



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

Q1 业绩扭亏转盈，AI 赋能长期增长

——源杰科技 24 年年报&25 年一季报点评

买入（维持）

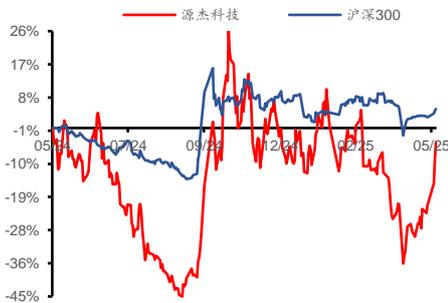
行业：通信
日期：2025年05月09日

分析师：刘京昭
E-mail: liujingzhao@shzq.com
SAC 编号：S0870523040005
联系人：杨昕东
SAC 编号：S0870123090008

基本数据

最新收盘价（元）	139.36
12mth A 股价格区间（元）	79.20-182.99
总股本（百万股）	85.95
无限售 A 股/总股本	69.98%
流通市值（亿元）	83.82

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

事件概述

2025年4月26日，源杰科技发布2024年年报&25年一季报。年报数据显示，公司实现营业收入2.52亿元，同比增长74.63%；实现归母净利润-613.39万元，同比下降131.49%。25年Q1季度数据来看，公司实现营业收入0.84亿元，同比增长40.52%；实现归母净利润0.14亿元，顺利实现扭亏转盈。

核心观点

数通产品蓄势待发，利润水平短期承压。营业收入层面，24 年业绩的强力增长主要系电信市场回暖以及 AI 数据中心市场销售突破所致，这一趋势于 25 年 Q1 得到了有效延续，从产品端来看，期间内 10G EML 产品在国内外客户订单量同比大幅提升，CW 70mW 激光器芯片也同步实现百万颗以上的量产交付，数通产品持续扩容。归母净利润方面，在 24 年期间由于公司仍以电信市场业务为主，2.5G、10G 等中低速率产品收入占比较高，价格竞争、生产投入、费用增加共同作用于毛利率的下滑，营业成本的高增使得利润端短期承压。

费用管控能力稳健，现金流水平逐步改善。费用方面，2024 年公司销/管/研三费费用率分别达 7.35%/10.32%/21.62%，呈现一定的分化属性，占比最大的研发费用占营业收入比基本保持稳定，而管理/销售费用率则分别变动-7.62/2.84 个百分点，从费用绝对值来看，销售、研发费用则同比大增 184.47%、76.17%，两者的大幅提升或彰显着源杰市场开拓&技术革新并重的发展思路。**现金流方面**，2024 年公司经营性现金流提升至 0.19 亿元，相较于 23 年数据呈现快速向好的趋势。

北美工厂对冲关税风险，受到影响小于预期。在国际宏观不确定性增强的情况下，我们认为源杰科技所受到的影响或小于预期，理由如下：1) 源杰境内业务仍为公司发展的主流选择，24 年相关业务收入占比达 99.18%，海外市场仍处于初步开拓期；2) 源杰向全资子公司源杰新加坡增资不超过 5000 万美元，以支持在美国华盛顿州建设生产基地，北美工厂的前瞻布局利于规避关税风险。

■ 投资建议

伴随北美/中国大陆各云厂商资本开支的增加，光通信产业链有望得到进一步强化。公司是国内光芯片产业龙头，有望依靠数通侧光模块的放量实现企业高速增长。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 4.20、6.12、7.59 亿元，实现归母净利润 1.04、1.75、2.07 亿元，26-27 年预计同比增长 67.21%、18.43%，对应 PE 为 68.63/57.95 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

AI 大模型商用化不及预期；北美云厂商投资不及预期；网络架构转变；宏观经济不及预期等。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	252	420	612	759
年增长率	74.6%	66.4%	45.9%	24.0%
归母净利润	-6	104	175	207
年增长率	-131.5%	1,801.6%	67.2%	18.4%
每股收益 (元)	-0.07	1.21	2.03	2.40
市盈率 (X)	—	114.76	68.63	57.95
市净率 (X)	5.78	5.51	5.13	4.76

资料来源: iFinD, 上海证券研究所 (2025 年 05 月 08 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1121	1114	1090	1108
应收票据及应收账款	130	250	327	416
存货	123	158	215	268
其他流动资产	38	73	112	119
流动资产合计	1411	1594	1744	1910
长期股权投资	118	118	118	118
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	532	594	647	685
在建工程	44	25	10	8
无形资产	16	17	18	19
其他非流动资产	26	50	50	51
非流动资产合计	736	804	844	881
资产总计	2148	2398	2588	2791
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	35	168	194	206
合同负债	1	7	7	8
其他流动负债	18	26	32	40
流动负债合计	54	201	234	255
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	21	21	21	23
非流动负债合计	21	21	21	23
负债合计	75	222	255	277
股本	85	86	86	86
资本公积	1870	1889	1889	1889
留存收益	173	260	417	598
归属母公司股东权益	2073	2176	2333	2514
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2073	2176	2333	2514
负债和股东权益合计	2148	2398	2588	2791

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	19	150	119	169
净利润	-6	104	175	207
折旧摊销	51	82	87	101
营运资金变动	-34	-43	-141	-138
其他	8	6	-2	-1
投资活动现金流量	-232	-156	-125	-127
资本支出	-106	-127	-127	-137
投资变动	-130	-10	-10	0
其他	4	-19	12	11
筹资活动现金流量	-43	-1	-17	-25
债权融资	0	0	1	1
股权融资	22	20	0	0
其他	-65	-21	-17	-26
现金净流量	-255	-8	-23	17

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	252	420	612	759
营业成本	168	201	282	357
营业税金及附加	3	5	9	10
销售费用	19	24	38	49
管理费用	26	42	58	68
研发费用	55	50	67	76
财务费用	-17	-4	-4	-4
资产减值损失	-22	-10	-10	-10
投资收益	2	6	12	11
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	-15	116	194	230
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	-15	116	194	230
所得税	-9	12	19	23
净利润	-6	104	175	207
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	-6	104	175	207

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	33.3%	52.0%	53.9%	52.9%
净利率	-2.4%	24.9%	28.5%	27.2%
净资产收益率	-0.3%	4.8%	7.5%	8.2%
资产回报率	-0.3%	4.4%	6.7%	7.4%
投资回报率	-0.7%	4.6%	7.3%	8.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	74.6%	66.4%	45.9%	24.0%
EBIT 增长率	-181.0%	419.2%	69.5%	18.9%
归母净利润增长率	131.5%	1,801.6%	67.2%	18.4%
每股指标 (元)				
每股收益	-0.07	1.21	2.03	2.40
每股净资产	24.12	25.31	27.15	29.25
每股经营现金流	0.22	1.75	1.38	1.97
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.30
营运能力指标				
总资产周转率	0.12	0.18	0.25	0.28
应收账款周转率	2.28	2.35	2.26	2.18
存货周转率	1.28	1.44	1.51	1.48
偿债能力指标				
资产负债率	3.5%	9.3%	9.9%	9.9%
流动比率	26.16	7.92	7.46	7.50
速动比率	23.45	6.99	6.38	6.29
估值指标				
P/E	—	114.76	68.63	57.95
P/B	5.78	5.51	5.13	4.76
EV/EBITDA	644.72	55.86	39.26	33.29

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断