

投资评级 **优于大市** 维持

扣非净利润持续 20%+增长，市场开拓兑现份额增长

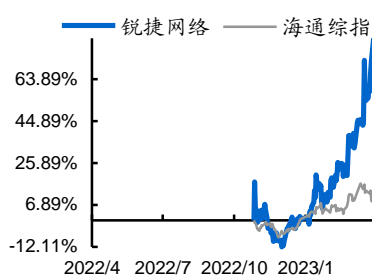
股票数据

04月26日收盘价(元)	55.60
52周股价波动(元)	31.88-69.95
总股本/流通A股(百万股)	568/58
总市值/流通市值(百万元)	31591/3207

相关研究

《深耕场景创新行稳致远，二十年厚积薄发》
2022.12.21

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.1	31.7	47.3
相对涨幅(%)	8.8	34.2	52.6

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 21.52 亿元 (同比+6.37%), 归母净利润 1.19 亿元 (同比+7.43%), 扣非归母净利润 1.13 亿元 (同比+23.33%)。存货 25.43 亿元, 合同负债 4.03 亿元。对比来看, 公司 22 年实现收入 113.26 亿元 (同比+23.26%), 归母净利润 5.50 亿元 (同比+20.14%), 扣非归母净利润 4.94 亿元 (同比+20.76%)。
- 市场开拓持续兑现份额增长,** 海外布局加速。根据公司 22 年报, 公司为 ICT 龙头, 市场开拓成效显著。根据公司年报援引 IDC 数据, 2022 年公司在以太网交换机/数据中心交换机/企业级 WLAN 市场份额均列前三, 在 Wi-Fi 6 产品出货量/本地计算 IDV 云桌面市占率均为第一。核心产品方面, 公司 2022 年数据中心交换机市占率 17%、200G/400G 高速数据中心交换机市占率达 58%。市场开拓方面, 公司数据中心交换机在互联网行业/运营商行业市场份额分别为 34%、19%, 均列前三。创新解决方案在金融、医疗、教育、批零、SMB 市场拓展均取得显著增长。此外, 公司拟向香港锐捷增资 3278 万元, 并以 3284 万元投资设立 12 家境外子公司。
- Q1 毛利率显著优化, 持续研发投入。** 23Q1 公司毛利率 42.34% (同比+4.27pp), 23Q1 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.41% (同比+0.19pp)、5.11% (同比+1.30pp)、0.22% (同比-0.13pp)、20.34% (同比+3.49pp)。对比来看, 2022 年公司销售、管理、财务费用率分别为 15.82% (同比-0.58pp)、4.13% (同比+0.55pp)、-0.03% (同比-0.46pp), 研发费用支出 20.42 亿元 (同比+46.86%), 研发费用率 18.03% (同比+2.90pp), 在研项目有“新一代机架式核心数据中心交换机”、“5G (SA) 皮基站”、“下一代云办公解决方案”等。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2023~2025 年收入分别为 143.14 亿元、181.41 亿元、230.51 亿元; 归母净利润分别为 7.58 亿元、9.73 亿元、12.67 亿元, 对应 EPS 分别为 1.33 元、1.71 元、2.23 元。参考可比公司, 给予 2023 年 PE 区间 48-53 倍, 对应合理价值区间 64.07-70.75 元, “优于大市”评级。
- 风险提示。** 技术风险; 产品竞争加剧的风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9189	11326	14314	18141	23051
(+/-)YoY(%)	37.2%	23.3%	26.4%	26.7%	27.1%
净利润(百万元)	458	550	758	973	1267
(+/-)YoY(%)	53.9%	20.1%	37.9%	28.3%	30.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.81	0.97	1.33	1.71	2.23
毛利率(%)	37.4%	39.7%	40.0%	40.4%	40.7%
净资产收益率(%)	29.3%	12.8%	15.0%	16.1%	17.4%

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)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000938.SZ	紫光股份	29.16	834	0.75	0.95	1.16	39	31	25
300768.SZ	迪普科技	16.74	108	0.23	0.50	0.68	72	33	25
300454.SZ	深信服	119.76	499	0.47	1.20	2.03	257	100	59
002439.SZ	启明星辰	29.71	283	0.66	1.07	1.40	45	28	21
002212.SZ	天融信	11.12	132	0.17	0.45	0.61	64	25	18
688561.SH	奇安信	63.35	434	0.08	0.52	1.07	761	121	59
平均							206	56	35

