



共进股份（603118.SH）深度报告： 借势腾飞，海外产能有望持续提升

2024年7月3日

推荐/首次

共进股份

公司报告

具备前瞻的全球化生产及产能储备优势。共进股份以ODM/JDM模式为主（同时覆盖OEM、EMS等代工模式），为国内外通讯设备提供商提供网络通讯类产品制造服务。目前，公司坪山、太仓、越南、海宁四地工厂合计拥有88条SMT生产线，具备精密和高效的贴片和组装能力，满足各类高端电子产品的制造需求。

近几年公司重点建设海外产能，海外产能利用率有望持续提升。2019年5月，公司在越南海防设立全资子公司，正式拉开公司全球化产能布局序幕。截至2023年底，经过5年持续投资和建设，公司越南生产基地总资产规模8.99亿元，占公司总资产9%；净资产1.80亿元，占比公司净资产4%。2023年，子公司越南共进实现营收18.89亿元，占公司收入22%；子公司越南共进与越南同维合计实现主营利润3.01亿元，占公司主营利润（还原商誉资产减值）93%。当前公司越南一期项目可容纳产值30-40亿元，2期项目竣工投产后，公司越南工厂产值将会达到80亿元左右。中长期看，全球宽带终端设备市场需求量、市场容量及增速潜力巨大，公司在越南等海外生产基地的产能利用率有望持续提升。

公司海外产能布局的成功实施，背后是“天时”“地利”“人和”三个要素。其中人和方面，公司除了遵守当地劳动法规和政策，管理措施上更注重越南员工工作习惯和价值观特点，并选拔优秀越南员工成为管理层。通过以上措施，公司解决越南招工难问题，并实现生产基地稳定运转。“天时”“地利”具体分析如下：

- **踩对海外产能扩建时点。**2019年中美贸易战升级，公司即着手布局海外产能，租赁越南园区为海外订单做准备。2020年至今，全球新冠疫情、俄乌战争、以及海外主要经济体进入加息周期进一步加剧全球供应链格局变更。公司有序加大越南生产基地建设，从租赁厂房，到购买土地；从一期工厂到启动二期工厂建设。
- **公司在越南海防的生产基地位于深越合作区。**近年越南海防市经济增长表现亮眼。2023年海防市地区生产总值（GRDP）同比增长10.34%，是全国表现最好的城市之一。2023年海防市出口额310亿美元，吸引外资超过36亿美元，省级竞争力指数排在越南第三位。相比公司单独为生产基地选址，深越合作区具有完善的基础设施和配套设施。园区运营平台具有两国政府背书，大幅减少公司在越南成立公司遇到的营业执照、税务登记、海关备案等困难。

海外市场具有较大开拓潜力。IDC数据显示，2023年全球以太网交换机市场规模达442亿美元，同比增长20.1%，主要受益于新一轮AI产业推动。相比国内，海外市场集中度更低，更能为公司发展提供市场进入机会。国内市场格局方面，2023Q1新华三以太网交换机市场中占据最大份额34.5%，其余份额主要被华为、锐捷、思科和中兴占据，CR5达90.8%。海外方面，2023年思科在全球以太网交换机市场中占据最大份额，达43.7%。其余份额主要被

公司简介：

公司深耕信息与通信领域，聚焦于宽带通信终端设备、移动通信和通信应用设备等的研发、生产和销售。

资料来源：公司公告

未来3-6个月重大事项提示：

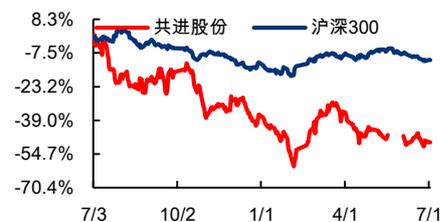
发债及交叉持股介绍：

交易数据

52周股价区间（元）	14.16-5.55
总市值（亿元）	52.2
流通市值（亿元）	52.2
总股本/流通A股（万股）	78,728/78,728
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	5.89

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518080001

Arista、华为、HPE 和新华三占据，CR5 达 77.8%。凭借公司在交换机的技术积累、生产工艺、制造规模，公司海外订单规模有望持续扩充。

公司盈利预测及投资评级：随着公司加大海外产能扩充与海外客户订单开拓，公司网通数通业务收入稳中向好，盈利能力持续提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 83.32、88.64、93.28 亿元，归母净利润分别为 2.17、2.74、3.15 亿元，对应 PE 分别为 24X、19X、16X。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：全球地缘政治风险波动，国内市场需求不足，海外市场订单减少。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,973.64	8,529.97	8,331.55	8,864.25	9,327.75
增长率（%）	1.53%	-22.27%	-2.33%	6.39%	5.23%
归母净利润（百万元）	226.74	64.72	216.77	273.67	315.23
增长率（%）	-42.68%	-71.46%	234.96%	26.25%	15.18%
每股收益（元）	0.29	0.08	0.27	0.35	0.40
PE	23	83	24	19	17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 布局全球化产能, 实现双循环供应规划.....	5
2. 海外产能进入稳定生产期, 产能利用率有望持续提升.....	9
3. 天时地利人和, 越南生产基地建设较为顺利.....	10
3.1 踩对海外产能扩建时点.....	10
3.2 入驻海防深越合作区, 地利优势显著.....	11
4. 海外市场具有较大开拓潜力.....	13
5. 盈利预测及估值.....	15
6. 风险提示.....	15

插图目录

图 1: 公司坪山、太仓、越南、海宁四地生产基地.....	5
图 2: 公司网通与数通业务产业链.....	6
图 3: 2015-2023 年公司国内及海外收入.....	6
图 4: 2015-2023 年公司国内及海外业务毛利率.....	6
图 5: 公司网通与数通业务具体产品.....	7
图 6: 公司移动通信业务具体产品.....	7
图 7: 2021-2023 年公司主营收入构成.....	8
图 8: 2021-2023 年公司网通和数通业务毛利率.....	8
图 9: 子公司越南共进与越南同维合计总资产及净资产.....	9
图 10: 子公司越南共进营收及利润.....	9
图 11: 2023 年公司越南一期工厂建成投产.....	9
图 12: 2022 年 9 月越南工厂搬迁至新厂房.....	10
图 13: 2023 年 12 月越南二期项目封顶.....	10
图 14: 越南海防地理位置.....	11
图 15: 2020-2023 年越南 GDP 及增速.....	12
图 16: 2020-2023 年越南海防市 GRDP 增速.....	12
图 17: 越南海防深越合作区入驻企业名单.....	12
图 18: 2014-2023 年全球以太网交换机市场规模 (亿美元).....	13
图 19: 2020-2023 年全球数据中心交换机市场规模.....	13
图 20: 2020-2023 年全球非数据中心交换机市场规模.....	13
图 21: 2014-2023 年全球以太网交换机市场规模 (百万美元).....	14
图 22: 2023 年全球交换机市场份额.....	14
图 23: 2023Q1 国内交换机市场份额.....	14

表格目录

附表: 公司盈利预测表.....	16
------------------	----

1. 布局全球化产能, 实现双循环供应规划

具备前瞻的全球化生产及产能储备优势。深圳市共进电子股份有限公司, 2015年2月在上交所A股市场上市, 证券代码为“603118”。共进股份以ODM/JDM模式为主(同时覆盖OEM、EMS等代工模式), 为国内外知名通信设备提供商和电信运营商提供宽带通信终端以及数据通信终端产品研发、生产和服务。目前, 公司坪山、太仓、越南、海宁四地工厂合计拥有88条SMT生产线, 具备精密和高效的贴片和组装能力, 满足各类高端电子产品的制造需求。

- **珠三角生产基地:** 前身为公司在深圳新桥租赁的生产厂房。考虑到厂房租赁的不稳定性、高成本、产权归属等问题, 2015年公司竞得深圳坪山近4.92万平方米土地使用权, 开始建造具备自主产权的生产基地。2019年, 新桥生产厂正式搬迁至珠三角生产基地, 为公司向高端制造和创新转型奠定坚实基础。
- **长三角生产基地:** 得益于公司规模增长以及长三角经济圈崛起, 公司于2008年确定了产能重心逐步向太仓转移的战略规划, 并开始筹建长三角生产基地。2010年长三角生产基地一期工程建成投用, 2015年进一步投用二期。
- **越南生产基地:** 位于越南海防市安阳工业区(深圳-海防经济贸易合作区), 总建筑面积5万平方米。为应对国际战略形势变化, 2019年公司开始在越南海防筹建生产基地。2023年, 越南生产基地一期工程建成投用, 二期也已封顶。
- **海宁生产基地:** 2021年公司与海宁高新技术产业园区管委会、新华三技术有限公司签署三方《项目合作协议》, 入驻“新华三信息产业园”并开始筹建海宁生产基地。2023年建成投用, 主要为新华三及其关联公司生产交换机等通信产品。

图1: 公司坪山、太仓、越南、海宁四地生产基地



珠三角生产基地

地址: 深圳坪山

投用年份: 2019年
(搬迁自新桥生产厂)



长三角生产基地

地址: 江苏太仓

投用年份: 2010年
(一期)



越南生产基地

地址: 越南海防

投用年份: 2023年
(一期)



海宁生产基地

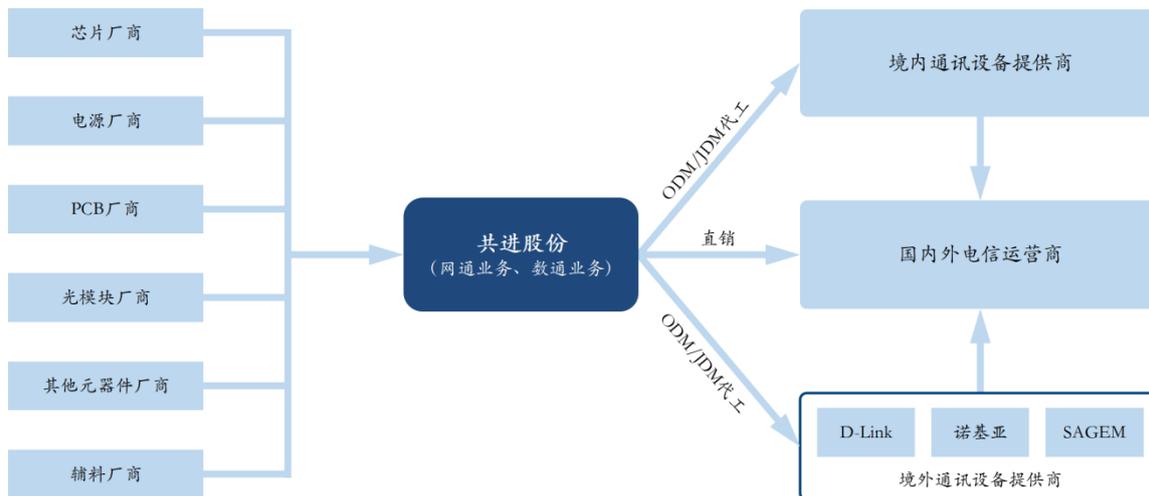
地址: 浙江海宁

投用年份: 2023年

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

公司客户涵盖国内外主要通讯设备商。作为国内大型的通讯终端生产商，公司主要以 ODM/JDM 模式为国内外通讯设备提供商提供网络通讯类产品制造服务。2021 年，公司与新华三、海宁高新技术产业园区管委会签署三方合作协议，入驻新华三信息产业园筹建海宁工厂，主要为新华三提供高端交换机制造服务。除此之外，公司还积极寻求与国内外运营商直接合作，做大直销模式。公司已开始直接参与海外运营商的招标，并取得英国电信的直接订单。

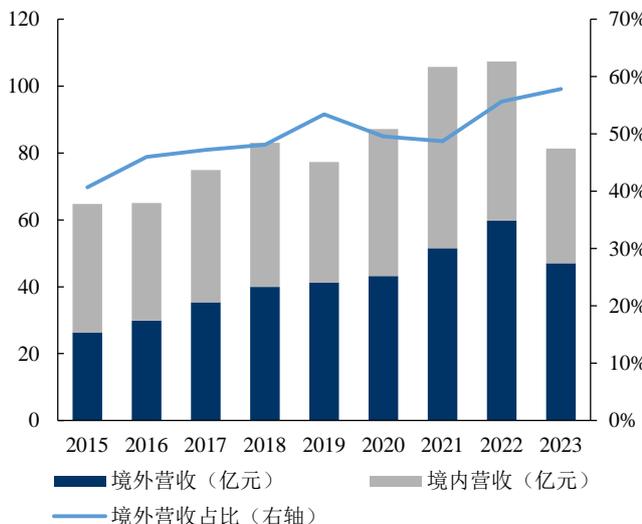
图2：公司网通与数通业务产业链



资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

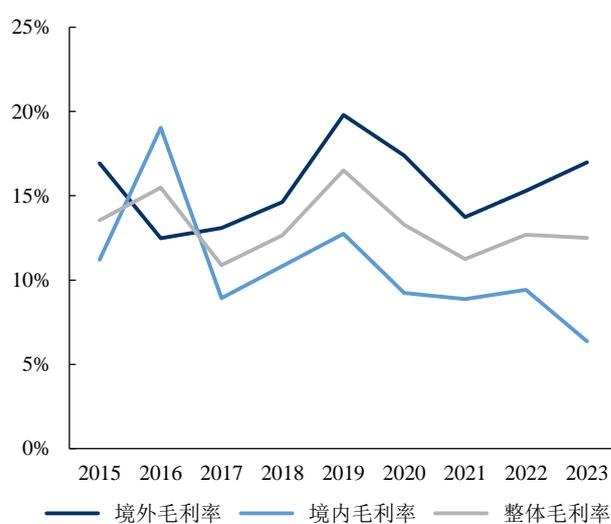
近几年建设海外产能是公司重要发展策略。经过多年拓展，公司已经与国外众多通讯设备商建立长期稳定的合作关系，客户遍布北美、欧洲、亚太等地区。2015-2023 年，公司海外收入稳定增长，由 26.37 亿元增长至 47.02 亿元（2023 年海外业务行业需求减少以及部分业务收入确认方法变更）；公司海外收入占比由 41% 提升至 58%。实际公司给部分国内客户的代工产品最终也是销售到海外市场。2019 年 5 月，公司为更好应对国际战略形势变化、加快海外业务扩张速度，在越南海防设立全资子公司，正式拉开公司全球化产能布局序幕。截至 2023 年底，公司越南二期工厂顺利封顶，北美合作工厂项目取得突破进展。

图3：2015-2023 年公司国内及海外收入



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图4：2015-2023 年公司国内及海外业务毛利率



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

网通与数通业务，是共进股份长年深耕的通信业务主体。在发展网通及数通业务、移动通信业务的同时，公司也积极探索传感器封测业务（智能传感器及汽车电子芯片领域的先进封装测试）、汽车电子业务（自动驾驶域及智能座舱域的汽车零部件研发、生产）等其他新业务模式；该板块业务收入在 2023 年公司总营收中占比 6.3%。

- 网通及数通业务：公司主要产品覆盖运营商、企业及家庭消费类客户，包括网通产品（DSL 系列、PON 系列、AP 系列等）、数通产品（交换机等）等各类接入方式全系列终端产品的研发、生产及销售。

图5：公司网通与数通业务具体产品



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

- 移动通信业务：公司同时也专注于移动通信类产品，4G/5G 小基站设备、固定无线接入设备（FWA）以及以移动通信为技术基础的各类专业和综合应用产品、解决方案的研发、生产和销售。

