



Research and  
Development Center

# 全屏实力全球领先，消费电子王者归来

—中兴通讯（000063）价值变现系列深度2（消费电子篇）

2021年08月01日

蒋颖  
通信行业首席分析师  
S1500521010002  
15510689144  
jiangying@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**中兴通讯 (000063)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**      **买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	38.80
52 周内股价波动区间 (元)	40.37-27.68
最近一月涨跌幅 (%)	+16.67
总股本 (亿股)	46.32
流通 A 股比例 (%)	83.69
总市值 (亿元)	1,797.07

资料来源：信达证券研发中心

**蒋颖**      通信行业首席分析师

执业编号：S1500521010002

联系电话：+86 15510689144

邮箱：jiangying@cindasc.com

**相关研究**

《中兴通讯深度报告：全面布局智能汽车，多项业务持续落地——智能网联汽车系列 (1)》2021.3.21

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 全屏实力全球领先，消费电子王者归来

2021 年 08 月 01 日

**核心观点**

- ◆ **深厚 ICT 技术积累和滨江工厂强大的制造能力是公司发展消费者业务的基础。过去 11 年公司研发投入超 1200 亿元带来核心技术提升：**截止到 2021 年 3 月，中兴通讯拥有 8 万件全球专利申请，历年全球累积授权专利超过 3.8 万件，其中，芯片专利申请 4270 件，授权超过 1800 件，预计 2021-2025 年五年期间知识产权将给公司带来 45-60 亿元人民币的收入。“5G 制造 5G”全新工厂上线，制造能力业内领先：秉承“用 5G 制造 5G”理念，打造 5G 全连接数字化工厂，装配质量漏检率降低了 80%，关键工序不良率降低了 37%，操作人员减少了 27%，周转效率提升了 20%，自 2020 年 3 月正式投产，仅 7 个多月时间，2020 年总产值超过 300 亿元，南京 5G 生产基地每分钟可生产 5 台 5G 基站，生产每部新款智能手机时间在 1 秒以内。
- ◆ **2021 年上半年国内手机市场头部阵营松动，其他手机厂份额上升，同时 5G 手机市场增速较快，公司抓紧时机快速发展。**少数手机厂份额上升为公司提供发展手机业务土壤，2021 年上半年，前五名头部玩家所占的市场份额，从 2020 年的 95%下降到了 82%，公司重点发力 5G 手机，2021 年 1-6 月，国内市场 5G 手机出货量 1.28 亿部，同比增长 100.9%，占同期出货量的 73.4%，5G 手机有望成为增长新驱动。公司预计 2021 年全年，手机出货量同比增长 30%-50%，我们判断增幅主要是由单价较高的旗舰机带动，高端旗舰机单价高，包括定位中高端（3000-8000 元售价）的 AXON 手机和努比亚、红魔手机，以及定位入门级（600-2500 元售价）的 5G 手机。
- ◆ **市场一直认为中兴手机不盈利，没有发展前景，我们认为存在较大预期差。中兴大力发展手机业务不会增加太多成本：**（1）中兴手机可复用 5G 研发成本，无太多新增边际成本；（2）部分产能可与 5G 基站复用，可以提升公司整体产能利用率。手机技术创新已经业内领先，最新款的全面屏手机实现三项全球首次：（1）屏下区域达到了 400PPI 的高像素密度，这也是全球第一款 400PPI 高像素屏下手机；（2）该产品通过了德国莱茵 TUV、瑞士 SGS、美国 UL 认证，是全球第一款同时获得三大权威护眼认证的产品；（3）常规显示区以及屏下显示区有着 120Hz 的屏幕刷新率，是全球首款 120Hz 刷新率的屏下手机。三大品牌已经完成整合，部分机型线上营销取得突破，线下渠道年内将完成基础布局：（1）已完成统一操盘中兴（旗舰机）、努比亚、红魔（游戏手机）三大品牌，人气明星刘浩存代言，主打年轻与科技；（2）线上线下相结合，上半年已搭建超 3000 条渠道，全年计划铺设 5000+渠道，预计三季度首家线下 5G 体验馆将正式开业；（3）3 月发布最新款红魔游戏手机预约量一度超过 150 万台，被玩家戏称“硬件外挂”。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司是全球领先的 ICT 解决方案提供商，公司作为主设备商龙头将充分受益 5G 基建，同时研发实力强劲，我们看好公司强劲技术研发实力在新应用领域的持续价值变现。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 70.85 亿元、85.52 亿元、105.08 亿元，对应 PE 为 25.26 倍、20.93 倍、17.03 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**5G 建设不及预期；智能手机渠道建设不及预期；中美贸易摩擦加剧

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	90,737	101,451	119,861	138,917	161,212
增长率 YoY%	6.1%	11.8%	18.1%	15.9%	16.0%
归属母公司净利润 (百万元)	5,496	4,276	7,085	8,552	10,508
增长率 YoY%	183.7%	-22.2%	65.7%	20.7%	22.9%
毛利率%	37.2%	31.6%	33.7%	34.7%	35.6%
净资产收益率 ROE%	15.7%	9.9%	14.1%	14.5%	15.1%
EPS (摊薄)(元)	1.19	0.93	1.54	1.85	2.28
市盈率 P/E(倍)	29.70	36.31	25.26	20.93	17.03
市净率 P/B(倍)	4.65	3.59	3.55	3.04	2.58

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 07 月 30 日收盘价

## 目录

投资聚焦	5
一、“ICT 技术+生产智造”实力雄厚，赋能消费电子成长	6
二、天时地利人和，中兴手机业务迎最佳布局时机	9
（一）历经浮沉，“1+2+N”战略引领消费电子新发展	9
（二）国内手机头部阵营松动带来新机遇，5G 手机成重点发力点	12
（三）手机技术已得到验证，全面屏手机技术全球领先	14
（四）线上线下营销取得突破，主打年轻与科技	17
三、产品矩阵不断丰富，消费电子生态逐步完善	18
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测及假设	20
估值与投资评级	21
风险因素	22

## 表目录

表 1: 2021Q2 智能手机市场数据	13
表 2: 中兴手机主要机型及参数	14
表 3: 中兴 Axon 20 与 Axon 30 对比	15
表 4: 中兴 Axon 30 各版本价格	17
表 5: 中兴通讯主营业务拆解	20
表 6: 中兴通讯财务摘要表	20
表 7: 中兴通讯可比公司估值表	21

## 图目录

图 1: 中兴通讯核心技术赋能消费电子业务	6
图 2: 中兴销售研发费用及费用率	7
图 3: 中兴研发人员及研发人员占比	7
图 4: 中兴手机开发支出及同比增速	7
图 5: 中兴软件+芯片业务营收情况（亿元）	8
图 6: 中兴软件+芯片业务盈利情况（亿元）	8
图 7: 中兴制造基地园区数字孪生管理界面	8
图 8: 中兴消费者业务“1+2+N”产品布局	9
图 9: 中兴手机业务发展历史	10
图 10: 手机业务重回公司战略地位	11
图 11: 中兴统一操控“中兴+努比亚+红魔”三大品牌	12
图 12: 2017Q3-2021Q2 国内主要厂商智能手机出货量	12
图 13: 我国手机出货量及 5G 手机占比情况	13
图 14: 中兴创新型手机产品发布情况	14
图 15: 中兴 Axon 30 介绍	15
图 16: 灵透算法 2.0 实现过程	16
图 17: 超级天线信号分布	16
图 18: 刘浩存代言中兴手机	17
图 19: 中兴宣传片《往前走，一直在》	17
图 20: Axon 30 发布会的新品	18
图 21: 中兴的蓝牙耳机新品	18
图 22: 中兴消费者业务周边产品	19

## 投资聚焦

深厚 ICT 技术积累和滨江工厂强大的制造能力是公司发展消费者业务的基础。过去 11 年公司研发投入超 1200 亿元带来核心技术提升：截止到 2021 年 3 月，中兴通讯拥有 8 万件全球专利申请，历年全球累积授权专利超过 3.8 万件，其中，芯片专利申请 4270 件，授权超过 1800 件，预计 2021-2025 年五年期间知识产权将给公司带来 45-60 亿元人民币的收入。**“5G 制造 5G”全新工厂上线，制造能力业内领先：**秉承“用 5G 制造 5G”理念，打造 5G 全连接数字化工厂，装配质量漏检率降低了 80%，关键工序不良率降低了 37%，操作人员减少了 27%，周转效率提升了 20%，自 2020 年 3 月正式投产，仅 7 个多月时间，2020 年总产值超过 300 亿元，南京 5G 生产基地每分钟可生产 5 台 5G 基站，生产每部新款智能手机时间在 1 秒以内。

**2021 年上半年国内手机市场头部阵营松动，其他手机厂份额上升，同时 5G 手机市场增速较快，公司抓紧时机快速发展。**少数手机厂份额上升为公司提供发展手机业务土壤，2021 年上半年，前五名头部玩家所占的市场份额，从 2020 年的 95%下降到了 82%，公司重点发力 5G 手机，2021 年 1-6 月，国内市场 5G 手机出货量 1.28 亿部，同比增长 100.9%，占同期出货量的 73.4%，5G 手机有望成为增长新驱动。**公司预计 2021 年全年，手机出货量同比增长 30%-50%，我们判断增幅主要是由单价较高的旗舰机带动，**高端旗舰机单价高，包括定位中高端（3000-8000 元售价）的 AXON 手机和努比亚、红魔手机，以及定位入门级（600-2500 元售价）的 5G 手机。

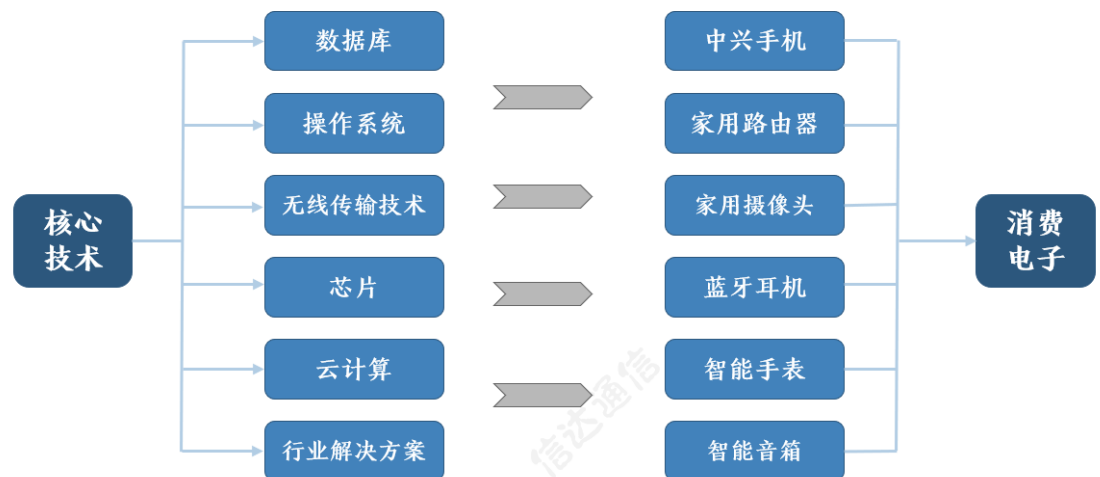
市场一直认为中兴手机不盈利，没有发展前景，我们认为存在较大预期差。中兴大力发展手机业务不会增加太多成本：（1）中兴手机可复用 5G 研发成本，无太多新增边际成本；（2）部分产能可与 5G 基站复用，可以提升公司整体产能利用率。**手机技术创新已经业内领先，最新款的全面屏手机实现三项全球首次：**（1）屏下区域达到了 400PPI 的高像素密度，这也是全球第一款 400PPI 高像素屏下手机；（2）该产品通过了德国莱茵 TUV、瑞士 SGS、美国 UL 认证，是全球第一款同时获得三大权威护眼认证的产品；（3）常规显示区以及屏下显示区有着 120Hz 的屏幕刷新率，是全球首款 120Hz 刷新率的屏下手机。**三大品牌已经完成整合，部分机型线上营销取得突破，线下渠道年内将完成基础布局：**（1）已完成统一操盘中兴（旗舰机）、努比亚、红魔（游戏手机）三大品牌，人气明星刘浩存代言，主打年轻与科技；（2）线上线下相结合，上半年已搭建超 3000 条渠道，全年计划铺设 5000+渠道，预计三季度首家线下 5G 体验馆将正式开业；（3）3 月发布最新款红魔游戏手机预约量一度超过 150 万台，被玩家戏称“硬件外挂”。

## 一、“ICT 技术+生产智造”实力雄厚，赋能消费电子成长

中兴通讯发展消费电子业务的基础可以核心总结为六个字：“**技术好、生产好**”：**1) 从技术层面来看**：中兴拥有深厚的 ICT 技术积累，过去 11 年公司研发投入超 1200 亿元带来核心技术提升，预计 2021-2025 年五年期间知识产权将给公司带来 45-60 亿元人民币的收入；**2) 从生产能力来看**：滨江全球 5G 智能制造基地具备业内领先的制造能力，秉承“用 5G 制造 5G”理念，打造 5G 全连接数字化工厂，自 2020 年 3 月正式投产，仅 7 个多月时间，2020 年总产值超过 300 亿元，南京 5G 生产基地每分钟可生产 5 台 5G 基站，**生产每部新款智能手机时间在 1 秒以内。**

中兴通讯具备强劲的 ICT 技术能力积累，在消费电子领域布局是 ICT 技术价值变现之一。除 5G 通讯领域外，中兴通讯在数据库、操作系统、芯片、无线传输和云计算等领域深耕多年，具备提供多种行业解决方案的能力，在硬件和软件领域掌握了多种核心技术实力。公司的 ICT 技术实力有望充分赋能公司的消费者业务，在提高硬件兼容性的同时也在软件层面上构建消费电子生态，有望提升消费者业务的完备性与竞争优势，助力消费者业务快速成长。

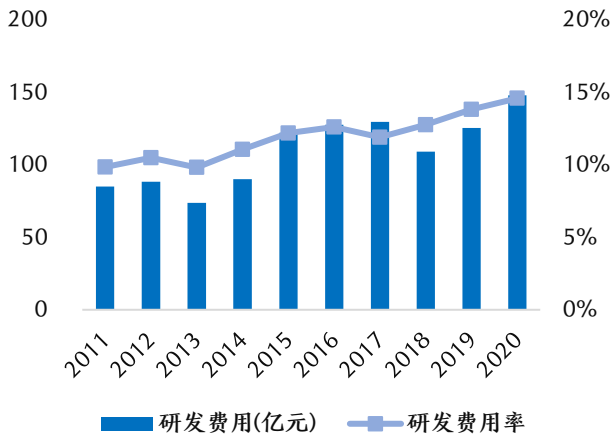
图 1：中兴通讯核心技术赋能消费电子业务



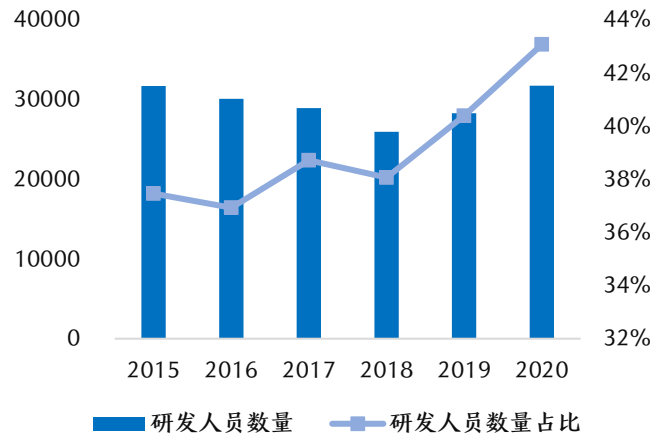
资料来源：信达证券研发中心

**持续加码研发投入，技术实力雄厚。**公司重视技术积累，除 2018 年在美国制裁的负面影响下研发费用下滑之外，其余年份研发费用稳步增长，2020 年公司研发费用达到 147.97 亿元，研发费用率达 14.6%，双双超过 2018 年前的最高水平；在研发人员方面，公司人员结构逐年调整，研发人员占比逐步上升。公司是 5G 技术的主要贡献者和参与者，截至 2020 年底拥有约 8 万件全球专利申请，持有有效授权专利约 3.6 万件，其中包括芯片专利申请 4270 余件，授权的芯片专利超 1800 件，无论从专利数量还是专利质量均位列全球专利布局的第一阵营。



**图 2: 中兴销售研发费用及费用率**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 3: 中兴研发人员及研发人员占比**


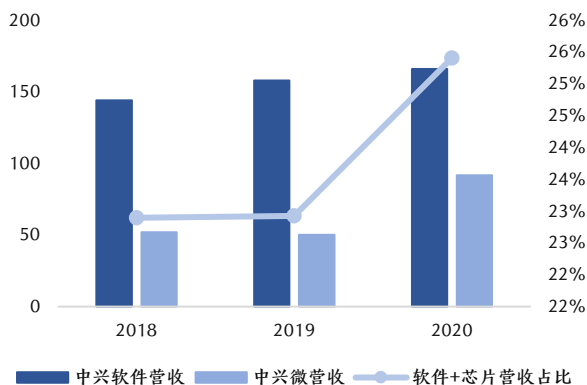
资料来源: wind, 信达证券研发中心

市场认为中兴手机无法盈利，我们认为预期差较大，从【成本端】来看，中兴手机研发可以复用 5G 研发成果，无太多新增边际成本，另外部分产能也可与 5G 基站复用。中兴在 5G 领域具有众多研发成果，自带的研发优势赋能于手机产品，中兴在手机方面的研发支出较低，手机产品的研发资本化支出远低于中兴整体的研发费用支出，2020 年在手机方面花费的资本化支出仅为 7749 万元。

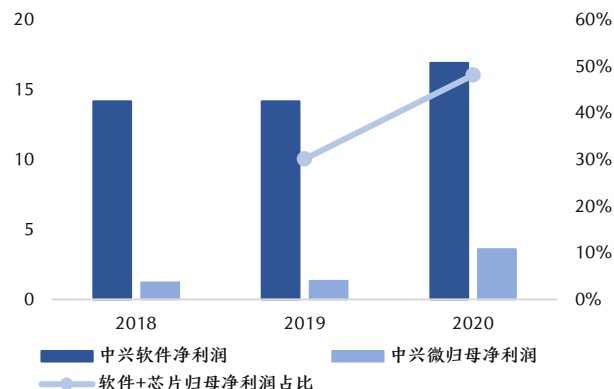
**图 4: 中兴手机开发支出及同比增速**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

中兴微电子研发实力雄厚，具备 5G 基站相关的芯片研发能力，5G 研发能力的互通，使公司对 5G 手机芯片的理解相对于其他同行更深入。中兴微电子注册成立于 2003 年，经过十余年的发展，中兴微电子拥有了较高水准的 IP 设计能力、SOC 架构设计能力及低功耗设计能力等，拥有无线通信芯片、中频芯片与终端芯片等多类芯片，并自主研发并成功商用 100 多种芯片。据 IC Insights 数据，2019 年中兴微电子以 7.1 亿美元的营收位列中国大陆 IC 设计公司第五名，目前公司公告称公司设计的 7nm 芯片已在公司 5G 规模部署中实现商用。

**图 5: 中兴软件+芯片业务营收情况 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 6: 中兴软件+芯片业务盈利情况 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**中兴通讯滨江全球 5G 智能制造基地具备业内领先的制造能力, 为中兴手机的制造提供强劲保障。**2020 年 3 月中兴通讯在南京市江宁区滨江开发区投产全球 5G 智能制造基地, 仅 7 个多月时间, 2020 年总产值超过 300 亿元。滨江 5G 智能制造基地志在打造 5G 全连接数字化工厂, 通过数字化技术构建了完整的研发协同、计划、采购、生产、物流及运维环节, 形成了数字化管理闭环, 推进工厂生产、运营、管理的智能升级。从客户视角, 订单状态可视; 从工厂生产视角, 向自动化、无人化升级; 从生产管理角度, 向线上、在线、智能在线升级; 从物流角度, 以推拉结合的方式控制单板库存, AAU 单板库存下降至约 8 小时。

滨江 5G 全球智能制造基地通过构建“数字大脑”, 让工厂学会自我思考, 通过定义细分场景逐步推进智造数字化升级, 利用传感、物联网、5G 网络、边缘计算、大数据 AI、机器视觉等技术, 通过精准交付、智能制造、智慧物流、智慧园区等部分升级改造, 实现更智能、高效、高质量的产品制造, 并针对工厂生产和园区管理两种不同场景, 设计了不同的数字孪生, 让生产更透明、管理更智能。

滨江 5G 全球智能制造基地具备高度智能化和流程自动化的特点, 在提高生产稳定性的同时能够实现柔性生产, 有效检测不良品, 严控不良率, 使生产不良率降低了 53%, 装配质量漏检率降低约 80%; 生产线的机械手采用 ACO 算法选取最优路径, 生产效率提升到原来的 150%, 生产一台智能手机的时间仅不到一秒。

**图 7: 中兴制造基地园区数字孪生管理界面**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心



## 二、天时地利人和，中兴手机业务迎最佳布局时机

我们认为，中兴通讯正迎来布局手机业务的最佳时机，公司从市场端、成本端、技术水平、营销方面均迎来“天时地利人和”的发展机会：

**（1）市场给机会：**2021年上半年国内市场头部阵营松动，前五名头部玩家所占的市场份额从2020年的95%下降到了82%，其他手机厂份额上升，为公司提供发展手机业务土壤；同时5G手机市场增速较快，为公司提供发展手机最佳赛道，2021年上半年国内市场5G手机出货量1.28亿部，同比增长100.9%，占同期出货量的73.4%，公司重点发力5G手机，5G手机有望成长增长新驱动；

**（2）发展手机业务成本低：**中兴手机可复用5G研发成本，无太多新增边际成本；部分产能可与5G基站复用，可以提升公司整体产能利用率；

**（3）手机技术水平已得到验证：**手机技术创新已经业内领先，最新款的全面屏手机实现三项全球首次：1）屏下区域达到了400PPI的高像素密度，这也是全球第一款400PPI高像素屏下手机；2）该产品通过了德国莱茵TUV、瑞士SGS、美国UL认证，全球第一款同时获得三大权威护眼认证的产品；3）常规显示区以及屏下显示区有着120Hz的屏幕刷新率，是全球首款120Hz刷新率的屏下手机；

**（4）营销已取得一定成效：**三大品牌已经完成整合，部分机型线上营销取得突破，线下渠道年内将完成基础布局：1）已完成统一操盘中兴（旗舰机）、努比亚、红魔（游戏手机）三大品牌，人气明星刘浩存代言，主打年轻与科技；2）线上线下相结合，上半年已搭建超3000条渠道，全年计划铺设5000+渠道，预计三季度首家线下5G体验馆将正式开业；3）3月发布最新款红魔游戏手机预约量一度超过150万台，被玩家戏称“硬件外挂”。

### （一）历经浮沉，“1+2+N”战略引领消费电子新发展

**“1+2+N”产品战略重塑消费电子产品发展曲线。**“1+2+N”的产品布局指的是以手机产品为核心，围绕个人数据和家庭数据2大方向，全面布局N种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。公司在布局多款手机产品的同时，也成功推出智能手表、蓝牙耳机、蓝牙音箱等个人数据产品和家用路由器、摄像头等家庭数据产品，通过积极布局消费电子，公司有望寻找新业务增长点，持续提高整体盈利水平。

图 8：中兴消费者业务“1+2+N”产品布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

中兴手机历史底蕴深厚，是国内的老牌手机厂商，具备深厚的技术积累与商业沉淀：

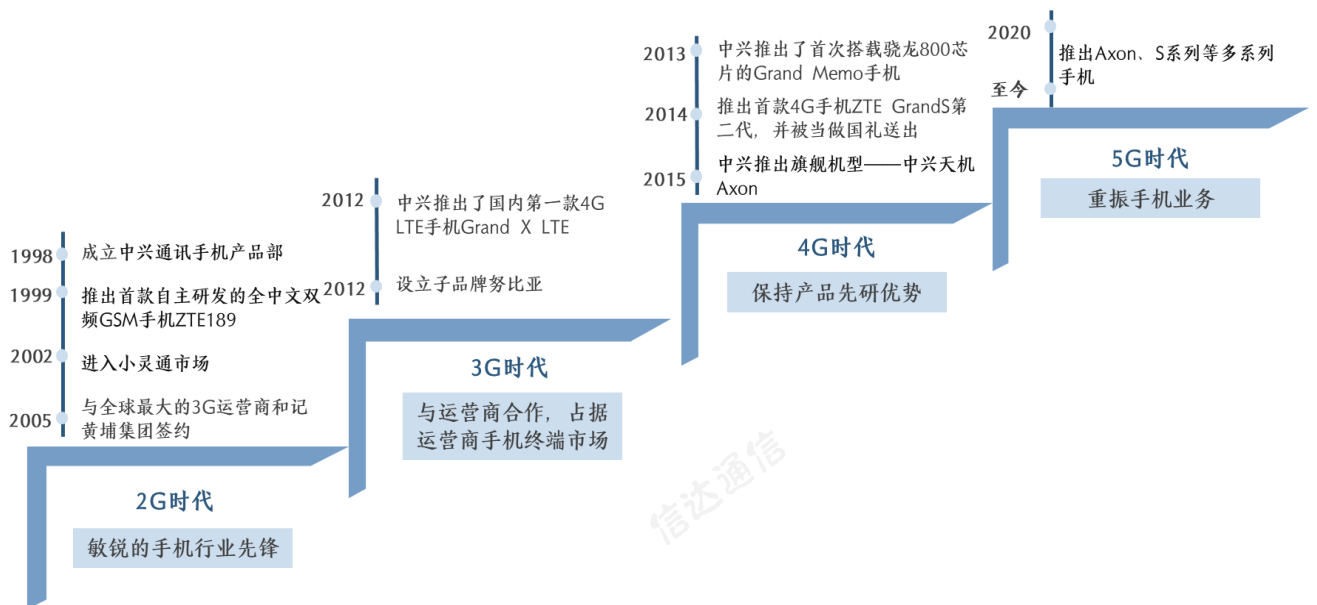
1) 中兴通讯在 1998 年成立手机产品部并进军手机市场，1999 年成功推出了第一款自主研发的全中文双频 GSM 手机 ZTE189，并敏锐地捕捉到了小灵通的市场机会；2001 年，中兴就推出全球首款机卡分离式 CDMA 手机 ZTE802，突破中国 CDMA 发展的技术瓶颈；2004 年手机销量超 1100 万部，占据了国内 CDMA 手机市场份额第一；

2) 2005 年中兴通讯与全球最大的 3G 运营商和记黄埔集团旗下的和黄 3G 签约批量采购 WCDMA 手机；2006 年中兴发布了全球首款双模双待机的商用手机 U350；2007 年中兴成为 Vodafone、Telefonica、Telstra 等一流运营商终端供应商，CDMA 出货量连续两年位居全球第一；2010 年中兴 ZTE Blade 880 上市，率先在海外市场大获成功，并在国内取得了 2011 年全年销量超千万台的成绩；

3) 2012 年中兴推出了国内第一款 4G LTE 手机 Grand X LTE，并于 2014 年推出首款 4G 手机 ZTE GrandS 第二代；2014 年国家主席习近平将中兴 Grand S II 作为正式礼品赠送给上合组织杜尚别峰会的与会者；2015 年中兴发布了世界上首批具备眼纹识别解锁功能的手机中兴 Grand S3，10 月发布了全球第一款搭载压力触控屏的手机天机 Axon mini；

4) 5G 时代，中兴陆续发布了中兴 Axon 10/Axon 20/Axon 30 等 5G 手机产品。其中 Axon20 于 2020 年 7 月正式推出，是全球首款采用完全屏下摄像头技术的机型；2021 年 7 月 27 日中兴正式发布新一代搭载屏下摄像技术的机型 Axon 30，采用灵透算法 2.0 与 7 层超高头材料，打造全球首款真全面屏旗舰机。

图 9：中兴手机业务发展历史



资料来源：信达证券研发中心

**历经沉浮，中兴手机重回战略重心。**2018 年，美国宣布了对中兴通讯的制裁，并在其后开出天价罚单，在手机业务方面，一方面中兴手机对美销量大幅下落，另一方面手机业务在美国制裁的负面影响下研发、制造与销售环节放缓，公司的战略重心转向 5G 等核心板块，中兴手机营收与净利润规模双双大幅下降。

伴随着公司外部环境和经营状况的好转，中兴通讯对手机业务进行大幅调整，从管理层、销售渠道、产品矩阵及品牌形象等多个方面重新打造中兴手机，中兴手机重回公司战略位置。

此外，中兴通讯拥有优秀的人才培养机制，注重构建多层次的完整人才梯队，公司内部高素质管理层人才众多，为国内手机企业输送了大量人才，小米集团手机部门副总裁兼总裁曾学忠为前中兴通讯执行副总裁、中兴手机 CEO，闻泰科技董事长张学政曾就职于中兴手机事业部，闻泰科技副董事长肖学兵为前中兴通讯销售经理。未来伴随着公司“1+2+N”战略的进一步落实，中兴手机有望为公司消费者业务全线打开增长空间，带动公司业绩增长。

图 10：手机业务重回公司战略地位



资料来源：信达证券研发中心

中兴通讯总裁重新明确消费者业务的核心地位，将全面提升消费者业务在市场中的竞争力，有望重回一线水准。早在 2013 年，中兴就成立了独立运营的终端事业部，负责终端业务的研发、采购、生产、销售和交付等流程，并独立进行财务核算。2021 年 6 月在中兴通讯 2020 年度股东大会上，中兴通讯总裁徐子阳重申终端业务的重要性，表示消费者业务是公司端到端完整解决方案的一部分，终端业务是支撑公司未来业务增长的核心方向之一。中兴重新将消费者业务定位为未来发展的重要策略方向，积极通过终端业务作为企业打响大众知名度，完善业务覆盖的重要渠道。同时，公司力图重塑以手机业务为主的消费业务的核心竞争力，对消费者业务从内部架构、生产模式、营销方式上都进行了全新的布局：

1) 2020 年 6 月，倪飞出任中兴终端总裁，计划三年内将中兴手机带回大众视野。倪飞 2001 年加入中兴通讯，2004 年从事手机终端产品运营，在智能手机领域有丰富的行业经验。倪飞曾带领团队研发出 X760、X500 音乐智能手机等明星机型，在国内和欧美市场均取得了骄人的业绩。2012 年，倪飞以联合创始人身份出任努比亚智能手机总经理，领导努比亚手机推出 Z5、Z9、Z11 与 Z17 等一系列机型，并成功打造了针对游戏玩家的红魔电竞游戏手机，带领努比亚手机迅速发展壮大。在 2020 年倪飞担任中兴终端总裁后，倪飞曾表示争取将中兴手机 3 年内带回大众视野，5 年内进入一线品牌。

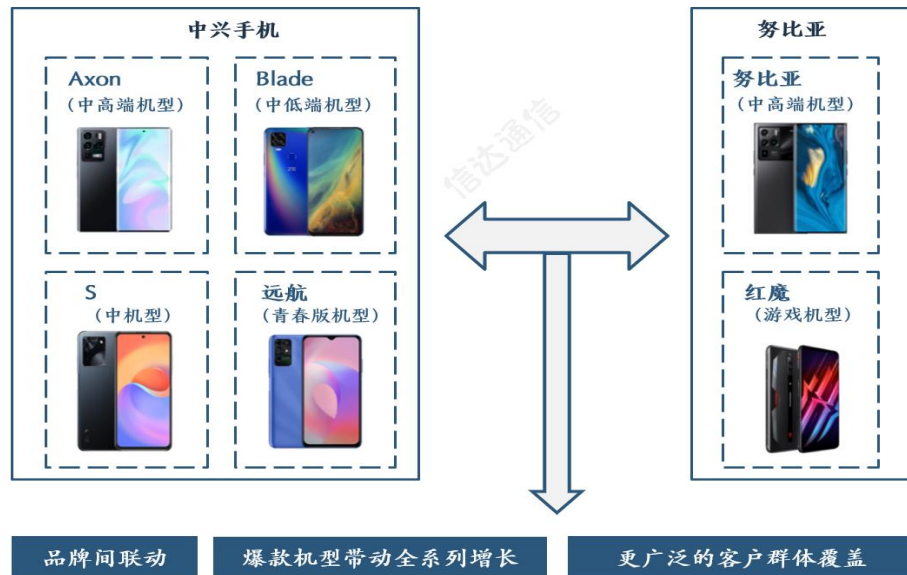
2) 中兴手机与努比亚手机协同发力，共推手机业务逐步成长。努比亚成立于 2012 年，是中兴旗下的手机子品牌，2017 年中兴通讯出售 10.1% 的努比亚股份，持股由 60% 下降至 49.9%。2021 年，中兴通讯回购努比亚股份，持股比例由 49.9% 上升至 78.33%，并通过控股努比亚进而获得努比亚的子品牌红魔。通过回购努比亚，中兴手机将统一操盘中兴、努比亚和红魔三个品牌，拥有 Axon、S、Blade、远航、努比亚和红魔共六个系列的机型，将通过品牌间互动提升知名度，带动全系列增长，有望覆盖更广泛的客户群体，通过多渠道合作带动手机业务持续发力。

中兴手机旗下共有 Axon（天机）、Blade、S 和远航四个系列：（1）Axon 系列：作为中兴的旗舰系列机型，主打高端机型，是中兴手机的核心机型，一律搭载骁龙系列芯片，具备良好的摄像性能与时尚美观的机型，主要定位于消费能力较强的年轻人群体及商务人士；（2）S 系列和 Blade 系列：分别覆盖中端和低端机型，S 系列与 Blade 系列是主打性价比的中/低端机型，一般搭载天玑或紫光展锐手机芯片，偏高端机型搭载骁龙芯片，S 系列/Blade

系列在摄影、内存与手机屏幕等方面做得比较均衡，主要定位于追求性价比和实用性的青少年与中老年群体。

**努比亚**定位于专注于摄像技术或游戏体验感的用户群体；**红魔**为专门的游戏手机品牌，为有较高游戏体验需求的群体量身打造，进一步丰富了中兴旗下手机产品的类型。

图 11：中兴统一操控“中兴+努比亚+红魔”三大品牌

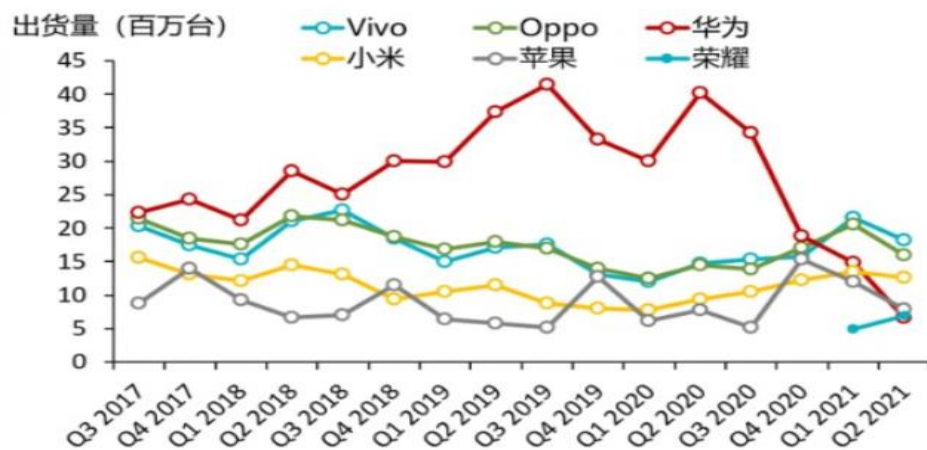


资料来源：信达证券研发中心

## （二）国内手机头部阵营松动带来新机遇，5G 手机成重点发力点

国内智能手机市场头部阵营松动，行业第一梯队玩家或将面临重新洗牌，给了中兴手机发展新机遇。受中美贸易紧张与全球疫情的双重不利影响，在通讯技术由 4G 到 5G 更新换代的催动下，国内智能手机市场的头部阵营出现了明显松动。据 Canalsys 数据显示，2021Q2 中国市场中千万台以上的出货量厂商已经由 5 家缩减至 3 家，智能手机市场 CR5 的市占率由 95% 下降至 82%；另一方面，华为在美国制裁的背景下缺乏高端手机芯片，手机的生产环节受到了一定冲击，短期内出让较大的市场份额，为非头部玩家抢占智能手机市场份额带来机会，业内第一梯队玩家或将面临重新洗牌。

图 12：2017Q3-2021Q2 国内主要厂商智能手机出货量



资料来源：canalys，第一财经，信达证券研发中心（注：从 2021Q1 开始，荣耀出货量不计入华为）

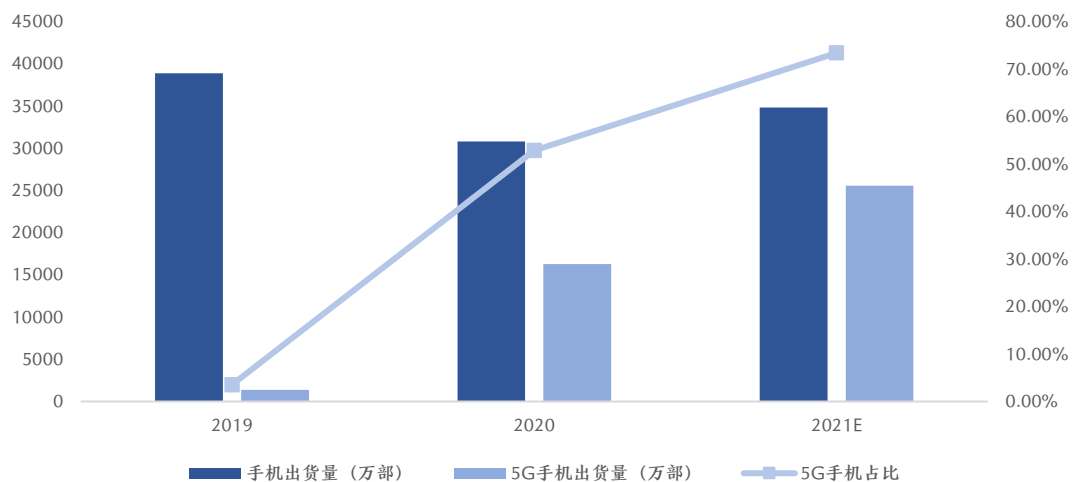


**表 1: 2021Q2 智能手机市场数据**

厂商	21Q2 出货量 (百万台)	21Q2 市场份额	20Q2 出货量 (百万台)	20Q2 市场份额	年度增长率
Vivo	18.2	24%	14.8	16%	+23%
Oppo	16.0	21%	14.5	16%	+10%
小米	12.6	17%	9.3	10%	+35%
苹果	7.9	10%	7.7	9%	+2%
荣耀	6.9	9%	12.8	14%	-46%
其他	13.3	18%	31.5	45%	-58%
合计	74.9	100%	90.6	100%	-17%

资料来源: canalsy, 第一财经, 信达证券研发中心 (注: 从 2021Q1 开始, 荣耀出货量不计入华为)

**5G 手机成为智能手机发展新风口。**在手机业务方面, 5G 基建蓬勃发展的大背景显著提振了 5G 手机的销量, 5G 手机销量连年持续高增, 2021 年 H1, 国内市场 5G 手机出货量 1.28 亿部, 同比增长 100.9%, 智能手机中所占比重也由 2019 年的 3.54% 激增至 2021H1 的 73.41%, 5G 手机有望成长增长新驱动。

**图 13: 我国手机出货量及 5G 手机占比情况**


资料来源: 中国信通院, 信达证券研发中心

**中兴深耕 5G 应用场景, 手机业务有望以 5G 为切入点快速提升市场份额。**作为国内领先的提供 5G 端到端设备的厂商, 中兴通讯积极探索 5G 应用的实际落地场景, 构建更加敏捷的云网融合服务以适应 5G 行业“碎片化”的特点, 并在云、端、连接、数据安全等多个领域持续深入研究, 积极探索各类应用场景, 具备优秀的 5G 产品/方案的研究、开发与制造能力。

**中兴手机进行从低端机到高端旗舰机的全系列产品布局, 重点发力 5G 机型。**中兴手机紧抓 5G 手机潮流, 连续积极地推出多款 5G 智能手机新机型, 并凭借自身的 5G 技术优势逐代改良 5G 手机, 使中兴的 5G 手机成为目前市场上最优秀的 5G 手机之一。未来中兴手机有望以 5G 机型为突破口, 提升中兴手机品牌的影响力和市占率, 快速抢占智能手机市场, 迅速跻身国内智能手机行业第一梯队。

**表 2: 中兴手机主要机型及参数**

系列	机型	运存	内存	芯片	屏幕分辨率	像素	刷新率	价格
中兴 Axon	30 pro 5G	6	128	骁龙 888	2400*1080	6400w 双摄	120Hz	2998
		8	128					3298
		8	256					3598



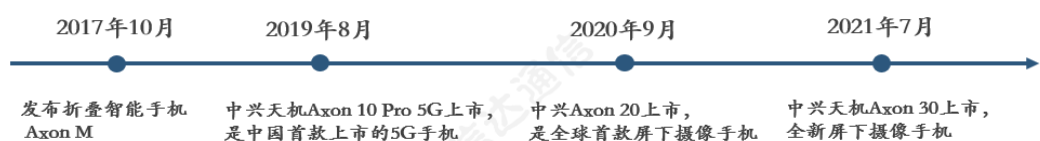
		16	1024					5566
		8	256					4698
	30 Ultra 5G	12	256	骁龙 888	2400*1080	6400w 三摄	144Hz	4998
		16	1024					6666
	31 5G	8	128	骁龙 768		6400w 单摄	144Hz	4299
		8	256					4599
	31 pro 5G	8	128	骁龙 888	2400*1080	6400w 双摄	144Hz	5699
		8	256					5999
	31 Ultra 5G	12	512	骁龙 888	2400*1080	6400w 三摄	144Hz	7699
	S30 SE 5G	6	128	天玑 700	2400*1080	4800w 单摄	60Hz	1698
<b>S</b>	S30 5G	8	128	天玑 720	2400*1080	6400w 单摄	90Hz	2198
		8	256					2398
	S30 Pro 5G	8	256	骁龙 768	2400*1080	6400w 单摄	144Hz	2998
	Blade V2021 5G 时光机	4	64					899
		6	128	天玑 720	720*1600	4800w 单摄		1099
	Blade V2020 5G	6	128	天玑 800	2340*1080	4800w 单摄		1199
	V2022 4G 时光机	4	64	紫光展锐	1640*720	1600w 单摄		698
<b>Blade</b>	Blade V2020 Smart	4	128	展锐 SC9863A	1640*720	1600w 单摄	60Hz	799
	Blade 20 5G 移动公开版	6	128	天玑 720	720*1600	1600w 单摄		1699
	Blade 20 5G 移动版	6	128	天玑 720	720*1600	1600w 单摄		1699
	努比亚 Play 5G	8	128	骁龙 765G	2340*1080	4800w 主摄	144Hz	2699
<b>努比亚</b>	努比亚 Z30 Pro	8	256					4999
		12	256	骁龙 888	2400*1080	6400w 三摄	144Hz	5399
	努比亚红魔 6	8	128	骁龙 888	2400*1080	6400w 主摄	165Hz	3799
<b>远航</b>	远航 10	4	128					
		6	128	天玑 700	1600*720	1600w 主摄	90Hz	1398

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### （三）手机技术已得到验证，全面屏手机技术全球领先

中兴深耕通讯领域技术优势，产品设计创新性领先于行业。中兴作为通讯行业龙头企业，在手机行业深耕多年，对于手机产品的性能创新具有优先意识，争做创新先锋。早在 2017 年，中兴就发布了折叠式智能手机，在手机外观上做了大胆创新。由于自身在 5G 领域的研发及供应链优势，中兴在 2019 年 8 月发布了全国第一款 5G 手机。全面屏作为智能手机设计的必然趋势，各品牌都在与上游屏幕厂商共同进行屏下摄像技术的研发，中兴率先在 2020 年 9 月发布了全球首款屏下摄像手机 Axon 20。2021 年 7 月，中兴又发布了性能升级的屏下摄像手机 Axon 30，成为全面屏产品的领头羊。

图 14：中兴创新型手机产品发布情况



资料来源：信达证券研发中心

中兴旗舰机 Axon 30 是全球首款全面屏高端旗舰机。Axon 30 是中兴继 Axon 20 之后又一款采用屏下摄像技术的全面屏手机，并进一步优化了屏下摄像技术，大大提升用户体验效果。此外，中兴 Axon 30 具备 400PPI 高像素密度，这也是全球第一款 400PPI 高像素屏下手机，搭载骁龙 870 处理器，采用 120Hz 高刷新率并内置 4200mAh 电池，有望打造爆款机型，在提升中兴手机知名度的同时为消费者业务板块带来新的增长点。

图 15: 中兴 Axon 30 介绍



资料来源：Axon 30 发布会，信达证券研发中心

中兴 Axon 30 较 Axon 20 有明显改进，屏下摄像技术全面提升。相较于上一代手机（中兴 Axon 20），中兴 Axon 30 继续采用屏下摄像技术，并在像素、芯片、电路、材料、算法和摄像等方面有了明显优化。为了更好地实现现实与透明度之间的平衡，Axon 30 采用了全球首创的 400PPI 的高像素密度屏下手机，拥有更佳的显示效果；芯片方面 Axon 30 采用了 UDC Pro 屏显芯片，能够对屏幕进行更精准和一致性更强的整体屏幕驱动；另外，多驱 ACE 电路排布提升了 50% 的整体效率，改善了拍照区域与常规显示区域的自然饱和度，并采用 7 层搞头材料和 3 层特殊材料，提升了屏幕透光率。

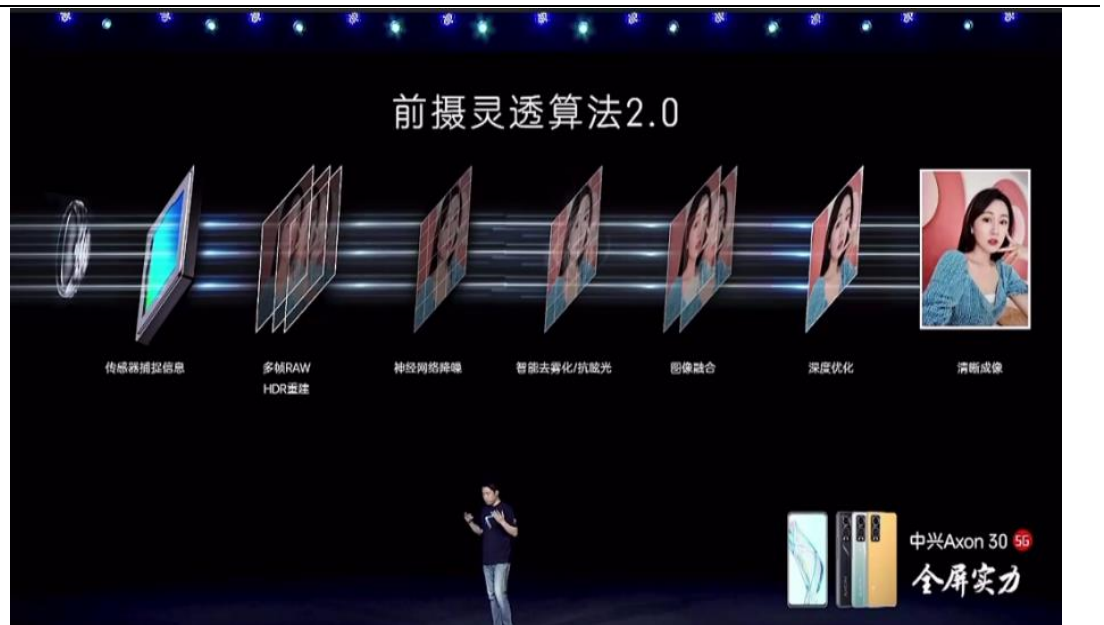
表 3: 中兴 Axon 20 与 Axon 30 对比

机型	像素	芯片	电路	材料	算法	前摄
中兴 AXON 20	200PPI	独立屏显芯片	简洁电路	透明材料	灵透算法 1.0: 对比度增强、去雾化	1.6μm 像素
中兴 AXON 30	400PPI	独立 UDC Pro 屏显芯片 2 大显示控制	多驱 ACE 电路	7 层超高透材料	灵透算法 2.0: AI 画质 增强、去雾化、抗眩光	2.4μm 像素

资料来源：Axon 30 发布会，信达证券研发中心

2.4 μm 大像素加持前摄，灵透算法 2.0 提升拍摄效果。Axon 30 选用了大尺寸像素的前摄，感光面积达到 Axon 20 的 4 倍，能够实现 2.4 μm 大像素。灵透算法 2.0 采集了上万组数据并基于 AI 深度学习进行模拟训练，选取用户常用的多种典型场景进行数千次场景实拍。AI 画质增强技术使得在智能去雾化、智能抗眩光，满足日常场景使用，拍照效果有了大幅度提升。此外，中兴 Axon 30 持续提升拍摄技术，采用索尼 6400AI 全场景四摄，搭配 120 度超广角镜头、3CM 微距摄影和景深镜头，能够实现 4K 60 帧拍摄高清视频与多摄同录、多摄同拍，并辅助视频双路防抖、AI 场景识别等多种拍照功能满足拍照需求。

图 16: 灵透算法 2.0 实现过程



资料来源: Axon 30 发布会, 信达证券研发中心

手机整体性能大幅升级, 多重硬件打造高配机型。Axon 30 采用了骁龙 870 芯片, 相较于上一代而言 CPU 性能提升了 190%, GPU 性能提升了 330%+, 并采用 UFS3.1 使顺序写入速度增强至 140%。为了提升用户的游戏体验, Axon 30 在采用超级天线 3.1 的基础上加持了独有的“防抱死”贴现系统, 实现横握、竖握均不遮挡信号, 并包含 5G/WiFi 1/WiFi 2 切换、5G+WiFi 1+WiFi 2 聚合、WiFi 6 实现网络加速; 另一方面, Axon 30 采用了内存融合技术和 360Hz 触控采样率, 提升了手机运行大型手机的效率和体验度, 并配备良好的散热效果, 给予用户良好的体验。

图 17: 超级天线信号分布



资料来源: Axon 30 发布会, 信达证券研发中心

中兴 Axon 30 打造智能手机的“性价比之王”。除上述硬件配置之外, 中兴 Axon 30 也重构了机身美学, 延续经典“LABEL”家族设计, 采用 7.8mm 机身与双腰线设计, 摄像头采用天使眼设计, 并以 189g 成为市面上最轻的大屏手机。在价格方面, Axon 30 推出四个版本, 其中 6+128G 版本的售价仅 2198 元, 极具性价比。中兴手机有望依靠高配低价的中兴 Axon 30 版本重新打开智能手机市场, 重新提升品牌知名度, 返回手机第一梯队。



**表 4：中兴 Axon 30 各版本价格**

内存	价格
6G+128G	2198
8G+128G	2498
8G+256G	2798
12G+256G	3098 (首日预售 2998)

资料来源：Axon 30 发布会，信达证券研发中心

#### （四）线上线下营销取得突破，主打年轻与科技

**线下与线上协同发力，构建中兴手机渠道优势。**中兴手机通过官网与淘宝店、天猫店等网上店铺积极构建线上渠道优势，通过线上渠道带动中兴手机的整体销售；同时中兴手机也积极建立线下渠道优势，2021 年全年计划投入建设 5000 个零售阵地，并将建设落成首批中兴 5G 体验馆，据中兴通讯 7 月 11 日在投资者平台上的回复知悉，截至 7 月 11 日中兴手机约建成了 3000 个零售阵地。线下门店加强消费者触达效率，以科技感与时尚感赢得消费者青睐，线下渠道作为品牌的“毛细血管”，能够增强用户的体验感，覆盖不同需求的消费者，打造体验式营销，并有望加强“带货”能力。

**重塑时尚、科技的品牌形象，精准定位年轻人群体，进一步明确品牌定位。**中兴通讯邀请张艺谋拍摄品牌宣传片《往前走，一直在》，将镜头对准平凡生活中的普通人和日常琐事，通过细腻文艺的表现手法触动观众，增强了中兴品牌的亲民感与真实感，有助于中兴进一步打开 C 端消费市场。刘浩存成为中兴手机的品牌代言人，打造中兴手机年轻化与科技化的品牌形象，锁定年轻一代消费者。

另外，2021 年 1 月，红魔游戏手机和腾讯游戏正式达成战略合作，通过腾讯游戏加深用户群体对红魔手机与游戏之间密切关联的印象，进一步打造红魔手机作为游戏手机的品牌形象，提升游戏玩家群体对红魔手机的忠诚度，有利于红魔在游戏玩家群体中进一步提升知名度。

**图 18：刘浩存代言中兴手机**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 19：中兴宣传片《往前走，一直在》**


资料来源：腾讯网，信达证券研发中心

### 三、产品矩阵不断丰富，消费电子生态逐步完善

加快消费者业务的多产品布局，以性价比优势打开市场空间。在 2021 年 7 月 27 日中兴手机发布会，中兴接连发布了中兴 Axon 30、ZTE LiveBuds Pro 耳机和 ZTE Buds 耳机，能够明确感受到中兴正在加速布局消费者业务产品，提升中兴在消费电子市场的品牌影响力和知名度。本次发布的 Axon 30 和两款耳机配置高、价格低，主要面向中高端消费人群与商务人士，中兴以利润换销量的策略有助于公司消费者业务的迅速推广，在收获理想的产品销量的同时，为品牌打开市场空间，长期提振中兴消费者业务。

图 20: Axon 30 发布会的新品



资料来源: Axon 30 发布会, 信达证券研发中心

ZTE LiveBuds Pro 和 ZTE Buds 两款新型蓝牙耳机同样极具性价比，为中兴消费者业务“1+2+N”战略再添一环。中兴新发布的两款蓝牙耳机同样具备高性价比，其中 ZTE LiveBuds Pro 采用了六麦真混合全场景主动降噪,将声音延迟缩短至 70ms(比 airpods pro 降低 51%), 并包含了降噪、透传、游戏和普通四种模式, 定价仅 349 元; ZTE Buds 单耳重量仅 3.4g, 配备 500mAh 充电仓, 能够支持 4 小时单次持续通话及 5 小时单次持续音乐播放, 售价仅 169 元。中兴的蓝牙耳机新品的推出补齐了公司消费者战略新的一环, 而且新品耳机性价比远超同类耳机, 有望拉动公司业绩。

图 21: 中兴的蓝牙耳机新品



资料来源: Axon 30 发布会, 信达证券研发中心



中兴推出周边产品,进一步构建消费者生态。在积极发布新品,构建消费者产品矩阵的同时,中兴也推出了小黄人手机壳、中兴 T 恤、NeoBoy 小玩偶和中兴背包等周边产品,以可爱时尚的造型与亲民的价格赢得年轻消费者的喜爱,有助于落实公司的年轻化策略,营造品牌生态,进一步提升公司品牌在年轻人群体中的知名度。

图 22: 中兴消费者业务周边产品



资料来源: Axon 30 发布会, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

#### 主营业务业绩预测:

公司是全球领先的 ICT 解决方案提供商，作为主设备商龙头将充分受益于全球 5G 建设，国内市场份额也有望进一步提升，运营业务增长确定性大；政企业务经营聚焦重点行业，着力通过数据库、操作系统的等重点产品打开市场空间；消费者业务在技术和制造端均具备强劲实力，全面布局消费电子等赛道，长期成长空间大。公司研发实力强劲，我们看好公司强劲技术研发实力在新应用领域的持续价值变现。

表 5: 中兴通讯主营业务拆解

分业务	单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
运营商网络	营业收入	90736.60	101450.70	119860.68	138917.49	161211.57
	增长率 YoY%	16.66%	11.16%	21.45%	17.88%	17.60%
	毛利率	42.61%	34.37%	36.22%	37.12%	38.04%
政企业务	营业收入	9154.80	11272.20	12399.42	13763.36	15483.78
	增长率 YoY%	-0.79%	23.13%	10.00%	11.00%	12.50%
	毛利率	29.16%	28.82%	30.11%	31.37%	31.68%
消费者业务	营业收入	14997.40	16160.30	17566.11	19189.16	21113.27
	增长率 YoY%	-21.93%	7.75%	8.70%	9.24%	10.03%
	毛利率	17.90%	23.56%	23.67%	23.69%	23.88%
主营业务合计	营业收入	90736.60	101450.70	119860.68	138917.49	161211.57
	增长率 YoY%	6.11%	11.81%	18.15%	15.90%	16.05%
	毛利率	37.17%	31.61%	33.75%	34.70%	35.58%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 1198.61 亿元、1389.17 亿元、1612.11 亿元，同比增长 21.5%、17.9%、17.6%，归属母公司净利润分别为 70.85 亿元、85.52 亿元、105.08 亿元，同比增长 65.7%、20.7%、22.9%，2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 1.54 元、1.85 元、2.28 元。

表 6: 中兴通讯财务摘要表

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	90,737	101,451	119,861	138,917	161,212
增长率 YoY%	6.1%	11.8%	18.1%	15.9%	16.0%
归属母公司净利润 (百万元)	5,496	4,276	7,085	8,552	10,508
增长率 YoY%	183.7%	-22.2%	65.7%	20.7%	22.9%
毛利率%	37.2%	31.6%	33.7%	34.7%	35.6%
净资产收益率 ROE%	15.7%	9.9%	14.1%	14.5%	15.1%
EPS (摊薄) (元)	1.19	0.93	1.54	1.85	2.28

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

## 估值与投资评级

我们采用 PE 估值法，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 70.85/85.52/105.08 亿元，我们选取烽火通信、紫光股份、紫光国微、亿联网络、中科创达等公司作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PE 为 67.9X，相比之下中兴通讯 2021 年 PE 仅为 25.2X。中兴通讯作为全球 ICT 领域龙头，长期来看，公司强劲研发实力有望在消费电子、汽车电子、芯片、数据库等各大应用领域实现价值变现，我们认为公司价值被低估，维持“买入”评级。

**表 7：中兴通讯可比公司估值表**

公司简称	股票代码	股价	市值(亿)	EPS		PE	
				21E	22E	21E	22E
烽火通信	600498.SH	19.9	224.8	0.4	0.5	49.6	40.7
紫光股份	000938.SZ	26.4	753.9	0.8	0.9	34.6	28.1
紫光国微	002049.SZ	191.1	1159.4	2.2	3.1	85.2	60.9
汇顶科技	603160.SH	119.3	546.2	2.6	3.6	45.5	32.8
士兰微	600460.SH	69.7	914.4	0.6	0.8	112.5	85.2
亿联网络	300628.SZ	92.1	831.4	1.9	2.4	49.2	38.0
中科创达	300496.SZ	146.0	619.3	1.6	2.2	93.7	66.6
德赛西威	002920.SZ	102.6	564.2	1.4	1.8	73.2	56.0
<b>平均</b>						<b>67.9</b>	<b>51.1</b>
<b>中兴通讯</b>	<b>000063.SZ</b>	<b>38.8</b>	<b>1797.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>25.2</b>	<b>21.0</b>

资料来源：Wind（注：除中兴通讯外，均采用 Wind 一致预期；股价为 2021 年 7 月 30 日收盘价）

## 风险因素

---

### 1、5G 建设不及预期

若运营商资本开支和 5G 建设不及预期，会影响到整个 5G 产业链的推进，公司主营业务的运营商、政企和消费者业务均会受影响。

### 2、智能手机渠道建设不及预期

若智能手机渠道建设不及预期，会对中兴的手机业务和消费者业务产生不利影响，进而对中兴通讯公司经营情况有所影响。

### 3、中美贸易摩擦加剧

若中美贸易摩擦加剧，会影响到国内 5G 产业的推进。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	102,567	106,977	110,252	124,276	140,267
货币资金	33,309	35,660	28,805	31,907	35,249
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	19,778	15,891	18,775	21,760	25,252
预付账款	403	322	368	421	482
存货	27,689	33,689	38,560	44,051	50,431
其他	21,389	21,415	23,744	26,138	28,852
<b>非流动资产</b>	38,635	43,658	46,252	51,357	58,226
长期股权投资	2,327	1,714	1,514	1,514	1,514
固定资产(合计)	9,383	11,914	12,707	13,411	14,030
无形资产	7,719	9,367	10,367	13,907	18,814
其他	19,205	20,663	21,664	22,525	23,868
<b>资产总计</b>	141,202	150,635	156,504	175,633	198,492
<b>流动负债</b>	86,371	74,395	72,440	82,126	93,381
短期借款	26,646	10,559	0	0	0
应付票据	9,373	11,364	13,007	14,859	17,011
应付账款	18,356	17,152	19,631	22,427	25,675
其他	31,996	35,320	39,802	44,839	50,695
<b>非流动负债</b>	16,877	30,117	30,117	30,117	30,117
长期借款	10,045	22,614	22,614	22,614	22,614
其他	6,832	7,503	7,503	7,503	7,503
<b>负债合计</b>	103,248	104,512	102,558	112,243	123,499
少数股东权益	2,875	2,826	3,564	4,456	5,551
归属母公司股东权益	35,079	43,297	50,382	58,934	69,442
<b>负债和股东权益</b>	141,202	150,635	156,504	175,633	198,492

会计年度	单位:百万				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	90,737	101,451	119,861	138,917	161,212
同比(%)	6.1%	11.8%	18.1%	15.9%	16.0%
归属母公司净利润	5,496	4,276	7,085	8,552	10,508
同比(%)	183.7%	-22.2%	65.7%	20.7%	22.9%
毛利率(%)	37.2%	31.6%	33.7%	34.7%	35.6%
ROE%	15.7%	9.9%	14.1%	14.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	1.19	0.93	1.54	1.85	2.28
P/E	29.70	36.31	25.26	20.93	17.03
P/B	4.65	3.59	3.55	3.04	2.58
EV/EBITDA	13.78	20.52	26.12	28.27	26.02

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	90,737	101,451	119,861	138,917	161,212
营业成本	57,008	69,379	79,410	90,718	103,858
营业税金及附加	931	685	963	1,108	1,256
销售费用	7,869	7,579	9,829	11,391	14,509
管理费用	4,773	4,995	6,592	7,640	8,705
研发费用	12,548	14,797	17,979	21,185	24,343
财务费用	966	421	861	759	704
减值损失合计	-1,281	-210	0	40	53
投资净收益	249	906	639	848	1,019
其他	1,942	1,179	4,195	4,276	4,913
<b>营业利润</b>	7,552	5,471	9,061	11,280	13,821
营业外收支	-391	-407	-170	-170	-170
<b>利润总额</b>	7,162	5,064	8,891	11,110	13,651
所得税	1,385	342	1,067	1,667	2,048
<b>净利润</b>	5,777	4,722	7,824	9,444	11,603
少数股东损益	280	446	739	891	1,095
<b>归属母公司净利润</b>	5,496	4,276	7,085	8,552	10,508
EBITDA	11,195	7,581	6,725	6,103	6,501
EPS(当年)(元)	1.19	0.93	1.54	1.85	2.28

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	7,447	10,233	6,885	6,291	6,509
净利润	5,777	4,722	7,824	9,444	11,603
折旧摊销	3,587	3,565	1,638	-772	-2,039
财务费用	1,569	1,936	1,515	1,357	1,357
投资损失	-249	-906	-639	-848	-1,019
营运资金变动	-4,566	870	-1,226	-936	-1,093
其它	1,329	46	-2,227	-1,954	-2,301
<b>投资活动现金流</b>	-6,023	-7,082	-1,665	-1,832	-1,809
资本支出	-4,667	-6,462	-1,704	-1,380	-1,328
长期投资	569	-860	-300	-1,000	-1,200
其他	-1,925	240	339	548	719
<b>筹资活动现金流</b>	5,722	-290	-12,074	-1,357	-1,357
吸收投资	591	14,167	0	0	0
借款	9,019	-1,294	-10,559	0	0
支付利息或股息	-2,640	-2,951	-1,515	-1,357	-1,357
<b>现金流净增加额</b>	7,372	2,897	-6,855	3,102	3,343



## 研究团队简介

**蒋颖**，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

**石瑜捷**，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

**齐向阳**，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。