

盛科通信 (688702.SH)

大基金减持比例较低，核心产品稳步推进

事件：12 月 22 日，公司公告股东国家集成电路产业投资基金股份有限公司（持股 8,036 万股，占公司总股本的 19.60%）将根据市场情况拟通过集合竞价或大宗交易方式减持其所持有公司股份数量合计不超过 1,230 万股（拟减持股份数量占比不超过 3.00%）。

CEC 与大基金长期持股彰显信心，部分减持将带来流通盘释放。

截至公司公告日，国家集成电路产业投资基金股份有限公司共持有公司 8,036 万股（占公司总股本的 19.60%），于 16 年 9 月投资，24 年 9 月解禁，此次减持比例较低（不超过 3%）；大基金将自 25 年 1 月 14 日-25 年 4 月 13 日按市场价格减持 1,230 万股，按照公司最新收盘价对应 11.50 亿元（按照最新收盘价）。

公司第一大股东及其一致行动人中国振华、中国电子及中电金投长期持股（当前持股比例 30.14%），充分彰显对于公司长期发展的高度信心。

以太网发展前景广阔，国产以太网交换芯片龙头有望持续受益。Broadcom FY24 AI 收入超预期，显示 AI 硬件景气度持续，并指引中期 AI ASIC 与网络发展前景广阔，叠加此前 Arista 宣布 24Q3 新拓展 1 家超大规模客户采用以太架构（此前较为依赖 InfiniBand 网络），AI 组网以太架构渗透率有望不断提升，公司作为国产以太网交换芯片龙头将持续受益。**中低端产品线持续补齐，12.8T、25.6T 高端 Arctic 产品稳步推进。**中低端产品方面，公司中端产品已较竞品具备一定优势，更多产品线加速导入，有望提升公司在企业网、运营商网络、中等数据中心与工业网络中的市场份额。高端产品方面，公司 12.8T、25.6T Arctic 系列芯片产品已于 24 年给客户送样测试，陆续小批量交付，可支持最大端口速率 400G/800G，有望切入由海外厂商垄断的超大规模数据中心市场。**投资建议：稀缺的国产以太网交换芯片龙头，持续受益于以太网发展。**预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为-0.82 亿元、0.37 亿元与 2.46 亿元，维持“增持”评级。**风险提示：市场竞争加剧、原材料价格上涨、新产品开发的不确定性、股价短期波动的风险。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	768	1037	1150	1502	2403
同比增长	67%	35%	11%	31%	60%
营业利润(百万元)	(33)	(20)	(84)	37	248
同比增长	861%	38%	-313%	144%	574%
归母净利润(百万元)	(29)	(20)	(82)	37	246
同比增长	751%	34%	-320%	145%	562%
每股收益(元)	-0.07	-0.05	-0.20	0.09	0.60
PE	-1303.4	-1963.4	-467.6	1033.4	156.0
PB	105.8	16.2	16.8	16.5	14.9

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

TMT 及中小盘/通信

目标估值：NA

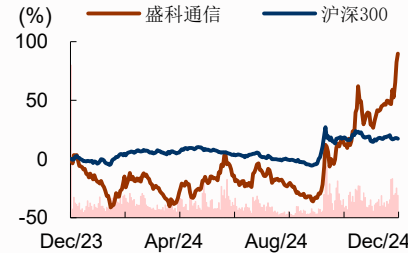
当前股价：93.53 元

基础数据

总股本（百万股）	410
已上市流通股（百万股）	201
总市值（十亿元）	38.3
流通市值（十亿元）	18.8
每股净资产（MRQ）	5.7
ROE（TTM）	-6.0
资产负债率	18.8%
主要股东	中国振华电子集团有限公司
主要股东持股比例	21.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	38	99	87
相对表现	39	87	68



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《盛科通信 (688702) ——盈利能力持续提升，高端产品进展顺利》2024-11-01
- 《盛科通信 (688702) ——收入环比持续提升，研发投入完善产品矩阵》2024-08-29
- 《盛科通信 (688702) ——一季报超预期，国产以太网交换芯片龙头可期》2024-04-25

梁程加 S1090522060001

✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

孙嘉擎 S1090523040001

✉ sunjiaqing@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

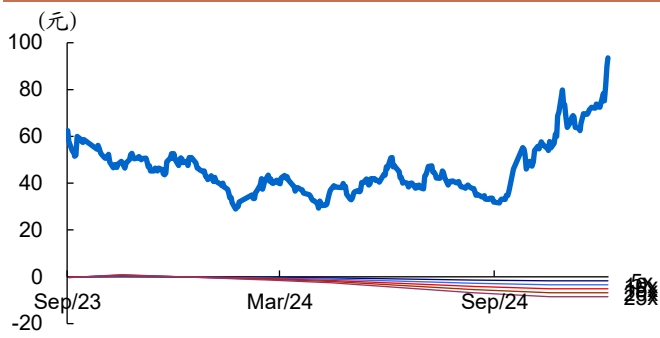
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

表 1：国家集成电路产业投资基金减持情况

股东名称	计划减持数量	计划减持比例	减持方式	减持期间	减持合理价格区间	拟减持股份来源	拟减持原因
国家集成电路产业投资基金股份有限公司	不超过 1,230 万股	不超过 3.00%	竞价交易/大宗交易减持，不超过 1,230 万股	2025/1/14-2025/4/13	按市场价格	IPO 前取得股份	自身经营管理需要

资料来源：公司公告、招商证券

图 1：盛科通信历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：盛科通信历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1023	2863	2456	2879	3786
现金	365	1031	500	500	289
交易性投资	0	601	601	601	601
应收票据	31	36	40	52	83
应收款项	117	54	60	79	126
其它应收款	1	0	0	1	1
存货	281	716	786	1031	1678
其他	227	425	469	617	1008
非流动资产	294	282	276	278	281
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	223	216	223	229	235
无形资产商誉	53	28	18	15	14
其他	17	38	35	34	32
资产总计	1317	3145	2732	3157	4067
流动负债	837	754	413	792	1446
短期借款	691	376	0	256	592
应付账款	77	53	62	87	150
预收账款	4	242	267	352	576
其他	65	82	83	97	127
长期负债	117	22	32	41	51
长期借款	57	0	11	19	30
其他	61	22	22	22	22
负债合计	954	776	445	833	1497
股本	360	410	410	410	410
资本公积金	31	2007	2007	2007	2007
留存收益	(28)	(48)	(130)	(93)	153
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	362	2369	2287	2324	2570
负债及权益合计	1317	3145	2732	3157	4067

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(111)	(263)	(128)	(226)	(499)
净利润	(29)	(20)	(82)	37	246
折旧摊销	73	73	56	49	48
财务费用	54	30	14	25	44
投资收益	0	0	(32)	(35)	(35)
营运资金变动	(231)	(368)	(88)	(310)	(818)
其它	22	22	4	7	16
投资活动现金流	(163)	(657)	(21)	(18)	(18)
资本支出	(163)	(57)	(53)	(53)	(53)
其他投资	0	(600)	32	35	35
筹资活动现金流	251	1582	(382)	244	306
借款变动	301	(381)	(368)	269	350
普通股增加	0	50	0	0	0
资本公积增加	7	1976	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(57)	(63)	(14)	(25)	(44)
现金净增加额	(23)	662	(531)	(0)	(211)

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	768	1037	1150	1502	2403
营业成本	436	661	729	960	1571
营业税金及附加	2	3	4	5	8
营业费用	35	40	38	45	67
管理费用	47	57	61	75	115
研发费用	264	314	420	391	384
财务费用	47	24	14	25	44
资产减值损失	(6)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
其他收益	37	44	32	35	35
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	(33)	(20)	(84)	37	248
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	(29)	(20)	(83)	37	248
所得税	0	0	(1)	0	2
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(29)	(20)	(82)	37	246

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	67%	35%	11%	31%	60%
营业利润	861%	38%	-313%	144%	574%
归母净利润	751%	34%	-320%	145%	562%
获利能力					
毛利率	43.2%	36.3%	36.6%	36.1%	34.6%
净利率	-3.8%	-1.9%	-7.1%	2.5%	10.2%
ROE	-7.9%	-1.4%	-3.5%	1.6%	10.0%
ROIC	1.5%	0.2%	-2.7%	2.5%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	72.5%	24.7%	16.3%	26.4%	36.8%
净负债比率	58.1%	12.0%	0.4%	8.8%	15.5%
流动比率	1.2	3.8	6.0	3.6	2.6
速动比率	0.9	2.8	4.0	2.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.7
存货周转率	2.1	1.3	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	6.4	8.7	12.1	13.1	14.2
应付账款周转率	3.9	10.2	12.6	12.9	13.3
每股资料(元)					
EPS	-0.07	-0.05	-0.20	0.09	0.60
每股经营净现金	-0.27	-0.64	-0.31	-0.55	-1.22
每股净资产	0.88	5.78	5.58	5.67	6.27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-1303.4	-1963.4	-467.6	1033.4	156.0
PB	105.8	16.2	16.8	16.5	14.9
EV/EBITDA	182.6	222.4	-1204.3	144.1	46.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。