

盛科通信-U (688702)

毛利率改善，高端客户导入进展良好

增持（维持）

2024年11月07日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李博韦

执业证书：S0600123070070

libw@dwzq.com.cn

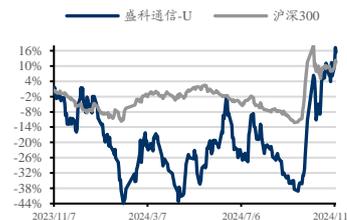
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	767.50	1,037.42	1,171.78	1,503.11	2,119.42
同比（%）	67.36	35.17	12.95	28.28	41.00
归母净利润（百万元）	(29.42)	(19.53)	(64.51)	22.78	109.60
同比（%）	(751.18)	33.62	(230.27)	135.31	381.20
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.07)	(0.05)	(0.16)	0.06	0.27
P/S（现价&最新摊薄）	36.75	27.19	24.07	18.77	13.31

关键词：#进口替代

投资要点

- **事件：**公司发布2024年前三季度业绩，2024年前三季度收入为8.1亿元，同比-8%，归母净利润-0.8亿元，同比-275%；分单季度看，24Q3公司收入为2.8亿元，同比+18%，归母净利润-0.2亿元，同比转亏。
- **收入同比改善，毛利率环比提升。**24Q3公司收入2.8亿元，同比+18%。2023年公司受客户备货节奏影响，收入波动性较大，随着公司建立长期订单机制，并通过持续、稳定的交付保障客户信心，我们预计公司的收入异常变动将会逐步收窄消除。毛利率方面，前三季度同比增加4.7个百分点达39.0%，单Q3毛利率达41.8%，环比+4.8个百分点。
- **高端芯片客户导入进展良好，公司竞争力日益加强。**公司目前产品主要定位中高端产品线，量产产品覆盖100Gbps~2.4Tbps交换容量及100M~400G的端口速率，全面覆盖企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络等应用领域。前三季度，公司持续推进已处于量产阶段的产品销售，加强客户持续深度合作并取得积极成效，同时公司积极推动面向大规模数据中心和云服务的高端旗舰芯片产品的客户导入，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。公司紧紧围绕产品战略目标，持续加大研发投入、不断积累核心技术，尤其是关键核心领域高端芯片产品的研发投入和技术创新。伴随着交换芯片国产化进程，公司不断拓展产品线深度广度，提升高端占比，竞争力、影响力将持续增强。
- **高研发投入致使利润短期承压，长期将转化为公司增长的强劲增长动能。**公司前三季度归母净利润-0.8亿元，同比-275%，主要系公司持续加大高端领域芯片研发投入，将成熟交换芯片进行裂变和演进，前三季度公司研发投入达3.3亿，同比+57.6%，24Q3研发投入达1.1亿，同比+31.5%。公司自主研发全系列交换架构源代码，多核心已具备12.8Tbps/25.6Tbps的高性能架构设计能力，可以支撑在不同工艺下快速迁移，高性能交换架构技术先进。长期来看，公司紧紧抓住当下国产化、集成电路和网络通信行业发展趋势带来的机会，扩充研发团队，加大高端投入，通过技术创新进一步提高产品丰富度及性能功能，保持竞争优势，我们相信公司的高研发投入战略会转化为公司业绩增长的动能。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2024-2026年总收入11.7/15.0/21.2亿元，归母净利润-0.6/0.2/1.1亿元的预期，公司2024年11月7日收盘价对应PS为24.1/18.8/13.3倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**数据中心建设需求不及预期，高速交换机渗透不及预期，国产化替代进程不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	60.00
一年最低/最高价	27.04/62.62
市净率(倍)	10.61
流通A股市值(百万元)	12,089.51
总市值(百万元)	24,600.00

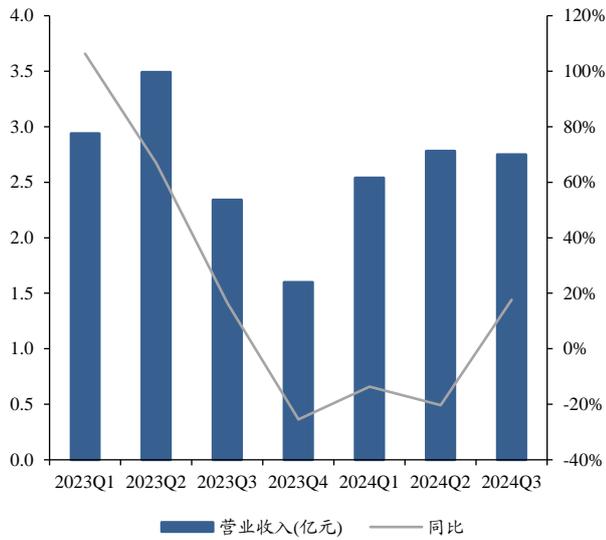
基础数据

每股净资产(元,LF)	5.65
资产负债率(%，LF)	18.85
总股本(百万股)	410.00
流通A股(百万股)	201.49

相关研究

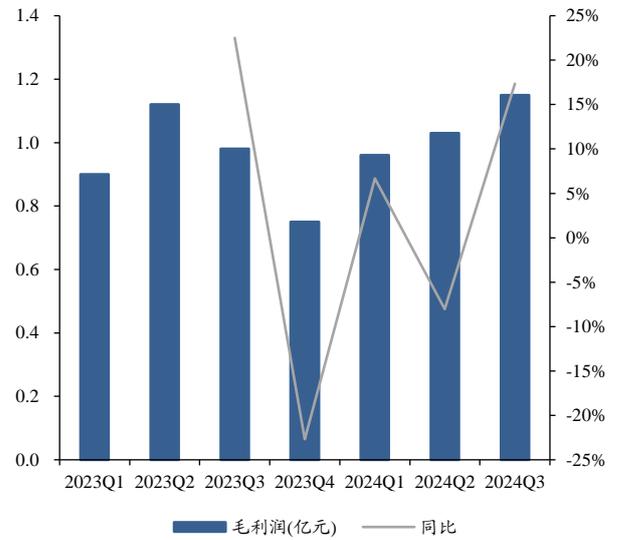
- 《盛科通信-U(688702)：2024年半年报点评：毛利率同比改善，期待长期研发投入转化成果》
2024-09-02
- 《盛科通信-U(688702)：国产交换芯片头部厂商，踏AI+白盒化之浪》
2024-07-01

图1: 公司单季度营收情况



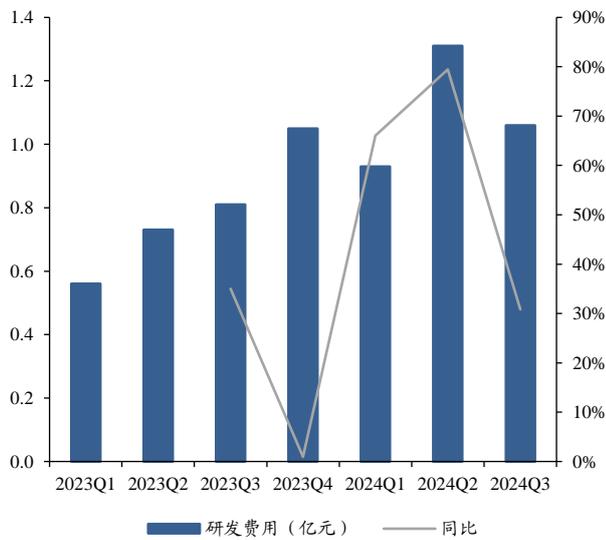
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 公司单季度毛利情况



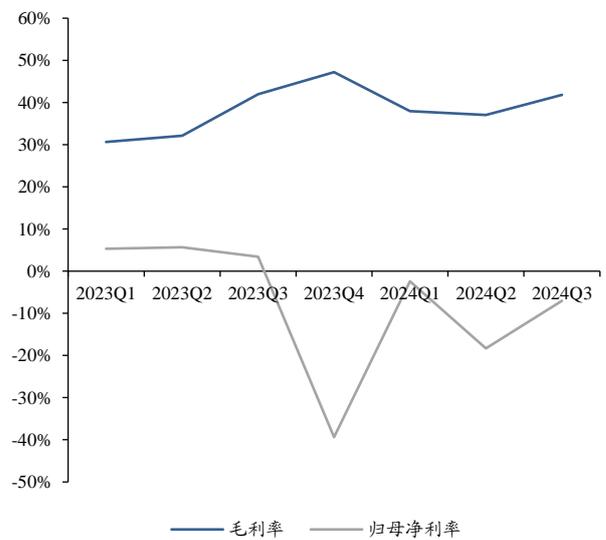
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司单季度研发费用情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司单季度毛利率及归母净利率情况



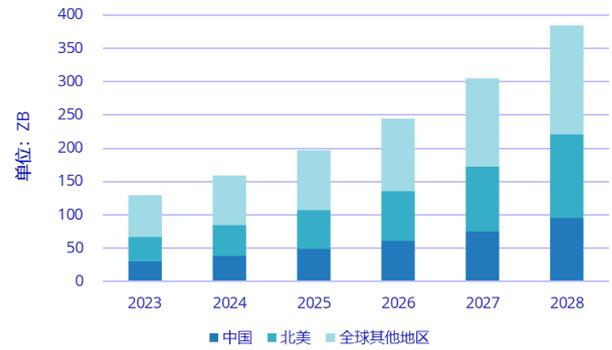
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 中国算力规模预测



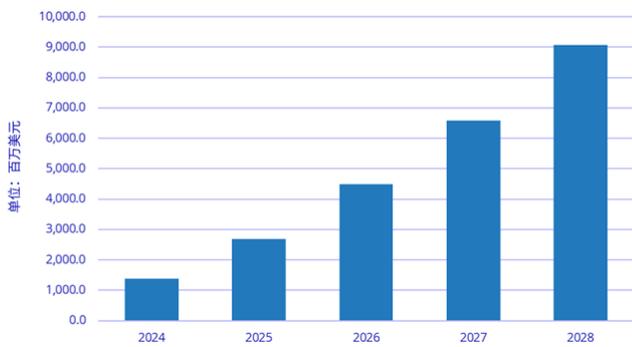
数据来源: IDC, 浪潮信息, 东吴证券研究所

图6: 全球数据量规模预测



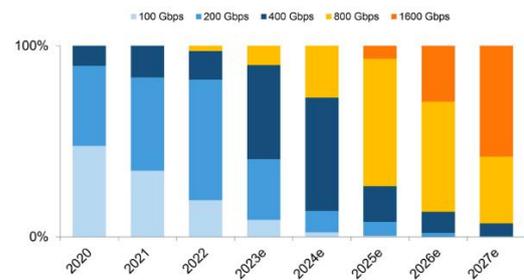
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图7: 全球生成式 AIDC 以太网交换机市场规模预测



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图8: 以太网后端网络交换机端口速率分布预测



数据来源: Dell'Oro, 东吴证券研究所

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	2,456	2,475	2,582	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	2,450	2,468	2,575	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	294	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	2,743	2,766	2,875	利润总额	(20)	(76)	27	129
流动负债	754	406	406	406	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	376	376	376	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	417	417	417	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	2,326	2,349	2,458					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,369	2,326	2,349	2,458					
负债和股东权益	3,145	2,743	2,766	2,875					

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	5.67	5.73	6.00
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	12	0	0	ROIC(%)	0.15	(2.37)	0.84	3.94
现金净增加额	666	818	19	106	ROE-摊薄(%)	(0.82)	(2.77)	0.97	4.46
折旧和摊销	75	10	11	12	资产负债率(%)	24.67	15.19	15.07	14.49
资本开支	(57)	(15)	(15)	(15)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(1,444.28)	(437.30)	1,238.45	257.36
营运资本变动	(350)	878	0	0	P/B (现价)	11.91	12.13	12.01	11.47

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>