

扣非净利润高增，第二曲线持续快速增长

——中兴通讯 2022 年报点评

核心观点

- 扣非净利润实现高增，三大业务并进。**2022 年，公司实现营业收入 1229.54 亿元，同比增长 7.36%，实现归母净利润 80.80 亿元，同比增长 18.60%，实现扣非归母净利润 61.66 亿元，同比增长 86.54%。从细分业务来看，2022 年公司运营商网络业务实现营收 800.4 亿元，同比增长 5.72%，主要由固网、核心网、服务器产品收入增长带来；政务业务营收 146.3 亿元，同比增长 11.84%，主要受益于服务器产品的增长；消费者业务营收 282.9 亿元，同比增长 9.93%，主要由家庭信息终端、手机产品收入增长带来。按地区来看，2022 年公司国内、海外分别实现营收 852.5 亿元、377.1 亿元，分别同比增长 9.20%/3.44%，占比分别为 69.3%/30.7%。
- 加强成本管控，盈利能力稳定。**2022 年，公司整体毛利率为 37.19%，同比增加 1.95pct，毛利率的提升主要由运营商网络收入结构的变化及成本的持续优化带来；净利率为 6.34%，同比增加 0.2pct。具体来看，运营商网络/政企业务/消费者业务分别为 46.22%/25.35%/17.76%，同比变化+3.77/-1.70/-0.44 pct。成本方面持续优化，销售/管理/财务费用率分别为 7.46%/4.34%/0.13%，同比减少 0.17/0.41/0.71 pct，研发费用达 216.0 亿元，研发费用率为 17.6%，同比上升 1.15pct，主要用于持续投入 5G 相关产品、芯片、服务器及存储、创新业务等领域。
- 第二曲线业务快速增长。**2022 年，以服务器及存储、5G 行业应用、汽车电子、终端、数字能源等为代表的第二曲线业务保持快速增长，营业收入同比增长超 40%，其中，服务器及存储营业收入近百亿元，同比增长近 80%。公司陆续成立行业特战队，在矿山、冶金钢铁、汽车电子、“东数西算”等重点领域持续深耕。

盈利预测与投资建议

- 结合公司 2022 年实际经营情况，我们上调了运营商业务的收入。毛利率方面，我们认为运营商业务竞争格局逐步趋于稳定同时产业链成熟，毛利率稳中有升。
- 我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.08、2.41、2.68 元（此前预测 23-24 年为 2.06/2.37 元）。采用可比公司法进行估值，可比公司 2023 年平均市盈率为 24 倍，对应公司 2023 年目标价为 49.92 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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	114,522	122,954	139,864	156,439	172,186
同比增长(%)	12.9%	7.4%	13.8%	11.9%	10.1%
营业利润(百万元)	8,676	8,795	11,446	13,278	14,788
同比增长(%)	58.6%	1.4%	30.1%	16.0%	11.4%
归属母公司净利润(百万元)	6,813	8,080	9,831	11,410	12,711
同比增长(%)	59.9%	18.6%	21.7%	16.1%	11.4%
每股收益(元)	1.44	1.71	2.08	2.41	2.68
毛利率(%)	35.2%	37.2%	36.9%	36.4%	35.6%
净利率(%)	5.9%	6.6%	7.0%	7.3%	7.4%
净资产收益率(%)	14.4%	14.7%	15.5%	15.4%	14.7%
市盈率	25.4	21.5	17.6	15.2	13.6
市净率	3.4	3.0	2.5	2.2	1.9

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。

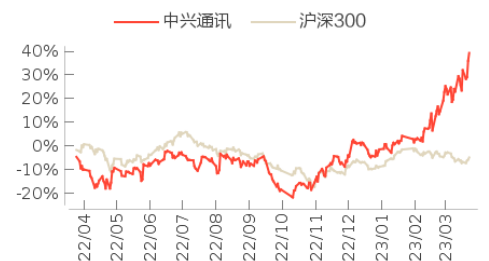
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年03月23日）	36.6元
目标价格	49.92元
52周最高价/最低价	37.01/20.3元
总股本/流通A股（万股）	473,611/473,538
A股市值（百万元）	173,342
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2023年03月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	12.89	22.9	45.53	42.67
相对表现	10.35	24.47	40.02	48.22
沪深300	2.54	-1.57	5.51	-5.55



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

Q3 业绩稳健增长，第二曲线快速发展：——中兴通讯 2022 年三季度报点评 2022-10-28
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 2022-08-29
五年合规观察期结束，中兴通讯开启崭新征程 2022-03-25

表 1：可比公司估值表（数据截至 2023.3.23 收盘价）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2023/3/23	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
紫光股份	000938	31.26	0.75	0.85	1.05	1.28	41.63	36.75	29.78	24.50	
光迅科技	002281	25.79	0.81	0.91	1.05	1.19	31.74	28.42	24.54	21.69	
新易盛	300502	38.96	1.31	1.87	2.04	2.45	29.85	20.84	19.05	15.88	
中际旭创	300308	50.00	1.09	1.55	1.83	2.21	45.67	32.26	27.31	22.60	
移为通信	300590	13.50	0.34	0.51	0.70	0.95	39.73	26.31	19.23	14.25	
调整后平均							38.00	29.00	24.00	20.00	

数据来源：wind，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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	50,713	56,346	64,096	71,691	78,908	营业收入	114,522	122,954	139,864	156,439	172,186
应收票据、账款及款项融资	22,706	21,464	24,415	27,309	30,058	营业成本	74,160	77,228	88,293	99,552	110,847
预付账款	607	279	317	355	390	营业税金及附加	787	951	1,082	1,210	1,331
存货	36,317	45,235	51,716	58,311	64,927	营业费用	8,733	9,173	9,795	10,252	10,606
其他	17,529	14,550	16,369	18,151	19,845	管理费用及研发费用	24,249	26,935	30,275	33,265	35,997
流动资产合计	127,871	137,874	156,913	175,817	194,127	财务费用	963	163	352	261	(4)
长期股权投资	1,685	1,754	1,754	1,754	1,754	资产、信用减值损失	1,790	1,559	1,559	1,559	1,559
固定资产	11,437	12,913	14,510	15,624	16,410	公允价值变动收益	1,099	(1,142)	39	39	39
在建工程	1,373	964	1,347	1,433	1,523	投资净收益	1,564	1,087	1,000	1,000	1,000
无形资产	8,095	7,342	7,313	6,768	5,707	其他	2,173	1,904	1,900	1,900	1,900
其他	18,303	20,107	20,806	21,532	22,286	营业利润	8,676	8,795	11,446	13,278	14,788
非流动资产合计	40,892	43,080	45,731	47,111	47,680	营业外收入	250	196	196	196	196
资产总计	168,763	180,954	202,644	222,928	241,808	营业外支出	427	239	239	239	239
短期借款	8,947	9,962	13,400	13,591	10,966	利润总额	8,499	8,752	11,403	13,235	14,745
应付票据及应付账款	33,275	29,705	33,961	38,291	42,636	所得税	1,463	960	1,251	1,452	1,617
其他	36,464	38,757	42,628	46,607	50,639	净利润	7,036	7,792	10,152	11,783	13,127
流动负债合计	78,685	78,424	89,988	98,489	104,241	少数股东损益	223	(289)	322	373	416
长期借款	29,908	35,126	35,126	35,126	35,126	归属于母公司净利润	6,813	8,080	9,831	11,410	12,711
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.44	1.71	2.08	2.41	2.68
其他	6,882	7,861	7,861	7,861	7,861						
非流动负债合计	36,791	42,987	42,987	42,987	42,987	主要财务比率					
负债合计	115,476	121,410	132,975	141,476	147,228		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1,806	902	1,224	1,597	2,013	成长能力					
实收资本(或股本)	4,731	4,736	4,736	4,736	4,736	营业收入	12.9%	7.4%	13.8%	11.9%	10.1%
资本公积	25,360	25,893	25,893	25,893	25,893	营业利润	58.6%	1.4%	30.1%	16.0%	11.4%
留存收益	23,678	30,338	40,169	51,579	64,290	归属于母公司净利润	59.9%	18.6%	21.7%	16.1%	11.4%
其他	(2,287)	(2,326)	(2,353)	(2,353)	(2,353)	获利能力					
股东权益合计	53,288	59,543	69,669	81,452	94,580	毛利率	35.2%	37.2%	36.9%	36.4%	35.6%
负债和股东权益总计	168,763	180,954	202,644	222,928	241,808	净利率	5.9%	6.6%	7.0%	7.3%	7.4%
						ROE	14.4%	14.7%	15.5%	15.4%	14.7%
						ROIC	9.1%	8.0%	9.4%	9.7%	9.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	68.4%	67.1%	65.6%	63.5%	60.9%
净利润	7,036	7,792	10,152	11,783	13,127	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	3,125	3,139	2,702	3,305	3,894	流动比率	1.63	1.76	1.74	1.79	1.86
财务费用	963	163	352	261	(4)	速动比率	1.10	1.18	1.17	1.19	1.24
投资损失	(1,564)	(1,087)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	营运能力					
营运资金变动	406	(735)	(3,276)	(3,012)	(2,729)	应收账款周转率	6.9	7.0	7.4	7.3	7.3
其它	5,758	(1,694)	6	(26)	(26)	存货周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
经营活动现金流	15,724	7,578	8,937	11,312	13,262	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	804	(1,081)	(5,054)	(4,401)	(4,150)	每股指标(元)					
长期投资	50	(66)	0	0	0	每股收益	1.44	1.71	2.08	2.41	2.68
其他	(11,447)	(145)	780	755	726	每股经营现金流	3.32	1.60	1.89	2.39	2.80
投资活动现金流	(10,592)	(1,291)	(4,273)	(3,646)	(3,424)	每股净资产	10.87	12.38	14.45	16.86	19.54
债权融资	6,201	4,898	0	0	0	估值比率					
股权融资	2,316	538	0	0	0	市盈率	25.4	21.5	17.6	15.2	13.6
其他	(5,739)	(3,981)	3,085	(70)	(2,621)	市净率	3.4	3.0	2.5	2.2	1.9
筹资活动现金流	2,779	1,455	3,085	(70)	(2,621)	EV/EBITDA	12.5	13.2	11.0	9.5	8.5
汇率变动影响	(242)	260	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.5	17.8	13.5	11.8	10.8
现金净增加额	7,668	8,001	7,749	7,596	7,216						

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。