



# 从思科发展看云计算龙头成长之路

紫光股份（000938）投资价值分析报告 | 2020.3.16

中信证券研究部



顾海波  
首席通信分析师  
S1010517100003

## 核心观点

美国思科公司是全球路由器、交换机霸主，思科在创立发展期曾实现收入 12 年增长 3400 倍，估值最高达到 165 倍 PE，步入成熟转型期后成为科技行业最佳现金牛公司，并加速向云计算/数据中心、安全转型。思科发展史对紫光股份有重要启示，我们认为紫光股份有望实现全球崛起、与华为共同成为国内云基建双龙头，并成为机构重仓的科技白马。采用分部估值给予 2020 年目标市值 1150 亿元，对应目标价 56.3 元。维持“买入”评级，我们同时强调公司长期成长价值，持续重点推荐。

■ **思科是全球路由器、交换机霸主。**微软 windows/英特尔 CPU/思科网络设备，并称 wintelco 体系。思科 1984 年成立，在美国市场起步并迅速占领全球，内研+并购奠定网络霸主。公司当前主业扩张为云基础架构产品（收入占 77%）、协作（视频会议，占 15%）、安全（7%）三大板块，市场分为北美区域（占收入 60%）、欧洲、中东、非洲区域（占收入 25%）、亚太区域（占收入 15%）。

■ **思科发展分三阶段，发展期收入实现 12 年 3400 倍增长。****发展期：**思科 1984 年发明路由器后火箭式增长，1988 年-2000 年收入增长超过 3400 倍，背后是近乎垄断的市场格局。**成熟期：**思科竞争对手华为（真正的竞争对手）、Juniper 出现，同时新华三从华为分立出来在中国与思科竞争，思科开始转入防御阶段；**转型期：**华为、Juniper、Arista、新华三等公司发展壮大，思科交换机、路由器全球份额不断下滑，公司向云计算/数据中心、安全加速转型。

■ **思科发展史对紫光股份的五启示。**第一，新华三有望复制华为道路竞争思科，全球份额实现崛起；第二，科技领域马太效应最为明显，国内云基建“华为+新华三”双龙头格局明确，将最大程度受益于新基建；第三，思科转型方向也是新华三发展方向，安全、数据中心、无线等新业务引擎推动新华三成长；第四，新华三未来有望成为像思科一样的现金牛公司，给投资者带来丰厚汇报；第五，思科长期受机构投资者追捧，紫光股份未来有望成为机构重仓的白马。

■ **风险因素：**大额解禁带来的市场风险；国内疫情对业绩影响超预期；海外拓展不及预期；运营商市场拓展不及预期；国内新基建和云计算市场发展不及预期。

■ **投资建议：**鉴于公司核心受益于国内新基建，上调其 2020-2021 年收入预测至 683 亿、841 亿；维持 2019、2021 年净利润预测分别为 18.2 亿、26.9 亿，略上调 2020 年净利润预测至 22.0 亿元（原为 21.9 亿元），对应 2020-2021 年 PE 分别为 40 倍、33 倍，对网络产品、安全产品、IT 产品、云计算及服务、分销业务采用分部估值，给予 2020 年目标市值 1150 亿元，对应目标价 56.3 元。维持“买入”评级，持续重点推荐。

紫光股份	000938
评级	买入（维持）
当前价	43.02 元
目标价	56.3 元
总股本	2,043 百万股
流通股本	2,043 百万股
52 周最高/最低价	50.47/25.55 元
近 1 月绝对涨幅	2.43%
近 6 月绝对涨幅	23.62%
近 12 月绝对涨幅	38.72%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	39,071.04	48,305.79	55,203.73	68,301.08	84,140.30
营业收入增长率	41%	24%	14%	24%	23%
净利润(百万元)	1,575.42	1,703.75	1,821.73	2,201.10	2,688.39
净利润增长率	93%	8%	7%	21%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.51	1.17	0.89	1.08	1.32
毛利率%	22%	21%	22%	22%	21%
净资产收益率 ROE%	6.26%	6.41%	6.47%	7.31%	8.26%
每股净资产(元)	12.31	13.00	13.79	14.75	15.92
PE	28	37	48	40	33
PB	3	3	3	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 13 日收盘价

## 目录

<b>解构思科：全球网络霸主，无边界扩张</b> .....	<b>1</b>
历史沿革：路由器的发明者，网络的奠基者 .....	1
主营业务：云基建为主，安全与云计算双翼发展 .....	3
<b>12年3400倍，科技行业最佳现金公司</b> .....	<b>6</b>
发展期：垄断带来火箭式发展 .....	7
成熟期：竞争者出现公司防御为主 .....	8
转型期：从网入云，向新基建转型 .....	9
<b>从思科看紫光股份未来——云计算龙头成长起点</b> .....	<b>10</b>
启示一：新华三有望延续华为道路，全球崛起 .....	10
启示二：云基建“华为+新华三”双龙头格局确立 .....	12
启示三：安全、服务器、无线等多业务引擎启动 .....	14
启示四：硬科技龙头有望成为成现金牛公司 .....	16
启示五：成为长期价值投资者重仓的白马股 .....	17
<b>风险因素</b> .....	<b>17</b>
<b>投资建议：再论紫光股份分部估值，掘金成长白马</b> .....	<b>18</b>

## 插图目录

图 1：思科发展关键时点梳理.....	2
图 2：思科网络与安全产品线：路由器、交换机、Wifi、安全，及网管系统.....	3
图 3：思科协作业务（视频会议）相关产品.....	4
图 4：思科数据中心产品线：服务器、存储、超融合等.....	4
图 5：2019 年公司收入结构（新口径）.....	4
图 6：2017 年公司收入结构（老口径）.....	4
图 7：全球主要交换机厂商近 3 年市场份额.....	5
图 8：全球主要路由器厂商近 3 年市场份额.....	5
图 9：全球主要 WLAN 厂商近 3 年市场份额.....	5
图 10：全球主要安全硬件厂商近 3 年市场份额.....	5
图 11：思科全球收入结构（按区域）.....	6
图 12：除美洲市场思科毛利率下滑明显，或因为华为等中国厂商竞争加剧.....	6
图 13：思科历史发展分为发展期、成熟期、转型期三个阶段.....	6
图 14：思科历史发展分为发展期、成熟期、转型期三个阶段.....	7
图 15：思科公司股价复盘.....	7
图 16：发展期思科 PE 曾达到 165 倍.....	8
图 17：在核心路由交换领域，2008-2010 年华为“吃掉”思科 6%市场份额.....	9
图 18：思科股息率走势—从 2011 年开始分红，股息率不断提升.....	10
图 19：中国路由器、交换机市场增速远超全球市场增速.....	10
图 20：思科中国交换机市场主要被华为、新华三抢占.....	11
图 21：思科中国份额主要被华为抢占，新华三正崛起.....	11
图 22：全球交换机市场，华为、Arista、新华三正在蚕食思科份额.....	11
图 23：全球路由器市场，华为抢占思科全球份额，新华三露头角.....	11
图 24：前期无法直接出海导致紫光股份海外收入占比较低.....	12
图 25：2019 年新华三第一批出海国家市场潜力巨大.....	12
图 26：国内云基建各领域 TOP3 公司，云计算领域华为与新华三双龙头格局明确.....	12
图 27：交换机华为与新华三双寡头，TOP4 国内厂商份额从 20%提升至 88%.....	13
图 28：路由器领域华为一家独大，新华三有望成为华为平衡者.....	13
图 29：新华三国内企业级 WIFI 排名第一，TOP5 国内厂商份额从 41%提升至 79%.....	13
图 30：服务器国产替代明显，浪潮、华为、新华三三巨头并立，国内龙头厂商份额从 14%提升至 77%.....	13
图 31：存储市场华为、新华三、浪潮领衔，国内 TOP5 厂商份额从 3%提升至 60%.....	14
图 32：安全硬件市场，天融信、华为、新华三、深信服四大龙头份额接近，行业集中度提升后近年稳定.....	14
图 33：核心业务交换机、路由器收入下滑下，数据中心、安全、无线、无线成为新增长点.....	14
图 34：思科数据中心经历“爆发-平稳-调整”三个阶段.....	15
图 35：安全业务始终保持中高速增长.....	15
图 36：无线业务持续稳健增长.....	15
图 37：服务收入稳定增长.....	15
图 38：紫光股份的安全、数据中心（IT）、云计算是高增长明星产品.....	16
图 39：除苹果外，科技行业最好的现金牛之一.....	16
图 40：优异现金表现来源于好赛道、超高壁垒带来的高利润率.....	16

图 41：思科自由现金流持续攀升 .....	17
图 42： 2019 年思科现金使用结构—股票回购+分红占 86% .....	17
图 43：思科股东以机构投资者为主 .....	17

## 表格目录

表 1：思科系统重要历史事件整理 .....	2
表 2：紫光股份分部估值测算 .....	18
表 3：网络产品、IT 产品、分销业务可比公司估值 .....	18
表 4：安全领域相关可比公司估值 .....	19

## ■ 解构思科：全球网络霸主，无边界扩张

### 历史沿革：路由器的发明者，网络的奠基者

微软的 windows，英特尔的处理器，思科的网络设备，并称 wintelco 体系，奠定了互联网时代的计算机软件、硬件、网络三大标准。

**创始期：发明路由器，开启全球网络之门。**1984 年，思科系统公司（Cisco System, Inc.）在美国加利福尼亚州南部旧金山湾区的圣何塞市成立。公司创始人是斯坦福大学的一对教师夫妇 Leonard Bosack 和 Sandy Lerner，二人分别是斯坦福大学计算机系和商学院的计算机中心主任，他们设计了一种“多协议路由器”用于连接斯坦福校园网络，为了制造并销售这种路由器，二人创办了思科公司，公司名称取自旧金山英文 San Francisco 的后五个字母，同时将金门大桥作为公司徽标，代表连接与沟通。1986 年 3 月，思科公司向犹他州州立大学提供了世界上第一台路由产品——AGS（先进网关服务器），此后思科公司生产的路由器开始将世界各地不同的网络连接起来，组成庞大的互联网。1986 年后，思科进入快速成长阶段，引入了硅谷红杉资本等外部资金以研发更好的网络技术。

