

国产替代加速推进，需求驱动助力业绩边际改善

核心观点：

- 公司净利率保持边际向好，费用结构逐步优化，有望开启成长新空间。**从公司盈利能力来看，公司2022年实现营收23.52亿元(同比+6.54%)，归母净利润达1.95亿元(同比+15.68%)，毛利率达15.47%，业绩保持边际向好态势；2023Q1，实现营收5.05亿元(同比下降15.17%)，归母净利润0.55亿元(同比下降17.46%)，环比Q4业绩有所提升，整体基本符合预期。23Q1研发费用率达5.43%，22全年研发费用为1.05亿元(同比+5.17%)，研发投入主要流向网络设备相关产品及高端技术研发创新。公司持续加码研发投入，整体费用变化较为平稳。伴随数字经济加速推进、云厂商资本开支有望恢复以及AI应用落地需求端持续拉动，公司业绩有望边际改善。
- 交换机基本盘业务稳健增长，中高端产能释放助力全年业绩有望边际改善。**从产品结构来看，交换机业务是公司的基本盘，拥有平台化、模块化和持续创新的自主研发和设计能力。2022年公司交换机类产品收入20.96亿元(同比+9.10%)，毛利率达14.52%。报告期内基本盘收入稳步增长，主要系公司在以太网交换机领域取得了一定的自主研发创新成果，下游客户包括新华三、小米等国内外知名厂商，并保持良性的合作关系，公司具有数据中心交换机ODM能力，公司高售价的中高端交换机产品产量、销量有所提高。随着公司在深圳宝安和浙江海宁的产线逐步投产，交换机产能加速释放，预计公司未来交换机收入维持稳健增长。22年公司路由器及无线产品收入2.08亿元(同比减少21.05%)，毛利率20.55%(同比+6.65%)，公司为客户提供稳定性高、兼容性强且传输速度快、覆盖范围广、高性价比特性的路由器产品。报告期内公司路由器及无线产品收入下降，主要系公司对一些竞争比较激烈、产品利润率较低的无线产品进行了策略性的调整，把资源集中在优势交换机产品所致。通讯组件类产品及其他收入达到0.49亿元，同比增加104.62%，业绩长期向好。公司是国内网络设备领先ODM厂商，已具备100G/400G数据中心主流的接口速率、高带宽、大容量交换机的硬件开发能力，中高速交换机ODM逐步开启国产替代，未来产品升级份额提升，成长空间广阔。
- 把握数字中国建设发展新机遇，高研发投入有望开启新一轮成长周期。**在国家产业政策大力支持数字经济发展的背景下，数字产业化和产业数字化取得积极成效，从而带动网络设备的应用需求，促进了网络设备行业的快速发展。公司拥有网络设备制造服务商的经营管理优势，具备400G核心交换机产品硬件开发能力和制造能力，赢得了广阔的市场空间。未来公司将加速提升研发能力，积极推动国外市场布局。同时，公司向中高端交换机产品迈进，快速建立产品优势，交换机业务发展保持稳中有升。我们看好公司未来高成长性，结合公司最新业绩，我们给予公司2023E-2025E年归母净利润预测值为2.27亿元、2.95亿元、3.85亿元，对应EPS为3.28元、4.26元、5.56元，对应PE为28.75倍、22.14倍、16.96倍，首次给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：**全球疫情影响及国外政策不确定性；汇率波动；原材料价格上涨；客户需求波动风险；市场竞争加剧，新产品市场推广不及预期。

菲菱科思(301191)

谨慎推荐(首次)

分析师

赵良毕

☎: 010-80927619

✉: zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

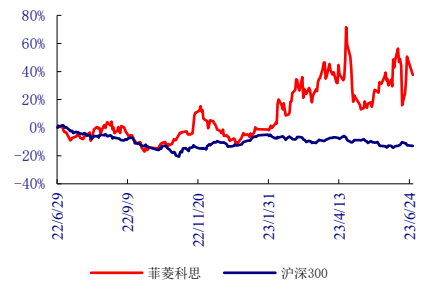
分析师登记编码: S0130522030003

市场数据

2023-06-27

A股收盘价(元)	110.0
股票代码	301191
A股一年内最高价(元)	137.18
A股一年内最低价(元)	66.31
上证指数	3,189.38
市盈率(TTM)	35.57
总股本(万股)	6,934
实际流通A股(万股)	2,180
流通A股市值(亿元)	24

相对沪深300表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2352.26	2831.00	3684.00	4804.00
收入增长率%	6.54	20.35	30.13	30.40
归母净利润(百万元)	195.34	227.28	295.07	385.32
利润增速%	15.68	16.35	29.83	30.59
毛利率%	15.47	15.20	15.30	15.35
摊薄 EPS(元)	2.82	3.28	4.26	5.56
PE	33.45	28.75	22.14	16.96
PB	4.14	3.73	3.19	2.68
PS	2.14	2.31	1.77	1.36

数据来源: wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2078.01	3061.62	3184.41	4594.11	营业收入	2352.26	2831.00	3684.00	4804.00
现金	1220.85	1357.58	1565.12	1888.31	营业成本	1988.28	2400.69	3120.35	4066.59
应收账款	238.21	533.00	470.58	838.10	营业税金及附加	7.28	8.49	11.05	14.41
其它应收款	11.70	13.85	19.40	23.96	营业费用	21.29	25.48	35.00	45.64
预付账款	1.77	2.14	2.78	3.62	管理费用	43.90	52.37	69.26	90.32
存货	594.14	1080.52	1096.15	1740.59	财务费用	0.17	-8.65	-10.02	-12.09
其他	11.34	74.53	30.38	99.52	资产减值损失	-2.02	0.00	0.00	0.00
非流动资产	308.52	308.52	308.52	308.52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	3.17	2.83	3.68	4.80
固定资产	200.12	200.12	200.12	200.12	营业利润	216.04	249.28	323.52	422.35
无形资产	5.09	5.09	5.09	5.09	营业外收入	0.14	0.15	0.16	0.18
其他	103.31	103.31	103.31	103.31	营业外支出	0.79	0.50	0.50	0.50
资产总计	2386.52	3370.13	3492.93	4902.63	利润总额	215.39	248.93	323.18	422.03
流动负债	713.41	1523.08	1350.81	2375.19	所得税	20.05	21.66	28.12	36.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	195.34	227.28	295.07	385.32
应付账款	443.76	1125.09	914.06	1743.46	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	269.65	397.99	436.75	631.73	归属母公司净利润	195.34	227.28	295.07	385.32
非流动负债	93.89	93.89	93.89	93.89	EBITDA	267.86	237.80	309.82	405.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	2.82	3.28	4.26	5.56
其他	93.89	93.89	93.89	93.89					
负债合计	807.29	1616.97	1444.69	2469.08	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	6.54%	20.35%	30.13%	30.40%
归属母公司股东权益	1579.23	1753.17	2048.23	2433.55	营业利润	18.33%	15.39%	29.78%	30.55%
负债和股东权益	2386.52	3370.13	3492.93	4902.63	归属母公司净利润	15.68%	16.35%	29.83%	30.59%
					毛利率	15.47%	15.20%	15.30%	15.35%
					净利率	8.30%	8.03%	8.01%	8.02%
					ROE	12.37%	12.96%	14.41%	15.83%
					ROIC	11.49%	11.70%	13.15%	14.60%
					资产负债率	33.83%	47.98%	41.36%	50.36%
					净负债比率	51.12%	92.23%	70.53%	101.46%
					流动比率	2.91	2.01	2.36	1.93
					速动比率	2.07	1.29	1.54	1.20
					总资产周转率	0.99	0.84	1.05	0.98
					应收帐款周转率	9.87	5.31	7.83	5.73
					应付帐款周转率	5.30	2.52	4.03	2.76
					每股收益	2.82	3.28	4.26	5.56
					每股经营现金	3.57	2.76	3.00	4.65
					每股净资产	22.77	25.28	29.54	35.09
					P/E	33.45	28.75	22.14	16.96
					P/B	4.14	3.73	3.19	2.68
					EV/EBITDA	9.98	21.48	15.57	10.91
					P/S	2.14	2.31	1.77	1.36
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
经营活动现金流	247.29	191.15	207.75	322.27					
净利润	195.34	227.28	295.07	385.32					
折旧摊销	54.82	0.00	0.00	0.00					
财务费用	11.46	3.56	3.56	3.56					
投资损失	-3.17	-2.83	-3.68	-4.80					
营运资金变动	-7.25	-37.20	-87.53	-62.13					
其它	-3.92	0.35	0.34	0.32					
投资活动现金流	-82.96	2.48	3.34	4.48					
资本支出	-83.60	-0.35	-0.34	-0.32					
长期投资	-3.00	0.00	0.00	0.00					
其他	3.64	2.83	3.68	4.80					
筹资活动现金流	815.58	-56.90	-3.56	-3.56					
短期借款	-49.50	0.00	0.00	0.00					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	865.08	-56.90	-3.56	-3.56					
现金净增加额	979.90	136.74	207.54	323.19					

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

赵良毕，通信行业首席分析师&中小盘行业分析师。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022年加入中国银河证券。

8年中国移动通信产业研究经验，6年证券从业经验。任职国泰君安期间曾获得2018/2019年（机构投资者II-财新）通信行业最佳分析师前三名，任职开源证券期间2020年获得Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得2022年Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

本人勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西管街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi-yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang-yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn