

2023年08月02日

传统业务企稳回升，加速布局新能源及算力中心市场

中贝通信(603220)

1、传统业务企稳回升，基础稳固：公司传统主业为5G新基建为代表的新型数字基础设施提供网络建设服务，是中国移动、中国电信、中国联通、中国铁塔的重要服务商，同时在国际“一带一路”沿线国家开展EPC总承包业务。公司传统业务，在全国设立了多个机构和子公司，并在中东、东南亚、非洲等地设立了海外子公司。

以中国移动为例，国内招投标情况统计，公司网络综合代维服务业务在中标省份及中标比例上均有提升，市占率提升。

海外业务方面在菲律宾、沙特、南非等国家EPC总包业务订单饱满，为公司传统业务打牢关键基础。

2、依托公司全国覆盖渠道以及上市公司平台，布局光伏、储能、动力电池等新能源业务：成立全资子公司中贝武汉新能源技术有限公司，利用资金、资源和技术服务优势，专注于光储充项目投资开发、建设运营和EPC总包业务。参股公司浙储与江淮汽车集团、安凯汽车和弗迪电池等紧密合作，参与动力电池、储能电池产品的开发和生产。

3、注资收购容博达云计算公司，提速智算中心布局：公司在合肥投资建设智算中心，注资收购容博达70%股权协议已经签署。容博达正在建设的合肥数据机房项目，占地面积2万平方米，年电力指标20026.85万度，满足公司在合肥投资3000P算力中心需要。

公司发布公告与恒为科技及第三方拟共同出资2亿元，设立合资公司，主要业务为投资建设智算算力中心，选址长三角地区国家算力节点城市。该智算中心项目建设计划在2023年第三季度启动，计划提供不低于500P的算力运营服务能力。

4、财务指标分析：公司传统经营稳健，新业务研发投入加大。

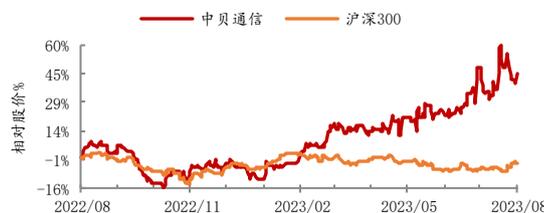
5、公司盈利预测与可比公司估值

预计公司2023-2025年收入33亿元、38.16亿元、44.16亿元，每股收益0.54元、0.63元、0.75元，对应2023年8月2日16.58元/股，2023-2025年公司PE分别为30.74倍、26.33倍、22.22倍，行业平均估值为40倍，考虑到公司业绩成长性，目前公司估值较低，首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示：运营商业竞争加剧毛利率持续承压，新能源及算力等新业务投入期，市场扩张及营收规模增长不及预期，拟共同出资等事项的不确定风险。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	16.58
股票代码：	603220
52周最高价/最低价：	19.5/9.58
总市值(亿)	55.77
自由流通市值(亿)	55.35
自由流通股数(百万)	333.82



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

相关研究

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,641	2,643	3,300	3,816	4,416
YoY (%)	27.8%	0.1%	24.8%	15.7%	15.7%
归母净利润(百万元)	182	109	181	212	251
YoY (%)	219.1%	-40.1%	66.7%	16.8%	18.5%
毛利率 (%)	19.9%	17.0%	19.0%	19.1%	19.2%
每股收益 (元)	0.54	0.32	0.54	0.63	0.75

ROE	10.6%	6.1%	9.5%	9.9%	10.5%
市盈率	30.70	51.81	30.74	26.33	22.22

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司基本情况介绍.....	4
2. 通信业务与新能源业务比翼齐飞.....	8
3. 财务指标分析：公司传统经营稳健，新业务研发投入加大.....	12
4. 公司最新业务展望：智算中心布局提速.....	13
5. 公司盈利预测与可比公司估值.....	14
5.1. 盈利预测.....	14
5.2. 可比公司估值.....	14
6. 风险提示.....	15

图表目录

图 1 公司当期主要业务领域.....	4
图 2 公司拥有行业资质.....	5
图 3 公司分业务收入情况（单位：亿元）.....	6
图 4 基站数量（单位：万个）.....	7
图 5 数据中心机架数量（单位：万个）.....	7
图 6 2017-2023 年中国光伏新增装机容量变化.....	7
图 7 2017-2022 年中国动力电池装机量统计.....	7
图 8 2021-2026 年中国储能电池市场规模预测（单位：亿元）.....	8
图 9 公司 5G 新基建收入（单位：亿元）&毛利率%.....	9
图 10 公司智慧城市与 5G 行业应用收入（单位：亿元）&毛利率%.....	9
图 11 “溜呗出行”软件优势.....	10
图 12 公司光电子器件及其他项目收入（单位：亿元）&毛利率%.....	10
图 13 荆门锐择 WDM 产品列举.....	11
图 14 光伏电站示意图.....	12
图 15 储能系统示意图.....	12
图 16 公司整体营收稳定增长（单位：亿元）.....	13
图 17 公司毛利率（单位：%）.....	13
图 18 公司三费情况（单位：亿元）.....	13
表 1 公司盈利预测.....	14
表 2 可比公司估值.....	15

1. 公司基本情况介绍

中贝通信集团股份有限公司成立于 1992 年，**主业聚焦 5G 新基建、云网算力服务，主要为政府和行业客户提供基于云主机的算力、存储、云服务和解决方案，以及 5G 新基建、智慧城市与行业应用服务和光电子器件产品**，是中国移动、中国电信、中国联通、中国铁塔的重要服务商，在国际“一带一路”沿线国家开展 EPC 总承包业务。

中贝通信业务已覆盖国内大部分省份和中东、东南亚、非洲等海外国家；公司坚持技术和服务为导向，深化核心专业技术、系统平台和全生命周期项目管理，形成武汉管理中心、北京营销中心、香港国际中心三足鼎立协同发展的经营局面。

能源业务作为第二主业，大力布局新能源产业，投资新能源汽车动力电池及系统产线、储能系统设备产线，投资分布式光储充项目开发、建设运营，力争在“十四五”末期，公司新能源业务在细分行业领域拔得头筹，成为核心主导业务。

图 1 公司当期主要业务领域



资料来源：公司公告，华西证券研究所整理

图 2 公司拥有行业资质

资质	级别	资质	级别
通信工程施工总承包	壹级资质	工程设计	甲级资质
通信信息网络系统集成	甲级资质	工程咨询	甲级资质
电子与智能化专业承包	壹级资质	工程勘察	甲级资质
安防工程	壹级资质	城市及道路照明工程专业承包	叁级资质
对外通信工程	承包资质	机电工程施工总承包	叁级资质
通信网络代维	甲级资质	电力工程施工总承包	叁级资质
通信建设工程企业安全生产服务	甲级资质	钢结构工程专业承包	叁级资质
CMMI / ITSS	认证资质	建筑工程施工总承包	叁级资质
承装(修、试)电力设施许可	四级资质	建筑装修装饰工程专业承包	贰级资质

资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.1.1. 公司经营情况

2022 年，公司保持了整体收入基本稳定，全年实现营业收入 26.43 亿元，与去年同期相比基本持平；但是由于不可抗力因素影响，公司毛利率下滑，公司实现归母净利润 1.09 亿元，同比下滑 40.11%。

移动市场稳固，电信、联通与铁塔均获得较大突破：公司 5G 新基建业务实现营业收入 21.90 亿元，占公司营业总收入的 83.13%。2022 年，在保持移动市场基本保持稳定的同时，新增中标四川电信、北京电信、福建电信与湖南电信 5G 建设项目，新增北京联通、重庆联通、安徽联通、内蒙古联通与湖南联通 5G 建设项目，新增浙江铁塔、重庆铁塔、福建铁塔与河北铁塔配套建设项目。

海外重点、优质客户 EPC 业务斩获颇丰：海外市场以工程总承包为业务支点，围绕重点和优质客户积极开发市场，2022 年，连续中标菲律宾 DITO 通信基站、通信油机采购施工总承包项目、沙特 ZAIN 长途干线边缘网光缆总承包与南非多家电信运营商的 FTTH 总承包项目，全年新增中标项目金额约 9.8 亿元。

智慧城市与 5G 行业应用业务实现营业收入 3.85 亿元，占公司营业总收入的 14.61%，其中在全国 15 个省份 27 个地市累计投放 8 万余辆共享单车，运行成果突出。

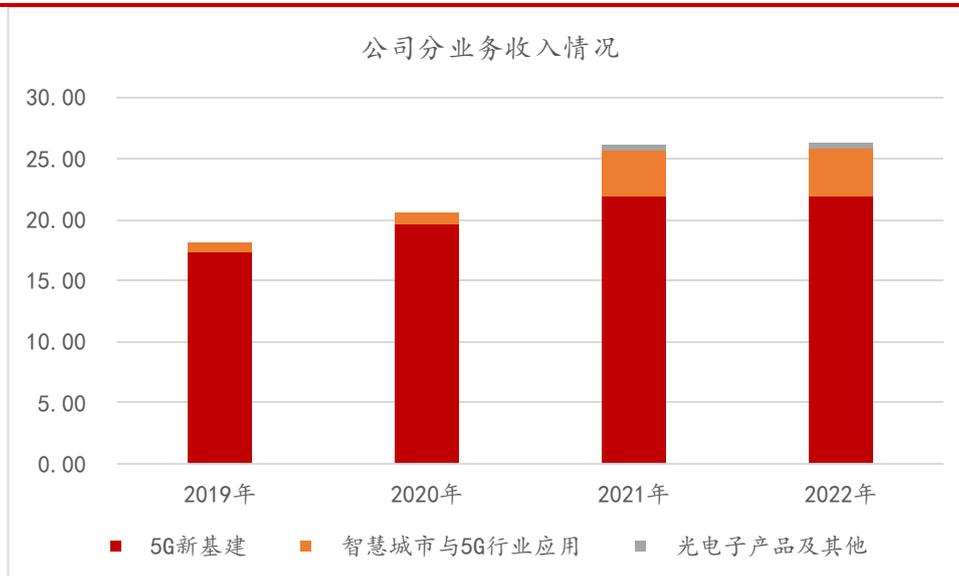
在光器件产品方面，受国内整体环境影响，公司下属子公司荆门锐择生产多次停产，出货量不及预期。**在稳定光纤耦合器及波分产品的同时，荆门锐择在车载激光雷达相关产品上积极进行布局和深度开发，相关产品预计 2023 年可实现量产。**

夯实主营业务，大力拓展新能源业务：2022 年公司新增太阳能发电技术服务、合同能源管理、储能技术服务和电动汽车充电基础设施运营等业务。在 2022 年底成立了全资子公司中贝武汉新能源技术有限公司，积极开展工商业光伏储能项目的投资运营与光伏储能项目 EPC 总包业务。

2023 年公司出资 2.8 亿元，参股浙储能源 43%的股权。浙储能源技术团队具备多年的电池管理系统行业经验和较强的技术研发能力，自主开发的 CSC 电池管理系

统，能够实现新能源汽车和储能、备电等各类型新能源应用场景。通过此次参股，可为公司开展锂电池储能相关业务提供强有力的技术支持，同时有效解决公司储能业务相关产品供应的及时性与稳定性。

图 3 公司分业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

1.1.2. 公司所处行业分析：通信及信息服务、新能源行业持续增长态势

5G 新基建：通信行业发展现状良好，政策不断推动：2022 年，国家发改委等 12 部门联合发布的《关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知》提出加快新型基础设施重大项目建设，引导电信运营商加快 5G 建设进度，支持工业企业加快数字化改造升级，推进制造业数字化转型；加快实施大数据中心建设专项行动，实施“东数西算”工程，加快长三角、京津冀、粤港澳大湾区等 8 个国家级数据中心枢纽节点建设。

以数据中心、云计算、大数据、物联网等为主的新兴数字化服务快速发展：5G、千兆光网等新型基础设施建设加快推进，网络连接终端用户规模不断扩大；云计算等新兴业务快速增长。数字消费广泛渗透居民生产生活，产业数字化进程不断提速，信息通信融合应用加速赋能传统行业转型升级。

截至 2022 年底，全国移动通信基站总数达 1083 万个，全年净增 87 万个。其中 5G 基站为 231.2 万个，全年新建 5G 基站 88.7 万个，占移动基站总数的 21.3%，占比较上年末提升 7 个百分点。

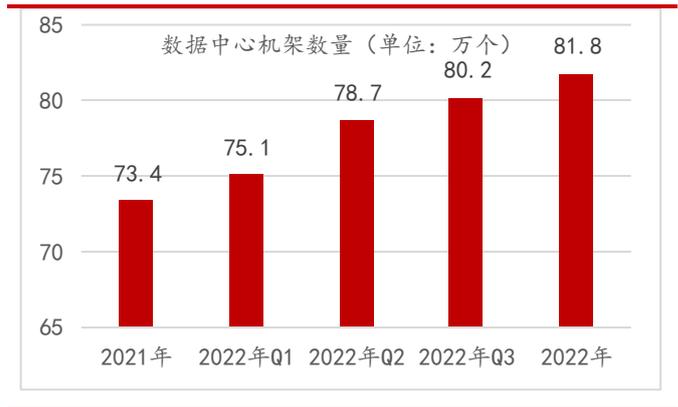
截至 2022 年底，三家基础电信企业为公众提供服务的互联网数据中心机架数量达 81.8 万个，全年净增 8.4 万个。

图 4 基站数量 (单位: 万个)



资料来源: 工信部, 华西证券研究所

图 5 数据中心机架数量 (单位: 万个)



资料来源: 工信部, 华西证券研究所

新能源: 随着“双碳”战略目标的逐步推进, 国内光伏、锂电池技术、产业链不断发展完善和生产规模的不断扩大, 每瓦投资成本大幅降低, 加上各地纷纷出台各种支持新能源发展的扶持政策, 光伏、风电等清洁能源以及储能系统电力的入网比例大幅提高, 光伏、储能投资运营商业模式逐渐成熟, 运营场景不断丰富, 为光伏、储能市场带来了巨大的发展空间。

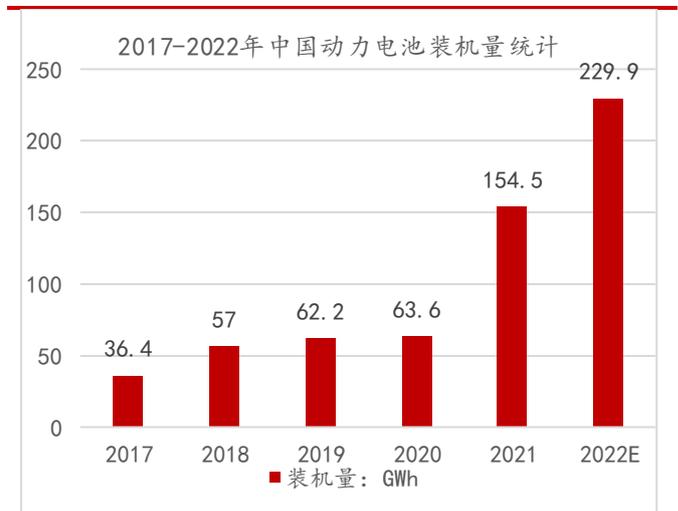
新能源产业景气度持续: 据中国光伏行业协会数据, 2023 年中国光伏新增装机容量将达到 81.6GW, 同比增长 17.9%; 随着新能源车渗透率快速增长, 中国动力电池市场将会持续成长。中商产业研究院统计, 2022 年动力电池装机量达 229.9GWh, 同比增长 48%。随着锂离子电池成本快速下降, 根据前瞻产业研究院预测, 我国未来几年储能电池出货量有望超过 60GWh, 市场规模有望突破千亿元。

