

# 中兴通讯 (000063.SZ)

## 2023 年经营稳健，研发保持高强度投入

买入

### 核心观点

中兴通讯 2023 年全年实现营收 1242.5 亿元 (同比+1.1%)，归母净利润 93.3 亿元 (同比+15.4%)，扣非净利润 74.0 亿元 (同比+20.0%)。2023 年 Q4 营收 348.6 亿元 (同比+14.7%)，归母净利润 14.9 亿元 (同比+17.8%)。

主营业务看，运营商业稳步发展，政企、消费业务面临挑战。公司 2023 年运营商网络业务占收比 66.6%，该业务收入同比增长 3.4%，公司持续巩固技术领先地位，该领域市场格局稳步提升。政企业务占收比 10.9%，该业务同比减少 7.1%，主要由于国内集成类项目、数据中心和国际市场营业收入减少。消费者业务占收比 22.5%，该业务同比减少 1.3%，主要由于国际家庭终端、国际手机产品营收减少。此外，国内和国际业务占收比同比基本持平。

成本方面，毛利率稳步提升，研发仍保持高强度投入。公司 2023 年综合毛利率为 41.53%，同比提升 4.34pct，主要得益于政企业务（毛利率同比提升 9.59pct）和消费者业务（毛利率同比提升 4.50pct）毛利率均有较大优化提升。费用方面，公司 2023 年研发、销售、管理费用率分别为 20.4%、4.5%、8.2%。其中，管理费用率和销售费用率同比基本持平，经营管理效率稳定；研发费用同比增长 17%，研发费用率同比上升 2.78pct，重点投入在 5G 相关产品、芯片、服务器及存储、创新业务等技术领域。

公司定位 2024 年保持增长为首要任务，持续强化“连接+算力”战略方向。

(1) 在以“连接”为主的第一曲线业务上，保持在无线、有线领域的核心竞争力，根据 Dell' Oro Group 报告，公司 5G 基站发货量连续四年全球第二。2024 年公司规划持续加强 5G-A/6G 技术演进，在互联网、金融行业深化头部客户合作，在电力行业紧抓信创和电力通信网络重构窗口期，抓住光网终端千兆升级机遇。(2) 在以“算力”为代表的第二曲线业务上，基于多年积累的通信领域软硬件研发能力，在算力基础设施、软件平台、大模型及应用等领域加大投入，进行立体式布局，围绕服务器、数据中心交换机、数据中心、分布式数据库等加强产品和解决方案创新，加速从连接向算力深化拓展。公司全系列服务器支持液冷和异构加速，新一代交换机支持 400G/800G，具备单槽 14.4T 能力。

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：公司 2024 年加快向算力拓展，整体经营稳健有韧性。预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 103/110/115 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14/13/13X，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122,954	124,251	127,141	131,801	137,379
(+/-%)	7.4%	1.1%	2.3%	3.7%	4.2%
净利润(百万元)	8080	9326	10324	10998	11495
(+/-%)	18.6%	15.4%	10.7%	6.5%	4.5%
每股收益(元)	1.71	1.95	2.16	2.30	2.40
EBIT Margin	7.0%	7.4%	9.2%	9.4%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	13.7%	13.9%	13.6%	13.1%
市盈率 (PE)	17.7	15.5	14.0	13.1	12.6
EV/EBITDA	20.8	20.2	20.3	19.3	18.9
市净率 (PB)	2.44	2.12	1.95	1.79	1.65

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  
021-60933150  
machenglong@guosen.com.cn  
S0980518100002

证券分析师：袁文翀  
021-60375411  
yuanwenchong@guosen.com.cn  
S0980523110003

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		30.18 元
总市值/流通市值		144359/144337 百万元
52 周最高价/最低价		46.75/20.89 元
近 3 个月日均成交额		3142.19 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

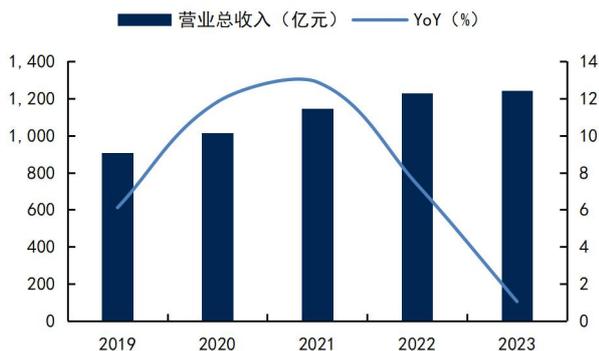
- 《中兴通讯 (000063.SZ) - 三季度研发投入持续加大，致力于构建全面数字经济底座》——2023-10-26
- 《中兴通讯 (000063.SZ) - 2023 年上半年归母净利润同比增长 20%，正加快部署算力产品》——2023-08-21
- 《中兴通讯 (000063.SZ) - 一季度归母净利润同比增长 19%，服务器产品持续发力》——2023-04-24
- 《中兴通讯 (000063.SZ) - 经营质量稳步提升，22 年归母净利润同比增长 18.6%》——2023-03-13
- 《中兴通讯 (000063.SZ) - 受益数字经济发展，通信设备龙头加速第二曲线拓新》——2023-03-07

## 2023 年业绩稳步增长，国内和国际市场、三大业务全面发展

### 2023 年收入和利润稳步增长

公司 2023 年全年实现营收 1242.5 亿元（同比+1.1%），归母净利润 93.26 亿元（同比+15.4%），扣非净利润 74.0 亿元（同比+20.0%）。23 年 Q4 营收 348.6 亿元（同比+14.7%），归母净利润 14.9 亿元（同比+17.8%）。

图1：中兴通讯营业收入及增速（单位：亿元、%）



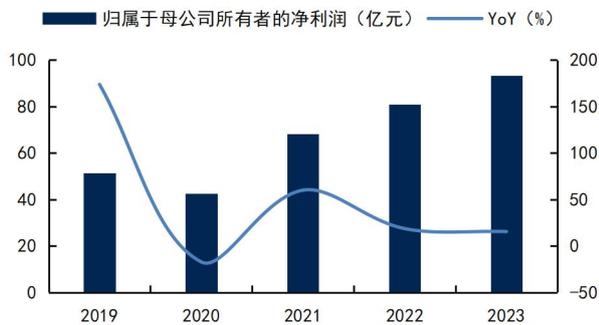
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中兴通讯单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



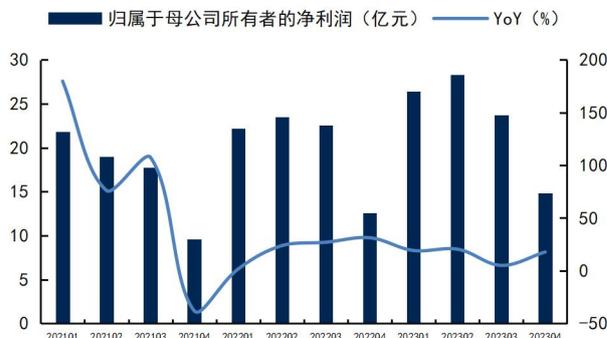
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

- **分产品看：**公司 2023 年营业收入同比增长 1.1%。其中，运营商网络营业收入同比增长 3.4%，主要由于无线产品、有线产品营业收入增长。不过，公司在消费者业务端和政企端的营收同比减少，消费者业务营业收入同比减少 1.33%，主要由于国际家庭终端、国际手机产品营业收入减少；另一方面在政企端，营收同比减少 7.14%，主要由于国内集成类项目、数据中心和国际市场营业收入减少所致。
- **分市场看：**国内市场 2023 年营收 865 亿元（同比增长 1.5%），公司深度参与 5G、千兆光网建设，无线、有线产品市场格局优化，收入稳中有增，智算服务器的推出时间与智算建设节奏匹配有差异，收入增长承压。面向政企客户，公司坚持强化自研产品和解决方案，但受行业投资和重点客户建设节奏的影响，收入增长面临挑战；面向消费者，公司一是把握千兆光网快速发展

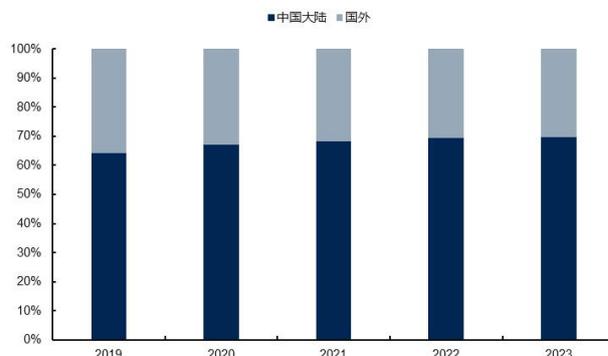
的窗口期，推动家庭终端收入持续增长，二是坚持成本领先、差异创新战略，实现手机产品收入逆势增长。国际市场 23 年营收 378 亿元（同比+0.2%），面向市场需求下降、竞争加剧挑战，家庭终端和手机产品收入增长挑战大。

