

25Q1 实现扭亏为盈，数通业务持续发力未来可期

2025 年 04 月 30 日

► **事件：**4 月 25 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年全年实现营收 2.52 亿元，同比增长 74.6%，实现归母净利润-0.06 亿元，实现扣非归母净利润-0.11 亿元。2025 年一季度来看，实现营收 0.84 亿元，同比增长 40.5%，环比增长 14.1%，实现归母净利润 0.14 亿元，同比增长 35.9%，环比扭亏为盈，实现扣非归母净利润 0.14 亿元，同比增长 46.0%，环比扭亏为盈。

► **电信市场需求逐步恢复，数通市场持续发力 CW 芯片实现超百万颗出货：**具体拆分 2024 年营收，1) **电信市场：**2024 年实现营收 2.02 亿元，同比增长 52.1%，营收占比为 80.2%。2024 年下游客户库存情况较 2023 年有所缓解，同时公司进一步优化产品结构，在原有 2.5G、10G DFB 光芯片的基础上，加大 10G EML 产品推广，该产品在国内外客户订单量同比大幅提升，并逐步成为电信市场的重要收入组成部分；2) **数通市场及其他：**2024 年实现营收 0.48 亿元，同比增长 919.1%，营收占比为 19.1%。针对 400G/800G 光模块需求，公司成功量产了 CW 70mW 激光器芯片，并在多家客户实现批量交付，2024 年该产品实现百万颗以上出货。此外，部分传统数据中心市场订单需求也有一定的恢复。

► **毛利率迎来拐点，25Q1 毛利率提升显著：**2024 年全年来看，公司综合毛利率为 33.32%，同比下降 8.55pct。具体拆分来看，电信市场毛利率为 24.62%，同比下降 15.58pct，数通市场毛利率为 71.04%，同比下降 13.90pct。电信市场毛利率下降主要因为公司电信产品中 2.5G、10G 等中低速率产品占比仍较高，受市场竞争影响，产品价格有一定下降。2025 年一季度，公司综合毛利率达 44.64%，较 2024 年全年提升 11.32pct。我们判断，毛利率显著提升主要源于高毛利的数通类产品营收占比进一步提升带来的产品结构优化。

► **持续加大研发投入，充分把握高端光芯片领域的发展机遇：**公司 2022~2024 年的研发费用率分别为 9.58%/21.43%/21.62%。2024 年全年公司研发费用达 5451.76 万元，同比大幅增长 76.2%。电信市场方面，公司积极配合海内外设备商提前布局下一代 25G/50G PON 所需的 DFB/EML 产品，实现第一阶段的卡位和小批量出货。数通市场来看，除了 CW 70mW 芯片外，公司 100G PAM4 EML、CW 100mW 芯片已完成客户认证，200G PAM4 EML 已完成产品开发并推出，还研发了适配 CPO 方案的 300mW 高功率 CW 光源，此外针对 OIO 领域的 CW 光芯片需求，公司也已展开相关预研工作。

► **投资建议：**公司作为国内光芯片厂龙头商，技术实力突出，持续聚焦电信&数通领域的高端品类国产替代，成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.95/1.68/2.45 亿元，对应 PE 倍数 104/59/40 倍。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**数通市场需求不及预期，行业竞争加剧，新产品发展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	252	452	632	812
增长率 (%)	74.6	79.4	39.8	28.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	-6	95	168	245
增长率 (%)	-131.5	1640.9	77.6	46.2
每股收益 (元)	-0.07	1.10	1.95	2.86
PE	/	104	59	40
PB	4.8	4.6	4.3	3.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

114.70 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 马佳伟

执业证书：S0100522090004

邮箱：majawei@mszq.com

相关研究

1.源杰科技 (688498.SH) 2024 年半年报点评：需求回暖助力营收同比增长，数通高端光芯片进展可期-2024/08/31

2.源杰科技 (688498.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：需求回暖叠加 EML 进一步放量，一季报业绩反弹显著-2024/04/26

3.源杰科技 (688498.SH) 业绩预告点评：需求疲软致业绩短期承压，回购股份彰显长期发展信心-2024/01/31

4.源杰科技 (688498.SH) 公司首次覆盖报告：国产高速率芯片领头羊，下游光应用场景持续开拓-2023/12/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	252	452	632	812
营业成本	168	222	282	346
营业税金及附加	3	4	6	7
销售费用	19	26	35	43
管理费用	26	35	47	58
研发费用	55	70	85	97
EBIT	-35	97	180	265
财务费用	-17	-23	-22	-22
资产减值损失	-22	-20	-22	-23
投资收益	2	3	5	6
营业利润	-15	104	184	270
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-15	104	184	270
所得税	-9	9	17	24
净利润	-6	95	168	245
归属于母公司净利润	-6	95	168	245
EBITDA	16	152	240	330

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,121	1,004	983	1,031
应收账款及票据	130	231	322	414
预付款项	6	9	11	13
存货	123	142	184	229
其他流动资产	31	42	52	62
流动资产合计	1,411	1,428	1,552	1,750
长期股权投资	118	118	118	118
固定资产	532	600	650	688
无形资产	16	16	16	16
非流动资产合计	736	819	864	899
资产合计	2,148	2,247	2,417	2,650
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	35	56	71	86
其他流动负债	19	25	30	35
流动负债合计	54	80	101	122
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	21	21	21	21
负债合计	75	101	121	142
股本	85	86	86	86
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,073	2,147	2,296	2,507
负债和股东权益合计	2,148	2,247	2,417	2,650

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	74.63	79.36	39.80	28.47
EBIT 增长率	-180.99	375.91	85.07	47.43
净利润增长率	-131.49	1640.88	77.63	46.16
盈利能力 (%)				
毛利率	33.32	50.88	55.37	57.46
净利率	-2.43	20.90	26.55	30.21
总资产收益率 ROA	-0.29	4.21	6.95	9.26
净资产收益率 ROE	-0.30	4.40	7.31	9.79
偿债能力				
流动比率	26.16	17.82	15.44	14.39
速动比率	23.19	15.41	12.98	11.88
现金比率	20.78	12.53	9.78	8.48
资产负债率 (%)	3.48	4.49	5.01	5.37
经营效率				
应收账款周转天数	157.58	133.69	146.70	152.10
存货周转天数	282.11	214.75	208.39	215.56
总资产周转率	0.12	0.21	0.27	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	-0.07	1.10	1.95	2.86
每股净资产	24.12	24.98	26.71	29.17
每股经营现金流	0.22	0.48	1.14	2.05
每股股利	0.20	0.22	0.39	0.57
估值分析				
PE	/	104	59	40
PB	4.8	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	546.74	57.81	36.53	26.61
股息收益率 (%)	0.17	0.19	0.34	0.50

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-6	95	168	245
折旧和摊销	51	55	61	65
营运资金变动	-34	-130	-150	-155
经营活动现金流	19	41	98	176
资本开支	-106	-114	-105	-99
投资	-130	0	0	0
投资活动现金流	-232	-136	-100	-93
股权募资	22	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-43	-22	-20	-35
现金净流量	-255	-117	-22	48

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048