

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

## 产业迎来新机遇，经营有望逐步改善

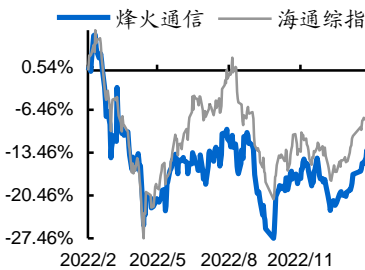
### 股票数据

02月13日收盘价(元)	15.24
52周股价波动(元)	12.15-18.04
总股本/流通A股(百万股)	1187/1132
总市值/流通市值(百万元)	18083/17245

### 相关研究

- 《经营逐季改善，未来发展可期》2020.11.06
- 《安全、云计算快速增长，5G新基建发力》2020.05.06
- 《三季度净利润增长加速，5G承载网招标值得期待》2019.11.07

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.5	11.2	10.4
相对涨幅(%)	11.8	6.2	1.1

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

联系人:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@haitong.com

### 投资要点:

- 光通信行业持续向高速发展。**近年来，国家不断推动数字经济发展，加快新型数字基础设施建设，2021年11月，工业和信息化部印发了《“十四五”信息通信行业发展规划》，在发展重点章节中强调建设新型数字基础设施，加快推进“双千兆”网络建设；同时，在我国“十四五”规划中，将发展数字经济，推进数字产业化和产业数字化，推动数字经济和实体经济深度融合作为重点内容之一。而目前，我国已建成世界规模最大的光纤通信网络，数字经济以该网络为主要载体，催生出一系列新型应用场景，这些新型应用场景对网络带宽和时延等质量指标提出了更高要求，光通信技术不断突破边界，在其中发挥着越来越重要的作用。公司具备从全光网络核心设备、ICT基础设施到光/铜一体化综合布线产品的完善产业布局，我们认为有望受益于光通信产业持续发展。
- 烽火星空为大数据国家队，有望受益行业复苏。**烽火星空为公司在信息安全领域布局的子公司，是国资委直属中央企业中国信息通信科技集团的重要组成部分之一，作为大数据国家队的一员，近年来将深耕公安多年的经验与前沿技术相结合，业务领域不断拓展延伸，目前已形成了“智慧公安、社会治理、智慧城市”三大业务领域。同时，烽火星空于2014年成立人工智能研究院，其人工智能技术在全国各地均有实践，并在国内国际竞赛中获得优异成绩。根据CCF计算机安全专委会微信公众号发布的《2023年网络安全十大发展趋势》，随着我国数字化转型步伐加速，在下游需求及国家政策推动下，各行业对数据安全的投入占比将持续增长，尤其是政务数据管理和央企、国企在相关领域的投入增速将明显加大，有望带动网络安全市场在2023年实现一定程度的复苏。
- 股权激励助推增长。**公司2021年发布新一期股权激励计划，业绩考核目标为以2020年度净利润为基数，2022、2023、2024年净利润复合增长率均不低于43%，同时不低于公司同行业平均业绩（或对标企业75分位值）水平。公司始终重视员工激励，2014、2018、2021已连续推出三期股权激励计划，我们认为有望激发员工动力，助力公司长期稳定增长。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2022-2024年营收分别为306.97亿元、354.76亿元、403.29亿元，同比增长16.7%、15.6%、13.7%，归母净利润分别为3.21亿元、4.60亿元、6.05亿元，同比增长11.3%、43.5%、31.5%。参考可比公司估值，给予公司2023年PE 45-55倍，对应合理价值区间17.45元~21.32元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** ICT业务发展低于预期，中美贸易摩擦升级影响。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21074	26315	30697	35476	40329
(+/-)YoY(%)	-14.5%	24.9%	16.7%	15.6%	13.7%
净利润(百万元)	102	288	321	460	605
(+/-)YoY(%)	-89.5%	181.5%	11.3%	43.5%	31.5%
全面摊薄EPS(元)	0.09	0.24	0.27	0.39	0.51
毛利率(%)	20.7%	21.7%	21.7%	21.9%	22.1%
净资产收益率(%)	0.9%	2.5%	2.7%	3.9%	5.1%

资料来源：公司年报(2020-2021)，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

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE(X)		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002281.SZ	光迅科技	23.41	163	0.81	0.92	1.06	29	25	22
002912.SZ	中新赛克	36.95	63	0.33	0.61	0.68	113	60	55
300454.SZ	深信服	142.28	591	0.66	0.64	1.36	217	222	105
688400.SH	凌云光	29.55	137	0.37	0.49	0.71	80	61	42
						平均	110	92	56

备注: 收盘价日期为 2023 年 2 月 13 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

我们认为, 公司为深耕于通信领域的重要设备商, 产业布局已经从武汉向中国向全球不断延伸, 其智慧光网覆盖了全国 31 个省份、自治区、直辖市, 目前在全球有 2 个海外生产基地, 8 个海外研发中心, 11 个全球交付中心和 30 个海外代表处, 产品、方案和服务覆盖 100 多个国家和地区, 将受益数字经济、算力网络发展下光通信、安全产业的持续增长和性能提升, 因此我们判断公司业务将保持持续平稳增长。

表 2 公司业务分拆 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、通信设备系统收入	12974.08	17086.23	20503.48	24194.11	27823.22
收入增幅	-16.48%	31.70%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	19.63%	19.24%	19.20%	19.20%	19.20%
2、光纤及线缆收入	5240.31	5849.94	6142.44	6449.56	6772.04
收入增幅	-4.79%	11.63%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	16.31%	17.70%	17.50%	17.50%	17.50%
3、数据网络产品收入	2521.92	3038.82	3707.37	4485.91	5383.10
收入增幅	-22.75%	20.50%	22.00%	21.00%	20.00%
毛利率	43.75%	43.25%	43.00%	43.00%	43.00%
4、其他					
收入	338.12	339.98	343.38	346.82	350.28
收入增幅	-6.13%	0.55%	1.00%	1.00%	1.00%
<b>合计: 营业收入</b>	<b>21074.44</b>	<b>26314.98</b>	<b>30696.67</b>	<b>35476.39</b>	<b>40328.64</b>
<b>总收入增幅</b>	<b>-14.55%</b>	<b>24.87%</b>	<b>16.65%</b>	<b>15.57%</b>	<b>13.68%</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>21.75%</b>	<b>21.70%</b>	<b>21.73%</b>	<b>21.91%</b>	<b>22.09%</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	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>26315</b>	<b>30697</b>	<b>35476</b>	<b>40329</b>
每股收益	0.24	0.27	0.39	0.51	营业成本	20605	24025	27704	31421
每股净资产	9.89	9.86	9.88	9.99	毛利率%	21.7%	21.7%	21.9%	22.1%
每股经营现金流	0.04	-0.28	1.25	0.32	营业税金及附加	88	103	119	135
每股股利	0.34	0.35	0.37	0.40	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1418	1658	1863	2016
P/E	62.79	56.41	39.31	29.90	营业费用率%	5.4%	5.4%	5.3%	5.0%
P/B	1.54	1.54	1.54	1.53	管理费用	294	338	355	403
P/S	0.69	0.59	0.51	0.45	管理费用率%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
EV/EBITDA	19.31	29.51	15.22	12.52	EBIT	449	490	859	1272
股息率%	<b>1.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.7%</b>	财务费用	365	299	399	506
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.4%	1.0%	1.1%	1.3%
毛利率	21.7%	21.7%	21.9%	22.1%	资产减值损失	240	246	227	235
净利润率	1.1%	1.0%	1.3%	1.5%	投资收益	403	400	350	300
净资产收益率	2.5%	2.7%	3.9%	5.1%	<b>营业利润</b>	<b>494</b>	<b>546</b>	<b>784</b>	<b>1031</b>
资产回报率	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%	营业外收支	-3	1	0	0
投资回报率	2.5%	2.4%	4.1%	5.5%	<b>利润总额</b>	<b>491</b>	<b>547</b>	<b>784</b>	<b>1031</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1139	695	1356	1745
营业收入增长率	24.9%	16.7%	15.6%	13.7%	所得税	135	151	216	284
EBIT 增长率	51.7%	9.2%	75.2%	48.0%	有效所得税率%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
净利润增长率	181.5%	11.3%	43.5%	31.5%	少数股东损益	68	75	108	142
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>288</b>	<b>321</b>	<b>460</b>	<b>605</b>
资产负债率	64.8%	65.8%	68.9%	71.1%					
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.1	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	货币资金	4722	1247	1000	1000
现金比率	0.3	0.1	0.0	0.0	应收账款及应收票据	4784	6450	7454	8473
<b>经营效率指标</b>					存货	14605	16428	18944	21485
应收帐款周转天数	76.7	76.7	76.7	76.7	其它流动资产	1813	1934	2111	2291
存货周转天数	249.6	249.6	249.6	249.6	流动资产合计	25924	26059	29509	33250
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	长期股权投资	2504	2504	2504	2504
固定资产周转率	7.7	8.6	9.7	11.1	固定资产	3459	3689	3639	3623
					在建工程	1191	1691	2091	2391
					无形资产	957	1011	1046	1052
					非流动资产合计	9884	10861	11476	11911
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>35808</b>	<b>36920</b>	<b>40986</b>	<b>45161</b>
净利润	288	321	460	605	短期借款	289	1200	1079	2295
少数股东损益	68	75	108	142	应付票据及应付账款	11601	13398	16172	18041
非现金支出	947	451	723	708	预收账款	1	2	2	2
非经营收益	-280	-79	54	210	其它流动负债	5823	6778	8062	8886
营运资金变动	-970	-1104	134	-1284	流动负债合计	17715	21378	25316	29224
<b>经营活动现金流</b>	<b>52</b>	<b>-336</b>	<b>1480</b>	<b>382</b>	长期借款	2456	2456	2456	2456
资产	-699	-930	-911	-757	其它长期负债	3046	448	448	448
投资	-203	-250	-200	-150	非流动负债合计	5502	2903	2903	2903
其他	321	400	350	300	<b>负债总计</b>	<b>23216</b>	<b>24281</b>	<b>28219</b>	<b>32128</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-582</b>	<b>-780</b>	<b>-761</b>	<b>-607</b>	实收资本	1188	1187	1187	1187
债权募资	1148	-1687	-121	1216	归属于母公司所有者权益	11733	11705	11725	11849
股权募资	893	0	0	0	少数股东权益	859	934	1042	1184
其他	-764	-673	-845	-991	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>35808</b>	<b>36920</b>	<b>40986</b>	<b>45161</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1277</b>	<b>-2359</b>	<b>-966</b>	<b>225</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>748</b>	<b>-3475</b>	<b>-247</b>	<b>0</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余伟民 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,中控技术,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,海格通信,亨通光电,长飞光纤,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

### 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。