

拟全资控股新华三，ICT 龙头再起航

华泰研究

2023 年 1 月 05 日 | 中国内地

更新报告

通信设备制造

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

32.25

研究员

SAC No. S0570520090002
SFC No. BNC535

余熠
yuyi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

黄乐平, PhD
lepingshuang@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570122080148
wangke020520@htsc.com

王珂
+(86) 21 2897 2228

HPE 实体拟出售新华三全部股权，紫光股份拟全资控股新华三

近日 HPE 实体向紫光国际发出《关于行使卖出期权的通知》，HPE 开曼和 Izar Holdings Co 将向全资子公司紫光国际出售其持有的新华三合计 49% 股权，收购价对应 2021 年 5 月至 2022 年 4 月的扣非净利润 PE 15x。交易完成后，紫光股份将持有新华三 100% 的股权。我们认为此次交易有望增厚上市公司净利润，新华三深度布局“云-网-边-端-芯”全产业链，有望受益于国内数字经济发展，持续拓展市场份额。我们预计其 22-24 年归母净利润为 24.68/30.17/36.76 亿元，基于分部估值法，给予公司目标市值 922.3 亿元，目标价为 32.25 元，对应 23 年 PE 30.57x，维持“增持”评级。

收购完成后上市公司净利润有望增厚，管理效率进一步优化

子公司新华三是上市公司主要利润来源，2022 年前三季度，子公司新华三实现营收/归母净利润 367.19/30.43 亿元，同比增长 18.87%/12.99%；2021 年公司实现营收/归母净利润 443.51/34.34 亿元，同比增长 20.52%/22.24%。以 2021 年为例，紫光股份归母净利润为 21.48 亿元，新华三剩余 49% 股权对应净利润为 16.83 亿元，相当于上市公司归母净利润的 78.3%。我们认为若本次收购成功完成，紫光股份将 100% 控股子公司新华三，公司净利润有望显著增厚，此外全资控股有望助力公司管理效率进一步优化。

“云-网-边-端-芯”全产业链布局，多项产品份额领先

新华三是国内 ICT 设备龙头厂商，多项产品市场份额领先行业。据 IDC 数据，2022 年前三季度，新华三以 36.6%/37.0% 的份额位居中国企业网交换机市场第一/园区交换机市场第一；服务器销售额占整体市场份额 15.7%，蝉联中国市场第二；路由器市占率达 2%。随着国内数字经济、信创发展及云计算投资企稳向好，公司作为数字化解决方案领导者和中国网络市场领导者，有望进一步深化“云-网-边-端-芯”全产业链布局，提升 ICT 竞争力。

维持“增持”评级

考虑到汇兑损失/政府补助减少对公司业绩的影响，我们调整其 22-24 年归母净利润预测至 24.68/30.17/36.76 亿元（前值：29.29/36.98/-亿元）。不考虑新华三剩余 49% 股权并表因素，我们预计 23 年其网络设备/服务器及存储器/软件及系统集成/云计算/IT 分销板块分别贡献净利润 19.23/2.13/1.03/7.13/0.65 亿元，基于分部估值法（详见正文部分），各板块业务分别给予 23 年 PE 23/20/31/55/20x，对应公司目标市值 922.31 亿元（前值：1040 亿元），目标价 32.25 元（前值：36.36 元），维持“增持”评级。

风险提示：1) 公司自研芯片进度不及预期或投入过大；2) 创新业务发展不及预期；3) 新业务市场不及预期。

经营预测指标与估值

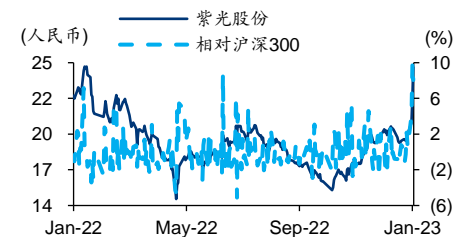
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	59,705	67,638	77,185	88,734	101,515
+/-%	10.36	13.29	14.12	14.96	14.40
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,895	2,148	2,468	3,017	3,676
+/-%	2.78	13.35	14.90	22.25	21.85
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.66	0.75	0.86	1.05	1.29
ROE (%)	9.49	10.63	11.00	12.42	13.60
PE (倍)	37.21	32.83	28.57	23.37	19.18
PB (倍)	2.37	2.35	2.27	2.18	2.04
EV EBITDA (倍)	14.81	14.50	12.47	11.71	8.71

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	32.25
收盘价 (人民币 截至 1 月 5 日)	24.65
市值 (人民币百万)	70,501
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	307.65
52 周价格范围 (人民币)	14.50-24.70
BVPS (人民币)	10.96

股价走势图



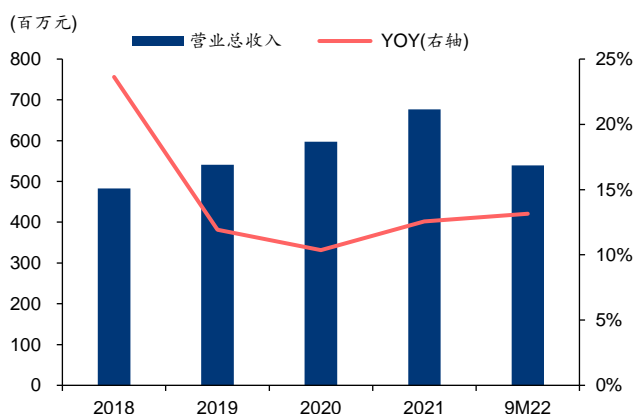
资料来源：Wind

盈利预测及估值

盈利预测

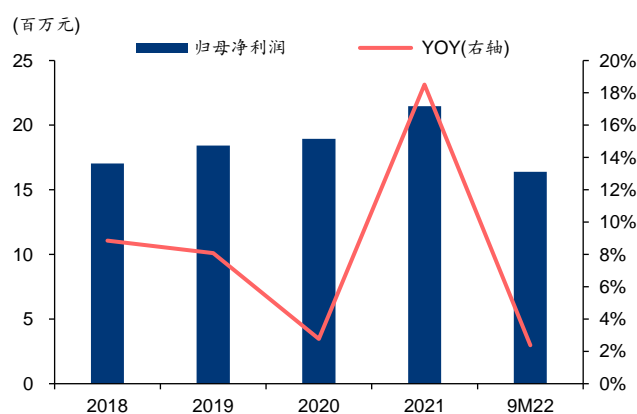
营收方面，2020-9M22 公司营收分别为 597.05/676.38/538.90 亿元，同比增长 10.36%/12.57%/13.16%，2021/9M22 收入增长主要得益于公司在 ICT 市场份额及市场地位持续提升。归母净利润方面，2020-1H22 公司归母净利润分别为 18.95/21.48/16.40 亿元，同比增长 2.78%/18.51%/2.38%，9M22 净利润增速下降主因汇兑损失及政府补助减少对业绩造成短期影响。我们认为随着公司进一步深化“云-网-边-端-芯”全产业链布局，提升 ICT 竞争力，公司未来收入利润将持续增长，预计 2022-2024 年公司营收分别为 771.85/887.34/1015.15 亿元，同比增速分别为 14.1%/15.0%/14.4%，归母净利润分别为 24.68/30.17/36.76 亿元，同比增速分别为 14.9%/22.3%/21.9%。

图表1：2018-9M22 紫光股份营业收入及同比增速



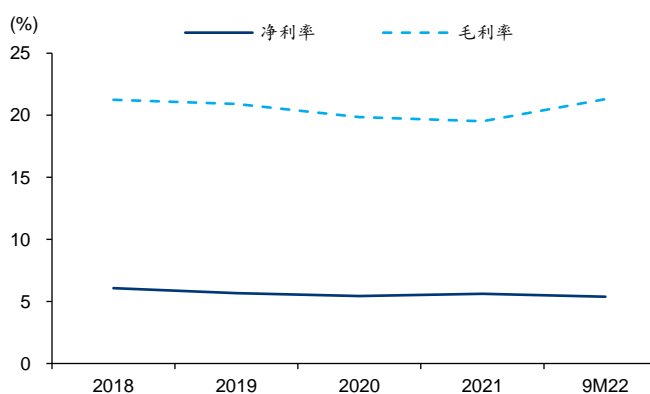
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：2016-9M22 紫光股份归母净利润及同比增速



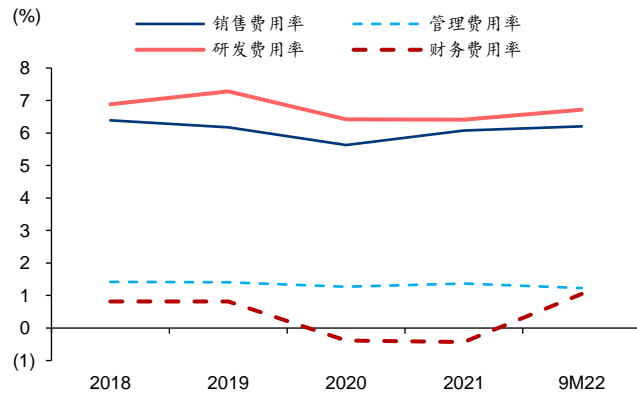
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：2018-9M22 紫光股份毛利率及净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：2016-9M22 紫光股份期间费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

分业务来看，公司主营业务可分为网络设备板块、服务器及存储器板块、软件及系统集成业务、云计算及网络安全业务、IT 分销板块五类，我们对各板块的主要假设如下：

1、网络设备板块：网络设备板块包括交换机、路由器及 WLAN 产品，据 IDC，近年来，公司在网络设备领域市场份额持续提升，且政策催化下，2023 年我国数字经济建设有望提速，为网络设备行业带来增量需求，公司作为我国网络设备龙头有望核心受益。我们预计公司 2022~2024 年公司网络设备板块收入分别为 184.13/214.23/248.82 亿元，同比增速分别为 12.7%/16.3%/16.1%；毛利率方面，我们预计 2022~2024 年公司网络设备产品毛利率分别为 34%/34%/33.8%，2021 年以来，由于芯片供应紧张，行业原材料成本上涨，但考虑到公司高端产品供货占比提升及公司议价能力较强，我们预计公司毛利率将相对保持稳定，长期而言，我们认为交换机产品实现运营商高端市场突破、高端 WLAN 产品出货占比的提升后，有望实现产品结构优化及释放规模效应带动毛利率稳步提升。

2、服务器及存储器板块：据 IDC 数据，2021 年下半年以来，随着华为战略调整后逐步退出服务器市场，公司在服务器市场份额持续提升，3Q22 公司服务器销售额占整体市场份额 15.7%，蝉联中国市场第二，在此趋势下，我们预计公司 2022~2024 年服务器及存储器收入分别为 184.51/225.18/260.63 亿元，同比增速分别为 14.4%/22.0%/15.7%；毛利率方面，我们预计 2022~2024 年公司服务器及存储器板块毛利率分别为 16.1%/15.4%/15.0%，主要系原材料成本上涨影响，长期而言，我们认为随着公司出货量的增长，规模效应有望带来成本端改善。

3、软件及系统集成业务：2020~2021 年公司软件及系统集成业务收入分别为 32.54/39.05 亿元 (YoY: 25%/20%)。我们预计 2022~2024 年相关业务收入分别为 44.91/51.64/58.87 亿元，同比增速分别为 15%/15%/14%，板块营收占总营收比重分别为 5.5%/5.5%/5.5%。我们认为云计算的发展以及数字化转型需求是推动该项业务增长的主要动力，而公司围绕“云与智能”，不断整合自身的数字基础架构、云与智能平台。毛利率方面，我们预计公司 2022~2024 年毛利率分别为 15.0%/14.0%/13.0%。

4、云计算、大数据及安全业务：2020~2021 年公司云计算、大数据及安全业务收入分别为 45.74/64.04 亿元 (YoY: 45%/40%)。政务云进入 2.0 建设时代，云业务有望迎来新一波建设红利，智慧城市 2.0 以及芯片云有望成为新的增长点。而安全产品行业政策的加持+网络安全威胁助力，我们预计 2022~2024 年公司相关业务收入分别为 83.25/116.55/163.16 亿元，同比增速分别为 30%/40%/40%。我们预计随着公司在云计算领域的投入更加聚焦服务能力，未来毛利率将保持稳定，公司 2022~2024 年该项业务毛利率分别为 40.0%/40.0%/40.0%。

5、IT 产品分销及供应链服务：2020~2021 年公司 IT 产品分销及供应链服务业务收入分别为 298.74/309.16 亿元 (YoY: -4.2%/-3.5%)。考虑到 IT 产品分销并非公司战略发展重点，我们预计 2022~2024 年公司该项业务收入分别为 317.82/326.40/332.93 亿元，同比增速为 2.8%/2.7%/2.0%。毛利率方面，我们预计 IT 分销领域上下游议价能力、行业竞争格局相对保持稳定，预计公司 2022~2024 年相关业务毛利率分别为 7.0%/7.0%/7.0%。

图表5：公司业务拆分及费用率假设（单位：亿元）

项目	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营收	540.99	597.05	676.38	771.85	887.34	1015.15
YoY	11.99%	10.4%	13.3%	14.1%	15.0%	14.4%
综合毛利率	20.91%	19.85%	19.52%	20.16%	20.63%	21.08%
分板块预测：						
网络设备营收	129.08	143.66	163.43	184.13	214.23	248.82
YoY	10.9%	11.3%	13.8%	12.7%	16.3%	16.1%
营收占比	23.9%	24.1%	24.2%	22.6%	22.9%	23.4%
毛利率	43.0%	37.1%	33.8%	34.0%	34.0%	33.8%
服务器及存储器营收	111.70	136.42	161.29	184.51	225.18	260.63
YoY	75.1%	22.1%	18.2%	14.4%	22.0%	15.7%
营收占比	20.6%	22.8%	23.8%	22.6%	24.1%	24.5%
毛利率	17.2%	15.7%	15.6%	16.1%	15.4%	15.0%
软件及系统集成服务营收	26.03	32.54	39.05	44.91	51.64	58.87
YoY	66%	25.0%	20.0%	15.0%	15.0%	14.0%
营收占比	4.8%	5.5%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	14.0%	13.0%
云计算、大数据及网络安全	31.55	45.74	64.04	83.25	116.55	163.16
YoY	51%	45%	40%	30%	40%	40%
营收占比	5.8%	7.7%	9.5%	10.2%	12.5%	15.3%
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
IT 分销营收	311.68	298.74	309.16	317.82	326.40	332.93
YoY	4.0%	-4.2%	3.5%	2.8%	2.7%	2.0%
营收占比	57.6%	50.0%	45.7%	39.0%	34.9%	31.3%
毛利率	7.7%	6.4%	7.9%	7.0%	7.0%	7.0%
费率预测：						
管理费用率	1.42%	1.27%	1.37%	1.24%	1.24%	1.23%
研发费用率	6.88%	6.42%	6.41%	6.35%	6.34%	6.33%
销售费用率	6.39%	5.63%	6.08%	5.90%	5.80%	5.70%

备注：因公司存在各业务营收之间的合并抵消项，故表格中列示的各业务营收占比之和或不等不等于 100%。

资料来源：Wind，华泰研究预测

估值方法

估值分析上，为了更好的反应公司各部分业务的价值，我们采用分部估值法（SOTP 估值法）。板块拆分及对标公司如下所示：

1、网络设备板块主要包括：交换机产品、路由器产品以及 WLAN 产品基于公司产品份额有望提升以及公司毛利率有望改善，我们预计 2023 年板块贡献归母净利润 19.23 亿元。可比公司（海能达、中兴通讯、星网锐捷、锐捷网络）2023 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18.96x，我们认为公司是国内网络设备领域领导企业，在交换机、路由器以及 WLAN 等市场份额皆位居行业前两位，高于可比公司；此外公司基于领先的技术优势、全栈式产品布局，以及持续推进自研芯片量产，有望进一步开拓高端市场，以提升市场份额。我们给予公司该部分业务 2023 年 PE 23x，对应目标市值 442.29 亿。

2、服务器及存储器板块主要包括：服务器、存储器等产品，我们预计 2023 年板块贡献归母净利润 2.13 亿元。可比公司（浪潮信息、中科曙光、中兴通讯）2023 年 Wind 一致预期 PE 均值为 13.50x，考虑到公司 ICT 全栈式产品布局，相较于可比公司而言具有更强的综合服务能力，以及国内服务器等市场竞争格局重塑背景下公司市场份额有望进一步提升，给予公司 2023 年该项业务 PE 20x，对应目标市值 42.60 亿。

3、软件及系统集成业务：基于公司软件板块业务有望稳步提升，我们预计 2023 年板块贡献归母净利润 1.03 亿元。可比公司（太极股份、南威软件、数字政通）2023 年 Wind 一致预期 PE 均值为 31.33x，参考可比公司平均估值，我们给予公司该部分业务 2023 年 PE 31.33x，对应估值为 32.27 亿元。

4、云计算、大数据及网络安全业务：我们预计 2023 年板块贡献归母净利润 7.13 亿元。可比公司（绿盟科技、启明星辰、深信服、安恒信息、迪普科技）2023 年 Wind 一致预期 PE 均值为 50.94x，我们认为公司云计算业务有望把握国内政务云市场发展机遇；网络安全硬件布局全面且行业地位领先，以及软件能力优于传统网络安全硬件公司，此外在研发及渠道端具备一定优势，给予公司该项业务 2023 年 PE 55x，对应估值为 392.15 亿元。

5、IT 分销板块：我们预计 2023 年板块贡献归母净利润 0.65 亿元。可比公司（神州数码、深圳华强、天音控股）2023 年 Wind 一致预期 PE 均值为 21.27x。考虑到 IT 分销业务并非公司战略发展重点，我们给予公司 2023 年该项业务 PE 估值为 20x，对应估值为 13.00 亿元。

综上，我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 24.68/30.17/36.76 亿元，基于 SOTP 估值法，给予公司目标市值 922.3 亿元（前值：1040 亿元），目标价为 32.25 元（前值：36.36 元），对应 2023 年 PE 30.57x，维持“增持”评级。

图表6：可比公司估值表（2023-01-04）

		01-04	01-04	EPS (Wind 一致预期, 元)				PE			
网络设备	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002583 CH	海能达	99.70	5.49	-0.13	0.20	0.23	0.28	-43.75	27.07	23.58	19.78
000063 CH	中兴通讯	1252.23	26.44	1.56	1.77	2.09	2.38	16.90	14.92	12.66	11.10
002396 CH	星网锐捷	116.48	19.97	1.00	1.20	1.55	1.89	19.94	16.71	12.89	10.56
301165 CH	锐捷网络	203.30	35.78	0.92	0.99	1.34	1.78	38.89	36.25	26.69	20.12
							均值	7.99	23.74	18.96	15.39
服务器及存储器	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000977 CH	浪潮信息	335.04	22.89	1.51	1.68	2.06	2.53	15.20	13.63	11.10	9.06
603019 CH	中科曙光	336.14	22.96	0.66	1.05	1.37	1.76	34.79	21.80	16.74	13.06
000063 CH	中兴通讯	1252.23	26.44	1.56	1.77	2.09	2.38	16.90	14.92	12.66	11.10
							均值	22.30	16.78	13.50	11.07
软件及系统集成	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002368 CH	太极股份	185.67	31.38	0.65	0.75	0.92	1.16	48.29	41.81	34.08	27.08
603636 CH	南威软件	88.32	14.95	0.40	0.32	0.47	0.65	37.60	46.33	32.04	22.98
300075 CH	数字政通	97.09	19.09	0.41	0.54	0.68	0.86	46.80	35.64	27.88	22.28
							均值	44.23	41.26	31.33	24.11
云计算及大数据	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300369 CH	绿盟科技	92.80	11.62	0.35	0.48	0.62	0.78	33.30	24.06	18.60	14.87
002439 CH	启明星辰	269.21	28.26	0.77	1.01	1.29	1.63	36.64	27.85	21.86	17.31
300454 CH	深信服	509.14	122.50	1.46	0.74	1.45	2.38	83.81	166.40	84.45	51.53
688023 CH	安恒信息	168.85	214.20	-1.28	0.65	2.03	3.50	-167.38	329.34	105.30	61.20
300768 CH	迪普科技	90.39	14.04	0.76	0.42	0.57	0.74	18.49	33.06	24.47	18.90
							均值	0.97	116.14	50.94	32.76
分销业务	可比公司	当前市值(亿元)	最新股价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000034 CH	神州数码	159.69	23.89	0.42	1.58	1.92	2.27	57.13	15.15	12.47	10.54
000062 CH	深圳华强	128.12	12.25	0.83	0.89	1.04	1.30	14.69	13.73	11.77	9.44
000829 CH	天音控股	105.48	10.29	0.20	0.21	0.26	0.31	50.38	49.40	39.58	33.65
							均值	40.74	26.09	21.27	17.88

注：可比公司盈利预测基于 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表7：分部估值表（2023-01-04）

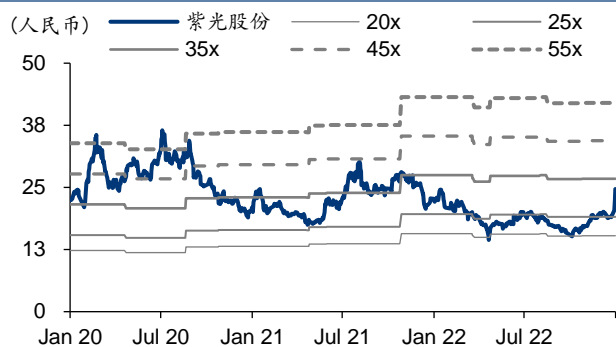
业务板块名称	23 年归母净利润贡献 (亿元)	可比公司 23 年 PE 均值 (x)	给予相关业务 23 年目标 PE(x)	相关业务对应市值 (亿元, 23E)
网络设备	19.23	18.96	23	442.29
服务器及存储器	2.13	13.50	20	42.60
软件及系统集成	1.03	31.33	31.33	32.27
云计算、大数据及网络安全	7.13	50.94	55	392.15
IT 分销	0.65	21.27	20	13.0
			目标市值 (亿元)：	922.31

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

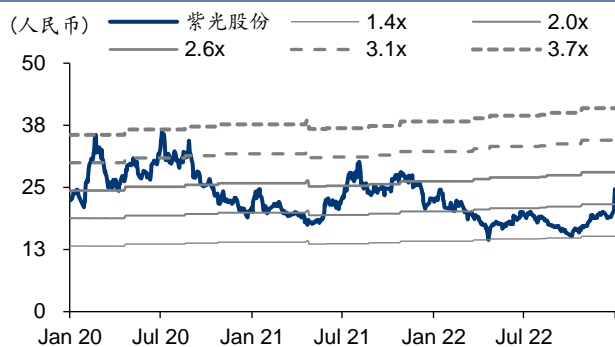
1. 公司自研芯片进度不及预期或投入过大，自研芯片存在难度大、壁垒高等问题。当自研芯片发展进度不及预期时，可能对科技投入与毛利率有影响。
2. 创新业务发展不及预期。我们看好以云计算、网络安全等为代表的创新业务的发展带动公司业绩增长的潜力，当相关业务发展受到公司产品研发进度、客户拓展进度的影响，或存在业务发展不及预期的可能。
3. 新业务市场不及预期。经济下行压力大，云服务与基础 IT 设施服务市场收缩。公司网络产品的需求本质上反应的是客户的 IT 支出，若宏观经济继续下行，则可能导致客户进一步缩减 IT 支出，进而影响公司网络设备业务发展。

图表8：紫光股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表9：紫光股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	34,805	43,579	47,542	55,288	62,109
现金	8,977	8,960	16,959	12,092	22,066
应收账款	9,123	11,081	11,975	14,531	15,793
其他应收账款	224.88	207.05	285.84	280.80	367.46
预付账款	783.11	839.26	1,012	1,116	1,319
存货	9,557	18,424	13,255	22,949	18,232
其他流动资产	6,140	4,068	4,055	4,318	4,332
非流动资产	24,028	22,852	22,562	22,393	22,282
长期投资	171.16	134.47	128.23	132.62	132.67
固定投资	610.79	912.00	780.10	617.84	456.01
无形资产	3,917	3,880	3,993	4,141	4,342
其他非流动资产	19,329	17,925	17,661	17,501	17,351
资产总计	58,833	66,430	70,104	77,680	84,391
流动负债	23,042	28,429	29,325	33,347	35,177
短期借款	3,067	4,290	4,290	4,290	4,290
应付账款	7,140	9,682	9,364	12,403	12,356
其他流动负债	12,834	14,457	15,671	16,654	18,531
非流动负债	1,611	2,333	2,311	2,290	2,271
长期借款	0.00	100.06	77.94	57.21	37.62
其他非流动负债	1,611	2,233	2,233	2,233	2,233
负债合计	24,653	30,763	31,636	35,637	37,448
少数股东权益	4,435	5,707	7,470	9,673	12,380
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
资本公积	19,240	17,834	19,240	19,240	19,240
留存公积	7,653	9,276	10,693	12,468	14,470
归属母公司股东权益	29,745	29,961	30,998	32,370	34,563
负债和股东权益	58,833	66,430	70,104	77,680	84,391

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	5,068	(2,180)	8,177	(3,338)	11,425
净利润	3,243	3,792	4,230	5,220	6,383
折旧摊销	709.68	722.58	403.32	362.55	374.58
财务费用	(228.02)	(292.26)	(370.98)	(305.62)	(319.73)
投资损失	41.66	24.31	31.81	25.68	29.95
营运资金变动	563.16	(8,170)	3,984	(8,528)	5,054
其他经营现金	737.68	1,743	(101.95)	(112.95)	(96.76)
投资活动现金	(2,574)	1,776	(98.03)	(167.70)	(268.24)
资本支出	(1,595)	(526.83)	(13.83)	(81.90)	(157.37)
长期投资	(2,102)	2,276	6.24	(4.39)	(0.06)
其他投资现金	1,123	26.93	(90.44)	(81.40)	(110.81)
筹资活动现金	(3,861)	132.93	(79.84)	(1,360)	(1,184)
短期借款	(1,196)	1,223	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	100.06	(22.12)	(20.73)	(19.59)
普通股增加	817.17	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(816.98)	(1,405)	1,405	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,665)	215.44	(1,463)	(1,339)	(1,164)
现金净增加额	(1,375)	(288.50)	7,999	(4,866)	9,973

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	59,705	67,638	77,185	88,734	101,515
营业成本	47,856	54,433	61,628	70,432	80,114
营业税金及附加	206.62	253.25	313.35	341.53	383.56
营业费用	3,361	4,114	4,554	5,147	5,786
管理费用	758.86	926.22	958.65	1,099	1,249
财务费用	(228.02)	(292.26)	(370.98)	(305.62)	(319.73)
资产减值损失	(485.04)	(586.80)	(540.29)	(621.14)	(710.60)
公允价值变动收益	(43.50)	45.25	47.09	49.89	24.68
投资净收益	(41.66)	(24.31)	(31.81)	(25.68)	(29.95)
营业利润	3,703	4,088	4,719	5,746	7,101
营业外收入	99.59	92.93	95.02	98.07	96.40
营业外支出	7.67	4.59	14.29	10.35	9.22
利润总额	3,795	4,176	4,800	5,834	7,188
所得税	551.63	383.90	569.44	614.22	804.77
净利润	3,243	3,792	4,230	5,220	6,383
少数股东损益	1,349	1,645	1,763	2,203	2,707
归属母公司净利润	1,895	2,148	2,468	3,017	3,676
EBITDA	4,577	4,947	5,218	6,157	7,446
EPS (人民币, 基本)	0.66	0.75	0.86	1.05	1.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	10.36	13.29	14.12	14.96	14.40
营业利润	5.17	10.39	15.44	21.77	23.57
归属母公司净利润	2.78	13.35	14.90	22.25	21.85
获利能力 (%)					
毛利率	19.85	19.52	20.16	20.63	21.08
净利率	5.43	5.61	5.48	5.88	6.29
ROE	9.49	10.63	11.00	12.42	13.60
ROIC	16.40	15.65	24.77	22.21	40.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.90	46.31	45.13	45.88	44.37
净负债比率 (%)	(14.64)	(9.39)	(30.61)	(16.48)	(36.05)
流动比率	1.51	1.53	1.62	1.66	1.77
速动比率	0.95	0.79	1.07	0.88	1.16
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.08	1.13	1.20	1.25
应收账款周转率	6.81	6.70	6.70	6.70	6.70
应付账款周转率	7.91	6.47	6.47	6.47	6.47
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.75	0.86	1.05	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.77	(0.76)	2.86	(1.17)	3.99
每股净资产(最新摊薄)	10.40	10.48	10.84	11.32	12.08
估值比率					
PE (倍)	37.21	32.83	28.57	23.37	19.18
PB (倍)	2.37	2.35	2.27	2.18	2.04
EV EBITDA (倍)	14.81	14.50	12.47	11.71	8.71

免责声明

分析师声明

本人, 余熠、黄乐平, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 安恒信息（688023 CH）、深圳华强（000062 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师余熠、黄乐平本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 安恒信息（688023 CH）、深圳华强（000062 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司