

经营迎改善, Q1超预期

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2020年年度报告, 2020年全年实现营业收入1014.5亿元, 同比增长11.8%, 实现归母净利润42.6亿元, 同时发布2021年一季度业绩预告, 预计2021年Q1实现归母净利润18.0-24.0亿元, 同比增长130.8%-207.7%。
- **运营商业务毛利率有望大幅改善。** 根据公司2020年年报, 运营商业务毛利率2020年下降8.82个百分点, 其中国内运营商业务毛利率下降11.01个百分点。我们认为主要原因是国内运营商二期招标中实际执行价格有较大折扣, 我们认为国内运营商三期招标启动在即, 随着前期各家份额划定, 三期中标价格在执行中的价格折扣也有望逐步调整为正常价格, 加之海外设备商的份额下滑趋势, 我们认为公司在国内运营商5G无线侧份额有望稳步提升, 毛利率有望上行。
- **预计2021年成本端上行空间有限。** 根据公司2020年年报数据, 2020年原材料成本上行25.05%, 综合公司2020年存货科目情况, 截止2020年12月31日公司存货账面价值336.89亿元, 其中原材料128.41亿元, 占比38.12%, 相较2019年原材料占比19.07%大幅提升, 我们认为公司在原材料方面已储备较大规模存量, 预计2021年成本上行空间有限。
- **经营性现金流大幅改善。** 公司2020年经营性现金流净额为102.3亿元, 同比增长37.4%, 我们认为主要原因是来自于公司自2019年以来着力强调项目质量的优化, 在运营商、政企和消费者业务拓展中更加强调优选目标市场, 公司应收账款周转天数改善显著, 2018年12月公司应收账款周转天数为96.7天, 2019年12月下降到82.1天, 2020年12月更是快速下降到63.3天, 我们认为公司资产质量改善显著。
- **布局多元增量市场, 科技巨头指日可待。** 根据IC Insights数据, 中兴微电子营收规模已位居中国大陆IC设计公司第五, 我们认为公司IC设计业务仍有很大成长空间。2020年公司研发投入148亿元, 同比增长17.9%, 基于公司研发投入规模与所获5G市场份额的厂商间比较, 我们认为公司已有大量研发投入布局到了增量市场, 公司在5G时代转型为多元科技巨头指日可待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.20元、1.54元、1.90元, 综合考虑公司2020年经营业绩及2021年-2023年业绩增长情况, 并结合公司布局的多元业务的长期成长性评估, 给予公司2021年35倍估值, 对应目标价42元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外运营商5G网络建设进展不达预期、新产品研发不达预期、行业应用市场或消费终端市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	101450.67	119825.48	139178.06	159742.85
增长率	11.81%	18.11%	16.15%	14.78%
归属母公司净利润(百万元)	4259.75	5537.55	7099.77	8774.74
增长率	-17.25%	30.00%	28.21%	23.59%
每股收益EPS(元)	0.92	1.20	1.54	1.90
净资产收益率ROE	10.24%	11.40%	12.98%	14.11%
PE	33	25	20	16
PB	3.25	2.80	2.50	2.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 汪敏
执业证号: S1250520120001
电话: 021-58351839
邮箱: wmin@swsc.com.cn

分析师: 高宇洋
执业证号: S1250520110001
电话: 021-58351839
邮箱: gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	46.13
流通A股(亿股)	38.57
52周内股价区间(元)	28.22-47.12
总市值(亿元)	1,408.48
总资产(亿元)	1,506.35
每股净资产(元)	9.39

相关研究

1. 中兴通讯 (000063): 科技龙头, 5G铸就 (2021-03-04)
2. 中兴通讯 (000063): 业绩快速增长, 未来上升动力强劲 (2020-10-29)
3. 中兴通讯 (000063): 业绩恢复迅速, 未来上升动力强劲 (2020-08-31)