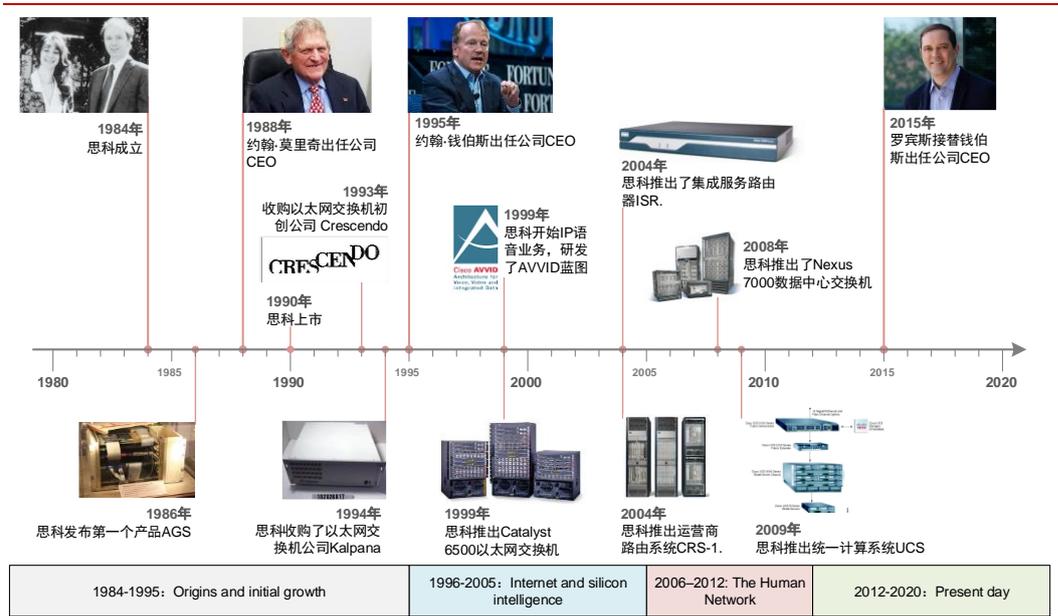
**快速发展：职业经理人掌舵，迅速占领市场。**1988 年约翰·莫里奇出任思科公司 CEO 兼总裁，在他担任 CEO 期间，思科从一个年收入只有 500 万美元的公司，转变为 10 亿美元的巨头（1995 年）。1990 年 2 月 16 日，思科在纳斯达克上市，市值达到 2.24 亿美元。1993 年思科收购以太网交换机初创公司 Crescendo，组建 Catalyst 业务部门，并于 1994 年推出第一种面向客户端/服务器式工作组的智能 Cisco Catalyst 系列交换机。1995 年，46 岁约翰·钱伯斯接替莫里奇成为思科 CEO 兼总裁，开始掌舵这家快速壮大的网络设备公司。1997 年，思科收入达到 65 亿美元，跻身《财富》杂志世界 500 强，排名 332 位。从 1990 年上市到 2000 年的十年间，思科营业额快速上升，市值迅速增长，在 2000 年 3 月 27 日，思科市值一度达到 5690 亿美元，超过微软成为世界上最有价值的公司。

**互联网泡沫期后进入稳健发展的成熟期。**2001 年互联网泡沫破灭之后，思科被迫裁员、削减产品线和去库存。随着互联网的发展和市场竞争的加剧，思科在网络设备市场的份额不断下降。思科开始增加在研发方面的投入，试图通过研发和大量收购分头挺进多个以个人和家庭用户为主导的网络设备领域，开始销售机顶盒和 Linksys 系列家用 WIFI 路由器等产品。然而随后的事实证明家庭网络业务成绩并不理想，于是思科在 2013 年 1 月将旗下家庭网络子公司出售（包括 Linksys 品牌），开始重新将重心回归企业市场。

**随着全球科技竞争加剧，思科通过外延内生寻求转型。**随着互联网的发展，在交换机和路由器等网络设备市场，越来越多的公司加入竞争，思科的市场份额开始受到影响，另一方面新兴技术趋势也在不断挑战思科的核心业务，思科开始进行战略转型。2012 年思科确立新的目标，要拓展互联网安全、无线技术和数据中心等领域，从互联网通信公司向一流的 IT 公司转型。2012 年以后，思科收购了大量的软件和应用程序、网络技术和安全领域的初创公司。2015 年 7 月 26 日，罗宾斯正式接替钱伯斯成为新任 CEO，瞄准物联网领域，上任一年内就在云计算、网络安全、物联网和大数据等领域进行了 15 次收购。目前，思科的主要产品和服务涵盖了基础设施平台（交换机、路由器、无线和 IDC）、基

于硬件和软件的解决方案、协同办公、安全、技术支持服务和高级服务等。

图 1：思科发展关键时点梳理



资料来源：思科公司官网、IT之家，中信证券研究部

表 1：思科系统重要历史事件整理

时间	思科重要历史事件
1984 年	• 12 月，斯坦福大学教师夫妇 Leonard Bosack 和 Sandy Lerner 为了销售自己制作的多协议路由器在硅谷的圣何塞市注册了“思科系统公司”（Cisco System Inc.）。
1985 年	• 公司 logo 确定，第一个系统 MEIS（海量总线-以太网接口子系统）发布。
1986 年	• 3 月，思科向犹他州州立大学提供了世界上第一台路由产品——先进网关服务器（AGS）。
1988 年	• 约翰·莫里奇（John Morgridge）加盟思科公司，担任 CEO 兼总裁。
1990 年	• 2 月 16 日，思科在纳斯达克证券交易所上市，股票代码 CSCO，市值 2.24 亿美元。 • 8 月 28 日，创始人 Sandy Lerner 被管理层解雇，其丈夫随后辞职，创始人夫妇离开思科。
1991 年	• 1 月，约翰·钱伯斯加盟思科担任副总裁。
1994 年	• 1992 年至 1994 年间，思科收购的 Kalpana、Grand Junction 和 Crescendo 组成了 Catalyst 业务部门，1994 年思科推出第一种面向客户端/服务器式工作组的智能 Cisco Catalyst 系列交换机，第一批新产品来自于对 Crescendo 的收购。
1995 年	• 1 月，约翰·莫里奇卸任 CEO，担任思科董事会主席。约翰·钱伯斯成为思科 CEO 兼总裁。
1997 年	• 思科首次跻身财富 500 强，排名第 332 位，收入达到 65 亿美元。思科收购了更多公司，例如博信通信。思科首次推出了针对 ip 语音和传真市场的系列产品，在语音、视频、数据集成方面进行战略规划。
1998 年	• 思科收入达到 85 亿美元，成为历史上第一家在短短 14 年内市值达到 1000 亿美元的公司。同时思科与美国互联网公司 and Pipelinks 公司达成收购。
1999 年	• 思科开始投资 IP 语音业务，研发了 AVVID(语音、视频和集成数据架构)蓝图。钱伯斯声称，将语音接入 IP 分组交换数据网络将使语音成为数据网络上的免费服务。 • 思科推出重要产品 Catalyst 6500 以太网交换机，该产品成为思科交换机业务支柱，巩固了公司在企业网领域的主导地位。 • 思科市值达到 3000 亿美元。同年，思科与大约 20 家公司达成收购，与 10 家领先公司达成伙伴关系，为无线互联网技术制定标准。
2000 年	• 3 月 27 日，在互联网泡沫最严重的时候，思科市值盘中达到 5690 亿美元（每股 82 美元），成为世界上最有价值的公司。同年，思科与大约 30 家公司达成收购。
2004 年	• 思科推出了集成服务路由器 ISR，用于分支机构。ISR 成为思科最成功的产品之一，在五年内卖出超过 750 万台。 • 思科推出运营商路由系统 CRS-1（Carrier Routing System - 1）。CRS-1 采用了 Cisco IOS XR 自恢复分布式操作系统，是业界第一款能提供持续系统运行、无与伦比的服务灵活性和系统寿命的运营商级路由器产品，标志着电信 IP 通信新时代的来临。
2008 年	• 思科推出了 Nexus 7000 数据中心交换机，Nexus 成为思科下一代数据中心网络的核心。

时间	思科重要历史事件
2009 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>思科推出<b>统一计算系统 UCS</b>（Unified Computing System），UCS 在单一的高能效系统中统一了计算、网络、存储访问和虚拟化资源的数据中心系统，数据中心整合策略给基础架构市场带来极大的震动。</li> </ul>
2013 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 月 24 日，思科将旗下家庭网络子公司出售给 Belkin International Inc，包括知名的 Linksys 品牌，标志着思科从消费市场向企业市场的转变。</li> <li>8 月 14 日，思科宣布将裁员 4000 人，约占员工总数的 6%。</li> </ul>
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>5 月，思科宣布 CEO 兼董事会主席<b>钱伯斯将不再担任 CEO</b>，此前担任思科高级副总裁的查克·罗宾斯（Chuck Robbins）出任新 CEO，钱伯斯将继续担任董事长。</li> <li>7 月 23 日，思科宣布以 6 亿美元的价格将其电视机顶盒和电缆调制解调器业务出售给 Technicolor SA，这笔交易是思科逐渐退出消费市场的一部分，也是思科新领导层致力于在企业细分市场中专注于云产品的一部分。</li> <li>7 月 26 日，<b>罗宾斯正式成为思科 CEO</b>。</li> <li>11 月 19 日，思科与 ARM、戴尔、英特尔、微软和普林斯顿大学共同成立了 OpenFog 联盟，以促进雾计算的发展。</li> </ul>
2017 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>2 月，思科推出了基于云的安全互联网网关 Cisco Umbrella，可为不使用公司网络或 VPN 连接到远程数据中心的用户提供安全的互联网访问权限。</li> <li>12 月 11 日，钱伯斯辞去董事长一职，罗宾斯继任董事长并同时继续担任 CEO，钱伯斯获得“荣誉董事长”头衔。</li> </ul>
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>12 月 18 日，思科<b>宣布进军电信业、ISP 及设备商的芯片销售业务</b>，并发表名为 Cisco Silicon One 的芯片架构以及采用芯片的路由器思科 8000 系列。</li> </ul>

资料来源：思科公司官网、IT 之家，中信证券研究部

## 主营业务：云基建为主，安全与云计算双翼发展

**网络业务为主，三大战略新业务为翼。**从公司 2017 年年报分析，公司云计算基础架构业务主要以网络产品为主，公司网络产品（路由+交换机+无线）收入占比达 69%，三大新兴业务数据中心、安全、协作（远程视频会议）占比分别为 8%、9%、12%，新兴业务占比合计为 27%。**协作业务：**2012 年思科确立向 IT 公司转型的战略之后，在应用软件和业务安全方面开疆拓土，收购了一大批业内优秀的初创公司，思科协作在此过程中发展壮大，逐渐成为企业协作市场的领先企业。目前思科协作业务包含统一通信、客户服务、会议和协作终端等细分业务，提供的产品包括 IP 电话机、思科网真（Webex）会议系统、思科统一联系中心以及各种会议终端设备等。**数据中心、安全业务将在后续章节展开分析。**

图 2：思科网络与安全产品线：路由器、交换机、Wifi、安全，及网管系统

				
<p><b>路由</b></p> <p>简化您的广域网架构，让部署、管理和操作更加简单。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ISR 1000</li> <li>• ISR 4000</li> <li>• Meraki MX</li> </ul>	<p><b>交换</b></p> <p>轻松购买和使用面向交换的 Cisco DNA 解决方案。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Catalyst 9000 系列</li> <li>• Meraki 交换机</li> <li>• Catalyst 1000 系列（新）</li> </ul>	<p><b>无线</b></p> <p>通过安全、快速、可靠的产品，提供身临其境的体验。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Catalyst 9100 无线接入点</li> <li>• Catalyst 9800 系列控制器</li> <li>• 思科 Meraki MR 无线接入点</li> </ul>	<p><b>网络管理</b></p> <p>简化管理，实现流程自动化，并运用分析技术优化性能。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cisco DNA Center</li> <li>• Meraki 云托管</li> </ul> <p><a href="#">查看所有管理产品 &gt;</a></p>	<p><b>网络安全</b></p> <p>通过集中管理功能实现安全的网络连接，将成本控制在较低水平。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 身份服务引擎</li> <li>• 思科 Stealthwatch</li> <li>• 思科 Umbrella</li> </ul>

资料来源：思科公司官网

图 3：思科协作业务（视频会议）相关产品



资料来源：思科公司官网

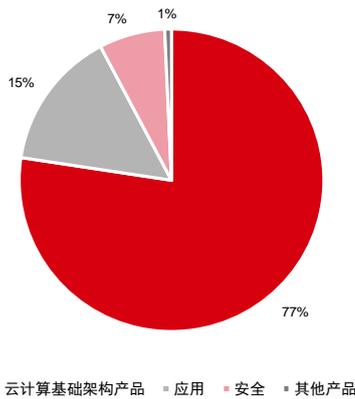
图 4：思科数据中心产品线：服务器、存储、超融合等



资料来源：思科公司官网

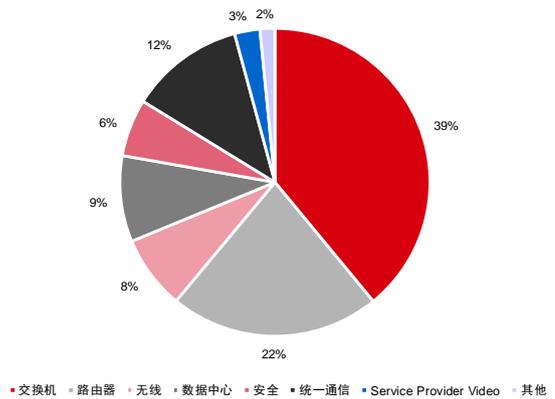
思科的业务结构中云计算基础架构产品为主，应用、安全开始占据重要地位。2019 年，思科业务分为云计算基础架构产品、应用、安全以及其他产品，营收占比分别为 77%、15%、7%、1%。云计算基础架构产品为公司主导收入业务，云计算基础架构产品主要包括交换机、路由器、无线（Wifi）、数据中心等，其中交换机、路由器、无线业务为网络产品线，数据中心包含服务器（主要为刀片服务器）及相关软件架构产品。

图 5：2019 年公司收入结构（新口径）



资料来源：思科公司年报，中信证券研究部

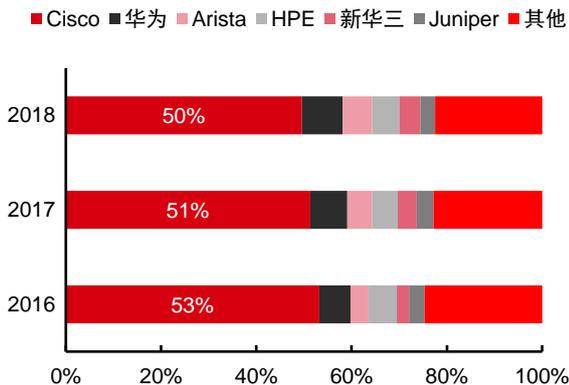
图 6：2017 年公司收入结构（老口径）



资料来源：思科公司年报，中信证券研究部

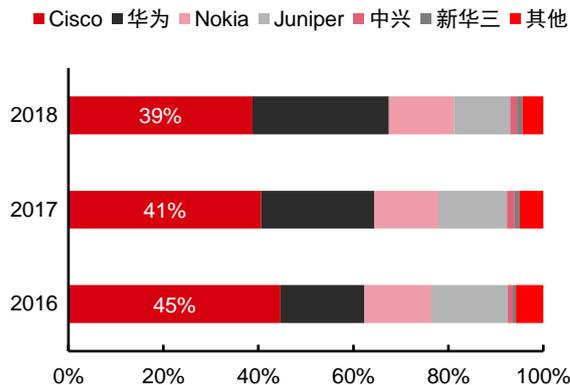
思科以交换机和路由器起家，在网络设备的全球市场中一直遥遥领先。2018 年思科在交换机、路由器、WLAN 设备和安全硬件设备领域市场份额分别为 50%、39%、27%和 15%。在交换机市场上，思科提供适用于各种网络层次和数据中心的交换机，近 3 年市场份额略有下滑，但仍牢牢占据全球交换机市场份额第一的位置。路由器业务方面，由于华为竞争加大，思科的市场份额下滑明显。在 WLAN 和安全设备领域，思科市场占有率稳定；在安全硬件市场，由于竞争加剧，思科的份额也有下滑态势。

图 7：全球主要交换机厂商近 3 年市场份额



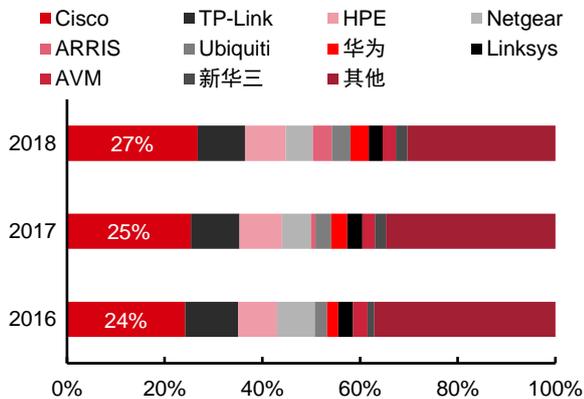
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 8：全球主要路由器厂商近 3 年市场份额



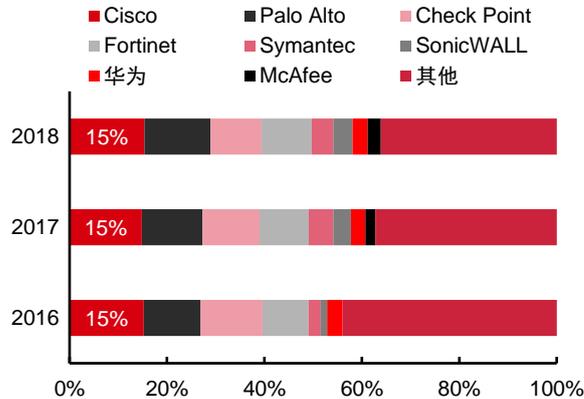
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 9：全球主要 WLAN 厂商近 3 年市场份额



资料来源：IDC，中信证券研究部

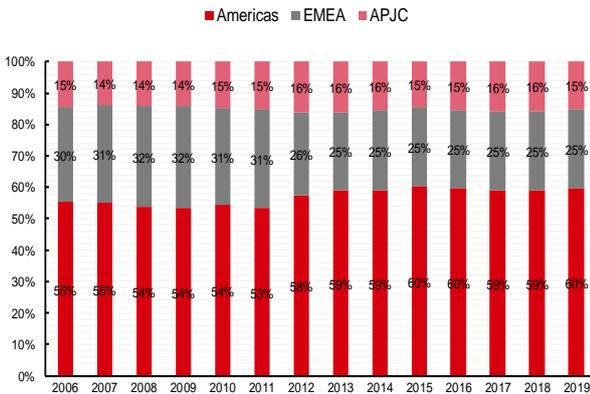
图 10：全球主要安全硬件厂商近 3 年市场份额



资料来源：IDC，中信证券研究部

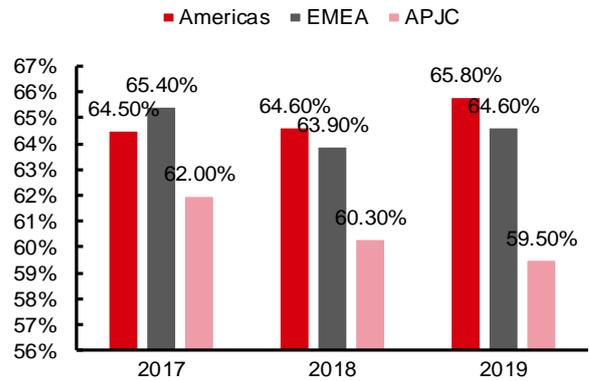
从收入地域分布来看，美洲收入占 60%，欧洲、中东、非洲收入占比 25%，亚太地区收入占比为 15%。从 2006-2019 年收入分布来看，欧洲、中东、非洲区域的收入占比持续下降，同时亚太地区收入占比难以提升，更为重要的是这两个市场毛利率近三年持续下滑。核心原因是华为等中国厂商带来的竞争加剧，思科正越来越依赖美洲本土市场。

