

投资评级 优于大市 维持

毛利率大幅改善带动利润较快增长, 第二成长曲线展翼

股票数据

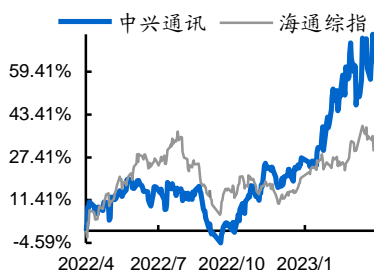
04月21日收盘价(元)	36.57
52周股价波动(元)	20.30-38.53
总股本/流通A股(百万股)	4737/3980
总市值/流通市值(百万元)	173217/173190

相关研究

 《业绩稳步向上, 第二曲线营收继续发力》
 2023.03.13

 《业绩快速增长, 第二曲线业务发力》
 2022.11.02

 《业绩稳步增长, 新业务加速向上》
 2022.08.28

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	7.9	21.3	33.7
相对涨幅 (%)	6.6	24.0	37.2

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 2023 一季度报, 公司 23Q1 实现收入 291.43 亿元 (同比 +4.34%), 归母净利润 26.42 亿元 (同比 +19.20%), 扣非归母净利润 24.55 亿元 (同比 +25.71%), 经营性现金流净额 23.26 亿元 (同比 +95.89%), 毛利率 44.49% (同比 +6.71pp)。环比来看, 23Q1 营收环比 22Q4 小幅下降 4.12%, 归母净利润环比增长 109.65%。
- 创新业务继续快速放量。** 分业务来看, 根据中兴通讯微信公众号, 1) 运营商网络业务方面, 公司逐步提升无线、有线关键产品份额的同时, 持续拓展与运营商在算网、云网融合上的合作, 服务器及存储、新型数据中心、数据中心交换机、数字能源等创新产品快速放量。2) 政企业务方面, 在保持光传输产品增长态势同时, 服务器及存储正快速突破金融、互联网等行业并形成规模应用, 公司数据中心、数据通讯、数据库等产品也逐渐成长为国内政企市场上的主力军。3) 消费者业务方面, 公司 5G MBB & FWA 数据终端产品持续保持全球领先, 家庭信息终端营业收入保持双位数增长。此外公司积极拥抱数字新时代, 推出具备高密度算力、灵活拓展、异构算力等特性的 G5 系列服务器, 包含预制高功率电力模块、液冷、AI 智能管理等高效节能产品的新一代数据中心。23Q1 公司第二曲线创新业务同比增长超 40%。
- 持续加码研发。** 费用方面, 23Q1 公司销售、管理、财务费用率分别为 7.46% (同比 -0.24pp)、4.52% (同比 -0.05pp)、-0.62% (同比 -0.81pp), 研发费用 59.33 亿元 (同比 +26.29%), 研发费用率 20.36% (同比 +3.54pp)。
- 盈利预测及投资建议。** 我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 1384.85 亿元、1543.04 亿元、1704.53 亿元, 归母净利润分别为 98.48 亿元、116.71 亿元、136.13 亿元, 对应 EPS 分别为 2.08 元、2.46 元、2.87 元。参考可比公司估值, 给予公司 2023 年 PE 区间为 20-24 倍, 对应合理价值区间 41.58 元-49.90 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 5G 产业发展不及预期, 海外业务低于预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	114522	122954	138485	154304	170453
(+/-)YoY(%)	12.9%	7.4%	12.6%	11.4%	10.5%
净利润(百万元)	6813	8080	9848	11671	13613
(+/-)YoY(%)	59.9%	18.6%	21.9%	18.5%	16.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.44	1.71	2.08	2.46	2.87
毛利率(%)	35.2%	37.2%	36.9%	36.8%	37.0%
净资产收益率(%)	13.2%	13.8%	14.3%	14.5%	14.5%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

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)		
				2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
000938.SZ	紫光股份	32.50	929.53	0.75	0.95	1.16	43	34	28
603160.SH	汇顶科技	53.78	246.35	-0.07	1.12	1.42	-	48	38
603986.SH	兆易创新	126.41	843.19	3.69	3.95	4.88	34	32	26
平均							39	38	31

