

5G 为基、新兴业务添翼，分红、回购、强劲 现金流彰显业务稳健向上 买入（维持）

2020 年 03 月 29 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

18320889379

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	90,737	109,921	128,889	146,332
同比 (%)	6.1%	21.1%	17.3%	13.5%
归母净利润 (百万元)	5,148	7,022	8,613	10,320
同比 (%)	173.7%	36.4%	22.7%	19.8%
每股收益 (元/股)	1.22	1.52	1.87	2.24
P/E (倍)	35.63	28.50	23.23	19.39

投资要点

- **业绩增长稳健，经营质量显著提升：**聚焦主业，业绩实现稳健增长，2019 年实现营业收入 907.37 亿元，较去年同比增长 6.11%，其中运营商网络收入较上年同期增长 16.66%。19 年实现毛利率 37.17%，较 18 年提升 4.26pp；18 年 Q4 以来，经营状况逐步修复，经营活动现金流显著改善，19 年实现经营活动现金流 74.47 亿元，连续 4 个季度实现经营性现金流为正。2019 年实现每股收益 1.22 元/股，较去年同比增长 173%。
- **加码研发支出，夯实 5G 核心竞争力：**2019 年研发支出为 125.48 亿元，较去年同比增长 15.06%，19 年研发支出占收比稳步提升，较 2018 年上升 1.08pp，研发人员较去年同比增加 8.98%。夯实 5G 核心技术，目前 7nm 芯片规模量产，已在全球 5G 规模部署中实现商用，下一代 5nm 芯片正在导入。同时中兴是全球 5G 技术研究和标准制定的主要参与者和贡献者，截至 2019 年 12 月 31 日，拥有全球专利申请量 7.4 万件，5G 标准必要专利 2561 族，位列全球前三位。
- **股权激励目标达成，回购彰显发展信心：**中兴通讯于 2017 年 7 月发行股权激励，17 年与 19 年达成业绩目标，2019 年对第一期和第三期股权激励确认当期费用 1.92 亿元；同时回购不超过公司已发行 A 股股本 1% 用于员工激励或可转债，保持公司经营、发展，保障、保护投资者的长远利益，促进股东价值的最大化。
- **加快 5G 应用创新，紧抓 5G 发展大机遇：**目前中兴在 15 个行业领域发展超过 300 家合作伙伴，共同探索 86 个 5G 应用场景，同时自研的服务器、视讯、数通、数据库、操作系统等核心产品，也得到广泛应用，我们认为，中兴作为 5G 建设的重要抓手，将持续受益 5G 发展大机遇，业绩将保持稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**未来我们持续看好中兴通讯业绩实现稳健增长，预计 2020-2022 年营业收入分别为 1099 亿元、1289 亿元以及 1463 亿元，归母净利润分别为 70 亿元、86 亿元以及 103 亿元，EPS 分别为 1.52 元、1.87 元以及 2.24 元，对应 PE 分别为 29X/23X/19X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**5G 产业进度不及预期；网络建设进度不及预期；相关技术研发进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.39
一年最低/最高价	26.50/56.70
市净率(倍)	8.13
流通 A 股市值(百万元)	150776.40

基础数据

每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	73.12
总股本(百万股)	4612.01
流通 A 股(百万股)	3474.91

相关研究

- 1、《中兴通讯 (000063)：完成超百亿元非公开发行 A 股募资，加码研发，夯实 5G 领先优势》
2020-01-17
- 2、《中兴通讯 (000063)：中报业绩符合预期，研发保持高投入，三季度业绩指引超预期》
2019-08-28
- 3、《中兴通讯 (000063)：中兴定增申请审核通过，加码 5G 研发、蓄力 5G 建设采购》
2019-08-23

内容目录

1. 业绩增长稳健，经营质量逐步向好	3
1.1. 受益 5G 建设，业绩增长稳健	3
1.2. 运营效率显著提升，经营质量稳步改善	5
1.3. 经营性现金流明显改善，每股收益显著提升	7
2. 加码研发支出，夯实 5G 核心竞争优势	7
2.1. 17-19 年研发支出占收比稳步提升	7
2.2. 坚持发展 5G“芯”技术及“芯基础”	8
2.3. 全球 5G 技术研究和标准制定的主要参与者与贡献者	9
2.4. 全球开展 5G 商用合作，推动 5G 规模商用部署	9
3. 股权激励目标达成，回购彰显发展信心	10
4. 加快 5G 行业应用创新，三大业务助推业绩稳步向上	10
4.1. 加快 5G 行业应用创新	10
4.2. 三大业务将助推业绩稳步向上	11
5. 盈利预测与评级	12
6. 风险提示	13

图表目录

图 1: 中兴通讯营业总收入	3
图 2: 中兴通讯归母净利润	3
图 3: 中兴通讯地区营收占比	4
图 4: 中兴通讯三大费用明细	5
图 5: 中兴通讯经营活动现金流 (亿元)	7
图 6: 中兴通讯 EPS	7
图 7: 研发支出情况	8
图 8: 构筑 5G 网络“芯”基石	9
图 9: 中兴通讯专利情况一览	9
图 10: 中兴通讯 1+5+N 的 5G 赋能体系	11
图 11: 政企业务发展概况	12
表 1: 中兴通讯细项业务数据	3
表 2: 中兴通讯各地区业务收入情况	4
表 3: 中兴通讯管理费用明细 (亿元)	6
表 4: 中兴通讯销售费用明细 (亿元)	6
表 5: 中兴通讯财务费用明细 (亿元)	6
表 6: 中兴通讯负债情况明细	7
表 7: 中兴通讯研发情况	8
表 8: 中兴通讯合作部署情况	10

1. 业绩增长稳健，经营质量逐步向好

1.1. 受益 5G 建设，业绩增长稳健

3月27日，中兴通讯公布2019年年度报告，2019年实现营业收入907.37亿元，较去年同比增长6.11%，实现归属于母公司股东的净利润为51.48亿元，较去年同比增长173.71%，基本每股收益为1.22元/股。

图1：中兴通讯营业总收入

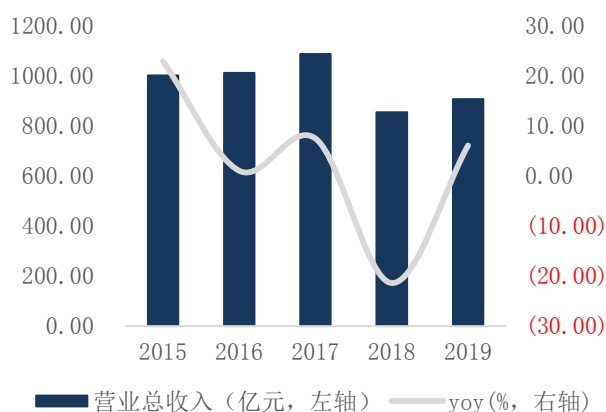


图2：中兴通讯归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

2019年营业收入较上年同期有所增长，主要是由于运营商网络营业收入较上年同期增。2019年运营商网络营业收入同比增长16.66%，主要是由于国内外FDD系统设备、国内外5G系统设备营业收入同比增长的带动。

表1：中兴通讯细项业务数据

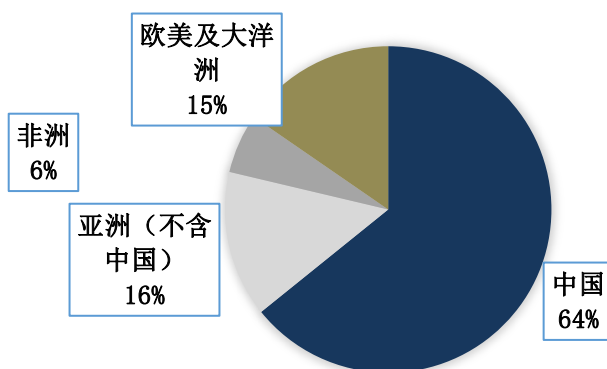
业务	项目	2017	2018	2019
总收入	总收入 (亿元)	1088.15	855.13	907.37
	yoy (%)	7.49	-21.41	6.11
	毛利率 (%)	31.07	32.91	37.17
运营商网络	营业收入 (亿元)	637.82	570.76	665.84
	营收占比 (%)	58.62	66.75	73.38
	yoy (%)	8.32	-10.51	16.66
	毛利率 (%)	40.04	40.37	42.61
消费者业务	营业收入 (亿元)	352.02	192.10	149.97
	营收占比 (%)	32.35	22.46	16.53
	yoy (%)	5.24	-45.43	-21.93
	毛利率 (%)	15.32	12.53	17.90
政企业务	营业收入 (亿元)	98.31	92.28	91.55
	营收占比 (%)	9.03	10.79	10.09
	yoy (%)	10.41	-6.13	-0.97
	毛利率 (%)	29.25	29.24	29.16

数据来源：中兴通讯年报，东吴证券研究所

聚焦主业，毛利率实现稳步提升：2019 年全年实现毛利率 37.17%，较 18 年提升 4.26pp，主要原因为两点：第一，各产品业务受益 5G，毛利实现稳步提升，其中运营商网络业务及消费者业务毛利率分别提升 2.24pp 以及 5.37pp；其次收入结构改善，高毛利产品占比提升，其中运营商业务提升 6.63pp。

2019 年国内市场实现营业收入 582.17 亿元，占比为 64.16%。国际市场实现营业收入 325.20 亿元，占整体营业收入的 35.84%。

图 3：中兴通讯地区营收占比



数据来源：wind，东吴证券研究所

运营商网络业务：跟随国内基站建设，国内国外均实现双位数增长；19 年国内运营商网络占比达到 71%，同比增长 15%，欧洲、大洋洲等地区占比较少，因此我们认为，运营商网络业务作为中兴通讯的业务主力，主要跟随国内基站建设进度，受海外影响有限。

消费者业务：19 年由于 4G 终端渗透率饱和，使得国内及欧美等地区业务均出现不同程度的下滑；随着 5G 已经进入规模建设期，5G 换机潮将至，虽然海外占比接近一半，但是考虑到基本是千元机等低端机，因此我们认为疫情以及宏观全年影响有限。

政企业务：季度性进度影响可能存在，周期需求基本不受影响；政企业务聚焦政企客户需求，基于“通讯网络、物联网、大数据、云计算”等产品，为政府以及企业提供各类信息化解决方案。我们认为，在时间周期内，整体需求可能拖后，但是不会消失，因此不会拖累整体业务。

表 2：中兴通讯各地区业务收入情况

项目	地区	运营商网络	消费者业务	政企业务	合计
2019 年营收 (亿元)	中国	473	63	46	581
	亚洲（不包括中国）	103	15	13	132
	非洲	38	6	9	53
	欧洲及大洋洲	52	66	23	140

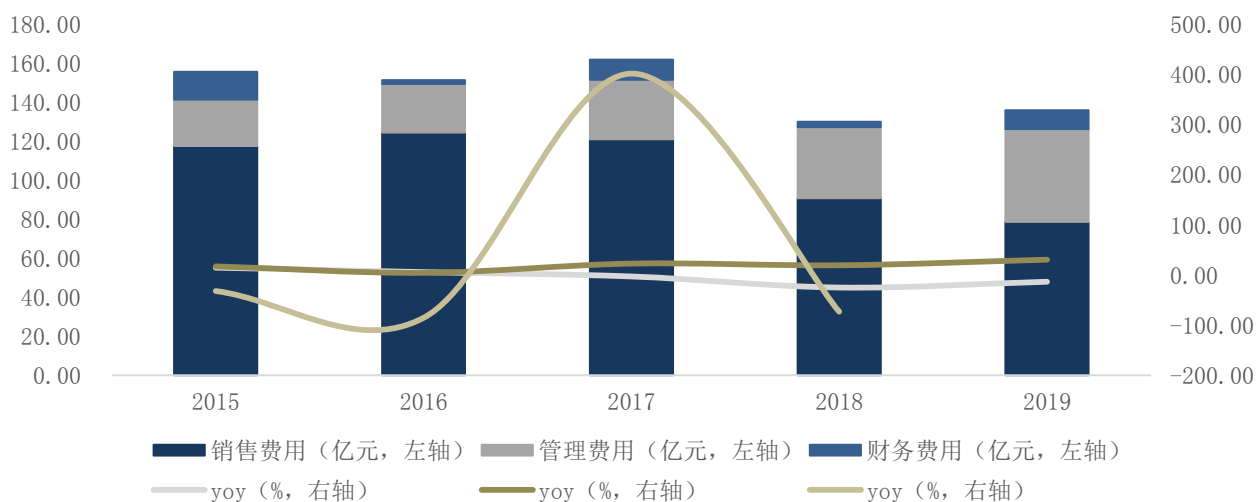
	合计	666	150	90	906
2018 年营收 (亿元)	中国	411	88	44	543
	亚洲 (不包括中国)	93	15	11	119
	非洲	25	3	12	41
	欧洲及大洋洲	42	86	24	151
	合计	571	192	91	854
同比增速	中国	15%	-29%	3%	7%
	亚洲 (不包括中国)	12%	-2%	23%	11%
	非洲	50%	101%	-30%	30%
	欧洲及大洋洲	24%	-23%	-3%	-7%
	合计	17%	-22%	-1%	6%

数据来源：中兴通讯年报，东吴证券研究所

1.2. 运营效率显著提升，经营质量稳步改善

三大期间费用小幅提升：19 年发生销售费用 78.69 亿元，较去年同比下滑 13.38%；发生管理费用 47.73 亿元，较去年同比增长 30.71%；发生财务费用 9.66 亿元，较去年同比增长 2539.39%。

图 4：中兴通讯三大费用明细



数据来源：wind，东吴证券研究所

管理费用的细项费用中，工资福利及奖金和其他费用分别占比 41% 和 44%，是管理费用的主要支出，19 年其他费用支出同比增加 81%，主要用于公司相关的法律事务费。19 年办公费用以及租赁费用分别同比下滑 21% 以及 64%。

我们认为，相关费用支出增加数据正常的合理支出范围，其中相关法律费用的增加，能有效降低公司在经营以及管理等方面的风险，中兴通讯将合规视为公司战略的三大基石之一，合规经营是中兴通讯的必由之路，是公司经营的前提和底线。

表 3：中兴通讯管理费用明细（亿元）

明细	2019	2018	yoy
工资福利及奖金	19.47	17.60	10.62%
办公费	1.01	1.28	-21.17%
摊销及折旧费	4.85	3.99	21.60%
租赁费	0.48	1.33	-63.70%
差旅费	1.02	0.80	26.35%
其他	20.90	11.51	81.54%
管理费用合计	47.73	36.51	30.71%

