

业绩稳健增长，毛利改善预期逐渐兑现

中兴通讯(000063)

1. 事件：公司公告，2020 年公司营收 1014.51 亿元，同比增长 11.81%，归属于上市公司股东的净利润为 42.60 亿元，同比下降 17.25%。

同时公司发布，2021 年第一季度业绩预告。受到营收增长、毛利改善、出售资产（出售中兴高达 90% 股权，确认税前利润约 7.7 亿元）等因素影响，Q1 公司实现归母净利润 18.0 亿元至 24.0 亿元，同比增长 130.8% 至 207.7%。

2. 国内 5G 建设带动营收增长，毛利率 Q4 出现拐点；

3. 持续高研发投入，原材料备货加大，杠杆率降低；

4. 几点判断

1) 国内三大电信运营商 5G 支出投入基本稳定，未来随着 5G 技术进入成熟期，公司运营商产品毛利预计会有改善，但是预计 2021 年上游元器件涨价预计会对冲部分毛利。

2) 研发投入方面，公司在芯片等基础技术领域研发持续高强度投入，我们判断未来这种情况还会持续一段时间，研发费用降低的概率不大。

3) 2017 年公司剥离努比亚后，公司销售费用持续走低（也有制裁因素影响），公司重新控股努比亚，手机业务发展预计将会带动公司销售费用提升。

4) 公司数据库等领域已经在金融行业核心业务领域已稳定运行两年；新能源汽车生产基地基本建设完成，预计公司会在新能源汽车产业链会有所布局。

5. 业绩预测与投资建议

维持 2021-2022 年盈利预测不变，预计归母净利润为 59.6 亿元、78.8 亿元，预计 2023 年归母净利润 95.9 亿元，对应现价 PE 分别 22.1/16.7/13.7 倍。维持“增持”评级。

6. 风险提示

5G 需求不及预期，运营商持续投入意愿降低；中美科技战持续，导致公司供应链不稳定；公司终端业务转型，销售费用增长较快。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,737	101,451	111,953	128,746	143,062
YoY (%)	6.1%	11.8%	10.4%	15.0%	11.1%
归母净利润(百万元)	5,496	4,276	5,964	7,875	9,591
YoY (%)	183.7%	-22.2%	39.5%	32.1%	21.8%
毛利率 (%)	37.2%	31.6%	34.7%	35.0%	35.0%
每股收益(元)	1.19	0.93	1.29	1.71	2.08
ROE	15.7%	9.9%	12.1%	13.8%	14.4%
市盈率	23.96	30.80	22.08	16.72	13.73

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	28.55
股票代码：	000063
52 周最高价/最低价：	48.7/27.8
总市值(亿)	1,317.14
自由流通市值(亿)	1,101.28
自由流通股数(百万)	3,857.37



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

1. 【华西通信】中兴通讯(000063)业绩快报点评：三大业务齐增长，期待 5G 产品毛利改善

2021.01.24

2. 【华西通信】中兴通讯(000063)半年报点评：费用降低提升业绩，国际业务承压

2020.08.30

3. 业绩基本符合预期，短期经营性现金流承压

2020.04.26

1. 事件：

公司公告，2020 年公司营收 1014.51 亿元，同比增长 11.81%，归属于上市公司股东的净利润为 42.60 亿元，同比下降 17.25%。

同时公司发布，2021 年第一季度业绩预告。受到营收增长、毛利改善、出售资产（出售中兴高达 90% 股权，确认税前利润约 7.7 亿元）等因素影响，Q1 公司实现归母净利润 18.0 亿元至 24.0 亿元，同比增长 130.8% 至 207.7%。

