

股票投资评级

买入 | 维持

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)	136.50
总股本/流通股本(亿股)	0.86 / 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(%)	3.5%
市盈率	-1,950.00
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
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

源杰科技(688498)

数据中心 CW 硅光光源产品逐步放量

● 投资要点

电信市场修复，数通业务加速成长。2024 年公司实现营收 2.52 亿元，同比+74.63%，其中电信市场业务/数据中心及其他业务分别实现收入 2.02 亿元/4,803.83 万元，同比增长 52.05%/919.10%。2024 年，电信市场下游客户库存情况较上年同期有所缓解，公司进一步优化产品结构，在原有 2.5G、10GDFB 光芯片的基础上，加大 10GEML 产品的客户推广，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。面向下一代 25G/50GPON 的光芯片产品实现出货。同时，在 AI 算力需求爆发的背景下，公司在 AI 数据中心市场实现销售突破，尤其是硅光方案所需的大功率 CW 激光器芯片，公司成功量产 CW70mW 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。部分传统数据中心市场订单需求也有一定的恢复。2024 年公司实现归母净利润-613.39 万元，同比-131.49%，主要系 1) 公司电信业务中 2.5G、10G 等中低速率产品的收入占比仍较高，随着价格竞争仍日益激烈，加之生产设施的投入和生产费用增加，毛利率有所下降。2) 公司加大了对高速率光芯片、大功率光芯片、芯片工艺等相关技术和产品的研发投入，2024 年度公司研发支出 5,451.76 万元，同比+76.17%。2025Q1 公司实现营收 8,440.12 万元，同比+40.52%，主要系数据中心市场的 CW 硅光光源产品逐步放量；实现归母净利润 1,432.02 万元，同比+35.93%，主要系营收同比增加，加之产品结构的优化，产品毛利率和盈利能力也有所改善。

数据中心 CW 硅光光源产品逐步放量。数据中心领域，随着 AI 技术的快速发展，光模块正加速向高速率演进，逐步从 400G/800G 向 1.6T 等更高速率发展。公司基于多年在 DFB 激光器领域“设计+工艺+测试”的深度积累，针对 400G/800G 光模块需求，成功量产 CW70mW 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，产品采用非制冷设计，具备高功率输出和低功耗特性，适用于数据中心高速场景，成为公司新的增长极。此外，100GPAM4EML、CW100mW 芯片已完成客户验证，200GPAM4EML 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。与此同时，CPO 技术通过高度集成实现了更高的带宽密度和更低的功耗，被视为 1.6T 及以上速率的解决方案之一。2024 年，OIF 发布 3.2TbpsCPO 标准，推动行业标准化进程。公司瞄准这一机遇，研发了 300mW 高功率 CW 光源，并实现该产品的核心技术突破，以满足与 CPO/硅光集成的协同创新。针对 OIO 领域的 CW 光芯片需求，公司已开展相关预研工作。目前数通市场的订单情况充足，在 CW 领域，公司将持续扩产作为今年重点工作，一方面扩充一些核心关键设备，另一方面提升产品

的相关良率。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 4.54/6.47/8.88 亿元，实现归母净利润分别为 0.92/1.58/2.65 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 127 倍、74 倍、44 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

业绩大幅下滑或亏损的风险，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，客户集中的风险，存货跌价风险，应收账款减值风险，下游市场需求不及预期的风险，宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	252	454	647	888
增长率(%)	74.63	80.05	42.47	37.27
EBITDA（百万元）	16.06	145.66	238.13	362.45
归属母公司净利润（百万元）	-6.13	92.33	157.81	265.17
增长率(%)	-131.49	1605.21	70.92	68.03
EPS(元/股)	-0.07	1.07	1.84	3.09
市盈率（P/E）	-1912.63	127.07	74.34	44.24
市净率（P/B）	5.66	4.85	3.89	2.92
EV/EBITDA	644.72	72.27	42.16	25.52

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)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	252	454	647	888	营业收入	74.6%	80.0%	42.5%	37.3%
营业成本	168	226	292	376	营业利润	-182.3%	779.1%	83.0%	68.0%
税金及附加	3	5	7	10	归属于母公司净利润	-131.5%	1,605.2%	70.9%	68.0%
销售费用	19	27	36	44	获利能力				
管理费用	26	32	39	44	毛利率	33.3%	50.2%	54.9%	57.7%
研发费用	55	79	100	124	净利率	-2.4%	20.3%	24.4%	29.9%
财务费用	-17	-28	-30	-42	ROE	-0.3%	3.8%	5.2%	6.6%
资产减值损失	-22	-20	-25	-30	ROIC	-0.7%	2.8%	4.4%	5.7%
营业利润	-15	101	186	312	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	3.5%	7.3%	5.5%	6.0%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	26.16	10.74	15.46	14.53
利润总额	-15	101	186	312	营运能力				
所得税	-9	9	28	47	应收账款周转率	2.28	2.34	2.12	2.12
净利润	-6	92	158	265	存货周转率	1.28	1.19	1.18	1.30
归母净利润	-6	92	158	265	总资产周转率	0.12	0.19	0.22	0.24
每股收益(元)	-0.07	1.07	1.84	3.09	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.07	1.07	1.84	3.09
货币资金	1121	1209	1697	2488	每股净资产	24.12	28.14	35.08	46.74
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	130	284	366	523	PE	-1912.63	127.07	74.34	44.24
预付款项	6	9	12	15	PB	5.66	4.85	3.89	2.92
存货	123	256	240	338	现金流量表				
流动资产合计	1411	1819	2380	3457	净利润	-6	92	158	265
固定资产	532	577	607	625	折旧和摊销	51	72	83	93
在建工程	44	31	21	15	营运资本变动	-34	-222	-117	-235
无形资产	16	16	15	14	其他	8	18	24	27
非流动资产合计	736	790	809	818	经营活动现金流净额	19	-40	147	149
资产总计	2148	2608	3189	4276	资本开支	-106	-102	-102	-102
短期借款	0	0	0	0	其他	-126	-23	5	6
应付票据及应付账款	35	139	120	193	投资活动现金流净额	-232	-125	-97	-96
其他流动负债	19	30	34	45	股权融资	22	0	0	0
流动负债合计	54	169	154	238	债务融资	0	0	0	0
其他	21	21	21	21	其他	-65	253	439	737
非流动负债合计	21	21	21	21	筹资活动现金流净额	-43	253	439	737
负债合计	75	190	175	259	现金及现金等价物净增加额	-255	88	488	791
股本	85	86	86	86					
资本公积金	1870	1870	1870	1870					
未分配利润	143	478	1051	2013					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-26	-16	8	48					
所有者权益合计	2073	2418	3015	4017					
负债和所有者权益总计	2148	2608	3189	4276					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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