

营收向好拐点初至，国产化进程有望加速

—— 3Q25 业绩点评

2025 年 11 月 05 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年前三季度报告。
- **营收向好拐点初现，单季度净利率企稳回升：**前三季度公司实现营收 12.35 亿元，同降 1.81%，实现归母净利润 0.47 亿元，同降 55.26%；3Q25 实现营收 5.13 亿元，同增 18.31%，环增 18.78%，实现归母净利润 0.25 亿元，同降 11.47%，环增 124.46%。前三季度公司实现毛利率 12.77%，同降 5.10pcts，实现净利率 3.77%，同降 4.47pcts，3Q25 单季实现毛利率 11.79%，同降 6.54pcts，环降 2.06pcts，实现净利率 4.80%，同降 1.62pcts，环增 2.26pcts。
- **自研服务器/交换机系列产品积极拓展，速率提升有望带动公司业绩增长：**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数据中心交换机产品开发，当前已实现交付客户；同时扩展了基于国产 CPU 的 COME 模块，在中高端数据通信产品领域储备了多样化实施方案和项目资源。我们认为公司 2025 年业绩受行业竞争加剧等原因短期承压，预计随着国产化进程逐步提升，交换机速率的进一步拓展，业绩有望从 2026 年开始实现超预期增长。
- **股权激励彰显业绩信心，国产化进程有望加速：**公司股权激励预计授予人数总计 430 人，授予股票期权数量约占公司股本总额的 2.01%，业绩层面上以 2025 年业绩为基数，2026-2028 年最低增速为 21%/36%/54%，彰显公司对于未来业绩增长的信心以及对于核心骨干的重视。我们认为 GPU 等 AI 核心硬件自主可控进程正逐步加速，且该种趋势于 3Q25 已经显现，预计随着公司国产化力度进一步加大，以及海外市场拓展的加速，有望实现业绩超预期增长。
- **投资建议：**我们公司 2025/2026/2027 年将实现归母净利润 0.76/1.18/2.03 亿元，同增-35.36%/55.37%/72.53%，对应 PE 分别为 85.87/55.27/32.04 倍，维持对公司的“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**人工智能发展不及预期的风险，市场竞争加剧的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,679	1,828	2,356	3,459
收入增长率%	-19.09	8.87	28.93	46.79
归母净利润(百万元)	117	76	118	203
利润增长率%	-18.61	-35.56	55.37	72.53
分红率%	58.63	44.63	50.43	51.23
毛利率%	16.96	12.70	13.53	14.27
摊薄 EPS(元)	1.69	1.09	1.70	2.93
PE	55.34	85.87	55.27	32.04
PB	3.78	3.81	3.64	3.37
PS	3.87	3.56	2.76	1.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

菲菱科思（股票代码：301191）

谨慎推荐 维持评级

分析师

赵良毕

☎：010-80927619

✉：zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

王思宸

☎：021-2025-2616

✉：wangsiheng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525070005

市场数据

2025 年 11 月 04 日

股票代码	301191
A 股收盘价(元)	93.77
上证指数	3,960.19
总股本(万股)	6,934
实际流通 A 股(万股)	4,530
流通 A 股市值(亿元)	42

相对沪深 300 表现图

2025 年 11 月 04 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河通信】公司点评-菲菱科思：中高端交换机研发升级，新业务领域开拓
- 2.【银河通信】公司点评_通信行业_菲菱科思：国产替代加速推进，需求驱动助力业绩边际改善

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,017	2,789	2,842	3,161
现金	955	772	753	808
应收账款	272	294	373	509
其它应收款	10	18	20	24
预付账款	2	3	3	4
存货	375	798	679	741
其他	403	904	1,014	1,075
非流动资产	299	352	457	571
长期投资	20	20	20	20
固定资产	184	197	270	373
无形资产	4	3	3	2
其他	91	132	165	177
资产总计	2,316	3,141	3,299	3,733
流动负债	499	1,324	1,408	1,705
短期借款	0	0	0	0
应付账款	363	621	736	906
其他	135	703	672	799
非流动负债	99	112	108	104
长期借款	0	0	0	0
其他	99	112	108	104
负债总计	598	1,436	1,516	1,808
少数股东权益	-2	-2	-3	-5
归属母公司股东权益	1,719	1,707	1,787	1,929
负债和股东权益	2,316	3,141	3,299	3,733

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	231	370	256	318
净利润	117	75	117	201
折旧摊销	75	35	45	60
财务费用	4	0	0	0
投资损失	-10	-14	-17	-24
营运资金变动	50	364	111	82
其他	-5	-90	0	-1
投资活动现金流	-179	-503	-238	-204
资本支出	-25	-40	-159	-179
长期投资	-164	-450	-100	-50
其他	9	-12	21	25
筹资活动现金流	-120	-50	-37	-59
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-120	-50	-37	-59
现金净增加额	-68	-182	-19	55

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,679	1,828	2,356	3,459
营业成本	1,394	1,596	2,037	2,965
税金及附加	6	6	7	9
销售费用	21	22	24	31
管理费用	40	40	47	66
研发费用	148	166	210	301
财务费用	-9	-9	-7	-12
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	38	52	62	83
营业利润	117	59	101	183
营业外收入	0	0	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	116	59	101	183
所得税	0	-16	-15	-18
净利润	117	75	117	201
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	117	76	118	203
EBITDA	182	85	139	231
EPS（元）	1.69	1.09	1.70	2.93

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-19.1%	8.9%	28.9%	46.8%
营业利润增长率	-23.0%	-49.4%	71.1%	80.6%
归母净利润增长率	-18.6%	-35.6%	55.4%	72.5%
毛利率	17.0%	12.7%	13.5%	14.3%
净利率	6.9%	4.1%	4.9%	5.8%
ROE	6.8%	4.4%	6.6%	10.5%
ROIC	6.0%	3.5%	5.7%	9.2%
资产负债率	25.8%	45.7%	45.9%	48.4%
净资产负债率	34.8%	84.2%	85.0%	94.0%
流动比率	4.04	2.11	2.02	1.85
速动比率	3.26	1.46	1.48	1.37
总资产周转率	0.72	0.67	0.73	0.98
应收账款周转率	5.19	6.45	7.06	7.84
应付账款周转率	3.52	3.24	3.00	3.61
每股收益	1.69	1.09	1.70	2.93
每股经营现金流	3.33	5.34	3.69	4.59
每股净资产	24.79	24.62	25.77	27.83
P/E	55.34	85.87	55.27	32.04
P/B	3.78	3.81	3.64	3.37
EV/EBITDA	30.93	69.23	42.15	25.20
PS	3.87	3.56	2.76	1.88

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵良华，通信&中小盘首席分析师。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022 年加入中国银河证券。8 年中国移动通信产业研究经验，6 年证券从业经验。曾获得 2018/2019 年（机构投资者 II-财新）通信行业最佳分析师前三名，2020 年获得 Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得 2022 年 Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

王思宸，通信行业分析师。波士顿大学硕士，2022 年加入中国银河证券，5 年证券从业经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn