

中兴通讯 (000063)

证券研究报告

2021年07月11日

业绩超预期，盈利持续改善，5G 龙头核心竞争力凸显

事件

公司发布 2021 年上半年业绩预告，21 年上半年预计实现归母净利润 38.0-43.0 亿元，同比增长 104.6%-131.5%。二季度单季度归母净利润 16.2-21.2 亿元，同比增长 50.2%-96.6%；环比增长 74.2%-97.1%。考虑一季度确认了出售中兴高达 90%股权产生的约 8 亿元税前利润，二季度经营性业绩环比增长更加显著。

我们点评如下：

收入持续成长，运营商、政企、消费者三大主要业务板块齐头并进。

1) **运营商网络**：公司 5G 等核心产品竞争力不断提升，国内市场份额进一步突破，产品组合上紧跟运营商云网转型战略，在服务器及存储、数据中心、云能力组件等方面发力，成为运营商全方位战略合作伙伴。全球市场上看，公司进一步优化市场格局，根据外部机构最新数据，2021Q1 中兴通讯 5G 基站设备发货量保持全球第二，5G 核心网收入全球第二，2020 年光网络 200G 端口出货量全球第二，市场竞争力突出。

2) **政企业务**：公司高度重视政企市场，持续加大资源投入，聚焦政务、金融、交通、能源、互联网及大企业等六大领域。产品端沉淀出如 GoldenDB 分布式数据库、全模块数据中心、服务器及存储等一批有竞争力的政企产品。渠道端已拥有 200 多家核心合作伙伴以及 100 多家系统集成商、独立软件提供商等战略合作伙伴，围绕核心产品打造云网生态，推动政企业务长期成长。

3) **消费者业务**：公司在品牌、产品、渠道方面进行了系列革新，上半年消费者业务营收同比快速增长。手机业务推出中兴 Axon 30 系列、S 系列等多款新品，家庭信息终端和创新融合终端持续增长。公司逐步整合手机、宽带互联、终端芯片模组及生态能力形成“大终端”，打造 1+2+N 全场景智慧生态，打开消费者业务市场空间。

毛利率和整体盈利能力持续改善，随着 5G 进入升级扩容阶段，产业链加速成熟，毛利率未来有望稳步提升，费用率有望持续摊薄。

2020 年公司运营商毛利率 33.79%，同比下降 8.82 个百分点；国内市场毛利率 28.86%，同比下降 11.01 个百分点。2020 年是国内 5G 大规模建设的开端，从行业发展经营看，规模建设初期由于份额竞争、产业链成熟度等因素导致毛利率有所波动。21 年一季度公司毛利率 35.4%，环比提升 5.2 个百分点，毛利率显著改善，21 年二季度毛利率改善趋势预计将会延续。随着 5G 行业格局逐步明晰，上游配套产业链的快速成熟，未来公司毛利率有望持续回升。费用角度看，公司技术为本，研发投入持续增加，销售费用、管理费用偏刚性，随着收入快速成长，未来费用率有望快速摊薄，推动公司盈利进入快速释放期。

盈利预测与投资建议：

国内 5G 建设稳步推进，海外 5G 建设逐步跟进，拉长整体 5G 建设周期，推动 5G 建设规模持续增长。中兴 5G 技术逐步实现赶超，国内及全球份额持续提升。对上游成本控制能力持续体现，未来 5G 设备毛利率有望持续提升，收入增长带动规模效应推动公司进入利润释放期。由于出售子公司产生收益以及利润率改善超预期，上调公司 21-23 年归母净利润分别由 60、83、105 亿元至 70、90、110 亿元，对应 21 年 21 倍市盈率、港股中兴 21 年 14 倍市盈率。子公司中兴微电子 2020 年收入为 91.74 亿元，净利润 5.25 亿元，属于国内第一梯队半导体公司，估值端可予以重视，重申“买入”评级。

风险提示：5G 建设慢于预期，产品价格低于预期，中美贸易摩擦加剧，业绩预告为未经审计报表以公司正式财报结果为准

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.27 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,613.43
流通 A 股股本(百万股)	3,857.37
A 股总市值(百万元)	144,262.11
流通 A 股市值(百万元)	120,619.86
每股净资产(元)	9.93
资产负债率(%)	68.82
一年内最高/最低(元)	46.17/0.00

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳讯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中兴通讯-季报点评:核心技术构建壁垒，5G 龙头进入业绩成长快车道》 2021-04-29
- 《中兴通讯-公司深度研究:向下扎根，向阳生长》 2021-03-29
- 《中兴通讯-年报点评报告:5G 龙头收入破千亿，迈入利润快速释放期》 2021-03-17

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,736.58	101,450.67	118,469.62	131,588.71	145,553.50
增长率(%)	6.11	11.81	16.78	11.07	10.61
EBITDA(百万元)	24,534.64	23,533.34	13,275.88	15,614.41	18,025.36
净利润(百万元)	5,147.88	4,259.75	7,007.04	9,007.30	11,008.46
增长率(%)	(173.71)	(17.25)	64.49	28.55	22.22
EPS(元/股)	1.12	0.92	1.52	1.95	2.39
市盈率(P/E)	28.02	33.87	20.59	16.02	13.10
市净率(P/B)	5.00	3.33	2.74	2.34	1.99
市销率(P/S)	1.59	1.42	1.22	1.10	0.99
EV/EBITDA	5.70	5.92	8.92	6.91	5.40

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	33,309.35	35,659.83	41,464.37	47,929.82	59,569.79
应收票据及应收账款	19,778.28	15,891.02	23,598.85	19,533.00	27,367.57
预付账款	402.53	321.79	458.06	399.88	542.86
存货	27,688.51	33,689.31	34,330.79	40,023.65	41,157.13
其他	21,388.51	21,415.33	21,084.86	21,633.98	21,317.61
流动资产合计	102,567.17	106,977.28	120,936.93	129,520.33	149,954.96
长期股权投资	2,327.29	1,713.80	1,713.80	1,713.80	1,713.80
固定资产	9,383.49	11,913.94	11,940.81	11,145.55	10,105.86
在建工程	1,171.72	1,039.90	311.97	93.59	28.08
无形资产	9,595.23	11,440.14	9,155.66	6,871.18	4,586.71
其他	16,157.24	17,549.85	17,549.85	17,549.85	17,549.85
非流动资产合计	38,634.96	43,657.63	40,672.09	37,373.97	33,984.30
资产总计	141,202.14	150,634.91	161,609.02	166,894.30	183,939.26
短期借款	26,645.97	10,559.16	8,569.14	8,500.00	8,500.00
应付票据及应付账款	27,728.55	28,515.79	33,005.58	33,722.77	37,506.81
其他	31,996.00	35,320.03	36,579.15	36,222.49	37,496.27
流动负债合计	86,370.52	74,394.98	78,153.86	78,445.25	83,503.08
长期借款	10,045.09	22,614.30	19,814.17	15,000.00	15,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6,832.23	7,503.12	7,503.12	7,503.12	7,503.12
非流动负债合计	16,877.32	30,117.43	27,317.29	22,503.12	22,503.12
负债合计	103,247.84	104,512.40	105,471.15	100,948.37	106,006.20
少数股东权益	2,875.07	2,825.70	3,518.70	4,409.53	5,498.28
股本	4,227.53	4,613.44	4,613.44	4,613.44	4,613.44
资本公积	12,144.43	23,275.81	23,275.81	23,275.81	23,275.81
留存收益	26,600.32	41,068.76	48,005.73	56,922.96	67,821.33
其他	(7,893.05)	(25,661.20)	(23,275.81)	(23,275.81)	(23,275.81)
股东权益合计	37,954.30	46,122.51	56,137.87	65,945.93	77,933.05
负债和股东权益总计	141,202.14	150,634.91	161,609.02	166,894.30	183,939.26

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,776.67	4,721.69	7,007.04	9,007.30	11,008.46
折旧摊销	3,061.97	3,565.19	3,785.54	3,898.12	3,989.67
财务费用	1,569.37	1,936.07	325.29	(83.54)	(460.25)
投资损失	(249.45)	(906.41)	(800.00)	(600.00)	(550.00)
营运资金变动	(7,494.82)	1,033.78	(2,406.21)	(1,757.41)	(3,736.83)
其它	4,782.82	(117.68)	693.00	890.83	1,088.75
经营活动现金流	7,446.55	10,232.65	8,604.67	11,355.30	11,339.80
资本支出	(1,146.08)	6,524.36	800.00	600.00	600.00
长期投资	(688.01)	(613.49)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,189.02)	(12,992.99)	(800.00)	(600.00)	(650.00)
投资活动现金流	(6,023.12)	(7,082.11)	0.00	0.00	(50.00)
债权融资	37,303.32	35,278.14	30,487.98	25,604.68	25,604.68
股权融资	(183.22)	10,713.66	2,061.42	84.86	461.58
其他	(31,398.38)	(46,281.71)	(35,349.53)	(30,579.38)	(25,716.08)
筹资活动现金流	5,721.72	(289.91)	(2,800.13)	(4,889.84)	350.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,145.16	2,860.63	5,804.54	6,465.46	11,639.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	90,736.58	101,450.67	118,469.62	131,588.71	145,553.50
营业成本	57,008.38	69,379.22	77,984.83	85,793.59	94,274.45
营业税金及附加	930.51	684.62	734.51	789.53	873.32
营业费用	7,868.72	7,578.84	7,676.83	7,763.73	8,005.44
管理费用	4,772.82	4,995.00	5,212.66	5,605.68	6,040.47
研发费用	12,547.90	14,797.03	17,770.44	19,869.90	22,124.13
财务费用	965.96	420.54	325.29	(83.54)	(460.25)
资产减值损失	(1,281.07)	(209.72)	400.00	650.00	750.00
公允价值变动收益	(213.99)	39.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	249.45	906.41	800.00	600.00	550.00
其他	335.73	(2,610.99)	(1,600.00)	(1,200.00)	(1,100.00)
营业利润	7,552.18	5,470.72	9,165.05	11,799.82	14,495.94
营业外收入	183.70	237.76	261.53	287.69	316.46
营业外支出	574.21	644.31	676.53	710.36	745.87
利润总额	7,161.67	5,064.17	8,750.05	11,377.16	14,066.53
所得税	1,385.00	342.47	1,050.01	1,479.03	1,969.31
净利润	5,776.67	4,721.69	7,700.05	9,898.13	12,097.21
少数股东损益	280.19	445.70	693.00	890.83	1,088.75
归属于母公司净利润	5,147.88	4,259.75	7,007.04	9,007.30	11,008.46
每股收益(元)	1.12	0.92	1.52	1.95	2.39

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.11%	11.81%	16.78%	11.07%	10.61%
营业利润	-1334.12%	-27.56%	67.53%	28.75%	22.85%
归属于母公司净利润	-173.71%	-17.25%	64.49%	28.55%	22.22%
获利能力					
毛利率	37.17%	31.61%	34.17%	34.80%	35.23%
净利率	5.67%	4.20%	5.91%	6.85%	7.56%
ROE	17.86%	9.84%	13.32%	14.64%	15.20%
ROIC	28.70%	21.55%	30.55%	38.09%	47.86%
偿债能力					
资产负债率	73.12%	69.38%	65.26%	60.49%	57.63%
净负债率	10.52%	-0.83%	-19.55%	-33.85%	-43.58%
流动比率	1.19	1.44	1.55	1.65	1.80
速动比率	0.87	0.99	1.11	1.14	1.30
营运能力					
应收账款周转率	4.39	5.69	6.00	6.10	6.21
存货周转率	3.44	3.31	3.48	3.54	3.59
总资产周转率	0.67	0.70	0.76	0.80	0.83
每股指标(元)					
每股收益	1.12	0.92	1.52	1.95	2.39
每股经营现金流	1.61	2.22	1.87	2.46	2.46
每股净资产	6.25	9.38	11.41	13.34	15.70
估值比率					
市盈率	28.02	33.87	20.59	16.02	13.10
市净率	5.00	3.33	2.74	2.34	1.99
EV/EBITDA	5.70	5.92	8.92	6.91	5.40
EV/EBIT	6.52	6.98	12.48	9.21	6.94

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com