图 11：思科全球收入结构（按区域）



资料来源：思科公司年报，中信证券研究部

图 12：除美洲市场思科毛利率下滑明显，或因为华为等中国厂商竞争加剧

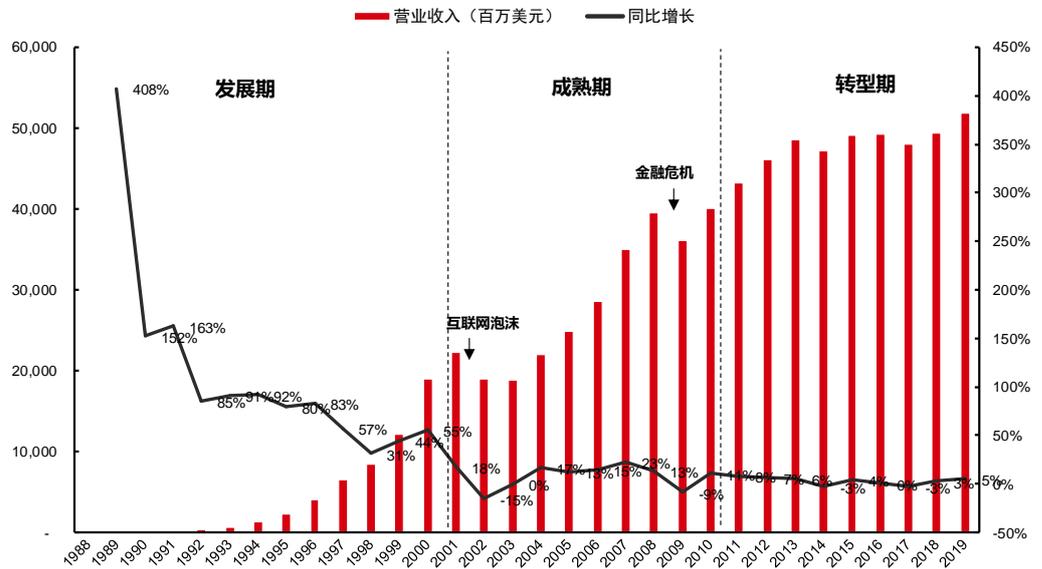


资料来源：思科公司年报，中信证券研究部

## 12 年 3400 倍，科技行业最佳现金公司

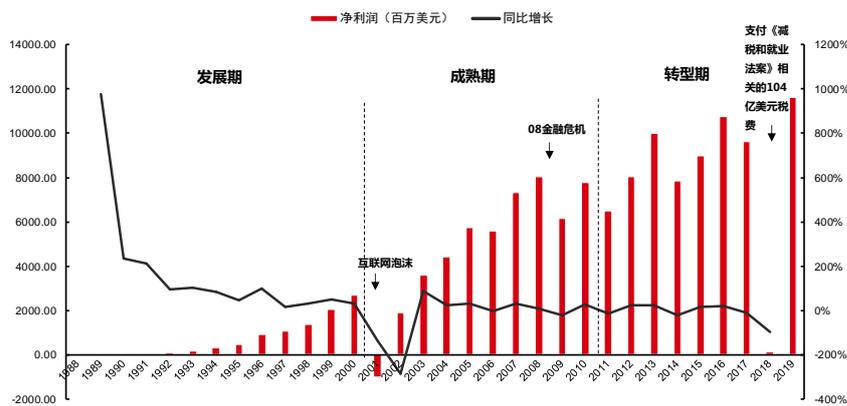
思科发展分为创立发展期（1984-2000 年）、成熟期（2001-2010 年）、转型期（2011-2018 年）三个阶段。发展期高速增长，成熟期面对挑战者防御为主，转型期主要发展物联网、软件等新业务。转型期公司持续高分红、高频率股票回购为投资者带来丰厚回报。

图 13：思科历史发展分为发展期、成熟期、转型期三个阶段营收表现



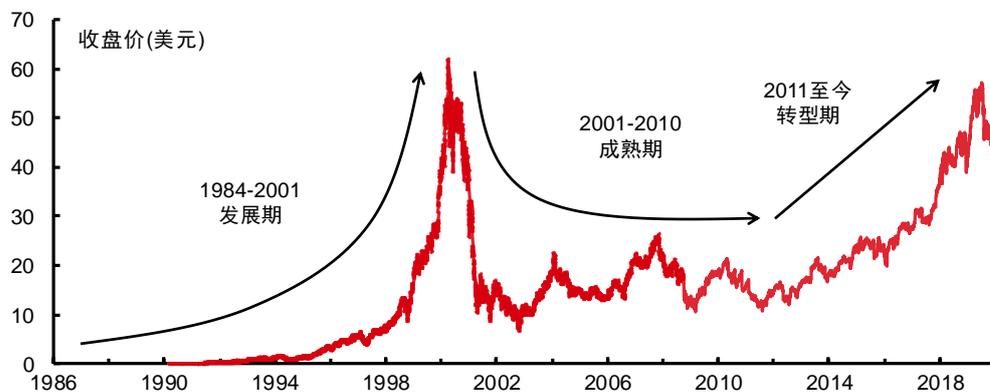
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 14：思科历史发展分为发展期、成熟期、转型期三个阶段净利润表现



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 15：思科公司股价复盘



资料来源：Wind，中信证券研究部

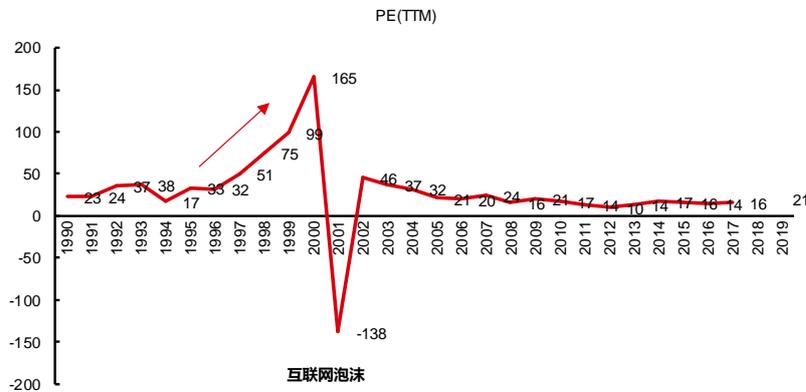
### 发展期：垄断带来火箭式发展

**1984-2000 年为思科创立和发展期。早期无明显竞争对手，近乎垄断经营成就全球最大网络设备厂商。**在互联网发展早期，思科依靠自己的技术能力和市场规模，成为网络标准的制定者，通过获得大量的专利，为竞争对手制造了很高的行业门槛。在早期的路由器市场，思科近乎处于垄断地位。运营商市场最有力的竞争对手 Juniper 于 1996 年成立，但直到 1999 年其市场份额才 4.77%。另外的竞争对手华为、惠普等公司在 2000 年的市场占有率几乎可以忽略不计。从 1984 到 1990 年，思科经过短短 6 年时间就上市，而后又经过 5 年时间，在 1995 年思科已经成为世界最大的网络设备制造商。进入 2000 年，思科年销售额高达 180 亿美元，雇员 3 万多人，占领了网络交换机市场 69% 的份额，以及网络路由器市场 85% 的份额。

**1988-2020 年，公司收入翻 3400 多倍，利润翻 2 万多倍，市值登顶。**1988 年-2000 年，公司收入从 545 万美元提升至 189 亿美元，营收翻了 3472 倍，期间营收复合增速 97%。根据公司披露的 1995-2001 年数据，公司收入复合增速为 63%。从净利润角度看，公司 1996 年净利润为 9.15 亿美元，2000 年达到 26.68 亿美元，期间复合增速为 30.7%。在

这个阶段，公司 PE 最高达到过 165 倍。公司市值 1990 年上市财年末为 3.17 亿美元，在 2000 年最高曾达 5400 亿美元，短暂登顶全球市值第一。

图 16：发展期思科 PE 曾达到 165 倍



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 成熟期：竞争者出现公司防御为主

2001-2010 年为公司成熟期。2000-2001 年互联网泡沫破裂，思科火箭般升空态势终止，公司瘦身健体后，竞争者也纷纷出现，公司步入成熟期。2001 年公司营收增速骤降至 18%，并亏损 10 亿美元，是史上首次出现亏损。公司随即进行大刀阔斧调整，解雇了 10000 名员工，并进行清库存、削减产品线的挽救措施。同时从全球来看，思科已达市场份额高点，公司步入成熟期，Juniper、华为等的强力竞争对手加剧竞争，思科在竞争中开始转入防守位置。2001-2010 年，思科营收复合增速 8%，净利润增速 11%。

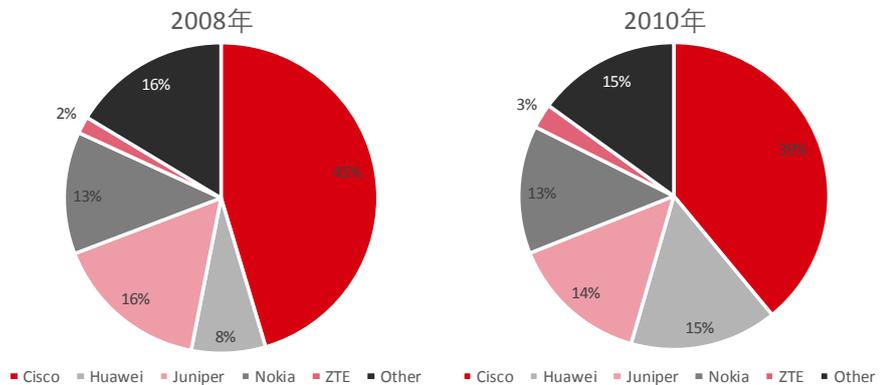
2000 年开始，Juniper、华为陆续成为思科挑战者，但只有华为是思科真正竞争对手。美国 Juniper 公司主要在核心路由器（SR）领域与思科展开竞争。1998 年，Juniper 发布了其操作系统 JUNOS，随后又发布了首款产品 M40 路由器(见图)，这款产品让 Juniper 1999 年的营收猛增至 1 亿美元，抢占了 15% 的市场份额。2000 年 Juniper 正式上市，并推出加强型核心路由器 M-160，成为思科高端路由器领域长期的竞争对手，思科和 Juniper 关系类似于 Intel 和 AMD，Juniper 的存在有利于思科避免成为反垄断调查目标。

