

公司业绩稳步增长，经营质量持续改善



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月10日)	28.33元
目标价格	43.4元
52周最高价/最低价	47.63/27.68元
总股本/流通A股(万股)	461,343/461,287
A股市值(百万元)	130,699
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2021年05月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.14	0.07	-12.05	-32.97
相对表现	-2.98	0.43	-7.25	-50.99
沪深300	0.84	-0.36	-4.8	18.02



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 张颖
021-63325888*6085
zhangying1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514090001

联系人 马佳伟

majawei@orientsec.com.cn

相关报告

5G建设持续推进，公司步入业绩加速兑现期 2021-01-26

中兴通讯发布 2020 年一季度业绩，实现营业总收入 262.4 亿元，同比增长 22.1%，实现归母净利润 21.8 亿元，同比增长 179.7%，实现扣非后归母净利润 7.9 亿元，同比增长 392.1%。

核心观点

- **三大业务板块实现稳步增长：**21 年一季度，公司三大业务板块（运营商网络、政企业务、消费者业务）营收均实现同比增长。运营商业务，国内来看，21 年三大运营商的 5G 资本支出基本与 20 年持平，5G 无线接入网及核心网市场预计将稳步推进。海外来看，随着竞争格局的优化，公司有望充分受益于 4G 现代化改造和 5G 建设。政企业务方面，中兴持续加大资源投入与布局，助力各行各业的数字化转型进程，21 年一季度公司的 Golden DB 分布式数据库在股份制银行得到新突破。消费者业务同样迎来复苏，依托中兴微电子的强大实力，中兴通讯的手机、家庭终端等领域未来有望持续发力。
- **公司经营质量持续改善，盈利能力有望进一步释放：**21 年一季度，公司毛利率提升至 35.4%，环比增长 5.2%，成本结构优化效果显著，盈利能力回升明显。公司通过加强现金流和账款管理，在 21 年一季度实现经营现金流净额 23.9 亿元，同比增长 541.4%。费用方面，20 年一季度受疫情影响，研发、销售、管理费用相对较低，21 年一季度三者均同比增长，但考虑到费用（特别是研发费用）相对刚性，随着未来业绩的快速增长，公司的盈利能力有望得到进一步释放。

财务预测与投资建议

- 鉴于公司业绩稳步增长，盈利方面未来具有进一步的释放潜力，我们上调公司 21-23 年 EPS 预测，分别为 1.40/1.58/1.71 元（原 21/22 年 EPS 预测值为 1.23/1.57 元）。采用相对估值法，可比公司当前调整后的 2021 年平均市盈率均值为 26 倍，鉴于公司是 A 股稀有的基站主设备和传输设备制造商，是 5G 领域的绝对龙头标的，因此给予 20% 的估值溢价，即 31 倍市盈率估值，对应 2021 年目标价 43.4 元，维持“买入”评级。

风险提示

国内外 5G 建设进度不及预期，中美科技领域的摩擦持续加剧

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,737	101,451	113,345	124,143	131,090
同比增长(%)	6.1%	11.8%	11.7%	9.5%	5.6%
营业利润(百万元)	7,552	5,471	8,572	9,662	10,377
同比增长(%)	1334.1%	-27.6%	56.7%	12.7%	7.4%
归属母公司净利润(百万元)	5,148	4,260	6,444	7,305	7,869
同比增长(%)	173.7%	-17.3%	51.3%	13.4%	7.7%
每股收益(元)	1.12	0.92	1.40	1.58	1.71
毛利率(%)	37.2%	31.6%	33.9%	34.3%	34.5%
净利率(%)	5.7%	4.2%	5.7%	5.9%	6.0%
净资产收益率(%)	16.0%	10.9%	14.0%	13.9%	13.1%
市盈率	25.2	30.5	20.1	17.8	16.5
市净率	3.7	3.0	2.7	2.3	2.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值表（截至 2021.5.10 收盘价）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
		2021/5/10	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
烽火通信	600498	17.03	0.09	0.40	0.49	188.38	42.34	34.91
光迅科技	002281	21.80	0.70	0.85	1.00	31.21	25.75	21.82
新易盛	300502	35.70	1.36	1.76	2.19	26.29	20.31	16.27
中际旭创	300308	31.76	1.21	1.49	1.87	26.17	21.29	16.96
移为通信	300590	20.33	0.37	0.67	0.91	54.43	30.14	22.39
调整后平均						37.31	25.73	20.39

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	33,309	35,660	41,152	46,867	55,329	营业收入	90,737	101,451	113,345	124,143	131,090
应收票据、账款及款项融资	22,209	17,862	19,956	21,857	23,080	营业成本	57,008	69,379	74,908	81,534	85,806
预付账款	403	322	360	394	416	营业税金及附加	931	685	765	838	885
存货	27,689	33,689	36,374	39,591	41,666	营业费用	7,869	7,579	8,567	9,470	10,115
其他	18,958	19,445	21,568	23,495	24,735	管理费用及研发费用	17,321	19,792	21,680	23,305	24,757
流动资产合计	102,567	106,977	119,409	132,204	145,226	财务费用	966	421	550	630	446
长期股权投资	2,327	1,714	1,714	1,714	1,714	资产、信用减值损失	3,509	643	643	643	643
固定资产	9,383	11,914	13,977	15,612	16,972	公允价值变动收益	(214)	39	39	39	39
在建工程	1,172	1,040	1,372	1,715	1,960	投资净收益	249	906	1,000	600	600
无形资产	7,719	9,367	9,757	9,644	9,027	其他	4,384	1,573	1,300	1,300	1,300
其他	18,034	19,623	19,830	20,058	20,309	营业利润	7,552	5,471	8,572	9,662	10,377
非流动资产合计	38,635	43,658	46,649	48,742	49,982	营业外收入	184	238	238	238	238
资产总计	141,202	150,635	166,059	180,946	195,208	营业外支出	574	644	644	644	644
短期借款	26,646	10,559	10,559	10,559	10,559	利润总额	7,162	5,064	8,165	9,256	9,970
应付票据及应付账款	27,729	28,516	34,113	37,130	39,076	所得税	1,385	342	1,049	1,189	1,281
其他	31,996	35,320	38,953	42,757	46,384	净利润	5,777	4,722	7,116	8,066	8,689
流动负债合计	86,371	74,395	83,625	90,446	96,018	少数股东损益	280	446	672	761	820
长期借款	10,045	22,614	22,614	22,614	22,614	归属于母公司净利润	5,496	4,276	6,444	7,305	7,869
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.12	0.92	1.40	1.58	1.71
其他	6,832	7,503	7,503	7,503	7,503						
非流动负债合计	16,877	30,117	30,117	30,117	30,117	主要财务比率					
负债合计	103,248	104,512	113,743	120,563	126,136		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,875	2,826	3,497	4,259	5,079	成长能力					
实收资本(或股本)	4,228	4,613	4,613	4,613	4,613	营业收入	6.1%	11.8%	11.7%	9.5%	5.6%
资本公积	12,144	23,161	23,161	23,161	23,161	营业利润	1334.1%	-27.6%	56.7%	12.7%	7.4%
留存收益	14,456	17,793	23,315	30,620	38,489	归属于母公司净利润	173.7%	-17.3%	51.3%	13.4%	7.7%
其他	4,251	(2,271)	(2,271)	(2,271)	(2,271)	获利能力					
股东权益合计	37,954	46,123	52,316	60,382	69,072	毛利率	37.2%	31.6%	33.9%	34.3%	34.5%
负债和股东权益总计	141,202	150,635	166,059	180,946	195,208	净利率	5.7%	4.2%	5.7%	5.9%	6.0%
						ROE	16.0%	10.9%	14.0%	13.9%	13.1%
						ROIC	10.1%	7.0%	9.4%	9.8%	9.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	73.1%	69.4%	68.5%	66.6%	64.6%
净利润	5,777	4,722	7,116	8,066	8,689	净负债率	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	2,201	2,611	2,721	3,337	3,941	流动比率	1.19	1.44	1.43	1.46	1.51
财务费用	966	421	550	630	446	速动比率	0.82	0.93	0.94	0.97	1.02
投资损失	(249)	(906)	(1,000)	(600)	(600)	营运能力					
营运资金变动	(7,823)	4,695	768	(1,740)	59	应收账款周转率	2.7	3.5	4.2	4.2	4.1
其它	6,576	(1,309)	1,494	1,448	914	存货周转率	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9
经营活动现金流	7,447	10,233	11,649	11,141	13,450	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	72	(4,559)	(5,516)	(5,207)	(4,929)	每股指标(元)					
长期投资	723	1,471	0	0	0	每股收益	1.12	0.92	1.40	1.58	1.71
其他	(6,818)	(3,994)	832	411	388	每股经营现金流	1.76	2.22	2.52	2.41	2.92
投资活动现金流	(6,023)	(7,082)	(4,684)	(4,796)	(4,541)	每股净资产	7.60	9.38	10.58	12.17	13.87
债权融资	7,092	14,035	0	0	0	估值比率					
股权融资	735	11,403	0	0	0	市盈率	25.2	30.5	20.1	17.8	16.5
其他	(2,105)	(25,728)	(1,472)	(630)	(446)	市净率	3.7	3.0	2.7	2.3	2.0
筹资活动现金流	5,722	(290)	(1,472)	(630)	(446)	EV/EBITDA	11.6	14.6	10.5	9.1	8.4
汇率变动影响	227	37	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.5	21.0	13.6	12.0	11.4
现金净增加额	7,372	2,897	5,492	5,715	8,463						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn