

短期业绩承压，延伸向 IT 算力产品布局

菲菱科思 (301191.SZ)

核心观点

公司经营短期承压，主要系当前中国园区交换机市场需求下降，公司销售收入主要来自交换机类产品，其中园区级交换机占比份额高所致。公司加大新产品新领域拓展，面对 AI 机会，公司延伸向中高端数据中心交换机、服务器、DPU 加速卡等智算产品拓展，实现“通信（连接力）+算力（计算力）”的双轮驱动产品布局。中高端数据中心交换机产品方面，公司在 200G/400G/2.0T/8.0T 数据中心交换机上迭代 12.8T 等产品形态，数据中心交换机 12.8T 等产品规格已实现量产交付。2024 年，公司海外客户市场布局初见成效，主要与日本、韩国部分客户有项目合作展开，并形成持续的量产交付。

事件

公司发布 2024 年年报。2024 年公司营业收入 16.79 亿元，同比下降 19.09%；归母净利润 1.17 亿元，同比下降 18.61%。

公司发布 2025 年一季报。2025 年一季度公司营业收入 2.90 亿元，同比下降 28.77%；归母净利润 1072 万元，同比下降 68.66%。

简评

1、园区交换机需求下降，公司短期业绩承压。

2024 年公司营业收入 16.79 亿元，同比减少 19.09%；归母净利润 1.17 亿元，同比下降 18.61%；扣非归母净利润 1.01 亿元，同比下降 22.63%。

公司收入下降与行业需求相关，公司年报显示，参考 IDC 数据，2024 年中国园区交换机市场下降约 9%，公司销售收入主要来自交换机类产品，其中园区级交换机占比份额高。另外由于公司与主要 S 客户合作结算模式有所变化（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及毛利率也有一定的影响，2024 年公司对 S 客户的交换机销售数量同比增加约 42.72%。

2024 年公司综合毛利率 16.96%，同比提升 0.52pcts。2024 年，公司销售、管理、研发三项费用合计 2.08 亿元，同比增长 1.26%，其中销售费用 2060 万元，同比下降 3.01%，管理费用 3951 万元，同比下降 9.49%，研发费用 1.48 亿元，同比增长 5.25%。

维持

买入

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

刘永旭

liuyongxu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070014

SFC 编号:BFV090

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440513090003

SFC 编号:BEM208

汪洁

wangjietxz@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523050003

发布日期：2025 年 05 月 09 日

当前股价：85.81 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-15.47/-15.49	-7.76/-9.96	10.17/3.74
12 月最高/最低价 (元)		136.00/56.73
总股本 (万股)		6,934.20
流通 A 股 (万股)		2,619.03
总市值 (亿元)		59.50
流通市值 (亿元)		22.47
近 3 月日均成交量 (万)		266.71
主要股东		
陈龙发		32.08%

细分产品来看,2024年,公司交换机类产品收入12.94亿元,同比下降22.94%,毛利率16.88%,同比下降0.08pcts;路由器及无线类产品收入3.24亿元,同比增长18.13%,毛利率15.17%,同比提升1.01pcts;汽车电子类收入1083万元,完成了T-BOX量产交付和汽车智能控制显示屏量产交付,在智能座舱和域控制器部分加大研发投入;通信组件类产品及其他收入5051万元,同比下降58.61%。

细分区域来看,2024年,公司境内业务收入16.62亿元,同比下降19.89%,毛利率17.15%,同比提升0.76pcts;境外收入1663万元,公司海外客户市场布局初见成效,主要与日本、韩国部分客户有项目合作展开,并形成持续的量产交付。

2025年一季度,公司营业收入2.90亿元,同比下降28.77%;归母净利润1072万元,同比下降68.66%;扣非归母净利润516万元,同比减少83.98%。2025年一季度,公司综合毛利率12.91%,同比下降3.58pcts。一季度,公司销售、管理、研发三项费用合计4814万元,同比增长0.76%,其中销售费用497万元,同比下降8.95%,管理费用933万元,同比增长14.25%,研发费用3384万元,同比下降0.91%。

2、从网络通信联接产品向算力产品拓展延伸布局。

AI趋势下,面对当前数据中心、智算中心等建设需求,公司在目前主营业务网络设备企业级、园区级交换机等主要产品基础上夯实并延伸中高端数据中心交换机、服务器、DPU加速卡等智算产品,实现“通信(连接力)+算力(计算力)”的双轮驱动产品布局。

中高端数据中心交换机产品方面,公司在200G/400G/2.0T/8.0T数据中心交换机上迭代12.8T等产品形态,启动了基于博通芯片的3.2T、2.0T数据中心交换机产品开发,扩展了基于国产CPU的COME模块,其中10G以上的数据中心交换机类销售数量同比增加约48.56%,数据中心交换机12.8T等产品规格已实现量产交付。

3、盈利预测与投资建议。

我们预计公司2025-2027年收入分别为18.69亿元、22.09亿元、26.06亿元,归母净利润分别为1.42亿元、1.89亿元、2.49亿元,对应PE 43X、32X、24X,维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,074.74	1,678.73	1,868.57	2,208.81	2,606.35
YOY(%)	-11.80%	-19.09%	11.31%	18.21%	18.00%
净利润(百万元)	144.37	117.50	141.57	189.29	249.02
YOY(%)	-26.09%	-18.61%	20.49%	33.71%	31.55%
EPS(摊薄/元)	2.08	1.69	2.04	2.73	3.59
P/E(倍)	44.28	52.79	42.91	32.09	24.39

资料来源: iFinD, 中信建投

4、风险提示。宏观经济环境变化影响需求,下游企业网络支出等不及预期;国内AI发展及算力基础设施建设不及预期、公司IT算力产品研发及市场开拓不及预期;行业竞争加剧,影响公司在主要客户的供货份额、或带来公司毛利率下降;公司高端交换机等新产品迭代不及预期或者研发投入成果转化不及预期,影响公司产品销售;芯片等原材料紧缺及涨价超预期,公司成本高于预期导致公司毛利率低于预期;公司生产效率提升、供应链优化及费用管控进展不及预期;国际环境变化影响公司供应链安全与海外拓展。

分析师介绍

阎贵成

中信建投证券通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，近 8 年中国移动工作经验，9 年多证券行业研究工作经验。目前专注于人工智能、云计算、物联网、卫星互联网、5G/6G、光通信等领域研究，曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

刘永旭

中信建投证券通信行业联席首席分析师，南开大学学士、硕士，曾从事军工行业研究工作，2020 年加入中信建投通信团队，主要研究云计算 IDC、工业互联网、通信新能源、卫星应用、专网通信等方向。2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

武超则

中信建投证券研究所所长兼国际业务部负责人，董事总经理，TMT 行业首席分析师。新财富白金分析师，2013-2020 年连续八届新财富最佳分析师通信行业第一名；2014-2020 年连续七届水晶球最佳分析师通信行业第一名。专注于 5G、云计算、物联网等领域研究。中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员。

汪洁

通信行业分析师，华东师范大学理学学士，复旦大学理学硕士。曾就职于长城证券、浙商证券。2023 年 5 月加入中信建投通信团队，主要研究物联网、控制器等方向。

研究助理

朱源哲

zhuyuanzhe@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk