已初步完成200G PAM4 EML的性能研发及厂内测试，正持续优化。产能方面，公司已扩建多条EML芯片生产设备和开发设备。AI带动高速光模块需求，配套高速光芯片供应持续偏紧，公司有望受益光芯片国产替代机遇。

风险提示：宽带市场需求恢复及AI市场需求不及预期；新产品进展不及预期；客户认证进度不及预期；竞争加剧。

投资建议：维持盈利预测，维持无评级。

维持2024-2025年公司盈利预测，新增2026年盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.6/1.0/1.5亿，对应PE分别为194/119/78倍。公司是国内稀缺的光通信芯片公司，数通市场高速光EML芯片和CW光源客户端积极推进，有望受益高速光模块需求红利；电信市场10G EML加速推进，前瞻布局的25G/50G PON产品有望受益下一代光纤接入网络升级。暂未给予公司评级，建议关注。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	283	144	266	369	480
(+/-%)	21.9%	-49.0%	84.3%	38.7%	30.1%
净利润(百万元)	100	19	62	101	153
(+/-%)	5.3%	-80.6%	216.5%	63.5%	51.6%
每股收益(元)	1.67	0.23	0.72	1.18	1.79
EBIT Margin	36.7%	-4.0%	13.1%	26.0%	30.1%
净资产收益率(ROE)	4.8%	0.9%	2.8%	4.4%	6.3%
市盈率(PE)	83.9	610.6	194.4	118.8	78.4
EV/EBITDA	65.7	339.2	131.3	71.8	53.7
市净率(PB)	4.00	5.62	5.50	5.26	4.96

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

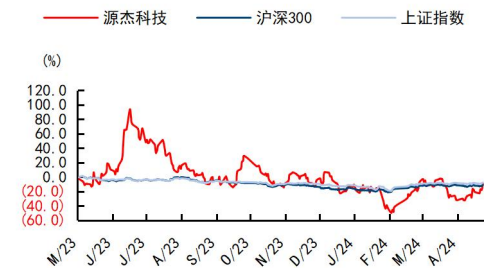
电子·半导体

证券分析师：马成龙 021-60933150
 联系人：钱嘉隆 021-60375445
 machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
 S0980518100002

基础数据

投资评级 无评级
 合理估值
 收盘价 154.55元
 总市值/流通市值 13208/9167百万元
 52周最高价/最低价 339.60/80.51元
 近3个月日均成交额 577.97百万元

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)-经营承压，高速光芯片稳步推进》
 2023-10-30
 《源杰科技(688498.SH)-高速光芯片先行突破者》
 2023-08-03

图1: 源杰科技营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



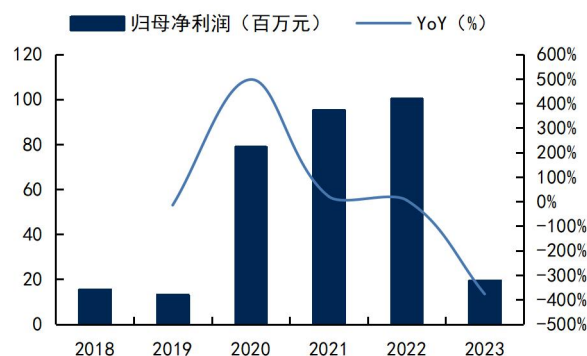
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 源杰科技单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



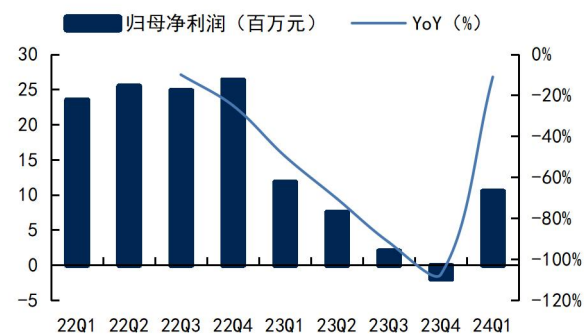
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 源杰科技归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



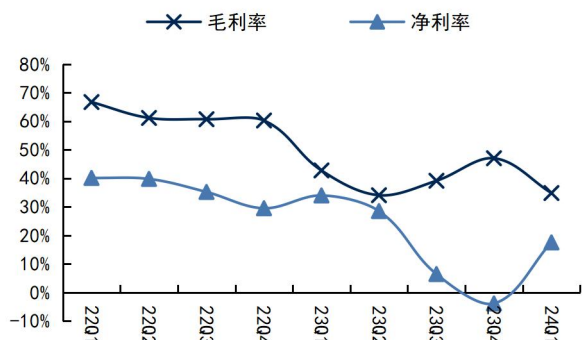
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 源杰科技单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



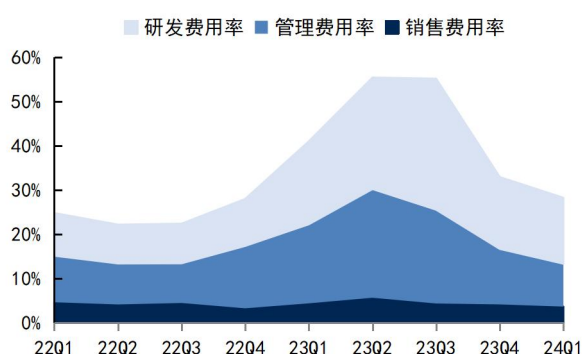
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 源杰科技单季度毛利率、净利率变化情况

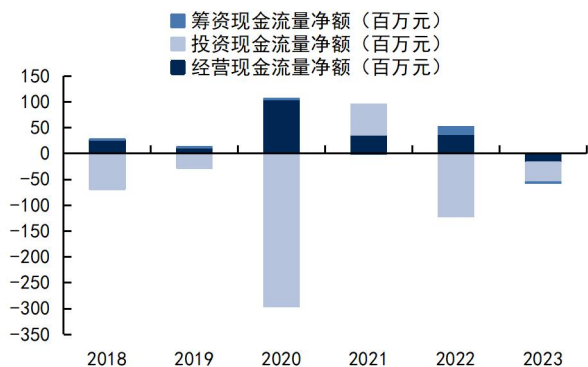


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 源杰科技单季度三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 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: 公司公告, 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: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持 2024-2025 年公司盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.6/1.0/1.5 亿, 对应 PE 分别为 194/119/78 倍。公司是国内稀缺的光通信芯片公司, 数通市场高速率 EML 芯片和 CW 光源客户端积极推进, 有望受益高速光模块需求红利; 电信市场 10G EML 加速推进, 前瞻布局的 25G/50G PON 产品有望受益下一代光纤接入网络升级。暂未给予公司评级, 建议关注。

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25日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
688498.SH	源杰科技		140.21	0.23	0.72	1.18	611	194	119	5.5	120
688048.SH	长光华芯	无评级	36.30	-	0.66	1.16	-	55	31	2.0	64
688313.SH	仕佳光子	无评级	10.27	-	0.11	0.20	-	95	51	4.0	47
300620.SZ	光库科技	增持	42.13	0.24	0.43	0.62	176	99	68	5.7	105
	平均						176	83	50	3.9	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测, 其中长光华芯、仕佳光子、光库科技采用 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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1420	1344	1449	1532	1672	营业收入	283	144	266	369	480
应收款项	154	105	109	121	158	营业成本	108	84	155	171	208
存货净额	96	141	81	82	98	营业税金及附加	2	3	2	2	3
其他流动资产	28	41	8	11	14	销售费用	11	7	11	15	19
流动资产合计	1749	1631	1685	1776	1965	管理费用	31	26	26	33	43
固定资产	519	552	651	680	690	研发费用	27	31	39	52	62
无形资产及其他	15	17	16	16	15	财务费用	(1)	(22)	(5)	(5)	(5)
投资性房地产	13	7	7	7	7	投资收益	1	5	5	5	5
长期股权投资	0	30	30	30	30	资产减值及公允价值变动	2	22	13	5	13
资产总计	2296	2237	2388	2509	2706	其他收入	(24)	(56)	(39)	(52)	(62)
短期借款及交易性金融负债	1	1	1	1	1	营业利润	110	18	58	111	168
应付款项	137	84	152	165	211	营业外净收支	0	0	10	0	0
其他流动负债	27	10	27	29	38	利润总额	110	18	68	111	168
流动负债合计	165	95	180	196	250	所得税费用	10	(1)	6	10	15
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	28	25	30	35	40	归属于母公司净利润	100	19	62	101	153
长期负债合计	28	25	30	35	40	现金流量表 (百万元)					
负债合计	193	120	210	230	290	净利润	100	19	62	101	153
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	17	7	1	1
股东权益	2102	2117	2178	2279	2417	折旧摊销	27	41	58	74	84
负债和股东权益总计	2296	2237	2388	2509	2706	公允价值变动损失	(2)	(22)	(13)	(5)	(13)
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	(22)	(5)	(5)	(5)
每股收益	1.67	0.23	0.72	1.18	1.79	营运资本变动	18	(60)	186	6	5
每股红利	0.00	0.46	0.00	0.00	0.18	其它	(1)	(17)	(7)	(1)	(1)
每股净资产	35.04	24.95	25.49	26.67	28.28	经营活动现金流	144	(21)	292	176	228
ROIC	7%	-0%	2%	5%	7%	资本开支	0	(111)	(150)	(100)	(80)
ROE	5%	1%	3%	4%	6%	其它投资现金流	8	51	(37)	7	7
毛利率	62%	42%	42%	54%	57%	投资活动现金流	8	(89)	(187)	(93)	(73)
EBIT Margin	37%	-4%	13%	26%	30%	权益性融资	0	31	0	0	0
EBITDA Margin	46%	25%	35%	46%	48%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	22%	-49%	84%	39%	30%	支付股利、利息	0	(39)	0	0	(15)
净利润增长率	5%	-81%	217%	64%	52%	其它融资现金流	1125	83	0	0	(0)
资产负债率	8%	5%	9%	9%	11%	融资活动现金流	1125	35	0	0	(15)
股息率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	现金净变动	1276	(76)	106	83	140
P/E	83.9	610.6	194.4	118.8	78.4	货币资金的期初余额	143	1420	1344	1449	1532
P/B	4.0	5.6	5.5	5.3	5.0	货币资金的期末余额	1420	1344	1449	1532	1672
EV/EBITDA	65.7	339.2	131.3	71.8	53.7	企业自由现金流	0	(135)	125	67	140
						权益自由现金流	0	(52)	125	67	140

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