图5: 公司主营业务收入结构（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司国内和海外业务占比（单位：%）

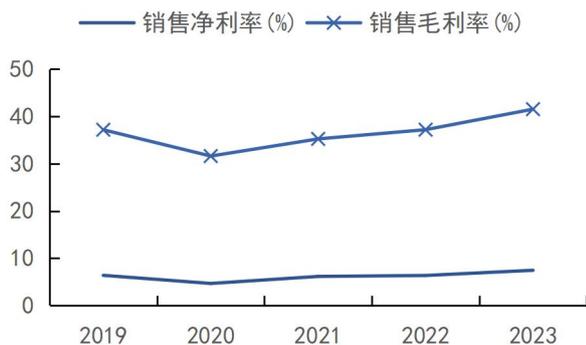


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 2023 年毛利率稳健提升，持续创新研发

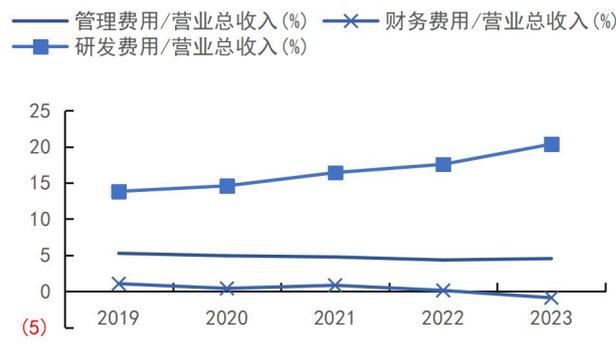
公司 2023 年整体毛利率同比提升 4.34pct，经营管理效率持续优化。运营业务毛利率同比提升同比上升 2.89pct，政企业务毛利率同比上升 9.59pct，消费者业务毛利率同比上升 4.50pct，主要由于收入结构变动及持续优化成本。公司经营管理效率持稳定状态，管理费用率和销售费用率同比基本持平；持续加大 5G 相关产品、芯片、服务器及存储、创新业务等技术领域的投入，研发费用同比增长 17%，研发费用率同比上升 2.78pct。

图7: 中兴通讯毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中兴通讯三项费用率变化情况（单位：%）



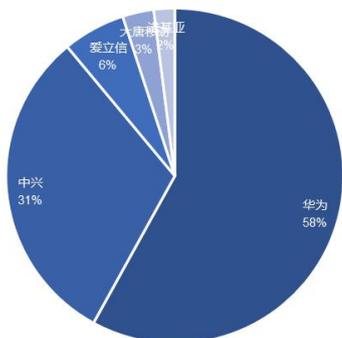
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 深化“连接+算力”业务系统，公司定位 2024 年保持增长为首要任务

➢ 在以“连接”为主的第一曲线业务上，保持在无线、有线领域的领先地位，

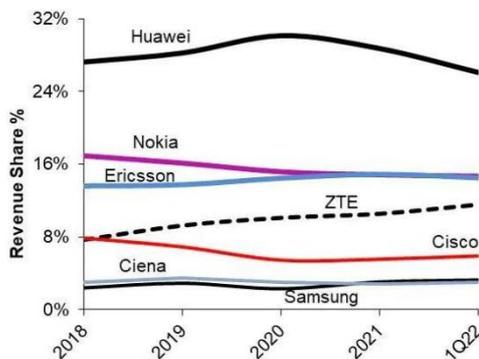
5G 基站、5G 核心网发货量连续四年全球排名第二，RAN、5G 核心网产品获行业领导者评级，光接入产品 10G PON 市场份额全球排名第二。同时，围绕 5G-A、全光网络、5G 新应用等创新技术和方案不断演进，并联合运营商进行了万兆体验、工业现场网、通感算一体、RedCap 等多场景的商用验证和部署。

图9：中国 5G 设备市场分布（截止 2023 年）



资料来源：通信产业报、通信产业网、国信证券经济研究所整理

图10：全球无线通信设备商市占率（单位：%）



资料来源：Dell'OroGroup、国信证券经济研究所整理

- 在**“算力”**为代表的第二曲线业务上，基于多年积累的通信领域软硬件研发能力，在算力基础设施、软件平台、大模型及应用等领域加大投入，进行立体式布局，推出服务器及存储、数据中心交换机、数据中心、星云系列大模型等产品，加速从连接向算力深化拓展。公司全系列服务器支持液冷和异构加速，新一代交换机支持 400G/800G，具备单槽 14.4T 能力。

