

评级: 买入 (维持)

市场价格: 23.08 元

分析师: 王芳

执业证书编号: S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师: 张琼

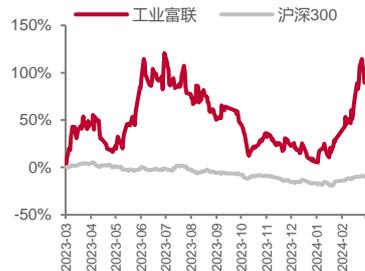
执业证书编号: S0740523070004

Email: zhangqiong@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	19,864
流通股本(百万股)	19,835
市价(元)	23.08
市值(百万元)	458,461
流通市值(百万元)	457,792

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	511,850	476,340	561,553	652,212	736,658
增长率 yoy%	16%	-7%	18%	16%	13%
净利润 (百万元)	20,073	21,040	25,014	30,068	33,111
增长率 yoy%	0%	5%	19%	20%	10%
每股收益 (元)	1.01	1.06	1.26	1.51	1.67
每股现金流量	0.77	2.17	0.69	2.12	1.67
净资产收益率	16%	15%	16%	16%	15%
P/E	22.6	21.6	18.3	15.3	13.8
P/B	3.5	3.2	2.8	2.4	2.1

备注: 以 2024 年 3 月 15 日收盘价计算

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报:
 - 1) **2023:** 收入 4763.4 亿元, 同比-6.9%; 归母净利润 210.4 亿元, 同比+4.8%; 扣非归母净利润 202.1 亿元, 同比+9.8%。毛利率 8.06%, 同比+0.8pct; 净利率 4.41%, 同比+0.5pct。
 - 2) **23Q4:** 收入 1475.2 亿元, 同比-2.2%/环比+20.9%; 归母净利润 75.6 亿元, 同比-8.7%/环比+19.5%; 扣非归母净利润 66.8 亿元, 同比-5.5%/环比+11.3%。毛利率 8.3%, 同比+0.2pct/环比-1.0pct; 净利率 5.1%, 同比-0.4pct/环比-0.1pct。
- **分业务情况:** 23 年通信及移动网络设备/云计算/工业互联网分别实现收入 2789.8/1943.1/16.5 亿元, 同比分别 -5.8%/-8.5%/-13.9%; 毛利率分别为 9.8%/5.1%/49.8%, 同比+0.55/+1.12/+1.94pct。
- **AI 服务器强劲增长, 毛利率明显提升。** 公司拥有微软、谷歌、英伟达、亚马逊、英特尔、苹果等海外头部客户, 23 年开始为客户开发量产英伟达 H100 等 AI 服务器。据 IDC 预计, 2023-2029 年全球 AIGC 市场规模将从 150 亿美金增长至 1300 亿美金, CAGR 达 43.3%。受益下游 AI 算力竞赛推动需求强劲增长, 公司 AI 服务器收入、利润及盈利能力均有提升, 2023 年公司云计算收入达到 1943.1 亿元, 其中云服务商产品占比近 5 成, AI 服务器占比约 3 成, 并带动公司云计算板块毛利率抬升至 5.08%, 同比+1.12pct。
- **高速交换机增长快速, 大客户高端机型销售优于预期。** 受益数据中心 AI 化及网络升级趋势, 23 年公司高速交换机及路由器营收同比增长两位数。公司交换机覆盖客户占全球 75% 以上份额, 23 年 100G/200G/400G 已实现量产交付, 200G/400G 高速率产品出货显著提升, 800G 进入 NPI 阶段, 预计 24 年贡献收入。此外, 受益大客户高端机型销售优于预期, 公司终端精密结构件实现同比增长。
- **投资建议:** 根据已发布 2023 年年报数据, 我们适当调整盈利预测, 预计公司 2024-26 年归母净利润为 250/301/331 亿元 (此前 2024-25 年为 310/370 亿元), 对应 PE 估值 18/15/14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** AI 需求不及预期; 智能手机销量不及预期; 研报使用的信息更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	83,462	73,002	84,788	103,687	营业收入	476,340	561,553	652,212	736,658
应收票据	7	8	12	15	营业成本	437,964	518,146	603,362	682,998
应收账款	88,467	89,101	84,131	87,741	税金及附加	381	562	652	737
预付账款	255	305	379	434	销售费用	1,024	936	957	1,080
存货	76,683	86,683	83,549	87,824	管理费用	4,226	4,212	3,913	4,052
合同资产	0	0	0	0	研发费用	10,811	12,073	13,044	14,586
其他流动资产	3,604	4,898	5,836	6,250	财务费用	-586	-782	-1,237	-2,056
流动资产合计	252,478	253,998	258,694	285,951	信用减值损失	113	96	50	30
其他长期投资	63	74	86	97	资产减值损失	-543	-600	-300	-300
长期股权投资	7,180	7,980	8,780	9,580	公允价值变动收益	264	200	200	200
固定资产	17,712	18,027	18,260	17,731	投资收益	-666	30	10	10
在建工程	2,508	2,308	2,308	2,308	其他收益	1,250	1,200	1,400	1,000
无形资产	1,004	1,104	1,259	1,476	营业利润	23,067	27,402	32,950	36,290
其他非流动资产	6,760	6,727	6,758	6,843	营业外收入	123	124	124	124
非流动资产合计	35,227	36,220	37,451	38,035	营业外支出	66	66	66	66
资产合计	287,705	290,218	296,145	323,986	利润总额	23,124	27,460	33,008	36,348
短期借款	41,091	26,606	5,981	0	所得税	2,106	2,472	2,971	3,272
应付票据	0	113	126	73	净利润	21,018	24,988	30,037	33,076
应付账款	75,028	72,540	73,610	78,545	少数股东损益	-22	-26	-31	-34
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	21,040	25,014	30,068	33,110
合同负债	190	224	261	294	NOPLAT	20,486	24,277	28,911	31,206
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本)	1.06	1.26	1.51	1.67
一年内到期的非流	669	669	669	669	主要财务比率				
其他流动负债	21,066	21,215	21,084	21,388	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动负债合计	138,045	121,368	101,731	100,969	成长能力				
长期借款	7,097	6,597	6,097	5,597	营业收入增长率	-6.9%	17.9%	16.1%	12.9%
应付债券	0	0	0	0	EBIT 增长率	6.0%	18.4%	19.1%	7.9%
其他非流动负债	1,968	1,968	1,968	1,968	归母公司净利润增	4.8%	18.9%	20.2%	10.1%
非流动负债合计	9,065	8,565	8,065	7,565	获利能力				
负债合计	147,110	129,934	109,796	108,535	毛利率	8.1%	7.7%	7.5%	7.3%
归属母公司所有者	140,187	159,903	185,998	215,135	净利率	4.4%	4.4%	4.6%	4.5%
少数股东权益	408	382	351	316	ROE	15.0%	15.6%	16.1%	15.4%
所有者权益合计	140,595	160,285	186,348	215,451	ROIC	11.6%	13.5%	15.7%	15.3%
负债和股东权益	287,705	290,218	296,145	323,986	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	42.5%	43.4%	51.1%	44.8%
单位:百万元					债务权益比	36.1%	22.4%	7.9%	3.8%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.8	2.1	2.5	2.8
经营活动现金流	43,084	13,799	42,066	33,143	速动比率	1.3	1.4	1.7	2.0
现金收益	24,882	29,524	34,204	36,509	营运能力				
存货影响	638	-10,000	3,135	-4,276	总资产周转率	1.7	1.9	2.2	2.3
经营性应收影响	9,856	-86	5,193	-3,369	应收账款周转天数	70	57	48	42
经营性应付影响	-11,152	-2,375	1,083	4,881	应付账款周转天数	59	51	44	40
其他影响	18,859	-3,265	-1,549	-602	存货周转天数	63	57	51	45
投资活动现金流	-4,564	-6,083	-6,419	-5,845	每股指标 (元)				
资本支出	-8,595	-5,533	-5,792	-5,176	每股收益	1.06	1.26	1.51	1.67
股权投资	5,036	-800	-800	-800	每股经营现金流	2.17	0.69	2.12	1.67
其他长期资产变化	-1,005	250	173	131	每股净资产	7.06	8.05	9.36	10.83
融资活动现金流	-24,734	-18,176	-23,861	-8,398	估值比率				
借款增加	-10,393	-14,985	-21,125	-6,481	P/E	22	18	15	14
股利及利息支付	-13,267	-6,596	-6,773	-6,829	P/B	3	3	2	2
股东融资	174	0	0	0	EV/EBITDA	365	308	265	248
其他影响	-1,248	3,405	4,037	4,912					

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。