

# 菲菱科思 (301191.SZ)

一季度经营环比改善，盈利能力同环比提升

买入

## 核心观点

**一季度在高基数效应下，同比增幅承压，环比持续改善。**公司 22Q1 实现营收 5.05 亿元（同比-15.17%），归母净利润 0.55 亿元（同比-17.46%）。2022 年实现营收 23.5 亿元（同比+7%），净利润 1.95 亿元（同比+15.7%）。

**一季度利润率水平同环比明显提升。**公司一季度销售毛利率 19.60%（同比提升 3.54pct，环比提升 5.8pct），销售净利率 10.9%（同比下降 0.3pct，环比提升 3.6pct）；22 年公司实现销售毛利率 15.5%（同比-0.6pct），销售净利率 8.3%（同比提升 0.6pct）。一季度利润率水平改善明显主要受益于部分头部客户需求恢复，叠加原材料成本优化下公司利润率水平改善。

**高端产品持续突破，已具备 400G 以上交换机生产能力。**从结构上看，22 年公司交换机类产品收入约 21 亿元，占比超过 89%，较 21 年提升 2pct，高端交换机能力持续突破，公司海宁募投项目持续大力发展中高端交换机，目前已经具备 400G 核心交换机的开发制造能力（22 年海宁子公司营收已超过 0.5 亿元）。从客户结构上看，第一大客户新华三实现收入 13.8 亿元，占比约 59%，第二大客户实现营收 8.8 亿元，占比约 37.5%。

**AI 带动网络产品需求回暖，汽车电子代工开启新成长空间。**AI 等新应用场景带动下，数通行业需求加速回暖。公司网络 ODM 业务将持续受益于行业需求的回暖、数据中心交换机产品的量产（23 年为放量元年）、老客户份额的提升以及新客户的突破。新开拓的汽车电子方向，公司成立“菲菱国祎”子公司进行布局，主要产品为汽车电子智能管理解决方案终端网络交换机和汽车域控制器网关等，为企业后期业绩及成长打开更为广阔的空间。

**风险提示：**原材料继续上涨，下游开工不及预期，疫情反复影响施工。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“买入”评级。

根据 22 年年报我们小幅下调收入预测，维持净利润预测不变。原预计公司 2022-24 年营收分别为 35/46 亿元（同比+32.3%/29.6%），调整后预计 2023-2025 年营收分别为 26/35/46 亿元，同比增速为 21.3%/32.3%/29.6%；归母净利润为 2.7/3.5/4.4 亿元，同比增速为 38%/29%/27%，对应 PE 为 25/19/15 倍。维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,208	2,352	3,169	4,107	5,247
(+/-%)	45.9%	6.5%	34.7%	29.6%	27.8%
净利润(百万元)	169	195	267	345	443
(+/-%)	75.5%	15.7%	36.7%	29.1%	28.6%
每股收益(元)	4.22	3.66	5.01	6.46	8.31
EBIT Margin	8.5%	7.9%	8.2%	8.3%	8.5%
净资产收益率 (ROE)	33.6%	12.4%	14.5%	15.8%	17.0%
市盈率 (PE)	30.2	34.8	25.4	19.7	15.3
EV/EBITDA	30.9	36.2	29.0	23.2	18.4
市净率 (PB)	10.14	4.30	3.69	3.12	2.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 通信·通信设备

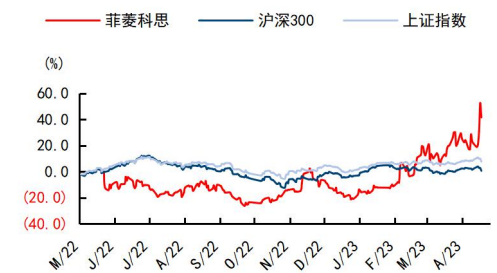
证券分析师：马成龙  
021-60933150  
machenglong@guosen.com.cn  
S0980518100002

证券分析师：付晓钦  
0755-81982929  
fuxq@guosen.com.cn  
S0980520120003

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	127.35 元
总市值/流通市值	6793/1699 百万元
52 周最高价/最低价	138.07/66.11 元
近 3 个月日均成交额	153.66 百万元

### 市场走势



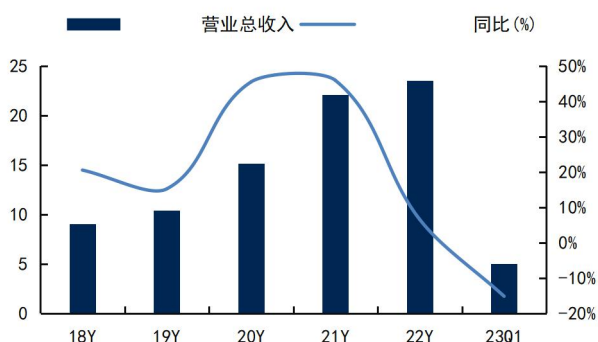
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《菲菱科思 (301191.SZ) - 领先网络 ODM 制造商，算力驱动加速发展》——2023-02-25

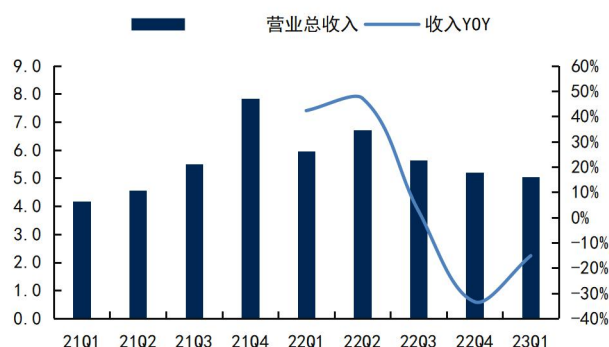
一季度在高基数效应下，同比增幅承压，环比持续改善。公司 22Q1 实现营收 5.05 亿元（同比-15.17%），归母净利润 0.55 亿元（同比-17.46%）。2022 年实现营收 23.5 亿元（同比+7%），净利润 1.95 亿元（同比+15.7%）。

图1：菲菱科思营业收入及增速（单位：亿元、%）



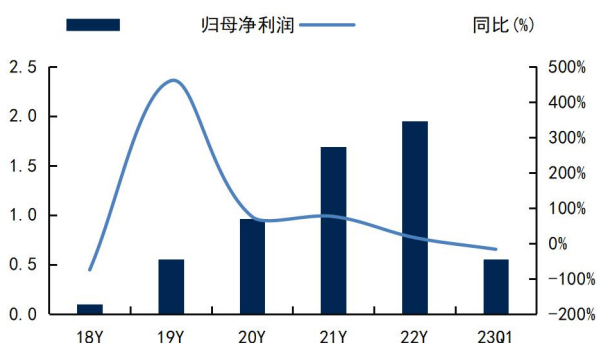
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：菲菱科思单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



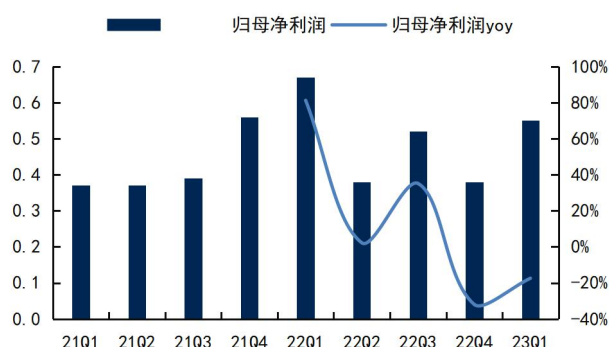
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：菲菱科思归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：菲菱科思单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

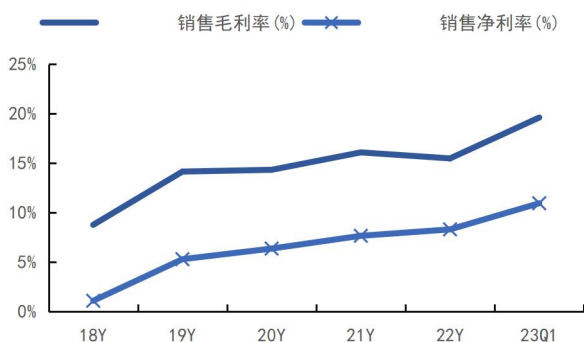


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

一季度毛利率同环比明显提升。23Q1 公司实现销售毛利率 19.60%（同比提升 3.54pct，环比提升 5.8pct），销售净利率 10.9%（同比下降 0.3pct，环比提升 3.6pct），22 年公司实现销售毛利率 15.5%（同比-0.6pct），销售净利率 8.3%（同比提升 0.6pct）。

