

中兴通讯 (000063)

证券研究报告

2023年10月25日

收入短期承压，锚定“连接+算力”，AI算力+网络+芯片打开成长空间

事件：

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现收入 893.93 亿元，YOY+3.42%，实现归母净利润 78.41 亿元，YOY+14.97%，实现扣非归母净利润 71.01 亿元，YOY+27.93%。经营性现金流净额达 92.6 亿元。

单季度营收承压

全球宏观经济环境的不确定性，给 ICT 产业的发展带来挑战，同时数字经济的蓬勃发展，也为数字基础设施的建设带来了新机遇。公司单 Q3 季度营业收入实现 286.89 亿元，同比下滑 12.4%，我们认为主要受到整体宏观环境影响，下游需求疲软。公司在此宏观背景下，有序推进第二曲线创新业务。随着数智化时代的加速以及大模型的涌现，公司不断深化“连接+算力”两大方向的探索实践，推动技术、产品和应用创新。

利润端受计提减值影响

公司单 Q3 实现归母净利润 23.69 亿元，YOY+5.09%。成本端看公司单 Q3 毛利率 44.63%，环比+2.59pct，同比+6.5pct，体现公司降本成效。费用端看，受营业收入同比下滑影响，公司销售费用率/管理费用率小幅上行，同时公司持续加码研发，研发费用率同比提升 3.66pct 至 21.85%。此外，公司主要受计提减值损失影响较大，Q3 计提资产减值和信用减值损失 7.4 亿元，对比去年同期增加 1.9 亿元。

竞争力领先，持续向算力方向布局

①公司运营商网络核心产品市场地位继续保持行业领先。5G 基站、5G 核心网、光网络 200G 等产品发货量均为全球第二，5G RAN 产品获得 GlobalData 领导者评级；

②消费者业务持续深耕移动影像、游戏电竞、GPT+AR 眼镜、平板电脑、移动 WiFi、5G CPE 等全场景智慧生态，持续推出智能终端新品，同时 5G MBB & FWA 市占率保持全球第一；

③5G-A 领域，完成业界首个基于 5G-A 技术的工业现场网预商用验证、首例 5G-A 通感算一体车联网架构技术验证、NR-NTN 低轨卫星宽带业务的实验室验证。

④政企方向，公司推出包括新一代数据中心、数据中心交换机等产品，并积极拓展智算，提供包括万卡大规模集群、训推一体机等在内的端到端全栈智算解决方案，并自主研发通用大模型、预训练“N”个领域大模型，进而衍生出“X”种应用，构筑产业数智化转型新引擎。

盈利预测与投资建议

整体看，中兴通讯整体经营保持稳健，利润持续快速增长，5G 份额保持领先，同时迎来 AI 科技巨大变革下，通信+算力打开长期成长空间。受宏观环境影响，我们调整 23 年归母净利润为 101 亿元（前值为 105 亿元），预计 24-25 年公司业绩分别为 126/148 亿元，对应当前 23-25 年 PE 分别为 12/10/8 倍。维持“买入”评级

风险提示：宏观政治风险、计提减值风险、算力发展不及预期的风险、运营商基站建设节奏的风险等

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	25.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,027.75
流通 A 股股本(百万股)	4,027.02
A 股总市值(百万元)	104,318.62
流通 A 股市值(百万元)	104,299.76
每股净资产(元)	13.86
资产负债率(%)	64.67
一年内最高/最低(元)	46.75/21.28

作者

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

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中兴通讯-半年报点评:锚定“连接+算力”，持续稳健增长迎接数智时代》 2023-08-21
- 2 《中兴通讯-公司深度研究:通信+算力底座龙头，迎接 AI 数智新时代》 2023-06-23
- 3 《中兴通讯-季报点评:季度业绩超预期，ICT 成长动力强劲》 2023-04-22