2. 国内 5G 建设带动营收增长，毛利率 Q4 出现拐点

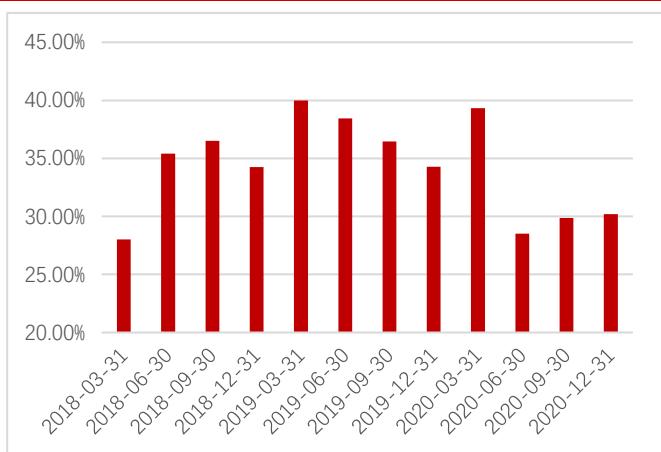
受到新基建等政策影响，国内 5G 建设进度及规模领先全球，公司运营商业务收入维持较高增长（国内业务收入同比增长 16%），但是由于 5G 建设初期由于产业规模较小，5G 产品早期主要以硬件为主且规模优势暂未体现，未来随着 5G 规模扩大，公司毛利率有望改善。

从 Q4 毛利率看，出现拐点迹象，带动公司单季度利润环比增长。

图 1 公司单季度收入及归母利润（单位亿元）



图 2 公司季度毛利率（单位%）

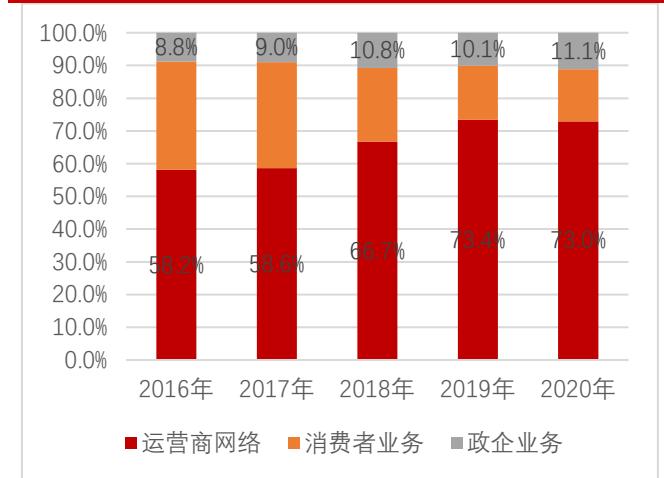


资料来源：wind, 华西证券研究所

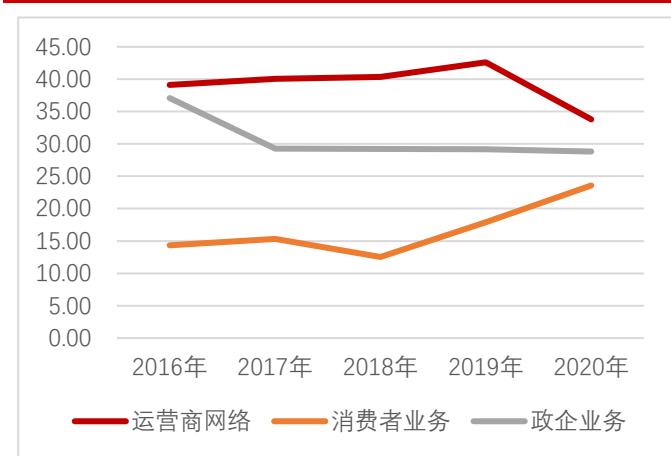
资料来源：wind, 华西证券研究所

政企业务发展较快，主要原因我们判断主要是疫情带来线上活动增长较快，公司相关 ICT 软硬件需求较好；另外公司数据库、数据中心安全模块等新产品在银行、头部互联网拓展顺利。

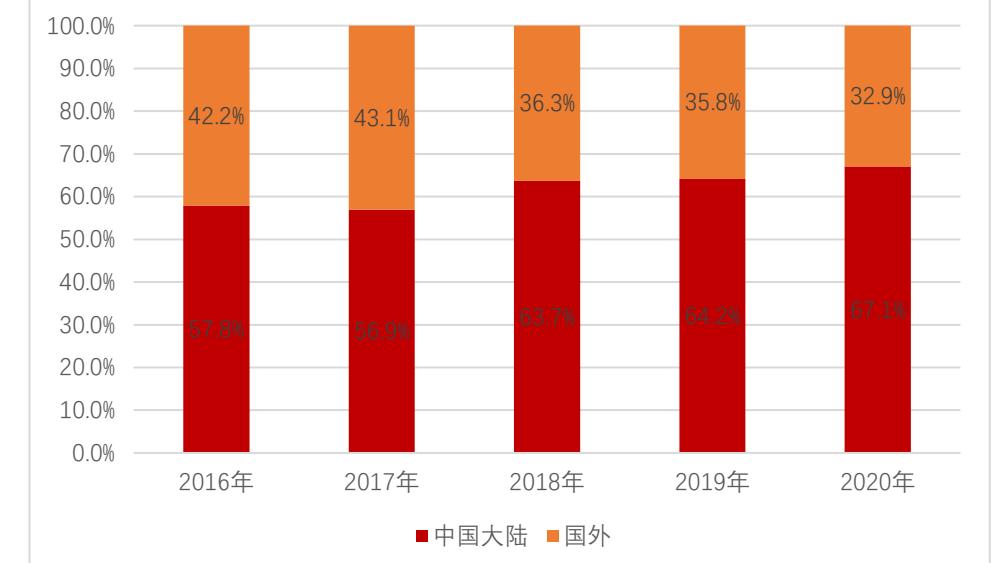
同时，新冠疫情对公司海外业务发展造成一定不利影响，但在亚洲区（非中国）业务增长带动下海外业务发展较为平稳，预计随着疫情缓解，公司海外业务仍有成长空间（尤其是非洲等区域）。

图 3 公司三大业务板块收入占比 (单位%)

资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 公司三大业务板块毛利率 (单位%)

资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 公司收入区域占比 (单位%)

资料来源: wind, 华西证券研究所

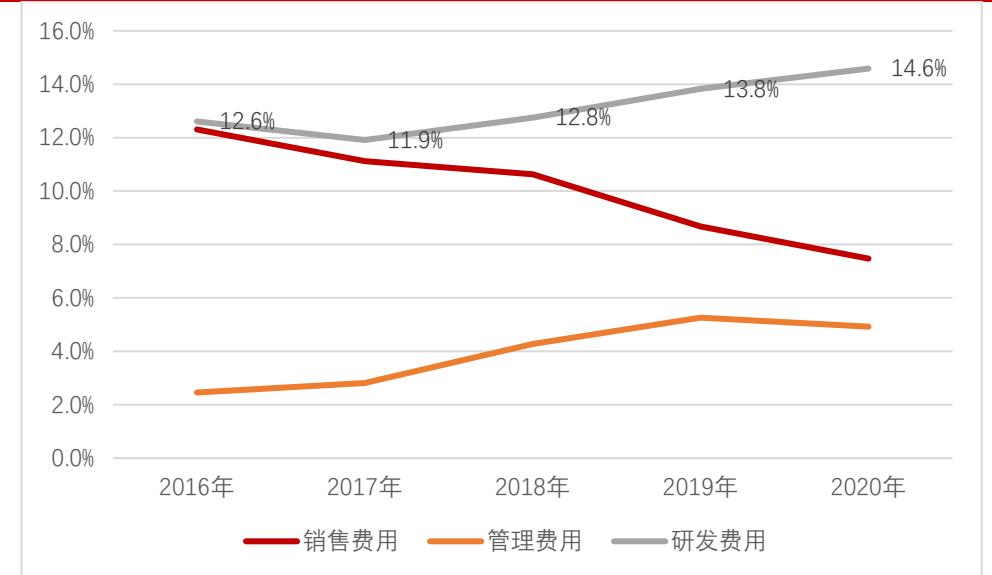
3. 持续高研发投入，原材料备货加大，杠杆率降低

3.1. 研发高强度投入，销售费用持续压降

2020 年公司研发投入 148 亿左右，同比增长 17.92%，研发占收入比例 14.6%，持续四年增长。面临中美科技争夺的不利外部环境，我们判断公司未来高强度的研发投入将会持续较长时间，用来补齐芯片等底层核心技术短板。

2020 年公司销售费持续压降，主要是受到新冠疫情影 响，公司相关差旅及业务招待费用降低导致。随着疫情转好以及努比亚手机业务并表，公司销售费用将会上升。

图 6 公司费用率情况（单位%）



资料来源：wind，华西证券研究所

3.2. 加大上游原材料备货，新能源汽车项目转固，短期债务快速降低

期末公司存货 336 亿，较期初增长 60 亿，主要是公司加大了上游原材料备货，避免上游原材料缺货及涨价给公司正常经营造成影响。

图 7 公司存货情况（单位：千元）

	2020年12月31日			2019年12月31日		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	13,630,144	789,099	12,841,045	5,092,323	805,258	5,287,065
委托加工材料	5,373	131	5,242	13,479	131	13,348
在产品	1,381,110	22,218	1,358,892	1,201,247	13,012	1,188,235
库存商品	2,935,688	548,437	2,387,251	3,101,870	529,099	2,572,771
发出商品及其他	11,859,666	1,838,061	10,021,605	12,600,255	1,878,026	10,722,229
合同履约成本	8,173,003	1,097,732	7,075,271	8,943,882	1,039,022	7,904,860
	37,984,984	4,295,678	33,689,306	31,953,056	4,264,548	27,688,508

资料来源：wind，华西证券研究所

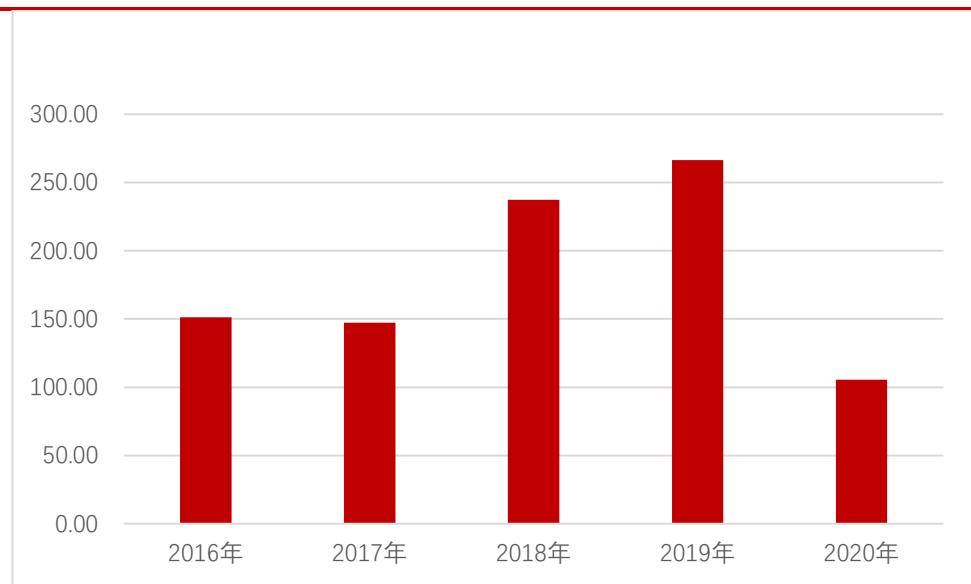
公司固定资产有较大增长，主要是在建工程转固导致，值得关注的是公司新能源商用车生产基地项目，在建工程基本转固，重点关注公司未来在新能源汽车领域的发展。

图 8 公司在建工程情况（单位：千元）

	2020年			2019年		
	账面余额	减值准备	账面价值	账面余额	减值准备	账面价值
南京项目	361,161	-	361,161	261,568	-	261,568
新能源商用车生产基地	6,356	-	6,356	526,795	-	526,795
上海研发中心三期项目	182,031	-	182,031	75,810	-	75,810
中兴高能锂电池一期项目	3,061	-	3,061	3,957	-	3,957
中兴通讯总部大厦	84,520	-	84,520	50,712	-	50,712
西安项目	194,464	-	194,464	129,471	-	129,471
其他	214,898	6,591	208,307	123,403	-	123,403
	1,046,491	6,591	1,039,900	1,171,716	-	1,171,716

资料来源：wind，华西证券研究所

短期债务快速降低，主要得益于公司长期债务增长较快，降低公司还款压力。

图 9 公司短期借款（单位：亿元）

资料来源：wind，华西证券研究所

4. 几点判断

- 1) 国内三大电信运营商 5G 开支投入基本稳定，未来随着 5G 技术进入成熟期，公司运营商产品毛利预计会有改善，但是预计 2021 年上游元器件涨价预计会对冲部分毛利。
- 2) 研发投入方面，公司在芯片等基础技术领域研发持续高强度投入，我们判断未来这种情况还会持续一段时间，研发费用降低的概率不大。
- 3) 公司有望重新加大手机领域投入：2017 年公司剥离努比亚后，公司销售费用持续走低（也有制裁因素影响），公司重新控股努比亚，手机业务发展预计将会带动公司销售费用提升。
- 4) 公司数据库等领域已经在金融行业核心业务领域已稳定运行两年；新能源汽车生产基地基本建设完成，预计公司会在新能源汽车产业链会有所布局。

5. 业绩预测与投资建议

维持 2021-2022 年盈利预测不变，预计归母净利润为 59.6 亿元、78.8 亿元，预计 2023 年归母净利润 95.9 亿元，对应现价 PE 分别 22.1/16.7/13.7 倍。维持“增持”评级。

6. 风险提示

5G 需求不及预期，运营商持续投入意愿降低；中美科技战持续，导致公司供应链不稳定；公司终端业务转型，销售费用增长较快。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	101,451	111,953	128,746	143,062	净利润	4,722	6,430	8,522	10,401
YoY (%)	11.8%	10.4%	15.0%	11.1%	折旧和摊销	3,565	4,439	3,462	3,668
营业成本	69,379	73,105	83,749	92,991	营运资金变动	870	-1,689	-1,867	-1,211
营业税金及附加	685	900	1,027	1,115	经营活动现金流	9,827	10,525	10,677	13,140
销售费用	7,579	9,437	10,879	11,831	资本开支	-6,462	-8,680	-6,204	-7,036
管理费用	4,995	5,749	6,621	7,302	投资	-860	0	0	0
财务费用	421	1,235	984	984	投资活动现金流	-7,082	-8,083	-5,547	-6,206
资产减值损失	-210	-1,517	-1,207	-1,008	股权募资	14,167	0	0	0
投资收益	906	597	657	830	债务募资	48,161	-10,559	0	0
营业利润	5,471	7,504	9,858	11,873	筹资活动现金流	-290	-11,794	-984	-984
营业外收支	-407	-300	-300	-300	现金净流量	2,897	-9,352	4,145	5,950
利润总额	5,064	7,204	9,558	11,573	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	342	773	1,037	1,172	成长能力 (%)				
净利润	4,722	6,430	8,522	10,401	营业收入增长率	11.8%	10.4%	15.0%	11.1%
归属于母公司净利润	4,276	5,964	7,875	9,591	净利润增长率	-22.2%	39.5%	32.1%	21.8%
YoY (%)	-22.2%	39.5%	32.1%	21.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.93	1.29	1.71	2.08	毛利率	31.6%	34.7%	35.0%	35.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	4.7%	5.7%	6.6%	7.3%
货币资金	35,660	26,308	30,454	36,404	总资产收益率 ROA	2.8%	3.8%	4.6%	5.0%
预付款项	322	472	499	549	净资产收益率 ROE	9.9%	12.1%	13.8%	14.4%
存货	33,689	34,897	40,324	44,709	偿债能力 (%)				
其他流动资产	37,306	45,139	48,933	52,727	流动比率	1.44	1.47	1.48	1.50
流动资产合计	106,977	106,816	120,209	134,389	速动比率	0.86	0.83	0.83	0.85
长期股权投资	1,714	1,714	1,714	1,714	现金比率	0.48	0.36	0.37	0.41
固定资产	11,914	14,824	17,203	19,785	资产负债率	69.4%	66.2%	64.6%	62.6%
无形资产	9,367	11,338	12,733	14,362	经营效率 (%)				
非流动资产合计	43,658	48,692	52,401	56,640	总资产周转率	0.67	0.72	0.75	0.75
资产合计	150,635	155,508	172,610	191,029	每股指标 (元)				
短期借款	10,559	0	0	0	每股收益	0.93	1.29	1.71	2.08
应付账款及票据	28,516	32,705	36,997	40,777	每股净资产	9.38	10.68	12.38	14.46
其他流动负债	35,320	40,132	44,421	48,660	每股经营现金流	2.13	2.28	2.31	2.85
流动负债合计	74,395	72,837	81,418	89,437	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	22,614	22,614	22,614	22,614	估值分析				
其他长期负债	7,503	7,503	7,503	7,503	PE	30.80	22.08	16.72	13.73
非流动负债合计	30,117	30,117	30,117	30,117	PB	3.59	2.67	2.31	1.97
负债合计	104,512	102,955	111,535	119,554					
股本	4,613	4,613	4,613	4,613					
少数股东权益	2,826	3,292	3,938	4,748					
股东权益合计	46,123	52,553	61,075	71,476					
负债和股东权益合计	150,635	155,508	172,610	191,029					

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，4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，2年证券研究经验，主要关注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	投资评级	说明
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。