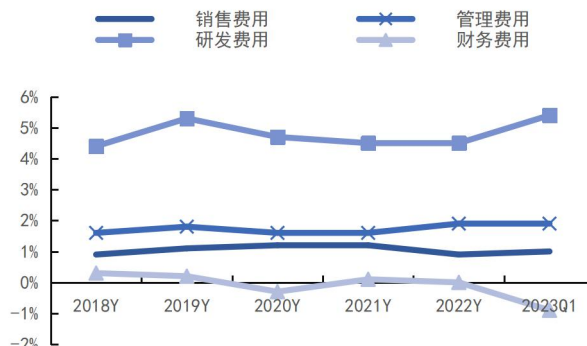
一季度利润率水平改善明显主要受益于部分头部客户需求恢复，叠加原材料成本优化下公司利润率水平改善。

图5: 菲菱科思毛利率、净利率变化情况（按年度）



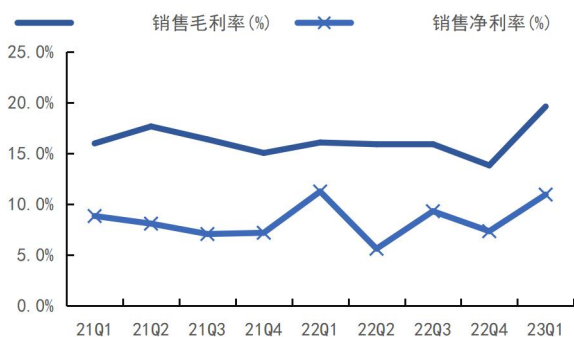
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 菲菱科思三项费用率变化情况（按年度）



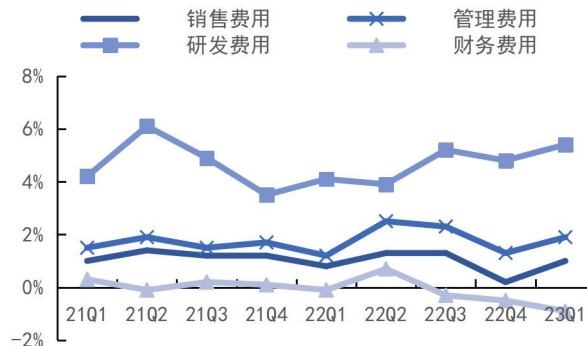
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 菲菱科思毛利率、净利率变化情况（按季度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 菲菱科思三项费用率变化情况（按季度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**高端产品持续突破，已具备 400G 以上交换机生产能力。**从结构上看，22 年公司交换机类产品收入约 21 亿元，占比超过 89%，较 21 年提升 2pct，高端交换机能力持续突破，公司海宁募投项目持续大力发展中高端交换机，目前已经具备 400G 核心交换机的开发制造能力（22 年海宁子公司营收已超过 0.5 亿元）。从客户结构上看，新华三实现收入 13.8 亿元，占比约 59%，第二大客户实现营收 8.8 亿元，占比约 37.5%。

根据 22 年年报我们小幅下调收入预测，维持净利润预测不变。原预计公司 2022-24 年营收分别为 35/46 亿元（同比+32.3%/29.6%），调整后预计 2023-2025 年营收分别为 26/35/46 亿元，同比增速为 21.3%/32.3%/29.6%；归母净利润为 2.7/3.5/4.4 亿元，同比增速为 38%/29%/27%。对应 PE 为 25/19/15 倍，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表（截至 20230424）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PB	投资评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E		
603118.SH	共进股份	9.48	75.24	0.45	0.50	0.54	0.67	21.1	19.0	17.6	14.1	<b>8.8</b>	无评级
002475.SZ	立讯精密	27.72	1,976.54	0.89	1.09	1.37	1.7	31.1	25.4	20.2	16.3	<b>3.4</b>	无评级
002384.SZ	东山精密	25.37	433.79	0.89	1.09	1.37	1.7	28.5	23.3	18.5	14.9	<b>2.8</b>	无评级
000938.SZ	紫光股份	32.50	929.53	0.75	0.75	0.75	1.16	43.3	43.3	43.3	28.0		买入
301165.SZ	锐捷网络	64.64	367.27	0.59	0.92	0.99	1.33	109.6	70.3	65.3	48.6		增持
<b>平均</b>								<b>46.7</b>	<b>36.3</b>	<b>33.0</b>	<b>24.4</b>	<b>7.2</b>	
301191.SZ	菲菱科思	127.35	67.93	2.40	4.22	3.66	5.06	53.0	30.2	34.8	25.2	<b>5.6</b>	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 菲菱科思、英维克为国信证券经济研所预测, 其余为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	193	1221	1522	1706	1920	营业收入	2208	2352	3169	4107	5247
应收款项	455	250	484	637	724	营业成本	1853	1988	2668	3458	4414
存货净额	793	594	728	944	1205	营业税金及附加	5	7	10	13	16
其他流动资产	21	10	158	205	262	销售费用	26	21	38	45	58
<b>流动资产合计</b>	<b>1462</b>	<b>2078</b>	<b>2895</b>	<b>3495</b>	<b>4115</b>	管理费用	36	44	51	66	84
固定资产	162	200	230	300	363	研发费用	100	105	143	185	231
无形资产及其他	4	5	5	5	4	财务费用	2	0	(32)	(38)	(43)
投资性房地产	49	103	103	103	103	投资收益	1	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>1676</b>	<b>2387</b>	<b>3233</b>	<b>3903</b>	<b>4585</b>	其他收入	(106)	(80)	(143)	(185)	(231)
短期借款及交易性金融负债	100	31	50	50	50	营业利润	183	216	294	380	489
应付款项	989	526	1111	1402	1601	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	40	157	137	178	227	<b>利润总额</b>	<b>182</b>	<b>215</b>	<b>294</b>	<b>380</b>	<b>489</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1129</b>	<b>713</b>	<b>1298</b>	<b>1630</b>	<b>1878</b>	所得税费用	14	20	27	35	46
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	94	94	94	94	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>169</b>	<b>195</b>	<b>267</b>	<b>345</b>	<b>443</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>45</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1174</b>	<b>807</b>	<b>1392</b>	<b>1724</b>	<b>1972</b>	净利润	169	195	267	345	443
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	7	(20)	31	6	6
股东权益	503	1579	1841	2179	2613	折旧摊销	15	24	22	27	33
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1676</b>	<b>2387</b>	<b>3233</b>	<b>3903</b>	<b>4585</b>	公允价值变动损失	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	2	0	(32)	(38)	(43)
每股收益	4.22	3.66	5.01	6.46	8.31	营运资本变动	(160)	43	80	(78)	(151)
每股红利	0.07	0.00	0.10	0.13	0.17	其它	(7)	20	(31)	(6)	(6)
每股净资产	12.56	29.61	34.51	40.85	49.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>22</b>	<b>260</b>	<b>367</b>	<b>292</b>	<b>323</b>
ROIC	53%	24%	13%	20%	26%	资本开支	0	(44)	(80)	(100)	(100)
ROE	34%	12%	15%	16%	17%	其它投资现金流	3	(3)	0	0	0
毛利率	16%	15%	16%	16%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>3</b>	<b>(47)</b>	<b>(80)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
EBIT Margin	9%	8%	8%	8%	8%	权益性融资	0	906	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	46%	7%	35%	30%	28%	支付股利、利息	(3)	(0)	(5)	(7)	(9)
净利润增长率	76%	16%	37%	29%	29%	其它融资现金流	(52)	(91)	19	0	0
资产负债率	70%	34%	43%	44%	43%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(58)</b>	<b>815</b>	<b>14</b>	<b>(7)</b>	<b>(9)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(33)</b>	<b>1028</b>	<b>301</b>	<b>185</b>	<b>214</b>
P/E	30.2	34.8	25.4	19.7	15.3	货币资金的期初余额	226	193	1221	1522	1706
P/B	10.1	4.3	3.7	3.1	2.6	货币资金的期末余额	193	1221	1522	1706	1920
EV/EBITDA	30.9	36.2	29.0	23.2	18.4	企业自由现金流	0	192	258	157	184
						权益自由现金流	0	100	306	192	223

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032