

源杰科技 (688498)

证券研究报告

2023年04月27日

一季度需求不佳，100G EML 有望打破海外垄断

23年一季度需求不佳

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，22 年实现营业收入 2.83 亿元，同比增长 22%，归母净利润 1 亿元，同比增长 5%，与业绩快报基本一致。1Q23 实现营业收入 3485 万元，同比减少 41%，归母净利润 1185 万元，同比减少 50%，主要是一季度光纤接入、数据中心等市场的光芯片需求表现不佳，下游客户减少采购。

22 年受益于 10 PON 建设及 25G DFB 批量

分业务看：1) 电信市场业务收入 2.37 亿元，同比增长 19%，主要系境内外电信运营商继续加大 10G PON 网络建设投入，带动公司电信市场中光纤接入板块收入增长。2) 数据中心及其他业务收入 4478 万元，同比增长 34%，主要系 25G DFB 激光器芯片经过多年研发及产品验证，逐渐得到下游客户的认可，实现批量出货，推动数据中心市场销售收入的快速增长。3) 在车载激光雷达领域取得了突破，1550 波段车载激光雷达激光器芯片已实现在客户端导入。

毛利率短期承压

2022 年公司综合毛利率 61.9%，同比减少 3.3 个点，其中电信市场类产品毛利率 59.5%，同比降低 2.3 个点，数据中心类及其他产品毛利率 74.57%，同比降低 10.25 个点。2023 年一季报毛利率 42.75%，同比、环比又进一步降低。

研发投入增幅高于收入增幅

22 年研发投入 2709 万元，同比增长 47%，占收入比例达到 9.6%。公司紧跟行业发展趋势，不断研发高端光芯片产品，研发项目包括工业级 50mW/70mW 大功率硅光激光器开发、25/28G 双速率数据中心 CWDM DFB 激光器、50G PAM4 DFB 激光器开发、100G EML 激光器开发等，部分项目已经进入产业化阶段。公司设计定型了 100G PAM4 EML 激光器芯片，目前处于验证测试阶段，有助于打破海外领先光芯片企业垄断的局面。

盈利预测与投资建议：虽然短期业绩下滑，但我们认为主要是因为收入端下降，同时由于光芯片 IDM 模式造成的制造费用较高，对业绩的负面影响较大。长期看公司面临百亿光芯片市场，成长前景可期。维持预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.48 亿元、1.92 亿元、2.45 亿元(新增 2025 年)，对应 PE 为 93/72/56 倍，维持“增持”评级。

风险提示：次新股短期波动大；下游投入不及预期；产品价格下行；客户开拓速度不及预期；差距扩大；产品收入结构及客户构成存在变动；经营现金流量波动较大；研发投入低于同业；部分下游厂商与公司存在潜在竞争的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	232.11	282.91	359.57	444.31	538.25
增长率(%)	(0.54)	21.89	27.10	23.57	21.14
EBITDA(百万元)	147.77	160.93	205.96	274.05	350.23
归属母公司净利润(百万元)	95.29	100.32	148.14	192.43	245.19
增长率(%)	20.85	5.28	47.68	29.89	27.42
EPS(元/股)	1.57	1.66	2.44	3.18	4.05
市盈率(P/E)	145.14	137.86	93.35	71.87	56.41
市净率(P/B)	22.51	6.58	3.84	3.65	3.42
市销率(P/S)	59.58	48.89	38.46	31.13	25.69
EV/EBITDA	0.00	35.35	53.14	39.40	30.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	增持(维持评级)
当前价格	228.22 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	60.60
流通 A 股股本(百万股)	12.67
A 股总市值(百万元)	13,829.90
流通 A 股市值(百万元)	2,891.63
每股净资产(元)	35.41
资产负债率(%)	6.71
一年内最高/最低(元)	308.80/114.33

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

康志毅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120002
kangzhiyi@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《源杰科技-公司点评:业绩符合预期，成长空间广阔》 2023-03-02
- 《源杰科技-首次覆盖报告:厚积薄发助光芯片国产替代，平台优势促多领域扩张》 2023-02-10

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	143.17	1,419.56	2,837.01	2,984.45	3,212.11
应收票据及应收账款	106.41	154.06	95.64	225.25	157.51
预付账款	2.73	1.60	6.89	2.88	7.78
存货	56.40	95.92	51.68	122.42	65.66
其他	63.01	77.38	59.30	57.96	62.76
流动资产合计	371.71	1,748.52	3,050.52	3,392.95	3,505.82
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	141.03	396.85	432.25	456.31	453.79
在建工程	143.97	122.55	155.79	137.05	123.94
无形资产	13.31	14.54	13.62	12.48	11.24
其他	66.82	13.23	57.89	56.17	56.37
非流动资产合计	365.14	547.17	659.55	662.02	645.33
资产总计	736.85	2,295.68	3,710.07	4,054.96	4,151.15
短期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	75.41	137.48	8.64	160.35	11.05
其他	27.17	19.88	30.21	29.96	30.26
流动负债合计	102.58	157.36	88.85	240.31	91.31
长期借款	0.00	0.00	10.00	10.00	10.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.31	28.28	10.00	11.00	11.00
非流动负债合计	16.31	28.28	20.00	21.00	21.00
负债合计	122.37	193.21	108.85	261.31	112.31
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	45.00	60.00	60.60	60.60	60.60
资本公积	462.50	1,835.18	3,185.18	3,185.18	3,185.18
留存收益	106.98	207.29	355.44	547.87	793.06
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	614.48	2,102.47	3,601.22	3,793.65	4,038.84
负债和股东权益总计	736.85	2,295.68	3,710.07	4,054.96	4,151.15

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	95.29	100.32	148.14	192.43	245.19
折旧摊销	22.56	29.21	52.78	66.11	77.09
财务费用	0.16	0.11	(18.04)	(14.05)	(9.19)
投资损失	(5.68)	(1.10)	(2.65)	(3.99)	(4.00)
营运资金变动	(124.42)	(81.11)	(73.95)	(39.81)	(33.41)
其它	48.13	(9.69)	0.70	1.00	1.00
经营活动现金流	36.03	37.74	106.98	201.70	276.67
资本支出	137.57	250.98	138.78	69.30	60.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(78.36)	(372.58)	(257.22)	(137.61)	(118.40)
投资活动现金流	59.22	(121.60)	(118.44)	(68.31)	(58.20)
债权融资	1.31	0.23	78.31	14.05	9.19
股权融资	4.09	1,387.67	1,350.60	(0.00)	(0.00)
其他	(7.23)	7.23	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1.83)	1,395.13	1,428.91	14.05	9.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	93.43	1,311.27	1,417.46	147.44	227.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	232.11	282.91	359.57	444.31	538.25
营业成本	80.86	107.79	132.84	152.86	166.77
营业税金及附加	1.77	1.88	2.37	2.93	3.55
销售费用	10.15	11.41	12.59	14.66	16.69
管理费用	18.79	31.06	31.28	35.54	41.98
研发费用	18.49	27.09	32.07	37.10	43.22
财务费用	(0.21)	(0.50)	(18.04)	(14.05)	(9.19)
资产/信用减值损失	(2.66)	(4.10)	(5.21)	(6.44)	(7.80)
公允价值变动收益	1.06	0.62	0.70	1.00	1.00
投资净收益	5.68	1.10	2.65	3.99	4.00
其他	(10.93)	(3.45)	0.00	0.00	0.00
营业利润	109.10	110.02	164.61	213.81	272.43
营业外收入	0.01	0.04	0.04	0.04	0.04
营业外支出	0.00	0.03	0.04	0.04	0.04
利润总额	109.10	110.03	164.61	213.81	272.43
所得税	13.82	9.71	16.46	21.38	27.24
净利润	95.29	100.32	148.14	192.43	245.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	95.29	100.32	148.14	192.43	245.19
每股收益(元)	1.57	1.66	2.44	3.18	4.05

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-0.54%	21.89%	27.10%	23.57%	21.14%
营业利润	13.97%	0.85%	49.61%	29.89%	27.42%
归属于母公司净利润	20.85%	5.28%	47.68%	29.89%	27.42%
获利能力					
毛利率	65.16%	61.90%	63.06%	65.60%	69.02%
净利率	41.05%	35.46%	41.20%	43.31%	45.55%
ROE	15.51%	4.77%	4.11%	5.07%	6.07%
ROIC	41.32%	28.79%	21.30%	25.10%	31.09%
偿债能力					
资产负债率	16.61%	8.42%	2.93%	6.44%	2.71%
净负债率	-23.12%	-67.48%	-77.08%	-77.06%	-78.02%
流动比率	3.50	10.60	34.33	14.12	38.39
速动比率	2.97	10.02	33.75	13.61	37.67
营运能力					
应收账款周转率	2.76	2.17	2.88	2.77	2.81
存货周转率	5.22	3.71	4.87	5.10	5.72
总资产周转率	0.36	0.19	0.12	0.11	0.13
每股指标(元)					
每股收益	1.57	1.66	2.44	3.18	4.05
每股经营现金流	0.59	0.62	1.77	3.33	4.57
每股净资产	10.14	34.69	59.43	62.60	66.65
估值比率					
市盈率	145.14	137.86	93.35	71.87	56.41
市净率	22.51	6.58	3.84	3.65	3.42
EV/EBITDA	0.00	35.35	53.14	39.40	30.18
EV/EBIT	0.00	42.58	71.45	51.93	38.70

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com