源杰科技（688498.SH）

盈利能力暂时承压，静待 cw 订单转化拉动业绩

事件：2024 年 10 月 29 日公司发布 2024 年三季度报。2024 前三季度营业收入为 1.78 亿元，同比增长 91.20%；归母净利润为-0.01 亿元。Q3 单季度营收 0.58 亿元，同比增长 81%，环比下降 3.46%，归母净利润-0.11 亿元。

- **营业收入高速增长，静待数通需求改善盈利能力。**2024Q3 营收为 1.78 亿元，同比增长 91.20%；归母净利润为-0.01 亿元。Q3 单季度营收 0.58 亿元，同比增长 81%，环比下降 3.46%，归母净利润-0.11 亿元。电信市场、光芯片无线侧利润压力仍较大，cw 光源的贡献尚未形成，静待数通需求拉动业绩。
- **盈利能力暂时承压，研发投入增加有望改善产品结构。**前三季度归母净利率为-0.31%，同比下降 23.32pct；毛利率为 29.69%，同比下降 9.36pct，销售/管理/研发费用率分别为 4.51%/10.07%/20.22%，同比下降 0.21/10.84/4.07pct。Q3 单季度归母净利率为-19.48%，环比下降 19.84pct；毛利率为 21.98%，环比下降 10.01pct；销售/管理/研发费用率分别为 7.15%/11.16%/24.08%，环比增长 4.32/1.77/2.28pct。归母净利率下降主要来自于：1）2.5G 等负毛利产品出货占比较高，毛利率下降，随着产品价格竞争加剧，计提的存货减值有所增加；2）为积极应对中低速率产品市场竞争加剧，公司持续加大 EML、硅光等高附加值产品的研发投入；3）公司收到政府补助和理财收益等同比减少。
- **持续高研发投入，公司逐步发展为国内领先的光芯片供应商。**2024Q3 研发投入合计 3602.2 万元，同比增长 59.18%，公司尤其加大了高速率光芯片及大功率光芯片等产品的相关技术和设备投入。经过多年研发与产业化积累，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。公司将继续深耕光芯片行业，致力成为国际一流光电半导体芯片和技术服务供应商。
- **投资建议：**2024Q3 负毛利产品出货占比较高导致毛利率下降拖累业绩表现，随行业回暖，公司持续加大 EML、硅光等高附加值产品的研发投入，产品结构有望改善，期待业绩修复。我们下调公司盈利预测，预计公司 2024/25/26 年实现营业收入 2.34/3.47/5.04 亿元，同比增长 62%/48%/45%；实现归母净利润 0.13/0.53/1.15 亿元，同比增长-34%/310%/117%。维持“增持”投资评级。
- **风险提示：AI 及数通领域需求不及预期、市场竞争加剧风险、国际贸易争端风险。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	283	144	234	347	504
同比增长	22%	-49%	62%	48%	45%
营业利润(百万元)	110	18	14	58	127
同比增长	1%	-84%	-23%	315%	118%
归母净利润(百万元)	100	19	13	53	115

增持（维持）

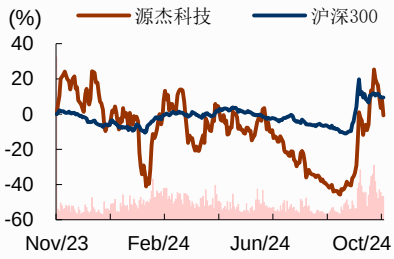
TMT 及中小盘/通信
目标估值：NA
当前股价：145.01 元

基础数据

总股本（百万股）	85
已上市流通股(百万股)	59
总市值（十亿元）	12.4
流通市值（十亿元）	8.6
每股净资产（MRQ）	24.3
ROE（TTM）	-0.1
资产负债率	3.6%
主要股东	ZHANG XINGANG
主要股东持股比例	12.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	52	6	2
相对表现	55	-2	-7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

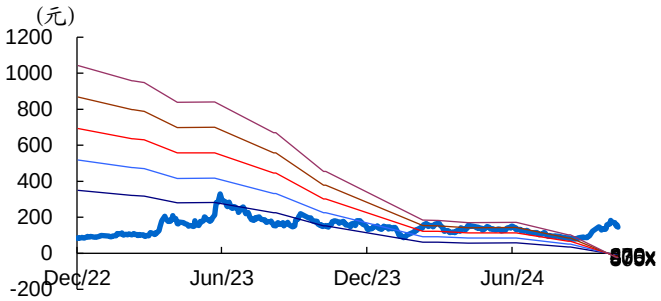
1、《源杰科技（688498）—电信市场品类拓展带动营收增长，CW 光源实现出货》2024-08-31
2、《源杰科技（688498）—电信行业需求复苏，持续开拓数通高端市场》2024-04-27
3、《源杰科技（688498）—国内光芯片龙头受益 AI 算力需求，拓展 CW 光源布局硅光赛道》2024-03-21

梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
刘浩天 S1090523070005
liuhaotian@cmschina.com.cn

同比增长	5%	-81%	-34%	310%	117%
每股收益(元)	1.17	0.23	0.15	0.62	1.35
PE	123.5	636.2	956.9	233.3	107.4
PB	5.9	5.9	5.8	5.7	5.5

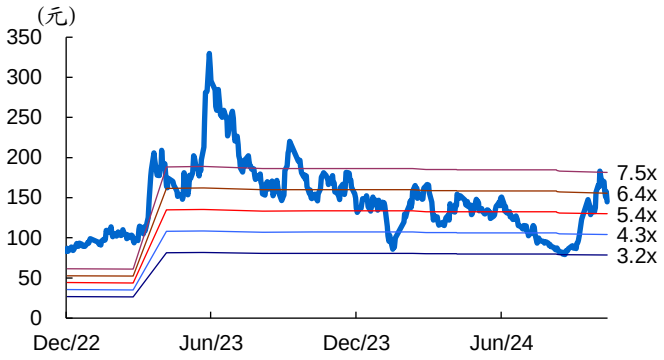
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：源杰科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：源杰科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1749	1631	1507	1409	1383
现金	1420	1344	1037	774	535
交易性投资	50	0	0	0	0
应收票据	8	5	8	12	18
应收款项	146	100	135	200	290
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	96	141	258	323	396
其他	28	42	68	100	143
非流动资产	547	606	815	1005	1178
长期股权投资	0	30	30	30	30
固定资产	397	445	656	848	1022
无形资产商誉	15	17	15	14	12
其他	136	114	114	114	114
资产总计	**2296**	**2237**	**2322**	**2414**	**2561**
流动负债	165	95	176	218	265
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	137	84	163	204	251
预收账款	8	2	4	5	6
其他	20	9	8	8	8
长期负债	28	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他	28	25	25	25	25
负债合计	**193**	**120**	**200**	**242**	**290**
股本	60	85	85	85	85
资本公积金	1835	1845	1845	1845	1845
留存收益	207	187	192	242	342
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2102	2117	2121	2172	2271
负债及权益合计	**2296**	**2237**	**2322**	**2414**	**2561**

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	38	(17)	(54)	(13)	28
净利润	100	19	13	53	115
折旧摊销	29	41	43	63	80
财务费用	0	0	(8)	(4)	0
投资收益	(1)	(5)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(101)	(72)	(115)	(140)	(187)
其它	10	(1)	22	24	29
投资活动现金流	(122)	(38)	(251)	(251)	(251)
资本支出	(109)	(67)	(260)	(260)	(260)
其他投资	(12)	29	9	9	9
筹资活动现金流	1395	(27)	(1)	1	(16)
借款变动	1	(42)	(1)	0	0
普通股增加	15	25	0	0	0
资本公积增加	1373	9	0	0	0
股利分配	0	(39)	(8)	(3)	(16)
其他	7	19	8	4	0
现金净增加额	1311	(82)	(307)	(263)	(239)

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	283	144	234	347	504
营业成本	108	84	163	204	250
营业税金及附加	2	3	2	3	5
营业费用	11	7	11	16	23
管理费用	31	26	26	35	50
研发费用	27	31	33	42	55
财务费用	(1)	(22)	(8)	(4)	0
资产减值损失	(4)	(21)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	1	4	2	2	2
其他收益	8	14	5	5	5
投资收益	1	5	2	2	2
营业利润	110	18	14	58	127
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	110	18	14	58	127
所得税	10	(1)	1	5	11
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	100	19	13	53	115

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	22%	-49%	62%	48%	45%
营业利润	1%	-84%	-23%	315%	118%
归母净利润	5%	-81%	-34%	310%	117%
获利能力					
毛利率	61.9%	41.9%	30.4%	41.3%	50.4%
净利率	35.5%	13.5%	5.5%	15.3%	22.9%
ROE	7.4%	0.9%	0.6%	2.5%	5.2%
ROIC	7.3%	-0.2%	0.3%	2.3%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	8.4%	5.4%	8.6%	10.0%	11.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	10.6	17.1	8.6	6.5	5.2
速动比率	10.0	15.6	7.1	5.0	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
存货周转率	1.4	0.7	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	2.2	1.1	1.9	2.0	1.9
应付账款周转率	1.0	0.8	1.3	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	1.17	0.23	0.15	0.62	1.35
每股经营净现金	0.44	-0.20	-0.64	-0.16	0.33
每股净资产	24.60	24.77	24.82	25.41	26.57
每股股利	0.46	0.10	0.03	0.19	0.40
估值比率					
PE	123.5	636.2	956.9	233.3	107.4
PB	5.9	5.9	5.8	5.7	5.5
EV/EBITDA	84.6	319.9	233.0	98.2	55.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。