

2023年09月21日

盛科通信 (688702.SH)

公司快报

赛道倍增+国产替代，国产以太网芯片龙头迎来黄金期

电子 | 集成电路III

投资评级

增持-B(首次)

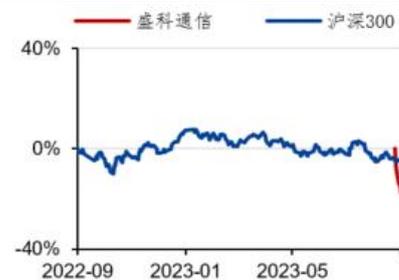
股价(2023-09-20)

51.50 元

交易数据

总市值(百万元)	21,115.00
流通市值(百万元)	1,915.63
总股本(百万股)	410.00
流通股本(百万股)	37.20
12个月价格区间	59.50/55.39

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	22.79	26.29	26.5
绝对收益	20.72	20.72	20.72

分析师

李宏涛

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

相关报告

盛科通信: 盛科通信-华金证券-新股-盛科通信-新股专题覆盖报告(盛科通信)-2023年第182期-总第379期 2023.8.27

投资要点

- ◆ **事件:** 2023年8月25日, 公司首次公开发行股票并在科创板上市招股意向书。9月14日, 公司在科创板正式上市发行。
- ◆ **收入体量逐年递增, 研发投入维持高位水平。** 公司是国内领先的以太网交换芯片设计企业, 主营业务为以太网交换芯片及配套产品的研发、设计和销售。公司营业收入规模逐年快速增长, 目前已形成较强的持续经营能力。公司2020-2022年营业收入分别为2.64/4.59/7.68亿元, 2020-2022年营业收入年均复合增长率为70.60%, 2023年1-6月, 公司营收6.4亿元, 同比增长82.88%; 报告期内, 公司高度重视研发投入, 各年度研发费用金额持续增长, 2020-2022年, 公司研发费用分别为1.11/1.82/2.64亿元, 占同期营业收入的比例分别为41.97%、39.61%和34.39%。公司本次发行总量为5000.00万股, 其中, 网上发行量为1200.00万股, 发行价格为42.66元/股, 募集总金额为21.33亿元, 其中10亿元将用于新一代网络交换芯片研发与量产项目、路由交换融合网络芯片研发项目以及补充流动资金项目。
- ◆ **高端产品打破海外垄断, 多场景应用形成产品矩阵。** 根据灼识咨询数据, 2020年中国商用以太网交换芯片市场以销售额口径统计, 博通、美满和瑞昱分别以61.7%、20.0%和16.1%的市占率排名前三位, 合计占据了97.8%的市场份额。盛科通信的市占率为1.6%, 在中国商用以太网交换芯片市场排名第四, 国产替代空间广阔。产品方面, 公司已形成丰富的以太网交换芯片产品序列及配套产品, 并基于自研以太网交换芯片为行业客户提供以太网交换芯片模组及定制化产品解决方案。主要覆盖100Gbps~2.4Tbps交换容量及100M~400G的端口速率, 在企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络得到了规模应用, 公司研发的TsingMa.MX系列交换容量达到2.4Tbps, 支持400G端口速率, 支持5G承载特性和数据中心特性; GoldenGate系列芯片交换容量达到1.2Tbps, 支持100G端口速率, 支持可视化和无损网络特性; 高端产品方面, 博通等厂商已投入面向超大规模数据中心、最高交换容量达到51.2Tbps的以太网芯片研发, 公司在研Arctic系列面向超大规模数据中心, 目前已进行试生产。
- ◆ **赛道景气提升叠加国产替代, 公司市场空间广阔。** AI大模型对算力需求激增, 交换机作为算力网络中枢, 行业景气提升。据IDC数据, 2023年一季度全球200/400GbE交换机市场规模同比增长141.3%。2023年3月份, 中国移动发布2023年十大技术攻关命题任务, 组建54个联合战队, 在算力网络、AI大模型、国产化等方面开展联合攻关, 其中攻关热点之三是网管系统自主可控, 推动国产化软硬件现网规模应用。目前公司已具备100M到400G的高密度高性能端口设计能力, TsingMa.MX系列产品端口速率达到400G, 结合具备带宽延展性和工艺可迁移性的高性能以太网交换芯片架构; 支持800G端口的Arctic系列正处于试生产阶段。



