

盛科通信-U (688702)

2025 年半年报点评: Q2 毛利率继续提升, 看好公司深度受益于算力国产化

增持 (维持)

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 李博韦

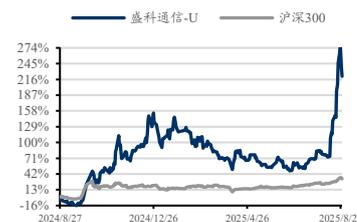
执业证书: S0600525070006
libw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,037	1,082	1,245	1,733	2,360
同比 (%)	35.17	4.28	15.04	39.23	36.18
归母净利润 (百万元)	(19.53)	(68.26)	(17.08)	31.32	138.36
同比 (%)	33.62	(249.52)	74.98	283.35	341.83
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.05)	(0.17)	(0.04)	0.08	0.34
P/S (现价&最新摊薄)	47.82	45.86	39.86	28.63	21.02

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年半年度报告, 2025 上半年公司实现营收 5.1 亿元, 同比-4.6%, 归母净利润-0.2 亿元, 同比减亏 58.4%; 25Q2 公司实现营收 2.8 亿元, 同比+2.5%, 环比+27.8%, 归母净利润-0.1 亿元, 同比减亏 83.3%, 环比减亏 44.1%。
- **Q2 业绩大幅改善, 毛利率环比提升。** 25Q2 公司收入 2.8 亿元, 环比+27.8%, 归母净利润-0.1 亿元, 环比减亏 44.1%。毛利率方面, 25H1 同比增加 9.2 个百分点达 46.7%, 25Q2 毛利率达 48.8%, 环比+4.7 个百分点, 主要系供应链及产品结构优化。我们预计随着高端产品放量, 公司毛利率有望继续提升。
- **高端芯片客户导入顺利, 公司竞争力持续增强。** 公司目前产品覆盖中高端产品线, 产品涵盖 100Gbps~25.6Tbps 交换容量及 100M~800G 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。2025 上半年, 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 的高端旗舰芯片已在客户处进入市场推广和逐步应用阶段。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。
- **持续加大研发投入, 有望深度受益国产算力浪潮。** 25H1 公司研发投入达 2.4 亿元, 同比+6.8%, 研发费用率达 47.1%, 同比+5.0pct。公司持续以高强度投入打造高端以太网交换芯片与软件栈, 当前已具备 12.8Tbps/25.6Tbps 以及更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。随着国产算力浪潮迭起、算力互联需求快速增长, 公司的高研发投入有望加速转化为订单与市场份额, 长期成长空间广阔。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司有望持续、深度受益于算力国产化, 我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由-0.28/0.07/1.02 亿元上调至-0.17/0.31/1.38 亿元, 2025 年 8 月 27 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PS 分别为 40/29/21 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 算力需求不及预期; 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)	121.00
一年最低/最高价	31.00/152.80
市净率(倍)	21.28
流通 A 股市值(百万元)	24,380.51
总市值(百万元)	49,610.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.69
资产负债率(% LF)	9.67
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》
2025-05-08
- 《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 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	2,379	2,508	2,741	营业总收入	1,082	1,245	1,733	2,360
货币资金及交易性金融资产	1,315	1,422	1,270	1,116	营业成本(含金融类)	648	652	894	1,227
经营性应收款项	292	318	440	601	税金及附加	2	2	3	4
存货	735	634	794	1,022	销售费用	41	41	47	59
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62	62	83	104
其他流动资产	7	5	3	2	研发费用	428	560	710	873
非流动资产	313	291	309	367	财务费用	0	(7)	(10)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	26	50	26	35
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)	(17)	31	138
其他非流动资产	101	92	92	92	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	2,662	2,670	2,817	3,109	利润总额	(68)	(17)	31	138
流动负债	283	315	430	584	减:所得税	0	0	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	(68)	(17)	31	138
经营性应付款项	67	72	99	136	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	131	187	260	354	归属母公司净利润	(68)	(17)	31	138
其他流动负债	85	55	71	93	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.17)	(0.04)	0.08	0.34
非流动负债	46	38	38	38	EBIT	(82)	(24)	22	128
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(30)	14	69	185
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.11	47.57	48.43	48.01
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(6.31)	(1.37)	1.81	5.86
其他非流动负债	46	38	38	38	收入增长率(%)	4.28	15.04	39.23	36.18
负债合计	329	353	468	622	归母净利润增长率(%)	(249.52)	74.98	283.35	341.83
归属母公司股东权益	2,333	2,317	2,348	2,487					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,333	2,317	2,348	2,487					
负债和股东权益	2,662	2,670	2,817	3,109					

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	130	(87)	(39)	每股净资产(元)	5.69	5.65	5.73	6.07
投资活动现金流	(149)	185	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)	(8)	0	0	ROIC(%)	(3.23)	(1.02)	0.92	5.30
现金净增加额	(360)	307	48	46	ROE-摊薄(%)	(2.93)	(0.74)	1.33	5.56
折旧和摊销	52	38	47	56	资产负债率(%)	12.35	13.22	16.62	20.01
资本开支	(116)	(25)	(65)	(115)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(726.73)	(2,904.55)	1,584.18	358.55
营运资本变动	184	109	(166)	(234)	P/B (现价)	21.26	21.41	21.13	19.95

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>