

盛科通信 (688702.SH) / 通信

证券研究报告/公司点评

2024年9月2日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 34.39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)	768	1,037	1,339	1,853	2,271
增长率 yoy%	67%	35%	29%	38%	23%
净利润 (百万元)	-29	-20	-8	51	103
增长率 yoy%	-751%	34%	57%	710%	102%
每股收益 (元)	-0.07	-0.05	-0.02	0.12	0.25
每股现金流量	-0.27	-0.64	-0.15	0.27	0.22
净资产收益率	-8%	-1%	0%	2%	5%
P/E	-479.3	-721.9	-1693.0	277.4	137.1
PEG	-	-21.5	-29.5	0.4	1.3
P/B	38.9	6.0	6.2	6.3	6.2

备注: 以2024年9月2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5.32亿元, 同比下降17.28%, 归母净利润-0.57亿元, 同比下降260.44%, 扣非后归母净利润-0.8亿元, 同比下降379.69%。
- 收入环比提升, 高基数及研发投入影响短期业绩。** 公司24Q2营收2.78亿元, 同比下降20.37%, 环比增长9.3%。2024H1收入下滑主要由于2023Q1起, 下游部分客户受国际贸易经济环境以及全球半导体供应形势影响, 对上游产能供应不确定性担忧加剧, 加大提货力度, 导致2023H1营收波动性提高。随着公司与产业链上下游建立更加稳定的长期订单机制, 通过持续、稳定的交付保障客户信心, 2024年起异常波动已逐步消除, 上半年收入环比2023年下半年增长35.06%。分业务来看, 以太网交换芯片收入4.3亿元, 占收入比重提升至81%, 毛利率30.92%, 较2023年提高2.15pct, 以太网交换芯片模组收入0.6亿元, 毛利率67.69%, 较2023年提高4.73pct, 以太网交换机收入0.41亿元, 毛利率59.61%, 较2023年提高4.43pct。各业务盈利能力提升带动综合毛利率达到37.46%, 较2023年提高6.01pct。期间费用率51.7%, 同比提高24.56pct, 主要由于新产品研发投入加大及研发团队扩充, 销售/管理/研发费用率分别为3.9%/5.48%/42.11%, 同比+1.53/2.14/22.08pct。
- AI驱动交换芯片高速率迭代, 国产化空间广阔。** 大规模AI算力组网需求带动交换带宽升级周期缩短, AI以太网技术通过动态路由、智能调度和高级拥塞控制等创新, 包括引入400G及800G高带宽网络和RoCEv2技术, 满足AI应用对高带宽、低延迟和高可靠性要求, 推动AI模型快速训练和推理, 有望凭借性价比及生态优势提升在AI网络中的占比, 根据IDC, 2023-2028年生成本式AI数据中心以太网交换机市场规模预计由6.4亿美元增长到90.7亿美元, CAGR达70%。国内大模型推理成本优化或推动应用落地, 运营商等加大智算投入, AI算力需求旺盛, 400G及以上速率交换机有望加速放量, 提升高端交换芯片需求。交换芯片技术壁垒较高, 博通、思科、Marvell等海外厂商长期主导, 国产交换芯片自给率低, 随着国内市场规模扩大及自主可控需求提升, 交换芯片国产替代趋势有望加快。
- 高端系列送样测试, 产品矩阵持续丰富。** 公司长期聚焦以太网交换芯片自主研发, 形成了具备自主知识产权、符合国产化需求的技术能力, 客户覆盖新华三、锐捷网络等本土领先交换机厂商, 与国内外供应商、直接/终端客户、标准组织等开展研发合作, 2024H1研发投入2.24亿元, 同比增长73.92%。公司高端产品面向大规模数据中心和云服务需求, 最大端口速率达到800G, 12.8T及25.6T高端旗舰交换芯片已于2023年底送样测试, 有望2024年小批量发货, 进一步提升公司产品ASP及高端领域竞争力。公司目前7大核心交换芯片系列主要覆盖占据市场主力需求的接入、汇聚和小核心细分, 计划后续在补充高端产品同时补齐现有产品线的产品规格, 覆盖更多细分需求, 从而为客户提供更全面的产品选择, 增强合作粘性。

### 基本状况

总股本(百万股)	410
流通股本(百万股)	40
市价(元)	34.39
市值(百万元)	14,100
流通市值(百万元)	1,376

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- **投资建议：**盛科通信是国产交换芯片龙头，持续加大研发投入丰富产品矩阵，发布 Arctic 系列交换容量最高达 25.6Tbps，提升产品 ASP 与高端领域竞争力，受益 AI 算力高增长及国产化趋势，具有较大成长空间。我们预计公司 2024-2026 年收入为 13.39 亿/18.53 亿/22.71 亿元，净利润为-0.08 亿/0.51 亿/1.03 亿元，EPS 分别为-0.02 元/0.12 元/0.25 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**AI 发展不及预期风险；产品研发不及预期风险；技术泄密风险；海外贸易争端风险；财务持续亏损风险；研报信息更新不及时风险。

**图表 1：盛科通信盈利预测（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	1,031	976	1,052	1,094	营业收入	1,037	1,339	1,853	2,271
应收票据	36	47	61	75	营业成本	661	836	1,153	1,402
应收账款	54	64	85	100	税金及附加	3	5	6	8
预付账款	404	376	496	561	销售费用	40	54	65	73
存货	716	795	749	827	管理费用	57	76	101	117
合同资产	0	0	0	0	研发费用	314	428	532	613
其他流动资产	622	124	134	142	财务费用	24	-10	-12	-2
流动资产合计	2,863	2,382	2,578	2,799	信用减值损失	3	0	0	1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-6	-3	-4	-4
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	0	0	0
固定资产	216	283	301	306	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	5	5	其他收益	44	44	44	44
无形资产	28	66	88	105	营业利润	-20	-10	49	101
其他非流动资产	38	40	43	45	营业外收入	0	2	2	2
非流动资产合计	282	389	436	461	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>3,145</b>	<b>2,771</b>	<b>3,014</b>	<b>3,260</b>	<b>利润总额</b>	<b>-20</b>	<b>-8</b>	<b>51</b>	<b>103</b>
短期借款	376	97	226	335	所得税	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>-20</b>	<b>-8</b>	<b>51</b>	<b>103</b>
应付账款	53	67	96	121	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-20</b>	<b>-8</b>	<b>51</b>	<b>103</b>
合同负债	242	201	278	341	NOPLAT	4	-19	39	101
其他应付款	3	3	3	3	<b>EPS（按最新股本摊薄）</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.12</b>	<b>0.25</b>
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	77	101	135	159	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	754	471	739	960	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	5	10	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	35.2%	29.0%	38.4%	22.6%
其他非流动负债	22	22	22	22	EBIT增长率	-76.0%	-533.0%	-308.9%	161.4%
非流动负债合计	22	22	27	32	归母公司净利润增长率	33.6%	57.4%	710.4%	102.3%
<b>负债合计</b>	<b>776</b>	<b>492</b>	<b>766</b>	<b>992</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	2,369	2,279	2,248	2,268	毛利率	36.3%	37.5%	37.8%	38.3%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	-1.9%	-0.6%	2.7%	4.5%
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,369</b>	<b>2,279</b>	<b>2,248</b>	<b>2,268</b>	ROE	-0.8%	-0.4%	2.3%	4.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,145</b>	<b>2,771</b>	<b>3,014</b>	<b>3,260</b>	ROIC	0.2%	-0.9%	1.5%	4.0%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	单位:百万元				资产负债率	24.7%	17.8%	25.4%	30.4%
<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	债务权益比	16.9%	5.3%	11.4%	16.3%
<b>经营活动现金流</b>	-263	-61	111	90	流动比率	3.8	5.1	3.5	2.9
现金收益	77	19	90	158	速动比率	2.8	3.4	2.5	2.1
存货影响	-435	-78	45	-78	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-152	10	-151	-90	总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.7
经营性应付影响	-25	14	29	25	应收账款周转天数	30	16	15	15
其他影响	272	-25	97	74	应付账款周转天数	35	26	25	28
<b>投资活动现金流</b>	-657	356	-99	-82	存货周转天数	272	325	241	202
资本支出	-40	-143	-96	-80	<b>每股指标（元）</b>				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	-0.05	-0.02	0.12	0.25
其他长期资产变化	-617	499	-3	-2	每股经营现金流	-0.64	-0.15	0.27	0.22
<b>融资活动现金流</b>	1,582	-351	65	34	每股净资产	5.78	5.56	5.48	5.53
借款增加	-387	-280	134	114	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-31	-40	192	376	P/E	-722	-1,693	277	137
股东融资	2,023	0	0	0	P/B	6	6	6	6
其他影响	-23	-31	-261	-456	EV/EBITDA	211	856	179	102

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。