

盛科通信-U (688702)

2024 年半年报点评：毛利率同比改善，期待长期研发投入转化成果

增持（维持）

2024 年 09 月 02 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001
maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书：S0600521080008
baoxy@dwzq.com.cn

研究助理 李博韦

执业证书：S0600123070070
libw@dwzq.com.cn

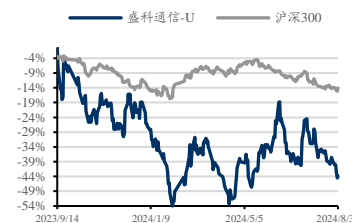
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元） | 767.50 | 1,037.42 | 1,171.78 | 1,503.11 | 2,119.42 |
| 同比（%） | 67.36 | 35.17 | 12.95 | 28.28 | 41.00 |
| 归母净利润（百万元） | (29.42) | (19.53) | (64.51) | 22.78 | 109.60 |
| 同比（%） | (751.18) | 33.62 | (230.27) | 135.31 | 381.20 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | (0.07) | (0.05) | (0.16) | 0.06 | 0.27 |
| P/S（现价&最新摊薄） | 18.86 | 13.95 | 12.35 | 9.63 | 6.83 |

关键词：#进口替代

投资要点

- **事件：**盛科通信发布 2024 年半年度报告，1) 2024 年上半年公司实现营收 5.3 亿元，同比-17%，归母净利润-0.6 亿元；2) 24Q2 公司实现营收 2.8 亿元，同比-20%，归母净利润-0.5 亿元。
- **受客户备货节奏影响收入同比有所波动，交货节奏正常化后季度收入连续环比增长。**公司 2024 上半年营收同比下滑 17%，环比 2023 下半年增长 35%，主要系从 23Q1 开始部分客户受外部形势影响，在 23H1 加大提货力度，使得 2023 年上半年收入波动性抬高，随着公司与产业链上下游建立了更为稳定的长期订单机制，出货节奏逐步正常化，公司也分别在 24Q1、24Q2 两个季度连续实现了 58.8%、9.3%的环比增长。
- **公司毛利率回升，交换芯片营收占比继续增加。**公司 24H1 毛利率为 37.5%，同比+6.0pct，以太网交换芯片/交换芯片模组/交换机毛利率分别为 30.9%/67.7%/59.6%，相较 2023 全年提升了 2.2/4.7/4.4pct；24H1 以太网交换芯片/交换芯片模组/交换机三类产品收入分别为 4.3/0.6/0.4 亿元，以太网交换芯片占比达 80.6%，再创历史新高。
- **公司加码研发长期布局，高端芯片进展顺利。**公司践行长期主义的发展策略，持续加码研发投入，24H1 研发投入 2.2 亿元，同比增长 73.9%，研发费用率达 42.1%。虽然研发投入的持续增长导致短期内公司业绩承压，但另一方面将持续构建竞争力护城河，推动新产品开发和核心技术攻关。公司最大端口速率 800G、容量 12.8T 及 25.6T 的高端旗舰芯片已向客户送样，并有望于今年实现部分型号小批量交付。随着公司产品线深度延展，产品类别广度拓宽，公司高强度研发产生的规模效应有望持续凸显，成为催化公司业绩释放的强劲动能。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司高端产品在今年为小批量出货，我们将公司 2024-2026 年预期收入由 13.8/17.9/22.1 亿元调整为 11.7/15.0/21.2 亿元，将 2024-2026 年预期归母净利润由 -0.1/0.1/0.5 亿元调整为 -0.6/0.2/1.1 亿元。2024 年 8 月 30 日收盘价 35.31 元对应 PS 分别为 12.4/9.6/6.8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**数据中心建设需求不及预期，白盒交换机渗透率提升不及预期，国产化替代进程不及预期

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 35.31 |
| 一年最低/最高价 | 27.04/72.00 |
| 市净率(倍) | 6.22 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,412.40 |
| 总市值(百万元) | 14,477.10 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.68 |
| 资产负债率(% ,LF) | 21.73 |
| 总股本(百万股) | 410.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 40.00 |

相关研究

《盛科通信-U(688702)：国产交换机芯片头部厂商，踏 AI+白盒化之浪》

2024-07-01

盛科通信-U 三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 2,863 | 2,453 | 2,471 | 2,578 | 营业总收入 | 1,037 | 1,172 | 1,503 | 2,119 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,632 | 2,446 | 2,465 | 2,571 | 营业成本(含金融类) | 661 | 709 | 902 | 1,300 |
| 经营性应收款项 | 508 | 0 | 0 | 0 | 税金及附加 | 3 | 2 | 3 | 4 |
| 存货 | 716 | 0 | 0 | 0 | 销售费用 | 40 | 41 | 45 | 51 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 57 | 62 | 75 | 106 |
| 其他流动资产 | 7 | 7 | 7 | 7 | 研发费用 | 314 | 434 | 451 | 530 |
| 非流动资产 | 282 | 286 | 290 | 293 | 财务费用 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 44 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产及使用权资产 | 218 | 218 | 218 | 218 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 28 | 33 | 37 | 40 | 减值损失 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 11 | 11 | 11 | 11 | 营业利润 | (20) | (76) | 27 | 129 |
| 其他非流动资产 | 24 | 24 | 24 | 24 | 营业外净收支 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3,145 | 2,739 | 2,762 | 2,871 | 利润总额 | (20) | (76) | 27 | 129 |
| 流动负债 | 754 | 407 | 407 | 407 | 减:所得税 | 0 | (11) | 4 | 19 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 379 | 378 | 378 | 378 | 净利润 | (20) | (65) | 23 | 110 |
| 经营性应付款项 | 53 | 0 | 0 | 0 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 242 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | (20) | (65) | 23 | 110 |
| 其他流动负债 | 80 | 29 | 29 | 29 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | (0.05) | (0.16) | 0.06 | 0.27 |
| 非流动负债 | 22 | 11 | 11 | 11 | EBIT | 3 | (76) | 27 | 129 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 77 | (66) | 38 | 141 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 36.26 | 39.51 | 39.97 | 38.67 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | (1.88) | (5.50) | 1.52 | 5.17 |
| 其他非流动负债 | 22 | 11 | 11 | 11 | 收入增长率(%) | 35.17 | 12.95 | 28.28 | 41.00 |
| 负债合计 | 776 | 418 | 418 | 418 | 归母净利润增长率(%) | 33.62 | (230.27) | 135.31 | 381.20 |
| 归属母公司股东权益 | 2,369 | 2,321 | 2,344 | 2,454 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 2,369 | 2,321 | 2,344 | 2,454 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,145 | 2,739 | 2,762 | 2,871 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|----------|----------|--------|--------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | (263) | 824 | 34 | 121 | 每股净资产(元) | 5.78 | 5.66 | 5.72 | 5.98 |
| 投资活动现金流 | (657) | (15) | (15) | (15) | 最新发行在外股份(百万股) | 410 | 410 | 410 | 410 |
| 筹资活动现金流 | 1,582 | 5 | 0 | 0 | ROIC(%) | 0.15 | (2.37) | 0.84 | 3.95 |
| 现金净增加额 | 666 | 814 | 19 | 106 | ROE-摊薄(%) | (0.82) | (2.78) | 0.97 | 4.47 |
| 折旧和摊销 | 75 | 10 | 11 | 12 | 资产负债率(%) | 24.67 | 15.25 | 15.12 | 14.54 |
| 资本开支 | (57) | (15) | (15) | (15) | P/E (现价&最新股本摊薄) | (741.25) | (224.43) | 635.60 | 132.09 |
| 营运资本变动 | (350) | 878 | 0 | 0 | P/B (现价) | 6.11 | 6.24 | 6.18 | 5.90 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>