

➤ **事件概述：**2022 年 3 月 8 日，公司发布 2021 年年度报告，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%，实现扣非归母净利润 33.1 亿元，同比增长 219.2%，业绩符合我们预期。

➤ **营收端，两大地区三大业务均有增长，基本盘稳固，第二成长曲线动能充沛**

分地区看，国内市场营收 780.7 亿元，同比增长 14.7%，国际市场营收 364.5 亿元，同比增长 9.1%，国内营收占比进一步提升至 68.2%。

分业务看，运营商网络营收 757.1 亿元，同比增长 2.3%，主要得益于国内招标份额提升和海外东南亚等价值市场的拓展；政企业务营收 130.8 亿元，同比增长 16.0%，国内政企业务营收同比增长超 40%，其中服务器存储营收翻倍，数据中心、GoldenDB 分布式数据库等拳头产品规模进入头部企业，品牌影响力不断提升；消费者业务营收 257.3 亿元，同比增长 59.2%，其中家庭终端营收同比增长超 80%，手机营收同比增长近 40%。

展望未来，据工信部发言人田玉龙表示，22 年目标新建 5G 基站 60 万以上（21 年新建 65.4 万站），我们认为此目标较为合理，符合 5G 建设周期“缓而长”的规律。

“十四五”数字经济规划重点强调千兆宽带建设，固网亦迎来发展机遇。在运营商网络总量维稳和竞争格局优化的背景下，公司基本盘稳固。政企业务市场拓展中，公司近期亦取得突破，在中国电信 2022-2023 年服务器集采中，是 12 家厂商中唯二全标包入围的厂商，我们认为未来以政企业务为代表的第二成长曲线动能充沛。

➤ **毛利率同比改善，22 年盈利增长可期**

21 年公司整体毛利率为 35.24%，同比提升 3.63pct。其中，运营商网络毛利率为 42.45%，同比提升 8.66pct，政企业务毛利率为 27.05%，同比下降 1.77pct，消费者业务毛利率为 18.20%，同比下降 5.38pct。目前运营商集采中头部厂商的报价趋于理性，伴随公司自研芯片占比持续提升，以及 21 年下半年 5G 基站订单的收入逐步确认，运营商网络的毛利率有望进一步改善，公司整体毛利率有进一步提升空间。

➤ **费用结构优化，研发费用率提升，销售费用率趋稳，管理费用率下降。**

公司持续加强 5G、数字化等关键领域研发投入，夯实长期竞争力，全年研发投入 188.04 亿元，研发费用率为 16.42%，同比提升 1.82pct。加大政企、消费者渠道端投入，销售费用率为 7.63%，同比提升 0.16pct。同时管理效率亦有所提升，管理费用率为 4.75%，同比下降 0.17pct。

**投资建议：**伴随毛利率提升、费用结构优化，公司利润有望充分释放，我们预计公司 22-24 年净利润分别为 85 亿/103 亿/121 亿，对应 PE 为 14 倍/12 倍/10 倍，公司近 5 年估值中枢为 31 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**运营商资本开支不及预期，政企业务拓展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 114,522 | 131,729 | 150,381 | 169,430 |
| 增长率 (%)          | 12.9    | 15.0    | 14.2    | 12.7    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 6,813   | 8,478   | 10,287  | 12,077  |
| 增长率 (%)          | 59.3    | 24.4    | 21.3    | 17.4    |
| 每股收益 (元)         | 1.47    | 1.79    | 2.17    | 2.55    |
| PE               | 17      | 14      | 12      | 10      |
| PB               | 3.1     | 2.1     | 1.8     | 1.6     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 08 日收盘价）

**推荐**

维持评级

当前价格：

25.66 元



**分析师：马天诣**

执业证号：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

**研究助理：于一铭**

执业证号：S0100121090001

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

### 相关研究

- 1.中兴通讯 (000063.SZ) 公司点评报告: 业绩同比高增长，第二成长曲线未来可期
- 2.中兴通讯(000063):定增收购中兴微落地，协同效应值得期待
- 3.中兴通讯(000063):固本拓新，第二曲线增长动能强劲
- 4.中兴通讯(000063):Q3 业绩大增，看好 ICT 龙头盈利持续释放

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 114,522 | 131,729 | 150,381 | 169,430 |
| 营业成本      | 74,160  | 85,166  | 96,982  | 109,464 |
| 营业税金及附加   | 787     | 843     | 962     | 1,084   |
| 销售费用      | 8,733   | 9,616   | 10,978  | 12,199  |
| 管理费用      | 5,445   | 5,664   | 6,316   | 6,777   |
| 研发费用      | 18,804  | 21,604  | 24,663  | 27,109  |
| EBIT      | 7,447   | 8,835   | 10,481  | 12,796  |
| 财务费用      | 963     | 1,210   | 1,348   | 1,273   |
| 资产减值损失    | -1,521  | -1,514  | -491    | -667    |
| 投资收益      | 1,564   | 1,317   | 1,053   | 1,186   |
| 营业利润      | 8,676   | 9,782   | 11,991  | 14,728  |
| 营业外收支     | -177    | -50     | -50     | -50     |
| 利润总额      | 8,499   | 9,732   | 11,941  | 14,678  |
| 所得税       | 1,463   | 973     | 1,313   | 2,202   |
| 净利润       | 7,036   | 8,759   | 10,627  | 12,477  |
| 归属于母公司净利润 | 6,813   | 8,478   | 10,287  | 12,077  |
| EBITDA    | 12,035  | 12,701  | 14,544  | 16,916  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 50,713  | 65,864  | 75,191  | 84,715  |
| 应收账款及票据     | 17,509  | 19,850  | 21,836  | 24,602  |
| 预付款项        | 607     | 564     | 622     | 896     |
| 存货          | 36,317  | 40,126  | 46,993  | 53,306  |
| 其他流动资产      | 22,725  | 25,302  | 26,445  | 26,468  |
| 流动资产合计      | 127,871 | 151,706 | 171,086 | 189,986 |
| 长期股权投资      | 1,685   | 1,485   | 1,385   | 1,385   |
| 固定资产        | 11,437  | 12,349  | 13,384  | 13,060  |
| 无形资产        | 8,095   | 7,385   | 7,136   | 5,359   |
| 非流动资产合计     | 40,892  | 40,149  | 39,835  | 36,844  |
| 资产合计        | 168,763 | 191,855 | 210,921 | 226,830 |
| 短期借款        | 8,947   | 11,977  | 18,620  | 14,193  |
| 应付账款及票据     | 33,275  | 34,742  | 39,413  | 44,050  |
| 其他流动负债      | 36,464  | 43,829  | 47,559  | 53,147  |
| 流动负债合计      | 78,685  | 90,548  | 105,592 | 111,390 |
| 长期借款        | 29,908  | 33,556  | 33,556  | 33,556  |
| 其他长期负债      | 6,882   | 7,300   | 2,702   | 2,702   |
| 非流动负债合计     | 36,791  | 40,856  | 36,258  | 36,258  |
| 负债合计        | 115,476 | 131,403 | 141,850 | 147,648 |
| 股本          | 4,731   | 4,732   | 4,732   | 4,732   |
| 少数股东权益      | 1,806   | 2,086   | 2,426   | 2,825   |
| 股东权益合计      | 53,288  | 60,451  | 69,071  | 79,182  |
| 负债和股东权益合计   | 168,763 | 191,855 | 210,921 | 226,830 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 12.88  | 15.03  | 14.16  | 12.67  |
| EBIT 增长率        | 47.66  | 18.65  | 18.62  | 22.09  |
| 净利润增长率          | 59.33  | 24.44  | 21.34  | 17.40  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 35.24  | 35.35  | 35.51  | 35.39  |
| 净利润率            | 6.14   | 6.65   | 7.07   | 7.36   |
| 总资产收益率 ROA      | 4.04   | 4.42   | 4.88   | 5.32   |
| 净资产收益率 ROE      | 13.23  | 14.53  | 15.44  | 15.82  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 1.63   | 1.68   | 1.62   | 1.71   |
| 速动比率            | 1.07   | 1.10   | 1.07   | 1.13   |
| 现金比率            | 0.64   | 0.73   | 0.71   | 0.76   |
| 资产负债率 (%)       | 68.42  | 68.49  | 67.25  | 65.09  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数        | 55.80  | 55.00  | 53.00  | 53.00  |
| 存货周转天数          | 178.74 | 177.75 | 177.99 | 178.74 |
| 总资产周转率          | 0.68   | 0.69   | 0.71   | 0.75   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.47   | 1.79   | 2.17   | 2.55   |
| 每股净资产           | 10.88  | 12.34  | 14.08  | 16.14  |
| 每股经营现金流         | 3.32   | 2.96   | 3.16   | 4.08   |
| 每股股利            | 0.30   | 0.36   | 0.43   | 0.51   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 17     | 14     | 12     | 10     |
| PB              | 3.1    | 2.1    | 1.8    | 1.6    |
| EV/EBITDA       | 12.31  | 8.08   | 6.87   | 5.08   |
| 股息收益率 (%)       | 1.17   | 1.40   | 1.69   | 1.99   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 7,036   | 8,759  | 10,627 | 12,477 |
| 折旧和摊销       | 4,588   | 3,865  | 4,064  | 4,120  |
| 营运资金变动      | 3,615   | -721   | -1,473 | 1,030  |
| 经营活动现金流     | 15,724  | 14,003 | 14,931 | 19,325 |
| 资本开支        | -5,466  | -3,553 | -4,033 | -1,293 |
| 投资          | -5,548  | -49    | -347   | -539   |
| 投资活动现金流     | -10,592 | -2,285 | -3,328 | -645   |
| 股权募资        | 538     | 1      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 5,309   | 6,677  | 6,643  | -4,427 |
| 筹资活动现金流     | 2,779   | 3,433  | -2,277 | -9,156 |
| 现金净流量       | 7,668   | 15,151 | 9,326  | 9,524  |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001