

分析师: 李璐毅
登记编码: S0730524120001
lily2@ccnew.com 021-50586278

数字经济筑路者, 从全连接转向“连接+算力”

——中兴通讯(000063)季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(首次)

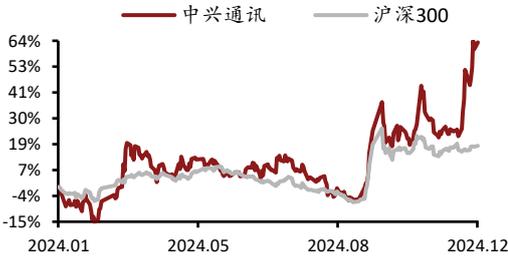
市场数据(2024-12-30)

收盘价(元)	40.80
一年内最高/最低(元)	40.99/21.70
沪深300指数	3,999.05
市净率(倍)	2.70
流通市值(亿元)	1,951.41

基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	15.12
每股经营现金流(元)	1.68
毛利率(%)	40.43
净资产收益率_摊薄(%)	10.93
资产负债率(%)	63.63
总股本/流通股(万股)	478,353.49/478,287.62
B股/H股(万股)	0.00/75,550.25

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

发布日期: 2024年12月31日

事件: 公司发布2024年三季报, 2024年前三季度实现营收900.45亿元, 同比增长0.73%, 归母净利润为79.06亿元, 同比增长0.83%。2024Q3公司实现营收275.57亿元, 同比下降3.94%, 归母净利润为21.74亿元, 同比下降8.23%。

点评:

- **公司是全球领先的综合通信与信息技术解决方案提供商。**公司拥有ICT行业完整的、端到端的产品和解决方案, 集“设计、开发、生产、销售、服务”于一体, 聚焦运营商网络、政企业务、消费者业务。2024H1, 运营商网络、政企业务、消费者业务收入比例分别为59.7%、14.7%、25.6%。在运营商网络领域, 国内市场, 公司加速从全连接转向“连接+算力”, 充分拓展市场空间; 国际市场, 公司加强无线、有线等关键产品的布局与拓展, 围绕大国大T战略, 积极推进新业务, 保持增长态势。在政企市场, 公司整合资源, 强化一线市场拓展能力; 推出新一代智算服务器、高端存储、数据中心交换机等产品。消费者业务主要包括家庭终端、手机产品, 公司提出“AI for All”, 布局全系AI终端。
- **收入结构变动毛利率短期承压, 费用管控卓有成效。**2024年前三季度, 公司毛利率为40.43%, 同比下降3.24pct; 2024Q3毛利率为40.35%, 同比下降4.28pct。公司毛利率承压主要是收入结构变动、运营商网络和消费者业务毛利率提升以及政企业务毛利率下降的综合影响所致。2024年前三季度, 公司期间费用率为31.10%, 同比下降1.12pct, 其中: 销售费用率、管理费用率、财务费用率同比-0.63pct、-0.67pct、+0.81pct, 公司整体上费用管控卓有成效, 市场推广投入减少, 管理效率提升; 公司研发费用率为20.7%, 同比-0.62pct, 公司加大包括智算服务器在内的算力产品和方案的研发投入, 已推出覆盖算力、网络、能力、大模型和应用的全栈全域智算解决方案。
- **运营商传统网络领域, 公司无线、有线核心产品保持领先地位; 运营商算力网络领域, 公司重点建设智能算力。**2024年1-11月, 国内电信业务收入累计完成15,947亿元, 同比增长2.6%。国内市场5G规模建设步入平稳期, 5G-A逐步商用, 400G光传输网络深入建设, 算力中心快速部署。运营商投资聚焦无线和有线宽带网络, 以及数据中心新建、网络智能化、绿色低碳减排等新业务领域。2024H1, 公司运营商网络营收同比下降8.6%, 主要受国内整体投资环境影响。1) 运营商传统网络: 公司国内市场份额整体稳定, 核心网产品, 国内保持双寡头格局, 国际业务在非洲多国分支实现

份额提升。有线产品、固网产品，保持全球领先地位。光传输产品，国内市场完成全球首个 400G 全光省际骨干网规模商用，国际市场规模突破土耳其、尼日利亚等国家的主流运营商；中标中国移动和中国电信核心路由器集采项目。2) 运营商算力网络：服务器及存储，通算服务器在国内运营商保持领先，中标中国移动 PC 服务器集采项目；国际市场，服务器业务把握国内运营商出海机会，开拓海外销售渠道。数据中心交换机，框式交换机凭借自研核心器件保持行业领先地位；盒式交换机中标中国联通和中国电信集采项目。数据中心配套，推出浸没式液冷、冷板式液冷、大功率间蒸、一体化电力模块等创新产品。云电脑，公司发布 5G 云电脑“逍遥”系列，国内运营商云终端市场份额第一。

- **政企市场领域，公司推出新一代智算服务器、高端存储、数据中心交换机等有竞争力的产品。**目前国内“5G+工业互联网”项目超 1.5 万个，实现 41 个工业大类全覆盖。随着 5G 向 5G-A 演进，连接和应用升级推动生产力重构，加快各行各业数字化转型纵深发展，构筑行业新质生产力。公司把握算力和信创带来的政企市场增量机会，推动收入快速增长。2024H1，公司政企业务营收同比增长 56.1%，主要由于服务器及存储营业收入增长。服务器及存储，公司专注于互联网、金融、电力行业头部客户，落地 JDM（联合设计制造）深度合作模式，深耕存量，突破增量，实现收入规模增长。数据中心交换机，加速布局互联网和金融行业，国内订单同比快速增长。数据中心配套，与国内企业携手出海，在印尼市场持续提升规模。此外，公司聚焦城市生命线、应急、车路云一体化等新机会，把握低空经济新热点，实现政企业务的突破。
- **消费者业务领域，公司以多终端智能互联和生态扩展为核心，打造 AI 驱动的全场景智慧生态 3.0。**2024H1，公司消费者业务营收同比增长 14.3%，主要由于家庭终端、手机产品营收均实现增长。在家庭终端，公司强化自研芯片及全形态方案优势，把握国内 FTTR 快速建设、国际 Wi-Fi 7 路由器产品升级的市场机会，提升市场份额。手机和移动互联产品方面，全球消费电子市场复苏，AI 技术融入智能手机，成为手机行业技术创新的新热点。受消费者对 AI 助手和端侧处理等增强功能需求的推动，Canalys 预计 2023-2028 年 AI 手机市场的 CAGR 为 63%。公司围绕差异创新、成本领先战略，涵盖手机、平板、笔记本及移动互联设备，推出更多的业界首创产品以满足个人用户或行业专业需求。

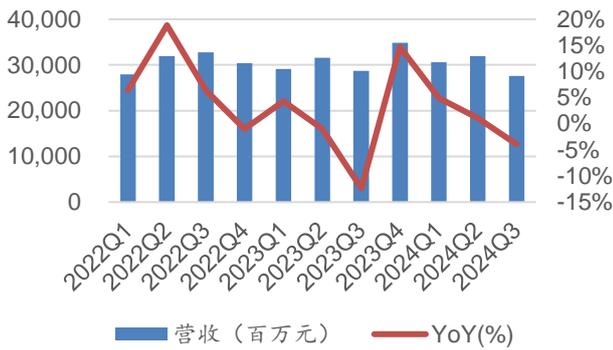
投资建议：公司是全球领先的通信设备厂商，以无线、有线产品为第一曲线业务核心竞争力持续提升，同时加速拓展以算力、手机为代表的第二曲线业务。国产算力的持续建设将为公司服务器、交换机等业务带来新的增量。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 95.92 亿元、102.01 亿元、110.06 亿元，对应 PE 为 20.35X、19.13X、17.73X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：国际环境变化；AI 发展不及预期；电信运营商资本开支不及预期；知识产权风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122,954	124,251	124,770	131,582	139,780
增长比率(%)	7.36	1.05	0.42	5.46	6.23
净利润(百万元)	8,080	9,326	9,592	10,201	11,006
增长比率(%)	18.60	15.41	2.86	6.35	7.89
每股收益(元)	1.69	1.95	2.01	2.13	2.30
市盈率(倍)	24.15	20.93	20.35	19.13	17.73

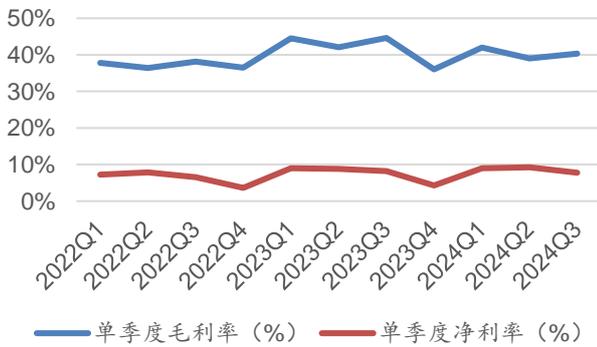
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：中兴通讯单季度营收情况



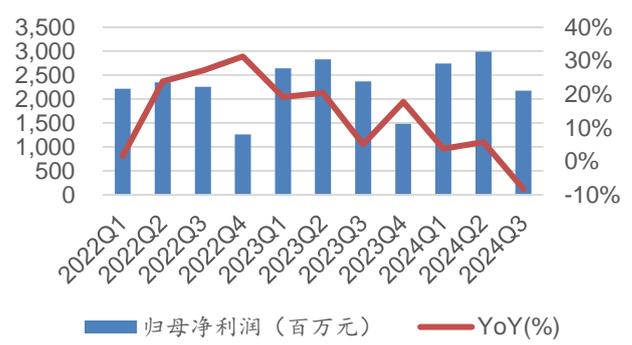
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：中兴通讯毛利率及净利率情况



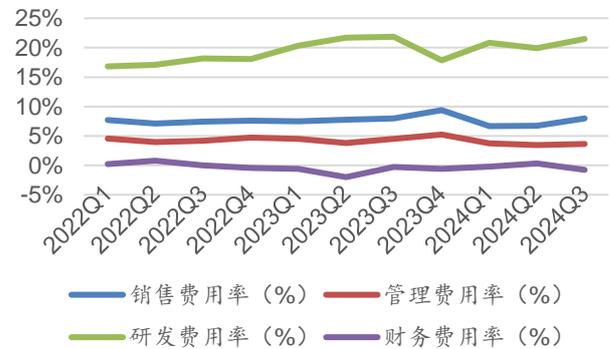
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：中兴通讯单季度归母净利润情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：中兴通讯单季度四项费用率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137,874	158,505	170,442	184,373	198,562
现金	56,346	78,543	84,066	96,457	108,078
应收票据及应收账款	17,751	20,822	24,884	25,999	26,984
其他应收款	1,347	1,146	1,348	1,407	1,483
预付账款	279	242	374	358	341
存货	45,235	41,131	37,763	39,114	40,928
其他流动资产	16,915	16,620	22,005	21,038	20,747
非流动资产	43,080	42,454	41,947	42,687	43,821
长期投资	1,754	2,158	2,458	2,738	2,988
固定资产	12,913	13,372	13,909	14,238	14,441
无形资产	7,342	7,697	7,772	7,878	8,480
其他非流动资产	21,071	19,226	17,809	17,834	17,913
资产总计	180,954	200,958	212,389	227,059	242,383
流动负债	78,424	83,030	82,874	86,322	90,451
短期借款	9,962	7,560	7,960	8,260	8,460
应付票据及应付账款	29,705	28,374	28,567	30,337	32,455
其他流动负债	38,757	47,096	46,346	47,725	49,536
非流动负债	42,987	49,596	55,297	59,947	64,047
长期借款	35,126	42,576	47,576	52,076	56,076
其他非流动负债	7,861	7,020	7,721	7,871	7,971
负债合计	121,410	132,627	138,170	146,269	154,498
少数股东权益	902	323	266	210	155
股本	4,736	4,783	4,783	4,783	4,783
资本公积	25,893	27,603	27,603	27,603	27,603
留存收益	30,338	37,768	43,908	50,535	57,686
归属母公司股东权益	58,641	68,008	73,953	80,580	87,730
负债和股东权益	180,954	200,958	212,389	227,059	242,383

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,578	17,406	16,800	18,337	19,431
净利润	7,792	9,241	9,535	10,145	10,951
折旧摊销	4,386	4,926	6,122	6,770	6,668
财务费用	2,129	2,404	1,723	1,883	2,020
投资损失	-1,087	205	-873	-921	-978
营运资金变动	-8,331	-986	-177	-226	140
其他经营现金流	2,690	1,616	470	686	630
投资活动现金流	-1,291	-20,901	-11,409	-5,539	-6,285
资本支出	-4,928	-3,900	-6,384	-7,135	-7,478
长期投资	2,440	-18,327	-5,970	675	215
其他投资现金流	1,197	1,326	945	921	978
筹资活动现金流	1,455	7,372	224	-407	-1,525
短期借款	1,015	-2,402	400	300	200
长期借款	5,218	7,450	5,000	4,500	4,000
普通股增加	5	47	0	0	0
资本公积增加	533	1,710	0	0	0
其他筹资现金流	-5,316	566	-5,176	-5,207	-5,725
现金净增加额	8,001	3,941	5,523	12,391	11,621

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	122,954	124,251	124,770	131,582	139,780
营业成本	77,228	72,650	74,848	79,601	85,282
营业税金及附加	951	1,336	1,372	1,316	1,258
营业费用	9,173	10,172	9,545	9,237	9,107
管理费用	5,333	5,632	4,492	4,605	4,753
研发费用	21,602	25,289	25,840	27,632	29,647
财务费用	163	-1,101	152	202	91
资产减值损失	-1,190	-858	-760	-716	-672
其他收益	1,893	1,806	1,872	1,974	2,097
公允价值变动收益	-1,142	-702	0	0	0
投资净收益	1,087	-205	873	921	978
资产处置收益	11	21	100	105	112
营业利润	8,795	10,258	10,536	11,208	12,097
营业外收入	196	173	103	100	96
营业外支出	239	228	115	110	106
利润总额	8,752	10,203	10,524	11,197	12,088
所得税	960	962	989	1,053	1,136
净利润	7,792	9,241	9,535	10,145	10,951
少数股东损益	-289	-85	-57	-56	-55
归属母公司净利润	8,080	9,326	9,592	10,201	11,006
EBITDA	13,785	15,025	16,799	18,169	18,846
EPS (元)	1.69	1.95	2.01	2.13	2.30

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	7.36	1.05	0.42	5.46	6.23
营业利润 (%)	1.37	16.64	2.70	6.38	7.93
归属母公司净利润 (%)	18.60	15.41	2.86	6.35	7.89
获利能力					
毛利率 (%)	37.19	41.53	40.01	39.51	38.99
净利率 (%)	6.57	7.51	7.69	7.75	7.87
ROE (%)	13.78	13.71	12.97	12.66	12.55
ROIC (%)	7.89	7.47	7.27	7.14	7.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.09	66.00	65.06	64.42	63.74
净负债比率 (%)	203.90	194.09	186.17	181.05	175.79
流动比率	1.76	1.91	2.06	2.14	2.20
速动比率	1.02	1.26	1.45	1.54	1.60
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.65	0.60	0.60	0.60
应收账款周转率	6.97	6.44	5.46	5.17	5.28
应付账款周转率	3.79	3.82	4.00	4.17	4.19
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.69	1.95	2.01	2.13	2.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.58	3.64	3.51	3.83	4.06
每股净资产 (最新摊薄)	12.26	14.22	15.46	16.85	18.34
估值比率					
P/E	24.15	20.93	20.35	19.13	17.73
P/B	3.33	2.87	2.64	2.42	2.22
EV/EBITDA	8.17	6.80	10.12	8.95	8.24

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。