

基本业务稳步增长，快速拓展第二曲线

——中兴通讯 2022 年半年报点评

核心观点

- **扣非净利润高速增长。**中兴通讯发布 2022 年半年报，2022 年上半年，公司实现营业收入 598.18 亿元，同比增长 12.71%，实现归母净利润 45.66 亿元，同比增长 11.95%，实现扣非归母净利润 37.25 亿元，同比大幅增长 65.83%，经营性现金流净额 35.00 亿元，同比下降 50.21%，主要原因应该是公司考虑到供应链的稳定性问题，大量增加原材料及委托加工材料等存货。单看二季度，2022Q2，公司实现营业收入 318.88 亿元，环比增长 14.2%，实现归母净利润 23.49 亿元，环比增长 6.0%。
- **坚持打造第二曲线。**按业务来看，2022 年上半年，公司运营商网络业务实现收入 387.21 亿元，同比增长 10.47%，政企业务及消费者业务实现收入 67.05 亿元和 143.92 亿元，同比增长 18.32% 和 16.51%。公司在稳固无线、有线等基本盘业务的同时，快速拓展以服务器及存储、终端、汽车电子、数字能源等为代表的第二曲线业务。2022 年上半年第二曲线营收同比增长近 40%。
- **成本费用持续优化。**2022H1，公司综合毛利率为 37.04%，同比增加 0.9 个百分点，主要是运营商网络业务收入增长及成本持续优化带来（2022H1 运营商网络业务毛利率为 45.31%，同比增加 2.48 个百分点）。费用率方面，公司坚持费用结构优化，销售费用/管理费用/财务费用占营收比例相较于上年同期分别下降 0.47 / 0.56 / 0.40 个百分点至 7.39% / 4.23% / 0.51%，同时加大研发力度，研发费用率增加 0.27 个百分点至 16.97%。

盈利预测与投资建议

- 结合公司经营情况，同时考虑到公司不断开拓服务器及存储等第二曲线业务，我们上调了运营商业务的收入，下调了消费者业务的收入。毛利率方面，公司运营商业务前期处于跑马圈地状态，随着竞争格局趋于稳定同时产业链成熟，我们认为运营商业务毛利率有望逐渐回升，而手机及服务器产品销量的增加，或将拉低消费者及政企业务的毛利率。
- 我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.77 元/2.06 元/2.37 元（前值为 1.68/1.98/2.27 元）。采用可比公司法进行估值，可比公司 2022 年平均市盈率为 20 倍，对应公司 2022 年目标价为 35.4 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	101,451	114,522	130,952	145,665	160,084
同比增长(%)	11.8%	12.9%	14.3%	11.2%	9.9%
营业利润(百万元)	5,471	8,676	10,196	11,841	13,525
同比增长(%)	-27.6%	58.6%	17.5%	16.1%	14.2%
归属母公司净利润(百万元)	4,260	6,813	8,371	9,771	11,202
同比增长(%)	-17.3%	59.9%	22.9%	16.7%	14.6%
每股收益(元)	0.90	1.44	1.77	2.06	2.37
毛利率(%)	31.6%	35.2%	35.0%	34.2%	33.3%
净利率(%)	4.2%	5.9%	6.4%	6.7%	7.0%
净资产收益率(%)	10.9%	14.4%	15.2%	15.4%	15.2%
市盈率	27.3	17.1	13.9	11.9	10.4
市净率	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5

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申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年08月29日）	24.08元
目标价格	35.4元
52周最高价/最低价	35.42/21.11元
总股本/流通A股（万股）	473,611/465,006
A股市值（百万元）	114,046
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2022年08月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.14	-1.39	-0.08	-29.12
相对表现	-5	-0.73	3.18	-7.93
沪深300	1.86	-0.66	-3.26	-21.19



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

五年合规观察期结束，中兴通讯开启崭新 2022-03-25
征程
5G 建设及数字经济带动业务增长，毛利率 2022-03-13
改善：——中兴通讯 2021 年报点评
业绩立足高质量增长，毛利率同比恢复改 2022-02-09
善

表 1：可比公司估值表（数据截至 2022.8.29 收盘价）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2022/08/29	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
紫光股份	000938	17.46	0.75	0.92	1.13	1.37	23.25	19.08	15.46	12.73	
光迅科技	002281	18.25	0.81	0.88	1.00	1.15	22.50	20.74	18.25	15.87	
新易盛	300502	25.10	1.31	1.62	1.93	2.35	19.23	15.47	13.01	10.69	
中际旭创	300308	29.88	1.10	1.47	1.83	2.28	27.25	20.27	16.35	13.12	
移为通信	300590	13.09	0.34	0.52	0.73	0.99	38.51	25.09	17.83	13.26	
调整后平均							24.00	20.00	17.00	13.00	

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	35,660	50,713	59,201	65,787	74,846	营业收入	101,451	114,522	130,952	145,665	160,084
应收票据、账款及款项融资	17,862	22,706	20,021	22,271	24,475	营业成本	69,379	74,160	85,164	95,779	106,776
预付账款	322	607	694	772	848	营业税金及附加	685	787	900	1,002	1,101
存货	33,689	36,317	41,706	46,904	52,289	营业费用	7,579	8,733	9,436	10,024	10,205
其他	19,445	17,529	19,747	21,734	23,680	管理费用及研发费用	19,792	24,249	26,748	28,841	30,477
流动资产合计	106,977	127,871	141,369	157,467	176,139	财务费用	421	963	150	(46)	(250)
长期股权投资	1,714	1,685	1,685	1,685	1,685	资产、信用减值损失	643	1,790	859	725	750
固定资产	11,914	11,437	13,536	15,221	16,600	公允价值变动收益	39	1,099	500	500	500
在建工程	1,040	1,373	1,689	1,943	2,177	投资净收益	906	1,564	1,000	1,000	1,000
无形资产	9,367	8,095	8,759	8,917	8,567	其他	1,573	2,173	1,000	1,000	1,000
其他	19,623	18,303	18,548	18,818	19,115	营业利润	5,471	8,676	10,196	11,841	13,525
非流动资产合计	43,658	40,892	44,218	46,584	48,143	营业外收入	238	250	250	250	250
资产总计	150,635	168,763	185,586	204,051	224,282	营业外支出	644	427	600	600	600
短期借款	10,559	8,947	8,947	8,947	8,947	利润总额	5,064	8,499	9,846	11,492	13,175
应付票据及应付账款	28,516	33,275	39,291	44,188	49,261	所得税	342	1,463	1,200	1,401	1,606
其他	35,320	36,464	40,044	43,521	47,110	净利润	4,722	7,036	8,645	10,090	11,568
流动负债合计	74,395	78,685	88,282	96,656	105,319	少数股东损益	446	223	274	320	367
长期借款	22,614	29,908	29,908	29,908	29,908	归属于母公司净利润	4,276	6,813	8,371	9,771	11,202
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.90	1.44	1.77	2.06	2.37
其他	7,503	6,882	6,882	6,882	6,882						
非流动负债合计	30,117	36,791	36,791	36,791	36,791	主要财务比率					
负债合计	104,512	115,476	125,072	133,446	142,109		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2,826	1,806	2,080	2,399	2,766	成长能力					
实收资本(或股本)	4,613	4,731	4,736	4,736	4,736	营业收入	11.8%	12.9%	14.3%	11.2%	9.9%
资本公积	23,161	25,360	25,355	25,355	25,355	营业利润	-27.6%	58.6%	17.5%	16.1%	14.2%
留存收益	17,793	23,678	30,631	40,401	51,603	归属于母公司净利润	-17.3%	59.9%	22.9%	16.7%	14.6%
其他	(2,271)	(2,287)	(2,287)	(2,287)	(2,287)	获利能力					
股东权益合计	46,123	53,288	60,514	70,604	82,173	毛利率	31.6%	35.2%	35.0%	34.2%	33.3%
负债和股东权益总计	150,635	168,763	185,586	204,051	224,282	净利率	4.2%	5.9%	6.4%	6.7%	7.0%
						ROE	10.9%	14.4%	15.2%	15.4%	15.2%
						ROIC	7.0%	9.1%	9.4%	9.8%	10.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	69.4%	68.4%	67.4%	65.4%	63.4%
净利润	4,722	7,036	8,645	10,090	11,568	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	2,611	3,125	2,428	3,044	3,649	流动比率	1.44	1.63	1.60	1.63	1.67
财务费用	421	963	150	(46)	(250)	速动比率	0.93	1.10	1.06	1.08	1.11
投资损失	(906)	(1,564)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	营运能力					
营运资金变动	14,312	406	3,699	(1,863)	(1,701)	应收账款周转率	4.2	6.9	7.0	6.9	6.8
其它	(10,926)	5,758	359	225	250	存货周转率	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
经营活动现金流	10,233	15,724	14,281	10,450	12,517	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(4,467)	804	(5,479)	(5,140)	(4,911)	每股指标(元)					
长期投资	1,562	50	0	0	0	每股收益	0.90	1.44	1.77	2.06	2.37
其他	(4,177)	(11,447)	1,255	1,230	1,203	每股经营现金流	2.22	3.32	3.02	2.21	2.64
投资活动现金流	(7,082)	(10,592)	(4,225)	(3,910)	(3,708)	每股净资产	9.14	10.87	12.34	14.40	16.77
债权融资	14,035	6,201	0	0	0	估值比率					
股权融资	11,403	2,316	0	0	0	市盈率	27.3	17.1	13.9	11.9	10.4
其他	(25,728)	(5,739)	(1,569)	46	250	市净率	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5
筹资活动现金流	(290)	2,779	(1,569)	46	250	EV/EBITDA	12.0	8.0	8.0	6.9	6.0
汇率变动影响	37	(242)	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.3	10.6	9.9	8.6	7.7
现金净增加额	2,897	7,668	8,488	6,586	9,058						

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。

本报告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