

盛科通信-U (688702)

2024 年报&2025 年一季报点评: 加大研发迎接国产浪潮, 期待高端产品进展

增持 (维持)

2025 年 05 月 09 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,037	1,082	1,353	1,787	2,291
同比 (%)	35.17	4.28	25.04	32.10	28.23
归母净利润 (百万元)	(19.53)	(68.27)	(27.54)	7.47	102.34
同比 (%)	33.62	(249.52)	59.66	127.12	1,270.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.05)	(0.17)	(0.07)	0.02	0.25
P/S (现价&最新摊薄)	26.36	25.27	20.21	15.30	11.93

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **事件:** 公司发布年报及一季报。2024 年公司实现营收 10.8 亿元, 同比+4.3%; 归母净利润-0.7 亿元, 亏幅同比+249.5%; 2025Q1 公司实现营收 2.2 亿元, 同比-12.3%, 环比-18.7%; 归母净利润-0.2 亿元, 亏幅同比+150.4%。公司业绩符合市场预期。

■ **高端产品放量叠加成本优化, 毛利率持续提升。** 2024 年毛利率同比+3.9pct 至 40.1%, 2025Q1 进一步提升至 44.1%, 同比+6.1pct, 环比+0.5pct。毛利率提升主要系高端产品放量及成本优化, 部分产品生产模式调整, 以太网交换芯片/模组/交换机单位成本同比-9.8%/-5.9%/-14.5%至 367/9250/3983 元, 芯片与交换机直接材料单位成本、模组委外加工单位成本降幅显著。2024 年销售/管理/财务费用率分别同比-0.1/+0.2/-2.3pct 至 3.8%/5.7%/0.0%, 财务费用率降低主要系利息支出减少。

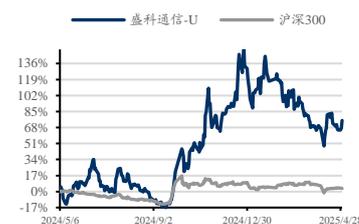
■ **高端芯片批量交付, 随客户拓展放量可期。** 2024 年公司以太网芯片/模组/交换机收入同比+4.3%/+5.5%/-16.1%至 8.4/1.3/1.0 亿元, 销量同比+11.4%/-24.2%/+17.7%至 153 万颗/4305 块/10178 台, ASP 同比-5.2%/+10.6%/-2.9%至 546/29347/10098 元。公司目前产品主要定位中高端产品线, 量产产品覆盖 100Gbps~2.4Tbps 交换容量及 100M~400G 的端口速率, 全面覆盖企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络等应用领域, 公司以太网交换芯片已进入新华三、锐捷网络、迈普技术等国内主流网络设备商供应链。2024 年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 的高端旗舰芯片已实现小批量交付。

■ **持续加大研发投入, 积蓄增长动能。** 2024 年研发投入达 4.3 亿, 同比+36.4%, 研发费用率达 39.6%, 同比+9.3pct, 2025Q1 进一步提升至 49.6%, 同比+12.9pct, 环比+13.8pct。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、网络互联发展趋势带来的机会, 扩充研发团队, 加大高端投入, 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:** 考虑到下游需求波动性, 我们将公司 2025/2026 年预期总收入由 15.0/21.2 亿元调整至 13.5/17.9 亿元, 并预期公司 2027 年总收入为 22.9 亿元, 公司最新收盘价对应 PS 为 20.2/15.3/11.9 倍, 公司作为国产以太网交换机新品稀缺厂商, 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)	66.69
一年最低/最高价	31.00/97.68
市净率(倍)	11.74
流通 A 股市值(百万元)	13,437.49
总市值(百万元)	27,342.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.68
资产负债率(% LF)	10.68
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): 毛利率改善, 高端客户导入进展良好》

2024-11-08

《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 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,349	2,412	2,511	2,679	营业总收入	1,082	1,353	1,787	2,291
货币资金及交易性金融资产	1,315	1,267	1,092	964	营业成本(含金融类)	648	804	1,059	1,330
经营性应收款项	292	360	475	604	税金及附加	2	3	3	4
存货	735	781	942	1,108	销售费用	41	45	48	57
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62	68	86	101
其他流动资产	7	5	3	2	研发费用	428	473	590	687
非流动资产	313	294	312	371	财务费用	0	(7)	(8)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	26	0	0	0
固定资产及使用权资产	194	179	200	261	投资净收益	4	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	11	14	14	13	减值损失	(9)	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	7	5	4	2	营业利润	(73)	(32)	9	120
其他非流动资产	101	95	95	95	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	2,662	2,706	2,823	3,049	利润总额	(68)	(32)	9	120
流动负债	283	358	468	591	减:所得税	0	(5)	1	18
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	(68)	(28)	7	102
经营性应付款项	67	89	118	148	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	131	203	268	344	归属母公司净利润	(68)	(28)	7	102
其他流动负债	85	66	82	100	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.17)	(0.07)	0.02	0.25
非流动负债	46	42	42	42	EBIT	(82)	(39)	1	112
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(30)	(1)	48	168
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.11	40.59	40.72	41.97
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(6.31)	(2.04)	0.42	4.47
其他非流动负债	46	42	42	42	收入增长率(%)	4.28	25.04	32.10	28.23
负债合计	329	400	509	633	归母净利润增长率(%)	(249.52)	59.66	127.12	1,270.62
归属母公司股东权益	2,333	2,307	2,314	2,417					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,333	2,307	2,314	2,417					
负债和股东权益	2,662	2,706	2,823	3,049					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	174	(26)	(110)	(13)	每股净资产(元)	5.69	5.63	5.64	5.89
投资活动现金流	(149)	181	135	85	最新发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
筹资活动现金流	(386)	(5)	0	0	ROIC(%)	(3.23)	(1.43)	0.02	4.02
现金净增加额	(360)	152	25	72	ROE-摊薄(%)	(2.93)	(1.19)	0.32	4.24
折旧和摊销	52	38	47	56	资产负债率(%)	12.35	14.77	18.03	20.75
资本开支	(116)	(25)	(65)	(115)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(400.54)	(993.01)	3,661.95	267.17
营运资本变动	184	(36)	(164)	(172)	P/B(现价)	11.72	11.85	11.82	11.31

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>