

第一二曲线增长联袂而至，ICT 产业巨头再 辟新篇章

——中兴通讯(000063.SZ)首次覆盖报告

报告要点:

● **公司是全球领先 ICT 解决方案提供商，2021 年三大业务齐头并进**
公司是全球领先的综合通信信息解决方案提供商，主营业务主要分为运营商业务、政企业务和消费者业务三类。2021 年业绩同比增长 2.29%、59.22% 和 16.03%。同期公司实现归母净利润 68.13 亿元，同比增长 59.94%。

● **公司是全球前四设备商，第一增长曲线稳中向好**
第一曲线业务主要为传统无线、有线产品。2022Q1 供应商格局状况相对稳定，Top 7 供应商占据了整个电信设备市场约 80% 的份额。公司在 2022 年开局稳固，主要受宽带接入份额增长的推动，在 2022 年第一季度的电信设备收入份额在接近 12%，自 2018 年以来上升了约 4 个百分点。预计中兴市场份额将继续提升。此外，我国加速 5G 建设和 5G 应用落地也将较大程度支持公司通信设备业务的发展。

● **政策推动数据经济发展，公司发力第二增长曲线**
公司的第二曲线业务主要为以服务器及存储、终端、数字能源、汽车电子为代表的的新兴业务。网络基础设施作为新基建的一部分，是拉动经济发展的重要组成部分。当前我国正在发展经济新动能，云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链等新一代信息技术支撑的数字经济。公司作为数字经济筑路者，将深入推进数字化转型，发挥龙头作用，助力全球数字经济发展固本拓新，实现跨越式发展。

● **投资建议与盈利预测**
公司摆脱包袱后业绩快速上升，近两年业绩波动主要受深圳湾超级总部基地项目经营权委托造成的土地非经常损益、努比亚手机品牌长期股权投资计提减值以及上游元器件价格等因素影响，但整体上呈上升趋势。随着海内外 5G 建设推进和 5G 应用落地，核心运营商业盈利有望提升。预计 2022-2024 年公司收入分别为 1312.38 亿、1495.66 亿、1703.96 亿，净利润为 87.13 亿、100.31 亿、112.17 亿，对应当前股价的 PE 为 13.24、11.5、10.29。相较可比公司，存在一定估值优势。首次评级，给予“增持”评级。

● **风险提示**
新业务拓展不及预期、市场竞争加剧、汇率波动的风险、商誉计提风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	101450.67	114521.64	131237.98	149566.38	170396.35
收入同比(%)	11.81	12.88	14.60	13.97	13.93
归母净利润(百万元)	4259.75	6812.94	8713.44	10031.26	11217.29
归母净利润同比(%)	-17.25	59.94	27.90	15.12	11.82
ROE(%)	9.84	13.23	14.82	14.98	14.75
每股收益(元)	0.90	1.44	1.84	2.12	2.37
市盈率(P/E)	27.09	16.94	13.24	11.50	10.29

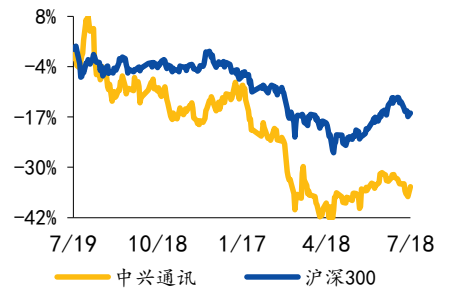
资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所（收盘价日期为 2022/07/18）

增持|首次推荐

基本数据

52 周最高/最低价(元): 41.06 / 21.79
A 股流通股(百万股): 4649.92
A 股总股本(百万股): 4735.83
流通市值(百万元): 113411.54
总市值(百万元): 115506.86

过去一年股价走势



资料来源：同花顺 ifind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敬
执业证书编号 S0020521060001
电话 021-51097188
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

目 录

1.全球领先的 ICT 解决方案提供商，扬帆再起航.....	4
1.1 三十年沉淀，打造全 ICT 产业链.....	4
1.2 国有控股，授权经营	7
1.3 2021 漂亮收官，未来业绩持续向好.....	8
2.第一二曲线联动发展，公司充分受益 5G 大周期	11
2.1 第一增长曲线业务主要为传统无线、有线产产品，稳中求进	11
2.1.1 国内 5G 建设：5G 建设持续推进，公司地位有望提高	11
2.1.2 海外 5G 建设：5G 建设逐渐起步，公司市场份额进一步提升	14
2.2 5G 应用逐步落地，应用场景逐渐拓展，第二曲线业务成新增长点.....	16
2.2.1 高清视频及 AR/VR 市场发展潜力大，助力公司消费者业务.....	16
2.2.2 工业互联网行业景气上行，公司有望受益工业互联网行业的长期繁荣	18
2.2.3 汽车智能化程度不断迭代，汽车电子有望成为公司重要的收入和利润贡献点.....	19
3.政策推动数字经济发展，强化网络需求	21
3.1 国家政策推动数字经济发展	21
3.2 新基建成为宏观经济新动能	23
4.盈利预测与估值分析	24
4.1 核心假设	24
4.2 盈利预测	24
5.风险提示.....	25

图表目录

图 1：中兴通讯发展历程.....	4
图 2：公司主营业务.....	5
图 3：公司 5G 服务方案	5
图 4：中兴通讯研发人员情况	5
图 5：中兴通讯研发投入情况	5
图 6：中兴 M-ICT2.0 战略提出 ICT 行业发展的五大趋势	6
图 7：中兴通讯前十大股东与子公司	8
图 8：中兴通讯合法合规体系	9
图 9：中兴通信收入及增速	10
图 10：中兴通信净利润及增速	10
图 11：中兴通讯毛利率及净利率.....	10
图 12：中兴通讯费用率情况	10
图 13：中兴通讯按行业划分收入结构	11
图 14：中兴通讯按行业划分各业务毛利率	11
图 15：2016-2021 年移动电话基站发展情况	12

图 16: 三大运营商资本开支	12
图 17: 三大运营商 5G 投资额	12
图 18: 全球 5G 网络投资状态 (截止 2022 年 1 月)	14
图 19: 2018-2027 全球通信设备市场规模及其预测 (亿美元)	15
图 20: 全球设备商市场份额	16
图 21: 2017-2022 中国超高清视频市场规模 (万亿元)	17
图 22: 2016-2021 年中国 VR/AR 行业市场规模及预测	18
图 23: 2016-2021 年中国工业互联网专利申请数量 (项)	19
图 24: 2017-2021 年中国工业互联网增加值规模情况	19
图 25: 中国 L1 至 L5 自动驾驶汽车的出货量	20
表 1: 中兴通讯主要业务概况	7
表 2: 中兴事件回顾	9
表 3: 中国市场 5G 主设备集采规模概况 (截止 2021 年 8 月 1 日)	13
表 4: 五大设备商中国 5G 主设备市场份额分布	14
表 5: 数字经济相关政策	22
表 6: 盈利预测	24
表 7: 可比公司估值	25

1. 全球领先的 ICT 解决方案提供商，扬帆再起航

1.1 三十年沉淀，打造全 ICT 产业链

中兴通讯股份有限公司是全球领先的综合通信信息解决方案提供商，致力于为全球电信运营商、政企客户和消费者提供创新的技术与产品解决方案。公司成立于 1985 年，在香港和深圳两地上市，为首家在香港联交所主板上市的 A 股公司，是全球前四的通信设备供应商，同时是全球 5G 技术研究和标准制定的主要参与者和贡献者，业务覆盖超过 160 个国家或地区，服务全球 1/4 以上人口，致力于实现“让沟通与信任无处不在”的美好未来。中兴通讯坚持以持续技术创新为客户不断创造价值，践行“数字经济筑路者”的自身定位，深度聚焦 ICT 基础设施，与合作伙伴和合共生，助力全球数字经济可持续发展。

创立历程从西安到深圳，从深圳到全球。中兴通讯创始人侯为贵先生，原任职于西安电子技术研究所，隶属于中国航天科技集团公司第九研究所，负责跟进研究计算机芯片即半导体技术，1985 年前往深圳创办了中兴通讯前身——中兴半导体有限公司。1986 年，深圳研究所成立，中兴走上了自主研发的道路。1997 年，中兴通讯首次公开发行 A 股并在深交所上市。2004 年，公司公开发行 H 股并在香港联交所上市。2009 年，中兴成为世界前五大智能手机厂商。2015 年，中兴海外收入占比超过 50%，已成为一家全球化的电信企业。2018 年，经历禁运风波之后的中兴通讯恢复正常生产，公司集中资源投入 5G 建设，5G 测试进度已全面赶上国家测试进展，目前已成为 5G 的领导者。

图 1：中兴通讯发展历程

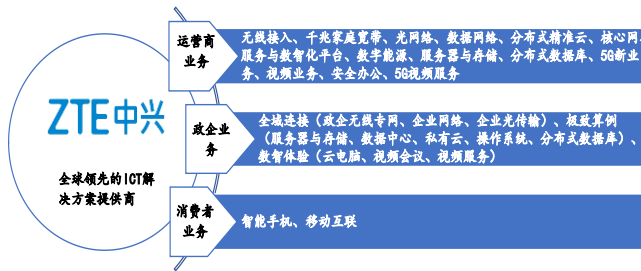


资料来源：公司官网，头豹研究院，国元证券研究所

公司主营业务主要分为运营业务、政企业务和消费者业务三类。其中，运营业务聚焦运营商网络演进需求，包含无线接入、有线接入、承载网络、核心网、电信软件系统与服务等创新技术和产品解决方案；政企业务聚焦能源、交通、政务、金融、互联网、大企业，包括基于“通讯网络、物联网、大数据、云计算”为政府以及企业提

供各类信息化解决方案的产品或服务；消费者业务聚焦消费者的智能体验，包括智能手机、移动数据终端、家庭信息终端、融合创新终端等产品，以及相关的软件应用与增值服务。此外，中兴提供全面的5G 规建维优营服务，通过引入大数据和 AI 技术，提升自动化、智能化服务能力，助力运营商和行业合作伙伴 5G 业务发展。

图 2：公司主营业务



资料来源：公司官网，国元证券研究所

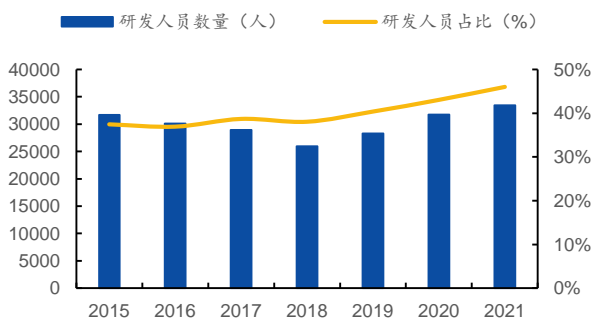
图 3：公司 5G 服务方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

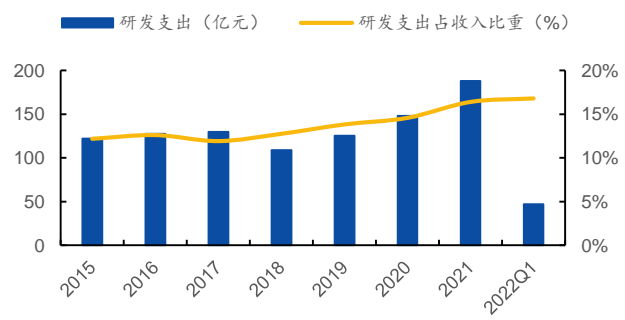
公司研发实力强，研发投入全 A 领先。中兴通讯在全国设立了 11 家研发机构，坚持以持续技术创新为客户不断创造价值，研发投入连续多年保持在营业收入 10% 以上，领先于其他 A 股上市公司，并且在持续加大，2022Q1 研发支出占收入的比重达到 16.82%。近年来研发人员也快速增长，2021 年研究人员占比达到 46.05%。截至 2021 年 12 月 31 日，中兴通讯拥有全球专利申请量 8.4 余万件，已授权专利超过 4.2 万件，累计获得中国专利奖 10 项金奖。

图 4：中兴通讯研发人员情况



资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所

图 5：中兴通讯研发投入情况



资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所

芯片设计能力优秀，打破国际垄断。中兴通讯控股子公司中兴微电子是国内领先的芯片设计开发企业之一，是公司从事芯片设计、开发的经营主体。无线产品领域，中兴

微电子 5G 的 7nm 核心芯片已实现商用，基于 7nm 自研芯片的高性能、全系列的无线产品助力运营商打造高性价比、平滑演进的 5G 网络；有线产品领域，中兴微电子自研核心专用芯片的上市实现了产品的高集成度、高性能、低功耗，极大地提升了有线产品的竞争力。目前公司已具备业界领先的芯片全流程设计能力，并以工艺—芯片—产品的持续迭代，有效支撑产品竞争力引领。

30 多年精耕细作，布局 ICT 完整产业链。在 ICT 发展的趋势下，相关公司需要具备有线/无线网络、终端、计算和存储系统等全产品解决方案。中兴通讯凭借在传统 ICT 及 IT 领域 30 多年的精耕细作，已经具有了完整的产业链布局，在南京、长沙、深圳、成都、上海等五地设立了服务器、存储研发中心，拥有 1000 多名研发、测试、市场、售后、生产、及其他职能人员，是业内为数不多的同时具有自主研发硬件设备、操作系统、数据库、存储软件及虚拟化软件的厂商，已成为 ICT 产业链生态布局最广泛的厂商之一。

图 6：中兴 M-ICT2.0 战略提出 ICT 行业发展的五大趋势



资料来源：公司官网，国元证券研究所

表 1：中兴通讯主要业务概况

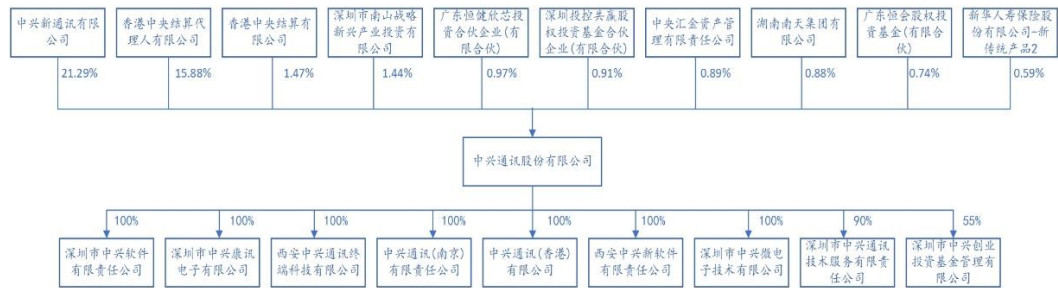
公司业务 涉及领域	发展概况
芯片领域	具有超过 26 年的研发积累，在先进工艺、核心 IP、封装和架构创新、数字化高效开发等方面持续强化投入，已具备业界领先的芯片全流程设计能力，并以工艺—芯片—产品的持续迭代，有效支撑产品竞争力引领。
无线领域	面向运营商客户和行业客户打造高性能、绿色、智能的无线通讯网络。其中，极致 5G 网络以 5G 新型立体覆盖、增强分布式天线、时频双聚合等创新技术从网络侧强化用户感知、降低建网成本、提升频谱效率。
光传输领域	200G+光传输国内市场份额稳居前二，OXC 已在中国移动省际骨干传送网率先商用，并在浙江、广东、江苏、云南等十余个省份的省干和本地网规模部署。
视频领域	多业务融合的视频云平台，以微服务架构实现原有业务功能提升及新业务孵化，持续聚焦超低时延、低码高清、视频超分、抗弱网用户体验、自由视点、机器视觉、SLAM/点云等技术，不断提升用户体验。
终端领域	在业界率先采用融合计算影像技术，发布三主摄四阵列融合计算影像手机中兴 Axon 30 Ultra，实现多主摄移动影像。
能源领域	在新基建和双碳经济发展驱动下，本集团基于数字化、智能化新技术，打造涵盖发电侧、电网侧、用户侧多业务场景下的新型数字能源解决方案，与各行业合作伙伴一起，助力传统能源变革和新能源应用拓展。
产业数字化领域	发布《企业 IT 数字化能力和运营效果成熟度模型》《数字化可信服务能力要求》《数字化转型解决方案》，为行业数字化转型提供了明确的标准和方案。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 国有控股，授权经营

公司目前第一大股东为中兴新通讯有限公司，占股 21.29%，为公司的实际控制人。中兴新通讯的股东包括中兴维先通设备有限公司、西安电子技术研究所、深圳航天广宇工业有限公司，分别占股 49%、34%、14.5%。其中，中兴维先通设备有限公司持股人侯为贵先生为中兴通讯创始人，西安电子技术研究所和深圳航天广宇工业有限公司最终背靠国务院国资委，整体形成“国有控股，授权经营”的股权结构。

图 7：中兴通讯前十大股东与子公司



资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所

管理团队持股，绑定核心员工。2020 年 10 月 13 日，公司发布《管理层持股计划管理办法》，面向公司核心管理团队成员授予股票 11476.6 万份（价格 1.00 元）。其中公司董事、监事及高级管理人员共计 8 人，合计认购总份额不超过 6,260.6 万份，占本计划总额的比例为 54.55%，其他参与对象认购总份额不超过 5,216.0 万份，占本计划总额的比例为 45.45%。公司重视核心管理团队，通过管理层持股绑定核心成员，充分调动人才积极性，建立和完善股东、公司和员工之间的利益共享与风险共担机制。

1.3 2021 漂亮收官，未来业绩持续向好

经历两次挫折，业绩暂时下行。2016 年 3 月 7 日，美国商务部对中兴通讯实施出口限制措施，导致公司暂时停牌交易。禁运事件爆发后，在双方政府协调下，美国商务部给中兴颁布了临时许可证，从而保证中兴通讯可以正常采购美国元器件和软件。2018 年 4 月 16 日，美国商务部下令拒绝中国电信设备制造商中兴通讯的出口特权，禁止美国公司向中兴通讯出口电讯零部件产品，期限为 7 年。经受两次事件影响后，公司正常经营一度停滞，直至 2018 年 7 月 12 日，美国商务部表示，美国已经与中国中兴公司签署协议，取消近三个月来禁止美国供应商与中兴进行商业往来的禁令，中兴公司将能够恢复运营，禁令将在中兴向美国支付暂缓执行的额外的 4 亿美元民事罚款至美国银行托管账户之后解除。

表 2：中兴事件回顾

时间	事件回顾
2016 年 3 月	美国商务部对中兴通讯实施出口限制措施，导致公司暂时停牌交易。禁运事件爆发后，在双方政府协调下，美国商务部给中兴颁布了临时许可证，从而保证中兴通讯可以正常采购美国元器件和软件。
2017 年 3 月	总部在深圳的中兴通讯因被控违反美国的制裁，同意接受处罚，支付 11.9 亿美元罚款。
2018 年 4 月	美国国家网络安全中心发出新建议，警告电信行业不要使用中兴的设备和服
2018 年 6 月	与 BIS 达成和解协议，根据和解协议中兴将支付 14 亿美元民事罚款，在及时全额支付 10 亿美元罚款并将额外的 4 亿美元暂缓执行罚款支付至美国银行托管账户后，BIS 将解除相关禁令。
2018 年 7 月	BIS 终止拒绝令并将中兴通讯从《禁止出口人员清单》中移除，禁运结束。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

合规体系逐渐完善。中兴通讯作为全球领先的综合通信解决方案提供商，严格执行与硬件、软件和技术销售、转让、出口、再出口及处理有关且适用的管制要求，逐渐完善自身出口管制合规体系。中兴通讯对客户、货运代理和访客及员工均进行严格的黑名单扫描，并对潜在的合作伙伴进行细致的尽职调查；设立合规管理委员会，以确保出口管制合规计划的全面有效实施；将基于出口管制法律法规和合规手册的合规要求嵌入到公司 LTC、HPPD 和供应链等主流程中，并将责任落实到涉及出口的各部门职责之中；与专业机构合作，组织并实施全面的出口管制合规培训；定期对业务流程进行出口管制合规风险评估，并对重点国家和重点业务环节进行审计和检查，贯彻文档保存要求。

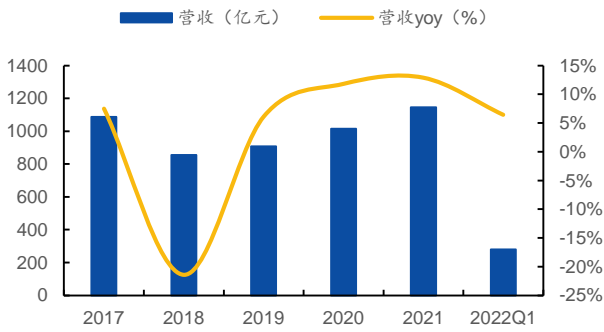
图 8：中兴通讯合法合规体系


资料来源：公司官网，国元证券研究所

摆脱包袱，业绩明显回升。2018 年受禁运事件影响，公司业绩到达历史低点，营业收入同比下降 21.41%，归母净利润亏损 69.84 亿元。事件结束之后，公司经营业绩明显改善，逐步回升后保持基本稳定，2021 年实现营业收入 1145.22 亿元，同比增加 12.88%，2022Q1 实现营业收入 279.30 亿元，同比增加 6.43%。受深圳湾超级

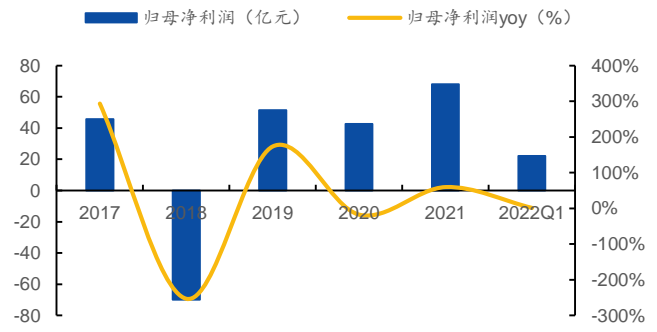
总部基地项目运营权委托造成的土地非经常损益、努比亚手机品牌长期股权投资计提减值以及上游元器件价格等因素影响，公司归母净利润增速波动明显，但整体仍呈现增长趋势。2021年公司实现归母净利润68.13亿元，同比增长59.94%，2022Q1实现营业收入22.17亿元，同比增长1.60%。

图 9：中兴通信收入及增速



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

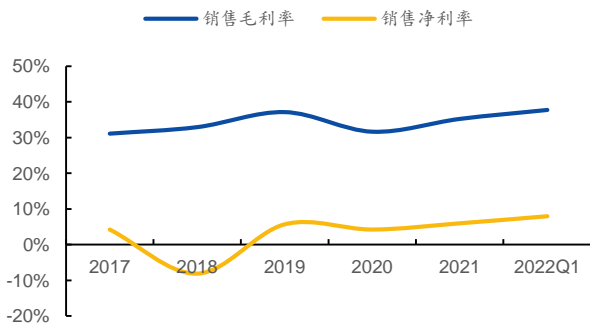
图 10：中兴通信净利润及增速



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

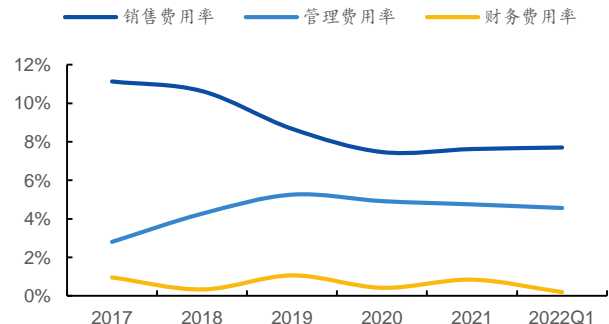
毛利率、净利率改善明显。2017年至2022Q1，公司销售毛利率变化幅度不大，整体呈缓慢上升趋势，带动销售净利率明显上升。此外，三费率整体趋于稳定，销售费用和财务费用缓慢下降，分别从2017年的11.12%和0.96%下降到2022Q1的7.70%和0.19%。由于公司重视海外部分业务，前期出境搭建海外团队导致了较高的差旅费，目前已建立较好的合作关系，差旅需求下降，所以销售费用呈下降趋势。管理费用方面，由于公司的管理层持股计划、业务转型等原因，有小幅上涨，随着管理效率的提高，将进一步得到控制。

图 11：中兴通讯毛利率及净利率



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

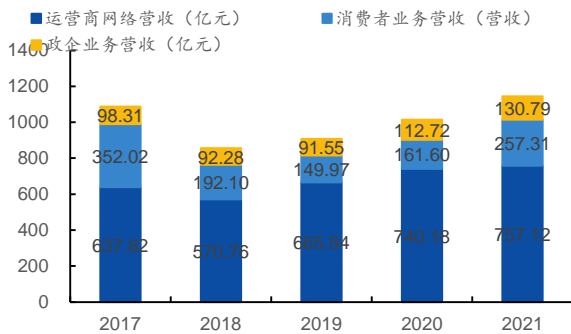
图 12：中兴通讯费用率情况



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

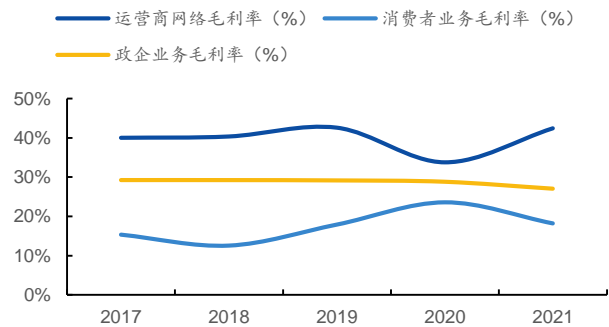
运营业务为主要收入来源，毛利率上升明显。公司收入结构按照产品划分可以划分为运营商网络（运营业务）、消费者业务和政企业务。2021 年公司运营业务实现营收 757.12 亿，占比 66.11%，年均复合增长率约 6.63%，为公司的主要收入来源，禁运事件影响消除后，此核心业务已达历史最高水平，增速逐渐放缓。同期消费者业务从 149.97 亿元增长至 257.31 亿元，年均复合增长率高达 31.15%，2021 年同比增长 59.22%。同期政企业务从 91.55 亿元增长至 130.79 亿元，年均复合增长率约为 19.52%。从毛利率看，2020 年运营业务毛利率明显下降，主要是由于 5G 建设初期为了抢占运营商集采份额，公司投标价格较低，2021 年运营业务毛利率明显回升，达到 42.25%，政企业务毛利率为 27.05%，基本保持稳定，消费者业务毛利率 2020 年明显上升，主要是由于海外疫情反复导致消费者居家，家庭终端产品销量明显上升，后随手机产品毛利率下降而减少，2021 年下降至 18.20%。随着 5G 建设进一步推进，未来公司毛利率预计会进一步提高。

图 13：中兴通讯按行业划分收入结构



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 14：中兴通讯按行业划分各业务毛利率



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

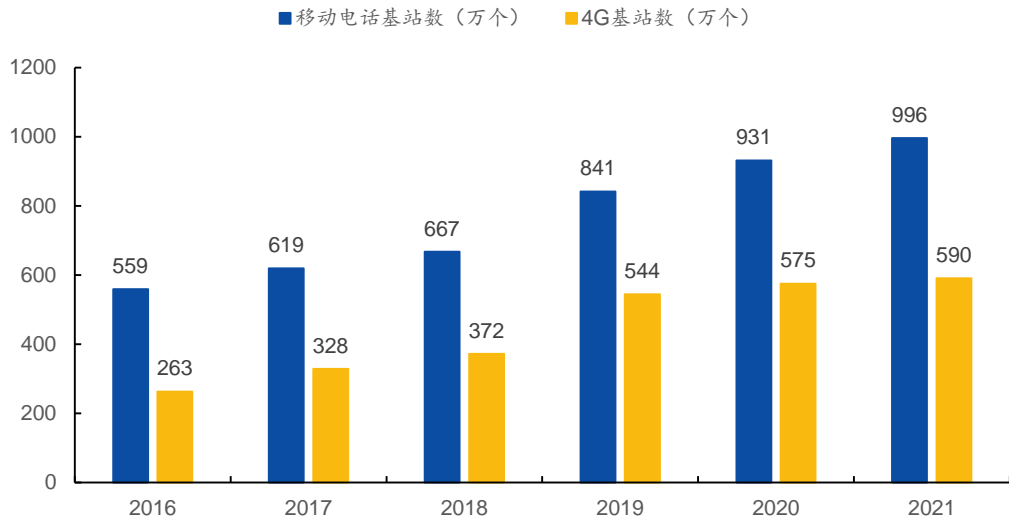
2. 第一二曲线联动发展，公司充分受益 5G 大周期

2.1 第一增长曲线业务主要为传统无线、有线产产品，稳中求进

2.1.1 国内 5G 建设：5G 建设持续推进，公司地位有望提高

5G 基站建设稳步推进。据工信部数据，2021 年，全国移动通信基站总数达 996 万个，全年净增 65 万个。其中 4G 基站达 590 万个，5G 基站为 142.5 万个，全年新建 5G 基站超 65 万个。截止 2022Q1，我国移动电话基站总数达 1004 万个，比上年末净增 8.1 万个。其中，5G 基站总数达 155.9 万个，占移动基站总数的 15.5%，占比较上年末提高 1.2 个百分点。其中一季度新建 5G 基站 13.4 万个。二季度受疫情影响或有所放缓，下半年国内 5G 基站建设有望提速。

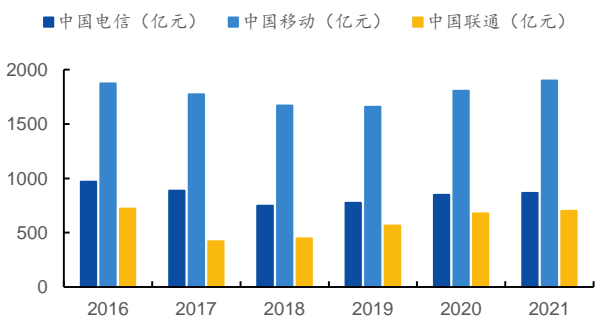
图 15：2016-2021 年移动电话基站发展情况



资料来源：工信部，国元证券研究所

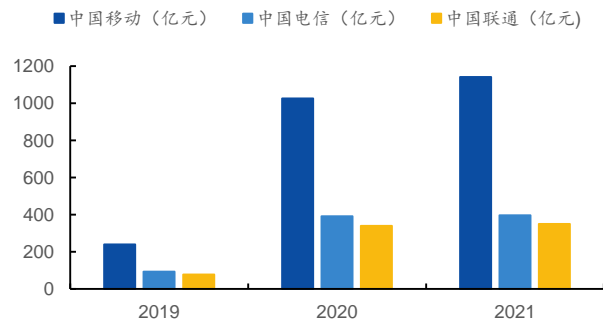
5G 资本开支持续加码。我国三大运营商（中国移动、中国联通、中国电信）自 2019 年 6 月获发 5G 牌照正式开始 5G 建设后，资本支出持续加码，5G 投资额明显增加。其中中国移动 2019-2021 年 5G 投入资金总量约为 2405 亿元；中国电信 2019-2021 年 5G 资金投入总量约为 879 亿元，中国联通 2019-2021 年 5G 资金投入总量约为 769 亿元。运营商的资本开支直接带动主设备、传输网设备以及上游各类元器件的销售，将对经济带来直接的拉动。

图 16：三大运营商资本开支



资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所

图 17：三大运营商 5G 投资额



资料来源：公司公告，国元证券研究所

运营商 5G 用户渗透率逐步提升。截至 2022Q1，三大运营商累计 5G 套餐用户达 8.49 亿户。其中，中国移动的移动客户总数约 9.67 亿户，5G 套餐客户总数 4.67 亿户，5G 网络客户总数 2.33 亿户，5G 用户渗透率约为 48.3%；中国电信的移动用户

净达到约 3.80 亿户，5G 套餐用户达到约 2.11 亿户，渗透率达到 55.5%；中国联通“大联通”总数累计达到 7.79 亿户，公司 5G 套餐用户达 1.71 亿户。目前 5G 渗透率呈加速趋势，尚有较大市场空间。

中国继续维持全球 5G 技术领先市场之一。据 GSMA 智库发布《中国移动经济发展报告 2021》指出，中国将继续维持全球 5G 技术领先市场之一的地位，2020 年新增 5G 连接超过 2 亿，预计到 2025 年，中国 5G 连接将超过 8 亿，为个人消费者和更广泛的经济体提供一系列的产品和服务。

中工业和信息化部等十部门联合印发《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》，目标深入推进 5G 赋能千行百业，促进形成“需求牵引供给，供给创造需求”的高水平发展模式，对 5G 发展进行量化规定。提出到 2023 年，5G 个人用户普及率超过 40%，5G 网络接入流量占比超过 50%，5G 物联网终端用户数年均增长率超过 200%。指标分析方面，按照我国目前 14 亿人口计算，需有“5G 网络客户”5.6 亿户，3 年平均每年需增长“5G 网络客户”1.4 亿户以上。要求到 2023 年每万人均拥有 18 个 5G 基站，按照 14 亿人口计算大概 252 万基站，5G 基站的建设将从“适度超前布局”向“提高覆盖+需求拉动”转变；同时也要求 5G 在大型工业企业渗透率方面要求达到 35%，完善 5G 在工业领域端的渗透布局，5G 应用方兴未艾，蓄势待发。

中兴国内市场地位有望继续提高。近两年，三大运营商在增加 5G 资本开支的背景下，纷纷进行了 5G 网络设备采购。综合前几次集采中标结果，华为名列榜首，总份额为 58%；中兴通讯位列第二，总份额为 31%；爱立信排名第三，总份额为 6%；国信科(大唐移动)名列第四，总份额为 3%；上海诺基亚贝尔位列第五，总份额为 2%。中兴通讯位于市场前列，随着 5G 网络建设的完善、原材料价格下降、汇率改善、疫情缓解和资本开支持续增长，通信设备需求将持续增长，市场前景可期，中兴通讯有望继续提升市场份额。

表 3：中国市场 5G 主设备集采规模概况（截止 2021 年 8 月 1 日）

招标人	开标时间	中标总额	5G 基站集采数量
中国移动 2020 年 5G 无线网主设备集中采购	2020.3.27	371 亿元	23.2 万个
电信联通 2020 年 5G SA 新建工程无线主设备联合集中采购	2020.4.24	327 亿元	25 万个
移动广电 5G 700M 无线网设备集中采购	2021.7.16	380 亿元	48 万个
电信联通 2021 年无线网主设备（2.1G）集中采购	2021.7.30	200 亿元	24.2 万个

资料来源：通信产业网，国元证券研究所

表 4：五大设备商中国 5G 主设备市场份额分布

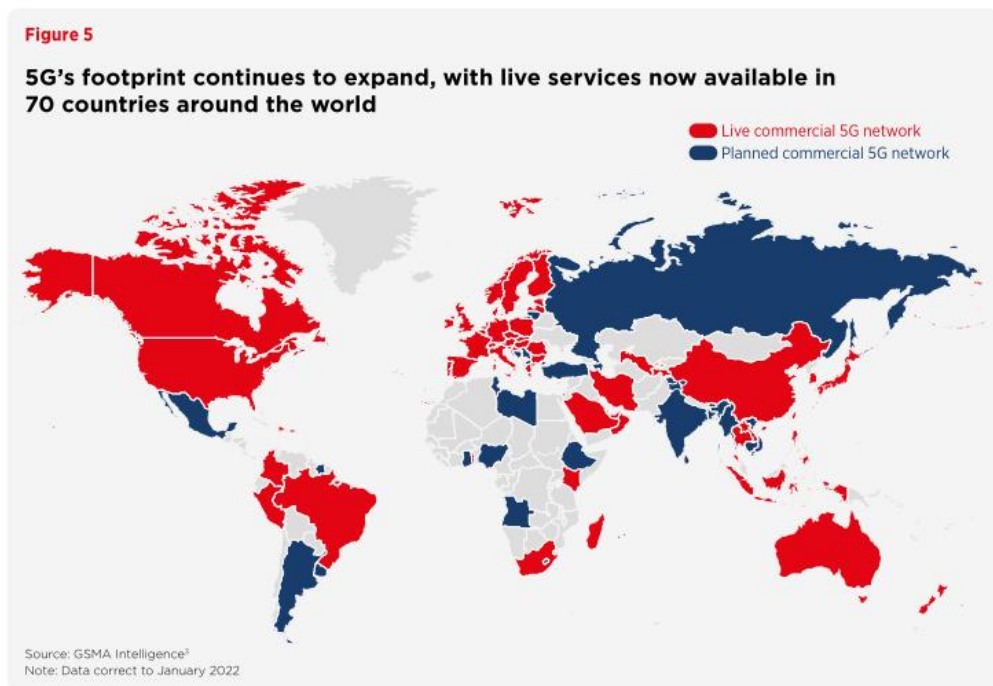
排名	设备商	承建基站 (个)	市场份额
1	华为	703528	58%
2	中兴	376785	31%
3	爱立信	66648	6%
4	大唐移动	38364	3%
5	诺基亚	19215	2%

资料来源：通信产业网，国元证券研究所

2.1.2 海外 5G 建设：5G 建设逐渐起步，公司市场份额进一步提升

海外 5G 覆盖面逐渐拓展。根据 GSMA 报告，截止 2022 年 1 月，全球已有约 70 个国家或地区正式商用 5G，宣布 5G 商用规划的国家或地区也逐渐增加。预计 2022 年至 2025 年间，全球移动运营商面临超过 6000 亿美元的资本支出投资需求，其中约 85%将在 5G 网络中。

图 18：全球 5G 网络投资状态（截止 2022 年 1 月）

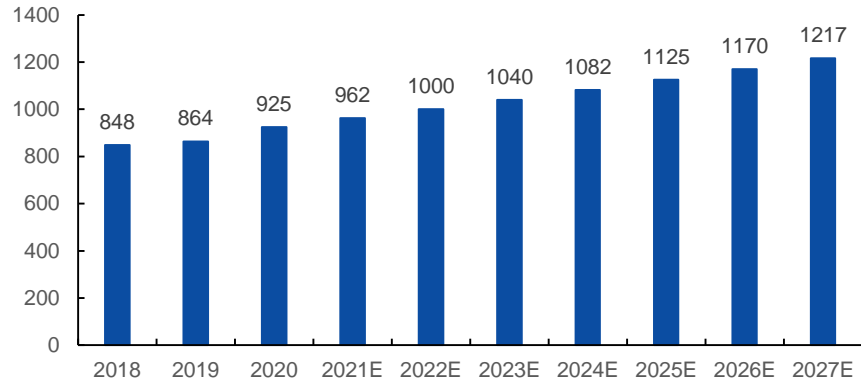


资料来源：GSMA，国元证券研究所

全球通信设备营收持续增长。根据 Dell'Oro Group 的数据，2020 年全球通信设备市场规模达到 925 亿美元。2021-2027 年，全球通信设备市场规模年均复合增速预计

为 4%左右，预计到 2027 年市场规模将达到 1217 亿美元。

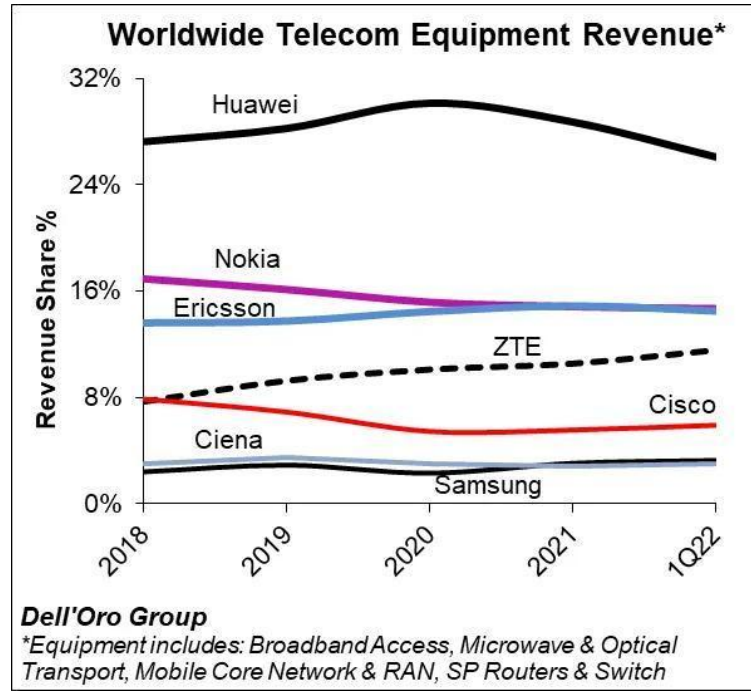
图 19：2018-2027 全球通信设备市场规模及其预测（亿美元）



资料来源：Dell'Oro Group，前瞻产业研究院，国元证券研究所

前 7 设备商占据 80% 市场份额，市场格局稳定。据 Dell'Oro Group 报告，2022Q1 供应商格局状况相对稳定，Top 7 供应商占据了整个电信设备市场约 80% 的份额。连续三年份额稳步增长后，中兴通讯在 2022 年开局稳固，主要受宽带接入份额增长的推动，在 2022 年第一季度的电信设备收入份额在接近 12%，自 2018 年以来上升了约 4 个百分点。2018-2020 年，华为、中兴两家中国公司占据全球通信网络设备市场份额逐年上升，2020 年超过 40%，考虑到美国政府早在 2020 年 5 月就开始禁止华为采购美国零部件，与此同时，现有业务和新业务之间的差异趋势也给华为的市场份额带来了一些下行压力，所以预计中兴市场份额将继续提升，抢占部分华为市场份额。此外，我国加速部署 5G 网络也较大程度支持了两家中国公司通信设备业务的发展。

图 20: 全球设备商市场份额



资料来源: Dell'Oro Group, C114 通信网, 国元证券研究所

2.2 5G 应用逐步落地, 应用场景逐渐拓展, 第二曲线业务成新增长点

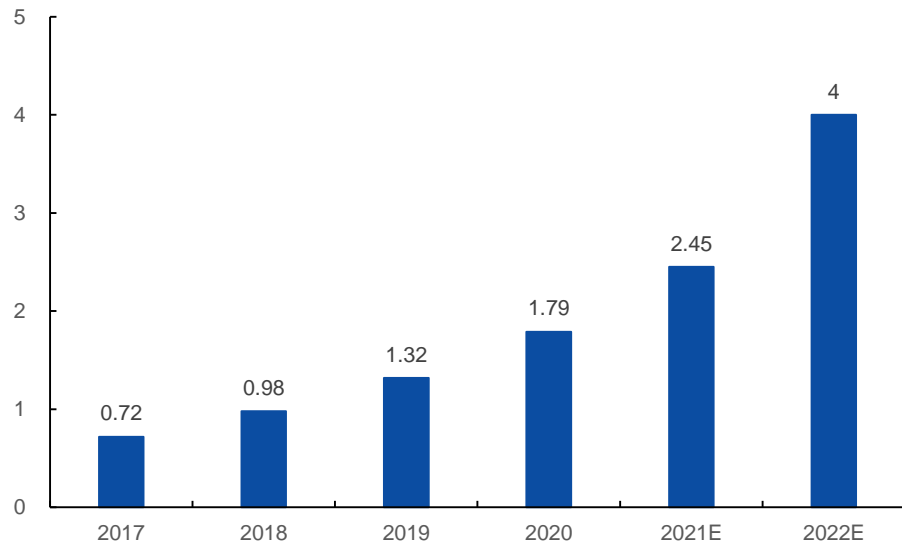
2022 年 5G 应用有望步入快速发展期, 带动 5G 逐步从“政策推动”转向“需求推动”。根据华为《5G 十大应用场景白皮书》, 5G 主要应用将集中于云 VR/AR、车联网、智能制造、智慧能源等场景中, 随着 2021 年我国布网广覆盖目标初步达成, 叠加 5G 行业应用探索不断深入, 5G 相关行业应用有望在 2022 年步入真正意义上的快速发展期, 带动 5G 逐步从“政策推动”转向“需求推动”。

2.2.1 高清视频及 AR/VR 市场发展潜力大, 助力公司消费者业务

超高清视频是具有 4K(3840×2160 像素)或 8K(7680×4320 像素)分辨率, 符合高帧率、高位深、宽色域、高动态范围等技术要求的新一代视频。超高清视频从全方位大幅提升了视频画质和音效, 能给观众提供身临其境般的收视体验。

中国超高清视频市场发展潜力大, 近年来一直呈现增长趋势。超高清视频市场规模从 2017 年的 0.72 万亿元增长至 2020 年的 1.79 万亿元, 年均复合增长率达 35.47%。根据国家超高清视频产业规划, 我国超高清视频产业规划总体规模将在 2022 年超过 4 万亿。

图 21：2017-2022 中国超高清视频市场规模（万亿元）



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

政策利好高清视频行业发展。工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》（简称“行动计划”），明确将按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。《行动计划》提出，2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元。

