

## 业绩稳健增长，产品研发与产能扩充稳步推进

2022 年 11 月 13 日

**事件：**2022 年 10 月 24 日，公司发布 2022 年三季度报，Q1-Q3 实现营业收入 18.31 亿元，同比增长 28.50%，实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 39.45%，实现扣非归母净利润 1.40 亿元，同比增长 33.66%。Q3 单季度实现营业收入 5.64 亿元，同比增长 2.56%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 35.07%，实现扣非归母净利润 0.40 亿元，同比增长 6.82%。

**合同负债高增，资产负债表进一步优化。**

Q3 公司营收同比微增 2.56%，环比下降 15.95%，或因宏观经济承压，数通行业仍处于消化库存阶段；Q3 期末公司合同负债为 256.45 万元，Q2 期末为 88.30 万元，主因预收账款增加，我们认为反映出未来下游品牌厂需求的边际改善。上市后受益于资金状况改善，公司资产负债率由 22Q1 的 52.25% 下降至 22Q3 的 26.82%，Q3 公司投资收益（主要为理财产品收益）为 241.85 万元，同比增长 375.16%。同时公司加大销售及回款力度，22Q1-Q3 经营活动净现金流为 1.82 亿元，较同期-5,068.59 万元显著改善。

**产品研发+产能扩充稳步推进，核心竞争力持续提升。**

**研发方面：**公司独创“平台化+模块化”的产品研发体系，通过“百兆、千兆、万兆”三大研发平台和“CPU、交换机、电源”三大核心模块造就公司研发竞争力。公司在交换机、WiFi6、网关防火墙等领域均取得自主研发创新成果：数据中心交换机完成 12.8T 的设计和测试，能够覆盖 200G 下行、400G 上行核心交换应用，已有少量的工业交换机和数据中心交换机出货，消费类交换机也已形成量产交付；围绕 WiFi6 和 WiFi6E 立项多个无线终端项目，产品速率由 1,800Mbps 提升至 5,400Mbps；在细分市场和行业用户市场开发多款安全网关，安全防火墙类产品得到大力推广。

**产能方面：**根据公司公告，募投项目“海宁中高端交换机生产线建设项目”已由全资子公司浙江菲菱科思通信技术有限公司逐步实施中，海宁工厂已于 22 年 5 月开始启动装修，8 月客户进行工厂审核，8 月底进行正式投产，9 月份进入量产阶段。伴随海宁产能爬坡，公司在新华三及华东其他客户的市场份额有望进一步提升。

**投资建议：**看好公司在新华三、S 客户等头部厂商的份额提升，同时静待数据中心交换机业务开花结果。考虑到 22H2 行业短期承压，调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.98/2.60/3.16 亿元，对应 PE 倍数为 20/16/13x。维持“推荐”评级。

**风险提示：**新冠疫情加剧；芯片供应链波动；汇率剧烈波动。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,208	2,622	3,613	4,818
增长率 (%)	45.9	18.8	37.8	33.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	169	198	260	316
增长率 (%)	75.5	17.4	31.2	21.7
每股收益 (元)	3.17	3.72	4.88	5.93
PE	24	20	16	13
PB	8.1	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 11 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**76.01 元**

**分析师 马天诣**

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

**分析师 于一铭**

执业证书：S0100522090005

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

### 相关研究

1. 菲菱科思 (301191.SZ) 深度报告：国产网络设备 ODM 新星，定增扩产成长可期-2022/06/01

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,208	2,622	3,613	4,818
营业成本	1,853	2,206	3,030	4,070
营业税金及附加	5	6	9	12
销售费用	26	31	43	58
管理费用	36	52	72	96
研发费用	100	115	188	251
EBIT	184	210	271	332
财务费用	2	-7	-15	-17
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
投资收益	1	1	1	1
营业利润	183	225	295	359
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	182	225	296	360
所得税	14	27	35	43
净利润	169	198	260	316
归属于母公司净利润	169	198	260	316
EBITDA	218	236	308	376

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	193	1,176	1,197	1,304
应收账款及票据	455	543	753	1,010
预付款项	3	4	5	7
存货	793	932	1,268	1,687
其他流动资产	18	21	26	32
流动资产合计	1,462	2,676	3,250	4,040
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	162	248	377	459
无形资产	4	5	5	5
非流动资产合计	215	299	426	507
资产合计	1,676	2,975	3,676	4,547
短期借款	50	0	0	0
应付账款及票据	989	1,170	1,592	2,124
其他流动负债	90	99	117	139
流动负债合计	1,129	1,268	1,709	2,263
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	45	46	46	46
非流动负债合计	45	46	46	46
负债合计	1,174	1,314	1,755	2,309
股本	40	53	53	53
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	503	1,661	1,921	2,238
负债和股东权益合计	1,676	2,975	3,676	4,547

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	45.89	18.76	37.79	33.37
EBIT 增长率	83.09	14.18	28.79	22.70
净利润增长率	75.54	17.39	31.20	21.66
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.08	15.86	16.13	15.54
净利润率	7.65	7.56	7.20	6.57
总资产收益率 ROA	10.07	6.66	7.07	6.96
净资产收益率 ROE	33.60	11.93	13.54	14.14
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.30	2.11	1.90	1.79
速动比率	0.59	1.37	1.16	1.04
现金比率	0.17	0.93	0.70	0.58
资产负债率 (%)	70.03	44.16	47.73	50.79
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	66.55	67.00	67.50	68.00
存货周转天数	156.19	154.63	153.08	151.55
总资产周转率	1.32	0.88	0.98	1.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.17	3.72	4.88	5.93
每股净资产	9.42	31.14	36.02	41.95
每股经营现金流	0.21	3.42	3.46	4.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	24	20	16	13
PB	8.1	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	18.16	12.44	9.46	7.48
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	169	198	260	316
折旧和摊销	34	26	37	43
营运资金变动	-206	-45	-115	-133
经营活动现金流	11	182	185	229
资本开支	-56	-110	-165	-124
投资	3	0	0	0
投资活动现金流	-52	-109	-164	-122
股权募资	0	960	0	0
债务募资	35	-49	0	0
筹资活动现金流	-5	910	0	0
现金净流量	-46	983	21	107

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%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 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026