公司自主研发的以太网交换芯片已进入国内主流网络设备商的供应链，通过直销与经销模式与新华三、锐捷网络、迈普通信等终端客户建立长期合作关系，以公司芯片为核心生产的以太网交换设备已在国内主要运营商以及金融、政府、交通、能源等各大行业网络实现规模现网应用。

投资建议：公司所处于交换机芯片赛道，算力对高速率交换机的需求提升以及国产化替代的进程加速，我们认为未来公司将有望保持快速发展。预测公司 2023-2025 年营收 10.98/14.74/17.23 亿元，同比增长 43.1%/34.2%/16.9%，公司归母净利润分别为-31/9/34 百万元，同比增长-6.0%/128.4%/279.7%，对应 EPS-0.08/0.02/0.08 元；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**研发速度不及预期；市场竞争持续加剧；国产替代不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	459	768	1,098	1,474	1,723
YoY(%)	73.9	67.4	43.1	34.2	16.9
净利润(百万元)	-3	-29	-31	9	34
YoY(%)	63.9	-751.2	-6.0	128.4	279.7
毛利率(%)	47.1	43.2	38.2	38.3	38.1
EPS(摊薄/元)	-0.01	-0.07	-0.08	0.02	0.08
ROE(%)	-0.9	-8.1	-9.4	2.6	9.0
P/E(倍)	-6108.8	-717.7	-677.4	2385.4	628.2
P/B(倍)	54.9	58.3	63.7	62.1	56.5
净利率(%)	-0.8	-3.8	-2.8	0.6	2.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-25 年公司整体营收 10.98/14.74/17.23 亿元，毛利率 38.20%/38.30%/38.10%。随着赛道景气提升及国产替代进程加速，我们认为公司以太网交换芯片业务将迎来高爆发并带动公司芯片模组、交换机及系统解决方案的高增长，预计以太网交换芯片 2023-2025 年实现收入 7.13/9.57/11.11 亿元，毛利率 34.10%/34.60%/34.70%；预计芯片模组 2023-2025 年实现收入 2.07/2.71/3.14 亿元，毛利率 43.31%/41.38%/40.86%；预计交换机 2023-2025 年实现收入 1.69/2.33/2.83 亿元，毛利率 47.6%/47.3%/47.1%；预计解决方案 2023-2025 年实现收入 0.1/0.13/0.15 亿元，毛利率 67.3%/62.2%/61.9%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023E	2024E	2025E
以太网交换芯片	收入 (亿元)	4.93	7.13	9.57	11.11
	YoY (%)	100.41%	44.60%	34.20%	16.10%
	毛利率 (%)	33.17%	34.10%	34.60%	34.70%
以太网交换芯片模组	收入 (亿元)	1.48	2.07	2.71	3.14
	YoY (%)	19.35%	39.80%	31.00%	16.00%
	毛利率 (%)	65.26%	43.31%	42.47%	40.86%
以太网交换机	收入 (亿元)	1.13	1.69	2.33	2.83
	YoY (%)	43.04%	49.20%	38.40%	21.10%
	毛利率 (%)	55.66%	47.60%	47.30%	47.10%
定制化开发产品及系统解决方案	收入 (亿元)	0.06	0.10	0.13	0.15
	YoY (%)	-0.25	60.37%	34.45%	18.34%
	毛利率 (%)	61.96%	67.30%	62.20%	61.90%
其他	收入 (亿元)	0.08			
	YoY (%)	3			
	毛利率 (%)	60.52%			
合计	收入 (亿元)	7.68	10.98	14.74	17.23
	YoY (%)	67.32%	42.97%	34.24%	16.89%
	毛利率 (%)	43.20%	38.20%	38.30%	38.10%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司寒武纪（GPU 芯片）、澜起科技（存储芯片）、裕太微（PHY 芯片）作为可比公司。公司所处于算力网络赛道，考虑到公司在交换机芯片领域的龙头性和稀缺性，我们认为未来公司将长期保持稳健发展。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS (元)			PE (倍)		
				2022 年	2023E	2024E	2022 年	2023E	2024E
300124.SZ	寒武纪	123.30	514.1	-3.13	-1.56	-1.17	-17.40	-78.94	-105.68
688320.SH	澜起科技	50.75	578.5	1.15	0.70	1.42	54.64	72.85	35.77
688777.SH	裕太微	118.78	95.02	-0.01	-0.35	0.33	—	-341.25	354.97
平均				0.57	-0.29	0.19	18.62	-115.78	95.02
600845.SH	盛科通信	51.5	211.15	-0.07	-0.08	0.02	-717.7	-677.4	2385.4

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2023 年 9 月 20 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	830	1023	8447	9271	10570	营业收入	459	768	1098	1474	1723
现金	376	365	7466	8081	9231	营业成本	243	436	679	909	1067
应收票据及应收账款	90	149	193	266	271	营业税金及附加	1	2	1	1	2
预付账款	202	189	370	380	497	营业费用	31	35	2	13	33
存货	142	281	378	505	530	管理费用	41	47	8	11	13
其他流动资产	20	39	40	40	41	研发费用	182	264	405	503	558
非流动资产	272	294	355	565	763	财务费用	1	47	29	20	10
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-6	-7	-9	-10
固定资产	41	223	223	261	313	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	66	53	18	21	24	投资净收益	0	0	2	1	1
其他非流动资产	165	17	114	283	426	营业利润	-3	-33	-32	8	32
资产总计	1102	1317	8803	9836	11333	营业外收入	1	4	1	1	2
流动负债	600	837	2497	2929	3755	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	384	691	691	691	691	利润总额	-3	-29	-31	9	34
应付票据及应付账款	149	77	274	196	356	所得税	0	0	0	0	0
其他流动负债	67	69	1532	2042	2708	税后利润	-3	-29	-31	9	34
非流动负债	117	117	5924	6517	7155	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	46	57	5863	6456	7094	归属母公司净利润	-3	-29	-31	9	34
其他非流动负债	71	61	61	61	61	EBITDA	48	78	83	86	123
负债合计	717	954	8421	9446	10909						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	360	360	410	410	410	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	23	31	31	31	31	成长能力					
留存收益	1	-28	-59	-50	-17	营业收入(%)	73.9	67.4	43.1	34.2	16.9
归属母公司股东权益	385	362	381	390	424	营业利润(%)	64.5	-861.1	2.2	124.3	314.9
负债和股东权益	1102	1317	8803	9836	11333	归属于母公司净利润(%)	63.9	-751.2	-6.0	128.4	279.7
						获利能力					
						毛利率(%)	47.1	43.2	38.2	38.3	38.1
						净利率(%)	-0.8	-3.8	-2.8	0.6	2.0
						ROE(%)	-0.9	-8.1	-9.4	2.6	9.0
						ROIC(%)	1.4	0.5	-0.1	0.2	0.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	65.1	72.5	95.7	96.0	96.3
						流动比率	1.4	1.2	3.4	3.2	2.8
						速动比率	0.8	0.6	3.1	2.9	2.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	4.5	6.4	6.4	6.4	6.4
						应付账款周转率	2.7	3.9	3.9	3.9	3.9
						估值比率					
						P/E	-6108.8	-717.7	-677.4	2385.4	628.2
						P/B	54.9	58.3	63.7	62.1	56.5
						EV/EBITDA	439.3	275.4	262.0	259.0	181.4

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.huajinsec.com