

业绩短期承压，智算成为长期战略主线

中兴通讯(000063)

| | | | |
|--------|-------|-------------|-------------|
| 评级: | 增持 | 股票代码: | 000063 |
| 上次评级: | 增持 | 52周最高价/最低价: | 34.27/20.89 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 1,516.77 |
| 最新收盘价: | 31.71 | 自由流通市值(亿) | 1,516.77 |
| | | 自由流通股数(百万) | 4,783.25 |

事件

2024Q1-Q3 公司实现营收 900.4 亿元，同比增加 0.7%，实现归母净利润 79.1 亿元，同比增长 0.8%；扣非归母净利润 69.0 亿元，同比减少 2.9%。

2024Q3 实现营收 275.6 亿元，同比减少 3.9%，实现归母净利润 21.7 亿元，同比减少 8.2%；扣非归母净利润 19.3 亿元，同比减少 11.7%。

► 运营商业务承压，国际市场双位数增长

● 前三季度，公司国内运营商业务受 Capex 下降影响整体承压，国际市场持续突破大国大 T，保持双位数增长。同时，公司消费者和政企业务均实现快速增长。

具体业务方面，不断深化“连接+算力”。根据公司官方公众号：

- (1) **连接领域持续在无线和有线市场关键产品保持领先。**根据电信咨询机构最新数据，公司 5G 基站、5G 核心网累计发货量全球第二，固网产品市场份额全球第二。围绕 5G-A 商用部署与落地，与运营商共同打造“空地一体”5G-A 全域立体网，在低空经济领域联合合作伙伴在北京、南京、深圳等 25 个省市的 80 多个试点验证了 5G-A 通感一体在物流配送和低空安全等多种场景的应用。此外，在万兆光网领域推出 800G OTN 可插拔方案，并基于 50G PON 技术发布新一代智能光接入产品。
- (2) **算力领域确定智算为长期战略主航道。**在智算基础设施和平台技术方面，推出“一机多芯”开放架构 AI 服务器，兼容适配主流 GPU，并以网强算，基于自研芯片推出 2*200G 网卡；推进 OLink 高速总线互联标准，并自研大容量交换芯片，在超万卡集群核心技术、算力原生、智算中心长距互联、推理任务智能分发等前瞻技术方向上开展研究。并在大模型及应用和应用生态领域积极拓展。
- (3) **终端领域积极推动智能化改革。**个人终端方面，三季度发布了全面升级的 AI 全能影像旗舰 nubia Z60 Ultra 领先版和 AI+卫星手机 nubia Z60S Pro，并推出普惠 5G 手机中兴远航 40s。nubia 品牌持续推进出海战略，Neo2、Music、Focus 等特色产品进入阿根廷、埃塞俄比亚、德国等市场。家庭光纤方面，推出 FTTR 业界首款 AI 带屏系列 RoomPON 6.0，云终端产品上半年在国内云终端市场出货量位居第一。汽车电子方面，发布自研车规级 SOC 芯片“撼域”M1，与中国一汽签署多域融合芯片“红旗 1 号”战略合作协议；携手上汽发布百万量级车云通讯单品，实现首个国产车规级双核 4G 通讯模组量产落地。

► 毛利率承压，持续高位研发，构建全面高校数字底座

2024Q1-Q3 毛利率 40.4%，同比减少 3.2pct，净利率 8.7%，同比基本持平。2024Q3 单季度毛利率 40.4%，同比减少 4.3pct，环比增加 1.4pct，单季度净利率 7.8%，同比减少 0.5pct，环比减少 1.5pct。运营商业务承压拉低整体毛利率水平。

2024Q1-Q3 整体费用率 31.2%，同比增长 0.5pct，其中管理费用率基本持平，为 3.6%，销售、研发费用率分别上涨 0.4/0.3pct，达到 7.1%/20.7%，财务费用率-0.2%，同比减少 0.3pct，主要受汇率波动影响。公司在 5G-A、全光网络、全栈智算等持续加深研发投入，加速智算的行业融合与应用落地。

► 经营性现金流稳健，资产减值计提增加

2024Q3 经营性现金流净额 80.5 亿元，收入现金比 1.06，略有抬升。存货 406.3 亿元，同比减少 10.0%，根据中报数据主要是发出商品减少导致存货减少。

公司 2024 前三季度资产减值损失计提 8.4 亿元，公允价值变动净收益为-4.2 亿元，影响整体利润空间。

投资建议

我们认为，运营商 Capex 影响公司相关业务进展，第二曲线业务维持高速增长态势。下调盈利预测，预计 2024-2026 年营收分别由 1319.7/1416.6/1535.9 亿元调整为 1311.4/1394.8/1494.6 亿元，对应 EPS 分别由 2.26/2.61/3.03 元调整为 2.10/2.32/2.57 元，对应 2024 年 10 月 21 日 31.71 元/股收盘价 PE 分别为 14.3/12.9/11.7 倍。维持“增持”评级。

风险提示

5G 需求不及预期，运营商持续投入意愿降低；创新业务发展不及预期；全球地缘政治不确定性因素影响业务发展；新业务发展不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 122,954 | 124,251 | 131,143 | 139,483 | 149,459 |
| YoY (%) | 7.4% | 1.1% | 5.5% | 6.4% | 7.2% |
| 归母净利润(百万元) | 8,080 | 9,326 | 10,028 | 11,087 | 12,305 |
| YoY (%) | 18.6% | 15.4% | 7.5% | 10.6% | 11.0% |
| 毛利率 (%) | 37.2% | 41.5% | 41.7% | 41.7% | 41.5% |
| 每股收益 (元) | 1.71 | 1.96 | 2.10 | 2.32 | 2.57 |
| ROE | 13.8% | 13.7% | 12.9% | 12.4% | 12.1% |
| 市盈率 | 17.54 | 15.31 | 14.31 | 12.94 | 11.66 |

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：马军

邮箱：majun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090003

联系电话：

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 124,251 | 131,143 | 139,483 | 149,459 | 净利润 | 9,241 | 9,913 | 10,923 | 12,148 |
| YoY (%) | 1.1% | 5.5% | 6.4% | 7.2% | 折旧和摊销 | 4,926 | 4,259 | 4,300 | 4,395 |
| 营业成本 | 72,650 | 76,462 | 81,373 | 87,495 | 营运资金变动 | -986 | -705 | -765 | -381 |
| 营业税金及附加 | 1,336 | 1,443 | 1,447 | 1,591 | 经营活动现金流 | 17,406 | 15,417 | 16,535 | 18,145 |
| 销售费用 | 10,172 | 10,754 | 11,368 | 12,031 | 资本开支 | -3,900 | -2,603 | -3,011 | -3,574 |
| 管理费用 | 5,632 | 5,907 | 6,291 | 6,501 | 投资 | -18,327 | 53 | 60 | 70 |
| 财务费用 | -1,101 | 1,091 | 953 | 799 | 投资活动现金流 | -20,901 | -1,973 | -2,515 | -3,010 |
| 研发费用 | 25,289 | 26,583 | 28,064 | 29,907 | 股权募资 | 1,676 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -858 | -219 | -194 | -179 | 债务募资 | 11,164 | -102 | -244 | -359 |
| 投资收益 | -205 | 577 | 436 | 493 | 筹资活动现金流 | 7,372 | -2,321 | -2,455 | -2,555 |
| 营业利润 | 10,258 | 11,318 | 12,367 | 13,740 | 现金净流量 | 3,941 | 11,123 | 11,566 | 12,580 |
| 营业外收支 | -55 | -150 | -150 | -150 | | | | | |
| 利润总额 | 10,203 | 11,168 | 12,217 | 13,590 | 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 所得税 | 962 | 1,255 | 1,294 | 1,443 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 9,241 | 9,913 | 10,923 | 12,148 | 营业收入增长率 | 1.1% | 5.5% | 6.4% | 7.2% |
| 归属于母公司净利润 | 9,326 | 10,028 | 11,087 | 12,305 | 净利润增长率 | 15.4% | 7.5% | 10.6% | 11.0% |
| YoY (%) | 15.4% | 7.5% | 10.6% | 11.0% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 1.96 | 2.10 | 2.32 | 2.57 | 毛利率 | 41.5% | 41.7% | 41.7% | 41.5% |
| | | | | | 净利率 | 7.4% | 7.6% | 7.8% | 8.1% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 4.6% | 4.7% | 4.9% | 5.0% |
| | | | | | 净资产收益率 ROE | 13.7% | 12.9% | 12.4% | 12.1% |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 偿债能力 | | | | |
| 货币资金 | 78,543 | 89,666 | 101,231 | 113,811 | 流动比率 | 1.91 | 2.03 | 2.12 | 2.20 |
| 预付款项 | 242 | 324 | 312 | 340 | 速动比率 | 1.35 | 1.46 | 1.54 | 1.61 |
| 存货 | 41,131 | 42,814 | 46,082 | 49,361 | 现金比率 | 0.95 | 1.05 | 1.14 | 1.21 |
| 其他流动资产 | 38,588 | 39,684 | 41,497 | 44,150 | 资产负债率 | 66.0% | 63.3% | 60.9% | 58.7% |
| 流动资产合计 | 158,505 | 172,488 | 189,123 | 207,662 | 经营效率 | | | | |
| 长期股权投资 | 2,158 | 2,378 | 2,634 | 2,902 | 总资产周转率 | 0.62 | 0.62 | 0.61 | 0.61 |
| 固定资产 | 13,372 | 12,308 | 11,409 | 10,956 | 每股指标 (元) | | | | |
| 无形资产 | 7,697 | 7,412 | 7,263 | 7,152 | 每股收益 | 1.96 | 2.10 | 2.32 | 2.57 |
| 非流动资产合计 | 42,454 | 40,436 | 38,784 | 37,612 | 每股净资产 | 14.22 | 16.31 | 18.63 | 21.21 |
| 资产合计 | 200,958 | 212,923 | 227,907 | 245,274 | 每股经营现金流 | 3.64 | 3.22 | 3.46 | 3.79 |
| 短期借款 | 7,560 | 7,458 | 7,214 | 6,855 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 28,374 | 30,453 | 32,014 | 34,523 | 估值分析 | | | | |
| 其他流动负债 | 47,096 | 47,172 | 49,915 | 52,986 | PE | 15.31 | 14.31 | 12.94 | 11.66 |
| 流动负债合计 | 83,030 | 85,083 | 89,143 | 94,363 | PB | 1.86 | 1.84 | 1.61 | 1.41 |
| 长期借款 | 42,576 | 42,576 | 42,576 | 42,576 | | | | | |
| 其他长期负债 | 7,020 | 7,020 | 7,020 | 7,020 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 49,596 | 49,596 | 49,596 | 49,596 | | | | | |
| 负债合计 | 132,627 | 134,679 | 138,740 | 143,960 | | | | | |
| 股本 | 4,783 | 4,783 | 4,783 | 4,783 | | | | | |
| 少数股东权益 | 323 | 208 | 43 | -114 | | | | | |
| 股东权益合计 | 68,331 | 78,244 | 89,167 | 101,315 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 200,958 | 212,923 | 227,907 | 245,274 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|----------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。