



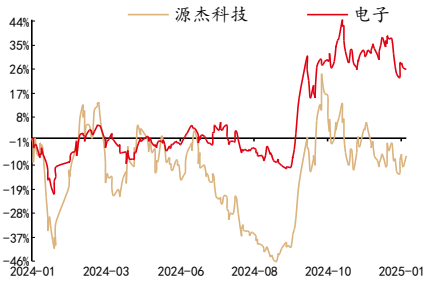
股票投资评级

买入 | 首次覆盖

源杰科技(688498)

数据中心业务蓄势成长

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	136.80
总股本/流通股本(亿股)	0.85 / 0.60
总市值/流通市值(亿元)	117 / 82
52周内最高/最低价	182.99 / 79.20
资产负债率(%)	5.4%
市盈率	506.67
第一大股东	ZHANG XINGANG

研究所

分析师: 吴文吉  
SAC 登记编号: S1340523050004  
Email: wuwenji@cnpsec.com  
研究助理: 翟一梦  
SAC 登记编号: S1340123040020  
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

● 投资要点

**电信市场逐步恢复。**24H1，5G、千兆光纤网络等新型基础设施建设有序推进。在光纤接入市场：随着千兆光纤网络升级，目前10G PON市场正在广泛的部署。截至6月末，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达6.54亿户，比上年末净增1810万户。1000Mbps及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达1.87亿户，比上年末净增2416万户，占总用户数的28.6%，占比较一季度提升1.2个百分点。在高速率用户持续增长拉动下，家庭户均接入带宽达487.6Mbps/户，同比增长17.9%。10G PON网络的投资和部署保持较高水平。千兆宽带正在快速普及同时，开始向“千兆+”、“万兆”加速。作为ITU-T定义的下一代PON技术，50G PON比10G PON带宽提升了5倍、时延降低了100倍，具备提供确定性业务体验的能力。24H1公司的电信市场业务实现收入10,966.64万元，较上年同期上升94.61%，主要系市场恢复，加之产品线进一步丰富，传统的2.5G和10G DFB订单需求回暖，同时10G EML产品进一步在客户侧推广，订单相较于去年同期大幅提升。展望电信市场业务，25年，公司内部持续优化良率和成本控制，并可能对产品结构进行调整，特别是在电信市场，增加中高端产品的比重，包括10G EML产品，以增强电信市场的毛利率支撑。10G EML产品作为公司电信市场中重点推广和出货的产品，25年市场需求预计持续向好，公司已与客户进行了需求沟通。

**数据中心市场空间广阔。**数据中心市场方面，随着人工智能的快速发展，模型大小和数据集大小的增加，模型性能提高。训练大模型需要大量算力，导致对光器件的需求、能力的增加。在这样的背景下，数据中心市场高速率需求持续增加。当前，GPU对光模块的需求主要以400G/800G为主，下一代GPU产品将提升至800G/1.6T，这无疑将进一步刺激对高速光模块的需求。对功耗提出更高要求，数据中心对功耗和密度的要求越来越高，因此光模块需要不断优化，以实现更高的能效比和更紧凑的封装设计。低功耗、小型化、集成化将成为未来光模块发展的重要趋势。硅光技术在可插拔光模块中逐步提升，特别在高功耗模块中应用广泛。此外，CPO和LPO方案也是未来趋势，虽然LPO在标准统一和互联互通上仍存在挑战，但其在特定场景中表现出较低功耗和成本的优势。24H1公司的数据中心及其他业务实现收入1,049.25万元，较上年同期上升111.27%。主要系部分传统数据中心市场订单需求有一定恢复，以及面向高速率模块的CW光源产品实现出货。由于硅光模块方案的发展，预计25年CW光源市场规模将有显著增长。公司24年第三季度已批量出货CW光源产品，预计24年第四季度的收入将持续增长，预计25年第一季度收入规模将进一步提升，从目前的终端市场来看，国内市场占据了主要份额，同时，

公司正在积极拓展海外市场

### ● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 2.6/4.6/6.2 亿元，实现归母净利润分别为 0.26/1.41/2.19 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 455 倍、83 倍、53 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

