

中兴通讯 (000063. SZ)

三季度研发投入持续加大，致力于构建全面数字经济底座

买入

核心观点

公司2023年三季度归母净利润稳健增长。三季度公司实现营收286.9亿元，同比下降12.4%；归母净利润286.9亿元，同比下降12.4%。扣非归母净利润71.0亿元，同比增长27.9%，经营性现金流净额92.6亿元，同比增长149%。

运营商资本开支增长趋缓，公司营收增长承压。运营商业务属公司主营业务，22年运营商业务占公司收入比重65%。23年运营商资本开支投入增长趋缓，移动、电信、联通预计23年资本开支同比分别-1%/+7%/+4%，同时23年上半年三大运营商资本开支完成率分别为44%/42%/36%，完成率有所放缓，对应通讯设备商在Q3交付及收入确认有一定延迟，致公司该业务收入受到一定影响。此外，公司另外两大政企业务及终端业务侧景气度并未明显恢复。

持续加大研发投入和自研芯片发展，毛利水平大幅提升。在2018年贸易摩擦后，公司重视国产自主可控发展，持续扎根5G通信网络芯片底层技术研发，已具备业界领先的芯片全流程设计能力。公司前三季度研发投入190.6亿元，占营业收入21.3%。核心技术掌握助公司产品毛利率不断提升，23年Q3公司综合毛利率高达44.6%，同比提升6.5pct，达到过去20年历史新高。

稳健经营，致力于构建全面有效数字经济底座。根据公司官方公众号显示，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。政企业务以服务器及存储、新一代数据中心、数据中心交换机、光传输、数据库、云电脑等主力产品，深耕互联网、金融、电力等行业头部客户并获得突破。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。**在前沿技术布局中，三季度公司完成了业界首个基于5G-A技术的工业现场网商用验证、首例5G-A通感算一体车联网架构技术验证、NR-NTN低轨卫星宽带业务实验室验证；推出满足未来十年数据中心流量承载和传输需求的ZXR10 9900X系列数据中心交换机、大容量核心路由器ZXR10 T8000-X16及超高速光传输设备等。**

风险提示：5G发展不及预期；产业数字化需求趋缓；算网部署不及预期。

投资建议：运营商资本开支增长及完成率有所放缓，以及全球环境变化，下调盈利预测，预计公司2023-2025年营收分别为1275/1337/1398亿元（前次预测分别为1381/1544/1719亿元），归母净利润分别为95/103/111亿元（前次预测分别为99/113/128亿元），当前股价对应PE分别为14/13/12x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	114,522	122,954	127,459	133,734	139,751
(+/-%)	12.9%	7.4%	3.7%	4.9%	4.5%
净利润(百万元)	6813	8080	9470	10311	11067
(+/-%)	59.9%	18.6%	17.2%	8.9%	7.3%
每股收益(元)	1.44	1.71	2.00	2.18	2.34
EBIT Margin	5.8%	7.0%	8.3%	8.5%	8.5%
净资产收益率(ROE)	13.2%	13.8%	14.7%	14.6%	14.3%
市盈率(PE)	19.4	16.4	14.0	12.9	12.0
EV/EBITDA	23.0	20.0	20.6	19.5	18.6
市净率(PB)	2.57	2.26	2.06	1.88	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

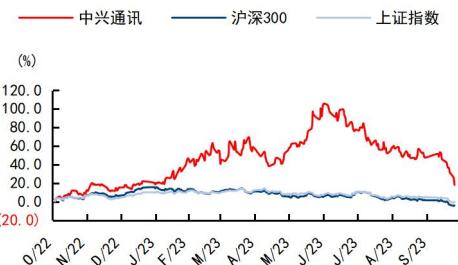
证券分析师：马成龙	联系人：袁文翀
021-60933150	021-60375411
machenglong@guosen.com.cn	yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980518100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.19元
总市值/流通市值	125273/125273百万元
52周最高价/最低价	46.75/21.28元
近3个月日均成交额	2346.19百万元

市场走势



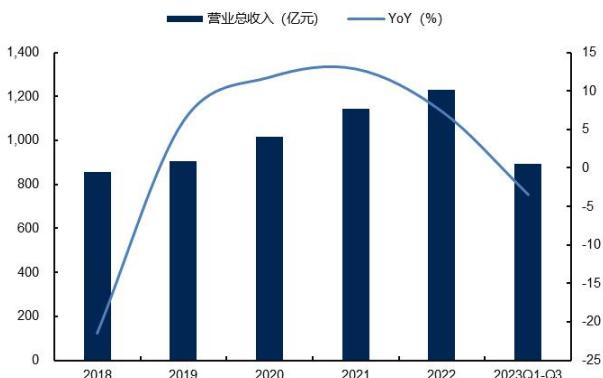
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中兴通讯（000063.SZ）-2023年上半年归母净利润同比增长20%，正加快部署算力产品》——2023-08-21
- 《中兴通讯（000063.SZ）—一季度归母净利润同比增长19%，服务器产品持续发力》——2023-04-24
- 《中兴通讯（000063.SZ）-经营质量稳步提升，22年归母净利润同比增长18.6%》——2023-03-13
- 《中兴通讯（000063.SZ）-受益数字经济发展，通信设备龙头加速第二曲线拓新》——2023-03-07
- 《中兴通讯（000063.SZ）-前三季度收入利润双位数增长》——2022-10-28

公司 2023 年三季度归母净利润稳健增长。三季度公司实现营收 286.9 亿元，同比下降 12.4%；归母净利润 28.69 亿元，同比下降 12.4%。扣非归母净利润 71.0 亿元，同比增长 27.9%；经营性现金流净额 92.6 亿元，同比增长 149%。

图1：中兴通讯营收及增速（单位：亿元、%）



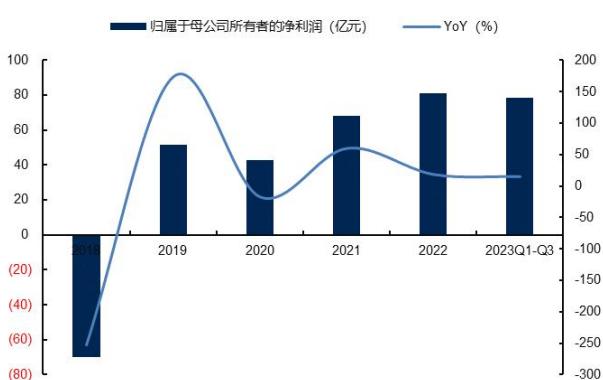
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中兴通讯单季营收及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中兴通讯归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中兴通讯单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

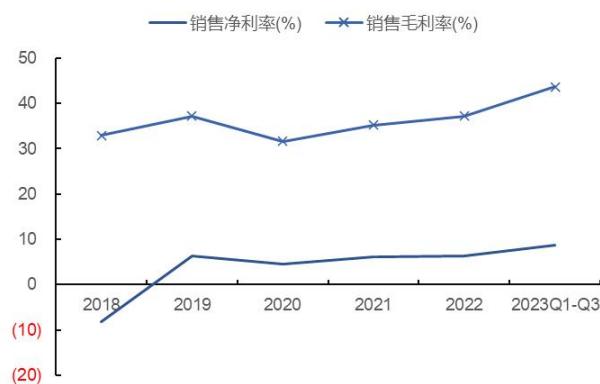


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

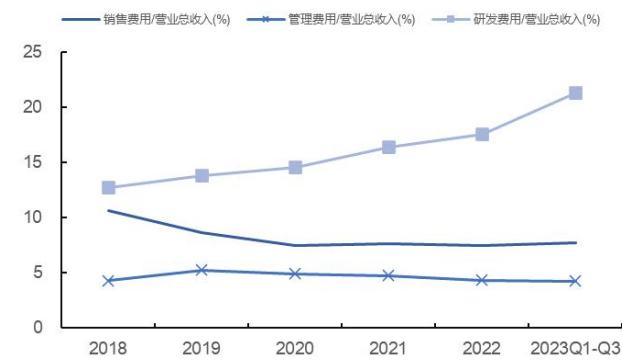
持续加大研发投入和自研芯片发展，毛利水平大幅提升。在 2018 年贸易摩擦后，公司重视国产自主可控发展，持续扎根 5G 通信网络芯片底层技术研发，已具备业界领先的芯片全流程设计能力。公司前三季度研发投入 190.6 亿元，占营业收入 21.3%。核心技术掌握助公司产品毛利率不断提升，23 年 Q3 公司综合毛利率高达 44.63%，同比提升 6.5pct，达到过去 20 年历史新高。

图5：中兴通讯毛利率和净利率（单位：%）

图6：中兴通讯三项费用率（单位：%）

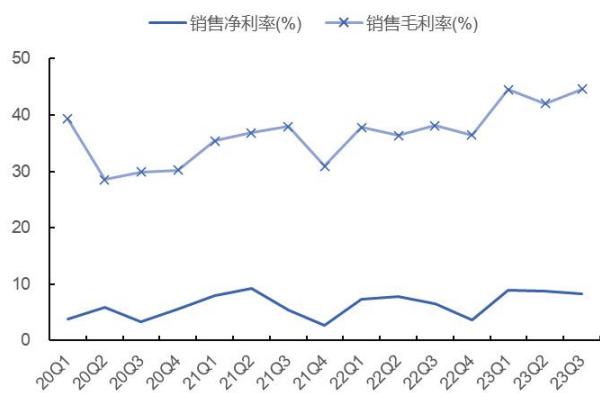


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



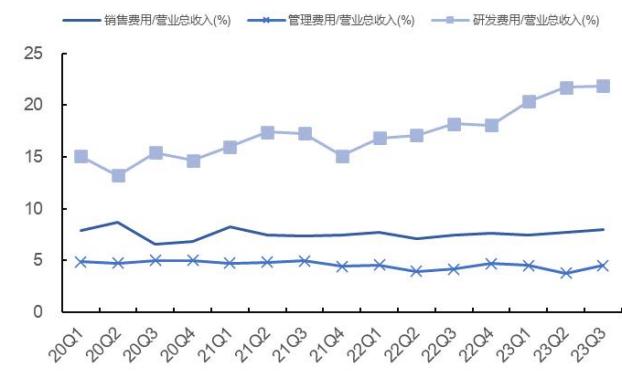
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 中兴通讯单季毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中兴通讯单季三项费用率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

运营商资本开支增长趋缓，公司营收增长承压。运营业务属公司主营业务，22年运营业务占公司收入比重65%。23年运营商资本开支投入增长趋缓，移动、电信、联通预计23年资本开支同比分别-1%/+7%/+4%，同时23年上半年三大运营商资本开支完成率分别为44%/42%/36%，完成率有所放缓，对应通讯设备商在Q3交付及收入确认有一定延迟，致公司该业务收入受到一定影响。此外，公司另外两大政企业务及终端业务侧景气度并未明显恢复。

考虑到运营商资本开支增长及完成率有所放缓，以及全球经济环境变化下，政企业务及终端业务景气度并未出现明显好转，下调营收及盈利预测：

表1: 中兴通讯未来三年营收拆分 (单位: 亿元、%)

收入分类预测	2021	2022	2023E	2024E	2025E
运营商业务					
收入	757.0	800.4	840.4	874.0	902.9
增长率	2.30%	5.70%	5.00%	4.00%	3.30%
毛利率	42.45%	46.22%	52.00%	51.00%	50.50%
消费者业务					
收入	257.0	282.9	285.7	300.0	315.0
增长率	59.00%	9.93%	1.00%	5.00%	5.00%
毛利率	18.20%	17.76%	17.76%	17.86%	17.96%
政企业务					
收入	130.8	146.3	148.5	163.3	179.7
增长率	16.00%	11.84%	1.50%	10.00%	10.00%
毛利率	27.1%	25.2%	25.23%	25.18%	25.13%
收入合计	1144.0	1229.5	1274.6	1337.3	1397.5
增长率	12.76%	7.48%	3.66%	4.92%	4.50%
毛利率	34.14%	37.18%	41.21%	40.41%	39.90%
成本率	65.9%	62.8%	58.8%	59.6%	60.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司重视国产自主可控及核心芯片研发，毛利率持续提升，同时研发费用持续投入，盈利能力及净利率有望在未来改善：

表2: 中兴通讯未来三年盈利预测表

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	114522	122954	127459	133734	139751
营业成本	74160	77228	74937	79688	83984
营业税金及附加	787	951	1020	1070	1118
销售费用	8733	9173	9490	9917	10322
管理费用	5445	5333	5898	6040	6270
研发费用	18804	21602	25492	25677	26133
财务费用	963	163	898	763	664
营业利润	8676	8795	10725	11947	12819
所得税费用	1463	960	1609	1792	1923
归属于母公司净利润	6813	8080	9470	10311	11067

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 预计公司 2023-2025 年营收分别为 1275/1337/1398 亿元（前次预测分别为 1381/1544/1719 亿元），归母净利润分别为 95/103/111 亿元（前次预测分别为 99/113/128 亿元），当前股价对应 PE 分别为 14/13/12x，维持“买入”评级。

表3: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2023 年 10 月 24 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS 2022A	EPS 2023E	EPS 2024E	PE 2022A	PE 2023E	PE 2024E	PEG 2023E	PB MRQ
000063.SZ	中兴通讯	买入	28.0	1338.4	1.3	2.0	2.2	16.6	14.0	12.9	0.6	2.0
000938.SZ	紫光股份	买入	19.4	555.7	0.6	0.9	1.1	25.8	21.0	17.1	0.9	1.7
301165.SZ	锐捷网络	增持	36.6	208.1	1.0	1.2	1.7	37.8	30.2	22.0	1.0	5.2
688387.SH	信科移动	-	7.4	252.3	(0.3)	(0.1)	0.0	(37.4)	-	229.2	-	3.7
600498.SH	烽火通信	-	19.4	230.0	0.3	0.5	0.6	56.7	43.1	31.2	1.2	2.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测；紫光股份、锐捷网络、信科移动、烽火通信估值取自 Wind 一致预期

风险提示：5G 发展不及预期；产业数字化需求趋缓；算网部署不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	50713	56346	62032	65730	69641	营业收入	114522	122954	127459	133734	139751
应收款项	18568	18499	20391	21066	21799	营业成本	74160	77228	74937	79688	83984
存货净额	36317	45235	39135	42440	45802	营业税金及附加	787	951	1020	1070	1118
其他流动资产	20913	17280	21943	22080	22258	销售费用	8733	9173	9490	9917	10322
流动资产合计	127871	137874	144015	151830	160013	管理费用	5445	5333	5898	6040	6270
固定资产	12810	13877	17018	19989	22684	研发费用	18804	21602	25492	25677	26133
无形资产及其他	8095	7342	7049	6757	6464	财务费用	963	163	898	765	670
投资性房地产	18303	20107	20107	20107	20107	投资收益	1564	1087	1000	1100	1280
长期股权投资	1685	1754	1563	1513	1455	资产减值及公允价值变动	2621	48	0	0	0
资产总计	168763	180954	189751	200194	210722	其他收入	(19942)	(22448)	(25492)	(25677)	(26133)
短期借款及交易性金融负债	9924	10624	10000	10000	10000	营业利润	8676	8795	10725	11677	12534
应付款项	33275	29705	33634	35685	37534	营业外净收支	(177)	(43)	0	0	0
其他流动负债	35486	38095	37817	40054	42241	利润总额	8499	8752	10725	11677	12534
流动负债合计	78685	78424	81451	85739	89775	所得税费用	1463	960	1609	1752	1880
长期借款及应付债券	29908	35126	35126	35126	35126	少数股东损益	223	(289)	(354)	(385)	(413)
其他长期负债	6882	7861	8161	8361	8461	归属于母公司净利润	6813	8080	9470	10311	11067
长期负债合计	36791	42987	43287	43487	43587	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	115476	121410	124738	129226	133361	净利润	6813	8080	9470	10311	11067
少数股东权益	1806	902	690	459	211	资产减值准备	1312	(331)	306	211	233
股东权益	51482	58641	64323	70510	77150	折旧摊销	4183	4058	1848	2111	2366
负债和股东权益总计	168763	180954	189751	200194	210722	公允价值变动损失	(2621)	(48)	0	0	0
						财务费用	963	163	898	765	670
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	3524	(7334)	3802	582	96
每股收益	1.44	1.71	2.00	2.18	2.34	其它	(1174)	174	(518)	(442)	(481)
每股红利	0.55	0.78	0.80	0.87	0.93	经营活动现金流	12036	4599	14908	12773	13281
每股净资产	10.88	12.38	13.58	14.89	16.29	资本开支	0	(2457)	(5001)	(5001)	(5001)
ROIC	27%	30%	33%	36%	36%	其它投资现金流	(324)	847	0	0	0
ROE	13%	14%	15%	15%	14%	投资活动现金流	(295)	(1679)	(4810)	(4951)	(4944)
毛利率	35%	37%	41%	40%	40%	权益性融资	(242)	171	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	8%	8%	9%	负债净变化	7294	5218	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(2618)	(3688)	(3788)	(4124)	(4427)
收入增长	13%	7%	4%	5%	4%	其它融资现金流	(5797)	(518)	(624)	0	0
净利润增长率	60%	19%	17%	9%	7%	融资活动现金流	3313	2713	(4412)	(4124)	(4427)
资产负债率	69%	68%	66%	65%	63%	现金净变动	15053	5633	5686	3698	3910
息率	2.0%	2.8%	2.9%	3.1%	3.3%	货币资金的期初余额	35660	50713	56346	62032	65730
P/E	19.4	16.4	14.0	12.9	12.0	货币资金的期末余额	50713	56346	62032	65730	69641
P/B	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	1984	9678	7333	7595
EV/EBITDA	23.0	20.0	20.6	19.5	18.6	权益自由现金流	0	6683	8291	6683	7026

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032