备注: 收盘价日期为 2023 年 4 月 21 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、运营商网络	757.12	800.41	848.43	899.34	953.30
收入增速	2.29%	5.72%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率	42.45%	46.22%	47.22%	48.22%	49.22%
2、终端	257.31	282.86	353.58	424.29	487.94
收入增速	59.22%	9.93%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	18.20%	17.76%	18.00%	18.50%	19.00%
3、政企业务	130.79	146.28	182.85	219.42	263.30
收入增速	16.03%	11.84%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	27.05%	25.35%	25.50%	25.70%	25.90%
合计: 营业收入	1145.22	1229.54	1384.85	1543.04	1704.53
总收入增速	12.88%	7.36	12.63%	11.42%	10.47%
整体毛利率	35.24%	37.19%	36.89%	36.85%	36.97%

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
每股指标 (元)					营业总收入	122954	138485	154304	170453
每股收益	1.71	2.08	2.46	2.87	营业成本	77228	87395	97450	107442
每股净资产	12.38	14.50	16.99	19.88	毛利率%	37.2%	36.9%	36.8%	37.0%
每股经营现金流	1.60	2.67	3.03	3.43	营业税金及附加	951	1071	1193	1318
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	9173	9902	10493	10909
P/E	21.44	17.59	14.84	12.72	营业费用率%	7.5%	7.2%	6.8%	6.4%
P/B	2.95	2.52	2.15	1.84	管理费用	5333	5747	6018	6307
P/S	1.41	1.25	1.12	1.02	管理费用率%	4.3%	4.2%	3.9%	3.7%
EV/EBITDA	8.63	12.37	10.12	8.01	EBIT	8668	9166	10604	12432
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	163	516	341	310
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%
毛利率	37.2%	36.9%	36.8%	37.0%	资产减值损失	-1190	-1348	-1387	-1459
净利润率	6.6%	7.1%	7.6%	8.0%	投资收益	1087	1225	1365	1508
净资产收益率	13.8%	14.3%	14.5%	14.5%	营业利润	8795	10716	12690	14794
资产回报率	4.5%	5.0%	5.4%	5.7%	营业外收支	-43	-50	-50	-50
投资回报率	7.3%	7.1%	7.5%	7.9%	利润总额	8752	10666	12640	14744
盈利增长 (%)					EBITDA	13054	12469	14113	16138
营业收入增长率	7.4%	12.6%	11.4%	10.5%	所得税	960	1170	1387	1617
EBIT 增长率	31.5%	5.7%	15.7%	17.2%	有效所得税率%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润增长率	18.6%	21.9%	18.5%	16.6%	少数股东损益	-289	-352	-417	-486
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	8080	9848	11671	13613
资产负债率	67.1%	65.1%	63.0%	60.9%					
流动比率	1.76	1.80	1.86	1.93	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.12	1.14	1.19	1.25	货币资金	56346	64550	75973	89566
现金比率	0.72	0.75	0.80	0.87	应收账款及应收票据	17751	19994	22277	24609
经营效率指标					存货	45235	51191	57080	62932
应收帐款周转天数	52.70	52.70	52.70	52.70	其它流动资产	18541	19361	20194	21044
存货周转天数	213.79	213.79	213.79	213.79	流动资产合计	137874	155095	175525	198152
总资产周转率	0.68	0.70	0.71	0.71	长期股权投资	1754	1754	1754	1754
固定资产周转率	9.52	9.65	9.98	10.54	固定资产	12913	14344	15456	16178
					在建工程	964	830	523	340
					无形资产	7342	5988	4484	2831
					非流动资产合计	43080	43123	42524	41509
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	180954	198218	218049	239662
净利润	8080	9848	11671	13613	短期借款	9962	9000	9000	9000
少数股东损益	-289	-352	-417	-486	应付票据及应付账款	29705	33616	37483	41326
非现金支出	5946	4651	4896	5164	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	1585	-93	-244	-298	其它流动负债	38757	43391	47979	52544
营运资金变动	-7744	-1419	-1550	-1728	流动负债合计	78424	86007	94462	102870
经营活动现金流	7578	12635	14355	16265	长期借款	35126	35126	35126	35126
资产	-4928	-3600	-3213	-3004	其它长期负债	7861	7861	7861	7861
投资	2556	0	0	0	非流动负债合计	42987	42987	42987	42987
其他	1080	1725	1865	2008	负债总计	121410	128994	137449	145857
投资活动现金流	-1291	-1875	-1348	-996	实收资本	4736	4737	4737	4737
债权募资	148943	-962	0	0	归属于母公司所有者权益	58641	68674	80466	94158
股权募资	171	0	0	0	少数股东权益	902	550	133	-353
其他	-147659	-1595	-1585	-1675	负债和所有者权益合计	180954	198218	218049	239662
融资活动现金流	1455	-2557	-1585	-1675					
现金净流量	8001	8204	11422	13594					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 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
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。