华为也在这个时候开始成为思科真正竞争对手。2002 年美国亚特兰大举行通讯产品展，华为公司携高、中、低端全线产品参加了展会，思科开始视华为为最大的竞争对手。随后华为顺利进入美国市场，增长势头迅猛，2002 年思科市场份额首次出现下滑，也是从这一年开始，思科启动与华为的知识产权诉讼工作，并于 2003 年 1 月正式提出诉讼，在美国 3COM 公司（全球交换机龙头，思科的竞争对手）的帮助下，最终与思科实现和解。这场诉讼帮助华为在全球声名大噪。华为此后加速发展，蚕食思科市场份额。与思科的\*\*对决，也推动华为、3COM 联手成立华三（华为 3COM）。2003 年，华为与 3Com 联合成立 H3C（华为 3COM 公司，华三通信）。其中华为将数据通信（路由器、交换机）产品线和团队注入华三公司，占 51% 的股权，3Com 注资方式拥有其余 49% 股份。

思科步入成熟期的另一个重要事件是启动持续的股票回购回报股东。2001 年 9 月思

科启动股票回购计划，截至 2011 年公司累计回购股票金额达 728.5 亿美元。

图 17：在核心路由交换领域，2008-2010 年华为“吃掉”思科 6%市场份额



资料来源：Ovum，中信证券研究部

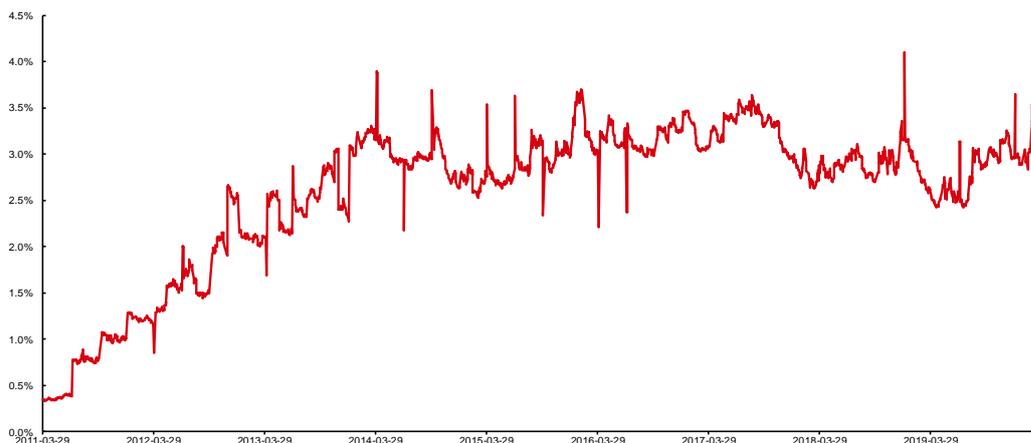
### 转型期：从网入云，向新基建转型

**2011 年至今为思科转型期。思科 2010-2019 年，营收复合增速为 2.9%、利润复合增速为 4.6%，**此期间，2011 年占公司收入 65% 的交换机、路由器不仅没有增长，反而出现下滑，2011-2017 年交换机、路由器的收入复合增速分别为 -0.2%、-0.9%。核心原因是主要竞争对手华为、新华三等中国厂商加速发展，以及美国国内传统和新兴竞争对手 Juniper、Arista 竞争加剧，其中中国厂商的崛起是主要原因。为应对中年危机，思科开启了长期的转型之路。

**在传统网络业务份额逐步下滑背景下，思科向数据中心、安全、服务转型。**转型方向主要包括有数据中心、安全、服务三大业务。**第一，数据中心业务：**收入从 2011 年 6.94 亿美元增长至 2017 年 32.28 亿美元，复合增速为 29%（2018、2019 年未披露相关数据）。业务主要包括服务器（UCS 系列）、超融合（HyperFlex），以及相应的软件及操作系统；**第二，安全业务：**收入从 2011 年的 12 亿上升至 2019 年 27.3 亿，复合增速 11%。以网络安全为基础向应用安全拓展，主要包括网络安全、云安全、email 安全、认证及接入管理、威胁保护及管理系统等；**第三，服务成为思科重要收入来源。**收入从 2011 年的 86.9 亿上升至 2019 年的 129 亿美元，复合增速 5%，思科服务主要包括技术支持和高级技术服务。

**同时为回报投资者，思科从这个时期开始分红，分红规模持续加大。**随着公司步入成熟，思科开始积极回报股东，思科从 2011 年开始启动分红，股息率逐渐提升。当前股息率在 3%-4% 区间，随着公司分红率逐渐提升，股息率有望持续提升。

图 18：思科股息率走势——从 2011 年开始分红，股息率不断提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

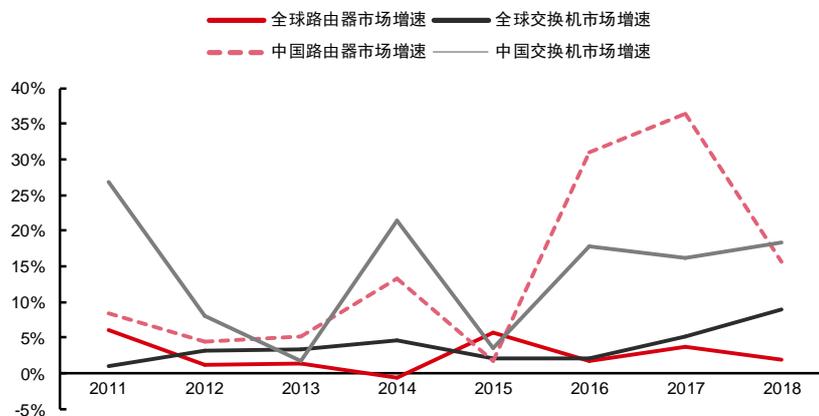
## ■ 从思科看紫光股份未来——云计算龙头成长起点

### 启示一：新华三有望延续华为道路，全球崛起

**华为的狼性文化和科技基因由新华三完美继承，随着新华三出海，未来有望复制华为全球跑马圈地路线。**

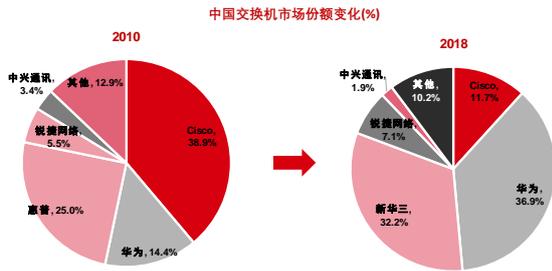
中国厂商凭借中国市场的高速增长迅速成长，思科的中国市场份额已主要被华为、新华三接收。2010-2018 年，全球路由器、交换机市场复合增速分别为 2.6%、3.8%，而中国路由器、交换机市场复合增速分别为 13.9%、14.0%。2018 年，中国路由器、交换机市场占全球市场份额分别为 23.8%、13.5%，且未来占比预计将持续提升。2010 年，思科在中国交换机、路由器的市占率分别为 38.9%、36.0%，2018 年降为 11.7%、4.6%。思科在中国的大部分份额主要由华为、新华三接收。

图 19：中国路由器、交换机市场增速远超全球市场增速



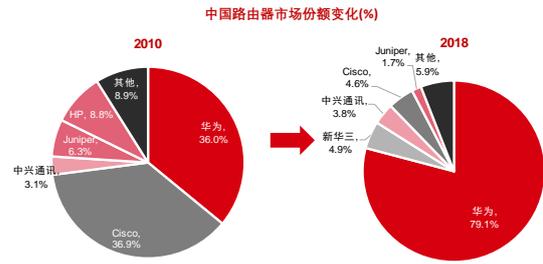
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 20：思科中国交换机市场主要被华为、新华三抢占



资料来源：IDC，中信证券研究部

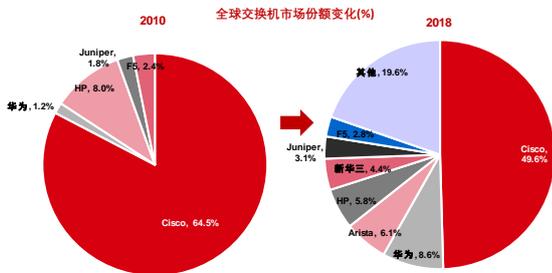
图 21：思科中国份额主要被华为抢占，新华三正崛起



资料来源：IDC，中信证券研究部

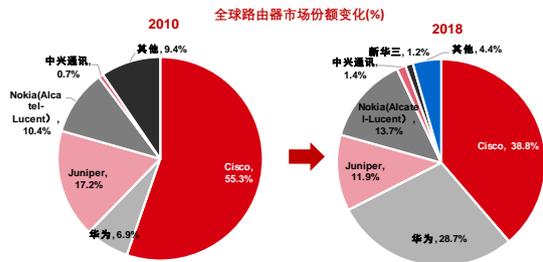
凭借中国市场崛起，华为为代表的中国厂商加速全球跑马圈地。从全球份额来看，思科交换机、路由器的份额从 2010 年的 64.5%、55.3% 降至 2018 年的 49.6%、38.8%，华为、新华三、Arista 等主要竞争者加速崛起。

图 22：全球交换机市场，华为、Arista、新华三正在蚕食思科份额



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 23：全球路由器市场，华为抢占思科全球份额，新华三露头角

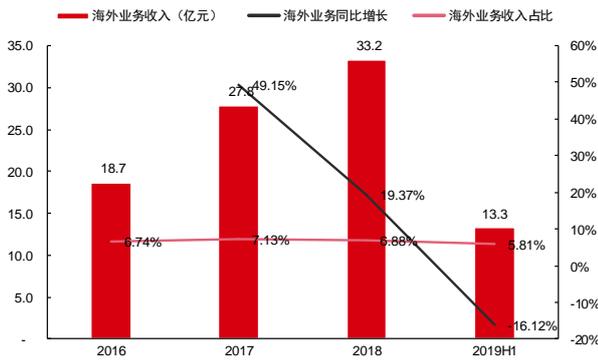


资料来源：IDC，中信证券研究部

新华三 2019 年正式出海，海外自有品牌、自有渠道正式开启全球跑马圈地。2016 年，紫光股份并购华三时与惠普商定，海外市场由惠普贴牌华三设备进行销售，新华三无法直接进军海外市场。由于惠普对网络设备的销售和服务能力不足，新华三设备在海外销售疲软。2018 年紫光股份海外收入占比仅 6.88%；2019 年上半年海外收入同比下滑 16.12%，收入占比下降至 5.81%。

预计顺利情况下，2024 年新华三业务将覆盖除美国外全球所有区域。2019 年，紫光股份与惠普重新商定，海外市场对新华三全面开放，公司可使用自主品牌、自主渠道全面出海，2019 年成为新华三“出海元年”。借助国家“一带一路”等政策东风，公司 2019 年进军 7 个国家：马来西亚、泰国、印度尼西亚、巴基斯坦、俄罗斯、哈萨克斯坦、日本，预计 2024 年新华三业务将覆盖除美国外全球所有区域，海外市场将成为公司新增长极。

图 24：前期无法直接出海导致紫光股份海外收入占比较低



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 25：2019 年新华三第一批出海国家市场潜力巨大

国家	2018年CAPEX (百万美元)	2018年人口数量 (亿)
中国	52,607	13.95
七国合计	41,330	8.70
日本	26,161	1.27
俄罗斯	5,415	1.44
印度尼西亚	3,703	2.68
泰国	3,528	0.69
马来西亚	1,417	0.32
巴基斯坦	787	2.12
哈萨克斯坦	319	0.18

资料来源：Ovum，世界银行，中信证券研究部

## 启示二：云基建“华为+新华三”双龙头格局确立

云计算基础设施“华为+新华三”双龙头格局已明确。我们概括云计算基础设施为“云计算七件套”：路由器、交换机、WLAN、服务器、存储、超融合、安全硬件。新华三在路由器排名第 2、交换机排名第 2、企业 WLAN 排名第 1、服务器排名第 3、存储排名第 2、超融合排名第 2、安全硬件排名第 3，国内唯有华为和新华三两家企业在每个领域均为第 1、第 2 或第 3。华为作为国内综合科技龙头，在每个领域目标都是成为第一，新华三源自华为，拥有接近的文化和基因，一般进入一个领域后同样可以快速做到前三。在紫光股份 2016 年并入新华三时，新华三还是以网络产品为主的网络龙头，通过两三年扩容云基建产品线，在服务器、存储、安全、超融合均迅速做到国内 TOP3，发展势头强劲。

图 26：国内云基建各领域 TOP3 公司，云计算领域华为与新华三双龙头格局明确

产品	国内TOP3 (按收入)	2018年新华三国内市占率
路由器	华为、新华三、思科	5%
以太网交换机	华为、新华三、思科	32%
企业WLAN	新华三、华为、锐捷	32%
服务器	浪潮、华为、新华三	12%
存储	华为、新华三、浪潮	15%
超融合	华为、新华三、深信服	22%
安全硬件	天融信、华为、新华三	10%

资料来源：IDC，中信证券研究部

科技行业具有明显的赢家通吃、马太效应，复盘十年发展，云基建领域已基本实现国产替代，预计未来华为、新华三为代表的云计算龙头将成为新基建中坚力量。十年前，国内云计算基础硬件，仍被思科、Juniper、IBM、惠普、戴尔、EMC 等美国科技龙头垄断市场，十年后的今天，国内在云基础设施领域基本实现国产替代，华为、新华三、中兴通讯、浪潮、深信服、曙光、锐捷等国内云基建核心公司的崛起伴随着这一替代过程。从 2018 年数据来看：

**第一，交换机市场：**华为、新华三为双寡头，2018 年两者市场份额从 2016 年的 55% 提升至约 70%；

**第二，路由器市场：**华为一家独大份额已达 79%（凭借运营商市场），第二名新华三仅约 5%，随着新华三加速进军运营商市场，有望成为华为的平衡者；

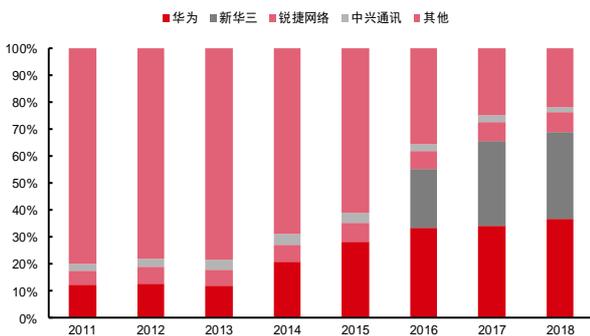
**第三，企业级 WIFI 市场（包括 WIFI6）：**新华三牢牢占据第一份额（2019Q1-Q3 份额为 31%），且份额仍在提升。TOP5 国内厂商份额从 41%提升至 79%；

**第四，服务器市场：**浪潮、华为、新华三三巨头并立，且华为、新华三份额接近，国内 TOP 5 龙头厂商份额从 14%提升至 77%；

**第五，存储市场：**华为、新华三、浪潮第一阵营，联想、曙光第二阵营。TOP 5 厂商份额从 2011 年的 3%提升至 2018 年的 60%；

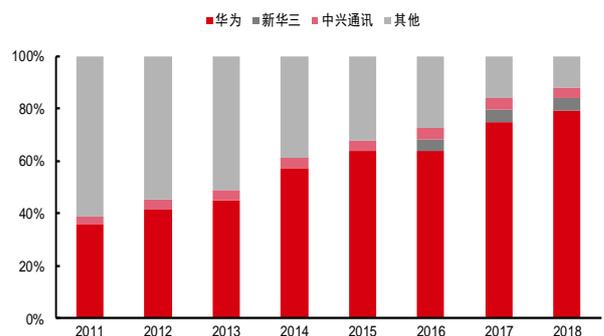
**第六，安全硬件：**天融信、华为、华三、深信服第一阵营，网御星云、绿盟科技、启明星辰份额与第一阵营相差并不大。安全市场需求分散，导致市场份额集中度也并不像其他产品集中。但随着龙头公司的数据量积累、研发投入加大，龙头的优势获有望加大，未来看好龙头成长。

图 27：交换机领域华为与新华三双寡头，TOP4 国内厂商份额从 20%提升至 88%



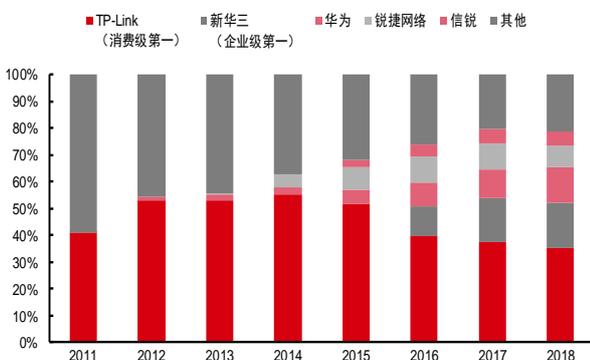
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 28：路由器领域华为一家独大，新华三有望成为华为平衡者



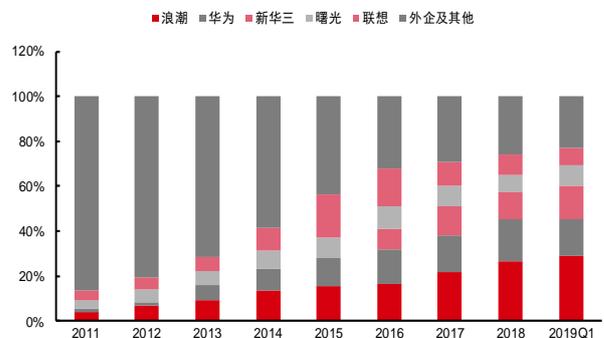
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 29：新华三国内企业级 WIFI 排名第一，TOP5 国内厂商份额从 41%提升至 79%



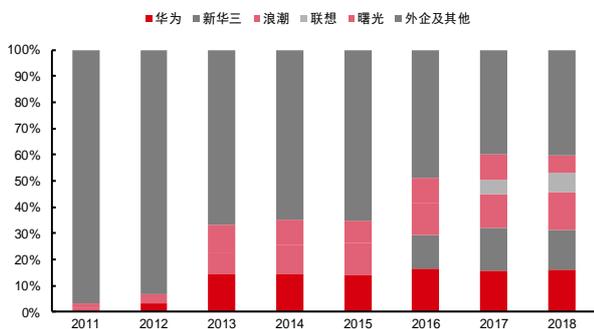
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 30：服务器国产替代明显，浪潮、华为、新华三三巨头并立，国内龙头厂商份额从 14%提升至 77%



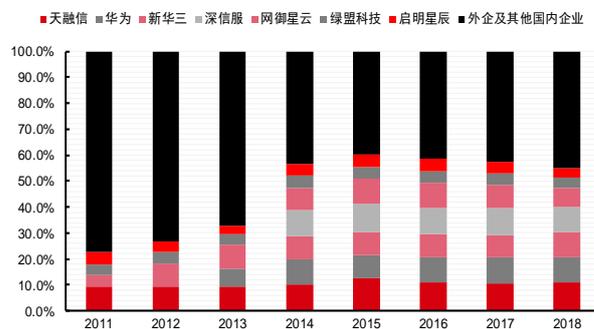
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 31：存储市场，华为、新华三、浪潮领衔，国内 TOP5 厂份额从 3%提升至 60%



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 32：安全硬件市场，天融信、华为、新华三、深信服四大龙头份额接近，行业集中度提升后近年稳定

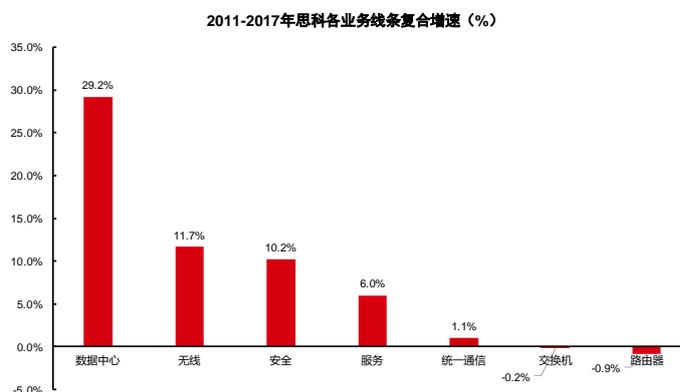


资料来源：IDC，中信证券研究部

### 启示三：安全、服务器、无线等多业务引擎启动

思科在传统交换机路由器、交换机业务下滑情况下，积极向安全、数据中心、服务型，同时无线也成为新增长点。思科自 2011 年开始启动转型，安全、数据中心（超融合）成为重点，同时无线业务也成为新增长点。

图 33：核心业务交换机、路由器收入下滑下，数据中心、安全、无线、无线成为新增长点



资料来源：思科公司年报，中信证券研究部

思科 2011 年明确向云计算转型，2017 年思科数据中心收入 32 亿美元，收入占比 9%。思科的数据中心业务主要来自于 UCS 服务器，UCS 服务器首次推出的时候是一颗耀眼的明星，思科押注刀片服务器，但后来机架服务器变得更为主流，导致收入增长明显放缓。思科一直在推动自己的 HyperFlex 超融合基础设施一体机（HCIA），正在成为超融合产品的龙头公司，与 Nutanix 一道成为全球领导者，华为、新华三、深信服正在快速追赶。

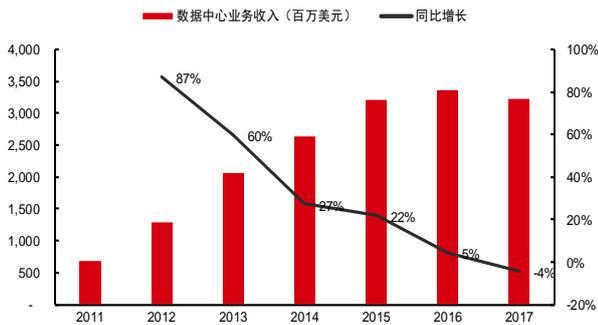
思科的安全业务正在变得更加重要，2019 年思科安全业务收入 27 亿美元，同比增长 16%。除了安全业务本身较高增长外，2018 年收购的安全公司 Duo Security 也帮助提升了业务增速。

思科无线业务持续高增长，表明无线业务潜力仍较大，特别是 Wifi 6 带来新一轮增长

的背景下。无线业务一直是思科企业网络不可或缺的重要环节，随着流量加速增长，企业对 Wifi 的需求有着持续较好的支持，并推动思科 Wifi 业务在 2011-2017 年以 11.7% 的复合增速增长。

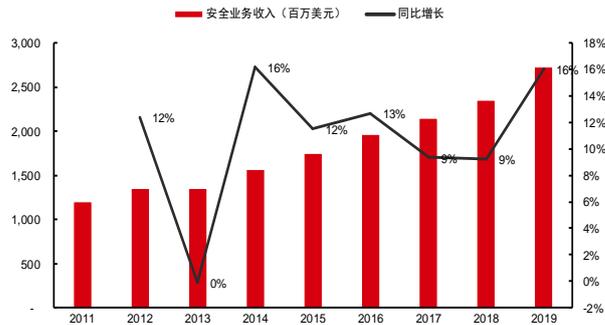
**思科的服务是公司早期明确转型方向，近年持续稳健增长。**思科向客户提供技术支持服务、高级服务，思科具有顶尖的网络工程师，虽然收费高昂，但服务收入稳健增长。

图 34：思科数据中心经历“爆发-平稳-调整”三个阶段



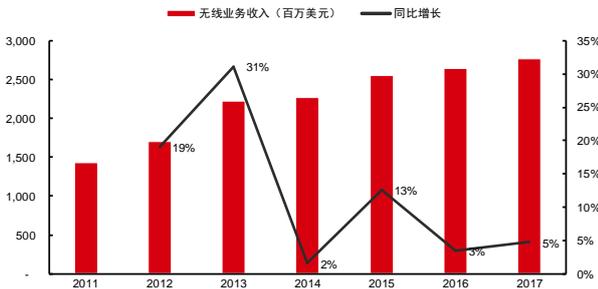
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 35：思科安全业务始终保持中高速增长



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 36：思科无线业务持续稳健增长



资料来源：IDC，中信证券研究部

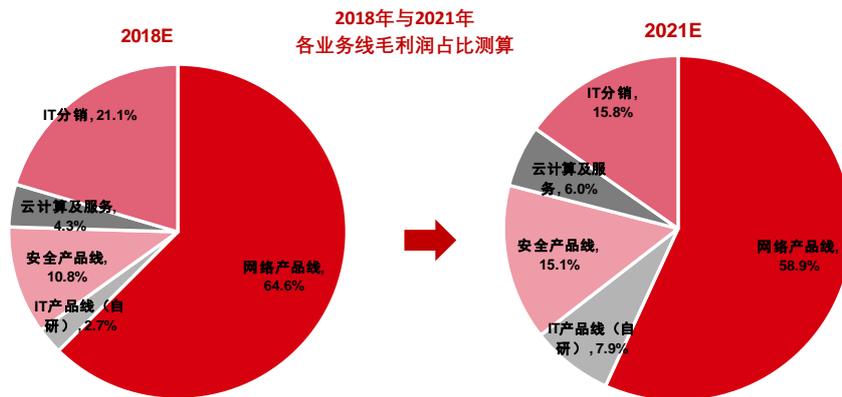
图 37：思科服务收入稳定增长



资料来源：IDC，中信证券研究部

**新华三加速向数据中心、安全、云计算与大数据升级。**思科的转型方向，代表全球云计算架构产品的发展方向，同时也是新华三的最新拓展方向。安全产品、数据中心产品、云计算与大数据业务在收入和利润占比中将持续提升。

图 38：紫光股份的安全、数据中心（IT）、云计算是高增长明星产品



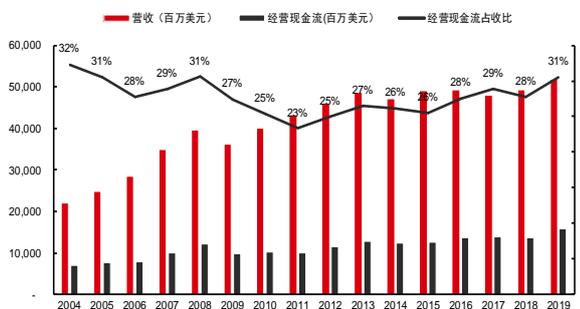
资料来源：紫光股份公司年报，中信证券研究部

### 启示四：硬科技龙头有望成为成现金牛公司

思科是典型的现金牛公司，步入成熟期后大规模股票回购、积极分红回报投资者，是追求长期表现的投资者的最佳科技股之一。2019年，公司现金资产（货币资产+短期投资）达335亿美元；公司经营现金流从2004年的71亿美元增长为2019年的158亿美元，经营性现金流占收比始终在23%-32%高位；公司优异的现金流表现来源于交换机、路由器、安全等业务的高壁垒带来的高利润率，公司2004-2020H1毛利率始终维持在60%-70%，净利率近些年维持在20%+以上（2018年由于特殊税金的一次性影响）。思科自由现金流从2011年89亿美元提升至2019年149亿；2019年，公司86%的现金用于股票回购和分红（67%用于股票回购，19%用于分红）。

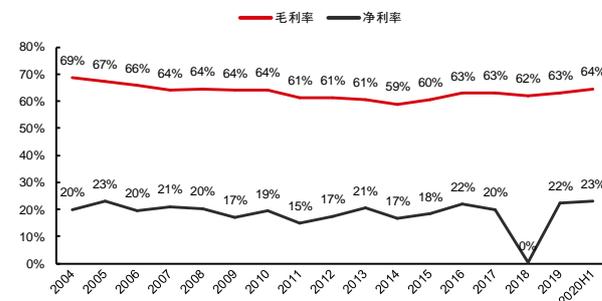
紫光股份直接对标公司是思科，其交换机、路由器、安全、无线等核心业务毛利率与思科接近，而紫光股份仍处于发展期、资源投入期，股东现金回报目前尚不明显（思科1990年上市，2001年开始股票回购，2011年开始分红），但未来随着公司全球和中国市场的扩张成型，预计紫光股份将成为类思科的现金回报公司，给股东带来丰厚价值。

图 39：思科是科技行业现金流表现最好的公司之一



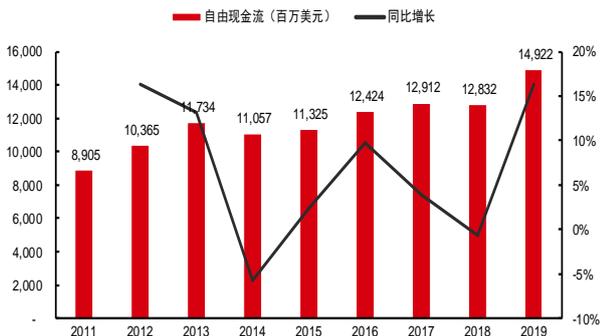
资料来源：思科公司年报，Wind，中信证券研究部

图 40：思科优异现金表现来源于好赛道、超高壁垒带来的高利润率



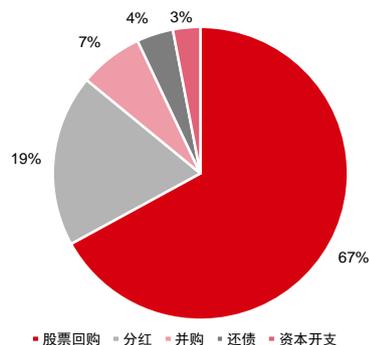
资料来源：思科公司年报，Wind，中信证券研究部

图 41：思科自由现金流持续攀升



资料来源：思科公司年报，中信证券研究部

图 42：2019 年思科现金使用结构—用于股票回购+分红的现金占 86%

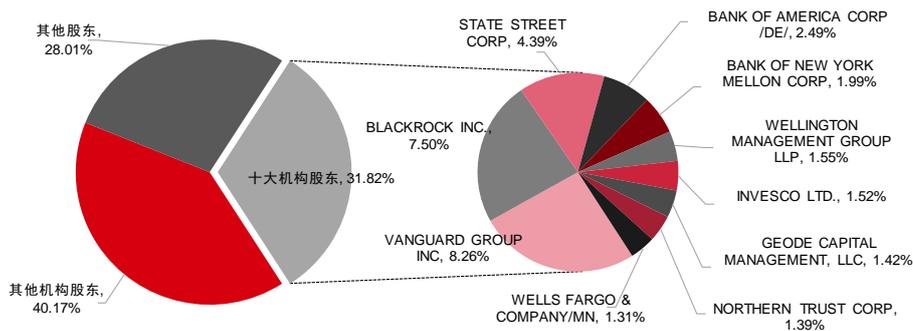


资料来源：Wind，中信证券研究部

### 启示五：成为长期价值投资者重仓的白马股

自 1990 年 2 月在美国纳斯达克交易所上市以来，思科公司经过多次股权变动。目前思科总股本 42.42 亿股，市值约 2084 亿美元（截至 2020/2/11）。思科公司的股票主要由机构投资者持有，截至 2019Q3 前三大股东分别为美国先锋集团（8.26%）、贝莱德集团（7.50%）和美国道富银行（4.39%）。前十大机构股东持股总计 13.50 亿股（占比 31.82%），机构股东总持股 30.54 亿股（占比 71.99%），其余 11.88 亿股票（占比 28.01%）由公众股东持有。截至 2019 年 12 月，紫光股份机构持股数极低。2019 年解禁带来流通股增加，以及公司价值逐步被市场发现和认可，我们认为从长期来看，公司有望和思科一样，成为机构重仓的白马股。

图 43：思科股东以机构投资者为主



资料来源：Wind，中信证券研究部（截至 2019/9/30）

## ■ 风险因素

大额解禁带来的市场风险；国内疫情对业绩影响超预期；海外拓展不及预期；运营商市场拓展不及预期；国内新基建和云计算市场发展不及预期。

## 投资建议：再论紫光股份分部估值，掘金成长白马

鉴于公司核心受益于国内新基建，上调其 2020-2021 年收入预测至 683 亿、841 亿；维持 2019、2021 年净利润预测分别为 18.2 亿、26.9 亿，略上调 2020 年净利润预测至 22.0 亿元（原为 21.9 亿元），对应 2020-2021 年 PE 分别为 40 倍、33 倍，对网络产品、安全产品、IT 产品、云计算及服务、分销业务采用分部估值，给予 2020 年目标市值 1150 亿元，对应目标价 56.3 元。维持“买入”评级，持续重点推荐。

紫光股份业务主要分为网络产品、IT 产品（服务器为主）、安全产品、云计算及服务、分销业务五大部分。其中，对网络产品、IT 产品、云计算及服务、分销业务按照 PE 估值法，分别按照 2020 年预期净利润给予 50X、40X、25X、15X 估值，合计市值为 813 亿；安全业务采用 PS 估值法，按照 2020 年预期收入 10X 估值，对应市值为 336 亿。两部分合计 2020 年市值目标为 1150 亿，对应目标价 56.3 元。

我们认为，公司网络产品、安全产品、IT 产品、云计算服务均占据国内绝对龙头位置，各部业务估值水平合理。同时强调，公司为国内 5G 与数据中心两大新基建范畴下最受益的龙头公司，叠加海外市场、国内运营商市场开启跑马圈地周期，长期成长价值巨大。

分部估值模型及可比公司参考估值如下表格：

表 2：紫光股份分部估值测算

业务/产品分部	净利润（亿元）		同比增长	给予 PE 估值	对应市值(亿元)
	2020E	2021E			
网络产品	15.1	18.1	20%	50	753
IT 产品	0.6	0.9	65%	40	23
云计算及服务	0.5	0.7	40%	25	13
分销业务	1.6	1.0	-36%	15	24
<b>小计</b>					<b>813</b>
业务/产品分部	收入（亿元）		同比增长	给予 PS 估值倍数	对应市值（亿元）
	2020E	2021E			
安全产品	33.6	47.1	40%	10	336
<b>合计</b>					<b>1150</b>

资料来源：中信证券研究部预测

表 3：网络产品、IT 产品、分销业务可比公司估值

代码	公司	市值(亿元)	净利润(亿元)			PE	
			2019E	2020E	2021E	2020E	2021E
网络公司							
002396.SZ	星网锐捷	269	6.1	8.0	10.7	33	25
300768.SZ	迪普科技	204	2.5	3.0	3.7	67	55
	平均估值					50	40
服务器							
000977.SZ	浪潮信息	564	9.2	13.2	18.2	43	31
分销业务							
000034.SZ	神州数码	181	6.6	8.0	9.3	23	19

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 \*注：股价为 2020 年 3 月 13 日收盘价；星网锐捷、浪潮信息、神州数码由中信证券研究部覆盖并预测，迪普科技采用 Wind 一致预期

表 4：安全领域相关可比公司估值

代码	公司	收入（亿元）			净利润（亿元）			PS		
		市值	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2021E
300454.SZ	深信服	728	45.9	61.6	81.1	7.6	9.9	13.3	11.8	9.0
002439.SZ	启明星辰	357	30.8	40.0	50.6	7.0	8.9	11.1	8.9	7.1
300369.SZ	绿盟科技	178	16.7	22.7	29.1	2.3	3.4	4.5	7.8	6.1
	平均估值								9.5	7.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测  
 资料来源：Wind，中信证券研究部预测

\*注：股价为 2020 年 3 月 13 日收盘价；深信服由中信证券研究部覆盖并预测，启明星辰、绿盟科技采用 Wind 一致预期

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	39,071	48,306	55,204	68,301	84,140
营业成本	30,487	38,048	43,335	53,616	66,471
毛利率	21.97%	21.24%	21.50%	21.50%	21.00%
营业税金及附加	180	237	288	335	421
销售费用	2,712	3,085	3,776	4,644	5,722
营业费用率	6.94%	6.39%	6.84%	6.80%	6.80%
管理费用	3,701	686	773	1,025	1,220
管理费用率	9.47%	1.42%	1.40%	1.50%	1.45%
财务费用	119	397	61	89	52
财务费用率	0.30%	0.82%	0.11%	0.13%	0.06%
投资收益	257	173	148	161	165
营业利润	2,883	3,145	3,603	4,286	5,081
营业利润率	7.38%	6.51%	6.53%	6.27%	6.04%
营业外收入	129	83	83	100	150
营业外支出	9	30	30	30	30
利润总额	3,003	3,198	3,655	4,356	5,200
所得税	373	265	519	566	572
所得税率	12.41%	8.27%	14.20%	13.00%	11.00%
少数股东损益	1,055	1,229	1,315	1,588	1,940
归属于母公司股东的净利润	1,575	1,704	1,822	2,201	2,688
净利率	4.03%	3.53%	3.30%	3.22%	3.20%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,003	3,198	3,655	4,356	5,200
所得税支出	-373	-265	-519	-566	-572
折旧和摊销	533	615	222	334	445
营运资金的变化	-2,966	1,210	-3,847	-2,388	-2,156
其他经营现金流	100	111	-258	-144	-160
经营现金流合计	297	4,869	-746	1,591	2,757
资本支出	-2,193	-1,770	-187	-187	-187
投资收益	257	173	148	161	165
其他投资现金流	-69	3	-268	-264	-259
投资现金流合计	-2,005	-1,594	-307	-290	-281
发行股票	52	73	0	0	0
负债变化	11,484	11,915	2,303	149	36
股息支出	-208	-219	-219	-236	-286
其他融资现金流	-9,552	-13,400	-61	-89	-52
融资现金流合计	1,776	-1,630	2,022	-177	-302
现金及现金等价物净增加额	69	1,646	969	1,124	2,174

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,072	5,840	6,809	7,933	10,107
存货	5,047	5,837	6,648	8,225	10,197
应收账款	6,498	7,779	9,563	11,397	14,055
其他流动资产	5,080	6,899	7,991	9,223	10,547
流动资产	20,697	26,355	31,011	36,778	44,907
固定资产	441	573	924	1,163	1,292
长期股权投资	151	114	78	41	4
无形资产	3,736	3,665	3,594	3,523	3,452
其他长期资产	17,551	17,852	18,116	18,368	18,637
非流动资产	21,879	22,205	22,712	23,095	23,385
资产总计	42,576	48,560	53,723	59,873	68,292
短期借款	3,328	2,446	4,094	3,589	2,972
应付账款	2,868	5,848	5,957	6,885	9,297
其他流动负债	6,167	7,777	7,588	9,084	10,689
流动负债	12,363	16,071	17,639	19,558	22,958
长期借款	256	734	1,213	1,692	2,171
其他长期负债	1,066	1,265	1,464	1,662	1,861
非流动性负债	1,322	1,999	2,677	3,354	4,032
负债合计	13,685	18,070	20,316	22,913	26,990
股本	1,042	1,459	2,043	2,043	2,043
资本公积	21,064	20,648	20,064	20,064	20,064
归属于母公司所有者权益合计	25,147	26,560	28,163	30,128	32,530
少数股东权益	3,744	3,930	5,244	6,833	8,773
股东权益合计	28,891	30,489	33,407	36,960	41,302
负债股东权益总计	42,576	48,560	53,723	59,873	68,292

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	41.00%	23.64%	14.28%	23.73%	23.19%
营业利润增长率	223.27%	9.07%	14.55%	18.96%	18.54%
净利润增长率	93.35%	8.15%	6.93%	20.82%	22.14%
毛利率	21.97%	21.24%	21.50%	21.50%	21.00%
EBITDA Margin	9.10%	8.03%	4.75%	4.67%	4.47%
净利率	4.03%	3.53%	3.30%	3.22%	3.20%
净资产收益率	6.26%	6.41%	6.47%	7.31%	8.26%
总资产收益率	3.70%	3.51%	3.39%	3.68%	3.94%
资产负债率	32.14%	37.21%	37.82%	38.27%	39.52%
所得税率	12.41%	8.27%	14.20%	13.00%	11.00%
股利支付率	13.23%	12.85%	12.96%	13.01%	12.94%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。