

中兴通讯 (763 HK)

上半年业绩喜忧参半

中兴通讯公布了2024年上半年业绩，收入同比增长2.9%至625亿元人民币；净利润同比增长4.8%至57亿元人民币。由于国内电信资本开支缩减，中兴通讯的运营业务收入有所下降，但非运营业务收入则实现了双位数增长（消费者、政企业务同比增长14.3%和56.1%）。按季度看，2024年第二季度收入同、环比增长1.1%、4.4%，净利润同、环比增长5.7%、9.1%。毛利率环比下降至39%，主要受产品结构变化的影响（高毛利的运营业务收入占比有所下降）。得益于公司运营效率的提升，2024年第二季度净利率环比上升至9.4%（2024年第一季度为9.0%，23财年为7.5%）。展望未来，我们认为非运营业务收入将继续保持双位数增长，缓解来自运营业务的压力。维持“买入”评级，目标价调整至22.17港元。

■ 中国5G网络建设已取得重大进展，国内运营商相继缩减资本支出，这给中兴通讯运营业务带来挑战。2024年，中国电信运营商的资本支出预算总额为3,340亿元人民币（同比下降5%）。而运营商的投资重点也逐步从无线端5G投资转向算力、工业数字化和云服务等高速增长领域，与我们此前预期一致（报告）。在中兴通讯国内运营业务中，无线端收入占比过半，这导致该部门业绩承压。运营商部门上半年收入同比下降8.6%至373亿元人民币，但该业务毛利率仍维持在54.3%的高位（对比23年上、下半年毛利率为54.4%和44.2%）。总体上看，公司毛利率在2024年上半年保持稳定，为40.5%（相较2023年为41.5%）。

■ 消费者和政企业务实现收入大幅增长（同比增速为14.3%、56%），抵消了来自运营业务的压力。一方面，受FTTR市场强劲需求拉动以及消费电子市场需求逐渐回暖驱动，公司消费者业务实现了收入增长。另一方面，得益于服务器、存储产品的强劲需求，公司政企业务的收入实现了强劲增长。但服务器和存储产品的毛利率相对较低，使得政企业务的毛利率承压。2024年上半年，该部门毛利率为21.8%，低于2023年全年的34.9%。展望未来，随着家庭和企业的需求复苏，我们预计消费者和政企业务的收入将有望保持增长。

■ 维持对中兴通讯的“买入”评级，目标价调整至22.17港元，基于9.3倍2024财年预测市盈率，对应3年历史平均市盈率。鉴于国内电信运营商市场无线端的支出持续下降，我们将公司2024和2025财年的收入预测分别下调3%、2%。由于毛利率在本季度环比下降，我们将公司的净利润预测分别下调3%、7%，但运营效率的提升抵消了部分不利因素。潜在风险包括：1) 国际关系紧张局势加剧；2) 国内电信资本支出放缓和海外5G部署节奏不及预期；3) 家庭和企业支出复苏慢于预期。

财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	122,954	124,251	130,034	140,200	153,503
同比增长(%)	7.4	1.1	4.7	7.8	9.5
毛利率(%)	37.2	41.5	39.8	39.0	38.6
运营利润(百万人民币)	10,560.7	10,978.1	13,371.1	14,417.2	16,049.8
同比增长(%)	23.7	4.0	21.8	7.8	11.3
净利润(百万人民币)	8,080.3	9,325.8	10,477.7	11,403.6	14,419.5
同比增长(%)	18.6	15.4	12.4	8.8	26.4
市盈率(倍)	9.0	7.9	7.0	6.5	5.1

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	22.17 港元
(此前目标价)	27.4 港元)
潜在升幅	32.3%
当前股价	16.76 港元

中国半导体

杨天薇, Ph.D
 (852) 3916 3716
 lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
 (852) 3761 8727
 kevinzhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	12,662.2
3月平均流通量(百万港元)	151.6
52周内股价高/低(百万港元)	25.55/13.58
总股本(百万)	755.5

资料来源：FactSet

股东结构

贝莱德	6.7%
美国先锋集团	4.1%

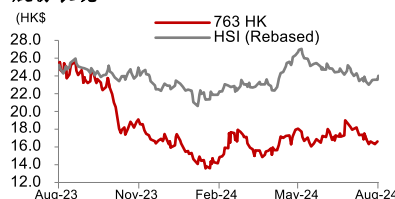
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.3%	-7.8%
3-月	-7.2%	3.2%
6-月	12.8%	4.5%

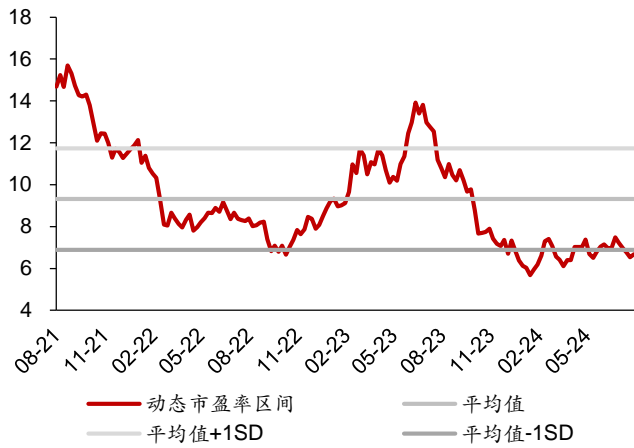
资料来源：FactSet

股份表现



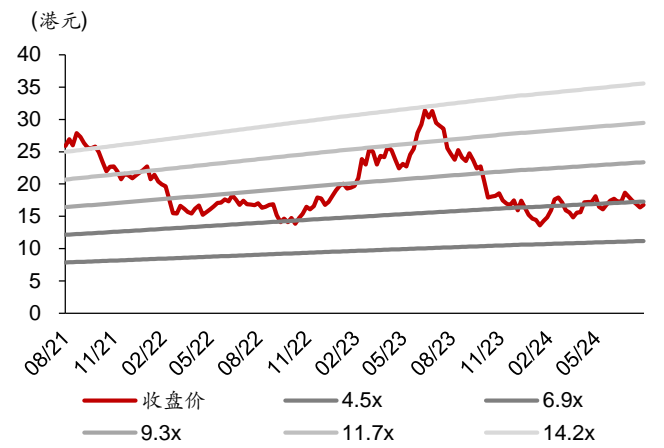
资料来源：FactSet

图 1: 中兴通讯 (H股) 动态市盈率区间



资料来源: 公司资料, 彭博

图 2: 中兴通讯 (H股) 动态市盈率



资料来源: 公司资料, 彭博

图 3: 招银国际环球市场最新预测 vs. 过往预测

百万美元	最新预测			过往预测			对比(%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	130,034	140,200	153,503	129,749	136,085	142,119	0%	3%	8%
毛利	51,695	54,727	59,263	53,734	56,387	58,751	-4%	-3%	1%
净利润	10,478	11,404	14,419	9,865	10,726	11,308	6%	6%	28%
每股收益 (人民币)	2.19	2.38	3.01	2.09	2.22	2.34	5%	7%	29%
毛利率	39.8%	39.0%	38.6%	41.4%	41.4%	41.3%	-1.7 ppt	-2.4 ppt	-2.7 ppt
净利率	8.1%	8.1%	9.4%	7.6%	7.9%	8.0%	0.5 ppt	0.3 ppt	1.4 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际环球市场预测 vs. 彭博一致预期

百万美元	招银国际预测			彭博一致预期			对比(%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	130,034	140,200	153,503	133,717	142,644	NA	-3%	-2%	NA
毛利	51,695	54,727	59,263	55,973	59,858	NA	-8%	-9%	NA
净利润	10,478	11,404	14,419	10,842	12,200	NA	-3%	-7%	NA
每股收益 (人民币)	2.19	2.38	3.01	2.27	2.55	NA	-3%	-7%	NA
毛利率	39.8%	39.0%	38.6%	41.9%	41.5%	NA	-2.1 ppt	-2.5 ppt	NA
净利率	8.1%	8.1%	9.4%	8.1%	8.6%	NA	-0.1 ppt	-0.4 ppt	NA

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测, 彭博一致预期

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
营业收入	114,522	122,954	124,251	130,034	140,200	153,503
营业成本	(74,160)	(77,228)	(72,650)	(78,339)	(85,473)	(94,240)
毛利润	40,362	45,727	51,601	51,695	54,727	59,263
运营费用	(31,828)	(35,166)	(40,623)	(38,324)	(40,309)	(43,213)
销售费用	(8,733)	(9,173)	(10,172)	(9,363)	(9,604)	(10,208)
管理费用	(5,445)	(5,333)	(5,632)	(5,113)	(5,233)	(5,576)
税金及附加	(787)	(951)	(1,336)	(1,227)	(1,322)	(1,448)
研发费用	(18,804)	(21,602)	(25,289)	(26,365)	(27,936)	(29,819)
其他收益	1,941	1,893	1,806	3,744	3,785	3,838
运营利润	8,534	10,561	10,978	13,371	14,417	16,050
其他收入	250	196	173	72	78	85
其他费用	(427)	(239)	(228)	(74)	(80)	(87)
公允价值变动收益	1,099	(1,142)	(702)	(417)	0	0
投资收益	1,564	1,087	(205)	(179)	0	0
其他	(1,558)	(1,548)	(914)	(552)	(1,536)	(508)
息税前利润	9,462	8,915	9,102	12,222	12,880	15,540
财务费用	(963)	(163)	1,101	62	489	1,364
其他收入/支出	(979)	(657)	158	(245)	0	0
税前利润	8,499	8,752	10,203	12,284	13,369	16,905
所得税	(1,463)	(960)	(962)	(1,843)	(2,005)	(2,536)
税后利润	7,036	7,792	9,241	10,441	11,364	14,369
少数股东损益	223	(289)	(85)	(37)	(40)	(50)
其他	0	0	0	0	0	0
净利润	6,813	8,080	9,326	10,478	11,404	14,419

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
流动资产	127,871	137,874	158,505	152,838	164,547	178,431
现金与现金等价物	39,071	47,072	51,013	48,458	59,249	72,149
其他货币资金	11,642	9,274	27,530	23,211	23,211	23,211
应收账款	17,509	17,751	20,822	21,217	21,803	21,935
存货	36,317	45,235	41,131	40,857	40,635	40,953
预付款项	607	279	242	282	299	330
其他流动资产	16,140	13,411	12,921	13,577	13,807	13,949
合同资产	6,585	4,851	4,845	5,235	5,542	5,904
非流动资产	40,892	43,080	42,454	53,791	54,188	54,611
物业及厂房及设备 (净额)	11,437	12,913	13,372	13,737	13,761	13,663
使用权资产	815	1,080	1,557	1,473	1,348	1,190
递延税项	3,195	3,719	4,146	4,200	4,446	4,737
无形资产	8,095	7,342	7,697	7,427	6,901	6,288
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	17,351	18,026	15,681	26,953	27,732	28,733
总资产	168,763	180,954	200,958	206,629	218,734	233,042
流动负债	78,685	78,424	83,030	76,050	80,228	85,237
短期债务	8,947	9,962	7,560	3,935	5,429	7,349
应付账款	21,717	19,075	18,931	19,702	19,874	19,888
应交税费	1,216	1,447	1,413	1,077	1,141	1,215
其他流动负债	30,703	30,239	40,236	38,008	39,676	41,754
合同负债	16,102	17,700	14,890	13,328	14,108	15,031
非流动负债	36,791	42,987	49,596	55,152	55,386	54,310
长期债务	29,908	35,126	42,576	47,685	47,482	45,889
应付公司债	0	0	0	0	0	0
租赁负债	532	789	960	1,009	1,068	1,138
递延收益	150	87	78	76	80	86
其他非流动负债	6,200	6,985	5,982	6,382	6,756	7,197
总负债	115,476	121,410	132,627	131,201	135,614	139,548
股本	4,731	4,736	4,783	4,783	4,783	4,783
资本公积	25,360	25,893	27,603	27,468	27,468	27,468
未分配利润	20,651	27,309	34,715	41,926	49,659	60,083
其他	740	704	907	964	964	964

2024年8月20日

股东权益总额	51,482	58,641	68,008	75,141	82,874	93,298
少数股东权益	1,806	902	323	287	247	196
总负债和股东权益	168,763	180,954	200,958	206,629	218,734	233,042

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
经营现金流						
税前利润	7,036	7,792	9,241	10,441	11,364	14,369
折旧摊销	1,671	1,673	2,023	2,206	2,378	2,531
营运资金变化	2,615	(9,058)	(760)	3,724	(1,402)	(352)
其他	4,401	7,171	6,902	(8,831)	10,151	9,834
净经营现金流	15,724	7,578	17,406	7,539	22,490	26,383
投资现金流						
资本开支	(5,686)	(4,952)	(4,005)	(4,551)	(4,864)	(5,258)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
其他	(4,906)	3,661	(16,897)	1,125	(77)	(111)
净投资现金流	(10,592)	(1,291)	(20,901)	(3,426)	(4,941)	(5,369)
融资现金流						
已支付股息	(2,618)	(3,688)	(4,836)	(7,557)	(8,051)	(8,440)
净借贷	5,309	5,442	11,164	967	1,292	327
发行股票所得现金	538	171	1,676	(78)	0	0
其他	(450)	(471)	(633)	0	0	0
净融资现金流	2,779	1,455	7,372	(6,669)	(6,759)	(8,113)
净现金流变动						
年初现金	31,403	39,071	47,072	51,013	48,458	59,249
汇率变动	(242)	260	66	0	0	0
其他	7,910	7,741	3,876	(2,555)	10,790	12,900
年末现金	39,071	47,072	51,013	48,458	59,249	72,149

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。