技术升级迭代的风险，新产品研发及商业化失败风险，核心人才流失和技术泄密风险，部分下游厂商与公司存在潜在竞争关系的风险，产品质量控制风险，毛利率波动及业绩可持续性风险，存货跌价风险，应收账款减值风险，行业风险，宏观环境风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	144	261	462	623
增长率(%)	-48.96	80.71	76.92	34.90
EBITDA（百万元）	29.86	56.53	182.54	266.40
归属母公司净利润（百万元）	19.48	25.67	141.15	219.33
增长率(%)	-80.58	31.79	449.82	55.39
EPS(元/股)	0.23	0.30	1.65	2.57
市盈率（P/E）	600.17	455.41	82.83	53.30
市净率（P/B）	5.52	5.62	5.38	5.04
EV/EBITDA	378.35	184.59	57.83	39.26

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	144	261	462	623	营业收入	-49.0%	80.7%	76.9%	34.9%
营业成本	84	170	233	299	营业利润	-83.5%	51.4%	424.7%	51.9%
税金及附加	3	3	6	7	归属于母公司净利润	-80.6%	31.8%	449.8%	55.4%
销售费用	7	11	18	24	<b>获利能力</b>				
管理费用	26	26	37	44	毛利率	41.9%	35.0%	49.6%	52.0%
研发费用	31	47	65	75	净利率	13.5%	9.8%	30.6%	35.2%
财务费用	-22	-33	-31	-28	ROE	0.9%	1.2%	6.5%	9.5%
资产减值损失	-18	-16	-7	-7	ROIC	-0.6%	-0.3%	5.1%	8.2%
<b>营业利润</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>144</b>	<b>219</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	5.4%	10.5%	12.4%	14.7%
营业外支出	0	1	0	0	流动比率	17.12	7.64	6.53	5.60
<b>利润总额</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>144</b>	<b>219</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	-1	1	3	0	应收账款周转率	1.17	2.02	2.03	1.83
<b>净利润</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>141</b>	<b>219</b>	存货周转率	0.71	0.99	0.89	0.85
归母净利润	19	26	141	219	总资产周转率	0.06	0.11	0.19	0.24
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.30</b>	<b>1.65</b>	<b>2.57</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.23	0.30	1.65	2.57
货币资金	1344	1261	1141	1238	每股净资产	24.77	24.33	25.43	27.15
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	105	166	312	405	PE	600.17	455.41	82.83	53.30
预付款项	3	5	8	9	PB	5.52	5.62	5.38	5.04
存货	141	202	322	383	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1631</b>	<b>1677</b>	<b>1854</b>	<b>2118</b>	净利润	19	26	141	219
固定资产	445	514	517	509	折旧和摊销	42	63	70	76
在建工程	107	64	45	32	营运资本变动	-90	-20	-243	-83
无形资产	17	16	16	15	其他	10	10	-4	-9
<b>非流动资产合计</b>	<b>606</b>	<b>645</b>	<b>627</b>	<b>603</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-17</b>	<b>79</b>	<b>-36</b>	<b>203</b>
<b>资产总计</b>	<b>2237</b>	<b>2322</b>	<b>2481</b>	<b>2722</b>	资本开支	-67	-93	-43	-40
短期借款	0	0	0	0	其他	29	-7	5	6
应付票据及应付账款	84	193	249	331	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-38</b>	<b>-100</b>	<b>-38</b>	<b>-33</b>
其他流动负债	11	26	34	47	股权融资	31	1	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>95</b>	<b>220</b>	<b>284</b>	<b>378</b>	债务融资	0	3	0	0
其他	25	23	23	23	其他	-58	-65	-47	-73
<b>非流动负债合计</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-27</b>	<b>-62</b>	<b>-47</b>	<b>-73</b>
<b>负债合计</b>	<b>120</b>	<b>243</b>	<b>307</b>	<b>401</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-82</b>	<b>-82</b>	<b>-121</b>	<b>97</b>
股本	85	85	85	85					
资本公积金	1845	1845	1845	1845					
未分配利润	158	171	245	358					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	29	-22	-1	32					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2117</b>	<b>2079</b>	<b>2174</b>	<b>2320</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>2237</b>	<b>2322</b>	<b>2481</b>	<b>2722</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048