图11：中兴通讯 ZXR10 9900 系列交换机



资料来源：中兴通讯、国信证券经济研究所整理

图12：中兴通讯服务器产品系列



资料来源：中兴通讯、国信证券经济研究所整理

- 在**终端领域**，中兴通讯致力于打造 AI 驱动的全场景智慧生态 3.0，围绕移动终端、智慧家庭、云电脑、汽车电子等领域，持续推出多款业界首创的创新产品及方案，包括 5G+AI 裸眼 3D 平板 nubia Pad 3D II、全能影像旗舰 nubia Z60 Ultra、AI 5G FWA 产品、Wi-Fi 7 及 FTTR 系列产品、5G 云笔电等。其中，5G FWA&MBB 市场份额居全球第一，PON CPE、DSL CPE、IP 机顶盒等发货量全球第一，红魔销量居全球电竞手机市场首位，云电脑终端在国内运营商市场份额第一。汽车电子推进与一汽、东风、长安、上汽等多家头部车企深度合作。

图13：中兴通讯移动互联产品

图14：中兴通讯 nubia Pad 3D



资料来源：中兴通讯、国信证券经济研究所整理



资料来源：中兴通讯、国信证券经济研究所整理

### 盈利预测：

2024 年是公司“战略超越期”攻坚之年，公司面临较为复杂的外部环境，目前运营商资本开支增长及完成率有所放缓，政企业务及终端业务景气度并未出现明显好转，但公司持续保持技术领先、高质量发展，经营质量稳步提升。营收及盈利预测如下：

表1：中兴通讯未来三年营收拆分（单位：亿元、%）

收入分类预测(万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>运营商业务</b>					
收入	800.4	827.6	852.4	882.3	917.5
增长率	5.70%	3.40%	3.00%	3.50%	4.00%
毛利率	46.22%	49.11%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>消费者业务</b>					
收入	282.9	279.1	279.1	287.5	296.1
增长率	9.93%	-1.34%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	17.76%	22.26%	23.26%	24.26%	24.76%
<b>政企业务</b>					
收入	146.3	135.8	139.9	148.3	160.2
增长率	11.84%	-7.14%	3.00%	6.00%	8.00%
毛利率	25.2%	34.94%	35.94%	37.04%	38.04%
<b>收入合计</b>	<b>1229.5</b>	<b>1242.5</b>	<b>1271.4</b>	<b>1318.0</b>	<b>1373.8</b>
<b>增长率</b>	<b>7.48%</b>	<b>1.05%</b>	<b>2.33%</b>	<b>3.67%</b>	<b>4.23%</b>
<b>毛利率</b>	<b>37.18%</b>	<b>41.53%</b>	<b>42.58%</b>	<b>42.93%</b>	<b>43.17%</b>
<b>成本率</b>	<b>62.8%</b>	<b>58.5%</b>	<b>57.4%</b>	<b>57.1%</b>	<b>56.8%</b>

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	122954	124251	127141	131801	137379
营业成本	77228	72650	73000	75222	78078
营业税金及附加	951	1336	1271	1054	1099
销售费用	9173	10172	10497	10922	11411
管理费用	5333	5632	3720	3977	4269
研发费用	21602	25289	26895	28276	29885
财务费用	163	(1101)	729	637	525
营业利润	8795	10258	12028	12814	13392
所得税费用	960	962	1804	1922	2009
归属于母公司净利润	8080	9326	10324	10998	11495

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 公司 2024 年加快向算力拓展, 整体经营稳健有韧性。预计 2024-2026 归母净利润分别为 103/110/115 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 14/13/13X。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 3 月 9 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PEG
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2024E
000063.SZ	中兴通讯	买入	30.2	1443.6	1.7	2.0	2.2	15.5	14.0	13.1	0.8
000938.SZ	紫光股份	买入	24.9	713.0	0.6	0.8	1.0	33.0	31.5	25.4	1.8
301165.SZ	锐捷网络	增持	39.4	223.9	1.0	0.9	1.3	40.7	43.7	30.5	2.0
600498.SH	烽火通信	-	19.1	226.8	0.3	0.4	0.6	55.9	42.6	30.8	0.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测; 其中, 中兴通讯 2023 年 EPS 和 PE 为实际值, 烽火通信、紫光股份、锐捷网络估值取自 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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	56346	78543	80650	84885	89670	<b>营业收入</b>	<b>122954</b>	<b>124251</b>	<b>127141</b>	<b>131801</b>	<b>137379</b>
应收款项	18499	21968	20740	21544	23052	营业成本	77228	72650	73000	75222	78078
存货净额	45235	41131	40192	42573	43589	营业税金及附加	951	1336	1271	1054	1099
其他流动资产	17280	16709	19394	18784	19670	销售费用	9173	10172	10497	10922	11411
<b>流动资产合计</b>	<b>137874</b>	<b>158505</b>	<b>161130</b>	<b>167940</b>	<b>176134</b>	管理费用	5333	5632	3720	3977	4269
固定资产	13877	14360	17574	20592	23340	研发费用	21602	25289	26895	28276	29885
无形资产及其他	7342	7697	7391	7084	6777	财务费用	163	(1101)	729	637	525
投资性房地产	20107	18239	18239	18239	18239	投资收益	1087	(205)	1000	1100	1280
长期股权投资	1754	2158	2305	2512	2765	资产减值及公允价值变动	48	156	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>180954</b>	<b>200958</b>	<b>206639</b>	<b>216367</b>	<b>227254</b>	其他收入	(22448)	(25255)	(26895)	(28276)	(29885)
短期借款及交易性金融负债	10624	10562	10000	10000	10000	营业利润	8795	10258	12028	12814	13392
应付款项	29705	28374	32866	33653	34849	营业外净收支	(43)	(55)	0	0	0
其他流动负债	38095	44094	39410	41617	44378	<b>利润总额</b>	<b>8752</b>	<b>10203</b>	<b>12028</b>	<b>12814</b>	<b>13392</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>78424</b>	<b>83030</b>	<b>82276</b>	<b>85270</b>	<b>89227</b>	所得税费用	960	962	1804	1922	2009
长期借款及应付债券	35126	42576	42576	42576	42576	少数股东损益	(289)	(85)	(100)	(107)	(111)
其他长期负债	7861	7020	7320	7520	7620	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8080</b>	<b>9326</b>	<b>10324</b>	<b>10998</b>	<b>11495</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>42987</b>	<b>49596</b>	<b>49896</b>	<b>50096</b>	<b>50196</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>121410</b>	<b>132627</b>	<b>132173</b>	<b>135366</b>	<b>139424</b>	<b>净利润</b>	8080	9326	10324	10998	11495
少数股东权益	902	323	263	199	132	资产减值准备	(331)	(332)	219	150	166
股东权益	58641	68008	74203	80802	87698	折旧摊销	4058	4569	1875	2140	2394
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>180954</b>	<b>200958</b>	<b>206639</b>	<b>216367</b>	<b>227254</b>	公允价值变动损失	(48)	(156)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	财务费用	163	(1101)	729	637	525
每股收益	1.71	1.95	2.16	2.30	2.40	营运资本变动	(7334)	6570	(192)	768	815
每股红利	0.78	1.01	0.86	0.92	0.96	其它	174	291	(279)	(214)	(233)
每股净资产	12.38	14.22	15.51	16.89	18.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>4599</b>	<b>20268</b>	<b>11947</b>	<b>13842</b>	<b>14636</b>
ROIC	30%	30%	33%	41%	42%	资本开支	0	(2330)	(5001)	(5001)	(5001)
ROE	14%	14%	14%	14%	13%	其它投资现金流	847	360	0	0	0
毛利率	37%	42%	43%	43%	43%	<b>投资活动现金流</b>	<b>778</b>	<b>(2373)</b>	<b>(5149)</b>	<b>(5208)</b>	<b>(5254)</b>
EBIT Margin	7%	7%	9%	9%	9%	权益性融资	260	1676	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	11%	11%	11%	负债净变化	5218	7450	0	0	0
收入增长	7%	1%	2%	4%	4%	支付股利、利息	(3688)	(4836)	(4130)	(4399)	(4598)
净利润增长率	19%	15%	11%	7%	5%	其它融资现金流	(3064)	(2602)	(562)	0	0
资产负债率	68%	66%	64%	63%	61%	<b>融资活动现金流</b>	<b>256</b>	<b>4302</b>	<b>(4692)</b>	<b>(4399)</b>	<b>(4598)</b>
息率	2.6%	3.4%	2.9%	3.0%	3.2%	<b>现金净变动</b>	<b>5633</b>	<b>22197</b>	<b>2107</b>	<b>4235</b>	<b>4785</b>
P/E	17.7	15.5	14.0	13.1	12.6	货币资金的期初余额	50713	56346	78543	80650	84885
P/B	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6	货币资金的期末余额	56346	78543	80650	84885	89670
EV/EBITDA	20.8	20.2	20.3	19.3	18.9	企业自由现金流	0	17116	6676	8405	8949
						权益自由现金流	0	21964	5494	7864	8503

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