数据来源：中兴通讯年报，东吴证券研究所

19 年整体销售费用下降 13.38%，但是从细项数据来看，公司的广告宣传费以及咨询及服务费用具有提升，分别提升 39% 和 43%，因此，虽然总体销售费用有所下降，但是公司的整体的销售力度并未减缓，进一步说明公司运营效果提升显著。

表 4：中兴通讯销售费用明细（亿元）

明细	2019	2018	yoy
工资福利及奖金	44.26	51.34	-13.79%
咨询及服务费	6.89	4.83	42.76%
差旅费	6.37	9.25	-31.12%
业务招待费	2.42	4.65	-47.88%
办公费	2.80	3.07	-8.70%
广告宣传费	8.78	6.32	39.08%
租赁费	2.07	4.61	-55.03%
通讯费	0.88	0.95	-7.57%
其他	4.21	5.85	-27.95%
销售费用合计	78.69	90.84	-13.38%

数据来源：中兴通讯年报，东吴证券研究所

19 年财务费用增加 10.06 亿元，较去年同比增长 2537.25%，主要为利息费用增加 7.1 亿元，较去年同比增长 70.39%。

表 5：中兴通讯财务费用明细（亿元）

明细	2019	2018	yoy
利息费用	17.18	10.08	70.39%
租赁负债利息支出	0.81		
长期应付款利息支出	0.26		
减：利息收入	9.32	7.49	24.45%
货币资金利息收入	6.86	6.00	14.20%
与客户之间的合同的利息收入	2.19	1.48	47.79%
融资租赁利息收入	0.27		
汇兑损失	-0.17	-5.02	-96.67%
银行手续费	1.96	2.03	-3.19%
财务费用合计	9.66	-0.40	2537.25%

数据来源：中兴通讯年报，东吴证券研究所

利息费用增加的主要原因为，19 年中兴通讯增加对外借款规模，其中发生非流动负债 1.69 亿元，较去年同比增加 140.65%，取得借款收到的现金为 453.21 亿元，较去年同比增加 55.61%。

表 6：中兴通讯负债情况明细

细项	2017	2018	2019
流动负债 (亿元)	8.76	8.94	8.64
yoy (% , 右轴)	-4.53	2.03	-3.36
非流动负债 (亿元)	1.10	0.70	1.69
yoy (% , 右轴)	21.96	-36.17	140.65
负债合计 (亿元)	9.86	9.64	10.32
yoy (%)	-2.16	-2.22	7.11

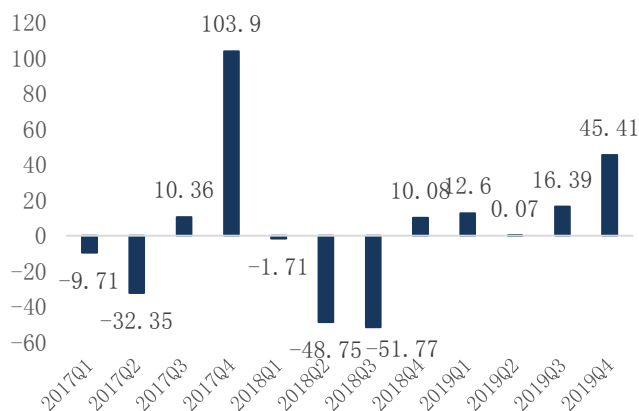
数据来源：中兴通讯年报，东吴证券研究所

2020 年 1 月非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过 130 亿元人民币（含 130 亿元人民币），扣除发行费用后的募集资金净额将用于“面向 5G 网络演进的技术研究和产品开发项目”和“补充流动资金”，我们认为，募资基金能够有效缓解中兴通讯的资金压力，也有望进一步减少利息支出费用。

1.3. 经营性现金流明显改善，每股收益显著提升

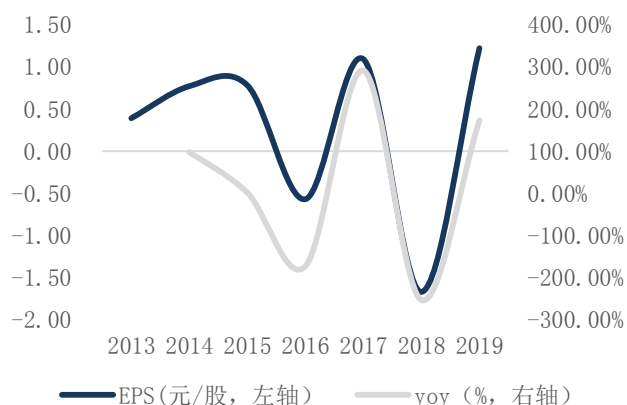
2019 年连续 4 个季度实现经营性现金流为正：18 年 Q4 以来，经营状况逐步修复，经营活动现金流显著改善，19 年实现经营活动现金流 74.47 亿元。2019 年实现每股收益 1.22 元/股，较去年同比增长 173%。

图 5：中兴通讯经营活动现金流 (亿元)



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：中兴通讯 EPS



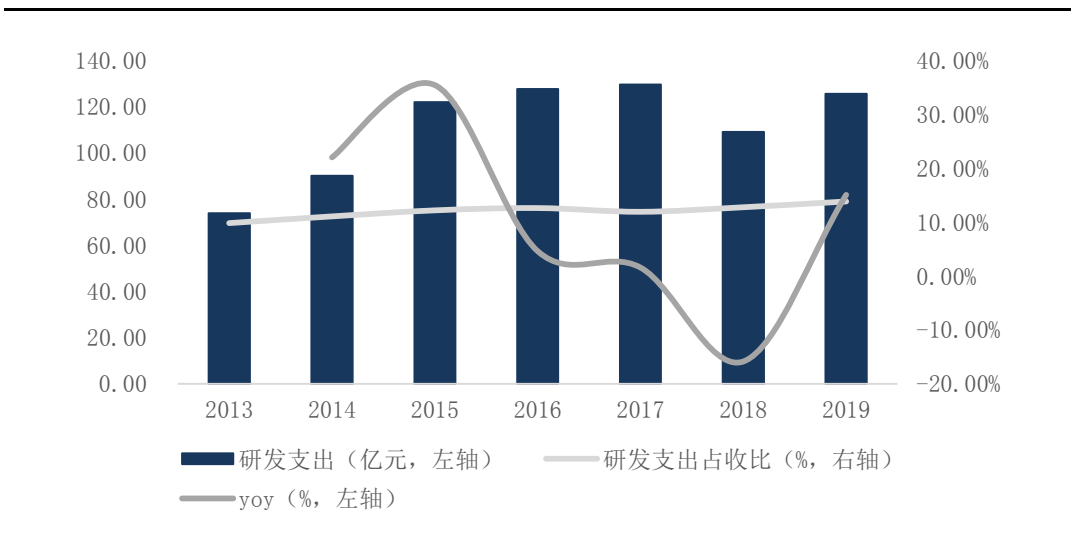
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 加码研发支出，夯实 5G 核心竞争优势

2.1. 17-19 年研发支出占收比稳步提升

2019 年研发支出为 125.48 亿元，较去年同比增长 15.06%，自 17 年开始，研发支出占收比稳步提升，19 年为 13.83%，较 2018 年（12.75%）上升 1.08pp。

图 7：研发支出情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2019 年中兴通讯研发人员为 2.83 万人，较去年同比增加 8.98%，研发人员占比为 40.39%，较 2018 年提升 2.33pp，研发人员的工资福利及奖金为 80.83 亿元，较去年同比增长 16.14%。2019 年研发投入资本化率为 18.11%，较去年下降 0.34pp。

表 7：中兴通讯研发情况

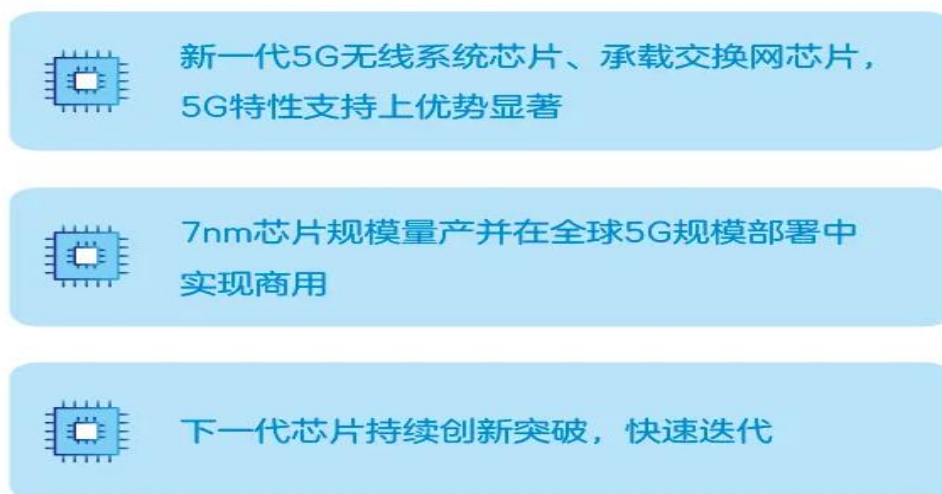
明细	2019	2018	yoy
研发人员数量 (人)	28301	25969	8.98%
研发人员数量占比 (%)	40.39%	38.06%	+2.33pp
研发投入资本化的金额 (亿元)	22.73	20.12	12.96%
资本化研发投入占研发投入的比例 (%)	18.11%	18.45%	-0.34pp
研发费用明细			
工资福利及奖金	80.83	69.60	16.14%
占比	64.41%	63.82%	+0.6pp
直接材料	4.72	3.02	56.58%
摊销及折旧费	18.00	14.61	23.18%
办公费	2.74	2.80	-1.90%
技术合作费	7.94	8.86	-10.40%
其他	11.25	10.18	10.57%

数据来源：中兴通讯年报，东吴证券研究所

2.2. 坚持发展 5G “芯” 技术及 “芯” 基础

中兴通讯将 5G 作为发展核心战略，在 5G、承载等核心产品和芯片上坚决投入，实现关键技术领先，加强产品安全，确保商业可持续，同时加快企业数字化转型，持续推进创新业务的孵化。

图 8：构筑 5G 网络“芯”基石



数据来源：中兴通讯公众号，东吴证券研究所

2.3. 全球 5G 技术研究和标准制定的主要参与者与贡献者

目前中兴是全球 5G 技术研究和标准制定的主要参与者和贡献者，截至 2019 年 12 月 31 日，拥有全球专利申请量 7.4 万件，已授权专利超过 3.4 万件；芯片专利申请 3900 余件，芯片专利布局覆盖欧、美、日、韩等多个国家和地区。根据 IPlytics2020 年 2 月的报告，公司已向 ETSI 披露 5G 标准必要专利 2561 族，位列全球前三位。

图 9：中兴通讯专利情况一览



数据来源：中兴通讯公众号，东吴证券研究所

2.4. 全球开展 5G 商用合作，推动 5G 规模商用部署

目前已经具备完整的 5G 端到端解决方案的能力，在无线、核心网、承载、芯片、终端和行业应用等方面已做好全面商用准备。

表 8：中兴通讯合作部署情况

领域	合作及部署
无线方面	在全球获得 46 个 5G 商用合同，覆盖中国、欧洲、亚太、中东等主要 5G 市场，与全球 70 多家运营商展开 5G 深度合作；
承载网领域	5G 承载端到端产品实现大规模商用部署，携手全球运营商完成 40 多个 5G 承载商用部署与现网试点。
固网领域	光接入旗舰 TITAN 容量和集成度业界最强，在中国、巴西和墨西哥等国规模应用。
大视频领域	在中国电信、中国移动、中国联通大规模应用，全球系统容量超过 1.3 亿。
垂直行业应用	截至目前公司在工业、文旅、教育、医疗、媒体、港口、环保、能源、交通、金融等 15 个行业领域发展超过 300 家合作伙伴，共同探索了 86 个 5G 应用场景，并在全球范围内成功开展超过 60 个实践项目。

数据来源：中兴通讯年报，东吴证券研究所

3. 股权激励目标达成，回购彰显发展信心

中兴通讯于 2017 年 7 月发行股权激励，拟授予的股票期权数量占《2017 股票期权激励计划（草案）》公告日公司股本总额约 3.6%，行权价格为人民币 17.06 元/股。授予的股票期权的有效期为 5 年。

授予的股票期权于授权日开始，经过 2 年的等待期，在之后的三个行权期，第一、第二和第三个行权期分别有 1/3 的期权在满足业绩条件前提下获得可行权的权利。

第一个行权期可行权的公司业绩条件已经达成：

2017 年加权平均净资产收益率（ROE）不低于 10%，以 38.25 亿元为基数，2017 年归属于与上市公司普通股股东的净利润增长率（净利润增长率）不低于 10%。

2019 年对第一期和第三期股权激励确认当期费用人民币 1.92 亿元；

3 月 27 日，中兴通讯公告拟回购股份用于员工激励或可转债；回购数量不超过公司已发行 A 股股本 1%。

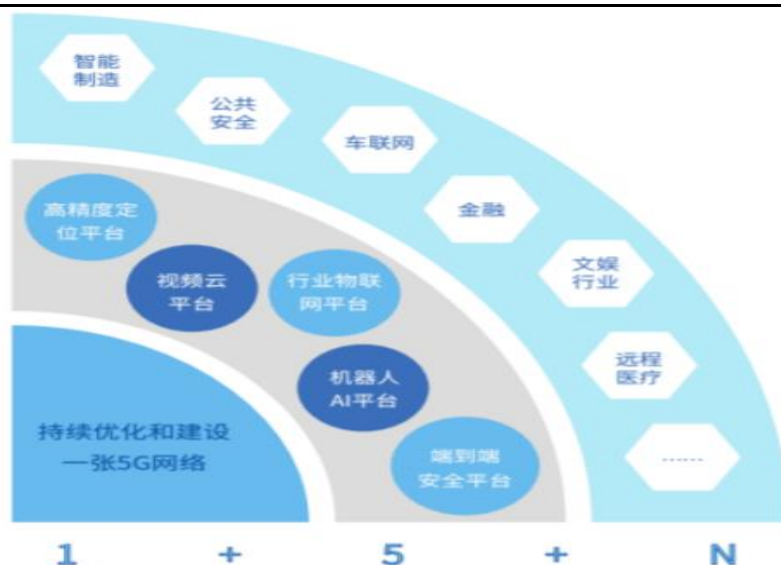
回购股份是为保持公司经营发展，保障、保护投资者的长远利益，促进股东价值的最大化，同时，进一步健全和完善公司长期激励约束机制，确保公司的经营可持续、健康发展。

4. 加快 5G 行业应用创新，三大业务助推业绩稳步向上

4.1. 加快 5G 行业应用创新

5G 商用的大幕刚刚开启，中兴通讯厚积薄发，未来将继续以 5G 业务赋能者、创新业务实践者和生态建设积极参与者的身份，继续发挥技术核心优势，为全社会数字化转型贡献力量。

图 10：中兴通讯 1+5+N 的 5G 赋能体系



数据来源：中兴通讯可持续发展报告，东吴证券研究所

助力智能制造转型：中兴通讯充分发挥 5G 技术优势，与制造行业领军企业通力合作，利用 5G 技术改造提升企业内外网络，聚焦 AR/VR、机器视觉、远程控制、云化机器人、园区安防等工业应用的创新及技术赋能，助力各行各业转型升级。

开启医疗资源新布局：中兴通讯通过 5G 打造 5G 手术室、异地高清专家视频会诊、远程手术示教、基于 AR 的远程手术指导等功能，实现医疗资源突破时空和地域限制，开启医疗资源新布局。

收购英博超算科技，加速车联网发展：中兴通讯打造“车-路-云”协同的车联网解决方案，一方面推动智能网联汽车快速发展，提供更安全、更智能的出行方式；另一方面赋能车路协同创新应用，为智能交通发展奠定基础。

2019 年收购英博超算科技有限公司，助力车联网业务大发展，英博超算是一家自动驾驶技术研发商，专注于自动驾驶技术及产品的研发，产品包括自动驾驶专用域控制器、车载实时操作系统、V2X 设备等，并为国内整车厂提供 ADAS 和自动驾驶整体解决方案。

4.2. 三大业务将助推业绩稳步向上

运营商网络业务：受益 5G 网建大发展，核心技术是重要驱动力

聚焦运营商网络演进需求，提供无线接入、有线接入、承载网络、核心网、电信软件系统与服务等创新技术和产品解决方案。

无线产品领域，在 5G 技术及应用两方面持续引领创新，处在 5G 产业化的第一阵营，与全球 70 多家运营商和 300 多家行业客户展开 5G 业务的合作，5G 的 7nm 核心芯片已实现商用。

有线产品领域，自研核心专用芯片的上市实现产品的高集成度、高性能、低功耗，极大地提升了有线产品的竞争力，PON、FTTx、100G 光传输网络累计发货量均居全球第二。

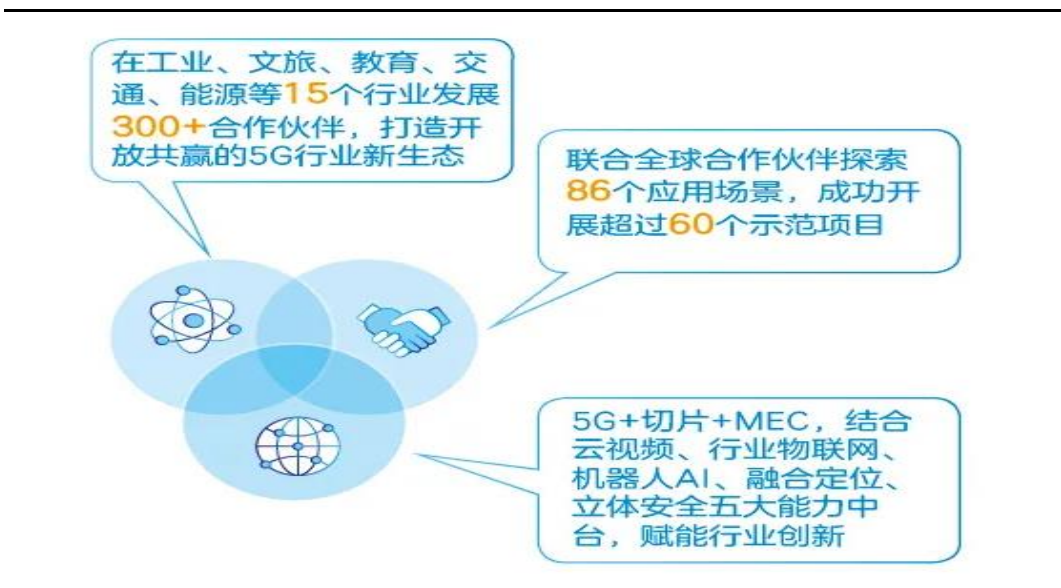
视频和能源产品领域，积累视频编解码、接入、传送、存储等技术，拥有包括视频会议、视频物联、云电脑等全系列产品，在即将到来的 5G 时代，将成为运营商网络业务新的增长点。

政企业务：抓住数字化转型机遇

自研的服务器、视讯、数通、数据库、操作系统等核心产品，也得到广泛应用，分布式数据库在大型银行核心业务正式上线，自研操作系统应用领域不断扩大。

截至目前公司在工业、文旅、教育、医疗、媒体、港口、环保、能源、交通、金融等 15 个行业领域发展超过 300 家合作伙伴，共同探索 86 个 5G 应用场景，并在全球范围内成功开展超过 60 个实践项目。

图 11：政企业务发展概况



数据来源：中兴通讯可持续发展报告，东吴证券研究所

消费者业务：持续保持全球领先

消费者业务涉及手机、数据卡、车载终端、家庭信息终端、固网宽带终端等，手机业务重点聚焦 5G 终端，积极拓展国内外运营商及消费者市场；

家庭信息终端、固网宽带终端等业务，得益于强大的研发、定制、交付能力，以及与产业链上游器件厂家、下游运营商有着长期深度的合作关系，在行业内长期保持全球领先地位。

5. 盈利预测与评级

未来我们持续看好中兴通讯业绩实现稳健增长，预计 2020-2022 年营业收入分别为 1099 亿元、1289 亿元以及 1463 亿元，归母净利润分别为 70 亿元、86 亿元以及 103 亿元，EPS 分别为 1.52 元、1.87 元以及 2.24 元，对应 PE 分别为 29X/23X/19X，维持“买入”评级。

6. 风险提示

5G 产业进度不及预期。

网络建设进度不及预期。

相关技术研发进度不及预期。

中兴通讯三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	102,567	119,570	128,531	148,327	营业收入	90,737	109,921	128,889	146,332
现金	33,309	31,694	38,962	41,467	减:营业成本	57,008	68,156	80,543	92,265
应收账款	19,778	30,339	28,426	38,292	营业税金及附加	931	2,198	2,578	2,927
存货	27,689	35,317	39,139	46,153	营业费用	7,869	13,191	15,467	17,560
其他流动资产	21,791	22,219	22,004	22,415	管理费用	4,773	7,694	10,311	10,243
非流动资产	38,635	38,469	37,759	36,218	财务费用	966	3,137	3,365	3,497
长期股权投资	2,327	2,049	1,530	732	资产减值损失	-1,281	3,133	3,609	3,658
固定资产	9,383	10,167	10,760	11,031	加:投资净收益	249	536	428	335
在建工程	1,172	1,376	1,504	1,526	其他收益	-214	-234	-244	-299
无形资产	9,595	8,719	7,808	6,772	营业利润	7,552	12,714	13,200	16,218
其他非流动资产	16,157	16,157	16,157	16,157	加:营业外净收支	-391	-3,564	-1,977	-2,771
资产总计	141,202	158,038	166,290	184,545	利润总额	7,162	9,149	11,223	13,447
流动负债	86,371	98,276	99,760	109,621	减:所得税费用	1,385	1,769	2,170	2,600
短期借款	26,646	26,646	26,646	26,646	少数股东损益	280	358	439	526
应付账款	18,356	26,935	26,586	34,725	归属母公司净利润	5,148	7,022	8,613	10,320
其他流动负债	41,369	44,695	46,527	48,249	EBIT	8,440	10,088	12,010	14,018
非流动负债	16,877	14,889	12,835	10,672	EBITDA	11,502	13,156	15,515	17,972
长期借款	10,045	8,057	6,003	3,839					
其他非流动负债	6,832	6,832	6,832	6,832	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	103,248	113,165	112,595	120,292	每股收益(元)	1.22	1.52	1.87	2.24
少数股东权益	2,875	3,233	3,672	4,198	每股净资产(元)	6.82	7.67	9.49	11.67
归属母公司股东权益	35,079	41,640	50,023	60,055	发行在外股份(百万股)	4228	4612	4612	4612
负债和股东权益	141,202	158,038	166,290	184,545	ROIC(%)	8.6%	9.6%	10.6%	11.4%
					ROE(%)	15.2%	16.4%	16.9%	16.9%
					毛利率(%)	37.2%	38.0%	37.5%	36.9%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	5.7%	6.4%	6.7%	7.1%
经营活动现金流	7,447	5,169	15,529	10,831	资产负债率(%)	73.1%	71.6%	67.7%	65.2%
投资活动现金流	-6,023	-2,600	-2,612	-2,377	收入增长率(%)	6.1%	21.1%	17.3%	13.5%
筹资活动现金流	5,722	-4,184	-5,650	-5,949	净利润增长率(%)	173.7%	36.4%	22.7%	19.8%
现金净增加额	7,372	-1,615	7,268	2,505	P/E	35.63	28.50	23.23	19.39
折旧和摊销	3,062	3,068	3,505	3,954	P/B	6.36	5.65	4.57	3.72
资本开支	6,551	112	-190	-743	EV/EBITDA	18.53	16.30	13.25	11.21
营运资本变动	-4,471	-8,114	-210	-7,431					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

