

# 源杰科技 (688498)

证券研究报告  
2024年05月01日

## 营收逐季向上，数通光芯片品类不断丰富、静待突破

### 电信、数通业务放缓以及减值导致 23 年业绩下滑

公司发布 23 年年报以及 24 年一季报，23 年实现营业收入 1.44 亿元，同比减少 49%，归母净利润 1948 万元，同比减少 81%，主要原因是：1) 电信市场投资放缓，且国内竞争激烈导致毛利率下降；2) 在传统云计算的数通领域投资放缓；3) 计提资产和信用减值 2084 万元，而 22 年仅为 410 万元。

### 24 年一季度收入同比环比均实现增长，逐季向好

2Q23 到 1Q24 的四个季度，公司营收分别为 2647 万元、3187 万元、5121 万元、6006 万元，1Q24 收入同比增长 72%、环比增长 17%，逐季向好，主要是因为光芯片行业较 2023 年有明显恢复，加之公司产品线进一步丰富，EML 产品进一步放量。1Q 净利润 1053 万元，也为近四个季度的新高。

### 23 年分业务及毛利率表现

分业务：1) 电信市场类收入 1.33 亿元，同比减少 43%，毛利率 39%，同比下降 21 个百分点；2) 数据中心及其他收入 471 万元，同比减少 89%，毛利率 84%，同比提升 9 个百分点。

### 研发人员数量快速扩张，储备高速数通及电信光芯片

2023 年研发支出 3095 万元，同比+14%，占收入比例达到 21%，研发人员从 22 年 77 人增加到 23 年的 100 人，同比增长 30%。

公司加大了高速率光芯片及大功率光芯片等产品投入：1) 数通领域，100G PAM4 EML、70mW/100mW 大功率 CW 芯片已经完成产品研发与设计定型，并在客户端送样测试。200G EML 初步完成性能研发及厂内测试，正持续优化中。2) 电信领域，面向下一代 25G/50G PON 光纤网络，公司研发并向客户送测相关的 ONU 及 OLT 端光芯片。

### 盈利预测与投资建议

根据公司年报及 1 季度情况，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.05 亿元、1.86 亿元、2.87 亿元（原预测 2024、2025 年分别为 1.25 亿元、2.04 亿元）。源杰作为国内领先的第三方光芯片厂，不断丰富数通和电信光芯片品类，有望实现突破，维持“增持”评级。

**风险提示：**下游投入不及预期；产品价格下行；客户开拓速度不及预期；差距扩大；产品收入结构及客户构成存在变动；经营现金流量波动较大；研发投入低于同业；部分下游厂商与公司存在潜在竞争的风险。

| 财务数据和估值       | 2022   | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 282.91 | 144.40  | 328.09 | 485.83 | 679.02 |
| 增长率(%)        | 21.89  | (48.96) | 127.20 | 48.08  | 39.77  |
| EBITDA(百万元)   | 160.93 | 93.47   | 178.77 | 274.00 | 402.85 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 100.32 | 19.48   | 105.00 | 185.58 | 287.11 |
| 增长率(%)        | 5.28   | (80.58) | 439.01 | 76.74  | 54.71  |
| EPS(元/股)      | 1.17   | 0.23    | 1.23   | 2.17   | 3.36   |
| 市盈率(P/E)      | 130.12 | 670.10  | 124.32 | 70.34  | 45.47  |
| 市净率(P/B)      | 6.21   | 6.17    | 5.87   | 5.42   | 4.84   |
| 市销率(P/S)      | 46.14  | 90.40   | 39.79  | 26.87  | 19.22  |
| EV/EBITDA     | 35.35  | 120.78  | 64.65  | 41.80  | 27.60  |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 电子/半导体   |
| 6 个月评级 | 增持（维持评级） |
| 当前价格   | 152.74 元 |
| 目标价格   | 元        |

### 基本数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股)   | 85.46        |
| 流通 A 股股本(百万股) | 59.31        |
| A 股总市值(百万元)   | 13,053.42    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,059.74     |
| 每股净资产(元)      | 24.72        |
| 资产负债率(%)      | 5.31         |
| 一年内最高/最低(元)   | 339.60/80.51 |

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**康志毅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522120002  
kangzhiyi@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《源杰科技-公司点评:三款新品有望成为亮点，回购将增强投资者信心》2024-02-01
- 《源杰科技-季报点评:3Q23 收入环比改善，100G EML 特性可对标海外竞品》2023-10-30
- 《源杰科技-半年报点评:下游需求疲软，扩产 EML 产线有望成为新引擎》2023-08-27