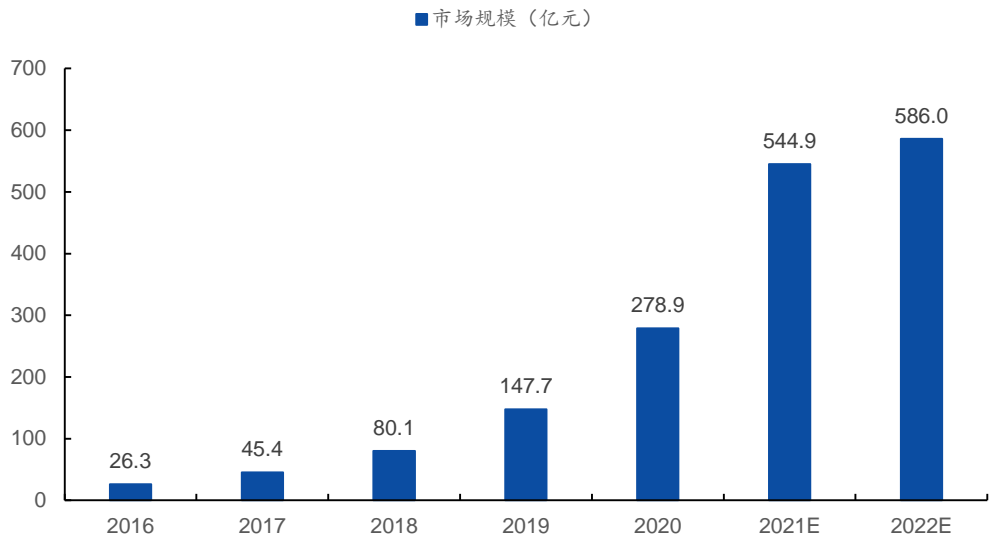
5G赋能超高清视频。由于“延时小、画质高、视觉冲击力强、还原现场程度高”等优点，5G+4K、5G+8K和5G+8K+VR超高清技术的应用，让观众更好获得更好的用户体验。随着我国5G的规模商用、超高清视频产业的不断演进，未来5年将是中国超高清视频产业技术发展和成果转化的战略机遇期，5G将驱动超高清视频产业应用的飞跃提升，促使行业发展，市场前景可观。

VR即虚拟现实技术，是一种可以创建和体验虚拟世界的计算机仿真系统，AR即增强现实技术，是一种实时地计算摄影机影像的位置及角度并加上相应图像的技术，VR/AR行业覆盖了多个方面，包括硬件制造商、系统开发商、内容提供商和内容平台等。

AR/VR是继个人电脑之后的可普及性的消费电子产品。根据《中国互联网发展报告（2021）》，我国虚拟现实市场规模高速增长。2020年，我国虚拟现实/增强现实市场规模约为300亿元，其中VR市场规模约230亿元，市场占比约80%。预计到2024年AR的占比将超过VR。虚拟现实终端出货量稳步增长，虚拟现实终端出货量（含

AR) 约 120 万台，从功能类型上看，VR、AR 终端出货量占比分别为 96%和 4%。

图 22：2016-2021 年中国 VR/AR 行业市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

政策促进 AR/VR 行业发展。2019 年，国家发展改革委等 15 部门联合印发公布《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》(以下简称《实施意见》)，以推动先进制造业和现代服务业深度融合。《实施意见》指出，鼓励 AR/VR 等技术在购物、广电等常见中应用，推进消费服务和制造业创新融合。

5G 赋能 AR/VR 发展。在普及 AR 的过程中，5G 的优势主要体现在三个方面：更高的容量，更低的延迟和更好的网络均匀性。VR/AR 体验对视频画面传输、延迟性以及语音识别、视野跟踪、手势感应等方面有极高的要求。5G 能够充分满足 VR/AR 对高带宽、低延时指标的要求，带给消费者更好的视觉感官体验，并反过来促进 VR/AR 应用的大范围推广。

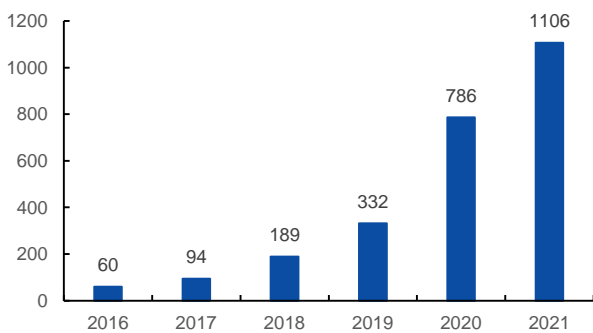
2.2.2 工业互联网行业景气上行，公司有望受益工业互联网行业的长期繁荣

工业互联网是新一代信息通信技术与工业经济深度融合的新型基础设施、应用模式和工业生态，通过对人、机、物、系统等的全面连接，构建起覆盖全产业链、全价值链的全新制造和服务体系，为工业乃至产业数字化、网络化、智能化发展提供了实现途径，是第四次工业革命的重要基石。工业互联网不是互联网在工业的简单应用，而是具有更为丰富的内涵和外延。它以网络为基础、平台为中枢、数据为要素、安全为保障，既是工业数字化、网络化、智能化转型的基础设施，也是互联网、大数据、人工智能与实体经济深度融合的应用模式，同时也是一种新业态、新产业，将重塑企业

形态、供应链和产业链。

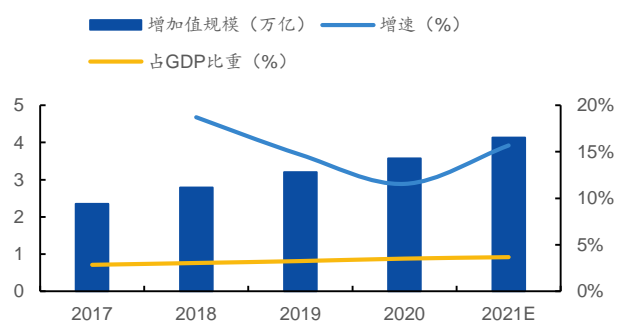
市场规模不断壮大。据佰腾网数据，从工业互联网专利技术情况来看，2021年我国工业互联网相关专利申请数量为1106项，同比增长40.71%。根据中国工业互联网研究院发布的《中国工业互联网产业经济发展白皮书（2021年）》，2021年我国工业互联网产业增加值规模达到4.13万亿元，同比增长15.69%，占GDP比重为3.67%。随着近年来我国5G、物联网技术的不断发展以及国家对工业互联网的大力扶持，我国工业互联网市场规模也随之不断壮大。

图 23：2016-2021 年中国工业互联网专利申请数量（项）



资料来源：佰腾网，国元证券研究所

图 24：2017-2021 年中国工业互联网增加值规模情况



资料来源：中国工业互联网研究院，国元证券研究所

2021年3月12日《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》出台，该文件三提“工业互联网”，为我国“十四五”期间工业互联网的发展指明了前进的方向，在工信部随后印发的《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》等系列“十四五”规划中，也对工业互联网、工业大数据、工业软件等产业未来五年发展做出明确部署。

5G 赋能工业互联网发展。“5G+工业互联网”是指利用以5G为代表的新一代信息通信技术，构建与工业经济深度融合的新型基础设施、应用模式和工业生态。通过5G技术对人、机、物、系统等的全面连接，构建起覆盖全产业链、全价值链的全新制造和服务体系，为工业乃至产业数字化、网络化、智能化发展提供了新的实现途径，助力企业实现降本、提质、增效、绿色、安全发展。当前，新一轮科技革命和产业变革突飞猛进，信息技术日新月异。5G与工业互联网的融合将加速数字中国、智慧社会建设，加速中国新型工业化进程，为中国经济发展注入新动能。

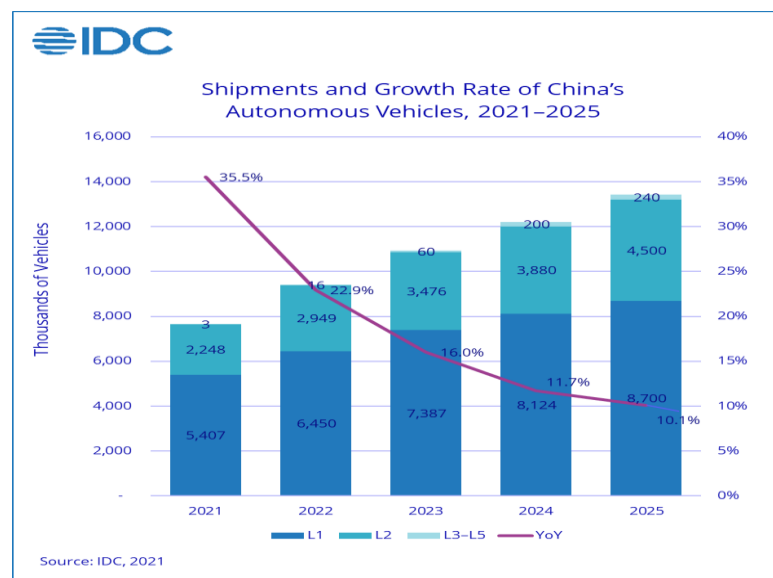
2.2.3 汽车智能化程度不断迭代，汽车电子有望成为公司重要的收入和利润贡献点

自动驾驶汽车又称无人驾驶汽车、电脑驾驶汽车、或轮式移动机器人，是一种通过电

脑系统实现无人驾驶的智能汽车。自动驾驶汽车依靠人工智能、视觉计算、雷达、监控装置和全球定位系统协同合作，让电脑可以在没有任何人类主动的操作下，自动安全地操作机动车辆。

自动驾驶出货量不断增加。IDC 预计中国 L1 至 L5 自动驾驶汽车的出货量将从 2021 年的 770 万辆增加到 2025 年的 1340 万辆，2021 年至 2025 年的复合年增长率（CAGR）为 15.1%。与全球市场相比，中国良好的经济形势、市场和政策环境将助推自动驾驶的发展，未来市场将更加广阔。在这个窗口期，华为、小米、百度等众多智能设备相关企业也在加快步伐。

图 25：中国 L1 至 L5 自动驾驶汽车的出货量



资料来源：IDC，国元证券研究所

渗透率不断提高，行业前景好。根据智研咨询，随着自动驾驶汽车的快速发展，其在汽车整体中的渗透率不断提升。根据《汽车产业中长期发展规划》、《智能汽车创新发展战略》等国家规划以及行业自身发展的规律等，预计到 2020 年，我国市场中 L1/L2/L3 级别自动驾驶汽车渗透率合计达到 50%，L3 级别开始进入市场；到 2025 年，各级别自动驾驶渗透率合计达到 80%，其中 L3 级别为 20%，L4 级别开始进入市场。

政策助力汽车智能化发展。为推动汽车智能化的发展，我国出台了一系列政策。2015 年 5 月 8 日，国务院发布《中国制造 2025》，“可穿戴智能产品、智能家电、智能汽车等智能终端产品不断拓展制造业新领域。”这是“智能汽车”在政策中被首次提及，定位是一种智能终端产品，也是一个制造业的新领域。2021 年 5 月，《关于确定智慧

城市基础设施与智能网联汽车协同发展第一批试点城市的通知》，确定北京、上海、广州、武汉、长沙、无锡等 6 个城市为智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展第一批试点城市。

5G 是自动驾驶的必要支撑。5G 与自动驾驶天然契合，成为了自动驾驶发展的必要支撑。5G 端到端的时间延迟为 ms 级别超低时延通信的特点，正是无人驾驶所必需的。5G 的作用能够进行交互式的感知，摆脱单一的探测，提供类似自动超车，协作式避碰，车辆编队等细节上的操作。此外，5G 的高带宽还可以满足车内娱乐和高精度地图的需求。另外，L3 级别以上的自动驾驶系统，可通过 5G 把控制权交给远程驾驶员，以便其进行远程操控。特别是在港口或者保税区等有固定行驶路线的场所，能为自动驾驶功能的车辆提供更好的技术支持。

5G 应用促进需求，进一步推动 5G 建设发展。据工信部统计，5G 行业应用创新案例超 1 万个，覆盖工业、医疗等 20 多个国民经济行业，应用环节从生产辅助环节向核心环节渗透，并带动大量垂直行业快速成长，预计将进一步倒推 5G 建设落地。此外，随着我国 5G 发展推进，以 AR/VR、高清视频、元宇宙、自动驾驶为代表的“5G 独有应用”将会使得数据量迈向下一个量级。

3.政策推动数字经济发展，强化网络需求

3.1 国家政策推动数字经济发展

数字经济政策护航。2022 年 1 月国务院发布《“十四五”数字经济发展规划》，规划强调数字经济是继农业经济、工业经济之后的主要经济形态，是以数据资源为关键要素，以现代信息网络为主要载体，以信息通信技术融合应用、全要素数字化转型为重要推动力，促进公平与效率更加统一的新经济形态。同时，规划明确提出到 2025 年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%。2022 年 5 月 17 日，全国政协在北京召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会，会议提出要不断做强做优做大，数字经济，使之更好服务和融入新发展格局、推动高质量发展。

表 5：数字经济相关政策

发布时间	政策名	主要内容
2022 年 1 月	《“十四五”数字经济发展规划》	建设高速泛在、天地一体、云融合、智能敏捷，绿色低碳，安全可控的智能化综合性数字信息基础设施，有序推进千兆光纤网络和 5G 设，推动 5C 商用署和规划应用。到 2025 年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶。
2021 年 11 月	《“十四五”大数据产业发展规划》	“十四五”时期，大数据产业发要以推动高质量发展为主题，以供给侧结构性改革为主线，以释放数据要素价值为导向，围绕夯实产业发展基础，着力推动数据资源高质量、技术创新高水平，基础设施高效能，围绕构建稳定高效产业链，着力提升产业供给能力和行业赋能效应，统筹发展和安全，培育自主可控和开放合作的产业生态，打造数字经济发展新优势。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	迎接数字时代，激活数据要素潜能，推进网络强国建设，加快建设数字经济、数字社会、数字政府，以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革。充分发挥海量数据和丰富应用场景优势，促进数字技术与实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级，催生新产业新业态新模式，壮大经济发展新引擎。
2021 年 1 月	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》	2021-2023 年是我国工业互联网的快速成长期，提出了工业互联网创新发展目标，其中包括新型基础设施进一步完善、融合应用成效进一步彰显，技术创新能力进一步提升，产业发展生态进一步健全和安全保障能力进一步增强。着力解决工业互联网发展中的深层次难点、痛点问题，推动产业数字化，带动数字产业化。
2020 年 7 月	《关于支持新业态新模式健康发展 激活消费市场带动扩大就业的意见》	培育产业平台化发展生态，加快传统企业数字化转型步伐，打造跨越物理边界的“虚拟”产业园和产业集群，发展基于新技术的“无人经济”。
2020 年 4 月	《关于推进“上云用数赋智”行动》	大力培育数字经济新业态，深入推进企业数字化转型，打造数据供应链，以数据流引领物流、人才流、技术流、资金流，形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系，主要方向为：筑基础，搭平台，建生态，促转型，兴业态，强服务。
2019 年 10 月	《国家数字经济创新发展试验区实施方案》	各试验区要坚持新发展理念，坚持推动高质量发展，坚持以深化供给侧结构性改革为主线，结合各自优势和结构转型特点，在数字经济要素流通机制、新型生产关系、要素资源配置、产业集聚发展模式等方面开展大胆探索，充分释放新动能。

资料来源：人民政府网，国元证券研究所

网络基础设施是数字经济发展的基石。信息通讯行业作为数字经济发展的底层支撑，

《“十四五”信息通信行业发展规划》也制定了相应的目标。总体规模上，要求 2025 年信息通信行业收入 4.3 万亿元，信息通信基础设施累计投资 3.7 万亿元，整体规模进一步壮大。对于千兆光纤、物联网、工业互联网等方面，提出了通信网络基础设施能力、数据与算力设施能力、融合基础设施能力、数字化应用水平、行业治理和用户权益保障能力、网络与数据安全保障能力、绿色发展水平七方面分项目标，力求为数字经济发展打下良好基础。

3.2 新基建成为宏观经济新动能

新基建是智慧经济时代贯彻新发展理念，吸收新科技革命成果，实现国家生态化、数字化、智能化、高速化、新旧动能转换与经济结构对称态，建立现代化经济体系的国家基本建设与基础设施建设。主要包括 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网七大领域，以新发展为理念，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。

政策持续加码推动 5G 新基建落地。2018 年，中央经济工作会议首次提出了新型基础设施建设，“加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设”。2019 年，两会政府工作报告，明确要求加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设和融合应用。2020 年 2 月，中央全面深化改革委员会第十二次会议强调，基础设施是经济社会发展的重要支撑，要打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。

新基建是拉动经济增长和国内产业升级的重要手段。经济新常态下中国面临着产能过剩、出口增速锐减、资源环境约束加剧、自主创新能力不足等发展问题，这意味着传统的粗放型发展模式已经不再适合发展现状。“新基建”，通过加大 5G、数据中心、工业互联网等“新基建”建设，将加快技术转化为生产力，生产力又转化为发展力，在促消费、惠民生、调结构、增后劲上起到重要作用，所以充分发挥新基建的逆周期调节、促经济发展等功能，可以为经济高质量发展注入新动能。

网络基础设施建设成为拉动经济新支点。网络基础设施作为新基建的一部分是拉动经济发展的重要组成部分。当前我国正在发展经济新动能，云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链等新一代信息技术支撑的数字经济进入快速发展阶段，不仅是新业态、新技术的重要组成部分，同时也是传统产业转型升级的重要引擎。加快新型网络基础设施建设，有利于发展数字经济为代表的经济新动能，推动传统产业的数字化转型。

2022 年是中兴通讯迎来超越期的开局之年。中兴通讯将紧跟新基建、东数西算、碳达峰碳中和等发展趋势，构建“连接+算力”能力，发力服务器及存储、终端、数字能源、汽车电子等业务，通过将自身的 ICT 技术能力外延来强化与行业头部企业合

作，积极推动产业数字化应用和实践，赋能千行百业数智化转型升级。与此同时，国内 5G 建设推进，行业应用加速落地，双碳经济应运而生，新基建如火如荼，数字化浪潮已势不可挡。公司作为数字经济筑路者，将深入推进数字化转型，发挥龙头作用，助力全球数字经济发展固本拓新，实现跨越式发展。

4. 盈利预测与估值分析

4.1 核心假设

全球领先的综合通信信息解决方案提供商，摆脱包袱后业绩快速上升，近两年业绩波动主要受深圳湾超级总部基地项目运营权委托造成的土地非经常损益、努比亚手机品牌长期股权投资计提减值以及上游元器件价格等因素影响，但整体上呈上升趋势，随着海内外 5G 建设推进和 5G 应用落地，核心运营商业盈利能力将显著提升。

我们预测公司 2022-2024 年运营业务收入同比增长 11.52%、10.59%、10.25%；消费者业务收入同比增长 14.59%、13.58%、12.89%；政企业务同比增长 32.42%、31.08%、30.58%。

4.2 盈利预测

预计 2022-2024 年公司收入分别为 1312.38 亿、1495.66 亿、1703.96 亿，净利润为 87.13 亿、100.31 亿、112.17 亿，对应当前股价的 PE 为 13.24、11.5、10.29。

表 6：盈利预测

财务数据及估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	101450.67	114521.64	131237.98	149566.38	170396.35
收入同比 (%)	11.81	12.88	14.60	13.97	13.93
归母净利润(百万元)	4259.75	6812.94	8713.44	10031.26	11217.29
归母净利润同比 (%)	-17.25	59.94	27.90	15.12	11.82
ROE (%)	9.84	13.23	14.82	14.98	14.75
每股收益 (元)	0.90	1.44	1.84	2.12	2.37
市盈率(P/E)	27.09	16.94	13.24	11.50	10.29

资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所

考虑公司作为 ICT 行业的龙头企业，技术领先，运营商业市场地位较高，全球份额有望继续提升，政企业务快速增长，消费者业务的品牌和产品建设颇有成效，且 2022 年起公司进入战略超越期，所以给予一定估值溢价。我们选取公司业务有一定相似性的公司作为估值参考，相较可比公司，中兴存在一定估值优势。首次评级，给予“增持”评级。

表 7: 可比公司估值

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)		PE (倍)	
				2022E	2023E	2022E	2023E
300308.SZ	中际旭创	256.69	32.1	1.46	1.79	22.00	17.95
300394.SZ	天孚通信	101.72	25.90	1.06	1.36	24.36	19.01
000938.SZ	紫光股份	570.30	19.94	0.92	1.13	21.67	17.59
000977.SZ	浪潮信息	355.00	24.42	1.70	2.09	14.3	11.59
603019.SH	中科曙光	391.74	26.75	1.04	1.35	25.7	19.86
平均值						21.61	17.20
000063.SZ	中兴通讯	1083.49	24.39	1.84	2.12	13.24	11.50

资料来源: Wind、国元证券研究所 (收盘价日期为 2022/07/18, 除中兴通讯外, 其他公司使用 Wind 一致预期预测数据)

5. 风险提示

5G 建设推进不及预期, 汇率波动的风险, 上游元器件价格波动, 全球疫情反弹。

财务预测:

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	106977.28	127871.09	161216.48	187653.00	216292.79	营业收入	101450.67	114521.64	131237.98	149566.38	170396.35
现金	35659.83	50713.31	76344.60	90451.38	110484.84	营业成本	69379.22	74159.85	83129.89	97692.66	114323.76
应收账款	15891.02	17509.06	21751.65	26528.72	26359.27	营业税金及附加	684.62	787.47	902.41	1028.44	1171.67
其他应收款	1152.48	1353.78	1612.76	1803.02	2074.05	营业费用	7578.84	8733.15	10007.90	11405.58	12994.03
预付账款	321.79	606.78	680.17	799.33	935.40	管理费用	4995.00	5444.61	6239.34	7110.72	8101.02
存货	33689.31	36316.75	40865.21	47932.50	56146.02	研发费用	14797.03	18804.01	18804.01	18804.01	18804.01
其他流动资产	20262.85	21371.40	19962.09	20138.05	20293.20	财务费用	420.54	962.91	841.11	719.45	675.78
非流动资产	43657.63	40892.34	43244.29	45050.14	47010.47	资产减值损失	-209.72	-1521.30	0.00	0.00	0.00
长期投资	1713.80	1684.91	2039.20	2390.60	3015.29	公允价值变动收益	39.02	1099.36	0.00	0.00	0.00
固定资产	11913.94	11437.01	13634.23	15517.31	16786.97	投资净收益	906.41	1564.19	0.00	0.00	0.00
无形资产	9367.28	8094.54	8300.32	8403.21	8557.54	营业利润	5470.72	8676.11	11313.31	12805.51	14326.08
其他非流动资产	20662.60	19675.88	19270.54	18739.02	18650.66	营业外收入	237.76	250.09	243.93	247.01	245.47
资产总计	150634.91	168763.43	204460.78	232703.14	263303.25	营业外支出	644.31	427.27	535.79	481.53	508.66
流动负债	74394.98	78685.26	95468.89	108190.80	120397.75	利润总额	5064.17	8498.93	11021.44	12570.99	14062.88
短期借款	10559.16	8946.94	9753.05	9349.99	9551.52	所得税	342.47	1463.04	1897.27	2164.02	2420.84
应付账款	17151.73	21717.27	22447.61	27494.36	31522.94	净利润	4721.69	7035.89	9124.17	10406.98	11642.05
其他流动负债	46684.08	48021.05	63268.23	71346.45	79323.29	少数股东损益	445.70	222.95	289.12	329.77	368.91
非流动负债	30117.43	36790.51	46028.58	54432.79	63116.59	归属母公司净利润	4259.75	6812.94	8713.44	10031.26	11217.29
长期借款	22614.30	29908.44	38960.94	47427.31	56089.06	EBITDA	9456.45	13821.56	16303.84	18355.44	20325.21
其他非流动负债	7503.12	6882.07	7067.64	7005.47	7027.53	EPS (元)	0.92	1.44	1.84	2.12	2.37
负债合计	104512.40	115475.77	141497.47	162623.59	183514.34						
少数股东权益	2825.70	1805.57	2094.69	2424.46	2793.37						
股本	4613.44	4730.80	4730.80	4730.80	4730.80						
资本公积	23275.81	25359.96	25359.96	25359.96	25359.96						
留存收益	17792.95	23678.35	30972.55	39152.55	48259.38						
归属母公司股东权益	43296.81	51482.09	58784.49	66960.38	76069.27						
负债和股东权益	150634.91	168763.43	204460.78	232703.14	263303.25						

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	11.81	12.88	14.60	13.97	13.93
营业利润(%)	-27.56	58.59	30.40	13.19	11.87
归属于母公司净利润(%)	-17.25	59.94	27.90	15.12	11.82
获利能力					
毛利率(%)	31.61	35.24	36.66	34.68	32.91
净利率(%)	4.20	5.95	6.64	6.71	6.58
ROE(%)	9.84	13.23	14.82	14.98	14.75
ROIC(%)	13.73	21.65	30.98	34.29	40.80
偿债能力					
资产负债率(%)	69.38	68.42	69.21	69.88	69.70
净负债比率(%)	33.75	34.49	35.52	35.69	36.53
流动比率	1.44	1.63	1.69	1.73	1.80
速动比率	0.93	1.10	1.20	1.23	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.72	0.70	0.68	0.69
应收账款周转率	3.48	4.54	4.54	4.17	4.36
应付账款周转率	3.91	3.82	3.76	3.91	3.87
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.44	1.84	2.12	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	3.32	4.68	3.36	4.50
每股净资产(最新摊薄)	9.15	10.88	12.43	14.15	16.08
估值比率					
P/E	27.09	16.94	13.24	11.50	10.29
P/B	2.66	2.24	1.96	1.72	1.52
EV/EBITDA	9.94	6.80	5.76	5.12	4.62

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10232.65	15723.53	22148.24	15896.23	21268.97
净利润	4721.69	7035.89	9124.17	10406.98	11642.05
折旧摊销	3565.19	4182.55	4149.42	4830.48	5323.35
财务费用	420.54	962.91	841.11	719.45	675.78
投资损失	-906.41	-1564.19	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-1001.06	2357.08	2090.49	-973.75	1918.93
其他经营现金流	3432.70	2749.30	5943.06	913.08	1708.85
投资活动现金流	-7082.11	-10592.44	-6223.37	-6765.62	-7314.73
资本支出	6471.65	5686.37	3289.60	3899.30	4024.31
长期投资	853.69	6787.91	385.96	292.39	738.99
其他投资现金流	243.23	1881.84	-2547.81	-2573.93	-2551.43
筹资活动现金流	-289.91	2778.51	9706.42	4976.17	6079.21
短期借款	-16086.81	-1612.23	806.11	-403.06	201.53
长期借款	12569.21	7294.14	9052.50	8466.38	8661.75
普通股增加	385.91	117.36	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	11131.38	2084.15	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-8289.59	-5104.91	-152.19	-3087.15	-2784.06
现金净增加额	2897.26	7667.53	25631.29	14106.78	20033.46

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188