业绩短期承压，静待高速数通交换机放量

菲菱科思（301191.SZ）/通信

证券研究报告/公司点评

2023 年 10 月 24 日

评级：买入（维持）

市场价格：104.30

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email：chenny@zts.com.cn

研究助理：杨雷

Email：yanglei01@zts.com.cn

研究助理：佘雨晴

Email：sheyq@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,208	2,352	2,518	3,752	4,713
增长率 yoy%	46%	7%	7%	49%	26%
净利润（百万元）	169	195	172	321	402
增长率 yoy%	76%	16%	-12%	86%	25%
每股收益（元）	2.44	2.82	2.48	4.62	5.80
每股现金流量	0.16	3.57	2.58	3.09	4.97
净资产收益率	34%	12%	10%	16%	16%
P/E	42.8	37.0	42.0	22.6	18.0
PEG	0.6	2.4	-3.5	0.3	0.7
P/B	14.4	4.6	4.1	3.5	2.9

备注：股价选取 10 月 23 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	69
流通股本(百万股)	22
市价(元)	104.30
市值(百万元)	7,232
流通市值(百万元)	2,273

股价与行业-市场走势对比

相关报告

投资要点

- **公告摘要：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 14.90 亿元，同比下降 18.63%，归母净利润 1.21 亿元，同比下降 22.67%，扣非后归母净利润 1.08 亿元，同比下降 22.76%。

- **需求波动及研发投入影响短期业绩，中高端产品拓展顺利。**公司 Q3 单季度营收 4.97 亿元，同比下降 11.85%，环比小幅提升 2.06%，归母净利润 0.31 亿元，同比下降 41.03%，环比降幅收窄至 12.23%。受市场需求下降，客户订单减少影响，业绩出现短期波动，前三季度综合毛利率 17.24%，同比提高 1.3pct，净利率 8.13%，同比减少 0.45pct，Q3 单季度毛利率 15.91%，同比基本持平，净利率 6.2%，同比减少 3.11pct，主要由于季度研发费用 0.47 亿元，同比大幅增长 58.83%，公司开发主要围绕数据中心交换机、COME 模块、园区网交换机、车载相关类产品升级迭代，前置投入有利于在新产品及客户方面确立先发优势，成果转化后有望优化产品结构，推动长期发展。公司已实现 25G/100G/400G 等中高端交换机量产交付，满足企业和云计算数据中心应用场景高性能、高可用性和弹性网络需求，受益 AI 带来的行业发展机遇。

- **国内 AI 算网部署加快，交换机向 400/800G 升级。**生成式 AI 处于早期快速发展阶段，所需算力集群交换机使用比例较传统数据中心架构大幅提升，华为在全连接大会 2023 期间发布全新架构昇腾 AI 计算集群 Atlas 900 SuperCluster，采用星河 AI 智算交换机 Cloud Engine XH16800，具备高密 800G 端口能力，两层交换网络可实现 2250 节点超大规模无收敛集群组网，支持超万亿参数大模型训练，同时发布 CANN7.0 异构计算架构，提高底层兼容开放能力，助力大模型差异化竞争。新华三于 2023 领航者峰会上发布 51.2T 800G CPO 硅光数据中心交换机 S9827 系列，单集群吞吐量提升 8 倍。随着国内大模型发展，400G 及以上数据中心高速率交换机有望加速放量，本土 ODM 厂商经过多年积累，在研发设计、产品制造、客户响应等方面更具优势，国产品牌商全球份额提升以及供应链稳定等考量下，预计产能将加快向大陆转移，中高端交换机逐步开启国产替代。

- **本土交换机 ODM 领先厂商，核心客户合作持续深化。**公司 ODM 模式占比超过 80%，持续推动 SMT、DIP、装配、测试等业务流程自动化，不断增强柔性生产能力，提高制造标准，优化工艺流程。目前已形成平台化、模块化产品研发体系，可针对不同需求选取最优研发平台，降低开发风险及成本，加快批量化生产节奏，同时按照交换机硬件方案核心结构形成 CPU 模块、交换模块和电源模块三大核心模块，根据客户产品性能要求调用不同模块的架构及外延扩展完成具体开发。公司实施大客户战略，服务新华三、S 客户、锐捷网络等国内网络设备龙头，合作产品范围不断拓宽，合作对象领先的市场份额及产品迭代需求有力带动自身技术能力提高及中长期发展。公司自 2020 年起开始小批量生产销售数据中心交换机，海宁中高端交换机生产线建设项目产能逐步释放，高速率产品订单增加预计带动市场竞争力及份额进一步提升。

- **投资建议：**公司是国内网络设备 ODM 龙头，与新华三、S 客户等领先品牌商合作紧密，产品向高速率交换机等中高端领域加快迭代，有望受益 AIGC 与数字

经济带来的网络设备市场发展新机遇。考虑今年行业传统需求偏弱，以及公司研发支出增加，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 1.72 亿/3.21 亿/4.02 亿元(原预测值为 2.32 亿/3.21 亿/4.02 亿元),EPS 分别为 2.48 元/4.62 元/5.80 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不及预期风险；客户集中风险；市场竞争加剧风险；主要原材料价格上涨和供应风险；产品开发及技术创新风险。

图表 1：菲菱科思盈利预测（百万元）

资产负债表				单位：百万元
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,221	1,377	1,592	1,910
应收票据	0	0	0	0
应收账款	238	236	323	392
预付账款	2	2	3	4
存货	594	625	936	1,177
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	23	24	35	43
流动资产合计	2,078	2,264	2,889	3,527
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	200	314	404	482
在建工程	0	0	0	0
无形资产	5	6	7	8
其他非流动资产	103	110	116	120
非流动资产合计	309	431	527	610
资产合计	**2,387**	**2,695**	**3,416**	**4,137**
短期借款	0	97	226	335
应付票据	82	86	129	163
应付账款	444	467	699	879
预收款项	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	1
其他应付款	123	123	123	123
一年内到期的非流动负	31	31	31	31
其他流动负债	34	40	50	60
流动负债合计	713	845	1,259	1,591
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	94	94	94	94
非流动负债合计	94	94	94	94
负债合计	**807**	**938**	**1,352**	**1,685**
归属母公司所有者权益	1,579	1,757	2,063	2,452
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,579	1,757	2,063	2,452
负债和股东权益	**2,387**	**2,695**	**3,416**	**4,137**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	247	180	214	345
现金收益	220	177	341	443
存货影响	199	-31	-311	-241
经营性应收影响	220	5	-85	-69
经营性应付影响	-340	28	275	213
其他影响	-52	2	-7	-1
投资活动现金流	-83	-149	-138	-138
资本支出	-64	-143	-135	-136
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-19	-6	-3	-2
融资活动现金流	816	125	139	112
借款增加	-69	97	129	109
股利及利息支付	0	-11	-24	-33
股东融资	906	0	0	0
其他影响	-21	39	34	36

利润表				单位：百万元
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,352	2,518	3,752	4,713
营业成本	1,988	2,093	3,134	3,940
税金及附加	7	8	12	15
销售费用	21	35	39	47
管理费用	44	56	73	92
研发费用	105	171	176	212
财务费用	0	-23	-23	-17
信用减值损失	8	-2	-2	2
资产减值损失	-2	-3	-3	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	2	2	2
其他收益	21	15	15	17
营业利润	216	190	354	444
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	215	190	354	444
所得税	20	18	33	42
净利润	195	172	321	402
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	195	172	321	402
NOPLAT	195	151	299	387
EPS（按最新股本摊薄）	2.82	2.48	4.62	5.80

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	6.5%	7.0%	49.0%	25.6%
EBIT增长率	16.8%	-22.8%	98.4%	29.4%
归母公司净利润增长率	15.7%	-11.9%	86.3%	25.5%
获利能力				
毛利率	15.5%	16.9%	16.5%	16.4%
净利率	8.3%	6.8%	8.5%	8.5%
ROE	12.4%	9.8%	15.5%	16.4%
ROIC	13.5%	8.9%	14.3%	15.2%
偿债能力				
资产负债率	33.8%	34.8%	39.6%	40.7%
债务权益比	7.9%	12.6%	17.0%	18.7%
流动比率	2.9	2.7	2.3	2.2
速动比率	2.1	1.9	1.6	1.5
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.1
应收账款周转天数	49	34	27	27
应付账款周转天数	118	78	67	72
存货周转天数	126	105	90	97
每股指标（元）				
每股收益	2.82	2.48	4.62	5.80
每股经营现金流	4.63	3.37	4.01	6.47
每股净资产	29.61	32.93	38.68	45.97
估值比率				
P/E	37	42	23	18
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	261	323	168	130

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。