

中兴通讯 (000063.SZ) 估值与业绩高增长错配, ICT 龙头凸显投资价值

2021 年 08 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
赵良毕 (分析师)
戴晶晶 (联系人)

zhaoliangbi@kysec.cn

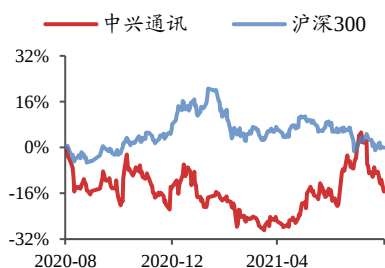
daijingjing@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

证书编号: S0790120040005

日期	2021/8/30
当前股价(元)	32.80
一年最高最低(元)	41.68/0.00
总市值(亿元)	1,521.17
流通市值(亿元)	1,273.18
总股本(亿股)	46.38
流通股本(亿股)	38.82
近 3 个月换手率(%)	147.8

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-上半年业绩超预期, 基本面改善与估值提升双击》- 2021.7.12

《公司信息更新报告-Q1 业绩预告超预期, 公司综合实力改善卓有成效》- 2021.3.18

《公司信息更新报告-主设备龙头 Q4 业绩上扬, 有望带动通信板块反转行情》-2021.1.25

● 基本面改善 H1 业绩超预期, ICT 龙头凸显投资价值, 维持“买入”评级

公司 2021H1 实现营收 530.71 亿元 (+12.44%), 归母净利润 40.79 亿元 (+119.60%), 实现基本每股收益 0.88 元 (+120%), 业绩增长主要原因为政企业务 (国内子公司、国内服务器营业收入)、消费者业务 (家庭终端产品、手机产品) 收入大幅增长。考虑到目前华为面临的国际环境的不确定性, 我国 5G 建设节奏仍处于高位, 未来国内 ICT 市场份额及海外业务的可拓展空间, 我们预计公司主营业务市场格局或将不断优化, 从而进入利润释放期。我们上调预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润 72.12/93.58/110.93 (此前为 63.06/80.01/99.31) 亿元, 同增 69.3%/29.8%/18.5% (此前为 48.0%/26.9%/24.1%), EPS 为 1.55/2.02/2.39 (此前为 1.36/1.73/2.14) 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.1/16.3/13.7 倍, 考虑经营业绩的明显边际改善, 维持对公司的“买入”评级。

● 毛利率大幅提升, 盈利能力提升有望带来估值的提升

公司报告期内毛利率提升至 36.14%, 较 2020H1 的 33.43% 提升了 8.11%, 主要是由于运营商网络毛利率上升为 42.83%, 较 2020 年同期的 36.34% 上升 6.49 个百分点, 主要是由于 5G 产品毛利率上升。净利率提升至 8.57%, 较 2020H1 的 4.65% 提升了 84.30%, 盈利能力大幅提升。受益于运营商持续 5G 建设, 资本开支稳步增长, 叠加海内外竞争环境改善, 公司凭借在芯片、数据库、无线、核心网、承载、固网、视频、能源、终端和行业应用等方面的经验积累与领先技术优势, 有望进一步提升市场占有率。政企业务方面, 公司聚焦 ICT 基础设施, 基于“通讯网络、物联网、大数据、云计算”等产品, 为政府以及企业提供各类信息化解决方案。消费者业务方面, 公司发布多款 5G 手机并持续布局线下, 市场份额预计将逐步提升。公司作为 5G 核心资产稀缺标的, 多线条发力取得突破, 估值修复和基本面改善有望延续。

● **风险提示:** 国际形势趋紧; 5G 建设不及预期; 国产芯片制造尚未成熟。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,737	101,451	114,639	131,835	151,610
YOY(%)	6.1	11.8	13.0	15.0	15.0
归母净利润(百万元)	5,148	4,260	7,212	9,358	11,093
YOY(%)	-173.7	-17.3	69.3	29.8	18.5
毛利率(%)	37.2	31.6	33.0	33.7	34.2
净利率(%)	5.7	4.2	6.3	7.1	7.3
ROE(%)	15.2	10.2	15.0	16.5	16.6
EPS(摊薄/元)	1.11	0.92	1.55	2.02	2.39
P/E(倍)	29.5	35.7	21.1	16.3	13.7
P/B(倍)	5.3	3.5	3.1	2.6	2.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 运营商集采陆续开标，公司市占率有望持续提升	3
2、 聚焦 5G 全产业链，经营业绩有望大幅改善	3
3、 盈利预测与投资建议	4
4、 风险提示	4
附：财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 公司在 700M 主设备集采中市场份额提升	3
表 2： 2021H1 公司已完成数项创新业务	4

1、运营商集采陆续开标，公司市占率有望持续提升

公司公告 2021 年半年报，报告期内公司实现营收 530.71 亿元 (+12.44%)，其中运营商网络业务营收 350.52 亿元(+0.23%)、政企业务营收 56.67 亿元(+7.65%)、消费者业务营收 123.52 亿元 (+66.63%)；归母净利润 40.79 亿元 (+119.60%)，实现基本每股收益 0.88 元 (+120%)。报告期内公司业绩增长主要是由于政企业务、消费者业务收入较 2020 年同期增长，运营商网络营业收入较 2020 年同期基本持平；政企业务营业收入增长主要是由于国内子公司、国内服务器营业收入较 2020 年同期增长；消费者业务营业收入增长主要是由于家庭终端产品、手机产品营业收入增长。

中国广电及中国移动 700M 基站集采开始，中兴通讯占比提升并有望延续。2021 年 6 月 25 日，中国广电及中国移动 700M 无线网主设备招标集中采购正式启动，采购规模约为 480397 站，项目划分为 3 个标包，中兴通讯在运营商集采中份额提升至 31.00%，较 2020 年集采有较大提升，预计市场份额提升将持续。由于热点以及容量方面仍然依靠 2.6GHz 网络，因此 2.6GHz 的 5G 基站投资并不太受 700MHz 影响，运营商资本开支在 700M 方面更像增量资金。

表1: 公司在 700M 主设备集采中市场份额提升

标包	需求数量（站）	排名	中标人	中标份额	中兴通讯中标数（站）
1	190061	1	华为	61.12%	54681
		2	中兴通讯	28.77%	
		3	诺基亚	10.11%	
2	190061	1	华为	58.89%	63727
		2	中兴通讯	33.53%	
		3	大唐电信	7.58%	
3	100275	1	华为	59.98%	30524
		2	中兴通讯	30.44%	
		3	爱立信	9.58%	
合计				31%	148932

数据来源：中国移动、开源证券研究所

2、聚焦 5G 全产业链，经营业绩有望大幅改善

公司产品链完善，技术创新能力强，紧随市场需求变化，2021H1 年业务屡建奇功，2021 年有望持续突破。公司经战略布局，逐渐完善公司产品链，多年深耕实现产品和技术迅速迭代升级，吸取 4G 经验教训，能够敏锐捕捉市场需求变更，提升客户满意度，多个产品为业界首创并实现商用。公司前瞻性布局芯片领域，当前 7nm 芯片已进入规模量产阶段。公司未来将坚持 5G 为核心的发展战略，进一步夯实整体实力。

表2: 2021H1 公司已完成数项创新业务

类别	技术创新成果
无线	业界首个 5G ATG 地空互联方案、全球首个无线智能编排方案
芯片	7nm 自研芯片规模量产, 实现商用; 5nm 芯片正在导入
5G 消息中心平台	4 月, 与浙江移动打通 5G 消息 first call, 5 月完成全球首发
5G 承载	全系列端到端产品大规模部署, 2020 年累计发货近 10 万件
	FlexE、网络处理器和交换多合一自研芯片, 实测指标大幅领先
	独创 Flex Shaping 灵活整形技术, 实现超 100G 传输距离提升 30%
固网接入	ZXONE9700 产品获得第三方权威机构 GlobalData 最高产品评级
	OLT (光线路终端) 首创基于 CLOS 分布式架构、高端路由器平台
	印尼部署基于 PON 的全球最大移动回传网络, 16000 余个基站通过公司 FTTM 方案承载
大视频	独创嵌入式刀片服务器, 实现边缘计算与接入设备融合
通讯能源	全球局点超过 150 个, 大视频系统用户总容量超 2 亿
	作为 5G 供电方案引领者, 业界首创的 1U×2U 整流器和 1U 高密配电组合的 5G 电源, 将整机功率密度提升 25%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

凭借在芯片、数据库、无线、核心网、承载、固网、视频、能源、终端和行业应用等方面的经验积累与领先技术优势, 公司在运营商网络、消费者业务、政企业务三大板块迎来边际突破。运营商网络方面, 公司继续保持全球化, 稳健提升国内国际市场部署和市场占有率。公司会持续加大芯片、算法和网络架构的研发投入, 进一步优化原有产品, 协助运营商更加快速的建设 5G 网络。政企方面, 以 5G 为核心的万物智能互联的基础设施, 公司将为 ICT 产业带来新业务、新模式和新增长空间。在消费者业务方面, 把握 5G 终端和数据产品的市场发展机遇, 在国内市场强化品牌投入, 拓展线下渠道, 进一步攻城略地, 在海外市场保持稳健经营。

3、盈利预测与投资建议

公司 2021H1 业绩增长主要原因为政企业务 (国内子公司、国内服务器营业收入)、消费者业务 (家庭终端产品、手机产品) 收入大幅增长。考虑到目前华为面临的国际环境的不确定性, 我国 5G 建设节奏仍处于高位, 未来国内 ICT 市场份额及海外业务的可拓展空间, 我们预计公司主营业务市场格局或将不断优化, 从而进入利润释放期。据此我们假设公司运营商网络方面 2021/2022/2023 年增速分别为 13.5%/14.5%/15.5%, 政务业务受益于 GoldenDB 业务 2021/2022/2023 年增速分别为 14.0%/15.0%/16.0%, 消费者业务 2021/2022/2023 年增速分别为 12%/14%/16%。

我们上调预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润 72.12/93.58/110.93 (此前为 63.06/80.01/99.31) 亿元, 同增 69.3%/29.8%/18.5% (此前为 48.0%/26.9%/24.1%), EPS 为 1.55/2.02/2.39 (此前为 1.36/1.73/2.14) 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.1/16.3/13.7 倍, 考虑经营业绩的明显边际改善, 维持对公司的“买入”评级。

4、风险提示

国际形势趋紧。中美贸易摩擦带来行业的不确定性, 随美国对华为等企业的限制升级, 若未来不能有效解决, 或将影响国内外 5G 建设进程的推进, 进而影响相关厂商海外业务的拓展。

5G 建设不及预期。国内 5G 商用未及预期，运营商 5G 推进受国家政策影响较大，不排除 5G 基站部分产品不成熟阻碍相关产业发展，对 5G 规模商用进度造成影响，进而导致 5G 商用不达预期。

芯片制造、生产能力尚未成熟。随台积电断供华为，高端芯片生产面临困境，当前国内芯片产商生产、制造的技术未达标准，若国产替代进程未达目标，或导致高端芯片出产量受限，影响相关产业发展。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	102567	106977	198637	222762	226223
现金	33309	35660	42590	54934	61743
应收票据及应收账款	19778	15891	30897	21033	38187
其他应收款	1023	1152	2047	1382	2512
预付账款	403	322	706	418	854
存货	27689	33689	102255	124776	102726
其他流动资产	20365	20263	20142	20220	20201
非流动资产	38635	43658	41356	41250	40515
长期投资	2327	1714	920	154	-612
固定资产	9383	11914	12185	12798	13455
无形资产	9595	11440	10554	9764	8855
其他非流动资产	17329	18590	17697	18534	18818
资产总计	141202	150635	239993	264012	266739
流动负债	86371	74395	162448	181104	177085
短期借款	26646	10559	10660	17901	16442
应付票据及应付账款	27729	28516	40331	36260	50633
其他流动负债	31996	35320	111457	126942	110011
非流动负债	16877	30117	24358	20315	15739
长期借款	10045	22614	17554	13273	8700
其他非流动负债	6832	7503	6803	7041	7039
负债合计	103248	104512	186805	201418	192824
少数股东权益	2875	2826	3577	4553	5709
股本	4228	4613	4638	4638	4638
资本公积	12144	23276	23276	23276	23276
留存收益	14456	17793	24031	32127	41722
归属母公司股东权益	28827	43297	49610	58041	68206
负债和股东权益	141202	150635	239993	264012	266739

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7447	10233	11465	12115	15645
净利润	5777	4722	7963	10334	12249
折旧摊销	3062	3565	3729	4288	4944
财务费用	966	421	-435	-833	-1262
投资损失	-249	-906	-900	-1100	-1000
营运资金变动	-4471	-1001	719	-463	818
其他经营现金流	2362	3433	388	-111	-104
投资活动现金流	-6023	-7082	-814	-2936	-3140
资本支出	6551	6472	-136	200	33
长期投资	121	-854	794	766	766
其他投资现金流	648	-1464	-156	-1971	-2340
筹资活动现金流	5722	-290	-3720	3165	-5696
短期借款	2906	-16087	101	7241	-1460
长期借款	7679	12569	-5060	-4281	-4573
普通股增加	35	386	24	0	0
资本公积增加	700	11131	0	0	0
其他筹资现金流	-5598	-8290	1214	205	336
现金净增加额	7372	2897	6930	12344	6808

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	90737	101451	114639	131835	151610
营业成本	57008	69379	76808	87407	99760
营业税金及附加	931	685	774	890	1023
营业费用	7869	7579	8460	9505	10734
管理费用	4773	4995	5617	6447	7429
研发费用	12548	14797	17219	19907	23181
财务费用	966	421	-435	-833	-1262
资产减值损失	-1281	-210	-237	-273	-313
其他收益	1696	1573	1570	1550	1425
公允价值变动收益	-214	39	45	55	60
投资净收益	249	906	900	1100	1000
资产处置收益	2688	0	0	0	0
营业利润	7552	5471	8947	11490	13544
营业外收入	184	238	238	238	238
营业外支出	574	644	644	644	644
利润总额	7162	5064	8541	11083	13137
所得税	1385	342	578	750	888
净利润	5777	4722	7963	10334	12249
少数股东损益	280	446	752	975	1156
归母净利润	5148	4260	7212	9358	11093
EBITDA	10969	9481	12323	15098	17463
EPS(元)	1.11	0.92	1.55	2.02	2.39

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	6.1	11.8	13.0	15.0	15.0
营业利润(%)	1334.1	-27.6	63.6	28.4	17.9
归属于母公司净利润(%)	-173.7	-17.3	69.3	29.8	18.5
获利能力					
毛利率(%)	37.2	31.6	33.0	33.7	34.2
净利率(%)	5.7	4.2	6.3	7.1	7.3
ROE(%)	15.2	10.2	15.0	16.5	16.6
ROIC(%)	8.8	6.4	9.0	10.0	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	73.1	69.4	77.8	76.3	72.3
净负债比率(%)	28.1	15.1	-6.0	-19.6	-34.0
流动比率	1.2	1.4	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.7	0.5	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6
应收账款周转率	4.4	5.7	4.9	5.1	5.1
应付账款周转率	2.1	2.5	2.2	2.3	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	0.92	1.55	2.02	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.21	2.47	2.61	3.37
每股净资产(最新摊薄)	6.22	9.34	10.69	12.51	14.70
估值比率					
P/E	29.5	35.7	21.1	16.3	13.7
P/B	5.3	3.5	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	15.0	17.0	12.3	9.5	7.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn