

中兴通讯(000063)

报告日期: 2021年7月9日

低估的 ICT 全球领军企业

——中兴通讯深度报告

✎ : 分析师: 张建民 执业证书编号: S1230518060001
☎ : 联系人: 汪洁 执业证书编号: S1230519120002
✉ : Email: zhangjianming1@stocke.com.cn

报告导读

5G 份额有望提升, 云计算和政企业务打开新的成长空间, 自研芯片提升竞争力, 作为全球 ICT 头部企业, 价值被低估, “买入”评级。

投资要点

□ 超预期驱动因素

- 1) 5G 份额有望超预期: 近期爱立信警示其流失中国 5G 市场的风险, 同时由于中美贸易争端导致全球供应链变化, 公司 5G 份额有望提升。
- 2) 云计算成为新增长点: 运营商业务转型带来资本开支结构调整, 云和 IDC 基础设施成为重点投入方向。2020 年公司在运营商服务器、存储、交换机等招标中表现良好, 在中国移动 AI x86 服务器集采市场占有率第一。

□ 有别于市场的认知

- 1) 市场担心运营商 Capex 下滑。我们认为 5G 专网、海外市场将接力, 全球电信资本开支具备持续性。5G 重点在行业应用, 2022 年之后有望规模投入; 海外市场也可以乐观, 随着疫情减弱, 海外将加速光纤和 4G/5G 网络的建设, Dell'Oro Group 预计 2019-2022 年全球电信资本支出复合增速 2%, 无线资本支出复合增速 4%。
- 2) 市场对于公司的认知局限于 5G 设备提供商。我们认为需要将公司升格定位为通信与信息解决方案综合提供商, 在全社会数字化转型、ICT 融合发展趋势下, 除了 5G 设备, 公司的云计算设备、政企业务、信创业务、5G 行业应用等都有长足的发展空间, 公司基于强大的“端、网、云、平台”综合实力, 在数字化大潮中的优势将进一步彰显, 开启新一轮成长周期。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年归母净利润 61.5/76.1/92.1 亿元, 对应 PE 25/20/17 倍, 考虑公司领先的技术产品实力, 公司 5G 份额进一步提升潜力, “买入”评级。

可能的催化剂: 5G 三期份额超预期; 5G 行业应用发展超预期; 国内科技自立自强进程超预期等。

风险提示: 中美贸易相关政策影响超预期; 疫情对 5G 建设进度影响超预期等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	101451	116963	131657	146832
(+/-)	11.81%	15.29%	12.56%	11.53%
净利润	4276	6149	7605	9210
(+/-)	-22.20%	43.80%	23.69%	21.10%
每股收益(元)	0.92	1.23	1.52	1.84
P/E	36.27	25.22	20.39	16.84

评级

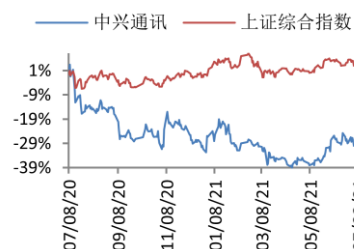
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 31.03

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.45
4Q/2020	0.33
3Q/2020	0.19
2Q/2020	0.33



公司简介

中兴通讯是全球领先的综合通信信息解决方案提供商。公司成立于 1985 年, 为全球 160 多个国家和地区的电信运营商和政企客户提供创新技术与产品解决方案。

报告撰写人: 张建民

联系人: 汪洁

正文目录

1. 公司概况	4
1.1. 全球领先 ICT 企业	4
1.2. 科技研发实力突出	5
1.3. 开启新的成长周期	7
2. 运营商业务:电信投资持续&份额提升	10
2.1. 电信投资预期持续	10
2.2. 5G 份额将有望提升	13
2.3. 云计算份额将放大	15
3. 政企业务:全面布局, 成长空间广阔	18
3.1. 产品/市场两线发力	19
3.2. 信创领域全面布局	21
3.3. 5G 行业应用待放量	22
4. 消费者业务:5G 契机, 发力终端业务	23
5. 盈利预测与投资建议	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 估值分析	25
5.3. 投资建议	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司产品与解决方案	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年一季报)	4
图 3: 电信设备商市场占有率	4
图 4: 公司近年来收入情况	5
图 5: 中兴通讯各业务收入情况 (亿元)	5
图 6: 中兴通讯各业务收入占比情况	5
图 7: 中兴通讯 5G 标准必要专利全球排名第三	6
图 8: 2020 年中国集成电路设计十大企业	7
图 9: 2019 年中国 10 大 IC 设计企业	7
图 10: 中兴通讯研发投入情况	7
图 11: 公司三步走战略执行落地	8
图 12: 我国数字经济规模	8
图 13: 数字经济加速增长	8
图 14: 中兴通讯数字经济布局	8
图 15: 公司毛利率情况	9
图 16: 公司运营商业务毛利率情况	9

图 17: 公司毛利率情况.....	10
图 18: 公司费用率情况.....	10
图 19: 三大运营商资本开支 (亿元)	11
图 20: 三大运营商 5G 资本开支 (亿元)	11
图 21: 来自于各行业的 5G 网络设备收入规模可期 (单位: 亿元)	11
图 22: 全球电信资本开支增速.....	12
图 23: 全球连接数占比情况.....	12
图 24: 全球电信资本开支增速.....	13
图 25: 全球 RAN 资本开支情况.....	13
图 26: 全球 5G 产业链对于经济增长的净贡献	13
图 27: 公司收入按地区分布情况.....	15
图 28: 2020 年电信行业固定增值业务情况	15
图 29: 2020 年电信行业固定增值业务各细分业务增长情况	15
图 30: 中国电信加大产业互联网方面资本开支	16
图 31: 中兴通讯新云网基础设施.....	16
图 32: 公司政企业务情况.....	19
图 33: 中国网络市场规模.....	19
图 34: 2020 年中国服务器厂商份额	19
图 35: 中国网络市场规模.....	20
图 36: 全球网络市场竞争格局.....	20
图 37: 中兴通讯政企业务渠道方面规划	20
图 38: 中兴通讯创“芯”网络产品.....	21
图 39: GoldenDB 数据库产品架构和功能优势.....	21
图 40: 中兴新支点操作系统.....	22
图 41: 中兴通讯 5G+行业应用关键任务.....	22
图 42: 中兴通讯集成 5G 模组的工业自然导航 AGV 载重平台	23
图 43: 公司消费者业务情况.....	23
图 44: 中兴通讯历史估值情况.....	26
表 1: 中兴通讯 5G 基站集中采购部分公告	14
表 2: 中兴通讯承载网设备集中采购部分公告	14
表 3: 中兴通讯核心网设备集中采购部分公告	14
表 4: 公司路由器和交换机相关集中采购部分公告	17
表 5: 公司服务器相关集中采购部分公告	18
表 6: 公司存储相关集中采购部分公告	18
表 7: 中兴通讯信息终端相关集中采购部分公告	24
表 8: 公司细分业务盈利预测.....	25
表 9: 可比公司相对估值情况.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	28

1. 公司概况

1.1. 全球领先 ICT 企业

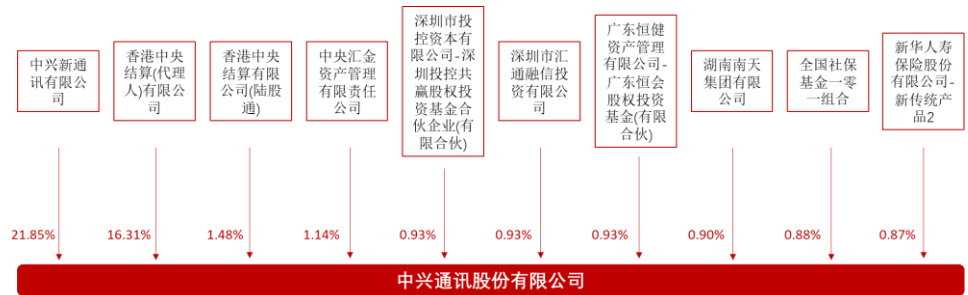
中兴通讯成立于 1985 年，是全球领先的综合通信信息解决方案提供商，为全球电信运营商、政企客户和消费者提供创新的技术与产品解决方案。公司于 1997 年和 2004 年分别在国内 A 股和港股上市。控股股东中兴新通讯有限公司持有公司总股本的 21.85%。

图 1：公司产品与解决方案



资料来源：浙商证券研究所

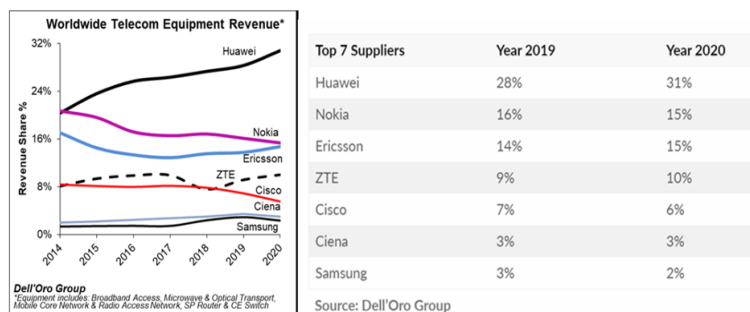
图 2：公司股权结构（截至 2021 年一季度）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司是全球领先通信设备提供商，2018 年受到美国禁令影响，公司全球电信设备市场份额下滑，公司积极调整经营策略，强化聚焦主业，坚持现金流第一，快速重回良性发展轨道；Dell'Oro 数据显示，2020 年公司在全球通信设备商收入份额占比 10%，较 2018 年、2019 年分别提升 2pct、1pct，恢复到 2014 年来高位水平，位列全球前四的通讯设备提供商。

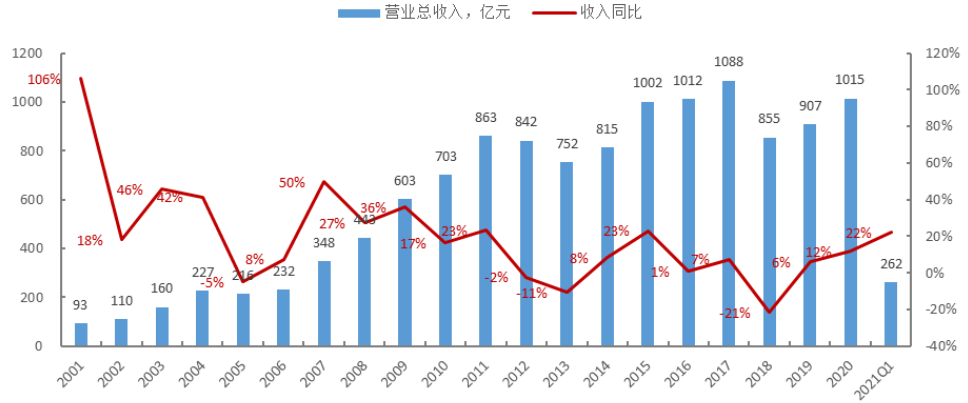
图 3：电信设备商市场占有率



资料来源：Dell'Oro Group，FT，浙商证券研究所

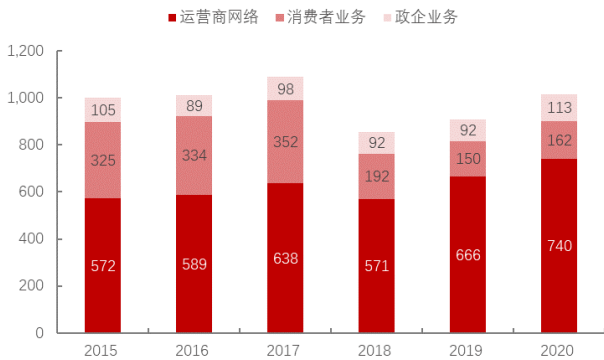
公司收入重回千亿, 2020 年公司实现总营收 1014.51 亿元, 其中运营商业务、消费者业务、政企业务实现营收 740.18 亿元、161.60 亿元和 112.72 亿元, 收入占比分别为 73.0%、15.9%、11.1%。

图 4: 公司近年来收入情况



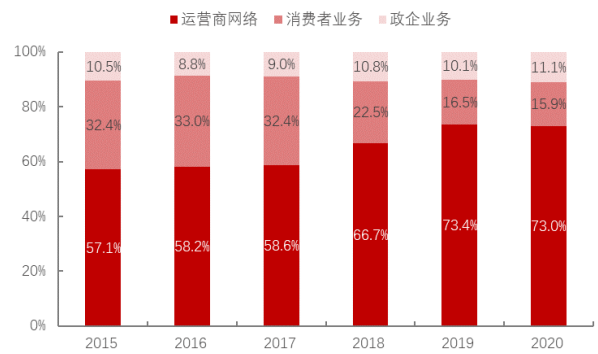
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 中兴通讯各业务收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 中兴通讯各业务收入占比情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

政企业务方面领域, 公司已经推出了包括高性能服务器、高性能交换机、存储、行业模组、分布式数据库、全模块数据中心、端到端数字化转型方案等一系列明星产品, 并且获得客户认可。公司服务器产品在能源、金融行业实现高端客户突破, 数据中心全模块方案正式商用并且中标腾讯等互联网头部企业; 此外公司积极布局信创领域, 发布了一系列创“芯”网络产品, GoldenDB 成为国内首个在大型银行核心业务系统正式商用的国产金融交易型分布式数据库, 自研新支点嵌入式操作系统出货量已经超过两亿套。

消费者业务领域, 公司端到端完整通信解决方案的一部分, 也是支撑未来业务增长的方向之一。手机业务方面, 2020 年公司实现努比亚控股, 未来整合中兴、努比亚、红魔三大品牌, 手机业务发展态势逐步明朗; 家庭信息终端和融合创新终端方面, 公司长期保持全球领先地位, 2020 年移动数据终端市场份额进一步大幅提升。

1.2. 科技研发实力突出

参与全球竞争的主要高科技企业, 专利布局全球第一阵营。

公司从 1996 年正式开启知识产权储备建设。2G 时代, 公司在 GSM 方面知识产权储备较为薄弱; 3G 时代开始, 公司开始同国际同行在技术和知识产权储备上保持一致, 3G

终端的专利国际申请量突破 1000 项；4G 时期公司专利占比 7.22%，全球前十。5G 时代，公司是全球 5G 技术研究、标准制定主要贡献者和参与者，IPLytics 2021 年 2 月数据显示，公司向 ETSI 披露 5G 标准必要专利声明量位居全球第三。

截至 2020 年底，公司拥有约 8 万件全球专利申请、持有有效授权专利约 3.6 万件。其中，芯片专利申请 4270 余件，授权的芯片专利超过 1800 件。

仲量联行 (JLL)《技术迭代，前景几何：中国通信行业及知识产权市场报告》报告显示，中兴通讯的专利技术价值已超过 450 亿元人民币。同时公司知识产权已经给公司带来现金性收益并将持续创造可期待的收益，预计 2021-2025 年五年期间知识产权将给公司带来 45-60 亿元收入。

图 7：中兴通讯 5G 标准必要专利全球排名第三

Current Assignee	Share of 5G families	Share of 5G granted and active families	Share of 5G EP/US granted/active families	Share of 5G EP/US granted/active families not declared to earlier generations
Huawei (CN)	15.39%	15.38%	13.96%	17.57%
Qualcomm (US)	11.24%	12.91%	14.93%	16.36%
ZTE (CN)	9.81%	5.64%	3.44%	2.54%
Samsung Electronics (KR)	9.67%	13.28%	15.10%	14.72%
Nokia (FN)	9.01%	13.23%	15.29%	11.85%
LG Electronics (KR)	7.01%	8.7%	10.3%	11.48%
Ericsson (SE)	4.35%	4.59%	5.25%	3.79%
Sharp (JP)	3.65%	4.62%	4.66%	5.50%
Oppo (CN)	3.47%	0.95%	0.64%	1%
CATT Datang Mobile (CN)	3.44%	0.85%	0.46%	0.68%
Apple (US)	3.21%	1.46%	1.66%	2.15%

资料来源：IPLytics (2021.2)，搜狐，浙商证券研究所

强大自研芯片能力支撑，中兴微电子为国内 Top 5 芯片设计公司。

自研芯片能力的持续提升是公司未来打造核心竞争力的关键所在，中兴微电子 2018 年芯片主流发货产品工艺达到 28nm，核心芯片研发已突破 16/14nm 先进制程。2019 年 6 月已经实现核心通信芯片自研，通过合作伙伴代工生产，10nm 和 7nm 的工艺现已熟练掌握。2020 年，中兴微电子收入达到 91.84 亿元，净利润 5.25 亿元。根据赛迪网、IC Insights 等相关数据显示，中兴微电子已位列中国集成电路设计 top5。

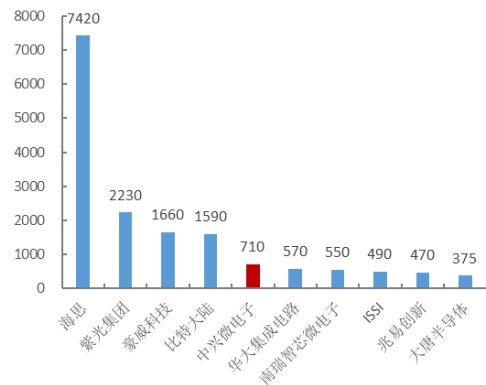
截至 2020 年底，公司拥有芯片专利申请 4270 余件，授权的芯片专利超过 1800 件，在通信核心芯片领域已实现超 100 种芯片的自主研发设计，覆盖通信网络所有关键产品。

图 8：2020 年中国集成电路设计十大企业

2020年中国集成电路设计十大企业	
排名	企业名称
1	深圳市海思半导体有限公司
2	豪威集团
3	北京智芯微电子科技有限公司
4	华大半导体有限公司
5	深圳市中兴微电子技术有限公司
6	格科微电子(上海)有限公司
7	深圳市汇顶科技股份有限公司
8	清华紫光展锐
9	杭州士兰微电子股份有限公司
10	北京兆易创新科技股份有限公司

资料来源：赛迪网，浙商证券研究所

图 9：2019 年中国 10 大 IC 设计企业



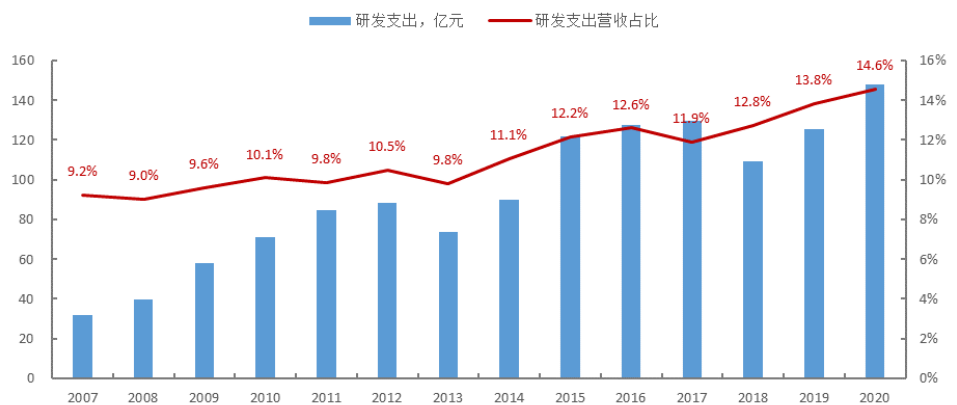
资料来源：IC Insights，台湾产业科技国际策略发展所，浙商证券研究所

未来两年内，中兴微电子将重点拓展芯片深度和通信核心领域覆盖率，深度就是加强性能和成本竞争力，通信核心领域覆盖率就是解决公司痛点问题，从而强化自身主业的竞争力。

A 股 ICT 相关上市公司中研发投入最高的公司。

公司常年保持高研发投入构筑技术产品护城河，在 A 股 ICT 上市公司中研发投入最高，最近十年研发投入超 1000 亿元，2020 年研发投入达到 147.97 亿，收入占比达到 14.6%。

图 10：中兴通讯研发投入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 开启新的成长周期

2018 年受到美国禁令影响后，公司积极调整，制定了恢复期-发展期-超越期三步走战略，在恢复期（2018-2019 年），公司强化聚焦提效、坚持现金流第一、快速重回良性发展轨道；在发展期（2020-2021 年），核心是有质量的增长，聚焦主业，提升经营质量，收缩不擅长的边界业务，回到经营的本质。在超越期（2022 年之后），公司将全面提升市场占有率，实现规模盈利，布局新业务。

图 11：公司三步走战略执行落地

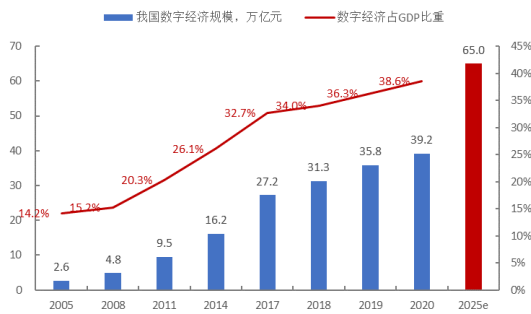
三阶段战略执行落地



资料来源：中兴通讯，浙商证券研究所

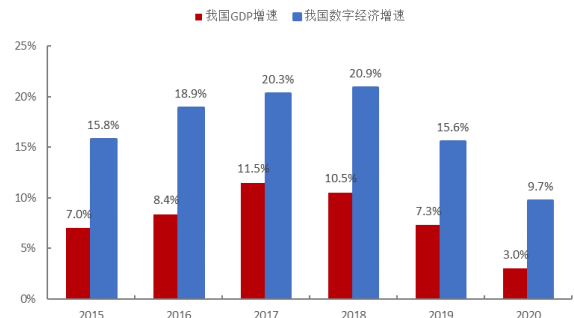
数字经济是大势所趋，已成为国民经济中最核心的增长极之一。我国数字经济增加值规模由2005年的2.6万亿元扩张到2020年的39.2万亿元，GDP占比从2005年的14.2%提升到2020年的38.6%，预计到2025年将达到65万亿，2020-2025年复合增速超10%。

图 12：我国数字经济规模



资料来源：中国移动，浙商证券研究所

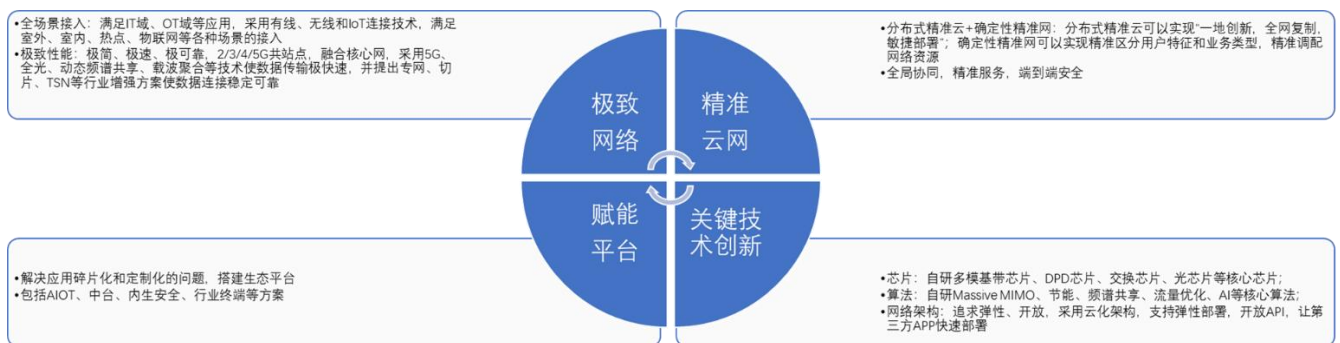
图 13：数字经济加速增长



资料来源：中国移动，浙商证券研究所

公司提出了极致网络、精准云网、赋能平台、关键技术创新等解决方案，赋能千行百业。产业数字化升级浪潮之下，公司有望基于其云网能力、5G端到端垂直行业解决方案能力，开启新一轮成长周期。

图 14：中兴通讯数字经济布局

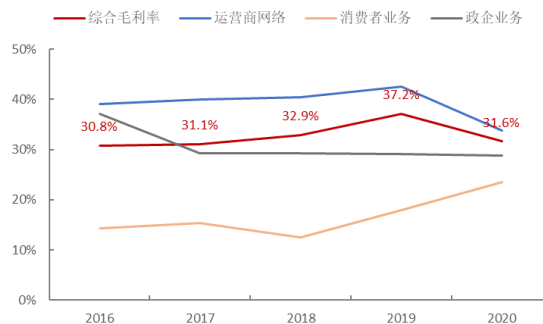


资料来源：浙商证券研究所

自研芯片应用有望持续推动毛利率提升。

2020 年由于国内市场 5G 产品集采毛利率低，导致综合毛利率同比下降，我们认为未来运营商网络毛利率将提升，带动综合毛利率向上。

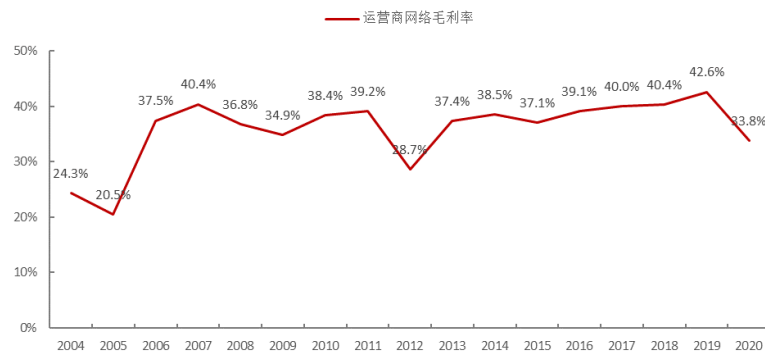
图 15：公司毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

一方面，从产业逻辑角度，设备商在网络建设初期往往毛利率较低，随后毛利率明显逐步提升，主要原因是由于运营商网络建设前期市场价格竞争较为激烈，加之前期产业链接规模效应尚未体现，元器件成本较高。另外随着网络的升级扩容，毛利率相对更高的网络系统软件等销售规模增长，推动毛利率的进一步提升。

图 16：公司运营商业毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

另外一方面，需特别指出的是，自研芯片能力的提升是公司未来毛利率提升的重要因素。2020 年三季度公司已经实现 7nm 芯片的规模量产并在 5G 规模部署中实现商用，有效降低了成本，直接带动公司毛利率有效提升。这一点在公司 2021 年一季度报中已经得到体现，一般无线基站产品发货到确认收入平均 6-9 个月，2021 年一季度公司毛利率恢复到 35.4%，其中 7nm 自研芯片在新一代 5G 基站中的应用是重要原因。

总体费用率未来预期稳中有降，进一步带动利润率水平的提升。

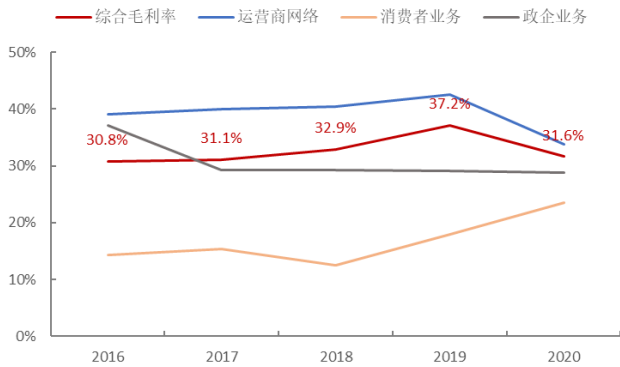
近年来，公司不断加大研发投入，增强产品核心竞争力，研发费用持续提升，未来我们认为公司研发费用将会持续保持较高水平。

近两年，公司进一步深耕价值经营，坚持投入的计划性和收益比，加之疫情带来的营销活动的影响等因素，公司销售费用率有所下降，未来考虑到政企市场的发力以及疫情的趋缓预期等因素，我们认为未来公司的销售费用会健康增长，来获取更加多的市场机会。

在 2017-2018 年经历被美国 BIS 进行与出口管制有关的调查与处罚后，公司实施多项合规措施加强内部管理，近两年管理费用较此前增长较为明显，公司经营恢复后，净利率水平也已经从困境中恢复，未来随着收入规模的扩大，管理费用率有望下降。

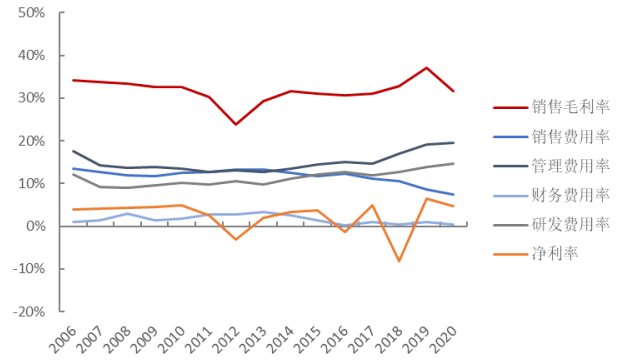
综合来看，公司未来的费用支出方面将会持续得到健康发展，总体的费用率水平将稳中有降，进一步带动利润率水平的提升。

图 17：公司毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：公司费用率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2020 年 10 月，公司公布实施 2020 年股票期权激励计划。该激励计划为公司第 4 次股权激励计划，授予总量不超过 16347.2 万份的 A 股股票期权，约占公司总股本的 3.5%，其中首次授予的激励对象总人数共 6123 人，约占公司员工总数的 8.8%。该激励计划将增强公司管理团队和业务骨干对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，确保公司发展目标的实现。

2. 运营商业务:电信投资持续&份额提升

每代网络的升级演进将带来网络建设投资的新一轮周期，此外，5G 网络相较此前代际，存在显著差别，2C 之外，2B 行业应用将占据重要角色，也对应催生了创新的投资主体、建网方式、应用场景、商业模式。作为世界领先的 5G 设备提供商，中兴通讯在全球 5G 建设浪潮中扮演重要角色，尤其是在中国 5G 新基建的建设中，公司更是主力。

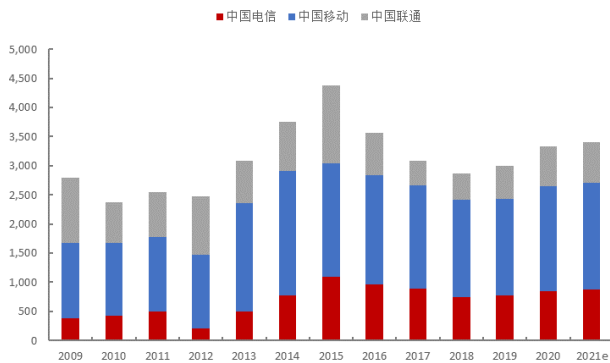
2.1. 电信投资预期持续

国内：5G 投资周期预计拉长，5G 专网投资有望接力。

5G 网络建设投资周期预计拉长。中国信通院预计，2020-2024 年为 5G 网络规模建设期，2025-2028 年为 5G 网络完善期，到 2025 年 5G 网络建设投资累计将达到 1.2 万亿。我国 5G 网络处于全球领跑地位，未来三年，我国 5G 仍处于持续上升阶段，采取“以建促用、以用促建”的良性发展模式，5G 应用的广阔前景也将保障投资建设的可持续性。

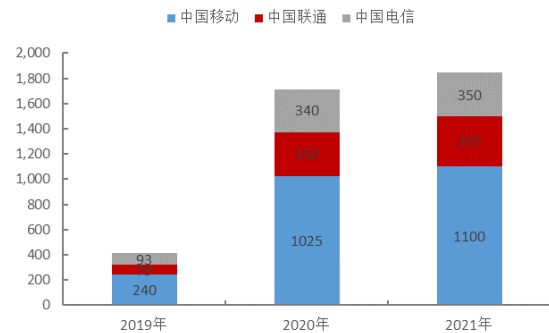
2020 年作为 5G 商用元年，三大运营商整体计划资本开支 3330 亿元，较 2019 年实际资本开支增长 11.0%，2021 年三大运营商合计资本开支计划 3406 亿元，同比增长 2.3%。其中，2020 年三大运营商 5G 相关的实际资本开支 1716 亿元，2021 年三大运营商计划 5G 相关的资本开支 1847 亿元，较 2020 年增长 7.63%。

图 19：三大运营商资本开支（亿元）



资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

图 20：三大运营商 5G 资本开支（亿元）

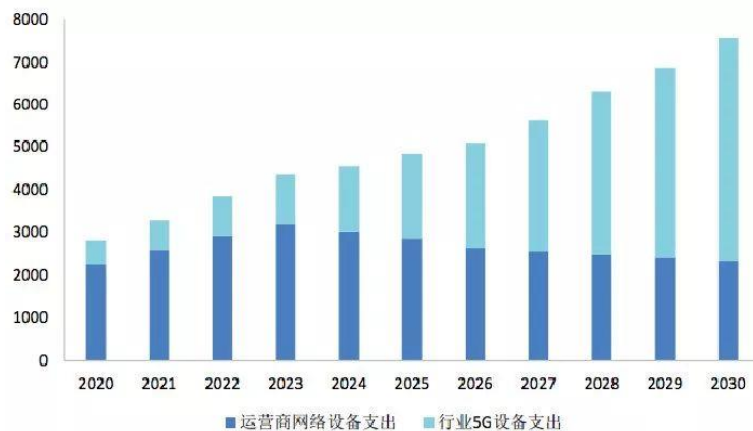


资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

5G 网络存在显著代际差别，重在发展 B 端业务，未来 5G 驱动下的产业互联网将实现更有效率的供给，对应催生创新投资主体、建网方式、应用场景、商业模式。

中国信通院预计 2025 年之后非运营商各行业 5G 投资有望超越电信运营商。目前 5G 在我国交通、医疗、航空制造、智慧工厂、矿山、港口、电力、国防行业等行业均已经得到应用，虚拟专网、混合专网超过 1000 个。2022 年之后 5G 专网投资开始有望形成规模并且成为资本开支的重要驱动。

图 21：来自于各行业的 5G 网络设备收入规模可期（单位：亿元）



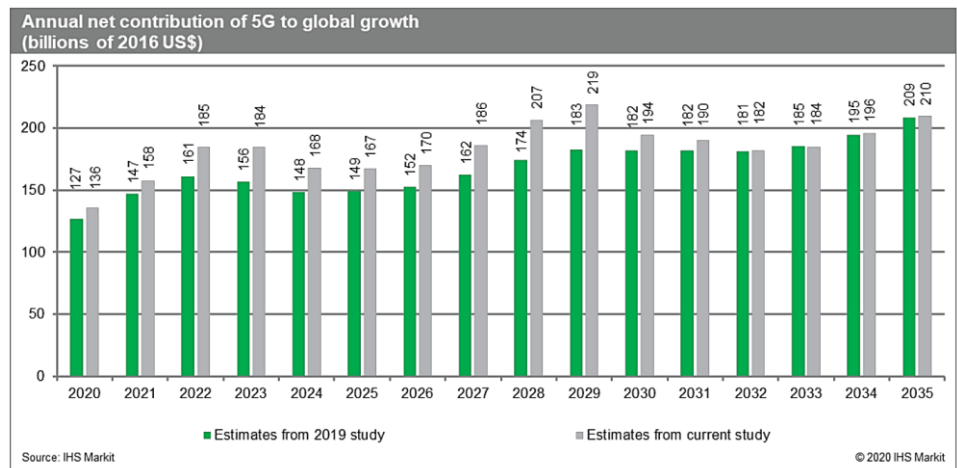
资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

海外：疫情影响减弱，有望加速光纤网络和 4G、5G 网络建设。

疫情短期影响海外 5G 部署，但中长期来看，疫情反而可能起到正向促进，催生远程办公、在线教育、在线娱乐等需求，加速全球经济向数字化过渡，全球网络宽带使用量激增。预计随着疫情影响逐步减弱，海外将有望加速光纤网络和 4G、5G 等无线网络建设。

截至 2021 年 4 月中旬，来自 133 个国家和地区的 435 家电信运营商，在进行试验、收购频谱、网络部署及推出等方面的 5G 投资；其中 68 个国家和地区的 162 家运营商，已经推出了一种或多种 5G 商用服务。考虑到疫情影响后，IHS Markit 预测 5G 对经济的贡献预测反而较疫情前预测更高。

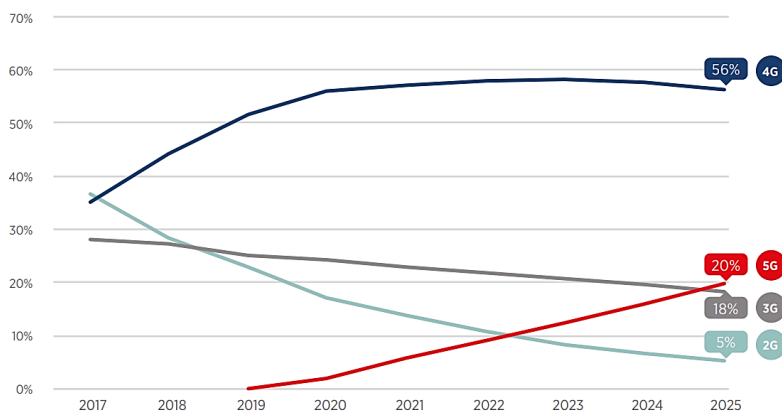
图 22: 全球电信资本开支增速



资料来源: IHS Markit, 浙商证券研究所

另外除了 5G 网络之外,GSMA 统计 2019 年全球 4G 连接占比超过 50%,预计到 2025 年 4G 连接数占比仍将维持 56%的高位,疫情后 4G、5G 网络将得到加速建设。

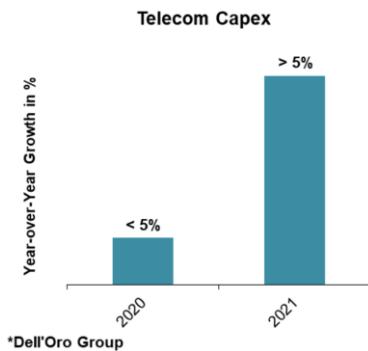
图 23: 全球连接数占比情况



资料来源: GSMA, 浙商证券研究所

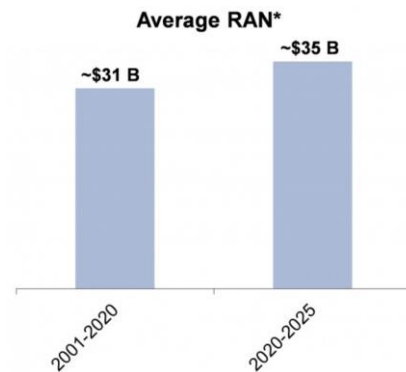
虽然电信行业不能幸免于新冠疫情的影响,但在此次疫情中 MBB 市场缓慢部署所带来的负面影响并不像以前的低迷时期那样严重,参考 Dell'Oro Group 数据,继 2015-2017 年三年资本支出下降和 2018 年持平后,2020 年全球电信资本支出呈低个位数增长,实现连续第二年增长;基于欧洲、日本、美国更加乐观的展望,2021 年全球电信资本支出将增长 5%以上;2019-2022 年全球电信资本支出复合增速 2%,无线资本支出复合增速 4%。

图 24: 全球电信资本开支增速



资料来源: Dell'Oro Group, 浙商证券研究所

图 25: 全球 RAN 资本开支情况

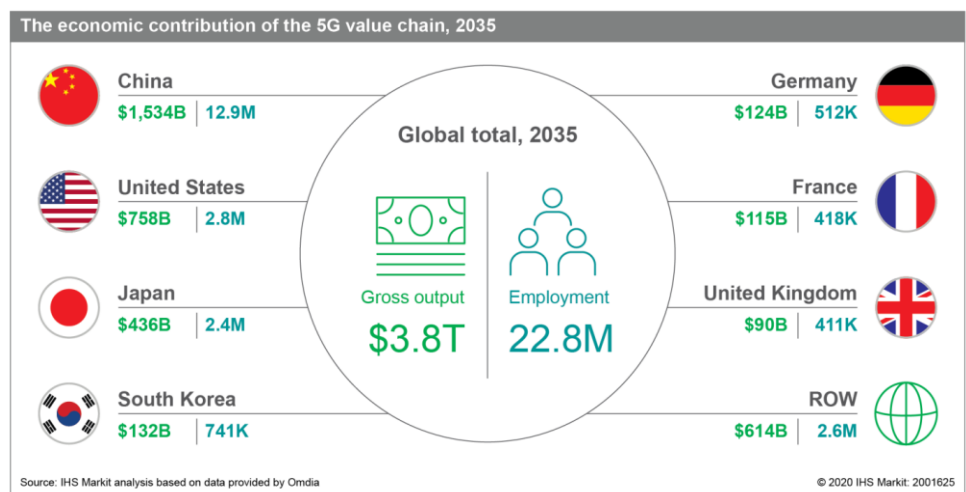


资料来源: Dell'Oro Group, 浙商证券研究所

2.2. 5G 份额将有望提升

国内电信市场是全球的重要市场, 华为预测 2025 年全球 5G 基站数达到 650 万个, 而中国将达到 400 万个, 占比预计超过 60%, 截至 2021 年 3 月底, 我国已经建成 5G 基站数占全球 70% 以上。IHS Markit 数据显示, 预计到 2035 年中国 5G 产业链的经济贡献值将位居全球第一, 全球占比 4.04%, 是第二位美国的 2 倍。

图 26: 全球 5G 产业链对于经济增长的净贡献



资料来源: IHS, Omedia, 浙商证券研究所

公司国内 5G 份额有望放大。

近期爱立信警示其流失中国 5G 市场的风险(中国移 5G 二期集采爱立信份额 11.5%), 同时由于中美相关贸易政策的不乐观带来的其他影响, 公司 5G 三期份额有望放大。

根据前期 5G 相关招标来看, 公司中标情况良好: 5G 无线网方面, 公司在中国移动 2020 年 5G 二期无线网主设备集采中标份额 28.7%; 5G 承载网方面, 公司在 2021 年至 2022 年 SPN 设备新建部分集采、扩容部分单一来源采购中分别中标份额 37%、25%, 较上一期新建部分集采中标份额 13% 提升明显; 5G 核心网方面, 公司在运营商已有集采中也基本均获得第二大份额。

表 1：中兴通讯 5G 基站集中采购部分公告

项目	中标情况
中国移动 2020 年 5G 二期无线网主设备集中采购	华为 (57.3%)，中兴 (28.7%)、爱立信 (11.5%)、大唐 (2.6%)
中国电信和中国联通 2020 年 5G SA 新建工程无线主设备联合集中采购	标包 1: 华为、中兴 标包 2: 华为、中兴、爱立信、大唐移动

资料来源：运营商采招网，浙商证券研究所

表 2：中兴通讯承载网设备集中采购部分公告

项目	中标情况
中国移动 2021 年至 2022 年 SPN 设备新建部分集中采购	华为 (41%)、中兴 (37%)、烽火 (22%)
中国移动 2021 年至 2022 年 SPN 设备扩容部分单一来源采购	华为 (63.39%)、中兴 (25.04%)、烽火 (11.85%)
中国电信 2021 年 STN 设备建设工程集中采购项目	STN-B 标包: 华为、中兴、烽火、新华三
中国电信 2021 年 STN 设备建设工程集中采购项目单一来源采购	STN-B 标包: 华为、中兴、烽火; STN-ER 设备: 华为、中兴、新华三
中国移动 2020 年至 2021 年 SPN 设备新建部分集中采购	华为 (56%)、烽火 (31%)、中兴 (13%)
中国电信 2020 年 5G 承载集中采购项目	STN-A 标包: 华为 (40%)、中兴 (24%)、新诺 (10%); STN-B 标包: 华为 (50%)、烽火 (30%)、中兴 (20%); STN-ER 标包: 华为 (50%)、中兴 (30%)、新华三 (20%)
中国联通 2020 年智能城域网 (5G 承载) 集采	中兴总份额及各标包份额均排名第二

资料来源：运营商采招网，浙商证券研究所

表 3：中兴通讯核心网设备集中采购部分公告

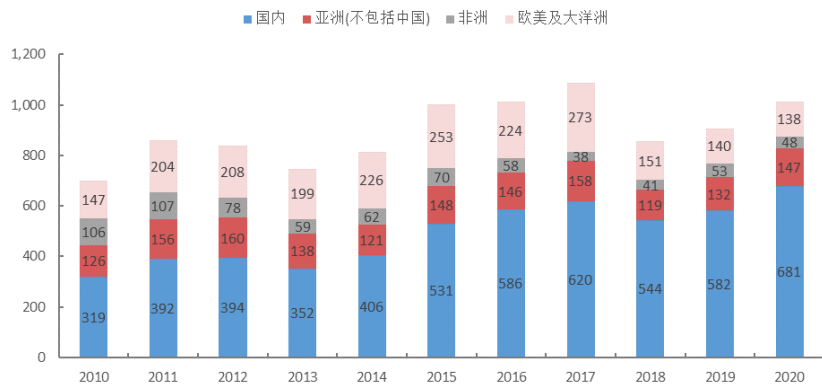
项目	中标情况
中国移动 2020 年 5G SA 核心网新建设备集中采购	标包 1 2C 网络，中兴通讯中标 6 个大区 12 个省份 标包 2 2B 网络，中兴通讯中标全国 31 个省份共 35% 份额
中国移动 2020 年 5G SA 核心网移动用户数据设备集中采购 (全国 8 大区 IWF 互通网关设备第二次招标)	标包 1: 华为 (100%)，标包 2: 中兴 (100%)
中国移动 2020 年 5G SA 核心网移动用户数据设备集中采购 (17 城市 UDM UDR 设备及 NFV 虚拟层设备)	华为 (66.36%)、中兴 (20.10%)、爱立信 (13.54%)
中国电信 2020 年 5G 核心网新建工程主设备集中采购	华为、中兴、爱立信
中国联通 2020 年 5GC 集中采购项目	标包 1 2C 核心网: 华为、中兴、诺基亚、爱立信 标包 2 2B 核心网: 华为、中兴、诺基亚

资料来源：运营商采招网，浙商证券研究所

海外市场仍可以乐观。

公司国际化道路已经走了 20 多年，积累了很多海外关键客户，2020 年公司海外业务收入 334 亿元，营收占比达到 32.9%。截至 2020 年 9 月底，中兴通讯已在全球获得 55 个 5G 商用合同，覆盖中国、欧洲、亚太、中东等主要 5G 市场，与全球 90 多家运营商展开 5G 合作，覆盖 500 多个行业合作伙伴。

图 27：公司收入按地区分布情况



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

2020 年，海外受疫情影响严重，跨国商务基本暂停，政治经济形势依然严峻复杂。在这样复杂的外部环境下，公司海外市场依然取得了 2.7% 的收入增长，毛利率同比上升约 5pct 至 37.2%，印证了公司产品竞争力的提升和市场聚焦策略的有效性。

我们认为随着疫情减弱，海外整个通信链条端到端将扩容增长，加速光纤和 4G、5G 网络建设，公司在坚持稳健增长、不盲目扩张的展业策略，来海外市场仍可以乐观。

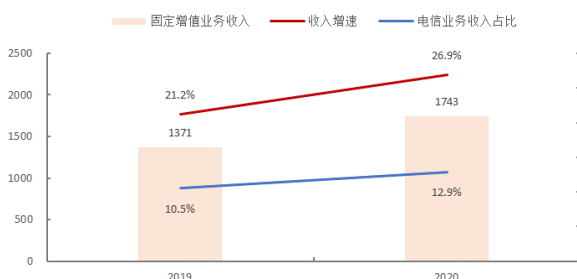
2.3. 云计算份额将放大

运营商积极转型升级，固定增值业务成有力增长点。

中国移动强调业务发展从通信服务向空间更广阔的信息服务拓展延伸，中国电信落实全面实施“云改数转”战略，中国联通多次明确聚焦产业互联网业务，推进“云+智慧网络+智慧应用”新融合营销模式，聚焦重点行业应用类产品做深做透。

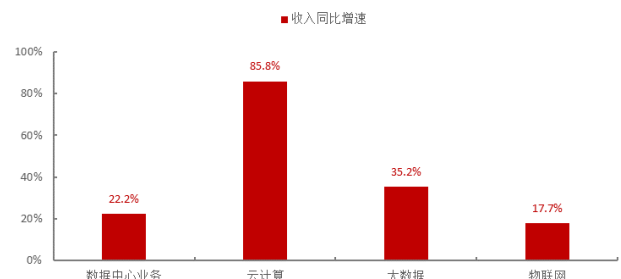
近年来三大运营商积极发展 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、人工智能等新兴业务，固定增值业务成为运营商增值主要驱动。2020 年，三大运营商固定增值业务实现收入 1743 亿元，同比增长 26.9%，在电信业务收入中占比由上年的 10.5% 提升至 12.9%，拉动电信业务收入增长 2.82pct，对收入增长贡献率达 79.1%。其中，数据中心业务、云计算、大数据以及物联网业务收入比上年分别增长 22.2%、85.8%、35.2%、17.7%。

图 28：2020 年电信行业固定增值业务情况



资料来源：工信部，浙商证券研究所

图 29：2020 年电信行业固定增值业务各细分业务增长情况



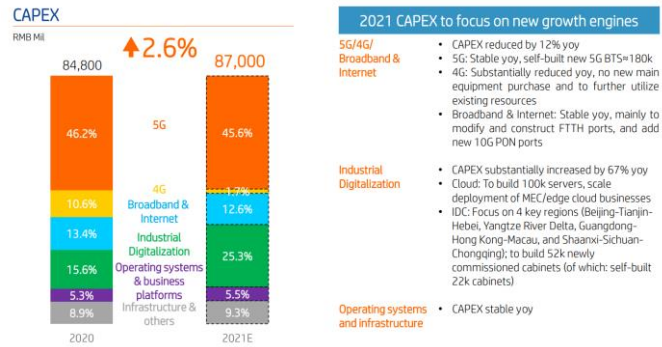
资料来源：工信部，浙商证券研究所

运营商将重点加大云计算领域相关资本开支。

运营商业务转型将带来资本开支结构的调整，产业数字化方面的资本开支将显著增长，主要用于云和 IDC 基础设施建设等领域。

中国电信 2021 年在产业互联网方面的资本开支计划达到 220 亿元，较 2020 年同比增长 67%，并且云方面明确新增 10 万个服务器规模，数据中心方面建设新增 5.2 万个机柜规模，其中自建 2.2 万个机柜。此外，中国电信回 A 募集资金投向之一的云网融合新型信息基础设施项目披露的总投资规模达到 507 亿元（募集资金投入 270 亿）。

图 30：中国电信加大产业互联网方面资本开支



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

2019 年中国移动提出移动云三年投资总规模在千亿级以上。2020 年年报业绩解读会上，中国移动提出 2021 年加快数字基础设施建设，云基础设施和数据中心是两大主要方向之一（另一大主要方向是 5G 精品网络），C114 通信网消息显示，中国移动将在未来 5 年之内，投资 600 亿元在内蒙古打造一个超过 100 万个机柜的数据中心。此外，中国移动回 A 募集资金计划投向云资源新型基础设施建设 80 亿元，用于云资源新型基础设施建设项目，聚焦移动云建设，拓展「N（中心）+31（省级）+X（边缘）」云资源布局，提升云网一体化水平，打造差异化竞争优势，为行业客户提供丰富的云产品和服务。

中国联通近年来持续推进资本开支精准投放，云计算、大数据、物联网等创新投资是其聚焦方向之一，IDC 机柜数从 2019 年的 23.4 万架发展到 2020 年的 27.7 万架，预计 2021 年底将达到 31 万架。

公司发力云网融合，份额有望提升。

面对 5G 云网融合增长的网络支撑全新需求，公司推出新云网基础设施，提供全场景云网融合硬件和按需建材的 TCF 云平台，具备包括中心云、服务器、路由器、存储、交换机、边缘云 MEC 等在内的完整产品线，提供从中心到边缘无处不在的算力，助力运营商业务转型。

图 31：中兴通讯新云网基础设施



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

高端交换机、路由器领域，公司产品自 2015 年电信集采破冰以来，持续发力，公司官网信息显示，2019 年公司在国内运营商 SPSR (Service Provider Switching and Routing) 市场份额增速第一，稳居前二。

公司 ZXR10 T8000 核心路由器在中国电信 2015 年 IP 集采中成功中标，实现运营商现网大规模部署的“破冰”，次年 ZXR10 T8000 核心路由器在中国联通的 IP 城域网高端数据设备集采中进入城域网核心路由器 CR-C 标段前二，此后公司 ZXR10 T8000 核心路由器在随后历年的中国电信及中国联通 CR 集采中稳居前二。另一款明星产品 ZXR10 M6000-S 高端路由器连续多年中标国内三大运营商路由器集采，稳居国内运营商市场前二，覆盖全国除台湾以外所有省份。

表 4：公司路由器和交换机相关集中采购部分公告

项目	中标情况
中国移动集中网络云资源池三期工程数据中心交换机及高端路由器采购	标包 1: SDN 资源池，中兴 (70%)、华为 (30%)
中国电信 2020 年 CN2-DCI 网络扩容工程设备集中采购	核心路由器：华为、中兴；常规业务路由器：中兴、华为；云业务路由器：中兴
中国电信中低端路由由交换设备 (2021 年) 集中采购	中低端路由器：迈普、中兴、锐捷；中低端交换机：迈普、新华三、锐捷、中兴
中国移动 2020 年至 2021 年低端路由器和低端交换机集中采购	标包 3: 烽火 (50%)、迈普 (30%)、中兴 (20%)
中国移动 2020-2021 数据中心交换机和管理交换机集中采购 (新建部分)	标包 1 数据中心交换机：锐捷 (50%)、华为 (30%)、中兴 (20%)； 标包 2 管理交换机份额：锐捷 (70%)、中兴 (30%)
中国移动 2019 年至 2020 年高端路由器和高端交换机集中采购	标包 2 高档路由器 2T 档：中兴 (50%)、新华三 (30%)、华为 (20%)； 标包 3 高档路由器 400G 档：华为 (70%)、中兴 (30%)； 标包 4 BRAS：中兴 (70%)、华为 (30%)
中国联通 2020 年数据设备集中采购	中兴高端路由器 ZXR10 T8000-18 和 ZXR10 M6000-S 分别获得 42% (标包二) 和 45% (标包三) 的市场份额
中国移动集中网络云资源池二期工程数据中心交换机、高端路由器-单一来源	中兴、华为
中国移动 2019 年集中网络云资源池二期工程数据中心交换机集中采购	华为 (4774 台)、中兴 (2156 台)
中国移动集中电信云资源池一期工程 (硬件设备)	华为 (68.84%)、中兴 (31.16%)

资料来源：运营商采招网，浙商证券研究所

计算和存储领域，公司产品已经全面进入三大运营商相关集采招标，并且份额逐步提升。目前公司已经成为中国移动 PC 服务器主力供应商之一，公司公众号信息显示，2019-2020 年公司在中国移动 IA x86 服务器集采市场占有率第一，服务器年出货量近 10 万台。根据中国移动集采信息，公司存储产品竞争力近年来也逐步提升。

表 5：公司服务器相关集中采购部分公告

项目	中标情况
中国移动 2020 年 PC 服务器集采	<u>标包 1</u> : 华为 (44%)、中兴 (36%)、中移系统集成 (20%); <u>标包 3</u> : 中兴 (50%)、烽火 (30%)、华为 (20%); <u>标包 5</u> : 中兴 (50%)、华为 (27%)、中移系统集成 (23%); <u>标包 7</u> : 中兴 (58%)、中移系统集成 (42%)
中国移动 2019 年至 2020 年 PC 服务器集中采购 (第一批)	<u>标包 1</u> : 中兴 (50%)、烽火 (30%)、华为 (20%); <u>标包 2</u> : 中兴 (70%)、中移全通系统集成 (30%); <u>标包 4</u> : 中兴 (50%)、华为 (30%)、浪潮 (20%); <u>标包 7</u> : 华为 (70%)、中兴 (30%); <u>标包 8</u> : 中兴 (70%)、浪潮 (30%); <u>标包 9</u> : 中兴 (70%)、华为 (30%)
中国移动 2018 年 PC 服务器集中采购 (第而批次)	计算型服务器 2 档: 中兴 (70%)、浪潮 (30%)
中国移动 2018 年 PC 服务器集中采购 (第一批)	<u>标段 2</u> : 中兴 (70%)、中移全通系统集成 (30%); <u>标段 3</u> : 华为 (50%)、中兴 (30%)、曙光 (20%); <u>标段 4</u> : 烽火 (50%)、中兴 (30%)、华为 (20%); <u>标段 5</u> : 华为 (50%)、中兴 (30%)、浪潮 (20%); <u>标段 7</u> : 华为 (50%)、中兴 (30%)、浪潮 (20%); <u>标段 8</u> : 中兴 (100%)
中国移动 2016 年至 2017 年 PC 服务器集中采购	<u>标段 1</u> : 华为 (40%)、大唐软件 (27%)、中兴 (20%)、中移全通系统集成 (13%); <u>标段 3</u> : 神州新桥科技 (70%)、中兴 (30%)
中国电信服务器 (2020 年) 集中采购	<u>标包 2</u> : 华为、烽火、航天信息、紫光华山、中兴; <u>标包 3</u> : 华为、紫光华山、中兴、浪潮; <u>标包 4</u> : 浪潮、中兴、华为、紫光华山; <u>标包 5</u> : 华为、浪潮、中兴、航天信息
中国联通 2020-2021 年通用服务器集中采购	<u>标包 1</u> : 华为、紫光华山、浪潮、中兴、烽火超微; <u>标包 2</u> : 紫光华山、浪潮、中兴、华为、烽火超微;
中国联通边缘云服务器 (2020 年)	中兴通讯、康讯通讯、柏科数据

资料来源: 运营商采招网, 浙商证券研究所

表 6：公司存储相关集中采购部分公告

项目	中标情况
中国移动集中网络云资源池三期工程分布式块存储采购	华为 (50%)、中兴 (30%)、浪潮 (20%)
中国移动 2019 年至 2020 年分布式块存储产品集中采购	标段 2: 华为 (70%)、中兴 (30%)
中国移动集中网络云资源池二期工程分布式块存储扩容单一来源采购	华为、爱立信、中兴
中国移动 2016 年至 2017 年存储设备 (新建部分) 集中采购	标段 3: 东软 (50%)、华为 (30%)、中兴 (20%)

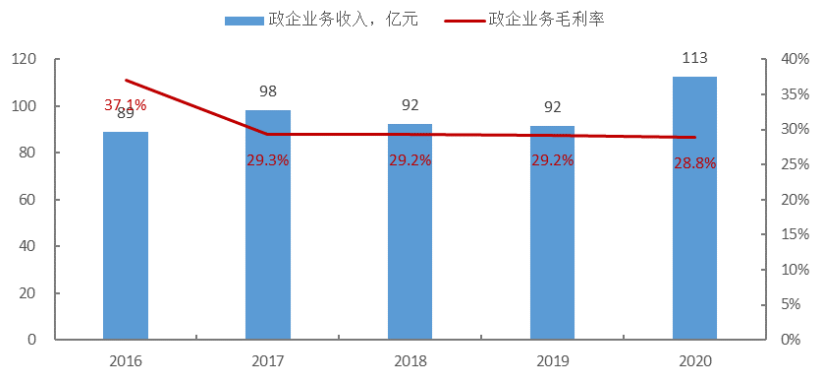
资料来源: 运营商采招网, 浙商证券研究所

3. 政企业务:全面布局, 成长空间广阔

政企业务是公司新一轮成长的重要驱动力。与运营商业务的高市占率不同, 公司在政企业务领域属于进击者的角色。

2020 年公司政企业务收入 113 亿元, 同比增长 23%, 其中国内政企业务营收同比增长达到 36%。未来公司将继续聚焦能源、交通、政务、金融、互联网、大企业等重点市场, 提升产品竞争力和市场占有率, 公司政企业务空间广阔。

图 32：公司政企业务情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 产品/市场两线发力

2020 年开始公司大力投入政企的产品研发，并且根据政企产品的特性，在研发领域做了大胆的创新和调整，几大产品经营部均设立了政企产品的专门团队，针对政企产品还从考核、激励、运作机制等各方面采取了差异化的倾斜机制，打造更有竞争力的产品。

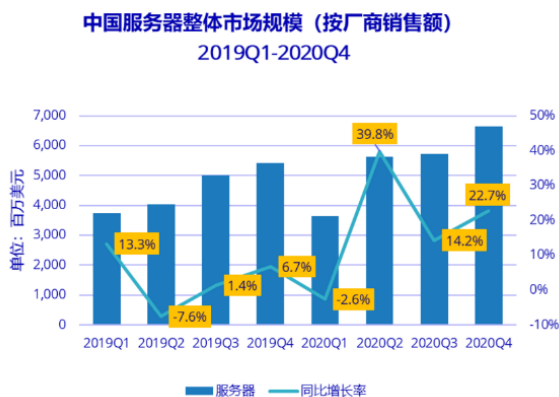
目前公司已经推出了包括高性能服务器、高性能交换机、存储、行业模组、分布式数据库、全模块数据中心、端到端数字化转型方案等系列产品，获得客户认可。

服务器：运营商市场排名第一，不断拓展行业用户。

服务器业务方面，公司连续三年增长，在电力、金融等市场也表现出色，2021 年 4 月，公司发布基于英特尔最新至强可扩展处理器（Ice Lake 系列）的全新一代中兴通讯服务器产品，包括 ZX CLOUD R5300 G4X 通用服务器和 R5500 G4X 大存储服务器，进一步提升服务器领域的产品实力。

IDC 数据显示，2020 年中国服务器市场出货量为 350 万台，同比增长 9.8%；市场规模为 216.49 亿美元（约合 1,489.9 亿元），同比增长 19.0%。从行业销售额看，中国服务器销售前五大行业依次为互联网、电信、政府、金融和服务行业。公司服务器在运营商市场排名第一，产品实力得到认证，随着公司在政企市场的全面发力，我们认为未来公司服务器在垂直行业领域的渗透率提升预期乐观。

图 33：中国网络市场规模



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 34：2020 年中国服务器厂商份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

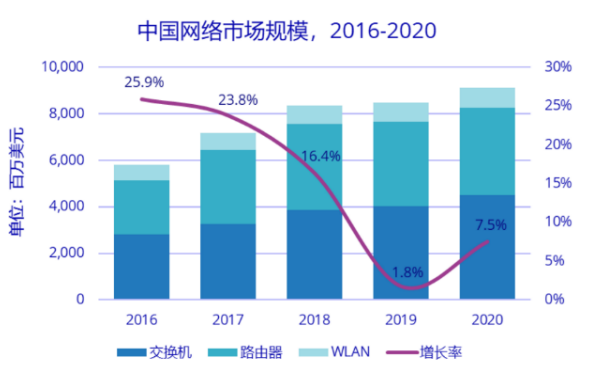
数通：成立政企数通产品线发力企业网络。

2021年1月，公司成立政企数通产品线发力企业网络市场，在骨干层、核心层、汇聚层到接入层的全系列产品开发基础上，进一步打通从售前到售后的所有环节，将产品变成解决问题的方案，更好地服务政企客户的场景化部署需求，深耕企业园区、教育、医疗、政务等商业场景。

IDC 数据显示，2020 年全球网络市场规模为 490.1 亿美元，同比下滑 3%，中国网络市场规模为 91.4 亿美元（约合 630 亿元），同比增长 7.5%，随着国家新基建的深入持续部署，未来国内网络市场规模有望持续扩大。市场竞争方面，国内厂商华为、新华三属于头内头部阵营。

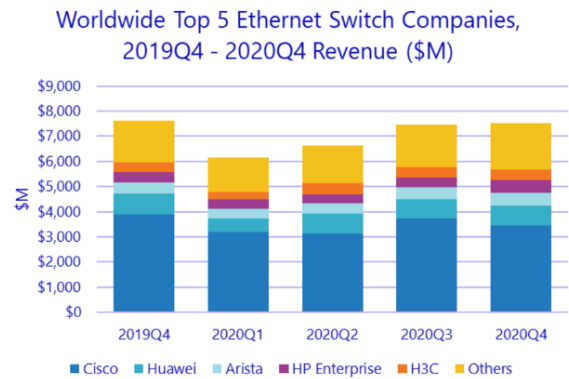
公司在国内运营商 SPSR（Service Provider Switching and Routing）市场份额前二；数通产品在电力市场占有率 30%；POL 全光产品 2020 年收入增长 3 倍，市场份额位居前二。随着公司政企市场的布局发力，公司数通产品线未来有望在多个行业领域崭露头角。

图 35：中国网络市场规模



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 36：全球网络市场竞争格局

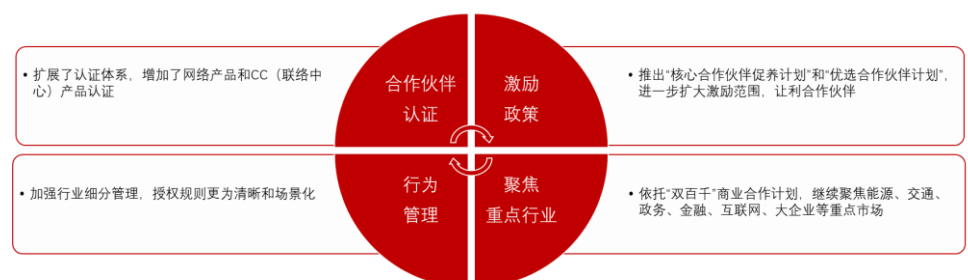


资料来源：IDC，浙商证券研究所

市场方面，公司将整合供应链、品牌、运营商等资源全力支持政企业务拓展，建立专门营销团队，从考核、激励、运作机制等各方面采取差异化的倾斜机制，强化业务活力。

渠道方面，公司也相应加大了拓展力度，通过原来的运营商渠道和自身拓展渠道两方面拓展与企业的接触面和广度。公司加大在 IT、流程、激励和赋能等方面的改造升级，为渠道伙伴提供更多激励计划、更简便易维的工程服务、及时高效的供应链支撑。

图 37：中兴通讯政企业务渠道方面规划



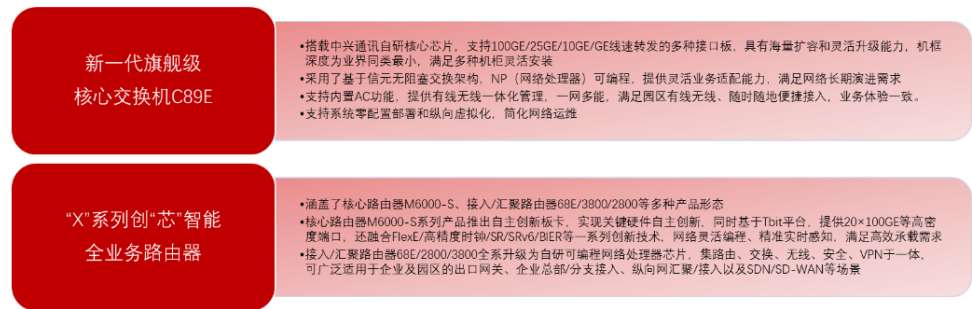
资料来源：浙商证券研究所

3.2. 信创领域全面布局

科技自立自强带来的信创机会也是公司未来政企业务发展的重要布局点。

数通领域，公司发布了一系列创“芯”网络产品，包括新一代旗舰级核心交换机 C89E 系列、“X”系列智能全业务路由器，均基于国产自研芯片和自主知识产权操作系统，在功能、性能、安全性等方面具有良好表现，在供应交付和抗风险等方面处于行业优势地位。

图 38：中兴通讯创“芯”网络产品

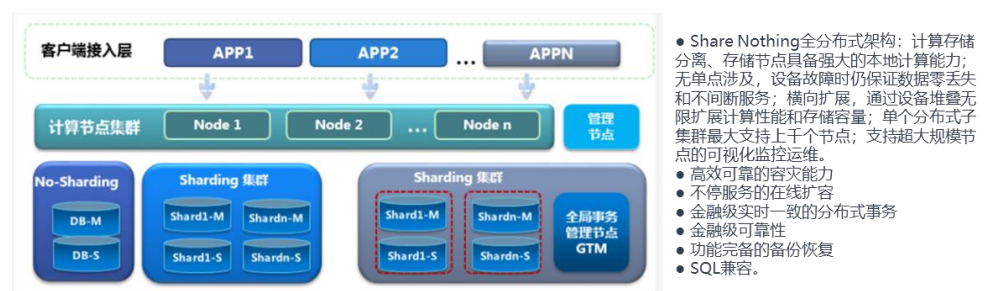


资料来源：浙商证券研究所

公司分布式数据库 GoldenDB 经过近 20 年的研发积累，已获得授权专利超 100 件，在金融行业核心业务领域稳定运行两年，2020 年公司发布 GoldenDB 新版本 GoldenDB v6.0，满足十亿级规模用户交易体验，2020 年在国有大行、股份制银行全线突破，实现金融行业数据库分布式架构转型跨越式发展。

目前 GoldenDB 已经成为公司级的三大战略产品之一，在国产化过程中有望打开成长空间。《激荡三十年：银行数据库的发展与变迁》文中提到，2020 年国内实际经营的银行机构约 4000 家，银行数据库软件市场规模高达 200 亿元，Oracle 等海外厂商的市场占有率超过 80%，国产化数据库空间广阔。我国将有计划、分步骤地稳妥推动分布式数据库产品先行先试，并最终在金融领域全面应用。

图 39：GoldenDB 数据库产品架构和功能优势



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

自研操作系统：新支点嵌入式操作系统出货量已经超过两亿套。

中兴新支点成立于 2004 年，经过超过 16 年的发展，中兴新支点已经成为国内 Linux 开源软件技术实力单位之一，具备完整的 CPI 宽带物联网连接平台解决方案提供能力，产品涵盖工业操作系统、服务器操作系统、桌面操作系统、高可用集群软件、容灾备份软件、智慧协同网关 ICG（聚合路由器）等领域，广泛服务于政府、电力、金融、通信、教

育、汽车电子、工业控制、轨道交通等行业，新支点操作系统已在全球 160 多个国家和地区稳定运行十多年。

目前中兴新支点嵌入式操作系统出货量已经超过两亿套：交通领域，已经在复兴号高铁上规模商用；电力领域，新支点嵌入式操作系统、服务器操作系统、桌面操作系统三大操作系统都已经某电网调度智能指挥 DICP 平台、变电站自动化监控系统、继电保护设备装置等场景中进行实际应用。

图 40：中兴新支点操作系统



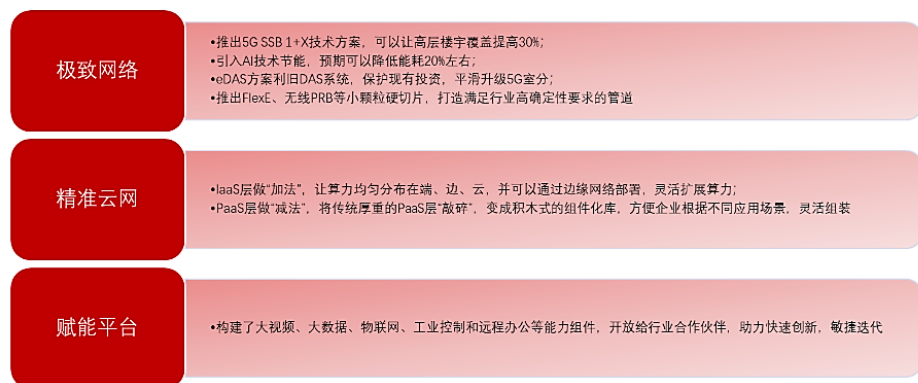
资料来源：新支点官网，浙商证券研究所

3.3. 5G 行业应用待放量

5G+行业应用是未来产业数字化的核心环节，目前来看 5G 应用整体还处在导入期，但部分行业领域应用已经显现了商业价值，逐步具备规模应用的基础，比如基于安全等因素考虑的无人化远程操控、高附加值产品的数字工厂等。

公司积极发挥“端、网、云、平台”的综合优势，协助行业客户灵活构建端到端行业解决方案。目前公司已经联合 500 多家合作伙伴开展 5G 应用创新和商业实践，实现近百个 5G 创新应用场景，与合作伙伴联合实施的 4 个项目荣获工信部绽放杯一等奖。

图 41：中兴通讯 5G+行业应用关键任务



资料来源：浙商证券研究所

公司推出的业界首款集成 5G 模组的工业自然导航 AGV 载重平台 ZXAGV_T260 已在中兴通讯南京滨江智能制造基地、长沙某终端制造工厂、南京某加工装备制造厂等多个项目中，大幅提升运输周转效率。公司面向 5G 行业专网的小型化 i5GC（行业 5G 核心网）解决方案目前也已经在矿山、医疗、港口等垂直领域实现。

随着 5G 应用的逐步成熟和规模推广，5G+行业应用有望成为公司重要的增长点。

图 42：中兴通讯集成 5G 模组的工业自然导航 AGV 载重平台



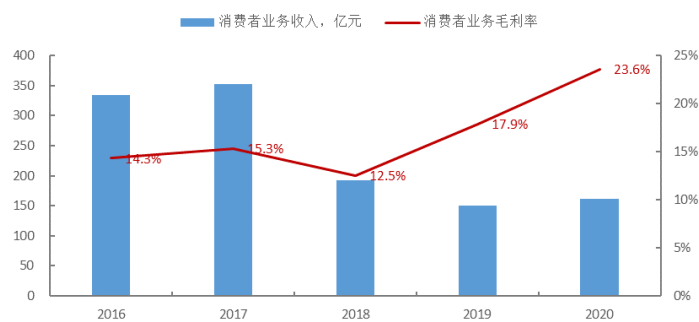
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4. 消费者业务:5G 契机，发力终端业务

公司消费者业务包括手机、移动数据终端、家庭信息终端和融合创新终端等。消费者业务是公司端到端完整通信解决方案的一部分，也是支撑未来业务增长的方向之一。

公司一方面整合传统手机、宽带互联、终端芯片模组及生态能力，打造 1+2+N 全场景智慧生态：以手机这 1 个核心产品为入口，围绕个人数据和家庭数据 2 大方向，配合智能穿戴等生活周边产品，为年轻用户带来 5G 全场景无缝衔接的智能生活方式；另一方面，有步骤、有计划的投入，平衡终端的收益比。2020 年公司消费者业务收入止跌，整体业务呈现向好态势，5G 时代万物互联大背景下公司消费者业务前景向好。

图 43：公司消费者业务情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

手机业务，整合中兴、努比亚、红魔三大品牌，发力国内市场。

手机业务是公司打造 1+2+N 全场景智慧生态的核心，2020 年，公司以现金 5.537 亿元取得了努比亚 28.43% 股权，收购完成后，中兴通讯持有努比亚 78.33% 股权，控股利于公司后续手机业务的整合，未来公司将统一操盘中兴、努比亚、红魔三大品牌，实现产品、客户、市场的整合运营。

公司新签约了刘浩存作为手机代言人，2020 年发布了全球首款商用屏下摄像手机 Axon 20 5G，2021 年 2 月展示了第二代量产屏下摄像技术和全球首发屏下 3D 结构光技术，一系列动作强化公司有辨识度的科技、品质、年轻化中兴手机全新形象。此外公司也

将在线上、线下齐发力，建设 5000 个零售阵地，发力国内市场，随着新品的发布和渠道的整合聚焦，公司手机业务发展态势有望逐步明朗。

信息终端业务，行业领先地位，份额进一步提升。

公司家庭信息终端和融合创新终端长期保持全球领先地位，公司固网终端产品目前已在 100 多个国家和地区的 200 多家运营商实现商用部署，累计发货量超 4 亿台，其中 Wi-Fi 6 终端产品在中国、亚太、欧美等多个运营商实现规模商用部署，推出 5G 路由器、5G 模组等多系列 5G 终端。

公司年报显示，2020 年公司移动数据终端市场份额大幅提升，在最新中国电信 2021 年天翼网关 4.0 集中采购中，5 个标包公司获得了 4 个标包的第一，Dell' Oro Group 数据显示，2020 年第四季度，公司家庭光纤网络终端（PON ONT）以 33% 的市场份额位居发货量全球第一。

表 7：中兴通讯信息终端相关集中采购部分公告

项目	中标情况
中国电信 2021 年天翼网关 4.0 集中采购	5 个标包，其中标包 1、2、4、5 天翼网关 4.0（1G-PON）-无 WiFi、天翼网关 4.0（1G-PON）-双频 WiFi4&5、天翼网关 4.0（10G-PON）-无 WiFi、天翼网关 4.0（10G-PON）-双频 WiFi6 第一名中标，标包 3 天翼网关 4.0（1G-PON）-双频 WiFi6 第二名中标
中国移动 2021 年至 2022 年智能机顶盒产品集中采购	固定库：创维（23.91%）、烽火（19.57%）、中兴（17.39%）、九联（15.22%）、中国移动终端公司（13.04%）、海信（10.87%）
中国移动 2020 年至 2021 年智能家庭网关产品集中采购	标包 1 GPON-双频 WiFi5 智能家庭网关设备：上海诺基亚贝尔（23.91%）、中国移动终端公司（19.57%）、兆能讯通（17.39%）、星网锐捷（15.22%）、九联（13.04%）、中兴（10.87%）
中国移动 2020 年 GPON 设备新建部分集中采购	烽火（50%）、中兴（30%）、华为（20%）
中国移动 2019 至 2020 年智能机顶盒产品集中采购	创维（27.78%）、中兴（22.22%）、九联（19.44%）、烽火（16.67%）、中国移动终端公司（13.89%）
中国移动 2019 年智能家庭网关产品集采(10GPON 部分)	华为（50%）、中兴（30%）、上海诺基亚贝尔（20%）
中国移动 2019 年智能家庭网关产品集采(GPON 公开部分)	标包 1：中兴（40%）、烽火（30%）、华为（20%）、中国移动终端公司（10%）；标包 2：中兴（40%）、烽火（30%）、上海诺基亚贝尔（20%）、华为（10%）
中国电信 2019 年 PON 设备集中采购	GPON（中兴、烽火、华为）；10G EPON（中兴、华为、烽火）；XG-PON（华为、中兴、烽火）
中国联通 2019 年 PON 设备集中采购（10G PON）	华为（基本份额 50%），中兴（基本份额 25%），烽火（基本份额 15%）

资料来源：运营商采招网，浙商证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 1170 亿元、1317 亿元、1468 亿元，实现归母净利润 61.5 亿元、76.1 亿元、92.1 亿元，对应 EPS 为 1.23 元、1.52 元、1.84 元，对应 PE 为 25 倍、20 倍、17 倍。

盈利预测关键假设：

1) 运营商网络: 2021-2022 年 5G 公网投资预计持续, 2022 年之后 5G 专网有望成为重点投入方向, 疫情后全球电信资本更加积极; 公司 5G 三期份额有望提升, 运营业务数字化转型也将为公司带来新的机会, 预计 2021-2023 年公司运营商网络收入增速为 13.5%、9.3%、7.7%。

2) 消费者业务: 5G 时代万物互联, 公司将整合中兴、努比亚、红魔三大品牌, 有计划有步骤投入; 信息终端业务方面, 公司当前行业领先地位, 份额有望进一步提升, 带动给公司消费者业务增长。预计 2021-2023 年公司消费者业务收入增速为 14.1%、12.3%、11.6%。

3) 政企业务: 未来五年我国数字经济复合增速预计超 10%, 面对数字经济行业机会, 公司积极布局, 聚焦政企客户需求, 在高性能服务器、分布式数据库、端到端数字化转型方案及助力新基建的行业模组、高性能交换机、传输等领域, 持续发力, 政企业务空间广阔。预计 2021-2023 年公司政企业务收入增速为 28.7%、32.0%、29.9%。

表 8: 公司细分业务盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
运营商网络					
收入, 百万	66584	74018	84016	91793	98847
yoy	16.7%	11.2%	13.5%	9.3%	7.7%
毛利率	42.6%	33.8%	38.0%	39.5%	40.5%
消费者业务					
收入, 百万	14997	16160	18439	20710	23107
yoy	-21.9%	7.8%	14.1%	12.3%	11.6%
毛利率	17.9%	23.6%	22.0%	22.0%	22.0%
政企业务					
收入, 百万	9155	11272	14508	19153	24878
yoy	-0.8%	23.1%	28.7%	32.0%	29.9%
毛利率	29.2%	28.8%	27.0%	27.0%	27.0%
合计					
收入, 百万	90737	101450	116963	131657	146832
yoy	6.1%	11.8%	15.3%	12.6%	11.5%
毛利率	37.2%	31.6%	34.1%	34.9%	35.3%

资料来源: 浙商证券研究所

5.2. 估值分析

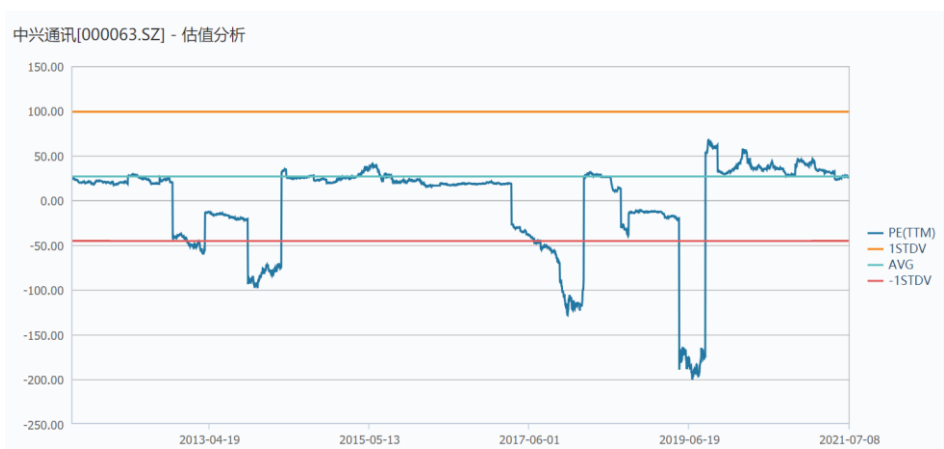
公司当前 PE TTM 25 倍, 低于历史十年 PE 均值 27 倍。选取烽火通信、紫光股份、星网锐捷、传音控股作为可比公司, 可比公司 PE TTM、2021E、2022E 均值分别为 41 倍、30 倍、24 倍, 公司 PE 估值水平低于可比公司均值。

表 9：可比公司相对估值情况

可比公司	PE		
	TTM	2021E	2022E
烽火通信	61.20	39.66	29.43
紫光股份	34.91	30.81	25.42
星网锐捷	25.40	20.91	16.98
传音控股	43.35	29.47	21.41
均值	40.50	30.46	23.94
中兴通讯	25.29	25.22	20.39

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 44：中兴通讯历史估值情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.3. 投资建议

公司 5G 份额有望提升，作为全球 ICT 头部企业，云计算和政企业务打开新的成长空间，同时公司自研芯片进一步提升竞争力，首次覆盖，给予“买入”评级。

超预期驱动因素：

1) 5G 份额有望超预期：近期爱立信警示其流失中国 5G 市场的风险，同时由于中美贸易争端导致全球供应链变化，公司 5G 份额有望提升。

2) 云计算成为新增长点：运营商业务转型带来资本开支结构调整，云和 IDC 基础设施成为重点投入方向。2020 年公司在运营商服务器、存储、交换机等招标中表现良好，在中国移动 AI x86 服务器集采市场占有率第一。

有别于市场的认知：

1) 市场担心运营商 Capex 下滑。我们认为 5G 专网、海外市场将接力，全球电信资本开支具备持续性。5G 重点在行业应用，2022 年之后有望规模投入；海外市场也可以乐观，随着疫情减弱，海外将加速光纤和 4G/5G 网络的建设，Dell'Oro Group 预计 2019-2022 年全球电信资本支出复合增速 2%，无线资本支出复合增速 4%。

2) 市场对于公司的认知局限于 5G 设备提供商。我们认为需要将公司升格定位为通信与信息解决方案综合提供商, 在全社会数字化转型、ICT 融合发展趋势下, 除了 5G 设备, 公司的云计算设备、政企业务、信创业务、5G 行业应用等都有长足的发展空间, 公司基于强大的“端、网、云、平台”综合实力, 在数字化大潮中的优势将进一步彰显, 开启新一轮成长周期。

6. 风险提示

中美贸易相关政策对公司影响超预期的风险; 疫情对 5G 建设进度影响超预期的风险; 5G 份额不及预期的风险; 竞争加剧导致产品毛利率下滑的风险; 5G 应用发展不及预期的风险等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	106977	135633	150025	165044	
现金	35660	53957	66738	80592	
交易性金融资产	1037	1037	1037	1037	
应收账款	15891	23677	24298	24441	
其它应收款	1088	1170	1185	1175	
预付账款	322	576	548	586	
存货	33689	36220	36839	37999	
其他	19290	18997	19380	19215	
非流动资产	43658	43621	43651	43472	
金额资产类	0	0	0	0	
长期投资	1714	1714	1714	1714	
固定资产	9383	9550	9433	9253	
无形资产	9367	9632	9756	9852	
在建工程	1040	920	860	830	
其他	22153	21806	21888	21824	
资产总计	150635	179255	193676	208516	
流动负债	74395	79572	80260	81650	
短期借款	10559	9503	8553	7698	
应付款项	28516	35765	38034	40282	
预收账款	0	0	0	0	
其他	35320	34304	33673	33670	
非流动负债	30117	35339	40928	44575	
长期借款	22614	28757	33671	37603	
其他	7503	6582	7257	6972	
负债合计	104512	114912	121188	126224	
少数股东权益	2826	3316	3855	4449	
归属母公司股东权	43297	61027	68633	77843	
负债和股东权益	150635	179255	193676	208516	
现金流量表					
		单位: 百万元			
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	10233	5178	12729	14983	
净利润	4722	6639	8145	9804	
折旧摊销	3565	2731	2974	3097	
财务费用	421	936	1053	1175	
投资损失	(906)	(922)	(272)	(261)	
营运资金变动	6835	(1305)	1711	2709	
其它	(4403)	(2901)	(882)	(1541)	
投资活动现金流	(7082)	(2206)	(2516)	(2765)	
资本支出	132	(1043)	(921)	(982)	
长期投资	535	39	(20)	10	
其他	(7749)	(1202)	(1575)	(1793)	
筹资活动现金流	(290)	15325	2567	1635	
短期借款	(16087)	(1056)	(950)	(855)	
长期借款	12569	6143	4914	3931	
其他	3228	10238	(1396)	(1441)	
现金净增加额	2861	18297	12781	13853	

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	101451	116963	131657	146832
营业成本	69379	77063	85671	94998
营业税金及附加	685	789	888	991
营业费用	7579	8889	9874	11012
管理费用	4995	5497	5925	6461
研发费用	14797	17544	19485	21437
财务费用	421	936	1053	1175
资产减值损失	(210)	(246)	(276)	(308)
公允价值变动损益	39	39	39	39
投资净收益	906	922	272	261
其他经营收益	1573	1644	1613	1629
营业利润	5471	8141	9894	11808
营业外收支	(407)	(421)	(424)	(408)
利润总额	5064	7720	9471	11400
所得税	342	1081	1326	1596
净利润	4722	6639	8145	9804
少数股东损益	446	490	539	593
归属母公司净利润	4276	6149	7605	9210
EBITDA	9979	11948	13990	16062
EPS (最新摊薄)	0.92	1.23	1.52	1.84
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	11.81%	15.29%	12.56%	11.53%
营业利润	-27.56%	48.81%	21.53%	19.34%
归属母公司净利润	-22.20%	43.80%	23.69%	21.10%
获利能力				
毛利率	31.61%	34.11%	34.93%	35.30%
净利率	4.65%	5.68%	6.19%	6.68%
ROE	10.17%	11.13%	11.12%	11.90%
ROIC	7.14%	7.51%	8.09%	8.65%
偿债能力				
资产负债率	69.38%	64.11%	62.57%	60.53%
净负债比率	33.75%	34.76%	35.95%	36.74%
流动比率	1.44	1.70	1.87	2.02
速动比率	0.99	1.25	1.41	1.56
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.71	0.71	0.73
应收帐款周转率	5.69	5.95	5.59	6.22
应付帐款周转率	3.91	3.83	3.64	3.90
每股指标(元)				
每股收益	0.92	1.23	1.52	1.84
每股经营现金	2.05	1.04	2.55	3.00
每股净资产	9.38	12.21	13.73	15.57
估值比率				
P/E	36.27	25.22	20.39	16.84
P/B	3.31	2.54	2.26	1.99
EV/EBITDA	14.91	12.38	9.98	8.03

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>