

菲菱科思 (301191.SZ) / 通信

证券研究报告/公司点评

2024年8月28日

**评级：买入（维持）**

市场价格：58.74 元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email: chenney@zts.com.cn

分析师：杨雷

执业证书编号：S0740524060005

Email: yanglei01@zts.com.cn

研究助理：余雨晴

Email: sheyq@zts.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,352	2,075	2,449	3,211	4,042
增长率 yoy%	7%	-12%	18%	31%	26%
净利润 (百万元)	195	144	172	231	301
增长率 yoy%	16%	-26%	19%	34%	30%
每股收益 (元)	3.66	2.08	2.49	3.33	4.34
每股现金流量	3.57	3.43	2.54	3.75	2.41
净资产收益率	12%	9%	9%	11%	13%
P/E	20.9	28.2	23.6	17.6	13.5
PEG	1.3	-1.1	1.2	0.5	0.4
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.7

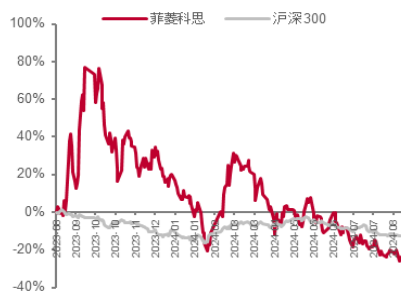
备注：以 2024 年 8 月 28 日收盘价计算

**投资要点**

- 公告摘要：**公司发布 2024 年半年报，报告期实现营收 8.24 亿元，同比下降 17%，归母净利润 0.76 亿元，同比下降 15.69%，扣非后归母净利润 0.69 亿元，同比下降 18.68%。
- Q2 业绩环比增长，中高端数通交换机拓展顺利。**公司 Q2 单季度营收 4.17 亿元，同比下降 14.46%，环比增长 2.48%，归母净利润 0.42 亿元，同比增长 19.44%，环比增长 23.19%。上半年营收利润承压同比下降主要由于国内市场竞争加剧，以及公司主要客户部分采用“客供料-非结算方式”，由于该部分物料采用送料模式，未计入生产成本，相对降低公司交换机类产品销售均价及对应收入。分产品来看，交换机/路由器及无线产品/通信组件类产品销售数量同比分别增加 29.15%/83.79%/17.18%，收入分别为 6.44 亿/1.58 亿/0.22 亿元，同比-20.33%/+57.16%/-73.61%，毛利率分别为 17.32%/17.21%/29.74%，同比+1.92/-6.7/-5.14pct。综合毛利率 17.63%，同比下降 0.28pct，期间费用率 10.71%，同比+3.15pct，主要由于研发投入加大，销售/管理/研发费用率分别为 1.42%/2.31%/7.64%，同比+0.29/0.3/2.73pct，净利率 9.2%，同比略增 0.09pct。Q2 单季度毛利率 18.74%，同比+2.58pct，环比+2.25pct，净利率 10.01%，同比+2.81pct，环比+1.65pct，盈利能力环比改善。
- 核心客户合作深化，海外市场突破初见成效。**公司持续深耕园区接入、汇聚层中高端交换机、数据中心交换机，快速扩展汽车通信电子产品相关研发设计能力和制造服务，其中在中高端数据中心交换机方面，已具备 100G/400G 数据中心主流接口速率、高带宽、大容量交换机硬件开发能力，2.0T/8.0T 数据中心交换机形成量产交付，12.8T 等产品形态小批量验证稳步推进，同时扩展基于国产 CPU 的 C OME 模块。此外在交换机细分领域扩展工业控制和边缘计算场景需求的新一代 T SN 工业交换、多速率交换机及万兆上行交换机等。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，前两大客户国内市占率超过 70%，随着国内 AI 发展，400G 及以上数据中心高速交换机预计加速放量，公司作为国内领先交换机 ODM 厂商，有望受益行业需求迭代及国产化趋势加速发展。公司积极拓展全球市场，2024H1 与多家海外客户开展合作项目并形成持续量产交付，通信终端设备产品销量 2.2 万台，收入 171 万元。
- 加大研发投入，对外投资完善产业链布局。**公司 2024H1 研发投入 0.63 亿元，同比增长 29.2%，主要用于拓展数据中心交换机、白盒交换机等网络设备中高端产品线，以及汽车智能座舱和域控制器等新业务产品类别，前瞻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。根据 8 月公告，公司作为有限合伙人与普通合伙人羲和投资，以及泰晶科技等其他有限合伙人拟共同投资深圳菲菱楠芯投资合伙企业（有限合伙），合伙企业认缴出资总额 5451 万元，其中公司拟以自有资金认缴出资 2000 万元。合伙企业作为专项基金，备案成立后拟投资网络设备以太网交换芯片相关未上市企业。公司对外投资合作设立产业发展基金主要为了借助专业投资机构资源和平台优势，重点投向自身所在网络通信设备行业相关集成电路等领域，有利于完善整体战略布局，提升综合竞争力。

**基本状况**

总股本(百万股)	69
流通股本(百万股)	26
市价(元)	58.74
市值(百万元)	4,073
流通市值(百万元)	1,539

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- **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。考虑行业整体需求仍在修复及竞争情况，以及公司研发支出增加，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 1.72 亿/2.31 亿/3.01 亿元（原 2024-2025 年预测值为 3.21 亿/4.02 亿元），EPS 分别为 2.49 元/3.33 元/4.34 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；研报信息更新不及时风险。

**图表 1: 菲菱科思盈利预测 (百万元)**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,005	1,453	1,825	2,084	营业收入	2,075	2,449	3,211	4,042
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,734	2,015	2,634	3,322
应收账款	375	379	468	649	税金及附加	10	8	10	14
预付账款	2	2	3	3	销售费用	21	39	51	53
存货	412	645	752	934	管理费用	44	59	77	89
合同资产	0	0	0	0	研发费用	140	191	244	299
其他流动资产	259	100	133	175	财务费用	-8	-25	-30	-34
流动资产合计	2,053	2,579	3,180	3,844	信用减值损失	-6	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	188	160	136	116	投资收益	4	2	3	3
在建工程	0	0	0	0	其他收益	23	22	22	22
无形资产	4	5	5	5	营业利润	152	183	245	319
其他非流动资产	116	117	119	122	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	308	282	260	243	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	2,361	2,861	3,440	4,087	利润总额	152	183	245	319
短期借款	0	97	226	335	所得税	8	10	13	17
应付票据	72	104	118	152	净利润	144	173	232	302
应付账款	428	609	804	1,024	少数股东损益	-1	1	1	2
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	144	172	231	301
合同负债	0	0	0	0	NOPLAT	136	149	204	271
其他应付款	36	53	71	53	EPS (按最新股本摊薄)	2.08	2.49	3.33	4.34
一年内到期的非流动负债	36	39	35	37					
其他流动负债	34	45	54	65					
流动负债合计	607	947	1,308	1,666	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	84	84	84	84	营业收入增长率	-11.8%	18.1%	31.1%	25.9%
非流动负债合计	84	84	84	84	EBIT增长率	-33.3%	9.7%	36.4%	32.8%
负债合计	691	1,032	1,393	1,751	归母公司净利润增长率	-26.1%	19.4%	33.9%	30.4%
归属母公司所有者权益	1,671	1,829	2,046	2,333	获利能力				
少数股东权益	-1	0	1	3	毛利率	16.4%	17.7%	18.0%	17.8%
所有者权益合计	1,670	1,830	2,048	2,336	净利率	6.9%	7.1%	7.2%	7.5%
负债和股东权益	2,361	2,861	3,440	4,087	ROE	8.6%	9.4%	11.3%	12.9%
					ROIC	10.0%	8.5%	9.9%	11.2%
					偿债能力				
					资产负债率	29.3%	36.1%	40.5%	42.8%
					债务权益比	7.2%	12.0%	16.9%	19.5%
					流动比率	3.4	2.7	2.4	2.3
					速动比率	2.7	2.0	1.9	1.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
					应收账款周转天数	53	55	47	50
					应付账款周转天数	90	93	97	99
					存货周转天数	104	94	95	91
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.08	2.49	3.33	4.34
					每股经营现金流	3.43	2.54	3.75	2.41
					每股净资产	24.10	26.38	29.51	33.65
					估值比率				
					P/E	28	24	18	14
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	281	265	206	161

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。