

菲菱科思 (301191.SZ)

短期营收增长承压，长期受益新产品技术迭代升级

买入

核心观点

2023 年三季度营收增长承压，公司侧重储备现金。公司 23Q3 实现营收 4.97 亿元，同比下降 11.85%；实现归母净利润 3095.31 万元，同比下降 41.03%。前三季度经营性现金流净额 3.17 亿元，同比增长 74%。当前经济环境下，政企侧网络部署需求乏力，公司营收增长承压。

公司稳健经营，三季度毛利水平保持稳定，研发投入加大。公司重视成本管控，三季度毛利率 15.91%，同比基本持平；净利率 6.20%，同比下降 3.1pct，主要因为公司持续加大研发投入，三季度公司研发费用 0.47 亿元，同比增长 58.83%。目前公司经营开源节流为主，三季度销售和管理费用同比分别减少 43.47%和 4.38%。截止三季度，公司存货为 4.02 亿元，相较于去年底减少 1.92 亿元。

深耕交换机产品领域，头部交换机厂商核心供应商，受益新技术发展。公司主要以 ODM 和 OEM 模式与网络设备品牌商进行合作，其中交换机产品为公司的主要产品，23H1 交换机占收比达 81.4%，并且主要为新华三（占公司收入比 58.1%）等头部交换机品牌供应相关产品。根据 IDC 数据显示，2022 年我国交换机市场规模超 500 亿元，市占率排名前三厂商分别为华为、新华三、锐捷网络，预计未来 5 年复合增速在 7%-9%。公司下游客户结构稳定，海宁新建高端产线贴近客户，具备 400G 核心交换机开发制造能力，有望受益头部客户新技术迭代驱动下的量价改善。

AI 带动网络产品需求回暖，汽车电子代工开启新成长空间。AI 等新应用场景带动下，数通行业需求加速回暖。公司网络 ODM 业务将持续受益于行业需求的回暖、数据中心交换机产品的量产、老客户份额的提升以及新客户的突破。新开拓的汽车电子方向，公司今年成立“菲菱国祯”子公司，主要产品为汽车电子智能管理解决方案终端网络交换机和汽车域控制器网关等，为企业后期业绩及成长打开更为广阔的空间。

风险提示：行业竞争加剧，AI 行业发展不及预期，算网部署不及预期。

投资建议：短期收入增长承压，下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年营收分别为 20.2/24.4/28.8 亿元（前次预测分别为 31.7/41.7/52.5 亿元）；归母净利润为 1.7/2.0/2.4 亿元（前次预测分别为 2.7/3.5/4.4 亿元），当前股价对应 PE 为 33/28/24 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,208	2,352	2,021	2,439	2,880
(+/-%)	45.9%	6.5%	-14.1%	20.7%	18.1%
净利润(百万元)	169	195	173	204	239
(+/-%)	75.5%	15.7%	-11.3%	18.0%	16.8%
每股收益(元)	4.22	3.66	3.25	3.83	4.48
EBIT Margin	8.5%	7.9%	7.8%	7.7%	7.8%
净资产收益率 (ROE)	33.6%	12.4%	9.9%	10.5%	10.9%
市盈率 (PE)	25.0	28.8	32.5	27.5	23.6
EV/EBITDA	26.6	30.6	36.5	31.1	26.3
市净率 (PB)	8.40	3.56	3.22	2.89	2.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙 **联系人：袁文翀**
 021-60933150 021-60375411
 machengl@guosen.com.cn yuanwenchong@guosen.com.cn
 S0980518100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	105.50 元
总市值/流通市值	7316/2300 百万元
52 周最高价/最低价	139.59/69.59 元
近 3 个月日均成交额	397.83 百万元

市场走势



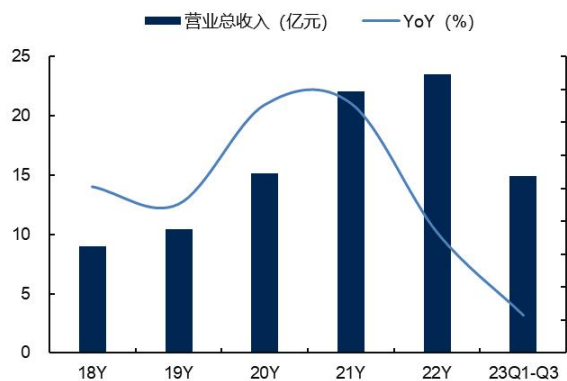
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《菲菱科思 (301191.SZ)——一季度经营环比改善，盈利能力同环比提升》——2023-04-25
 《菲菱科思 (301191.SZ)——领先网络 ODM 制造商，算力驱动加速发展》——2023-02-25

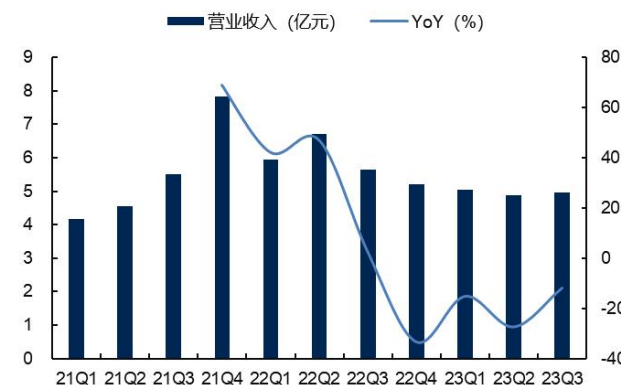
2023 年三季度营收增长承压，公司侧重储备现金。公司 23Q3 实现营收 4.97 亿元，同比下降 11.85%；实现归母净利润 3095.31 万元，同比下降 41.03%。前三季度经营性现金流净额 3.17 亿元，同比增长 74%。当前经济环境下，政企侧网络部署需求乏力，公司营收增长承压。

图1：菲菱科思营业收入及增速（单位：亿元、%）



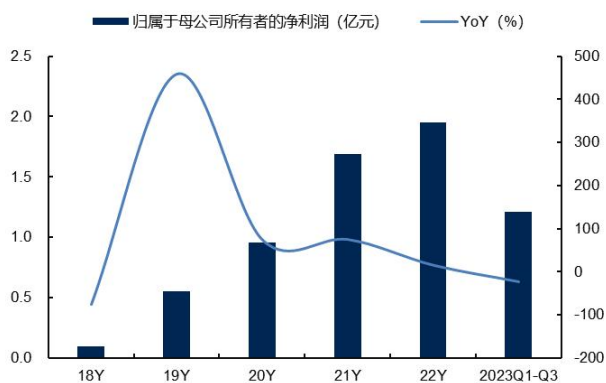
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：菲菱科思单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：菲菱科思归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：菲菱科思单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

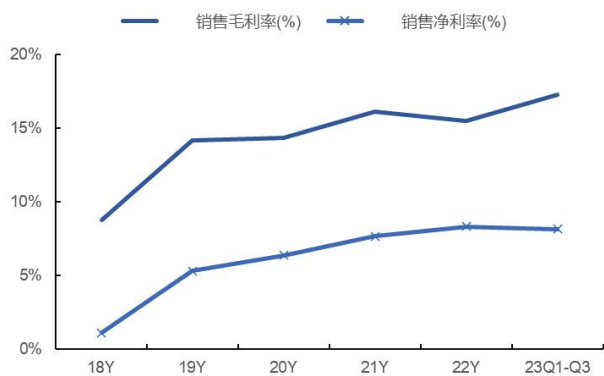


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

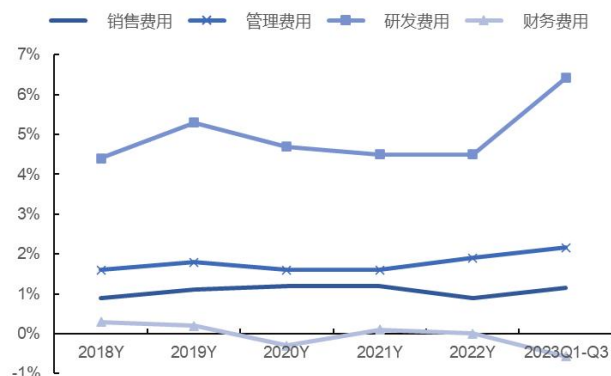
公司稳健经营，三季度毛利水平保持稳定，研发投入加大。公司重视成本管控，三季度毛利率 15.91%，同比基本持平；净利率 6.20%，同比下降 3.1pct，主要因为公司持续加大研发投入，三季度公司研发费用 0.47 亿元，同比增长 58.83%。目前公司经营开源节流为主，三季度销售和管理费用同比分别减少 43.47%和 4.38%。截止三季度，公司存货为 4.02 亿元，相较于去年底减少 1.92 亿元。

图5：菲菱科思毛利率、净利率变化情况（按年度）

图6：菲菱科思三项费用率变化情况（按年度）

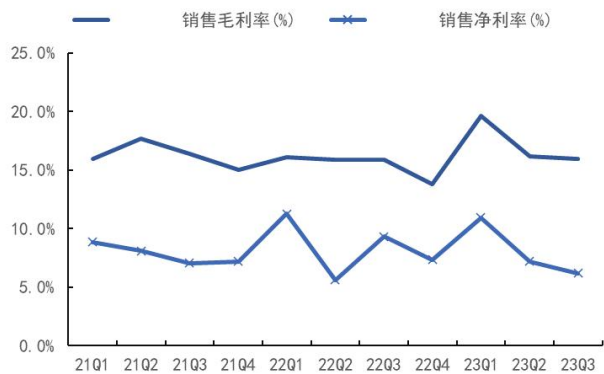


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



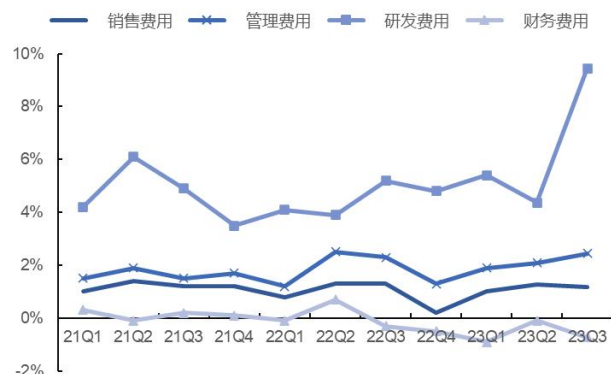
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 菲菱科思毛利率、净利率变化情况（按季度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 菲菱科思三项费用率变化情况（按季度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

深耕交换机产品领域，头部交换机厂商核心供应商，受益新技术发展。公司主要以 ODM 和 OEM 模式与网络设备品牌商进行合作，其中交换机产品为公司的主要产品，23H1 交换机占收比达 81.4%，并且主要为新华三（占公司收入比 58.1%）等头部交换机品牌供应相关产品。根据 IDC 数据显示，2022 年我国交换机市场规模超 500 亿元，市占率排名前三厂商分别为华为、新华三、锐捷网络，预计未来 5 年复合增速在 7%-9%。公司下游客户结构稳定，海宁新建高端产线贴近客户，具备 400G 核心交换机开发制造能力，有望受益头部客户新技术迭代驱动下的量价改善。

当前经济环境变化下，短期政企侧网络建设需求动能不足，但中长期看公司有望受益新产品技术发展，恢复到前期经营水平。下调营收及盈利预测：

表1: 菲菱科思未来三年营收拆分 (单位: 百万元、%)

收入分类预测(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
交换机产品					
收入	1,921	2,095	1,676	2,011	2,373
增长率	62%	7%	-20%	20%	18%
毛利率	16.2%	14.5%	15.5%	15.8%	16.0%
路由器及无线产品					
收入	263	208	224	247	271
增长率	-12%	-21%	8%	10%	10%
毛利率	14.3%	20.6%	24.0%	25.0%	25.0%
通讯设备组件及其他收入					
收入	24	49	120	180	234
增长率	14%	2%	146%	50%	30%
毛利率	29%	28%	35%	32%	30%
收入合计	2208	2351	2020	2438	2878
增长率	46%	6%	-14%	21%	18%
毛利率	16%	15.3%	17.6%	17.9%	18.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司重视稳健经营, 成本管控良好, 毛利率维持稳定, 同时研发费用持续投入, 盈利能力有望改善:

表2: 菲菱科思未来三年盈利预测表

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2208	2352	2021	2439	2880
营业成本	1853	1988	1665	2002	2362
营业税金及附加	5	7	6	8	9
销售费用	26	21	24	30	36
管理费用	36	44	39	50	63
研发费用	100	105	101	138	181
财务费用	2	0	(32)	(37)	(40)
营业利润	183	216	191	225	263
所得税费用	14	20	18	21	25
归属于母公司净利润	169	195	173	204	239

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 短期收入增长承压, 下调盈利预测, 预计公司 2023-2025 年营收分别为 20.2/24.4/28.8 亿元 (前次预测分别为 31.7/41.7/52.5 亿元); 归母净利润为 1.7/2.0/2.4 亿元 (前次预测分别为 2.7/3.5/4.4 亿元), 当前股价对应 PE 为 33/28/24 倍, 维持“买入”评级。

表3: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2023 年 10 月 24 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2022A	EPS	2023E	2024E	2022A	PE	2023E	2024E	PEG	PB
301191.SZ	菲菱科思	买入	105.5	73.2	3.7	3.3	3.8	28.8	32.5	27.5	1.3	4.4		
603118.SH	共进股份	-	10.5	83.2	0.2	0.6	0.8	36.7	17.1	13.4	0.3	1.6		
002475.SZ	立讯精密	-	31.3	2240.0	1.2	1.6	2.0	24.4	19.7	15.5	0.8	4.3		
002384.SZ	东山精密	-	16.6	283.7	1.3	1.5	2.0	12.0	10.8	8.2	0.5	1.6		
000938.SZ	紫光股份	买入	19.6	560.6	0.6	0.9	1.1	26.0	21.1	17.2	0.9	1.7		
301165.SZ	锐捷网络	增持	36.9	209.6	1.0	1.2	1.7	38.1	30.4	22.2	1.0	5.2		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测; 共进股份、立讯精密、东山精密、紫光股份、锐捷网络估值取自 Wind 一致预期

风险提示: 行业竞争加剧, AI 行业发展不及预期, 算网部署不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	193	1221	1466	1550	1645	营业收入	2208	2352	2021	2439	2880
应收款项	455	250	309	378	397	营业成本	1853	1988	1665	2002	2362
存货净额	793	594	452	543	641	营业税金及附加	5	7	6	8	9
其他流动资产	21	10	101	122	144	销售费用	26	21	24	32	37
流动资产合计	1462	2078	2331	2596	2830	管理费用	36	44	39	51	61
固定资产	162	200	230	300	363	研发费用	100	105	129	159	187
无形资产及其他	4	5	5	5	4	财务费用	2	0	(32)	(35)	(38)
投资性房地产	49	103	103	103	103	投资收益	1	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	2	2	2	2
资产总计	1676	2387	2669	3004	3300	其他收入	(106)	(80)	(129)	(159)	(187)
短期借款及交易性金融负债	100	31	50	50	50	营业利润	183	216	191	225	263
应付款项	989	526	690	807	851	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	40	157	86	103	122	利润总额	182	215	191	225	263
流动负债合计	1129	713	826	960	1023	所得税费用	14	20	18	21	25
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	94	94	94	94	归属于母公司净利润	169	195	173	204	239
长期负债合计	45	94	94	94	94	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1174	807	920	1054	1117	净利润	169	195	173	204	239
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	7	(20)	31	6	6
股东权益	503	1579	1749	1949	2184	折旧摊销	15	24	22	27	33
负债和股东权益总计	1676	2387	2669	3004	3300	公允价值变动损失	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	2	0	(32)	(35)	(38)
每股收益	4.22	3.66	3.25	3.83	4.48	营运资本变动	(160)	43	116	(41)	(70)
每股红利	0.07	0.00	0.06	0.08	0.09	其它	(7)	20	(31)	(6)	(6)
每股净资产	12.56	29.61	32.79	36.55	40.94	经营活动现金流	22	260	309	188	200
ROIC	53%	24%	8%	11%	16%	资本开支	0	(44)	(80)	(100)	(100)
ROE	34%	12%	10%	10%	11%	其它投资现金流	3	(3)	0	0	0
毛利率	16%	15%	18%	18%	18%	投资活动现金流	3	(47)	(80)	(100)	(100)
EBIT Margin	9%	8%	8%	8%	8%	权益性融资	0	906	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	46%	7%	-14%	21%	18%	支付股利、利息	(3)	(0)	(3)	(4)	(5)
净利润增长率	76%	16%	-11%	18%	17%	其它融资现金流	(52)	(91)	19	0	0
资产负债率	70%	34%	34%	35%	34%	融资活动现金流	(58)	815	16	(4)	(5)
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	现金净变动	(33)	1028	245	84	95
P/E	25.0	28.8	32.5	27.5	23.6	货币资金的期初余额	226	193	1221	1466	1550
P/B	8.4	3.6	3.2	2.9	2.6	货币资金的期末余额	193	1221	1466	1550	1645
EV/EBITDA	26.6	30.6	36.5	31.1	26.3	企业自由现金流	0	192	201	56	66
						权益自由现金流	0	100	249	89	100

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032