

信义山证汇通天下

证券研究报告

系统设备

德科立 (688205.SH)

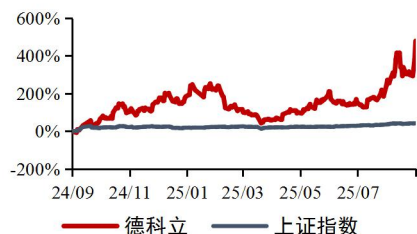
增持-A(维持)

DCI 产能持续建设中, 硅基 OCS 已获千万订单

2025 年 9 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2025 年 9 月 18 日

收盘价(元):	140.40
年内最高/最低(元):	140.40/29.22
流通 A 股/总股本(亿):	1.58/1.58
流通 A 股市值(亿):	222.23
总市值(亿):	222.23

基础数据: 2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	0.18
摊薄每股收益(元):	0.18
每股净资产(元):	14.29
净资产收益率(%):	1.24

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

事件描述

➢ 公司发布 2025 年半年报。上半年, 公司实现营收 4.3 亿元, 同比增长 5.9%, 实现归母净利润 0.3 亿元, 同比下滑 48.2%。单二季度来看, 公司实现营收 2.3 亿元, 同环比分别+5.9%、+18.0%; 实现归母净利润 0.1 亿元, 同环比分别-56.5%、-6.8%。从毛利率来看, 上半年公司综合毛利率 26.3%, 同比-5.2pct, Q1、Q2 分别为 27.2%、25.4%。

事件点评

➢ 上半年电信传输需求下降, DCI 产能尚未充分释放导致业绩下滑。上半年公司传输产品线实现营收 3.3 亿元, 同比-7.9%。受国内电信传输市场资本开支延缓的影响, 上半年电信市场需求下滑明显, 同时公司选择份额策略主动调降价格导致传输产品线毛利率也同比下滑了 4.4pct。接入和数据产品线方面, 上半年实现营收 1.0 亿元, 同比大幅增长 104.7%, 主要来自于数通市场特别是 DCI 和高速光模块的高速增长。然而上半年公司 DCI 仍然面临着产能释放不足的瓶颈, 尽管春节至五一期间集中资源满足交付仍导致订单交付不足, 并同时由于集中保障 DCI 交付导致其他产品交付延缓。我们认为, 不同于光模块单一产线, DCI 产品线包括光放、波分、OLP、线路侧模块、客户端模块以及定制化软件的复杂集成测试需求, 加上泰国产线验厂投产需要时间, 公司的产能释放仍需要更长时间。

➢ 北美 DCI 互联市场需求爆发, 公司以其子系统和器件全套量产代工能力充分受益。根据 trendforce 集邦咨询, 2025 年全球 DCI 产值达到 400 亿美元以上, 同比+14.3%, 2026 年有望突破 500 亿美元。而 Dell'Oro 集团的最新报告显示, 2025Q2 全球光传输设备市场同比增长 14%恰是由于分解式波分复用设备和 DCI 需求不断上升。在北美算力资本开支高增的背景下, DCI 需求逻辑主要来自三方面。1) 新建数据中心的物理连接, 由于资源和能源的限制, 北美等地区数据中心往往新建选址在小型电厂、集中式储能等基础设施附近, 欧美地区过去几年在光纤基础设施的投资滞后亟需补足。2) 分布式训练, 单数据中心规模和能耗限制客观产生了分布式训练需求, 而英伟达 Spectrum XGS “scale-across” 产品的推出恰为满足这一点。3) 分布式推理的兴起, 比如 PD 分离下对于 KV-cache 大量数据流的传送、多智能体协同工作流下数据的传送等。目前北美 DCI 设备商以 Ciena、诺基亚以及白盒为主, 其板卡生产、光器件委托国内、台湾地区供应链完成, 公司长



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

期服务器于 Infinera、Ciena、诺基亚、ECI 等海外客户。

➤ **公司硅基 OCS 光交换机已出货样机，未来有望看到量产代工需求。**自谷歌在 TPU 集群部署 OCS 光交换机以来，光交换机在 AI 训练交换机 SPINE 层、AI 推理 Torus 网络呈现的功耗、时延优势逐渐得到更多大厂重视。目前，OCS 主流技术路线尚未收敛，有 MEMS、DLC（数字液晶）、DBS（直接光束偏转）以及新兴的硅基波导开关等，谷歌自研 MEMS OCS 在面临端口可扩展性和成本瓶颈时也逐步转向了开放市场采购。公司硅基 OCS 获得了海外样品订单，第二代高维度 OCS 研发加速推进（目标 2026H1 样机）。公司的硅基 OCS 具有纳秒级时延领先优势，2024 已获得千万元人民币样机订单，2025 仍将有千万级以上样机订单，虽公司认为 OCS 规模出货尚需时日但保持对该领域的高强度研发投入。

盈利预测与投资建议

我们认为公司 DCI 产能从下半年起将加速释放，同时预计 2027 年 OCS 产品或放量加速。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.9/2.9/5.9 亿元（前次预测为 1.4/2.2/2.9 亿元），9 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 247/76/38，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ **DCI 无锡新厂房以及泰国投产进度低于预期；DCI 量产爬坡过程中毛利率低于预期；国内运营商电信传输投入持续下滑导致传输产品线承压；中美关税政策不确定性导致客户下单节奏发生变化。**

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	1,177	2,230	3,450
YoY(%)	14.6	2.8	39.9	89.4	54.7
净利润(百万元)	92	100	90	294	586
YoY(%)	-9.4	9.1	-10.5	227.0	99.5
毛利率(%)	26.1	30.9	27.6	31.2	34.7
EPS(摊薄/元)	0.58	0.63	0.57	1.86	3.70
ROE(%)	4.2	4.5	3.9	11.5	19.6
P/E(倍)	241.3	221.2	247.3	75.6	37.9
P/B(倍)	10.2	9.9	9.7	8.7	7.4
净利率(%)	11.3	11.9	7.6	13.2	17.0

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	2305	3946	5517
现金	1112	1048	838	1502	2328
应收票据及应收账款	507	502	619	1165	1596
预付账款	5	3	13	14	30
存货	347	354	553	980	1274
其他流动资产	322	278	282	285	290
非流动资产	266	435	513	632	717
长期投资	8	6	5	4	3
固定资产	133	260	385	451	511
无形资产	2	2	1	1	0
其他非流动资产	122	166	122	177	202
资产总计	2560	2620	2818	4578	6234
流动负债	384	367	511	2023	3239
短期借款	48	0	20	1131	2133
应付票据及应付账款	280	296	414	765	969
其他流动负债	56	71	77	127	137
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	522	2034	3250
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	101	121	158	158	158
资本公积	1808		1776	1776	1776
留存收益	261		352	499	792
归属母公司股东权益	2169	2242	2296	2545	2984
负债和股东权益	2560	2620	2818	4578	6234

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	-87	-235	141
净利润	92	100	90	294	586
折旧摊销	25	33	41	57	72
财务费用	-7	2	4	17	38
投资损失	-28	-25	-24	-26	-25
营运资金变动	-117	65	-204	-577	-531
其他经营现金流	52	35	6	-1	-1
投资活动现金流	699	-160	-101	-150	-132
筹资活动现金流	192	-104	-21	-52	-175

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.58	0.63	0.57	1.86	3.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	1.33	-0.55	-1.49	0.89
每股净资产(最新摊薄)	13.71	14.17	14.50	16.08	18.85

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	819	841	1177	2230	3450
营业成本	605	581	852	1533	2254
营业税金及附加	4	5	6	13	19
营业费用	39	41	53	78	117
管理费用	26	34	49	69	104
研发费用	83	104	141	223	317
财务费用	-7	2	4	17	38
资产减值损失	-18	-20	-24	-33	-17
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	102	330	659
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	102	330	659
所得税	16	7	12	36	72
税后利润	92	100	90	294	586
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	92	100	90	294	586
EBITDA	122	128	132	393	762

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	39.9	89.4	54.7
营业利润(%)	-10.6	7.3	-5.4	223.7	99.7
归属于母公司净利润(%)	-9.4	9.1	-10.5	227.0	99.5
获利能力					
毛利率(%)	26.1	30.9	27.6	31.2	34.7
净利率(%)	11.3	11.9	7.6	13.2	17.0
ROE(%)	4.2	4.5	3.9	11.5	19.6
ROIC(%)	3.7	4.0	3.5	8.1	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	15.2	14.4	18.5	44.4	52.1
流动比率	6.0	5.9	4.5	2.0	1.7
速动比率	4.9	4.9	3.4	1.5	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6
应收账款周转率	2.0	1.7	2.1	2.5	2.5
应付账款周转率	2.7	2.0	2.4	2.6	2.6
估值比率					
P/E	241.3	221.2	247.3	75.6	37.9
P/B	10.2	9.9	9.7	8.7	7.4
EV/EBITDA	171.0	162.9	160.0	55.0	28.6

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