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、网络设备	66.07	84.75	110.18	143.23	186.20
收入增幅	34.68%	28.29%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	39.84%	43.25%	43.30%	43.30%	43.30%
2、网络安全设备	7.05	8.67	10.40	12.48	14.97
收入增幅	0.51	0.23	0.20	0.20	0.20
毛利率	44.71%	40.60%	40.50%	40.50%	40.50%
3、云桌面解决方案	11.21	7.37	8.84	10.61	12.74
收入增幅	37.57%	-34.24%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	26.28%	29.86%	30.00%	30.00%	30.00%
4、其他	3.08	12.47	13.72	15.09	16.60
收入增幅	11.52%	64.83%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	54.43%	20.42%	20.00%	20.00%	20.00%
合计: 营业收入	91.89	113.26	143.14	181.41	230.51
总收入增幅	37.19%	23.26%	26.38%	26.74%	27.06%
整体毛利率	37.45%	39.66%	40.04%	40.39%	40.71%

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	11326	14314	18141	23051
每股收益	0.97	1.33	1.71	2.23	营业成本	6834	8582	10814	13668
每股净资产	7.56	8.89	10.61	12.84	毛利率%	39.7%	40.0%	40.4%	40.7%
每股经营现金流	-0.43	3.56	-0.65	4.51	营业税金及附加	51	66	83	105
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1792	2212	2694	3412
P/E	69.54	50.43	39.31	30.18	营业费用率%	15.8%	15.5%	14.9%	14.8%
P/B	8.91	7.57	6.35	5.24	管理费用	467	630	780	968
P/S	3.38	2.67	2.11	1.66	管理费用率%	4.1%	4.4%	4.3%	4.2%
EV/EBITDA	29.45	43.40	30.18	22.09	EBIT	411	648	992	1295
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-4	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	39.7%	40.0%	40.4%	40.7%	资产减值损失	-64	0	0	0
净利润率	4.9%	5.3%	5.4%	5.5%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	12.8%	15.0%	16.1%	17.4%	营业利润	418	650	993	1296
资产回报率	6.8%	6.6%	8.1%	7.6%	营业外收支	4	10	10	10
投资回报率	10.6%	12.5%	13.6%	14.8%	利润总额	422	660	1003	1306
盈利增长 (%)					EBITDA	584	791	1158	1478
营业收入增长率	23.3%	26.4%	26.7%	27.1%	所得税	-128	-99	30	39
EBIT 增长率	13.4%	57.6%	53.0%	30.6%	有效所得税率%	-30.3%	-15.0%	3.0%	3.0%
净利润增长率	20.1%	37.9%	28.3%	30.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	550	758	973	1267
资产负债率	46.7%	56.0%	50.1%	56.3%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	1.91	1.62	1.81	1.64	货币资金	2941	4825	4328	6769
速动比率	1.03	0.98	0.96	0.95	应收账款及应收票据	688	1218	1198	1872
现金比率	0.82	0.77	0.73	0.73	存货	3077	3942	4902	6276
经营效率指标					其它流动资产	178	197	235	271
应收账款周转天数	21.39	21.39	21.39	21.39	流动资产合计	6884	10182	10663	15189
存货周转天数	147.21	147.21	147.21	147.21	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	1.66	1.47	1.54	1.60	固定资产	480	540	579	604
固定资产周转率	26.26	28.07	32.44	38.99	在建工程	0	0	0	0
					无形资产	13	18	23	27
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	非流动资产合计	1167	1298	1412	1503
净利润	550	758	973	1267	资产总计	8051	11481	12075	16692
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	580	703	841	983
非现金支出	238	142	166	183	应付票据及应付账款	1427	3705	2691	5299
非经营收益	-104	-11	-11	-11	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-929	1135	-1495	1123	其它流动负债	1598	1869	2367	2965
经营活动现金流	-246	2024	-367	2562	流动负债合计	3605	6277	5898	9247
资产	-216	-263	-268	-263	长期借款	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	其它长期负债	151	151	151	151
其他	1	0	0	0	非流动负债合计	151	151	151	151
投资活动现金流	-214	-263	-268	-263	负债总计	3756	6428	6049	9398
债权募资	193	122	138	142	实收资本	568	568	568	568
股权募资	2118	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4295	5053	6026	7293
其他	-126	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	2185	122	138	142	负债和所有者权益合计	8051	11481	12075	16692
现金净流量	1744	1884	-497	2441					

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
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。