图 6 2017-2023 年中国光伏新增装机容量变化



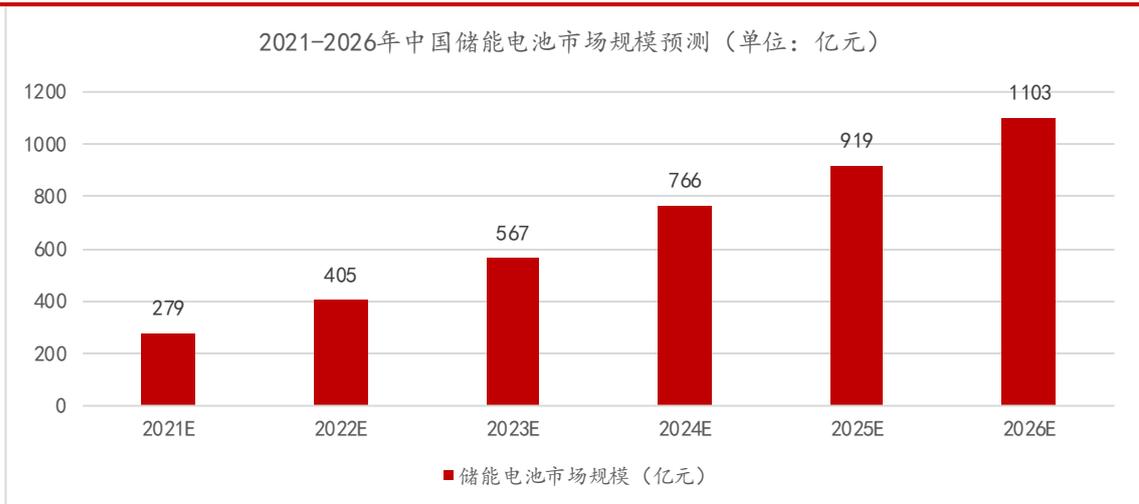
资料来源: 中国光伏行业协会, 华西证券研究所

图 7 2017-2022 年中国动力电池装机量统计



资料来源: 中商产业研究院, 华西证券研究所

图 8 2021-2026 年中国储能电池市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

2. 通信业务与新能源业务比翼齐飞

2.1.1. 5G 新基建：支撑网络强国建设和数字经济发展的全生命周期服务，市场占有率不断提升

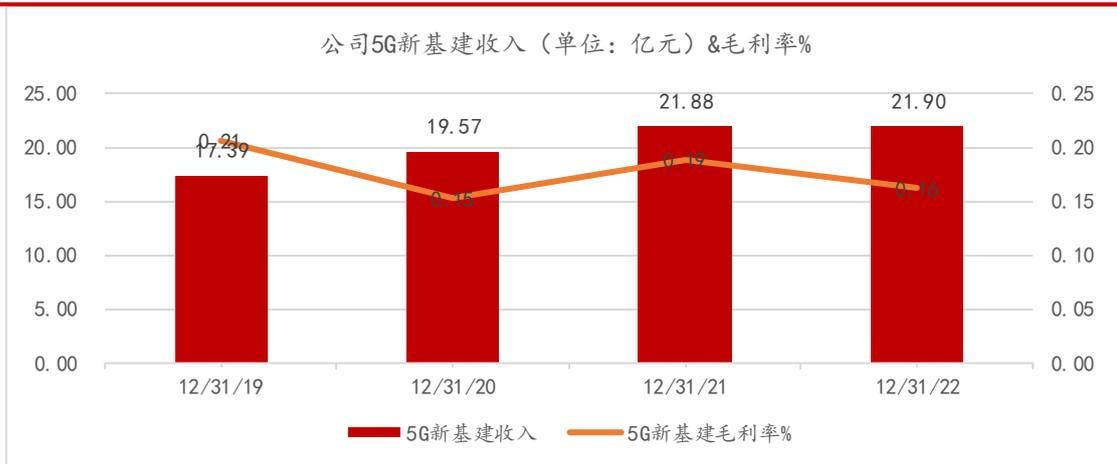
5G 网络建设主要是为客户提供包括 5G 移动通信网络、光传输千兆光网等新型数字基础设施在内的网络建设服务，包括网络规划与设计、项目实施与交付、系统网络维护，提供全生命周期项目管理特点的一体化服务。

以 5G 移动通信网为代表的新型数字基础设施，将有力支撑网络强国建设和数字经济发展，为技术创新、产业创新和应用创新提供重要基础支撑。

公司已在全国设立了近 30 个二级经营机构与子公司，在中东、东南亚、非洲等区域设立了多个海外子公司，将公司核心专业技术、系统平台和全生命周期项目管理经验推广到中东、东南亚、非洲等业务区域。

2023 年 7 月 26 日，公司公告中标中国移动网络综合代维服务业务，在中标省份及中标比例上均有提升。其中福建省为公司新增中标省份，广东省中标比例由 3.5% 增长到 11%，安徽省中标比例由 10% 增长到 17%，贵州省中标比例由 11% 增长到 16%，湖北省维持原有份额。

图 9 公司 5G 新基建收入（单位：亿元）&毛利率%



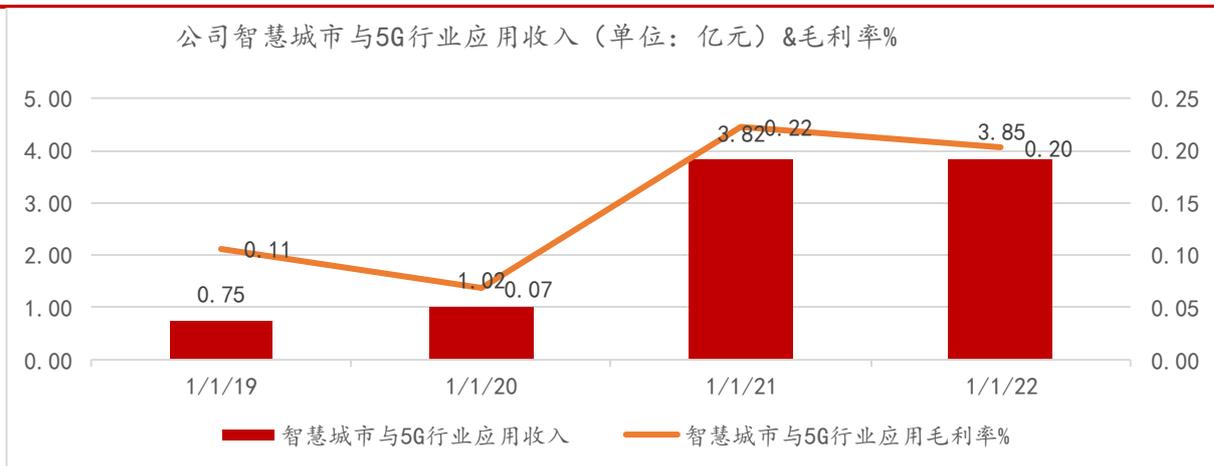
资料来源：wind，华西证券研究所

2.1.2. 智慧城市与 5G 行业运用：全业务解决方案的创新融合

智慧城市项目包含方案设计、系统平台开发与安装调测等全业务环节服务，为客户提供一揽子解决方案。智慧城市项目涵盖专用通信网络、计算机网络、视频监控、智慧小区、机电与弱电系统、软件系统平台与应用等各专业技术领域。公司重点围绕智能交通、智慧能源等领域为客户及合作伙伴提供服务，提升交通系统运行效率和管理水平，依托自主可控的运营平台，开展共享电动单车运营，提供智能绿色出行服务。

5G 网络技术将开启物联网时代，并渗透至各行各业。公司面向 IDC 机房建设、智能交通、智慧能源等领域，结合大数据、云计算、人工智能等创新技术，提升 5G 行业应用技术水平、扩展行业应用。

图 10 公司智慧城市与 5G 行业应用收入（单位：亿元）&毛利率%



资料来源：wind，华西证券研究所

云网智算与智慧城市

为政府与行业提供基于云主机的算力、存储、云服务和解决方案，为 AI 企业提供智算服务；致力于为数字经济发展提供高性能、大容量、安全可靠中大型算力中心

的投资、建设、运营业务。提供数据中心、计算机网络、视频监控、智慧小区、智能化系统、软件系统平台与应用等各专业技术领域一揽子解决方案和服务。

智慧出行：公司官网显示，“溜呗出行”构建智能、绿色、环保的城市出行解决方案，共享电单车已分布全国 15 个省、23 个地市，在线运营车辆 10 万辆。由海南中贝智能科技有限公司与天津溜呗智能科技有限公司投资与营运。

图 11 “溜呗出行”软件优势

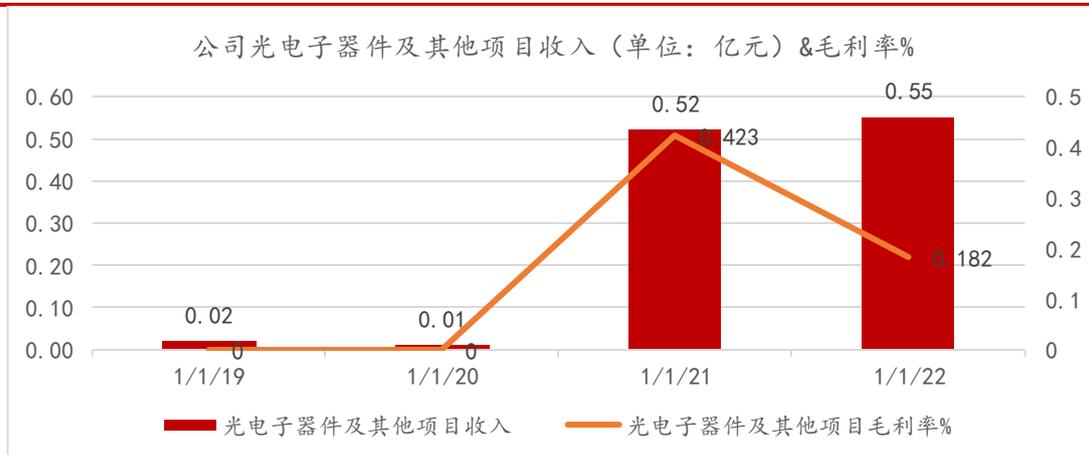


资料来源：溜呗出行官网，华西证券研究所

2.1.3. 光电子器件：上游延伸布局光学电子元器件市场

公司光电子器件的业务主体是子公司荆门锐择光电科技有限公司，荆门锐择是一家集光学技术研究、光学产品开发和制造于一体的高新技术企业。围绕“光通讯产品、物联网传感器以及超快光纤激光器”三大领域进行产品研发，包括 400G/800G 超高速光模块、PLC 光分路器与模组、WDM 模组与粗波分复用器、超快光纤激光器等，可广泛应用于算力中心、通信网络与电动汽车激光雷达等领域。

图 12 公司光电子器件及其他项目收入（单位：亿元）&毛利率%



资料来源：wind，华西证券研究所

荆门锐择主要产品包括高端光耦合器、WDM 模组、密集波分复用器、保偏器件、高功率器件以及车载激光雷达组件等，其产品可广泛应用于数据中心、5G 基站、通信终端、激光雷达、高功率激光等领域。

图 13 荆门锐择 WDM 产品列举



资料来源：荆门锐择光电科技官网，华西证券研究所

2.1.4. 新能源业务：全资子公司布局“光储充”项目开发及储能系统建设

全资子公司中贝武汉新能源技术有限公司以光储充项目投资开发、建设运营为着力点，聚焦发展储能系统，光储充项目投资开发、建设运营和 EPC 总包业务。同江淮汽车集团股份有限公司、安凯汽车股份有限公司及弗迪电池有限公司紧密合作，参与动力电池产品的开发与生产。投资设立电池系统工厂，建设锂离子电池 10Gwh 锂离子电池与储能系统的生产线，开展电池管理系统及电池模组梯次利用的研发、生产和销售，构建新能源动力电池生产、储能系统集成和技术服务能力。

光伏与储能投资、运营：投资、建设和运营工商业分布式光伏电站、储能项目，形成以研发设计为先导、分布式光伏电站投资运营为重点、光伏电站 EPC 总包为基础的业务格局。储能系统全部采用 BYD 弗迪刀片电芯，具有高密度、高品质、高安全性优势。

动力电池、储能系统研发与制造：根据公司公告 2023 年 3 月 8 日，公司增资浙储能源集团有限公司，增资完成后，浙储能源将成为公司的参股公司，公司合计持有浙储能源 43% 股权。

浙储能源与弗迪电池、江淮汽车、安凯汽车合作建立磷酸铁锂动力电池产线。工商业储能系统、大型储能与户用储能系统的研发、制造及销售。

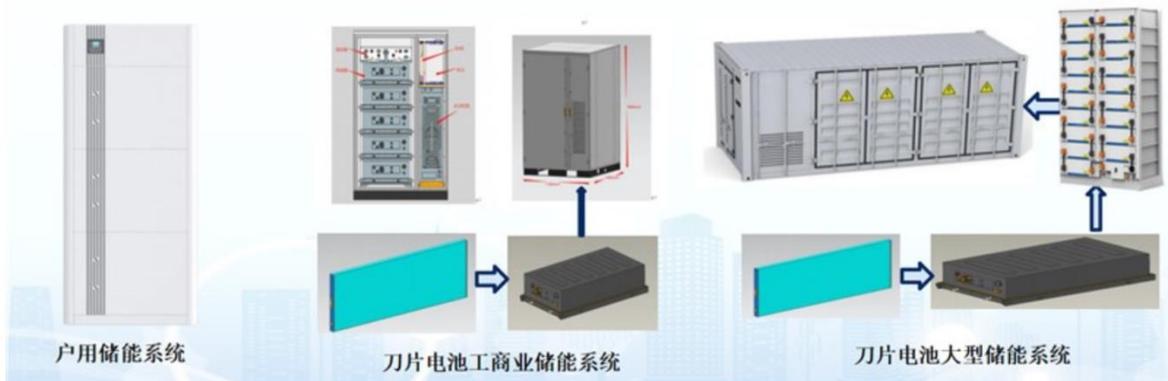
浙储能源电池 CSC 系统技术能力得到江淮汽车、安凯汽车及锂离子电池生产头部企业比亚迪的充分认可，在售及在开发中的产品涵盖轻卡、大巴、重卡、皮卡、SUV、乘用车、家庭储能、工商业储能、大型储能类产品,相关产品实现了 Wh 级到 MWh 级无缝覆盖。

图 14 光伏电站示意图



资料来源：中贝通信官网，华西证券研究所

图 15 储能系统示意图



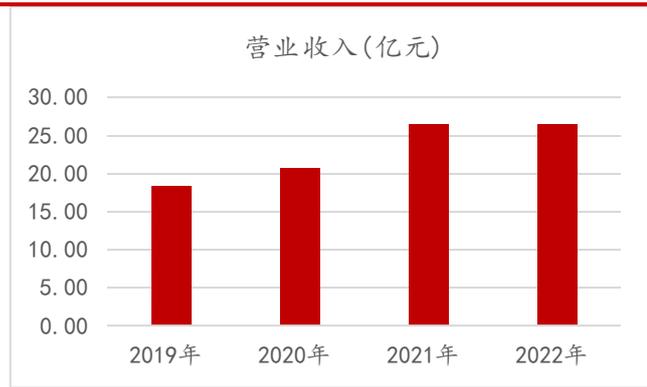
资料来源：中贝通信官网，华西证券研究所

3. 财务指标分析：公司传统经营稳健，新业务研发投入加大

营收及利润情况稳健：5G 新基建及相关应用业务是公司基本盘，面对非常不确定的外部环境，公司 2022 年营业收入依旧保持稳健，但是毛利率压力较大。

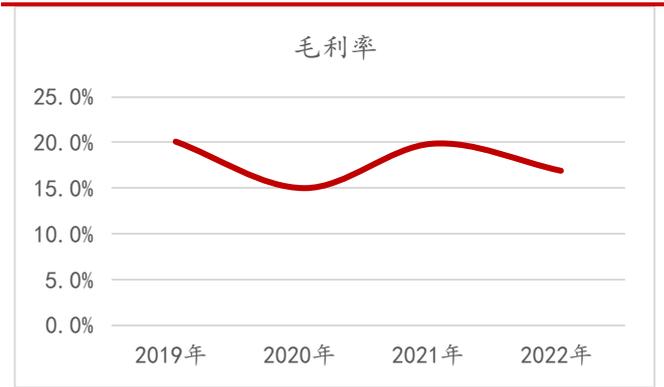
公司新业务投入加大，研发费用维持较高水平；根据公司长期生产经营需要，新增了长期借款和短期借款，产生的银行借款利息支出比上年有大幅增加，财务费用上升显著，整体负债率维持较为健康水平。

图 16 公司整体营收稳定增长（单位：亿元）



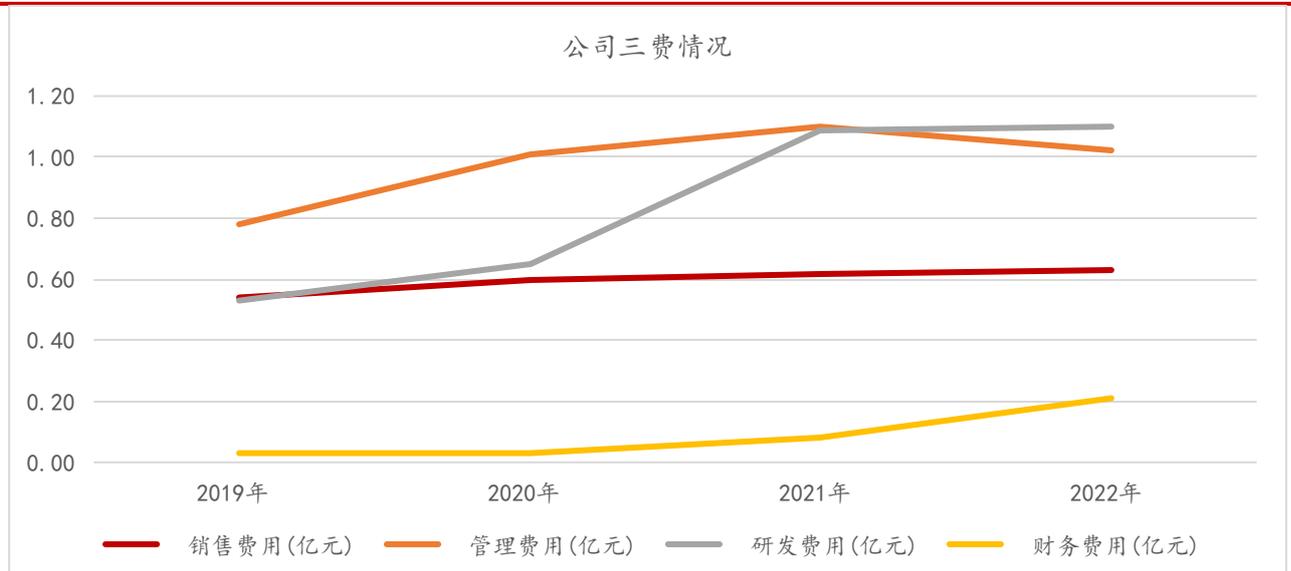
资料来源：wind，华西证券研究所

图 17 公司毛利率（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 18 公司三费情况（单位：亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

4. 公司最新业务展望：智算中心布局提速

注资收购容博达云计算公司，提速智算中心布局：根据公司 2023 年 7 月 24 日公告，依据公司智算算力中心建设整体规划布局，公司决定在合肥投资建设智算中心，同时公司注资收购容博达 70%股权协议已经签署，工商股权变更于公告日期一周内已经完成。

容博达云计算公司正在建设的合肥数据机房项目，占地面积 2 万平方米，总体规划建筑面积 4 万平方米，PUE 值 ≤ 1.3 ，核定能耗指标 2.46 万吨标准煤，年电力指标 20026.85 万度，满足公司在合肥投资 3000P 算力中心需要。

7月25日，公司发布公告与恒为科技及第三方拟共同出资2亿元，设立合资公司，由中贝通信控股出资不低于1.2亿元，主要业务为投资建设智算算力中心，选址长三角地区国家算力节点城市。该智算中心项目建设计划在2023年第三季度启动，计划提供不低于500P的算力运营服务能力。

5. 公司盈利预测与可比公司估值

5.1. 盈利预测

公司立足5G新基建及智慧城市等传统业务同时，不断拓展光伏、储能、动力电池等新能源市场以及算力中心领域，多业务领域有望实现业务突破。

5G新基建：受益国内外通信建设需求持续扩张，尤其是海外业务放量，公司该业务有望恢复增长，毛利率回到正常水平。

智慧城市与5G行业应用：国内数字经济市场不断延伸，智慧城市建设方兴未艾，5G应用百花齐放，预计公司该业务收入增速预期稳定，毛利率维持稳定。

光电子产品：作为公司新兴业务公司基于电信及数通市场持续扩张，收入增长有望加速，毛利率回升至40%的水平。

表 1 公司盈利预测

报告日期	2021 年年报	2022 年年报	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
营业收入(亿元)	26.22	26.30	33.00	38.16	44.16
5G 新基建	21.88	21.90	27.38	31.48	36.20
增速%			25%	15%	15%
智慧城市与 5G 行业应用	3.82	3.85	4.47	5.18	6.01
增速%			16%	16%	16%
光电子产品及其他	0.52	0.55	1.16	1.50	1.95
增速%			110%	30%	30%
营业成本(亿元)	21.02	21.87	26.71	30.86	35.67
5G 新基建	17.75	18.35	22.45	25.81	29.69
智慧城市与 5G 行业应用	2.97	3.07	3.57	4.14	4.81
光电子产品及其他	0.30	0.45	0.69	0.90	1.17
毛利率(%)	19.8%	16.8%	19.0%	19.1%	19.2%
5G 新基建	18.87	16.20	18%	18%	18%
智慧城市与 5G 行业应用	22.25	20.18	20%	20%	20%
光电子产品及其他	41.76	18.69	40%	40%	40%

资料来源：wind，华西证券研究所

5.2. 可比公司估值

预计公司2023-2025年收入33亿元、38.16亿元、44.16亿元，每股收益0.54元、0.63元、0.75元，对应2023年8月2日16.58元/股，2023-2025年公司PE分别为30.74倍、26.33倍、22.22倍，行业平均估值为40倍，考虑到公司业绩成长性，目前公司估值较低，首次覆盖给予“增持”评级。

表 2 可比公司估值

代码	简称	总市值	流通市值	市盈率 PE		
				TTM	23E	24E
行业均值				65.40	40.22	29.20
002544.SZ	普天科技	158.04	154.71	73.16	51.68	38.25
002929.SZ	润建股份	85.06	60.08	18.44	13.22	9.87
300560.SZ	中富通	37.91	28.50	104.61	55.75	39.49
603220.SH	中贝通信	55.77	55.35	45.91	30.74	26.33

资料来源：wind，华西证券研究所

6. 风险提示

运营业务竞争加剧毛利率持续承压，新能源及算力等新业务投入期，市场扩张及营收规模增长不及预期，拟共同出资等事项的不确定风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,643	3,300	3,816	4,416	净利润	111	185	216	256
YoY (%)	0.1%	24.8%	15.7%	15.7%	折旧和摊销	40	20	20	20
营业成本	2,195	2,671	3,086	3,567	营运资金变动	-150	-303	2,189	-1,147
营业税金及附加	11	18	21	24	经营活动现金流	51	-85	2,442	-851
销售费用	63	92	107	124	资本开支	-170	-3	-3	-3
管理费用	102	148	172	199	投资	1	0	0	0
财务费用	21	16	20	22	投资活动现金流	-161	-9	-8	-7
研发费用	110	165	191	221	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	债务募资	304	100	100	100
投资收益	5	4	5	6	筹资活动现金流	204	36	79	75
营业利润	122	199	233	276	现金净流量	117	-57	2,513	-783
营业外收支	-3	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	119	199	232	275	成长能力				
所得税	8	14	16	19	营业收入增长率	0.1%	24.8%	15.7%	15.7%
净利润	111	185	216	256	净利润增长率	-40.1%	66.7%	16.8%	18.5%
归属于母公司净利润	109	181	212	251	盈利能力				
YoY (%)	-40.1%	66.7%	16.8%	18.5%	毛利率	17.0%	19.0%	19.1%	19.2%
每股收益	0.32	0.54	0.63	0.75	净利率	4.1%	5.5%	5.6%	5.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.3%	2.0%	3.1%	2.2%
货币资金	882	825	3,338	2,555	净资产收益率 ROE	6.1%	9.5%	9.9%	10.5%
预付款项	30	134	154	178	偿债能力				
存货	483	3,969	317	3,645	流动比率	1.37	1.18	1.36	1.23
其他流动资产	2,242	3,048	2,019	3,842	速动比率	1.12	0.57	1.25	0.77
流动资产合计	3,638	7,976	5,829	10,220	现金比率	0.33	0.12	0.78	0.31
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	59.8%	77.7%	67.4%	77.9%
固定资产	265	250	235	220	经营效率				
无形资产	21	19	17	15	总资产周转率	0.60	0.49	0.48	0.49
非流动资产合计	994	986	979	972	每股指标 (元)				
资产合计	4,632	8,962	6,808	11,192	每股收益	0.32	0.54	0.63	0.75
短期借款	526	526	526	526	每股净资产	5.30	5.70	6.33	7.08
应付账款及票据	1,703	5,421	2,809	6,702	每股经营现金流	0.15	-0.25	7.26	-2.53
其他流动负债	420	794	937	1,070	每股股利	0.14	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,649	6,741	4,271	8,299	估值分析				
长期借款	113	213	313	413	PE	51.81	30.74	26.33	22.22
其他长期负债	7	7	7	7	PB	1.93	2.91	2.62	2.34
非流动负债合计	120	220	320	420					
负债合计	2,768	6,961	4,591	8,718					
股本	336	336	336	336					
少数股东权益	79	83	87	92					
股东权益合计	1,863	2,001	2,217	2,473					
负债和股东权益合计	4,632	8,962	6,808	11,192					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，6年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域；

柳珏廷：理学硕士，3年证券研究经验，主要关注云和5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。