

菲菱科思 (301191)

证券研究报告
2024年11月07日

Q3 利润承压，投资布局交换芯片，期待中高端数据中心交换机突破大客户放量

事件:

公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 12.57 亿元，同比下滑 15.61%，实现归母净利润 1.04 亿元，同比下降 14.08%，实现扣非净利润 9463 万元，同比下滑 12.29%。

收入承压，主要为大客户合作模式转变

公司前三季度整体收入均有所承压，Q3 单季度看实现营业收入 4.34 亿元 (yoy-12.84%)，同比降幅有所收窄。我们认为公司前三季度营收承压主要原因为行业竞争+大客户合作模式改变：整体网络通信行业竞争态势不断加剧，商业竞争激烈，公司业绩面临承压。此外公司与主要 S 客户合作结算模式有所变化，即该客户部分产品采用“客供料-非结算方式”，对产品整体销售收入有一定的影响。

Q3 毛利率同比改善，归母利润承压

公司单 Q3 季度实现归母净利润 2805 万元，同比下降 9.37%。从毛利率来看，公司 Q3 单季度毛利率 18.33%，同比提升 2.42pct，环比保持相对稳定，公司一方面采取严格的降本增效措施，对生产制造平台不断推进自动化、智能化、数字化建设，推动生产成本的进一步降低；另一方面，公司产品结构及部分客户合作结算模式的调整对毛利率改善产生一定的影响。从费用率来看，销售费用/管理费用/研发费用均同比下降，分别 -0.23/-0.10/-0.33pct，财务费用率小幅提升。

共同投资菲菱楠芯，持续加码布局交换机产业

菲菱科思与普通合伙人深圳羲和投资管理有限公司及其他有限合伙人共同签订《深圳市菲菱楠芯投资合伙企业(有限合伙)合伙协议》，共同投资深圳市菲菱楠芯投资合伙企业(有限合伙)，该基金拟投资未上市企业股权，为网络设备以太网交换机芯片相关企业。公司持续在以太网交换机产业链布局，看好未来对公司以太网产品能力和产业链布局赋能，交换芯片为交换机产业链中重要环节。同时，公司在交换机方面逐步提升中高端交换机的研发综合实力和工艺制造保障能力，并加码研发中高端数据中心交换机产品，在 200G/400G/2.0T/8.0T 数据中心交换机上迭代 12.8T 等产品形态，扩展了基于国产 CPU 的 COME 模块，与主要客户在中高端交换机方面的项目合作在逐步推进中。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 24-26 年归母净利润为 1.5/2.2/2.9 亿元，对应 24-26 年估值为 43/29/22 倍，维持“增持”评级

风险提示：产品研发迭代节奏低于预期、行业竞争超预期的风险、大客户集中度较高的风险、下游需求不及预期的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,352.26	2,074.74	2,132.34	2,804.30	3,529.11
增长率(%)	6.54	(11.80)	2.78	31.51	25.85
EBITDA(百万元)	320.72	303.60	181.90	259.66	340.37
归属母公司净利润(百万元)	195.34	144.37	150.45	218.24	287.79
增长率(%)	15.68	(26.09)	4.21	45.06	31.87
EPS(元/股)	2.82	2.08	2.17	3.15	4.15
市盈率(P/E)	32.89	44.51	42.71	29.44	22.33
市净率(P/B)	4.07	3.85	3.65	3.40	3.11
市销率(P/S)	2.73	3.10	3.01	2.29	1.82
EV/EBITDA	7.78	16.67	27.28	19.43	14.13

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	92.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	69.34
流通 A 股股本(百万股)	26.20
A 股总市值(百万元)	6,425.23
流通 A 股市值(百万元)	2,427.50
每股净资产(元)	24.60
资产负债率(%)	24.55
一年内最高/最低(元)	111.99/56.19

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

袁昊 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524050002
yuanhao@tfzq.com

余芳沁 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521080006
yufangqin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《菲菱科思-半年报点评:Q2 利润改善,向中高端数据中心交换机持续拓展,大客户放量推动高增可期》 2024-08-27
- 《菲菱科思-首次覆盖报告:网络设备中军有望受益 AI+国产替代,产品升级+手握优质客户赋能增长》 2024-06-14

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,220.85	1,005.31	1,132.33	1,121.72	1,411.65
应收票据及应收账款	238.21	375.42	216.90	453.02	311.62
预付账款	1.77	1.82	1.64	2.25	2.31
存货	594.14	411.78	409.26	561.97	512.04
其他	23.04	259.01	257.11	275.99	263.59
流动资产合计	2,078.01	2,053.35	2,017.23	2,414.95	2,501.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	200.12	188.21	207.53	271.85	354.92
在建工程	0.00	0.00	50.00	100.00	125.00
无形资产	5.09	4.33	3.63	2.93	2.23
其他	103.31	115.54	120.07	129.13	140.00
非流动资产合计	308.52	308.08	381.23	503.91	622.15
资产总计	2,386.52	2,361.43	2,398.46	2,918.86	3,123.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	76.06	143.30
应付票据及应付账款	525.77	499.44	331.50	652.68	486.43
其他	187.32	107.06	216.93	199.18	326.38
流动负债合计	713.10	606.49	548.43	927.92	956.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	2.56	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	93.89	84.39	90.00	98.00	105.00
非流动负债合计	93.89	84.39	90.00	100.56	105.00
负债合计	807.29	691.25	638.43	1,028.48	1,061.10
少数股东权益	0.00	(0.66)	(1.07)	(1.67)	(2.47)
股本	53.34	69.34	69.34	69.34	69.34
资本公积	925.91	909.91	909.91	909.91	909.91
留存收益	599.98	691.58	781.85	912.80	1,085.47
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,579.23	1,670.18	1,760.03	1,890.38	2,062.26
负债和股东权益总计	2,386.52	2,361.43	2,398.46	2,918.86	3,123.36

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	195.34	143.71	150.45	218.24	287.79
折旧摊销	24.37	33.62	31.38	36.38	42.63
财务费用	11.46	7.56	(16.38)	(16.09)	(16.08)
投资损失	(3.17)	(3.72)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(9.93)	(1.09)	106.09	(108.95)	158.74
其它	29.21	57.77	3.31	1.00	1.68
经营活动现金流	247.29	237.84	271.86	127.57	471.75
资本支出	14.75	26.65	94.39	142.00	143.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(97.71)	(295.61)	(199.39)	(293.00)	(296.00)
投资活动现金流	(82.96)	(268.96)	(105.00)	(151.00)	(153.00)
债权融资	(69.11)	13.40	20.07	99.72	85.76
股权融资	828.05	(69.34)	(59.90)	(86.90)	(114.59)
其他	56.65	(56.86)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	815.58	(112.81)	(39.84)	12.82	(28.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	979.91	(143.92)	127.02	(10.61)	289.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,352.26	2,074.74	2,132.34	2,804.30	3,529.11
营业成本	1,988.28	1,733.63	1,780.58	2,330.97	2,929.13
营业税金及附加	7.28	9.65	8.53	11.22	14.88
销售费用	21.29	21.24	21.32	23.84	26.47
管理费用	43.90	43.65	44.78	51.88	61.76
研发费用	105.44	140.49	138.60	173.87	211.75
财务费用	0.17	(7.98)	(16.38)	(16.09)	(16.08)
资产/信用减值损失	6.13	(9.82)	(4.00)	(4.65)	(5.40)
公允价值变动收益	0.00	0.00	4.00	2.00	3.00
投资净收益	3.17	3.72	3.00	3.00	3.00
其他	(39.44)	(11.50)	0.00	0.00	0.00
营业利润	216.04	151.64	157.90	228.98	301.80
营业外收入	0.14	0.97	0.45	0.50	0.55
营业外支出	0.79	0.90	0.71	0.80	0.81
利润总额	215.39	151.71	157.64	228.67	301.55
所得税	20.05	8.00	7.88	11.43	15.08
净利润	195.34	143.71	149.76	217.24	286.47
少数股东损益	0.00	(0.66)	(0.69)	(1.00)	(1.32)
归属于母公司净利润	195.34	144.37	150.45	218.24	287.79
每股收益(元)	2.82	2.08	2.17	3.15	4.15

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.54%	-11.80%	2.78%	31.51%	25.85%
营业利润	18.33%	-29.81%	4.13%	45.01%	31.81%
归属于母公司净利润	15.68%	-26.09%	4.21%	45.06%	31.87%
获利能力					
毛利率	15.47%	16.44%	16.50%	16.88%	17.00%
净利率	8.30%	6.96%	7.06%	7.78%	8.15%
ROE	12.37%	8.64%	8.54%	11.53%	13.94%
ROIC	54.34%	48.10%	39.59%	67.95%	53.10%
偿债能力					
资产负债率	33.83%	29.27%	26.62%	35.24%	33.97%
净负债率	-75.35%	-58.02%	-62.06%	-52.80%	-59.08%
流动比率	2.91	3.38	3.68	2.60	2.62
速动比率	2.08	2.71	2.93	2.00	2.08
营运能力					
应收账款周转率	6.79	6.76	7.20	8.37	9.23
存货周转率	3.39	4.13	5.19	5.77	6.57
总资产周转率	1.16	0.87	0.90	1.05	1.17
每股指标(元)					
每股收益	2.82	2.08	2.17	3.15	4.15
每股经营现金流	3.57	3.43	3.92	1.84	6.80
每股净资产	22.77	24.10	25.40	27.29	29.78
估值比率					
市盈率	32.89	44.51	42.71	29.44	22.33
市净率	4.07	3.85	3.65	3.40	3.11
EV/EBITDA	7.78	16.67	27.28	19.43	14.13
EV/EBIT	8.41	18.49	32.96	22.59	16.15

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com