

源杰科技 (688498)

证券研究报告

2025 年 05 月 04 日

一季报扭亏，数通光芯片助收入连续 2 季度环比增长

1Q25 扭亏，收入连续 2 个季度环比增长

公司公布 24 年年报及 25 年一季报，24 年实现营业收入 2.52 亿元，同比增长 75%，归母净利润-613 万元，同比减少 131%，符合业绩快报。1Q25 单季实现营业收入 8440 万元，同比增长 41%、环比增长 14%，归母净利润 1432 万元，同比增长 36%、环比扭亏。公司收入连续 2 个季度环比增长，1Q25 实现扭亏，1Q 单季毛利率达到 44.6%，同比大幅提升 10pct，主要原因是数通 CW 的持续发力。

数通光芯片出货放量，电信产品竞争加剧

24 年分产品看：1) 数通中心及其他产品收入 4804 万元，而 23 年仅为 471 万元，收入贡献的主要增量来自硅光 CW 70mw 激光器、出货超过百万颗，已成为公司新增长点，数通毛利率为 71%。2) 电信市场产品收入 2.02 亿元，同比增长 52%，毛利率 24.62%，同比减少 15.58pct，收入增长主要来自下游采购恢复，但以 2.5G、10G 等中低速率产品为主，随着市场竞争加剧，产品价格下降。

CW 100mw、100G EML 已完成验证，CPO 和 OIO 方面均有布局

研发投入明显增长，产品线储备丰富。24 年公司研发人员 100 人，相比 23 年没有增长，但研发投入为 5452 万元（全部费用化），同比增长 76%。公司重点持续加大 CW、EML 的投入，100G PAM4 EML、CW 100mW 芯片已完成客户验证，200G PAM4 EML 完成产品开发并推出，开始了针对更高速率 EML 芯片相关核心技术的研发工作。CPO 方面，公司研发了 300mW 高功率 CW 光源，核心技术取得突破；OIO 领域，公司已开展 CW 的相关预研工作。

关税对公司无太大影响，海外产能如期推进

公司下游主要是光模块公司，其大部分厂区分布在国内、或者东南亚地区，从公司产品出口角度来说，目前关税没有太大的影响。海外项目进展顺利，正在按照既定规划推进。

盈利预测与投资建议

由于公司数通产品放量，调整预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.46 亿元、3.04 亿元、4.47 亿元（原预测 2025-2026 年分别为 1.49 亿元、2.35 亿元）。公司硅光 70mw CW 产品如期规模出货，100G EML 以及 100mw CW 有望在下半年实现收入，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；产品结构及客户构成存在变动；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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	144.40	252.17	630.57	928.80	1,263.21
增长率(%)	(48.96)	74.63	150.06	47.29	36.00
EBITDA(百万元)	93.47	111.28	248.64	432.02	612.01
归属母公司净利润(百万元)	19.48	(6.13)	145.92	303.92	446.89
增长率(%)	(80.58)	(131.49)	(2,478.98)	108.27	47.04
EPS(元/股)	0.23	(0.07)	1.70	3.54	5.20
市盈率(P/E)	506.07	(1,607.17)	67.56	32.44	22.06
市净率(P/B)	4.66	4.76	4.45	4.12	3.72
市销率(P/S)	68.27	39.09	15.63	10.61	7.80
EV/EBITDA	120.78	92.76	35.03	19.61	13.91

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	114.7 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	85.95
流通 A 股股本(百万股)	60.15
A 股总市值(百万元)	9,858.20
流通 A 股市值(百万元)	6,899.12
每股净资产(元)	24.37
资产负债率(%)	4.67
一年内最高/最低(元)	193.01/78.30

作者

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

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

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

张建业 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525040002
zhangjianyu@tfzq.com

潘曦 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-季报点评:3Q 营收同比大增，数通光芯片供需紧张加速验证》 2024-11-02
- 《源杰科技-半年报点评:收入大幅改善，研发高增投入硅光光源及高速 EML》 2024-09-01
- 《源杰科技-年报点评报告:营收逐季向上，数通光芯片品类不断丰富、静待突破》 2024-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,343.51	1,121.24	1,090.42	1,331.63	1,287.45
应收票据及应收账款	104.89	129.75	308.15	285.25	416.53
预付账款	3.45	6.49	12.88	12.23	20.87
存货	140.82	122.71	500.51	176.21	600.91
其他	38.18	31.03	11.47	8.17	15.61
流动资产合计	1,630.85	1,411.22	1,923.43	1,813.49	2,341.37
长期股权投资	30.00	118.31	118.31	118.31	118.31
固定资产	444.92	531.70	521.42	515.47	493.89
在建工程	106.86	43.65	65.55	73.89	79.72
无形资产	16.96	16.40	14.19	11.76	9.23
其他	7.09	26.27	57.76	56.17	56.37
非流动资产合计	605.84	736.33	777.24	775.60	757.52
资产总计	2,236.68	2,147.54	2,700.67	2,589.09	3,098.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	84.28	34.51	437.13	152.28	394.58
其他	8.89	17.99	36.51	32.59	40.16
流动负债合计	93.17	52.50	473.64	184.87	434.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.73	20.83	10.00	11.00	11.00
非流动负债合计	24.73	20.83	10.00	11.00	11.00
负债合计	119.99	74.78	483.64	195.87	445.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	84.84	85.46	85.95	85.95	85.95
资本公积	1,844.50	1,870.00	1,889.28	1,889.28	1,889.28
留存收益	187.37	172.73	260.29	442.64	710.78
其他	(0.03)	(55.43)	(18.49)	(24.65)	(32.85)
股东权益合计	2,116.69	2,072.77	2,217.03	2,393.22	2,653.15
负债和股东权益总计	2,236.68	2,147.54	2,700.67	2,589.09	3,098.89

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	19.48	(6.13)	145.92	303.92	446.89
折旧摊销	41.44	50.22	61.08	70.34	78.48
财务费用	0.08	0.19	(16.30)	(17.85)	(19.30)
投资损失	(5.06)	(1.90)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(114.31)	(44.96)	(165.17)	64.98	(322.39)
其它	40.97	21.54	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	(17.40)	18.96	23.53	419.40	181.68
资本支出	109.49	164.92	81.33	69.30	60.20
长期投资	30.00	88.31	0.00	0.00	0.00
其他	(177.27)	(484.89)	(149.83)	(137.60)	(118.40)
投资活动现金流	(37.78)	(231.66)	(68.50)	(68.30)	(58.20)
债权融资	21.60	18.16	15.81	17.85	19.30
股权融资	25.63	(37.78)	(1.66)	(127.73)	(186.96)
其他	(74.25)	(22.98)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(27.02)	(42.60)	14.15	(109.88)	(167.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(82.20)	(255.30)	(30.81)	241.21	(44.18)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	144.40	252.17	630.57	928.80	1,263.21
营业成本	83.93	168.15	303.19	392.94	518.08
营业税金及附加	2.83	2.84	7.06	10.40	14.15
销售费用	6.51	18.53	24.59	27.86	34.11
管理费用	25.91	26.02	47.61	65.02	80.85
研发费用	30.95	54.52	88.28	101.80	123.79
财务费用	(21.52)	(17.49)	(16.30)	(17.85)	(19.30)
资产/信用减值损失	(20.84)	(19.46)	(18.65)	(18.47)	(25.13)
公允价值变动收益	4.06	0.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.06	1.90	2.00	2.00	2.00
其他	9.37	31.36	0.00	0.00	0.00
营业利润	18.15	(14.94)	159.48	332.15	488.41
营业外收入	0.01	0.13	0.04	0.04	0.04
营业外支出	0.00	0.50	0.04	0.04	0.04
利润总额	18.15	(15.31)	159.48	332.15	488.41
所得税	(1.33)	(9.18)	13.56	28.23	41.51
净利润	19.48	(6.13)	145.92	303.92	446.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	19.48	(6.13)	145.92	303.92	446.89
每股收益 (元)	0.23	(0.07)	1.70	3.54	5.20

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-48.96%	74.63%	150.06%	47.29%	36.00%
营业利润	-83.51%	-182.33%	-1167.34%	108.27%	47.04%
归属于母公司净利润	-80.58%	-131.49%	-2478.98%	108.27%	47.04%
获利能力					
毛利率	41.88%	33.32%	51.92%	57.69%	58.99%
净利率	13.49%	-2.43%	23.14%	32.72%	35.38%
ROE	0.92%	-0.30%	6.58%	12.70%	16.84%
ROIC	-0.58%	-1.69%	14.14%	26.88%	42.65%
偿债能力					
资产负债率	5.36%	3.48%	17.91%	7.57%	14.38%
净负债率	-63.43%	-54.02%	-49.13%	-55.60%	-48.48%
流动比率	17.12	26.16	4.06	9.81	5.39
速动比率	15.64	23.88	3.00	8.86	4.00
营运能力					
应收账款周转率	1.12	2.15	2.88	3.13	3.60
存货周转率	1.22	1.91	2.02	2.74	3.25
总资产周转率	0.06	0.12	0.26	0.35	0.44
每股指标 (元)					
每股收益	0.23	-0.07	1.70	3.54	5.20
每股经营现金流	-0.20	0.22	0.27	4.88	2.11
每股净资产	24.63	24.12	25.80	27.85	30.87
估值比率					
市盈率	506.07	-1,607.17	67.56	32.44	22.06
市净率	4.66	4.76	4.45	4.12	3.72
EV/EBITDA	120.78	92.76	35.03	19.61	13.91
EV/EBIT	215.75	167.66	46.44	23.42	15.96

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com