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       |                 |                 |                 |                 |                 | 利润表(百万元)         |               |              |               |               |               |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                  | 2022          | 2023         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 货币资金             | 1,419.56        | 1,343.51        | 1,438.37        | 1,544.39        | 1,879.65        | 营业收入             | 282.91        | 144.40       | 328.09        | 485.83        | 679.02        |
| 应收票据及应收账款        | 154.06          | 104.89          | 122.95          | 187.44          | 189.79          | 营业成本             | 107.79        | 83.93        | 140.97        | 186.69        | 237.98        |
| 预付账款             | 1.60            | 3.45            | 5.56            | 6.37            | 8.84            | 营业税金及附加          | 1.88          | 2.83         | 3.94          | 5.83          | 8.15          |
| 存货               | 95.92           | 140.82          | 148.96          | 172.55          | 184.42          | 销售费用             | 11.41         | 6.51         | 10.50         | 13.60         | 16.30         |
| 其他               | 77.38           | 38.18           | 8.06            | 6.66            | 10.62           | 管理费用             | 31.06         | 25.91        | 30.18         | 37.89         | 46.85         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,748.52</b> | <b>1,630.85</b> | <b>1,723.90</b> | <b>1,917.42</b> | <b>2,273.32</b> | 研发费用             | 27.09         | 30.95        | 50.85         | 60.73         | 73.33         |
| 长期股权投资           | 0.00            | 30.00           | 30.00           | 30.00           | 30.00           | 财务费用             | (0.50)        | (21.52)      | (21.82)       | (23.39)       | (26.85)       |
| 固定资产             | 396.85          | 444.92          | 460.47          | 472.65          | 463.83          | 资产/信用减值损失        | (4.10)        | (20.84)      | (19.35)       | (19.66)       | (27.48)       |
| 在建工程             | 122.55          | 106.86          | 109.80          | 104.86          | 101.40          | 公允价值变动收益         | 0.62          | 4.06         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 无形资产             | 14.54           | 16.96           | 15.36           | 13.55           | 11.63           | 投资净收益            | 1.10          | 5.06         | 20.65         | 18.00         | 18.00         |
| 其他               | 13.23           | 7.09            | 58.00           | 56.30           | 56.37           | 其他               | (3.45)        | 9.37         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>547.17</b>   | <b>605.84</b>   | <b>673.63</b>   | <b>677.37</b>   | <b>663.23</b>   | <b>营业利润</b>      | <b>110.02</b> | <b>18.15</b> | <b>114.75</b> | <b>202.82</b> | <b>313.78</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,295.68</b> | <b>2,236.68</b> | <b>2,397.53</b> | <b>2,594.79</b> | <b>2,936.55</b> | 营业外收入            | 0.04          | 0.01         | 0.04          | 0.04          | 0.04          |
| 短期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 营业外支出            | 0.03          | 0.00         | 0.04          | 0.04          | 0.04          |
| 应付票据及应付账款        | 137.48          | 84.28           | 135.01          | 145.02          | 198.73          | <b>利润总额</b>      | <b>110.03</b> | <b>18.15</b> | <b>114.75</b> | <b>202.82</b> | <b>313.78</b> |
| 其他               | 19.88           | 8.89            | 30.19           | 30.86           | 31.82           | 所得税              | 9.71          | (1.33)       | 9.75          | 17.24         | 26.67         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>157.36</b>   | <b>93.17</b>    | <b>165.20</b>   | <b>175.88</b>   | <b>230.55</b>   | <b>净利润</b>       | <b>100.32</b> | <b>19.48</b> | <b>105.00</b> | <b>185.58</b> | <b>287.11</b> |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 少数股东损益           | 0.00          | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>100.32</b> | <b>19.48</b> | <b>105.00</b> | <b>185.58</b> | <b>287.11</b> |
| 其他               | 28.28           | 24.73           | 10.00           | 11.00           | 11.00           | 每股收益(元)          | 1.17          | 0.23         | 1.23          | 2.17          | 3.36          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>28.28</b>    | <b>24.73</b>    | <b>10.00</b>    | <b>11.00</b>    | <b>11.00</b>    |                  |               |              |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>193.21</b>   | <b>119.99</b>   | <b>175.20</b>   | <b>186.88</b>   | <b>241.55</b>   |                  |               |              |               |               |               |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>主要财务比率</b>    | <b>2022</b>   | <b>2023</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  |
| 股本               | 60.00           | 84.84           | 85.46           | 85.46           | 85.46           | <b>成长能力</b>      |               |              |               |               |               |
| 资本公积             | 1,835.18        | 1,844.50        | 1,844.50        | 1,844.50        | 1,844.50        | 营业收入             | 21.89%        | -48.96%      | 127.20%       | 48.08%        | 39.77%        |
| 留存收益             | 207.29          | 187.37          | 292.37          | 477.95          | 765.06          | 营业利润             | 0.85%         | -83.51%      | 532.32%       | 76.74%        | 54.71%        |
| 其他               | 0.00            | (0.03)          | (0.01)          | (0.01)          | (0.02)          | 归属于母公司净利润        | 5.28%         | -80.58%      | 439.01%       | 76.74%        | 54.71%        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,102.47</b> | <b>2,116.69</b> | <b>2,222.33</b> | <b>2,407.90</b> | <b>2,695.01</b> | <b>获利能力</b>      |               |              |               |               |               |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2,295.68</b> | <b>2,236.68</b> | <b>2,397.53</b> | <b>2,594.79</b> | <b>2,936.55</b> | 毛利率              | 61.90%        | 41.88%       | 57.03%        | 61.57%        | 64.95%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净利率              | 35.46%        | 13.49%       | 32.00%        | 38.20%        | 42.28%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 4.77%         | 0.92%        | 4.72%         | 7.71%         | 10.65%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 28.79%        | -0.58%       | 11.09%        | 22.58%        | 32.48%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |              |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 资产负债率            | 8.42%         | 5.36%        | 7.31%         | 7.20%         | 8.23%         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净负债率             | -67.48%       | -63.43%      | -64.67%       | -64.09%       | -69.70%       |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 流动比率             | 10.60         | 17.12        | 10.44         | 10.90         | 9.86          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 速动比率             | 10.02         | 15.64        | 9.53          | 9.92          | 9.06          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>营运能力</b>      |               |              |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 应收账款周转率          | 2.17          | 1.12         | 2.88          | 3.13          | 3.60          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 存货周转率            | 3.71          | 1.22         | 2.26          | 3.02          | 3.80          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 0.19          | 0.06         | 0.14          | 0.19          | 0.25          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标(元)</b>   |               |              |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股收益             | 1.17          | 0.23         | 1.23          | 2.17          | 3.36          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 0.44          | -0.20        | 1.43          | 1.58          | 4.10          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股净资产            | 24.60         | 24.77        | 26.00         | 28.18         | 31.53         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |              |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市盈率              | 130.12        | 670.10       | 124.32        | 70.34         | 45.47         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市净率              | 6.21          | 6.17         | 5.87          | 5.42          | 4.84          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 35.35         | 120.78       | 64.65         | 41.80         | 27.60         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 42.58         | 215.75       | 92.35         | 54.77         | 33.85         |

  

| 现金流量表(百万元)     |                 |                |                |                |                |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2022            | 2023           | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 净利润            | 100.32          | 19.48          | 105.00         | 185.58         | 287.11         |
| 折旧摊销           | 29.21           | 41.44          | 53.61          | 64.87          | 74.40          |
| 财务费用           | 0.11            | 0.08           | (21.82)        | (23.39)        | (26.85)        |
| 投资损失           | (1.10)          | (5.06)         | (20.65)        | (18.00)        | (18.00)        |
| 营运资金变动         | (81.11)         | (114.31)       | 5.85           | (74.12)        | 33.96          |
| 其它             | (9.69)          | 40.97          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>37.74</b>    | <b>(17.40)</b> | <b>121.99</b>  | <b>134.93</b>  | <b>350.61</b>  |
| 资本支出           | 250.98          | 109.49         | 85.23          | 69.30          | 60.20          |
| 长期投资           | 0.00            | 30.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (372.58)        | (177.27)       | (135.00)       | (121.60)       | (102.40)       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(121.60)</b> | <b>(37.78)</b> | <b>(49.78)</b> | <b>(52.30)</b> | <b>(42.20)</b> |
| 债权融资           | 0.23            | 21.60          | 22.01          | 23.39          | 26.85          |
| 股权融资           | 1,348.28        | 34.14          | 0.64           | (0.00)         | (0.00)         |
| 其他             | 46.62           | (82.75)        | 0.00           | (0.00)         | (0.00)         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,395.13</b> | <b>(27.02)</b> | <b>22.65</b>   | <b>23.39</b>   | <b>26.85</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,311.27</b> | <b>(82.20)</b> | <b>94.86</b>   | <b>106.02</b>  | <b>335.26</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |