



2023年06月30日

## 菲菱科思 (301191.SZ)

## 公司快报

### 算力加速驱动景气提升，高端交换机突破

#### 投资要点

◆ **事件：**2023年4月24日，公司发布2022年年度报告和2023年一季报。2022年实现营业收入23.52亿元，同比增长6.54%；实现归母净利润1.95亿元，同比增长15.68%；23Q1实现营业收入5.05亿元，同比减少15.17%。

◆ **整体经营稳健，主要客户稳定。**2022年度，公司实现营业收入23.52亿元，同比增加6.54%，归属于上市公司股东的净利润1.95亿元，同比增加15.68%，22年公司交换机、路由器及无线产品、通讯组件类产品及其他分别实现收入20.96亿元、2.08亿元、0.49亿元，分别增长9.10%、下降21.05%、增长104.62%。2023年第一季度，公司实现营业收入5.05亿元，归属于上市公司股东的净利润5525万元。公司目前主要客户为新华三、S客户，前五大客户销售额占公司年度销售额95%以上，第一大客户比例逐步下降。

◆ **网络设备赛道景气提升，高端交换机突破。**根据IDC预测，全球数据总量将由2019年的45ZB增长至2025年的175ZB，复合平均增长率高达25.40%。数据流量的高速增长推动全球网络设备市场持续扩大趋势，我国25G/100G数据中心交换机的市场规模将由2017年的1.08亿美元增长至2024年的25.13亿美元，复合增长率高达56.86%；另外据Dell'Oro Group预测，未来400G及以上速率交换机将成为市场主流。公司网络设备定位于企业级网络设备市场，兼顾消费级市场，广泛应用于运营商、政府、金融、教育、能源、电力、交通、中小企业、医院等以及个人消费市场等诸多领域。目前公司已具备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，同时也启动了基于intel至强系列x86CPU的COM-E模块开发。公司具有400G核心交换机产品硬件开发能力和制造能力，对于高端交换机在硬件方面公司储备了从整机设计、信号仿真、板内大电流电源等研发技术

◆ **研发投入持续增加，海宁工厂建设有序推进。**公司持续加大研发人员及研发经费投入，2022年研发人员418人，占总人数31%；研发投入金额1亿元，占营业收入占比4.48%。目前公司已开展基于国产化芯片、博通交换芯片的数据中心交换机研发，其中基于国产交换芯片三层工业交换机的研发项目，支持QSGMII和USXGMII-M等端口形态，提供从100M到100G的全速率端口能力，上行支持10G/40G/25G/50G/100G，在5G承载接入、数据中心管理交换机等新兴领域实现更多产品应用。公司通过浙江子公司位于海宁的募投项目建设，大力发展中高端交换机，2022年8月底，海宁部分产线进入正式投产，2022年9月份已建产线开始进入了量产阶段，公司整体已形成了以企业级网络设备为主、加快推进数据中心交换机和智能终端无线产品类等的多元化产品布局。

◆ **投资建议：**我们认为未来公司受益算力赛道景气提升及国内数据中心建设加速，将

投资评级

增持-B(首次)

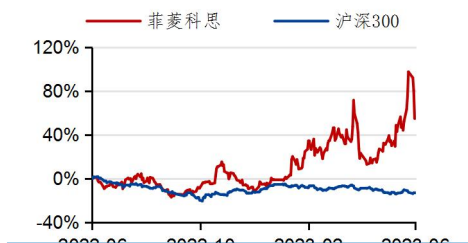
股价(2023-06-29)

94.22元

#### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 6,533.40     |
| 流通市值(百万元) | 2,053.68     |
| 总股本(百万股)  | 69.34        |
| 流通股本(百万股) | 21.80        |
| 12个月价格区间  | 125.14/68.30 |

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

|      |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|
| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
| 相对收益 | 18.44 | 10.05 | 63.76 |
| 绝对收益 | 17.68 | 5.61  | 48.87 |

分析师

李宏涛

SAC执业证书编号：S0910523030003  
lihongtao1@huajinsec.cn

#### 相关报告



长期保持较高成长性。预测公司 2023-2025 年收入 30.70/ 41.87/ 53.18 亿元，同比增长 30.5%/36.4%/27.0%，公司归母净利润分别为 2.36/ 3.43/4.10 亿元，同比增长 21.0% / 45.2% / 19.4%，对应 EPS 3.41/4.95 / 5.91 元, PE 27.6 / 19.0 / 15.9; 首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**新产品研发不及预期；市场竞争持续加剧；应收账款回收不及时。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,208 | 2,352 | 3,070 | 4,187 | 5,318 |
| YoY(%)    | 45.9  | 6.5   | 30.5  | 36.4  | 27.0  |
| 净利润(百万元)  | 169   | 195   | 236   | 343   | 410   |
| YoY(%)    | 75.5  | 15.7  | 21.0  | 45.2  | 19.4  |
| 毛利率(%)    | 16.1  | 15.5  | 15.8  | 16.5  | 16.0  |
| EPS(摊薄/元) | 2.44  | 2.82  | 3.41  | 4.95  | 5.91  |
| ROE(%)    | 33.6  | 12.4  | 13.4  | 16.4  | 16.6  |
| P/E(倍)    | 38.7  | 33.4  | 27.6  | 19.0  | 15.9  |
| P/B(倍)    | 13.0  | 4.1   | 3.7   | 3.1   | 2.6   |
| 净利率(%)    | 7.6   | 8.3   | 7.7   | 8.2   | 7.7   |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 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           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1462  | 2078  | 3035  | 3225  | 4448  |
| 现金             | 193   | 1221  | 1127  | 1390  | 1517  |
| 应收票据及应收账款      | 455   | 238   | 667   | 568   | 1000  |
| 预付账款           | 3     | 2     | 5     | 4     | 7     |
| 存货             | 793   | 594   | 1209  | 1230  | 1886  |
| 其他流动资产         | 18    | 23    | 27    | 33    | 38    |
| <b>非流动资产</b>   | 215   | 309   | 337   | 391   | 438   |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 162   | 200   | 229   | 283   | 330   |
| 无形资产           | 4     | 5     | 5     | 5     | 4     |
| 其他非流动资产        | 49    | 103   | 103   | 103   | 104   |
| <b>资产总计</b>    | 1676  | 2387  | 3372  | 3616  | 4886  |
| <b>流动负债</b>    | 1129  | 713   | 1516  | 1434  | 2316  |
| 短期借款           | 50    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 989   | 526   | 1443  | 1220  | 2182  |
| 其他流动负债         | 90    | 188   | 72    | 214   | 133   |
| <b>非流动负债</b>   | 45    | 94    | 94    | 94    | 94    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 45    | 94    | 94    | 94    | 94    |
| <b>负债合计</b>    | 1174  | 807   | 1609  | 1528  | 2410  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 40    | 53    | 69    | 69    | 69    |
| 资本公积           | 58    | 926   | 910   | 910   | 910   |
| 留存收益           | 405   | 600   | 820   | 1134  | 1500  |
| 归属母公司股东权益      | 503   | 1579  | 1762  | 2088  | 2476  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1676  | 2387  | 3372  | 3616  | 4886  |

### 现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | 11    | 247   | 20    | 346   | 217   |
| 净利润             | 169   | 195   | 236   | 343   | 410   |
| 折旧摊销            | 15    | 24    | 23    | 30    | 38    |
| 财务费用            | 2     | 0     | -21   | -16   | -15   |
| 投资损失            | -1    | -3    | -2    | -2    | -2    |
| 营运资金变动          | -206  | -7    | -217  | -9    | -214  |
| 其他经营现金流         | 32    | 38    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b>  | -52   | -83   | -50   | -82   | -83   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -5    | 816   | -64   | -1    | -7    |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 2.44  | 2.82  | 3.41  | 4.95  | 5.91  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.16  | 3.57  | 0.29  | 5.00  | 3.13  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.25  | 22.77 | 25.41 | 30.11 | 35.71 |

### 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2208  | 2352  | 3070  | 4187  | 5318  |
| 营业成本            | 1853  | 1988  | 2585  | 3496  | 4467  |
| 营业税金及附加         | 5     | 7     | 8     | 11    | 14    |
| 营业费用            | 26    | 21    | 34    | 46    | 57    |
| 管理费用            | 36    | 44    | 53    | 72    | 93    |
| 研发费用            | 100   | 105   | 146   | 193   | 244   |
| 财务费用            | 2     | 0     | -21   | -16   | -15   |
| 资产减值损失          | -14   | 6     | -9    | -11   | -12   |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 1     | 3     | 2     | 2     | 2     |
| <b>营业利润</b>     | 183   | 216   | 258   | 376   | 448   |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 182   | 215   | 257   | 375   | 447   |
| 所得税             | 14    | 20    | 21    | 32    | 37    |
| <b>税后利润</b>     | 169   | 195   | 236   | 343   | 410   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 169   | 195   | 236   | 343   | 410   |
| <b>EBITDA</b>   | 195   | 203   | 246   | 367   | 442   |

### 主要财务比率

| 会计年度         | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 45.9  | 6.5   | 30.5  | 36.4  | 27.0  |
| 营业利润(%)      | 71.8  | 18.3  | 19.3  | 45.8  | 19.2  |
| 归属于母公司净利润(%) | 75.5  | 15.7  | 21.0  | 45.2  | 19.4  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 16.1  | 15.5  | 15.8  | 16.5  | 16.0  |
| 净利率(%)       | 7.6   | 8.3   | 7.7   | 8.2   | 7.7   |
| ROE(%)       | 33.6  | 12.4  | 13.4  | 16.4  | 16.6  |
| ROIC(%)      | 26.3  | 9.6   | 11.1  | 14.2  | 14.5  |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 70.0  | 33.8  | 47.7  | 42.3  | 49.3  |
| 流动比率         | 1.3   | 2.9   | 2.0   | 2.2   | 1.9   |
| 速动比率         | 0.6   | 2.1   | 1.2   | 1.4   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 1.6   | 1.2   | 1.1   | 1.2   | 1.3   |
| 应收账款周转率      | 6.5   | 6.8   | 6.8   | 6.8   | 6.8   |
| 应付账款周转率      | 2.4   | 2.6   | 2.6   | 2.6   | 2.6   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 38.7  | 33.4  | 27.6  | 19.0  | 15.9  |
| P/B          | 13.0  | 4.1   | 3.7   | 3.1   | 2.6   |
| EV/EBITDA    | 33.2  | 26.7  | 22.3  | 14.2  | 11.5  |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)