

投资评级 **优于大市** 维持

23Q1 业绩承压，稳步推进高端光芯片国产化

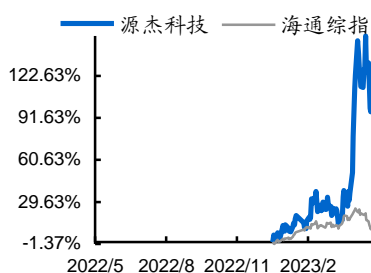
股票数据

05月04日收盘价(元)	239.59
52周股价波动(元)	114.33-308.80
总股本/流通A股(百万股)	61/13
总市值/流通市值(百万元)	14519/3036

相关研究

《高速光芯片领导者，引领国产化新浪潮》
2023.01.20

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	66.2	69.5	75.9
相对涨幅(%)	65.5	70.5	79.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

联系人:徐卓

Email:xz14706@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2022 年报和 23 年一季报。22 年公司实现收入 2.83 亿元 (+21.89%)，归母净利润 1.00 亿元 (+5.28%)，扣非归母净利润 9187 万元 (+5.35%)，毛利率 61.90% (-3.26pcts)，受益于全球数据中心、4G/5G 移动通信市场及光纤接入网市场需求持续稳定增长，公司收入保持持续增长。23Q1 营收 3485 万元 (-40.60%)，归母净利润 1185 万元 (-49.68%)，扣非归母净利润 456 万元 (-79.21%)，毛利率 42.75% (-23.95pcts)，主要系光芯片需求不佳，下游客户减少采购，加之高毛利产品销售占比减少所致。
- 各业务皆呈增长态势，激光雷达领域取得突破。** 2022 年，电信市场产品收入 2.37 亿元 (+19.26%)，毛利率 59.51% (-2.34pcts)，主要系境内外电信运营商继续加大 10G PON 网络建设投入；数据中心及其他产品收入 4478 万元 (+33.69%)，毛利率 74.57% (-10.25pcts)，主要系 25G DFB 芯片实现批量出货，推动数据中心市场销售收入的快速增长。此外，公司在**车载激光雷达领域取得突破**，1550nm 车载激光雷达激光器芯片已实现在客户端导入。
- 加大研发投入，费用管控良好。** 公司持续加大 EML、数据中心等领域的研发投入，22 年研发费用达到 2709 万元 (+46.49%)，占收入 9.58% (+1.61pcts)；销售费用率 4.03% (-0.34pcts)；财务费用率 -0.18% (-0.09pcts)；管理费用率 10.98% (+2.88pcts)，主要系期权激励对应股份支付、折旧、咨询费增加。
- 数据中心高端芯片需求持续旺盛，公司产品推进顺利布局充分。** 随着超大规模数据中心、云计算、AI 算力中心推进，高速高带宽光通信的需求不断增长，200/400G 光模块已大规模部署，800G 光模块需求逐渐显现，高速率光模块仍具有较长生命周期。公司 25G DFB 实现批量供货，已成为数据中心收入主要动力。50G DFB 激光器已进入客户送样阶段，可用于 200G FR4 光模块。可用于 400/800G 光模块的 100G EML 已进入验证测试阶段，有望成为国内数据中心光模块的稀缺产品。此外，公司工业级 50/70mW 大功率硅光激光器已具备量产能力，充分布局 800G 及更高速率光模块的潜在技术路线。
- 盈利预测。** 源杰科技是高速光芯片领导者，行业国产替代空间大。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 1.44、2.03、2.83 亿元，对应 EPS 分别为 2.38、3.35、4.67 元。PE 估值方法下，参考可比公司估值，给予 23 年 100-110x PE，对应合理价值区间 238.00-261.80 元；DCF 估值方法下，基于中性情景假设条件下计算合理价值区间为 246.79-291.20 元。综合上述两种方法，公司最终合理价值区间为 246.79-261.80 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 行业需求回暖不确定性，下游厂商向上游拓展，行业竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	232	283	384	505	644
(+/-)YoY(%)	-0.5%	21.9%	35.6%	31.5%	27.5%
净利润(百万元)	95	100	144	203	283
(+/-)YoY(%)	20.9%	5.3%	43.7%	40.8%	39.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.57	1.66	2.38	3.35	4.67
毛利率(%)	65.2%	61.9%	64.1%	65.9%	67.7%
净资产收益率(%)	15.5%	4.8%	6.4%	8.3%	10.4%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分项收入分拆 (百万元)

分业务分拆	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电信市场	198.61	236.87	319.77	415.70	519.62
增速	-	19.26%	35.00%	30.00%	25.00%
毛利率	-	59.51%	62.00%	64.00%	66.00%
数据中心及其他	33.49	44.78	62.69	87.76	122.87
增速	-	33.69%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	-	74.57%	75.00%	75.00%	75.00%
其他业务	0.00	1.26	1.26	1.26	1.26
增速	-	-	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-	61.62%	60.00%	60.00%	60.00%
总计	232.11	282.91	383.72	504.73	643.76
增速	-0.54%	21.89%	35.64%	31.54%	27.55%
毛利率	65.16%	61.90%	64.12%	65.90%	67.71%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

相对估值法: PE 估值

根据可比公司估值, 我们给予公司 23 年 PE 100-110x, 对应合理价值区间 238.00-261.80 元。

表 2 可比公司估值

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (X)			
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
688048.SH	长光华芯	90.12	122	0.85	0.88	1.49	2.33	106	102	61	39
688313.SH	仕佳光子	12.88	59	0.11	0.14	0.23	0.33	118	92	55	39
							平均	112	97	58	39

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价日为 2023 年 5 月 4 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期

绝对估值法: DCF 估值

我们以绝对估值法 DCF 估值法作为补充方法来反映公司的长期价值, 对公司的核心参数进行如下假设:

- 无风险利率: 采用十年期国债收益率 2.7788% (截止 2023 年 4 月 28 日);
- Beta 权益: 由于公司上市未满 100 周, 且可比公司中长光华芯上市未满 100 周, 故选取可比公司仕佳光子相对上证综合指数截止日 100 周前的 Beta 值 (截止 2023 年 4 月 28 日), 取值 0.8428;
- 市场平均风险收益率: 根据 Wind 数据, 选取沪深 300 (000300.SH) 最近十年 (截止 2023 年 4 月 28 日) 平均收益率 (年化) 5.2541% 作为市场平均风险收益率;
- 风险溢价: 市场平均风险收益率与无风险利率差值为 2.48%;
- 计算出公司股票贴现率 Ke 为 4.86%, WACC 为 4.86%;
- 债务成本: 采用商业银行 (6 月-1 年) 贷款基准利率为 4.35%。

表 3 DCF 估值：核心假设与结果

DCF 分析	数值	核心假设	数值
预测期自由现金流现值 (亿元)	26.96	Beta 权益	0.84
永续自由现金流现值 (亿元)	120.18	无风险利率	2.78%
企业价值 (亿元)	147.14	风险溢价	2.48%
股票价值 (亿元)	161.81	股票贴现率	4.86%
		实际税率	8.83%
		债务比率	0.08%
		权益比率	99.92%
		债务利率 K_d	4.35%
		WACC	4.86%
		永续增长率	1.50%

资料来源：Wind，海通证券研究所测算

表 4 自由现金流 DCF 估值

(单位: 百万元)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入	383.72	504.73	643.76	790.69	933.98	1081.11	1232.26	1380.61	1525.98	1667.37
yoy(%)	35.64%	31.54%	27.55%	22.82%	18.12%	15.75%	13.98%	12.04%	10.53%	9.27%
EBIT	146.85	220.99	308.40	366.70	424.14	478.85	530.46	577.57	619.11	667.24
yoy(%)	36.01%	50.49%	39.55%	18.91%	15.66%	12.90%	10.78%	8.88%	7.19%	7.77%
息税前利润	133.88	201.48	281.17	334.33	386.69	436.58	483.63	526.58	564.45	608.33
+折旧与摊销	60.44	71.55	82.55	93.45	104.26	114.98	125.64	136.23	146.76	157.23
-营运资金的增加	31.10	46.36	51.13	38.26	44.96	40.55	43.76	36.09	39.86	36.60
-资本性投资	-91.23	-100.80	-100.39	-100.47	-100.56	-100.65	-100.74	-100.83	-100.92	-101.00
+递延税项变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流量 FCFF	72.00	125.87	212.21	289.04	345.43	410.36	464.77	525.88	570.43	627.97
yoy(%)	517.01%	74.82%	68.59%	36.21%	19.51%	18.80%	13.26%	13.15%	8.47%	10.09%

资料来源：Wind，海通证券研究所

我们分两阶段对源杰科技的现值进行计算：2023E-2032E 年为第一阶段，2032E 之后为永续价值，根据 DCF 估值模型测算公司对应每股合理价值为 267.02 元。

表 5 每股合理价值对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (元)

		WACC						
		4.26%	4.46%	4.66%	4.86%	5.06%	5.26%	5.46%
永续增长率	1.20%	299.68	281.16	264.80	250.24	237.21	225.47	214.85
	1.30%	307.65	288.05	270.81	255.52	241.87	229.61	218.55
	1.40%	316.18	295.40	277.19	261.10	246.79	233.97	222.43
	1.50%	325.32	303.24	283.97	267.02	251.98	238.56	226.50
	1.60%	335.16	311.63	291.20	273.29	257.47	243.39	230.79
	1.70%	345.76	320.63	298.92	279.97	263.29	248.50	235.30
	1.80%	357.22	330.30	307.17	287.08	269.46	253.90	240.06

资料来源：海通证券研究所测算

进一步我们对企业价值进行关于永续增长率、WACC 假设进行敏感性测算。

(A) 保守情景：永续增长率为 1.2%，WACC 为 5.46%，测算公司每股合理价值为 214.85 元；

(B) 中性情景：永续增长率为 1.4%-1.6%，WACC 为 4.66%-5.06%，测算公司每

股合理价值为 246.79 元~291.20 元;

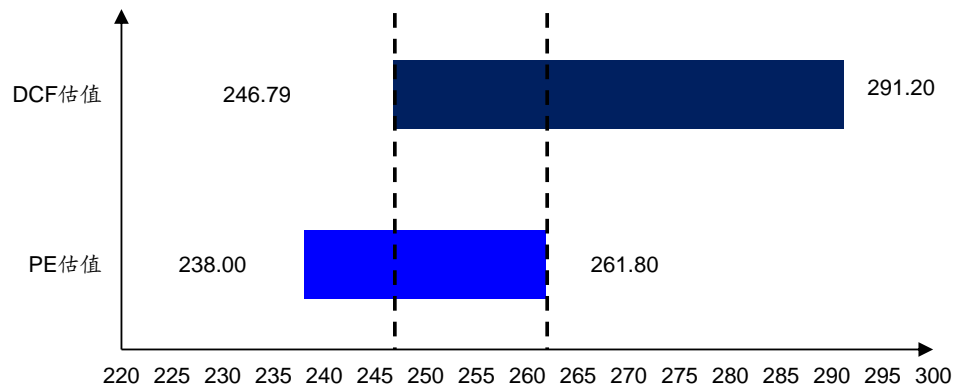
(C) 乐观情景: 永续增长率为 1.8%, WACC 为 4.26%, 测算公司每股合理价值为 357.22 元。

我们采用 DCF 绝对估值法, 基于中性情景假设条件下计算, 源杰科技的每股合理价值区间在 246.79 元~291.20 元。

最终每股合理价值

综合 PE 估值、绝对估值法两种方法, 我们认为, 源杰科技的最终每股合理价值区间为 246.79 元~261.80 元。

图1 源杰科技最终每股合理价值 (元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	283	384	505	644
每股收益	1.66	2.38	3.35	4.67	营业成本	108	138	172	208
每股净资产	35.04	37.07	40.42	45.09	毛利率%	61.9%	64.1%	65.9%	67.7%
每股经营现金流	0.63	2.68	3.74	5.16	营业税金及附加	2	3	4	5
每股股利	0.65	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	11	18	22	27
P/E	148.00	103.00	73.14	52.45	营业费用率%	4.0%	4.6%	4.3%	4.2%
P/B	6.99	6.61	6.06	5.43	管理费用	31	38	45	55
P/S	51.96	38.69	29.42	23.06	管理费用率%	11.0%	10.0%	9.0%	8.5%
EV/EBITDA	41.45	64.44	45.22	33.29	EBIT	108	147	221	308
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	61.9%	64.1%	65.9%	67.7%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	35.5%	37.6%	40.2%	44.0%	投资收益	1	1	2	2
净资产收益率	4.8%	6.4%	8.3%	10.4%	营业利润	110	148	223	311
资产回报率	4.4%	6.1%	7.4%	9.6%	营业外收支	0	10	0	0
投资回报率	4.7%	6.0%	8.2%	10.3%	利润总额	110	158	223	311
盈利增长 (%)					EBITDA	139	207	293	391
营业收入增长率	21.9%	35.6%	31.5%	27.5%	所得税	10	14	20	27
EBIT 增长率	5.5%	36.0%	50.5%	39.6%	有效所得税率%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
净利润增长率	5.3%	43.7%	40.8%	39.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	100	144	203	283
资产负债率	8.4%	5.5%	10.3%	7.2%					
流动比率	10.60	17.49	8.34	12.59	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	9.94	16.63	7.70	11.84	货币资金	1420	1492	1620	1834
现金比率	8.61	14.58	6.38	9.99	应收账款及应收票据	154	146	266	264
经营效率指标					存货	96	73	145	120
应收账款周转天数	153.06	128.13	135.27	135.85	其它流动资产	79	79	84	92
存货周转天数	254.37	220.27	227.95	229.79	流动资产合计	1749	1789	2115	2310
总资产周转率	0.19	0.16	0.20	0.23	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.05	0.91	1.08	1.28	固定资产	397	449	488	516
					在建工程	123	110	99	89
					无形资产	15	16	16	16
					非流动资产合计	547	588	617	634
					资产总计	2296	2377	2732	2945
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	短期借款	0	0	0	0
净利润	100	144	203	283	应付票据及应付账款	137	64	206	127
少数股东损益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	35	60	72	83	其它流动负债	27	38	47	57
非经营收益	9	-11	-2	-2	流动负债合计	165	102	254	184
营运资金变动	-106	-31	-46	-51	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	38	162	227	312	其它长期负债	28	28	28	28
资产	-109	-91	-101	-100	非流动负债合计	28	28	28	28
投资	9	0	0	0	负债总计	193	131	282	212
其他	-21	1	2	2	实收资本	60	61	61	61
投资活动现金流	-122	-90	-99	-98	归属于母公司所有者权益	2102	2247	2450	2733
债权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
股权募资	1407	0	0	0	负债和所有者权益合计	2296	2377	2732	2945
其他	-12	0	0	0					
融资活动现金流	1395	0	0	0					
现金净流量	1311	72	128	215					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技, 中国联通, 沪电股份, 深南电路, 大族激光, 天孚通信, 中控技术, 中国移动, 锐捷网络, 源杰科技, 三环集团, 烽火通信, 亨通光电, 博创科技, 迪普科技, 中瓷电子, 长光华芯, 星网锐捷, 中兴通讯, 光库科技, 锐科激光, 华测导航, 拓邦股份, 移远通信, 亿联网络, 浩瀚深度, 紫光国微, 紫光股份, 广和通, 工业富联

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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, 本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何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, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。