

**投资评级 优于大市 维持**

## Q1 营收稳健增长，持续场景拓展

### 股票数据

04月26日收盘价(元)	21.14
52周股价波动(元)	17.46-26.23
总股本/流通A股(百万股)	593/583
总市值/流通市值(百万元)	12535/12331

### 相关研究

 《业绩稳步增长，信创+教育 IT 发力》  
 2022.11.03

 《收入稳定增长，创新能力持续增强》  
 2022.09.08

《规模效应显现，Q1 净利大增》 2022.05.01

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-15.3	-7.2	2.2
相对涨幅 (%)	-13.6	-4.7	7.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

分析师:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@haitong.com

证书:S0850522030004

### 投资要点:

- 事件:** 公司发布 23Q1 季报, 23Q1 实现收入 33.53 亿元 (同比+13.63%), 归母净利润 0.81 亿元 (同比-31.35%), 扣非归母净利润 0.72 亿元 (同比-25.65%)。存货 38.92 亿元 (同比-16.00%), 合同负债 5.80 亿元 (同比-6.55%)。
- 国内 ICT 龙头, 多场景 IT 持续发力。** 根据公司 22 年报, 智慧网络业务方面, 公司推出新一代 400G 数据中心交换机, 整机功耗相比上一代方案降低 25%, 市场地位领先, 根据公司 22 年报援引 IDC 数据, 2022 年公司在中国以太网交换机/数据中心交换机/企业级 WLAN 市场均排名前三; 智慧云业务方面, 公司坚持“云+国产化”战略, 根据公司 22 年报援引 IDC 数据, 2022 年 H2 公司在中国瘦客户机/TCI 云终端/桌面云终端市场均列第一; 智慧通讯业务方面, 公司在数智终端、融合通信、F5G 光通信三大业务中齐头并进; 此外公司还发力视频信息应用业务, 推出魔云 11 系统助力 Z 世代聚会, 持续创新并提供物联网、车联网等定制化产品, 移动宽带在海外市场中取得稳固基础。2023 年公司将持续做强主业, 拓展教育、运营商、党政、医疗等行业场景方案, 加强在 AI、ARVR、F5G 全光网等领域的创新投入, 力争创新驱动发展, 继续向产业链高端进化。
- Q1 毛利率小幅优化, 持续加码研发。** 23Q1 公司毛利率 34.60% (同比+0.40pp), 23Q1 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 12.55% (同比-0.69pp)、4.69% (同比+0.84pp)、0.29% (同比+0.03pp)、16.07% (同比+1.40pp)。对比来看, 2022 年公司毛利率 36.58%, 同比+2.47pp, 其中公司网络终端、企业级网络设备业务毛利率分别提高 3.15 pp、3.91 pp 至 25.32%、43.02%; 归母净利率 3.66%, 同比-0.34pct。2022 年公司销售/管理/财务费用率分别为 13.84% (同比持平)、4.21% (同比+0.67pp)、-0.24% (同比-0.52pp), 研发费用 24.76 亿元, 同比+41.08%, 研发费用率 15.73%。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2023~2025 年收入分别为 187.15 亿元、218.26 亿元、249.79 亿元; 归母净利润分别为 7.48 亿元、10.08 亿元、11.71 亿元, 对应 EPS 分别为 1.26 元、1.70 元、1.97 元。参考可比公司, 给予 2023 年 PE 区间 20-23 倍, 对应合理价值区间 25.22-29.00 元, “优于大市”评级。
- 风险提示。** 技术风险; 市场需求不及预期; 产品竞争加剧风险。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13549	15741	18715	21826	24979
(+/-)YoY(%)	31.5%	16.2%	18.9%	16.6%	14.4%
净利润 (百万元)	542	576	748	1008	1171
(+/-)YoY(%)	27.5%	6.4%	29.8%	34.8%	16.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.91	0.97	1.26	1.70	1.97
毛利率(%)	34.1%	36.6%	37.2%	37.7%	37.8%
净资产收益率(%)	11.5%	9.5%	10.9%	12.9%	13.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000938.SZ	紫光股份	29.16	834.00	0.75	0.95	1.16	39	31	25
600498.SH	烽火通信	19.81	235.06	0.34	0.43	0.57	58	46	34
000977.SZ	浪潮信息	43.94	643.15	1.42	1.85	2.33	31	24	19
603019.SH	中科曙光	53.45	782.52	1.05	1.38	1.79	51	39	30
300454.SZ	深信服	119.76	499.26	0.47	1.20	2.03	257	100	59
300768.SZ	迪普科技	16.74	107.78	0.23	0.50	0.68	72	33	25
300628.SZ	亿联网络	64.28	579.56	2.42	2.96	3.72	25	22	17
<b>平均</b>							<b>76</b>	<b>42</b>	<b>30</b>

备注: 收盘价日期为 2023 年 4 月 26 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期;  
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 公司业务分拆 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1、企业级网络设备	87.16	104.43	125.31	147.87	170.05
收入增幅	36.18%	19.82%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	39.11%	43.02%	43.40%	43.50%	43.50%
2、其他	19.36	21.99	25.28	28.57	32.00
收入增幅	42.04%	13.58%	15.0 %	13.00%	12.00%
毛利率	28.93%	26.46%	27.00%	28.00%	28.00%
3、通讯产品	17.44	21.82	26.18	30.11	34.63
收入增幅	7.54%	25.09%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	22.71%	20.75%	22.00%	23.00%	23.00%
4、网络终端	11.53	9.18	10.37	11.72	13.12
收入增幅	25.44%	-20.44%	13.00%	13.00%	12.00%
毛利率	22.17%	25.32%	26.00%	26.50%	26.50%
<b>合计: 营业收入</b>	<b>135.49</b>	<b>157.41</b>	<b>187.15</b>	<b>218.26</b>	<b>249.79</b>
<b>总收入增幅</b>	<b>31.49%</b>	<b>16.18%</b>	<b>18.89%</b>	<b>16.63%</b>	<b>14.45%</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>34.11%</b>	<b>36.58%</b>	<b>37.23%</b>	<b>37.73%</b>	<b>37.78%</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>15741</b>	<b>18715</b>	<b>21826</b>	<b>24979</b>
每股收益	0.97	1.26	1.70	1.97	营业成本	9982	11748	13591	15542
每股净资产	10.41	11.52	13.22	15.19	毛利率%	36.6%	37.2%	37.7%	37.8%
每股经营现金流	0.93	2.04	2.64	3.16	营业税金及附加	76	89	103	119
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	2179	2508	2881	3297
P/E	23.07	17.77	13.19	11.35	营业费用率%	13.8%	13.4%	13.2%	13.2%
P/B	2.15	1.95	1.70	1.48	管理费用	663	674	764	862
P/S	0.83	0.71	0.61	0.53	管理费用率%	4.2%	3.6%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	7.93	5.62	3.72	2.58	EBIT	676	1251	1689	1953
股息率%	<b>0.4%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-37	90	108	120
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
毛利率	36.6%	37.2%	37.7%	37.8%	资产减值损失	-90	0	0	0
净利润率	3.7%	4.0%	4.6%	4.7%	投资收益	42	28	33	37
净资产收益率	9.5%	10.9%	12.9%	13.0%	<b>营业利润</b>	<b>759</b>	<b>1189</b>	<b>1614</b>	<b>1871</b>
资产回报率	4.0%	4.3%	5.3%	5.1%	营业外收支	4	0	0	0
投资回报率	8.3%	11.0%	12.9%	13.0%	<b>利润总额</b>	<b>763</b>	<b>1189</b>	<b>1614</b>	<b>1871</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	972	1602	2065	2353
营业收入增长率	16.2%	18.9%	16.6%	14.4%	所得税	-126	59	81	94
EBIT 增长率	1.0%	85.1%	35.0%	15.6%	有效所得税率%	-16.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	6.4%	29.8%	34.8%	16.2%	少数股东损益	313	382	526	607
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>576</b>	<b>748</b>	<b>1008</b>	<b>1171</b>
资产负债率	39.9%	44.0%	40.4%	42.9%					
流动比率	2.04	1.92	2.15	2.09	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.12	1.12	1.24	1.28	货币资金	4325	5246	6656	8373
现金比率	0.78	0.70	0.89	0.87	应收账款及应收票据	1715	2934	2370	3745
<b>经营效率指标</b>					存货	4706	5586	6321	7295
应收账款周转天数	39.34	41.48	40.76	41.00	其它流动资产	533	588	669	736
存货周转天数	157.69	157.69	157.69	157.69	流动资产合计	11278	14353	16016	20149
总资产周转率	1.23	1.17	1.19	1.19	长期股权投资	223	223	223	223
固定资产周转率	13.65	12.54	15.43	19.52	固定资产	1504	1480	1349	1210
					在建工程	0	85	115	140
					无形资产	143	120	95	68
					非流动资产合计	3168	3186	3030	2850
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>14446</b>	<b>17539</b>	<b>19046</b>	<b>22999</b>
净利润	576	748	1008	1171	短期借款	667	767	867	967
少数股东损益	313	382	526	607	应付票据及应付账款	2856	4469	3967	5695
非现金支出	393	352	376	400	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-176	29	32	35	其它流动负债	2011	2252	2628	2975
营运资金变动	-563	-300	-379	-340	流动负债合计	5534	7488	7461	9637
<b>经营活动现金流</b>	<b>543</b>	<b>1210</b>	<b>1562</b>	<b>1872</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-434	-370	-219	-219	其它长期负债	229	229	229	229
投资	-25	0	0	0	非流动负债合计	229	229	229	229
其他	18	28	33	37	<b>负债总计</b>	<b>5763</b>	<b>7717</b>	<b>7690</b>	<b>9866</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-441</b>	<b>-342</b>	<b>-187</b>	<b>-182</b>	实收资本	583	593	593	593
债权募资	242	100	100	100	归属于母公司所有者权益	6071	6828	7836	9007
股权募资	2125	10	0	0	少数股东权益	2612	2994	3520	4126
其他	-185	-57	-65	-73	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>14446</b>	<b>17539</b>	<b>19046</b>	<b>22999</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2183</b>	<b>52</b>	<b>35</b>	<b>27</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>2313</b>	<b>921</b>	<b>1410</b>	<b>1717</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余伟民 通信行业  
杨彤昕 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,烽火通信,亨通光电,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,浩瀚深度,紫光国微,紫光股份,广和通,工业富联,威胜信息

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。