

中兴通讯 (000063)

证券研究报告

2022年03月09日

收入增长+规模效应体现, ICT/汽车电子等打开更大成长空间

事件

公司发布 2021 年年报, 2021 年公司实现营业收入 1145.2 亿元, 同比增长 12.9%; 实现归母净利润 68.1 亿元, 同比增长 59.9%; 实现扣非净利润 33.1 亿元, 同比增长 219.2%。

我们点评如下:

收入实现双位数同比增长, 三大业务板块、国内/国际市场均实现正增长。公司 2021 年运营商网络收入 757.1 亿元, 同比增长 2.3%, 深度参与国内 5G 及数字化建设, 全球市场稳步成长, 21 年全球 5G 基站发货量第二、光网络全球运营份额第二 (Omedia 截止 21Q3), 市场竞争实力突出。政企收入 130.8 亿元, 同比增长 16.0%, 其中服务器及存储营收翻倍、GoldenDB 获评国内分布式数据库金融行业第一品牌、IDC 智能管理系统商用 14 万+ 机架, 能源、交通、政务、金融、互联网等市场快速增长。消费者业务收入 257.3 亿元, 同比增长 59.2%, 其中手机产品收入同比增长近 40%, 家庭终端收入同比增长超 80%, 5G CPE 全球份额第一, 公司在品牌、产品、渠道全面发力成效显著。

毛利率同比恢复改善, 结构性部分产品毛利率有所下降, 未来整体毛利率有望持续改善。

2021 年公司整体毛利率 35.24%, 同比提升 3.63 个百分点。其中运营商网络毛利率 42.45%, 同比显著提升 8.66 个百分点; 政企业务毛利率 27.05%, 同比下降 1.77 个百分点, 主要由于国际业务毛利率下降; 消费者业务毛利率 18.20%, 同比下降 5.38 个百分点, 主要是手机及海外家庭终端毛利率有所下降。未来随着运营商网络持续优化成本、原材料成本压力逐步缓解、产品结构进一步优化, 公司各业务毛利率有望稳步提升。

规模效应开始显现, 短期费用投入仍然较高, 期待未来规模效应持续体现。公司 2021 年毛利绝对额 403.6 亿元, 相比 2020 年的 320.7 亿元增长超 80 亿元。公司 2021 年销售费用增加 11.5 亿、管理费用增加 4.5 亿、研发费用增加 40.1 亿、财务费用增加 5.4 亿 (其中汇兑损失增加 8.7 亿), 整体费用增加 61.5 亿元。全年看费用的增加慢于毛利绝对额的增长, 规模效应开始体现。同时, 短期高强度的市场和研发投入将进一步强化公司品牌形象和全球竞争力, 推动收入高质量成长, 未来费用率有望逐步摊薄, 汇兑损益的影响也有望减弱, 期待公司规模效应持续体现。

经营性利润显著改善, 整体盈利能力不断优化。

从市场比较关注的经营性利润来看, 2021 年公司投资收益+公允价值变动损益=26.63 亿元, 资产减值损失计提了 15.21 亿元。从归母净利润 68.1 亿元中剔除上述影响后, 公司整体经营性利润 56.7 亿元, 同比增长 60.9%, 经营性利润显著改善。而从公司毛利率、净利率、扣非净利率、ROE 等各项盈利能力指标上看, 21 年均有同比明显改善。随着公司未来各项业务稳步增长、规模效应进一步体现, 公司整体盈利能力有望进一步优化。

拟推进回购, 助力长期成长。

公司计划回购不超过 A 股总股本 2% 的股份, 用于员工持股、股权激励或发行可转债, 有助于强化团队激励或补充现金流, 助力公司长期成长。

展望未来, 5G 新基建、数字化、双碳经济等大趋势下, 公司 1) 运营商市场竞争力突出, 5G 全球份额有望稳步提升; 2) 政企业务加大 IT、5G 行业应用、数字能源、汽车电子等拓展, 打造第二增长曲线, 未来看点众多; 3) 消费者业务品牌、渠道和产品建设成效显著。收入和毛利绝对额的增长之下, 公司规模效应有望持续显现。预计 22-24 年归母净利润 90、110、128 亿元, 对应 22 年 13 倍、23 年 11 倍市盈率, 重申“买入”评级。

风险提示: 运营商资本开支低于预期, 疫情影响超预期, 新业务进展慢于预期, 国际政治因素风险, 回购事项仍需股东大会审批

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	25.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,976.16
流通 A 股股本(百万股)	3,890.28
A 股总市值(百万元)	102,028.33
流通 A 股市值(百万元)	99,824.48
每股净资产(元)	10.88
资产负债率(%)	68.42
一年内最高/最低(元)	41.68/25.00

作者

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

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

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《中兴通讯-公司点评:收入成长+毛利率提升, ICT/汽车电子等打开更大成长空间》 2022-02-06
- 2 《中兴通讯-季报点评:三季度同比加速增长, 成长逻辑不断验证》 2021-10-27
- 3 《中兴通讯-公司点评:同比加速增长, 业绩持续证明自己》 2021-10-17

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	101,450.67	114,521.64	132,237.08	151,259.10	169,772.37
增长率(%)	11.81	12.88	15.47	14.38	12.24
EBITDA(百万元)	23,533.34	33,763.97	17,630.33	20,013.43	21,595.81
净利润(百万元)	4,259.75	6,812.94	9,003.39	11,022.80	12,786.64
增长率(%)	(17.25)	59.94	32.15	22.43	16.00
EPS(元/股)	0.90	1.44	1.90	2.33	2.70
市盈率(P/E)	28.50	17.82	13.49	11.01	9.50
市净率(P/B)	2.80	2.36	2.07	1.80	1.56
市销率(P/S)	1.20	1.06	0.92	0.80	0.72
EV/EBITDA	5.92	3.92	5.07	3.75	3.13

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	35,659.83	50,713.31	58,184.31	66,554.00	74,699.84
应收票据及应收账款	15,891.02	17,509.06	19,223.46	22,792.95	24,366.04
预付账款	321.79	606.78	566.57	898.60	812.47
存货	33,689.31	36,316.75	45,818.15	51,860.17	61,192.51
其他	12,488.91	16,139.88	26,947.92	25,692.15	31,116.36
流动资产合计	98,050.86	121,285.78	150,740.42	167,797.87	192,187.22
长期股权投资	1,713.80	1,684.91	1,684.91	1,684.91	1,684.91
固定资产	11,913.94	11,437.01	11,138.05	10,039.27	8,640.44
在建工程	1,039.90	1,372.87	411.86	123.56	37.07
无形资产	11,440.14	10,547.82	8,137.93	5,728.03	3,318.14
其他	17,549.85	15,849.73	15,849.73	15,849.73	15,849.73
非流动资产合计	43,657.63	40,892.34	37,222.48	33,425.50	29,530.29
资产总计	150,634.91	168,763.43	187,962.90	201,223.37	221,717.51
短期借款	10,559.16	8,946.94	11,200.54	10,062.11	10,720.42
应付票据及应付账款	28,515.79	33,274.64	39,473.41	47,351.76	53,479.01
其他	20,321.85	20,362.03	39,491.62	41,261.54	43,729.11
流动负债合计	59,396.80	62,583.60	90,165.57	98,675.41	107,928.55
长期借款	22,614.30	29,908.44	29,939.74	25,000.00	25,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7,503.12	6,882.07	6,882.07	6,882.07	6,882.07
非流动负债合计	30,117.43	36,790.51	36,821.81	31,882.07	31,882.07
负债合计	104,512.40	115,475.77	126,987.38	130,557.48	139,810.61
少数股东权益	2,825.70	1,805.57	2,289.85	3,161.99	4,173.68
股本	4,613.44	4,730.80	4,731.67	4,731.67	4,731.67
资本公积	23,275.81	25,359.96	25,359.96	25,359.96	25,359.96
留存收益	17,792.95	23,678.35	30,881.06	39,699.30	49,928.61
其他	(2,385.39)	(2,287.02)	(2,287.02)	(2,287.02)	(2,287.02)
股东权益合计	46,122.51	53,287.66	60,975.52	70,665.90	81,906.90
负债和股东权益总计	150,634.91	168,763.43	187,962.90	201,223.37	221,717.51

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4,721.69	7,035.89	9,003.39	11,022.80	12,786.64
折旧摊销	3,565.19	4,182.55	4,269.86	4,396.98	4,495.21
财务费用	1,936.07	1,331.56	207.54	(195.03)	(692.75)
投资损失	(906.41)	(1,564.19)	(1,400.00)	(1,200.00)	(1,000.00)
营运资金变动	(58.77)	2,117.66	(5,171.62)	1,860.51	(6,848.69)
其它	974.87	2,620.07	1,605.35	1,990.17	2,064.61
经营活动现金流	10,232.65	15,723.53	8,514.52	17,875.42	10,805.03
资本支出	6,524.36	3,552.22	600.00	600.00	600.00
长期投资	(613.49)	(28.89)	0.00	0.00	0.00
其他	(12,992.99)	(14,115.76)	(1,800.00)	(1,800.00)	(1,800.00)
投资活动现金流	(7,082.11)	(10,592.44)	(1,200.00)	(1,200.00)	(1,200.00)
债权融资	(2,445.72)	3,591.67	2,077.36	(5,883.14)	1,351.06
股权融资	3,952.97	2,299.88	(1,920.88)	(2,422.59)	(2,810.25)
其他	(1,797.16)	(3,113.03)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(289.91)	2,778.51	156.48	(8,305.74)	(1,459.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,860.63	7,909.60	7,471.00	8,369.69	8,145.84

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	101,450.67	114,521.64	132,237.08	151,259.10	169,772.37
营业成本	69,379.22	74,159.85	84,481.61	97,678.31	109,997.20
营业税金及附加	684.62	787.47	859.54	983.18	1,103.52
销售费用	7,578.84	8,733.15	9,692.98	10,134.36	11,204.98
管理费用	4,995.00	5,444.61	5,884.55	6,655.40	7,300.21
研发费用	14,797.03	18,804.01	21,157.93	22,991.38	25,465.86
财务费用	420.54	962.91	207.54	(195.03)	(692.75)
资产/信用减值损失	(642.82)	(1,790.24)	(900.00)	(750.00)	(600.00)
公允价值变动收益	39.02	1,099.36	1,000.00	900.00	800.00
投资净收益	906.41	1,564.19	1,400.00	1,200.00	1,000.00
其他	(2,177.89)	(3,919.78)	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,470.72	8,676.11	11,452.92	14,361.48	16,593.35
营业外收入	237.76	250.09	300.11	360.13	432.16
营业外支出	644.31	427.27	448.63	471.07	494.62
利润总额	5,064.17	8,498.93	11,304.40	14,250.55	16,530.89
所得税	342.47	1,463.04	1,695.66	2,137.58	2,479.63
净利润	4,721.69	7,035.89	9,608.74	12,112.97	14,051.25
少数股东损益	445.70	222.95	605.35	1,090.17	1,264.61
归属于母公司净利润	4,259.75	6,812.94	9,003.39	11,022.80	12,786.64
每股收益(元)	0.90	1.44	1.90	2.33	2.70

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	11.81%	12.88%	15.47%	14.38%	12.24%
营业利润	-27.56%	58.59%	32.01%	25.40%	15.54%
归属于母公司净利润	-17.25%	59.94%	32.15%	22.43%	16.00%
获利能力					
毛利率	31.61%	35.24%	36.11%	35.42%	35.21%
净利率	4.20%	5.95%	6.81%	7.29%	7.53%
ROE	9.84%	13.23%	15.34%	16.33%	16.45%
ROIC	21.55%	29.19%	39.34%	45.10%	64.23%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	69.38%	68.42%	67.56%	64.88%	63.06%
净负债率	-0.83%	-20.42%	-26.35%	-43.18%	-46.40%
流动比率	1.44	1.63	1.67	1.70	1.78
速动比率	0.99	1.16	1.16	1.17	1.21
营运能力					
应收账款周转率	5.69	6.86	7.20	7.20	7.20
存货周转率	3.31	3.27	3.22	3.10	3.00
总资产周转率	0.70	0.72	0.74	0.78	0.80

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.90	1.44	1.90	2.33	2.70
每股经营现金流	2.16	3.32	1.80	3.78	2.28
每股净资产	9.15	10.88	12.40	14.27	16.43

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	28.50	17.82	13.49	11.01	9.50
市净率	2.80	2.36	2.07	1.80	1.56
EV/EBITDA	5.92	3.92	5.07	3.75	3.13
EV/EBIT	6.98	4.47	6.69	4.80	3.96

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com