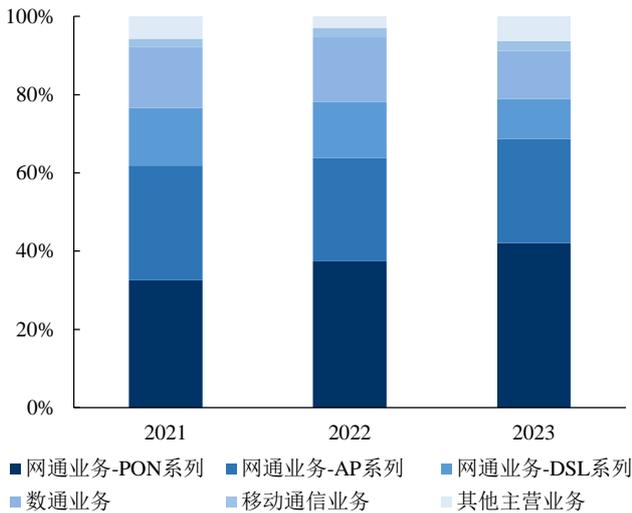
图6：公司移动通信业务具体产品



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

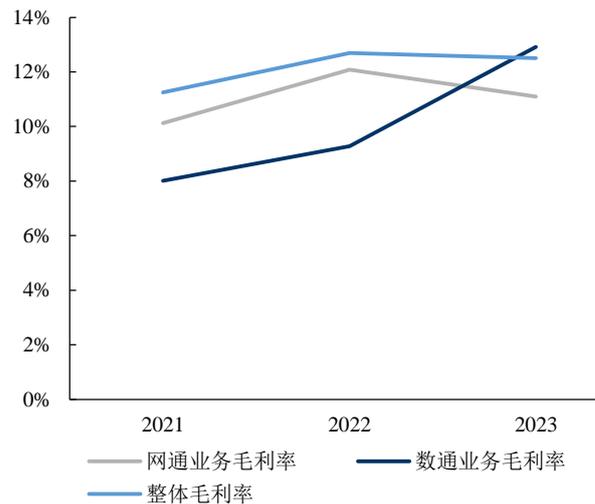
网通业务具备增长韧性，数通业务海外份额有望持续扩大。2023年，公司网通业务（PON、AP、DSL）营收64.12亿元，占比78.9%；数通业务收入10.03亿元，占比12.3%。网通业务，公司海外市场短期受到经济和地缘政治不稳定的影响，导致海外设备商在下单时对待中国供应商态度更为谨慎。长远看，光通信和无线市场仍然在不断地技术迭代，PON、AP等在内的网通市场仍具备持续增长的韧性；数通业务，2023年公司稳步推进国内及海外客户双循环战略，数通产品主营业务收入中海外占比超过30%。公司交换机产品矩阵持续扩充，满足海外客户需求，海外交换机市场份额有望持续扩大。

图7：2021-2023年公司主营收入构成



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图8：2021-2023年公司网通和数通业务毛利率



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2. 海外产能进入稳定生产期, 产能利用率有望持续提升

海外产能进入稳定生产期, 并贡献公司主要利润。截至 2023 年底, 经过 5 年公司在越南海防的持续投资和建设, 目前越南生产基地总资产规模 8.99 亿元, 占公司总资产 9%; 净资产 1.80 亿元, 占比公司净资产 4%。2023 年, 子公司越南共进实现营收 18.89 亿元, 占比公司收入 22%; 子公司越南共进和越南同维合计实现主营利润 3.01 亿元, 占比公司主营利润 (还原商誉资产减值) 93%。

图9: 子公司越南共进与越南同维合计总资产及净资产

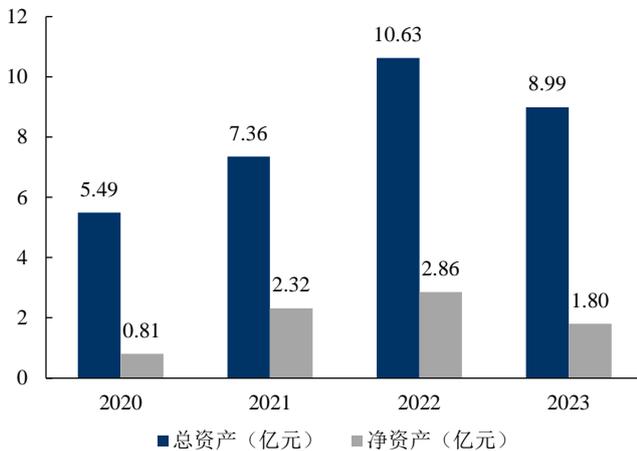
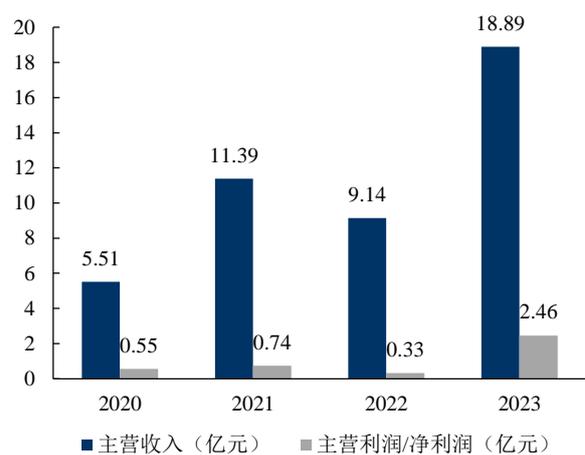


图10: 子公司越南共进营收及利润



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

海外产能利用率有望持续提升。根据公司官网, 公司越南一期项目可容纳产值 30-40 亿元, 2 期项目竣工投产后, 公司越南工厂产值将会达到 80 亿元左右。从实际经营看, 公司 2023 年实现收入 81 亿元, 其中海外产能贡献 19 亿元, 国内产能贡献 62 亿元。中长期看, 全球宽带终端设备市场需求量、市场容量及增速潜力巨大, 公司在越南等海外生产基地的产能利用率有望持续提升。

图11: 2023 年公司越南一期工厂建成投产



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

3. 天时地利人和，越南生产基地建设较为顺利

当前国际政治经济形势的不稳定性预计仍将持续，全球供应链格局持续重构。公司通过过去 5 年的海外产能布局，已经为全球供应链新格局做好准备。整体来看，公司在越南生产基地建设较为顺利。我们认为，公司海外产能布局的成功实施，背后是“天时”“地利”“人和”三个要素。其中人和方面，公司除了遵守当地劳动法规和政策，管理措施上更注重越南员工工作习惯和价值观特点，并选拔优秀越南员工成为管理层。通过以上措施，公司解决越南招工难问题，并实现生产基地稳定运转。“天时”“地利”具体分析如下。

3.1 踩对海外产能扩建时点

紧密围绕双循环战略格局，踩对海外产能扩建时点。为顺应中央提出的国内国际双循环相互促进的新发展格局，公司立足自身发展战略，在积极开拓国内市场及供应链的同时，大力拓展布局海外市场及海外产业基地，为公司在后续国际环境相对动荡时期的业绩提供有力保障。2019 年中美贸易战升级，公司即着手布局海外产能，租赁越南园区为海外订单做准备。2020 年至今，全球新冠疫情、俄乌战争、以及海外主要经济体进入加息周期进一步加剧全球供应链格局变更。公司有序加大越南生产基地建设，从租赁厂房，到购买土地；从一期工厂到启动二期工厂建设。

- 2019 年 3 月，公司召开董事会会议，审议通过《设立境外全资子公司》的议案，公司出资 490 万美元在越南海防设立全资子公司。
- 2019 年 5 月，共进电子（越南）有限公司在越南设立完成。2019 年 6 月公司召开董事会次会议，审议通过关于《公司对全资子公司共进电子（越南）有限公司进行增资》的议案，公司以自有资金 510 万美元对共进越南进行增资。增资完成后，对共进越南的投资额增加至 1000 万美元。本次增资，将帮助共进越南尽快完善产线，顺利开展生产工作，加快业务开展。
- 2020 年，公司购得越南 8.8 万平方米土地使用权，启动越南一期工厂建设规划。2020 年 9 月，公司董事会审议通过《关于设立境外全资子公司的议案》，以自有资金 5000 万美元（约 3.5 亿人民币），在越南海防市设立全资子公司同维电子（越南）有限公司（以下简称“越南同维”），与越南共进协同发展，加快建设越南产业园区。2020 年 11 月，越南同维设立完成。
- 2021 年，公司越南一期工厂封顶；增加租赁近 7400 平米越南厂房。
- 2022 年，从税收优惠角度，公司注销越南共进子公司，相关业务由越南同维承接；完成越南一期工厂整体搬迁及转产，启动越南二期工厂建设。
- 2023 年，越南一期工厂建成投产；越南二期工厂封顶，越南二期项目共三栋建筑，分别为厂房、办公楼、综合楼，总建筑面积约为 5.6 万平方。

图12：2022 年 9 月越南工厂搬迁至新厂房



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图13：2023 年 12 月越南二期项目封顶



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2 入驻海防深越合作区, 地利优势显著

越南海防市地利优势显著。海防市是越南五个直辖市之一, 规模仅次于河内市和胡志明市, 也是越南第三大城市。海防市距离中国边境约 220 公里, 处于我国“一带一路”合作倡议与越南“两廊一圈”发展规划的交汇点上, 具有得天独厚的区位优势。作为越南北部最大的港口城市, 海防是该国北部进出口贸易的主要门户。依托现代化的基础设施, 海防市得以汇聚五种交通类型(公路、铁路、航空、内河航运和远洋航运)的优势。

图14: 越南海防地理位置



资料来源: 广东省商务厅, 东兴证券研究所

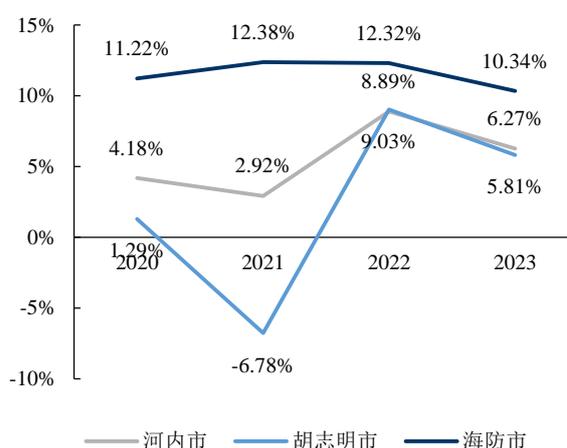
近年越南海防市经济增长表现亮眼。2023 年, 越南 GDP 达到 4337 亿美元, 越南人口约为 1.0 亿人, 人均 GDP 达到 4300 美元, 处于中国广东省 2006 年人均 GDP 水平。其中 2023 年海防市地区生产总值(GRDP) 同比增长 10.34%, 是全国表现最好的城市之一。2023 年海防市出口额 310 亿美元, 吸引外资超过 36 亿美元, 省级竞争力指数排在越南第三位。

图15: 2020-2023 年越南 GDP 及增速



资料来源: 国际货币基金组织, 东兴证券研究所

图16: 2020-2023 年越南海防市 GRDP 增速



资料来源: 越南统计局, 东兴证券研究所

公司在越南海防的生产基地位于深越合作区。相比公司单独为生产基地选址, 深越合作区具有完善的基础设施和配套设施。园区运营平台具有两国政府背书, 大幅减少公司在越南成立公司遇到的营业执照、税务登记、海关备案等困难。

中国·越南(深圳—海防)经济贸易合作区(简称深越合作区)是深圳首个境外经贸合作区, 成立于2008年, 是中越两国领导人共同见证承诺推进的共建“一带一路”经贸合作项目。截至2023年, 深越合作区一共入驻了电子、机电优质企业37家, 其中深圳企业20家, 投资总额超6亿美元, 累计产值超23亿美元。入区企业可享受10年内企业所得税基础税率17%, 自盈利之年起2年免税, 后续4年基础税率减半。

图17: 越南海防深越合作区入驻企业名单

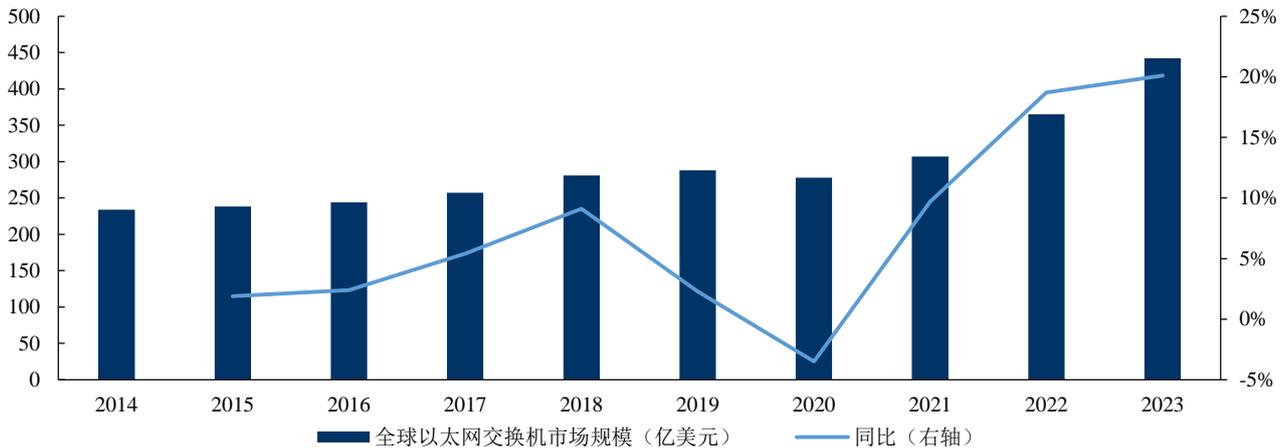


资料来源: 广东省商务厅, 东兴证券研究所

4. 海外市场具有较大开拓潜力

交换机市场规模庞大, 海外市场景气度较高。IDC 数据显示, 2023 年全球以太网交换机市场规模达 442 亿美元, 同比增长 20.1%, 主要受益于新一轮 AI 产业推动; 国内市场 2023 年中国交换机市场同比增长 0.7%, 主要受宏观经济环境的不确定性和行业前期高库存压力。

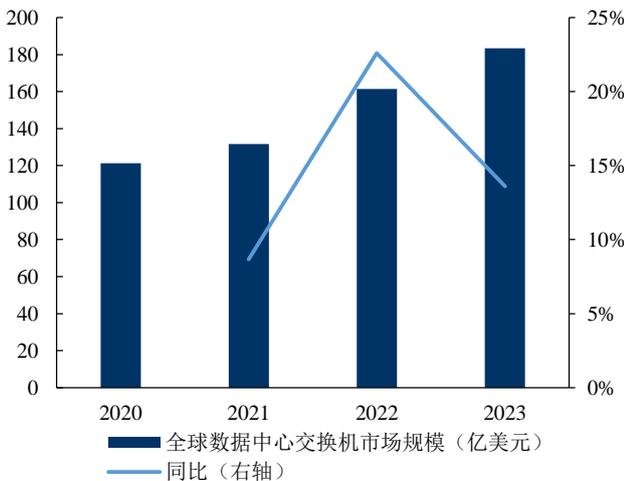
图18: 2014-2023 年全球以太网交换机市场规模 (亿美元)



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

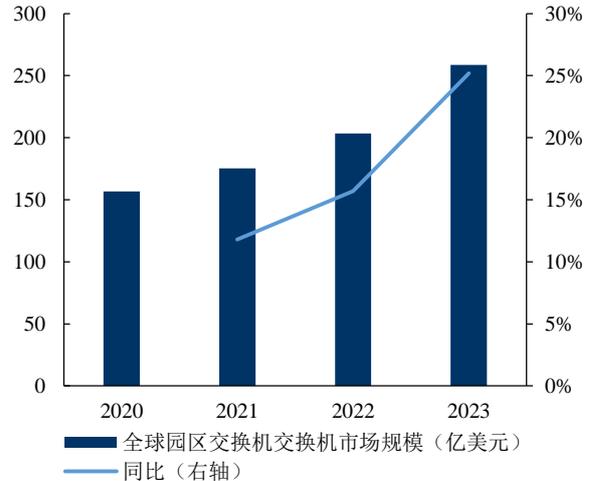
非数据中心交换机仍是市场大头, 占比 59%; 受益于 AI 推动, 数据中心交换机占比有望提升。2023 年, 全球数据中心交换机市场规模 183.4 亿美元, 同比增长 13.6%; 非数据中心交换机 (包括园区交换机与 SMB 交换机) 市场规模 258.6 亿美元, 同比增长 25.2%。

图19: 2020-2023 年全球数据中心交换机市场规模



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

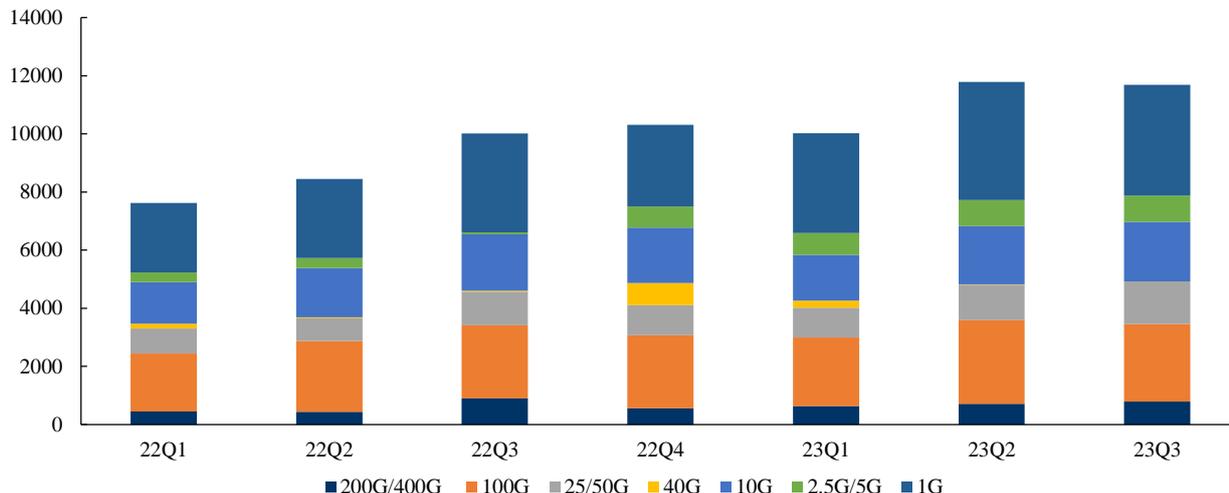
图20: 2020-2023 年全球非数据中心交换机市场规模



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

AI 浪潮有望推动高端交换机市场占比提升。随着生成式 AI 的极大发展，对 AI 工作负载的巨大需求正在推动交换机端口速率加速向高端迁移。2023Q3，全球交换机市场 117 亿美元，其中 200G/400G 交换机 8 亿美元，占比 7%。共进股份深耕以太网交换机行业多年，产品覆盖园区交换机、SMB 交换机、数据中心交换机等场景产品。2023 年公司在数据中心交换机领域，400G 交换机已实现批量出货，800G 高阶数据中心交换机实现首批产品陆续交付。中长期来看，公司将受益于交换机高端迭代趋势。

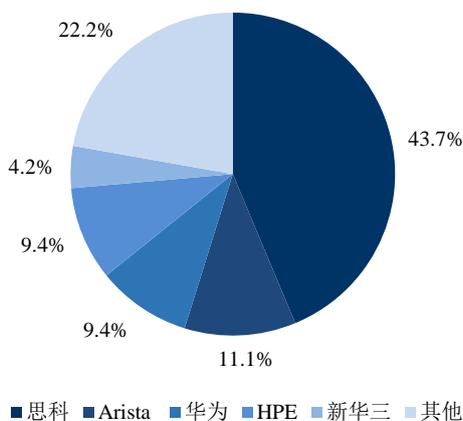
图21：2014-2023 年全球以太网交换机市场规模（百万美元）



资料来源：The Next Platform, IDC, 东兴证券研究所

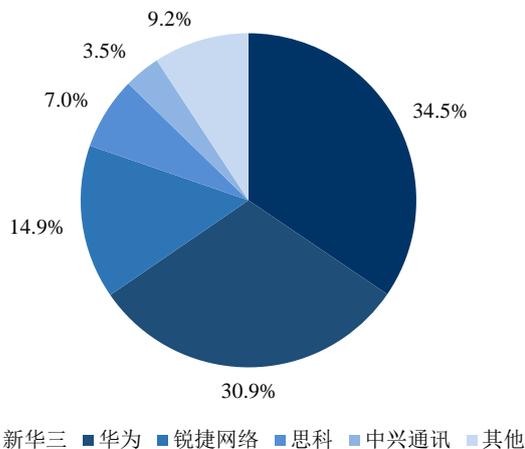
相比国内，海外市场集中度为公司发展提供市场进入机会。国内市场格局方面，2023Q1，新华三在中国以太网交换机市场中占据最大份额，达 34.5%。其余份额主要被华为、锐捷、思科和中兴占据，CR5 达 90.8%。海外方面，根据 IDC 数据，2023 年思科在全球以太网交换机市场中占据最大份额，达 43.7%。其余份额主要被 Arista、华为、HPE 和新华三占据，CR5 达 77.8%。可以看到，海外市场的集中度显著低于国内市场，更能为公司发展提供进入机会。凭借公司在交换机领域的技术积累、生产工艺和制造规模，公司海外订单规模有望持续扩充。

图22：2023 年全球交换机市场份额



资料来源：IDC, 东兴证券研究所

图23：2023Q1 国内交换机市场份额



资料来源：IDC, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

投资建议: 随着公司加大海外产能扩充与海外客户订单开拓, 公司网通数通业务收入稳中向好, 盈利能力持续提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 83.32、88.64、93.28 亿元, 归母净利润分别为 2.17、2.74、3.15 亿元, 对应 PE 分别为 24X、19X、16X。首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

全球地缘政治风险波动, 国内市场需求不足, 海外市场订单减少。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	7021	6514	5552	5992	6405	营业收入	10974	8530	8332	8864	9328
货币资金	1576	2423	1666	1773	1866	营业成本	9480	7403	7258	7683	8064
应收账款	2332	1671	1370	1457	1533	营业税金及附加	41	36	25	27	28
其他应收款	33	21	20	22	23	营业费用	198	158	150	160	168
预付款项	49	30	175	328	490	管理费用	333	328	325	346	364
存货	1497	1257	1193	1263	1326	财务费用	-73	15	-27	-12	-14
其他流动资产	1210	740	740	740	740	研发费用	443	362	358	372	382
非流动资产合计	3513	3701	3383	3264	3132	资产减值损失	324.56	247.66	60.00	60.00	60.00
长期股权投资	54	207	200	200	200	公允价值变动收益	0.00	26.78	0.00	15.00	15.00
固定资产	2410	2380	2319	2239	2139	投资净收益	10.81	1.23	0.00	0.00	0.00
无形资产	270	257	239	223	207	加: 其他收益	49.84	64.56	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	70	139	100	100	100	营业利润	241	77	232	294	341
资产总计	10534	10214	8934	9256	9538	营业外收入	31.87	14.30	10.00	10.00	10.00
流动负债合计	5299	4672	3337	3522	3646	营业外支出	18.00	22.10	1.30	0.00	0.40
短期借款	1760	1375	1453	1540	1575	利润总额	255	70	241	304	350
应付账款	2300	1763	1193	1263	1326	所得税	29	20	24	30	35
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	226	50	217	274	315
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-15	0	0	0
非流动负债合计	85	409	355	355	355	归属母公司净利润	227	65	217	274	315
长期借款	27	332	332	332	332	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	5384	5081	3692	3877	4001	成长能力					
少数股东权益	8	-7	-7	-7	-7	营业收入增长	1.53%	-22.27%	-2.33%	6.39%	5.23%
实收资本(或股本)	791	791	791	791	791	营业利润增长	-35.25%	-67.90%	199.86%	26.67%	15.84%
资本公积	2737	2751	2751	2751	2751	归属于母公司净利润增长	-42.68%	-71.46%	234.96%	26.25%	15.18%
未分配利润	1416	1379	1485	1619	1774	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5142	5141	5249	5386	5544	毛利率(%)	13.61%	13.21%	12.88%	13.32%	13.55%
负债和所有者权益	10534	10214	8934	9256	9538	净利率(%)	2.06%	0.58%	2.60%	3.09%	3.38%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.15%	0.63%	2.43%	2.96%	3.31%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	4.41%	1.26%	4.13%	5.08%	5.69%
经营活动现金流	370	861	-664	372	428	偿债能力					
净利润	226	50	217	274	315	资产负债率(%)	51.11%	49.74%	41.33%	41.89%	41.95%
折旧摊销	194.66	219.86	290.13	300.73	313.54	流动比率	1.32	1.39	1.66	1.70	1.76
财务费用	-73	15	-27	-12	-14	速动比率	1.04	1.13	1.31	1.34	1.39
应收账款减少	-376	661	301	-88	-76	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.08	0.82	0.87	0.97	0.99
投资活动现金流	370	-745	-89	-227	-227	应收账款周转率	5	4	5	6	6
公允价值变动收益	0	27	0	15	15	应付账款周转率	4.93	4.20	5.64	7.22	7.21
长期投资减少	0	0	163	0	0	每股指标(元)					
投资收益	11	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.08	0.27	0.35	0.40
筹资活动现金流	297	667	-3	-38	-108	每股净现金流(最新摊薄)	0.99	0.99	-0.96	0.13	0.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.50	6.50	6.63	6.81	7.00
长期借款增加	27	305	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-1	0	0	0	0	P/E	22.83	82.75	24.17	19.15	16.62
资本公积增加	26	15	0	0	0	P/B	1.02	1.02	1.00	0.97	0.95
现金净增加额	1036	783	-757	107	93	EV/EBITDA	16.04	15.73	11.39	9.46	8.43

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

首席分析师，覆盖传媒、互联网、云计算、通信等行业。上海交通大学工学硕士。8年证券从业经验，曾供职于华创证券、安信证券，2018年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526