

信义山证汇通天下

证券研究报告

系统设备

德科立 (688205.SH)

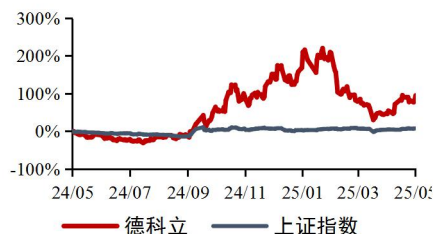
增持-A(下调)

DCI 需求旺盛，产能瓶颈有望逐渐缓解

2025 年 5 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 22 日

收盘价(元):	67.85
年内最高/最低(元):	116.00/24.10
流通 A 股/总股本(亿):	0.68/1.21
流通 A 股市值(亿):	46.04
总市值(亿):	82.03

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	0.12
摊薄每股收益(元):	0.12
每股净资产(元):	18.70
净资产收益率(%):	0.64

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

事件描述

- 公司发布 2024 年年报，收入、利润微幅增长。2024 年，公司实现收入 8.4 亿，同比增长 2.8%，其中传输产品线收入 7.2 亿元，同比下滑 3.5%，主要由于国内传输网投资放缓。数据和接入产品线收入 1.0 亿元，同比增长 70.0%，主要由于 DCI 子系统产品自 2024 年下半年以来需求旺盛。
- 公司发布 2025 年一季报，收入略增，利润同比下降。公司实现收入 2.0 亿元，同/环比分别+6.0%、-17.4%；归母净利润为 0.2 亿元，同/环比分别-36.8%、-39.8%。

事件点评

- DCI 产能释放仍需时间、产品结构调整等导致 2025 年一季度业绩释放不达预期。一是高毛利率业务主动调价，且收入占比下降。一季度传输产品线因季节因素和下游需求节奏收入占比进一步下降，而子系统占比已提升至 40%，结构原因下公司综合毛利率 27.2%，较去年同期下滑 5.4pct；二是 DCI 业务增长较快，但因春节期间紧急备货及临时扩产导致成本激增，原定降本方案未能及时落地，对毛利率也造成了短期冲击。从存货来看，25Q1 账面价值为 4.2 亿元，同比+21.6%，反映公司在手订单饱满积极备货。从固定资产看，25Q1 账面价值 2.7 亿元，同比+98.5%，去年以来公司产能持续提升。

- 北美 DCI 市场需求旺盛，公司在 DCI 光层和子系统电层 ODM 具有竞争优势。在大模型分布式训练和推理需求本地化部署的趋势下，北美数据中心互联（DCI）市场需求强劲。根据 Lightcounting 4 月预测报告，全球电信市场正迎来全面复苏，叠加 DCI 网络的稳定投资，2025-2030 年 DWDM 光模块将回暖。与光模块不同，DCI 系统需要光层、电层协同工作，且电层系统涉及到与客户的系统对接和软件适配，因此认证时间较长。公司已完成 100G/200G/400G/600G 全系列 DCI 设备的开发迭代，实现在全球分布式算力集群商用部署。在客户指引下公司积极扩产，目前泰国工厂预计年底前全面投产并完成认证，国内老产线产能已提升一倍，随着新产线 6-7 月完成认证年内产能有望再扩一倍，我们预计公司产能将呈逐季提升态势，到年底供应瓶颈或有效缓解。

- 国内 2025 年算力投资拉动下，传输网骨干网投资有望保持韧性。算力



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



建设的指数级增长将对全光交换机、400G 骨干网、800G DCI 城域网设备和模块带来更强力的需求增长。一方面，国内运营商积极开展 400G OTN 规模建设，公司作为中兴通讯关键供应商带来对 400G 相干长距离光模块、相干收发器件、C+L 光放大器以及 OXC 背板等产品持续性需求。另一方面，智算互联加速 800G 应用，国内城域 800G WDM 行标已通过征求意见稿，能够满足大规模参数模型分布式跨数据中心训练，例如中国电信在今年 2 月实现了现网 800G 500 公里长距互联分布式训练，公司在 800G 长距离传输子系统和器件有全面布局。第三是适应小颗粒度和确定性时延的场景，国内正加速 fgOTN 替换 SDH 网络，中国移动计划 2025 年部署 fgOTN，正积极推进现网试点工作。受益于以上建设需求，公司传输网产品有望逐步恢复拉货动能。

盈利预测与投资建议

我们预计公司收入增长主要由 DCI 子系统和光模块、放大器驱动，预计公司 2025-2027 收入分别为 12.5/18.1/22.7 亿元，归母净利润分别为 1.4/2.2/2.9 亿元。由于新增产能爬坡及验证仍需时间以及参考光模块行业平均估值水平，我们调整公司评级为“增持-A”。

风险提示

➤ DCI 新产品或供应链设计导入不及预期导致毛利率承压；DCI 新厂房验证和测试能力受限等导致产能释放不及预期；运营商算力投资挤压传输网投资导致传输产品线持续下滑；中美科技贸易摩擦影响对北美大客户业务开展。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	819	841	1,245	1,812	2,268
YoY(%)	14.6	2.8	48.0	45.6	25.1
净利润(百万元)	92	100	139	223	287
YoY(%)	-9.4	9.1	38.0	60.6	29.1
毛利率(%)	26.1	30.9	31.7	33.3	33.2
EPS(摊薄/元)	0.76	0.83	1.15	1.84	2.38
ROE(%)	4.2	4.5	5.8	8.8	10.6
P/E(倍)	89.1	81.7	59.2	36.9	28.6
P/B(倍)	3.8	3.7	3.4	3.2	3.0
净利率(%)	11.3	11.9	11.1	12.3	12.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2294	2185	2364	2554	2840
现金	1112	1048	1024	999	907
应收票据及应收账款	507	502	494	848	832
预付账款	5	3	13	8	21
存货	347	354	550	417	795
其他流动资产	322	278	282	282	285
非流动资产	266	435	516	608	651
长期投资	8	6	5	4	3
固定资产	133	260	385	447	495
无形资产	2	2	1	1	0
其他非流动资产	122	166	125	157	152
资产总计	2560	2620	2881	3163	3491
流动负债	384	367	489	618	770
短期借款	48	0	0	0	20
应付票据及应付账款	280	296	412	518	648
其他流动负债	56	71	77	100	102
非流动负债	7	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	11	11	11	11
负债合计	390	378	500	629	781
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	101	121	121	121	121
资本公积	1808	1812	1812	1812	1812
留存收益	261	307	376	488	631
归属母公司股东权益	2169	2242	2381	2534	2710
负债和股东权益	2560	2620	2881	3163	3491

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17	211	85	180	107
净利润	92	100	139	223	287
折旧摊销	25	33	41	57	71
财务费用	-7	2	3	13	19
投资损失	-28	-25	-24	-26	-25
营运资金变动	-117	65	-80	-86	-245
其他经营现金流	52	35	6	-1	-1
投资活动现金流	699	-160	-104	-123	-89
筹资活动现金流	192	-104	-4	-82	-130
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.83	1.15	1.84	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	1.75	0.70	1.49	0.88
每股净资产(最新摊薄)	17.94	18.55	19.69	20.96	22.42

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	819	841	1245	1812	2268
营业成本	605	581	850	1209	1515
营业税金及附加	4	5	7	10	13
营业费用	39	41	56	78	91
管理费用	26	34	52	69	82
研发费用	83	104	149	208	249
财务费用	-7	2	3	13	19
资产减值损失	-18	-20	-25	-42	-52
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资净收益	28	25	24	26	25
营业利润	100	108	157	250	323
营业外收入	9	0	1	1	1
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	109	107	157	250	323
所得税	16	7	18	27	35
税后利润	92	100	139	223	287
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	92	100	139	223	287
EBITDA	122	128	186	296	384

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	14.6	2.8	48.0	45.6	25.1
营业利润(%)	-10.6	7.3	45.8	59.1	29.2
归属于母公司净利润(%)	-9.4	9.1	38.0	60.6	29.1
获利能力					
毛利率(%)	26.1	30.9	31.7	33.3	33.2
净利率(%)	11.3	11.9	11.1	12.3	12.7
ROE(%)	4.2	4.5	5.8	8.8	10.6
ROIC(%)	3.7	4.0	5.4	8.4	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	15.2	14.4	17.4	19.9	22.4
流动比率	6.0	5.9	4.8	4.1	3.7
速动比率	4.9	4.9	3.7	3.4	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.0	1.7	2.5	2.7	2.7
应付账款周转率	2.7	2.0	2.4	2.6	2.6
估值比率					
P/E	89.1	81.7	59.2	36.9	28.6
P/B	3.8	3.7	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	56.4	53.7	37.2	23.5	18.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

