

Q3 业绩持续修复，期待 CT+IT 多增长极发力

2025 年 10 月 30 日

► **事件：**10 月 28 日，公司发布 25 年三季报，25 年前三季度实现营收 12.4 亿元，同比下降 1.8%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比下降 55.3%；扣非归母净利润为 0.3 亿元，同比下降 65.3%。单季度看，25Q3 实现收入 5.1 亿元，同比增长 18.3%，环比增长 18.8%；归母净利润 0.3 亿元，同比下降 11.5%，环比增长 122.2%；扣非归母净利润 0.2 亿元，同比下降 20.5%，环比增长 198.6%。

► **业绩持续修复，存货翻倍增长。**前三季度利润下滑，我们判断主因网通产品需求等影响，但 Q3 利润环比持续改善，我们判断主因数据中心交换机销售持续增长、海外市场及服务器业务加速突破。且公司 Q3 经营性现金流净额达到 1.6 亿元，相比 Q2 的-1.3 亿元有大幅好转，经营质量提升。25Q3 公司毛利率 11.8%，同比下降 6.5pct；净利率 4.8%，同比下降 1.6pct，主因国内 ICT 市场竞争激烈导致销售价格下降。费用方面，25Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 1.2%/1.9%/8.2%，分别同比+0.2pct/-0.4pct/-1.0pct，整体稳定。前三季度公司存货同比增长 101%达 7.5 亿元，主要系增加新项目销售和备料所致。

► **发布股权激励，彰显管理层信心。**公司推出 2025 年股权激励计划，拟授予 139.53 万份股票期权（占总股本 2.01%），覆盖 430 名核心人员（涵盖董事、高管、中层及核心技术/业务骨干），行权条件以 25 年为基数，26-28 年营收增速需分别不低于 35%、60%、90%。有利于绑定核心团队，较高的业绩增速目标也彰显管理层对公司未来的信心。

► **转让菲菱国祯部分股权，优化资源配置。**公司公告将其控股子公司菲菱国祯 15%的股权转让给国祯新能源。公司持有菲菱国祯的股权比例将由 55%下降至 40%，公司将不再并表菲菱国祯。菲菱国祯 24 年全年及 25 年前三季度净亏损分别为 221 万元、46 万元，未实现有效盈利，且未形成规模化业务，此次转让股权有助于公司收缩非核心领域。公司公告将 IPO 超募资金 1.5 亿元建设“光通信传输系统设备之接入网设备”项目，扩充公司主营业务，优化资源配置。

► **服务器、自研白牌交换机等产品取得积极进展。**公司海宁子公司大力扩展的国产方案交换机、高端数据中心交换机、服务器类等业务进展顺利。服务器已实现了持续的批量交付。公司在自研白牌交换机进展方面进步较大，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；扩展了基于国产 CPU 的 COME 模块。

► **投资建议：**考虑公司中高端数据中心交换机绑定头部客户，且公司海外业务、服务器业务积极突破，预计公司 25-27 年归母净利润为 0.8/1.1/1.9 亿元，对应 PE 分别为 89/65/36 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,679	1,789	2,747	3,774
增长率（%）	-19.1	6.6	53.5	37.4
归属母公司股东净利润（百万元）	117	78	107	193
增长率（%）	-18.6	-33.4	37.1	79.9
每股收益（元）	1.69	1.13	1.55	2.78
PE	59	89	65	36
PB	4.0	4.1	3.9	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

96.08 元

分析师 范宇

执业证书：S0100525030002

邮箱：fanyu@glms.com.cn

相关研究

1.菲菱科思 (301191.SZ) 2024 年三季报点评：业绩短暂承压，静待下游需求进一步释放 -2024/11/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,679	1,789	2,747	3,774
营业成本	1,394	1,546	2,376	3,267
营业税金及附加	6	5	8	11
销售费用	21	20	25	26
管理费用	40	41	58	68
研发费用	148	161	234	283
EBIT	97	60	88	172
财务费用	-9	-12	-9	-8
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
投资收益	10	9	14	19
营业利润	117	80	110	198
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	116	80	110	198
所得税	0	2	3	5
净利润	117	78	107	193
归属于母公司净利润	117	78	107	193
EBITDA	172	142	182	243

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	955	780	742	778
应收账款及票据	272	252	347	423
预付款项	2	2	2	3
存货	375	359	520	670
其他流动资产	413	450	453	454
流动资产合计	2,017	1,843	2,064	2,328
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	184	281	326	371
无形资产	4	1	1	1
非流动资产合计	299	432	471	544
资产合计	2,316	2,276	2,534	2,872
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	430	373	527	662
其他流动负债	69	119	163	197
流动负债合计	499	492	690	860
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	99	92	85	113
非流动负债合计	99	92	85	113
负债合计	598	584	775	973
股本	69	69	69	69
少数股东权益	-2	-2	-2	-2
股东权益合计	1,717	1,692	1,760	1,899
负债和股东权益合计	2,316	2,276	2,534	2,872

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-19.09	6.59	53.52	37.38
EBIT 增长率	-30.19	-38.70	47.68	95.55
净利润增长率	-18.61	-33.44	37.13	79.88
盈利能力 (%)				
毛利率	16.96	13.62	13.50	13.43
净利率	7.00	4.37	3.90	5.11
总资产收益率 ROA	5.07	3.44	4.23	6.72
净资产收益率 ROE	6.84	4.62	6.09	10.15
偿债能力				
流动比率	4.04	3.75	2.99	2.71
速动比率	3.26	2.91	2.16	1.86
现金比率	1.91	1.59	1.08	0.90
资产负债率 (%)	25.83	25.67	30.56	33.87
经营效率				
应收账款周转天数	59.12	50.00	45.00	40.00
存货周转天数	98.24	85.00	80.00	75.00
总资产周转率	0.72	0.78	1.14	1.40
每股指标 (元)				
每股收益	1.69	1.13	1.55	2.78
每股净资产	24.79	24.43	25.41	27.42
每股经营现金流	3.33	1.83	1.88	2.73
每股股利	1.00	0.56	0.77	1.39
估值分析				
PE	59	89	65	36
PB	4.0	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	36.67	44.42	34.60	25.91
股息收益率 (%)	1.00	0.56	0.77	1.39

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	117	78	107	193
折旧和摊销	75	82	94	71
营运资金变动	50	-2	-53	-51
经营活动现金流	231	127	130	189
资本开支	-25	-133	-91	-95
投资	-164	0	0	0
投资活动现金流	-179	-151	-78	-76
股权募资	0	-34	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-120	-151	-91	-77
现金净流量	-68	-175	-38	36

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048