

中兴通讯 (000063)

证券研究报告

2022年06月15日

运营商全球份额继续提升，汽车电子等第二曲线前景广阔

事件：

Dell'Oro 最新数据显示，2022 年第一季度全球电信设备市场同比增长 4%-5%。Top 7 供应商占据约 80% 市场份额，中兴通讯 2022 年一季度市场份额达到接近 12%，较 2018 年上升了约 4 个百分点。

近日中兴通讯与泰国第一大移动运营商 AIS 在泰国曼谷签署战略合作协议，支持 AIS 升级 5G 等重要技术。此前 AIS 计划将资本开支从 2021 年的 250 亿泰铢提升到 2022 年的 300-350 亿泰铢(约合 57.72-67.34 亿人民币)。

我们点评如下：

全球电信设备市场稳步增长，中兴通讯全球市场份额持续提升，核心竞争力突出，运营业务有望持续稳健成长。

全球电信设备市场稳步增长，区域市场上看，北美地区同比增长 13%，欧洲、中东及非洲 (EMEA) 地区中等个位数增长，抵消了亚太地区疲软的发展趋势。22Q1 整体电信设备市场同比增长 4%-5%，主要源于有线相关设备的强劲需求和无线设备市场方面的温和增长。中兴通讯深度参与全球 4G/5G 网络以及宽带网络建设，在全球电信设备市场份额稳步提升，在连续三年的份额稳步增长后，22Q1 中兴全球份额达到接近 12%，较 2018 年上升了约 4 个百分点，海外重要运营商 5G 网络升级合作逐步落地，反映出公司不断增强的核心竞争力。公司运营业务稳定成长，奠定整体业务长期成长基础。

运营商第一成长曲线之外，消费者和政企业务看点众多，成长逻辑不断兑现，第二成长曲线拉动公司收入加速成长。

1) 消费者业务持续放量，22Q1 海外消费者营收同比增长近 30%，近期公司在移动 10GPON 招标份额第一，家庭智能终端等产品市场竞争力突出；2) 发力服务器及存储、汽车电子、数字能源等业务在内的“第二曲线”布局，近期公司在电信 22-23 年服务器集采数个标包份额均位列前二、联通 22 年云服务器集采 32 亿大标份额第一、移动 21-22 年高端路由器交换机多个标包份额前二，政企和消费者业务成长逻辑不断兑现。汽车电子立足 GoldenOS 操作系统、车规级芯片、计算平台等底层核心能力，有望逐步建设汽车生态，期待未来汽车电子项目持续落地。

盈利能力持续改善不断印证，规模效应持续体现。

22Q1 公司整体毛利率 37.78%，同比提升 2.34 个百分点。运营商市场发展规律上看，公司 5G 设备等毛利率有望持续提升。政企、消费者业务收入规模快速增长，成本也有望进一步摊薄。收入和毛利绝对额的增长之下，费用偏刚性，规模效应有望持续显现，经营性利润有望持续快速增长，22Q1 扣非净利润创历史新高，业绩成长性不断印证，规模效应持续体现。

盈利预测与投资建议：

2022 年是公司战略超越期的开启之年，公司 1) 运营商市场竞争力突出，全球份额有望持续提升；2) 政企业务加大 IT、5G 行业应用、汽车电子等拓展，打造第二增长曲线；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，费用偏刚性，规模效应有望持续显现，经营性利润有望持续快速增长。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，全球疫情影响超预期，新业务进展慢于预期，国际政治因素风险

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 | 24.77 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 3,979.23 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 3,893.32 |
| A 股总市值(百万元) | 98,565.46 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 96,437.50 |
| 每股净资产(元) | 11.35 |
| 资产负债率(%) | 69.14 |
| 一年内最高/最低(元) | 41.68/21.39 |

作者

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

姜佳讯 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

- 《中兴通讯-公司深度研究:数字经济筑路者, ICT 龙头助力全球数字经济发展》2022-05-10
- 《中兴通讯-季报点评:扣非利润大幅增长,收入稳步成长规模效应持续体现》2022-04-26
- 《中兴通讯-年报点评报告:收入增长+规模效应体现, ICT/汽车电子等打开更大成长空间》2022-03-09

| 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 | 9,006.40 | 11,028.73 | 12,792.73 |
| 增长率(%) | (17.25) | 59.94 | 32.20 | 22.45 | 15.99 |
| EPS(元/股) | 0.90 | 1.44 | 1.90 | 2.33 | 2.70 |
| 市盈率(P/E) | 27.53 | 17.21 | 13.02 | 10.63 | 9.17 |
| 市净率(P/B) | 2.71 | 2.28 | 1.99 | 1.73 | 1.51 |
| 市销率(P/S) | 1.16 | 1.02 | 0.89 | 0.78 | 0.69 |
| EV/EBITDA | 5.92 | 3.92 | 4.83 | 3.53 | 2.93 |

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 | 11,016.81 | 9,873.28 | 10,526.24 |
| 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 | 89,981.84 | 98,486.58 | 107,734.36 |
| 长期借款 | 22,614.30 | 29,908.44 | 29,939.85 | 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 | 36,821.92 | 31,882.07 | 31,882.07 |
| 负债合计 | 104,512.40 | 115,475.77 | 126,803.75 | 130,368.65 | 139,616.43 |
| 少数股东权益 | 2,825.70 | 1,805.57 | 2,290.01 | 3,162.62 | 4,174.79 |
| 股本 | 4,613.44 | 4,730.80 | 4,734.73 | 4,734.73 | 4,734.73 |
| 资本公积 | 23,275.81 | 25,359.96 | 25,537.95 | 25,537.95 | 25,537.95 |
| 留存收益 | 17,792.95 | 23,678.35 | 30,883.47 | 39,706.45 | 49,940.63 |
| 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 | 61,159.14 | 70,854.73 | 82,101.09 |
| 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 | 9,006.40 | 11,028.73 | 12,792.73 |
| 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 | 203.77 | (202.69) | (700.62) |
| 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 | 1,605.55 | 1,990.75 | 2,065.22 |
| 经营活动现金流 | 10,232.65 | 15,723.53 | 8,513.95 | 17,874.28 | 10,803.85 |
| 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 | 1,897.52 | (5,880.69) | 1,353.58 |
| 股权融资 | 3,952.97 | 879.67 | (1,740.47) | (2,423.90) | (2,811.59) |
| 其他 | (1,797.16) | (1,692.82) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (289.91) | 2,778.51 | 157.05 | (8,304.59) | (1,458.01) |
| 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 | 203.77 | (202.69) | (700.62) |
| 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 | 11,456.70 | 14,369.14 | 16,601.22 |
| 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 | 11,308.18 | 14,258.21 | 16,538.76 |
| 所得税 | 342.47 | 1,463.04 | 1,696.23 | 2,138.73 | 2,480.81 |
| 净利润 | 4,721.69 | 7,035.89 | 9,611.95 | 12,119.48 | 14,057.95 |
| 少数股东损益 | 445.70 | 222.95 | 605.55 | 1,090.75 | 1,265.22 |
| 归属于母公司净利润 | 4,259.75 | 6,812.94 | 9,006.40 | 11,028.73 | 12,792.73 |
| 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% | 32.05% | 25.42% | 15.53% |
| 归属于母公司净利润 | -17.25% | 59.94% | 32.20% | 22.45% | 15.99% |
| 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% | 7.54% |
| ROE | 9.84% | 13.23% | 15.30% | 16.29% | 16.42% |
| 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% | 67.46% | 64.79% | 62.97% |
| 净负债率 | -0.83% | -20.42% | -26.57% | -43.33% | -46.52% |
| 流动比率 | 1.44 | 1.63 | 1.68 | 1.70 | 1.78 |
| 速动比率 | 0.99 | 1.16 | 1.17 | 1.18 | 1.22 |
| 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) | | | | | |
| 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 | 9.14 | 10.87 | 12.43 | 14.30 | 16.46 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 27.53 | 17.21 | 13.02 | 10.63 | 9.17 |
| 市净率 | 2.71 | 2.28 | 1.99 | 1.73 | 1.51 |
| EV/EBITDA | 5.92 | 3.92 | 4.83 | 3.53 | 2.93 |
| EV/EBIT | 6.98 | 4.47 | 6.37 | 4.52 | 3.70 |

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