

盛科通信(688702.SH)

加码研发投入力度，高端旗舰芯片已小批量交付

推荐（维持）

股价:63.66元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.centec.com
大股东/持股	中国振华电子集团有限公司/21.26%
实际控制人	
总股本(百万股)	410
流通A股(百万股)	201
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	261
流通A股市值(亿元)	128
每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	10.7

行情走势图



证券分析师

徐碧云 投资咨询资格编号
S1060523070002
XUBIYUN372@pingan.com.cn



事项:

公司公布2024年年报和2025年一季报，2024年公司实现营收10.82亿元，同比增长4.28%；归属上市公司股东净利润-6826万元，同比减少249.52%。2025年一季度公司实现营收2.23亿元，同比减少12.30%；归属上市公司股东净利润-1520万元，同比减少150.42%。公司2024年度拟不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

平安观点:

- 持续加码研发投入力度，利润端阶段性承压：2024年公司实现营收10.82亿元（+4.28%YoY），归母净利润为-6826万元（-249.52%YoY），主要是公司持续加大研发投入导致。2024年公司整体毛利率和净利率分别是40.11%（+3.85pct YoY）和-6.31%（-4.43pct YoY）。受新产品经下游用户陆续验证导入、产品销售结构调整、部分产品生产模式调整等因素影响，公司的毛利率水平有所改善，综合毛利率实现小幅提升。从费用端来看，2024年公司期间费用率为49.12%（+7.21pct YoY），其中销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为3.78%（-0.10pct YoY）、5.70%（+0.24pct YoY）、0.03%（-2.26pct YoY）和39.61%（+9.33pct YoY）。2024年公司的研发费用达到4.28亿元，增长36.40%，公司持续加大高端领域芯片的研发投入，积极推进中低端产品裂变与迭代升级，高强度的研发投入导致利润表现承压，预计随着产品的进一步升级和丰富完善后，能够为公司的长远发展注入新的动能。2025Q1单季度，公司实现营收2.23亿元（-12.30%YoY，-18.71%QoQ），归母净利润-1520万元（-150.42%YoY，-291.63%QoQ）。Q1单季度的毛利率和净利率分别为44.05%（+6.08pct YoY，+0.52pct QoQ）和-6.82%（-4.43pct YoY，-9.71pct QoQ）。

- 持续完善产品线并优化产品性能，高端旗舰芯片已实现小批量交付：从营收结构上看，以太网交换芯片实现营收8.35亿，同比增长5.54%，毛

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,037	1,082	1,321	1,781	2,285
YOY(%)	35.2	4.3	22.1	34.8	28.3
净利润(百万元)	-20	-68	-35	-22	14
YOY(%)	33.6	-249.5	48.5	36.2	164.5
毛利率(%)	36.3	40.1	38.0	36.6	35.5
净利率(%)	-1.9	-6.3	-2.7	-1.3	0.6
ROE(%)	-0.8	-2.9	-1.5	-1.0	0.6
EPS(摊薄/元)	-0.05	-0.17	-0.09	-0.05	0.04
P/E(倍)	-1,336.4	-382.3	-742.0	-1,163.2	1,804.0
P/B(倍)	11.0	11.2	11.4	11.5	11.4

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利率约32.22%，同比提升3.46pct；以太网交换芯片模组实现营收1.26亿，同比减少16.14%，毛利率约68.48%，同比提升5.52pct；以太网交换机实现营收1.03亿，同比增长14.27%，毛利率约60.55%，同比提升5.37pct。公司持续完善产品线并优化产品性能，不断深化与直接客户、最终客户的合作关系。一方面，公司持续推进已处于量产阶段的产品销售，扩大在企业网络、运营商网络、中等规模数据中心网络及工业网络的客户持续深度合作，实现现有产品市场份额的突破；另一方面，公司把握超大规模数据中心、云计算、边缘计算等新兴领域对高性能交换芯片的需求，积极与新兴场景下的应用客户进行接洽与合作，推动新产品、新客户的导入，加速应用场景落地。公司目前产品主要定位中高端产品线，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。在高端产品方面，公司面向大规模数据中心和云服务需求，最大端口速率达到800G、交换容量为12.8Tbps及25.6Tbps的高端旗舰芯片于2024年实现小批量交付，交换容量和端口速率等性能将达到国际竞品水平；规模量产的产品中TsingMa.MX产品具备2.4Tbps转发能力，支持国内运营商面向新一代通信技术提出的FlexE切片网络技术和G-SRv6技术。

- **投资建议：**公司是国内稀缺的以太网交换芯片设计企业，产品序列丰富，定位中高端市场，产品已作为主要芯片应用于国内主流网络设备厂商的主要产品中。AI产业的爆发引发算力需求，推动数据中心交换机向高速网络通讯设备升级，以太网性价比和生态优势凸显，在AI网络市场份额有望提升。同时，交换机产业链自主可控需求较为迫切，公司先发优势确立，充分受益于当下国产化的发展契机。随着未来公司超大规模数据中心高端芯片出起量及中端细分市场覆盖拓展，营收预计将保持较快增长。由于公司目前暂未盈利，我们选用PS估值。综合公司最新财报，我们预计2025-2027年公司的营收分别为13.21亿（原值为14.11亿）、17.81亿（原值为19.94亿）、22.85亿（新增），对应4月29日收盘价的PS分别为19.8X、14.7X和11.4X，我们看好公司中长期的市场份额提升潜力，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）核心竞争力风险：如果公司现有的盈利不能保证公司未来在技术研发方面的持续投入，或者出现研发人员流失的情况，都将会导致公司的竞争力下降。（2）尚未盈利的风险：公司尚未实现盈利且存在累计未弥补亏损，主要因为公司持续加大研发投入，扩大研发队伍。随着研发投入的进一步提升，若未来产品的市场拓展不及预期，则可能会导致扭亏为盈时点出现延缓，甚至出现亏损幅度进一步扩大的情形。（3）客户相对集中的风险：公司下游客户集中度较高，若公司主要客户在经营上出现较大风险，大幅降低对公司产品的采购量或者公司不能继续维持与主要客户的合作关系，公司的业绩可能会产生显著不利的变化。

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2349	2431	2649	3240	
现金	671	450	178	228	
应收票据及应收账款	196	221	298	382	
其他应收款	1	1	1	2	
预付账款	95	319	430	551	
存货	735	781	1077	1406	
其他流动资产	650	660	665	671	
非流动资产	313	278	244	216	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	194	164	134	103	
无形资产	11	9	7	6	
其他非流动资产	108	105	103	107	
资产总计	2662	2709	2893	3456	
流动负债	283	367	575	1122	
短期借款	0	0	76	478	
应付票据及应付账款	67	98	135	177	
其他流动负债	216	269	364	468	
非流动负债	46	44	42	41	
长期借款	0	-2	-4	-5	
其他非流动负债	46	46	46	46	
负债合计	329	410	617	1163	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	410	410	410	410	
资本公积	2039	2039	2040	2042	
留存收益	-116	-151	-174	-159	
归属母公司股东权益	2333	2298	2277	2293	
负债和股东权益	2662	2709	2893	3456	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	172	-229	-349	-341	
净利润	-68	-35	-22	14	
折旧摊销	50	36	36	34	
财务费用	0	-8	-3	9	
投资损失	-4	-1	-1	-1	
营运资金变动	184	-219	-358	-395	
其他经营现金流	10	0	-1	-2	
投资活动现金流	-149	1	0	-1	
资本支出	91	0	3	6	
长期投资	-43	0	0	0	
其他投资现金流	-198	1	-3	-7	
筹资活动现金流	-386	6	77	392	
短期借款	-376	0	76	402	
长期借款	-0	-2	-2	-1	
其他筹资现金流	-10	8	3	-9	
现金净增加额	-362	-221	-272	50	

利润表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	1082	1321	1781	2285	
营业成本	648	819	1129	1473	
税金及附加	2	2	3	4	
营业费用	41	50	67	86	
管理费用	62	76	103	132	
研发费用	428	449	534	594	
财务费用	0	-8	-3	9	
资产减值损失	-5	-6	-8	-10	
信用减值损失	-4	-2	-3	-4	
其他收益	26	36	36	36	
公允价值变动收益	5	0	1	2	
投资净收益	4	1	1	1	
资产处置收益	0	0	0	0	
营业利润	-73	-38	-25	11	
营业外收入	5	3	3	3	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	-68	-35	-22	14	
所得税	0	0	0	0	
净利润	-68	-35	-22	14	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	-68	-35	-22	14	
EBITDA	-18	-8	11	57	
EPS（元）	-0.17	-0.09	-0.05	0.04	

主要财务比率		2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)		4.3	22.1	34.8	28.3
营业利润(%)		-260.9	47.8	33.4	145.2
归属于母公司净利润(%)		-249.5	48.5	36.2	164.5
获利能力					
毛利率(%)		40.1	38.0	36.6	35.5
净利率(%)		-6.3	-2.7	-1.3	0.6
ROE(%)		-2.9	-1.5	-1.0	0.6
ROIC(%)		-6.4	-4.1	-2.2	1.1
偿债能力					
资产负债率(%)		12.4	15.2	21.3	33.6
净负债比率(%)		-28.8	-19.7	-4.7	10.6
流动比率		8.3	6.6	4.6	2.9
速动比率		5.3	3.6	2.0	1.1
营运能力					
总资产周转率		0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率		6.7	7.6	7.6	7.6
应付账款周转率		9.69	8.34	8.34	8.34
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)		-0.17	-0.09	-0.05	0.04
每股经营现金流(最新摊薄)		0.42	-0.56	-0.85	-0.83
每股净资产(最新摊薄)		5.69	5.61	5.55	5.59
估值比率					
P/E		-382.3	-742.0	-1163.2	1804.0
P/B		11.2	11.4	11.5	11.4
EV/EBITDA		-1838	-3148	2406	452

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层