

业绩立足高质量增长，毛利率同比恢复改善

核心观点

1月29日，中兴通讯发布2021年度业绩预告：归属于上市公司普通股股东的净利润为65-72亿元，同比增长52.59%-69.02%；基本每股收益1.40-1.55元/股，同比上升52.17%-68.48%。公司2021年营业收入实现双位数同比增长，其中，国内、国际市场和运营商网络、政企、消费者三大业务营业收入均实现同比增长；报告期内公司毛利率同比恢复改善，我们预测由2020年31.6%提升至2021年35.2%。

- **运营业务稳健经营，5G建设助力业务高景气。**国内市场，随着5G建设的推进，运营业务维持景气增长，公司从产品创新、研发投入、高效交付等多方面进行提升，同时受益于海外市场网络的升级、改造及新建，公司优势产品格局持续优化。
- **政企业务持续加大投入，“一基两翼”赋能数字化转型。**中兴通讯持续加大在市场营销、渠道和方案等方面的投入，通过“一基两翼”的数字化能力，为千行百业赋能。公司已打造多款明星产品：服务器及存储，已规模进入金融、互联网、能源等行业的头部公司；GoldenDB分布式数据库，获评国产分布式数据库金融行业第一品牌，并从金融向其他领域拓展。
- **消费者业务加速构建大生态，拓展未来成长空间。**得益于公司在品牌、产品、渠道方面的持续投入与革新，未来随着以手机为入口的1+2+N全场景智慧生态进一步发展成熟，将有助于打开公司未来的增长空间。

盈利预测与投资建议

- 我们预测21-23年归母净利润分别为6506/8518/10032百万元（前值分别为7093/8592/10088百万元）。公司2021年资产减值损失预计约14亿元人民币，其中第四季度单季度资产减值损失约11亿元人民币，这主要由于全球芯片供应紧张情况下，公司对关键物料提前备料。未来，考虑到公司备料及生产周期相对较长，需与前期政策保持一致，基于谨慎性原则计提存货跌价准备，我们调整公司21-23年资产减值损失。
- 采用可比公司法进行估值，可比公司当前调整后的2021年平均市盈率均值为30倍，鉴于公司是5G领域龙头标的，因此给予10%的估值溢价即33倍市盈率估值，对应2021年目标价45.38元，维持“买入”评级。

风险提示

国内外5G建设进度不及预期，中美科技领域贸易摩擦持续加剧

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,737	101,451	115,880	128,627	137,135
同比增长(%)	6.1%	11.8%	14.2%	11.0%	6.6%
营业利润(百万元)	7,552	5,471	8,650	11,200	13,117
同比增长(%)	1334.1%	-27.6%	58.1%	29.5%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	5,148	4,260	6,506	8,518	10,032
同比增长(%)	173.7%	-17.3%	52.7%	30.9%	17.8%
每股收益(元)	1.09	0.90	1.38	1.80	2.12
毛利率(%)	37.2%	31.6%	35.2%	35.6%	35.8%
净利率(%)	5.7%	4.2%	5.6%	6.6%	7.3%
净资产收益率(%)	16.0%	10.9%	14.1%	16.0%	16.1%
市盈率	28.3	34.2	22.4	17.1	14.5
市净率	4.2	3.4	3.0	2.5	2.2

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。

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。

投资评级

买入（维持）

股价（2022年02月09日）	30.78元
目标价格	45.38元
52周最高价/最低价	41.45/27.53元
总股本/流通A股（万股）	473,167/464,578
A股市值（百万元）	145,641
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2022年02月09日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.12	-8.12	-2.26	-2.37
相对表现	-2.2	-13.81	-2.33	13.39
沪深300	4.32	5.69	0.07	-15.76



证券分析师

张颖 021-63325888*6085
zhangying1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514090001
香港证监会牌照：BRW773

联系人

王婉婷 wangwanting@orientsec.com.cn
周天恩 zhoutianen@orientsec.com.cn

相关报告

前三季度业绩预告超预期，立足高质量增长	2021-10-28
中报业绩预告超预期，格局优化助推盈利能力持续改善	2021-07-12
公司业绩稳步增长，经营质量持续改善	2021-05-11

表 1：可比公司估值表（数据截至到 2022.2.9 收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
		2022/2/9	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
紫光股份	000938	22.03	0.66	0.78	0.97	1.21	33.26	28.13	22.80	18.23	
光迅科技	002281	20.82	0.70	0.87	1.04	1.27	29.88	24.07	20.11	16.40	
新易盛	300502	38.25	0.97	1.30	1.66	2.05	39.44	29.37	23.04	18.69	
中际旭创	300308	36.94	1.08	1.10	1.48	1.81	34.15	33.55	25.03	20.42	
移为通信	300590	30.09	0.30	0.56	0.95	1.29	101.28	53.86	31.58	23.33	
调整后平均							36.00	30.00	24.00	19.00	

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	42,929	49,787	60,446	营业收入	90,737	101,451	115,880	128,627	137,135
应收票据、账款及款项融资	22,209	17,862	18,151	20,148	21,480	营业成本	57,008	69,379	75,043	82,803	88,019
预付账款	403	322	368	408	435	营业税金及附加	931	685	782	868	925
存货	27,689	33,689	36,440	40,208	42,740	营业费用	7,869	7,579	8,580	9,494	10,147
其他	18,958	19,445	22,020	24,295	25,814	管理费用及研发费用	17,321	19,792	22,073	23,997	25,496
流动资产合计	102,567	106,977	119,907	134,846	150,916	财务费用	966	421	564	380	152
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	2,528	1,825	1,216
固定资产	9,383	11,914	13,983	15,618	16,979	公允价值变动收益	(214)	39	39	39	39
在建工程	1,172	1,040	1,372	1,716	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	8,650	11,200	13,117
非流动资产合计	38,635	43,658	46,655	48,749	49,990	营业外收入	184	238	238	238	238
资产总计	141,202	150,635	166,563	183,595	200,905	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	8,243	10,793	12,710
应付票据及应付账款	27,729	28,516	34,174	37,708	40,084	所得税	1,385	342	1,059	1,387	1,633
其他	31,996	35,320	39,328	43,420	47,277	净利润	5,777	4,722	7,184	9,406	11,077
流动负债合计	86,371	74,395	84,061	91,687	97,920	少数股东损益	280	446	678	888	1,046
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	6,506	8,518	10,032
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.09	0.90	1.38	1.80	2.12
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	114,179	121,804	128,037		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,875	2,826	3,504	4,392	5,437	成长能力					
实收资本(或股本)	4,228	4,613	4,732	4,732	4,732	营业收入	6.1%	11.8%	14.2%	11.0%	6.6%
资本公积	12,144	23,161	23,043	23,043	23,043	营业利润	1334.1%	-27.6%	58.1%	29.5%	17.1%
留存收益	14,456	17,793	23,376	31,895	41,927	归属于母公司净利润	173.7%	-17.3%	52.7%	30.9%	17.8%
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	52,384	61,790	72,868	毛利率	37.2%	31.6%	35.2%	35.6%	35.8%
负债和股东权益总计	141,202	150,635	166,563	183,595	200,905	净利率	5.7%	4.2%	5.6%	6.6%	7.3%
						ROE	16.0%	10.9%	14.1%	16.0%	16.1%
						ROIC	10.1%	7.0%	9.5%	10.9%	11.3%
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%	66.3%	63.7%
净利润	5,777	4,722	7,184	9,406	11,077	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	1.47	1.54
财务费用	966	421	564	380	152	速动比率	0.82	0.93	0.93	0.96	1.04
投资损失	(249)	(906)	(1,000)	(600)	(600)	营运能力					
营运资金变动	(7,373)	4,245	1,476	(2,275)	(396)	应收账款周转率	2.7	3.5	4.3	4.2	4.2
其它	6,125	(859)	2,489	1,786	1,177	存货周转率	1.9	2.0	1.9	1.9	1.8
经营活动现金流	7,447	10,233	13,434	12,034	15,353	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	1	0	0	每股收益	1.09	0.90	1.38	1.80	2.12
其他	(6,818)	(3,994)	836	411	388	每股经营现金流	1.76	2.22	2.84	2.54	3.24
投资活动现金流	(6,023)	(7,082)	(4,679)	(4,796)	(4,541)	每股净资产	7.41	9.15	10.33	12.13	14.25
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	28.3	34.2	22.4	17.1	14.5
其他	(2,105)	(25,728)	(1,486)	(380)	(152)	市净率	4.2	3.4	3.0	2.5	2.2
筹资活动现金流	5,722	(290)	(1,486)	(380)	(152)	EV/EBITDA	12.3	15.5	11.1	8.9	7.7
汇率变动影响	227	37	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.5	22.4	14.3	11.4	10.0
现金净增加额	7,372	2,897	7,269	6,858	10,659						

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