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	114,521.64	122,954.42	125,919.82	139,326.77	153,936.28
增长率(%)	12.88	7.36	2.41	10.65	10.49
EBITDA(百万元)	33,763.97	35,464.16	18,557.86	21,102.82	23,108.14
归属母公司净利润(百万元)	6,812.94	8,080.30	10,060.67	12,572.34	14,762.77
增长率(%)	59.94	18.60	24.51	24.97	17.42
EPS(元/股)	1.42	1.69	2.10	2.63	3.09
市盈率(P/E)	18.18	15.33	12.31	9.85	8.39
市净率(P/B)	2.41	2.11	1.81	1.58	1.37
市销率(P/S)	1.08	1.01	0.98	0.89	0.80
EV/EBITDA	3.92	2.67	3.73	3.64	1.98

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	50,713.31	56,346.37	84,797.46	79,767.42	111,364.73
应收票据及应收账款	17,509.06	17,751.39	17,226.34	20,701.51	20,348.17
预付账款	606.78	278.72	721.79	483.44	908.23
存货	36,316.75	45,234.99	26,801.84	55,778.23	38,656.08
其他	16,139.88	13,411.31	23,891.00	18,537.07	25,888.94
流动资产合计	121,285.78	133,022.78	153,438.42	175,267.66	197,166.15
长期股权投资	1,684.91	1,754.03	1,754.03	1,754.03	1,754.03
固定资产	11,437.01	12,913.31	12,238.97	10,982.03	9,492.61
在建工程	1,372.87	964.00	289.20	86.76	26.03
无形资产	10,547.82	9,926.44	7,612.99	5,299.55	2,986.10
其他	15,849.73	17,521.95	17,521.95	17,521.95	17,521.95
非流动资产合计	40,892.34	43,079.73	39,417.14	35,644.32	31,780.72
资产总计	168,763.43	180,953.57	192,855.57	210,911.98	228,946.87
短期借款	8,946.94	9,962.32	8,000.00	8,000.00	8,000.00
应付票据及应付账款	33,274.64	29,704.60	32,327.11	34,629.69	39,923.71
其他	20,362.03	21,056.73	36,960.13	40,126.73	40,435.80
流动负债合计	62,583.60	60,723.64	77,287.24	82,756.43	88,359.51
长期借款	29,908.44	35,125.99	38,000.00	40,000.00	40,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6,882.07	7,860.86	7,860.86	7,860.86	7,860.86
非流动负债合计	36,790.51	42,986.85	45,860.86	47,860.86	47,860.86
负债合计	115,475.77	121,410.35	123,148.11	130,617.29	136,220.37
少数股东权益	1,805.57	902.04	1,325.64	1,855.00	2,476.60
股本	4,730.80	4,736.11	4,783.25	4,783.25	4,783.25
资本公积	25,359.96	25,892.83	27,537.79	27,537.79	27,537.79
留存收益	23,678.35	30,338.43	38,386.97	48,444.84	60,255.05
其他	(2,287.02)	(2,326.19)	(2,326.19)	(2,326.19)	(2,326.19)
股东权益合计	53,287.66	59,543.22	69,707.46	80,294.69	92,726.50
负债和股东权益总计	168,763.43	180,953.57	192,855.57	210,911.98	228,946.87

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,035.89	7,791.61	10,060.67	12,572.34	14,762.77
折旧摊销	4,182.55	4,058.46	4,262.59	4,372.83	4,463.60
财务费用	1,331.56	2,128.67	(654.99)	(1,171.25)	(1,830.34)
投资损失	(1,564.19)	(1,087.50)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	2,117.66	(5,666.94)	13,548.78	(21,340.09)	15,301.90
其它	2,620.07	353.40	365.73	711.70	776.99
经营活动现金流	15,723.53	7,577.70	27,382.78	(5,054.47)	33,274.92
资本支出	3,552.22	3,594.84	600.00	600.00	600.00
长期投资	(28.89)	69.12	0.00	0.00	0.00
其他	(14,115.76)	(4,955.36)	(672.43)	(1,100.00)	(1,000.00)
投资活动现金流	(10,592.44)	(1,291.40)	(72.43)	(500.00)	(400.00)
债权融资	3,591.67	5,754.13	1,566.69	3,171.25	1,830.34
股权融资	879.67	(1,396.83)	(425.95)	(2,646.81)	(3,107.95)
其他	(1,692.82)	(2,902.47)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,778.51	1,454.83	1,140.75	524.44	(1,277.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,909.60	7,741.13	28,451.09	(5,030.03)	31,597.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	114,521.64	122,954.42	125,919.82	139,326.77	153,936.28
营业成本	74,159.85	77,227.57	72,036.83	80,348.17	89,464.09
营业税金及附加	787.47	950.77	944.40	1,044.95	1,154.52
销售费用	8,733.15	9,173.33	9,318.07	10,240.52	11,206.56
管理费用	5,444.61	5,332.73	5,351.59	5,851.72	6,388.36
研发费用	18,804.01	21,602.30	25,309.88	26,611.41	28,478.21
财务费用	962.91	163.21	(654.99)	(1,171.25)	(1,830.34)
资产/信用减值损失	(1,790.24)	(1,559.33)	(1,600.00)	(1,595.00)	(1,596.75)
公允价值变动收益	1,099.36	(1,141.85)	(163.78)	50.00	0.00
投资净收益	1,564.19	1,087.50	200.00	200.00	200.00
其他	(3,919.78)	1,323.37	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	8,676.11	8,794.83	12,050.26	15,056.24	17,678.13
营业外收入	250.09	195.80	234.96	258.46	284.31
营业外支出	427.27	238.98	250.93	276.02	303.63
利润总额	8,498.93	8,751.66	12,034.30	15,038.68	17,658.81
所得税	1,463.04	960.05	1,444.12	1,804.64	2,119.06
净利润	7,035.89	7,791.61	10,590.18	13,234.04	15,539.76
少数股东损益	222.95	(288.69)	529.51	661.70	776.99
归属于母公司净利润	6,812.94	8,080.30	10,060.67	12,572.34	14,762.77
每股收益(元)	1.42	1.69	2.10	2.63	3.09

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	12.88%	7.36%	2.41%	10.65%	10.49%
营业利润	58.59%	1.37%	37.02%	24.95%	17.41%
归属于母公司净利润	59.94%	18.60%	24.51%	24.97%	17.42%
获利能力					
毛利率	35.24%	37.19%	42.79%	42.33%	41.88%
净利率	5.95%	6.57%	7.99%	9.02%	9.59%
ROE	13.23%	13.78%	14.71%	16.03%	16.36%
ROIC	29.19%	31.65%	32.44%	89.19%	44.60%
偿债能力					
资产负债率	68.42%	67.09%	63.86%	61.93%	59.50%
净负债率	-20.42%	-17.80%	-54.71%	-38.74%	-67.62%
流动比率	1.63	1.76	1.99	2.12	2.23
速动比率	1.16	1.18	1.64	1.44	1.79
营运能力					
应收账款周转率	6.86	6.97	7.20	7.35	7.50
存货周转率	3.27	3.02	3.50	3.37	3.26
总资产周转率	0.72	0.70	0.67	0.69	0.70
每股指标(元)					
每股收益	1.42	1.69	2.10	2.63	3.09
每股经营现金流	3.29	1.58	5.72	-1.06	6.96
每股净资产	10.76	12.26	14.30	16.40	18.87
估值比率					
市盈率	18.18	15.33	12.31	9.85	8.39
市净率	2.41	2.11	1.81	1.58	1.37
EV/EBITDA	3.92	2.67	3.73	3.64	1.98
EV/EBIT	4.47	3.02	4.84	4.59	2.45

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com