关键假设：

假设 1：国内运营商 5G 无线侧三期招标按进度推进，根据产业经验，三期招标更多下沉到三四线城市且海外设备商有份额下滑趋势，我们假设公司在国内运营商 5G 三期招标中整体市场份额稳步提升至 33%-35%，中标价格保持稳定。由于无线侧国内供应链日趋成熟，无线基站设备产品成本仍有下行空间。海外市场方面随着疫情恢复，5G 网络新建需求逐渐恢复，公司在海外 5G 商用合同签订方面保持稳步推进。我们假设 2021-2023 年公司运营商业务营收增速分别为 25.4%、18.0%、16.0%，毛利率分别为 40.4%、41.5%、41.5%。

假设 2：消费者业务方面，公司自 2020 年加大在国内市场的营销投入，5G 手机终端持续推出新产品，并在国内城市试点建设手机旗舰店，消费者手机终端业务在国内市场拓展稳步推进，海外市场包括南美市场疫情之后快速恢复。我们假设 2021-2023 年公司消费者业务营收增速分别为-2.6%、2.0%、2.0%，毛利率分别为 20.2%、20.5%、18.8%。

假设 3：政企业务方面，随着国内 5G 网络覆盖自 2021 年后逐步进入快速覆盖完善期，2022 年之后 5G 设备在行业应用市场的渗透率将快速提升，行业领域对 5G 设备的需求增速较快，公司基于与运营商的业务合作持续拓展政企业务更易快速精准对接客户需求。我们假设 2021-2023 年政企业务营收增速分别为-0.1%、21.0%、20.0%，毛利率分别为 28.3%、28.3%、27.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
运营商业务	收入	74018.2	92817.9	109490.8	127009.3
	增速	11.2%	25.4%	18.0%	16.0%
	毛利率	33.8%	40.4%	41.5%	41.5%
消费者业务	收入	16160.3	15747.3	16062.2	16383.5
	增速	7.8%	-2.6%	2.0%	2.0%
	毛利率	23.6%	20.2%	20.5%	18.8%
政企业务	收入	11272.2	11260.4	13625.0	16350.0
	增速	23.1%	-0.1%	21.0%	20.0%
	毛利率	28.8%	28.3%	28.3%	27.8%
其他	收入	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
	增速	-	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	-	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	101450.7	119825.5	139178.0	159742.8
	增速	11.8%	18.1%	16.2%	14.8%
	毛利率	31.6%	36.6%	37.8%	37.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	101450.67	119825.48	139178.06	159742.85	净利润	4705.46	6114.75	7839.81	9689.36
营业成本	69379.22	75959.43	86590.73	99408.56	折旧与摊销	3565.19	2855.83	2855.83	2855.83
营业税金及附加	684.62	962.85	1110.13	1244.61	财务费用	420.54	207.95	235.85	272.87
销售费用	7578.84	10844.21	12581.70	14376.86	资产减值损失	-209.72	500.00	800.00	800.00
管理费用	4995.00	24408.45	29085.43	32875.08	经营营运资本变动	18640.41	-18590.84	-1935.16	-3427.28
财务费用	420.54	207.95	235.85	272.87	其他	-16889.23	7748.61	-3349.84	-189.10
资产减值损失	-209.72	500.00	800.00	800.00	经营活动现金流净额	10232.65	-1163.70	6446.49	10001.68
投资收益	906.41	30.00	30.00	30.00	资本支出	-3313.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	39.02	-45.32	-17.20	-26.57	其他	-3768.56	-15.32	12.80	3.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7082.11	-15.32	12.80	3.43
营业利润	5470.72	6927.28	8787.02	10768.29	短期借款	-16086.81	-2559.16	0.00	0.00
其他非经营损益	-406.55	-369.02	-378.58	-376.14	长期借款	12569.21	8000.00	8000.00	8000.00
利润总额	5064.17	6558.26	8408.45	10392.15	股权融资	11517.28	0.00	0.00	0.00
所得税	342.47	443.52	568.64	702.79	支付股利	0.00	-851.95	-1107.51	-1419.95
净利润	4721.69	6114.75	7839.81	9689.36	其他	-8289.59	-42.00	-235.85	-272.87
少数股东损益	445.70	577.20	740.04	914.63	筹资活动现金流净额	-289.91	4546.89	6656.64	6307.18
归属母公司股东净利润	4259.75	5537.55	7099.77	8774.74	现金流量净额	2897.26	3367.87	13115.93	16312.28
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	35659.83	39027.70	52143.63	68455.92	成长能力				
应收和预付款项	17300.94	27621.09	30692.73	34826.26	销售收入增长率	11.81%	18.11%	16.15%	14.78%
存货	33689.31	34929.82	42044.91	47618.44	营业利润增长率	-27.56%	26.62%	26.85%	22.55%
其他流动资产	20327.20	10907.70	12501.89	14195.95	净利润增长率	-18.26%	29.50%	28.21%	23.59%
长期股权投资	1713.80	1713.80	1713.80	1713.80	EBITDA 增长率	-18.34%	5.65%	18.89%	16.99%
投资性房地产	2035.23	2035.23	2035.23	2035.23	获利能力				
固定资产和在建工程	12953.84	12064.69	11175.54	10286.38	毛利率	31.61%	36.61%	37.78%	37.77%
无形资产和开发支出	11626.35	9659.66	7692.98	5726.30	三费率	12.81%	29.59%	30.11%	29.75%
其他非流动资产	15328.41	15328.41	15328.41	15328.41	净利率	4.65%	5.10%	5.63%	6.07%
资产总计	150634.91	153288.10	175329.13	200186.70	ROE	10.24%	11.40%	12.98%	14.11%
短期借款	10559.16	8000.00	8000.00	8000.00	ROA	3.13%	3.99%	4.47%	4.84%
应付和预收款项	39939.49	46245.51	52536.83	59898.34	ROIC	16.17%	16.45%	17.94%	20.73%
长期借款	22614.30	30614.30	38614.30	46614.30	EBITDA/销售收入	9.32%	8.34%	8.53%	8.70%
其他负债	31399.45	14772.36	15789.77	17016.42	营运能力				
负债合计	104512.40	99632.18	114940.90	131529.06	总资产周转率	0.70	0.79	0.85	0.85
股本	4613.44	4613.44	4613.44	4613.44	固定资产周转率	9.53	10.45	13.15	16.48
资本公积	23275.81	23275.81	23275.81	23275.81	应收账款周转率	4.16	5.03	4.22	4.44
留存收益	17792.95	22478.55	28470.81	35825.59	存货周转率	2.11	2.15	2.19	2.20
归属母公司股东权益	43296.81	50253.03	56245.29	63600.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.08%	—	—	—
少数股东权益	2825.70	3402.90	4142.94	5057.57	资本结构				
股东权益合计	46122.51	53655.93	60388.23	68657.64	资产负债率	69.38%	65.00%	65.56%	65.70%
负债和股东权益合计	150634.91	153288.10	175329.13	200186.70	带息债务/总负债	31.74%	38.76%	40.56%	41.52%
					流动比率	1.44	1.83	2.00	2.13
					速动比率	0.99	1.26	1.39	1.52
					股利支付率	0.00%	15.38%	15.60%	16.18%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.20	1.54	1.90
					每股净资产	9.38	10.89	12.19	13.79
					每股经营现金	2.22	-0.25	1.40	2.17
					每股股利	0.00	0.18	0.24	0.31
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	9456.45	9991.06	11878.70	13897.00					
PE	33.06	25.44	19.84	16.05					
PB	3.25	2.80	2.50	2.21					
PS	1.39	1.18	1.01	0.88					
EV/EBITDA	12.48	11.81	9.50	7.52					
股息率	0.00%	0.60%	0.79%	1.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn