

“连接+算力”拓展深化，增长仍为第一要义

——中兴通讯(000063.SZ)2023年年度报告点评

买入|维持

事件:

3月8日，中兴通讯发布2023年度报告。报告期内，公司实现营业收入1242.51亿元，同比增长1.05%；归母净利润93.26亿元，同比增长15.41%；扣非归母净利润74.00亿元，同比增长19.99%。其中，单Q4公司实现营业收入348.58亿元，同比增长14.68%；归母净利润14.85亿元，同比增长15.4%；扣非归母净利润2.98亿元。

点评:

● 三大业务板块收入端稳健，盈利能力表现强劲

收入端，公司2023年增长主要来源于运营商网络业务：1) 运营商网络业务实现营业收入827.59亿元，同比增长3.40%，主要由于无线产品、有线产品营业收入增长；2) 政企业务实现营业收入135.84亿元，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；3) 消费者业务实现营业收入279.09亿元，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；盈利端，公司2023年各业务板块盈利能力表现强劲，费用率略有提升：1) 毛利率方面，得益于产品结构的改善与持续的优化成本，运营商网络、政企和消费者业务毛利率同比分别实现2.89/9.59/4.50个百分点的增长。2) 费用方面，销售、管理、研发、财务费用率同比分别增长0.73/2.98/2.78/-1.02个百分点。

● 加速从连接向算力深化拓展，增长依然是2024年第一要务

在以“连接”为主的传统业务上，公司通过长期的高研发投入，实现底层核心技术持续掌控与创新，主力产品竞争力保持业界前列；在以“算力”为主的新增长曲线方面，虽然2023年受智算服务器推出时间与智算建设节奏匹配的差异影响增长有承压，但基于多年积累的通信领域软硬件研发能力，公司已构建基于服务器及存储、交换机、数据中心等产品的全面矩阵，未来将充分受益于数智底座高速部署的新机遇。

● 投资建议与盈利预测

考虑到公司长期保持新领域与底层技术的高研发投入，我们认为产品结构优化与成本内化能力将持续加深。综上，我们预计2024-2026年，公司营业收入分别为1344.54、1455.32、1536.31亿元；归母净利分别为：106.74、123.07和134.54亿元，对应PE估值分别为14x、12x、11x。维持“买入”评级。

● 风险提示

国际政治环境不确定、知识产权、汇率、利率、客户信用风险

附表：盈利预测

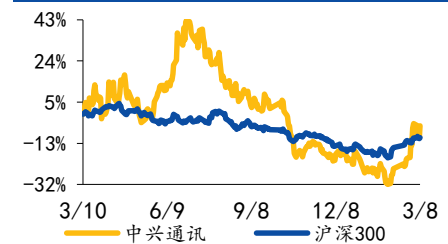
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122954.42	124250.88	134454.05	145532.16	153630.60
收入同比(%)	7.36	1.05	8.21	8.24	5.56
归母净利润(百万元)	8080.30	9325.75	10673.83	12306.82	13453.87
归母净利润同比(%)	18.60	15.41	14.46	15.30	9.32
ROE(%)	13.78	13.71	14.17	14.55	14.26
每股收益(元)	1.69	1.95	2.23	2.57	2.81
市盈率(P/E)	17.87	15.48	13.52	11.73	10.73

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元)	45.54 / 21.7
A股流通股(百万股)	4782.52
A股总股本(百万股)	4783.25
流通市值(百万元)	144336.55
总市值(百万元)	144358.53

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-中兴通讯(000063.SZ)2023年半年报点评：乘“算力”之风，第二曲线增长迅速》
2023.8.19

《国元证券行业研究_中兴通讯(000063.SZ)2022年年度及第一季度点评：第一季度扣非归母净利润同比增长25.7%，产品矩阵丰富，盈利能力显著增强》
2023.4.23

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
电话	021-51097188
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn

1 收入端稳健有韧性，盈利端表现强劲

2023年，公司营业收入实现1242.51亿元，同比1.05%。分业务看，运营商网络业务为核心增长推动；分季度看，Q4单季度实现两位数的收入增长。

分业务：1) 运营商网络业务实现营业收入827.59亿元，同比增长3.40%。其中，运营商传统网络方面，公司进一步巩固技术领先地位，持续提升核心竞争力，市场双寡头格局稳固，收入保持增长；运营商算力网络方面，公司传统通用服务器在国内运营商保持领先，智算服务器推出时间与智算建设节奏匹配有差异，服务器整体收入增长承压，公司正加大相关产品和解决方案的研发投入，力求恢复增长。

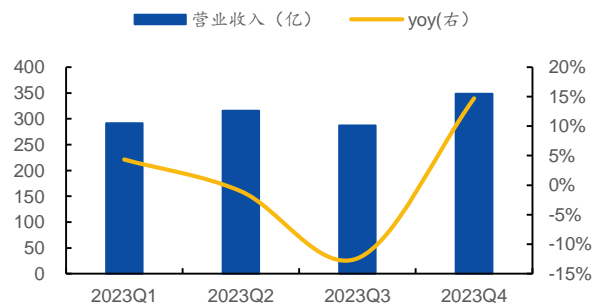
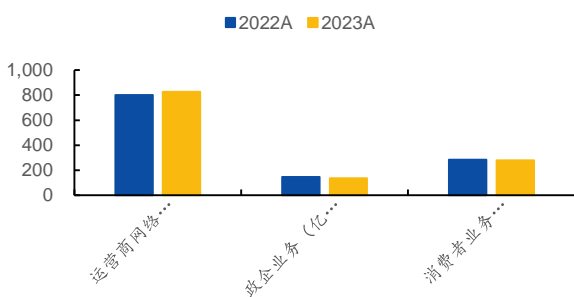
2) 政企业务实现营业收入135.84亿元，同比减少7.14%，主要由于国内集成类项目、数据中心和国际市场营业收入减少。公司聚焦国内政企市场，2023年，公司基于芯片、数据库和操作系统等底层核心技术，强化自研产品和解决方案，服务器、数据中心交换机、数据中心、分布式数据库等主力产品在互联网、金融等重点行业战略客户布局持续优化，但受行业投资和重点客户建设节奏的影响，收入增长面临挑战。

3) 消费者业务实现营业收入279.09亿元，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。消费者业务主要包括家庭终端、手机产品。国内市场，公司推动光纤网络从千兆接入到千兆体验，打造全场景、全光连接，通过自研芯片提升家庭终端竞争力，其中FTTR新增市场份额领先，Wi-Fi产品连续4年保持发货量第一，推动家庭终端收入持续增长；在手机产品，坚持成本领先、差异创新战略，推出红魔9Pro、裸眼3D平板nubia Pad 3D、远航、畅行系列等新产品，实现手机产品收入逆势增长。国际市场，公司自研SoC芯片Wi-Fi7产品在日本、西班牙、意大利等国家实现规模布局，提升市场地位，ZTE Blade V50 design、nubia Neo 5G等手机新品陆续上市发售，但由于市场需求下降、竞争加剧，家庭终端和手机产品收入增长挑战大。

分季度：2023年四季度分别实现收入291.43/315.43/286.62/348.57亿元，同比实现4.34%/-1.02%/-12.38%/14.68%的增长。

图 1：中兴通讯营业总收入（分业务）

图 2：中兴通讯营业收入（分季度）



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

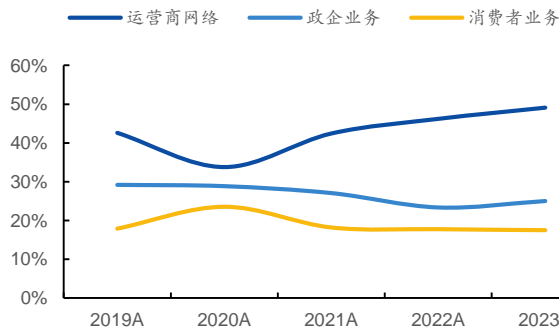
2023年，公司盈利端分项目看，毛利率受益于产品结构变化与持续的成本优化，各

板块盈利能力表现强劲；费用端，研发投入持续增加，期间费用率略有提升。

毛利率：1) 运营商网络业务毛利率为 49.11%，同比上升 2.89 个百分点，主要系收入结构变动及持续优化成本；2) 政企业务毛利率为 34.94%，同比上升 9.59 个百分点，主要系持续优化成本；3) 消费者业务毛利率为 22.26%，同比上升 4.50 个百分点，主要系国际家庭信息终端、手机产品毛利率提升。

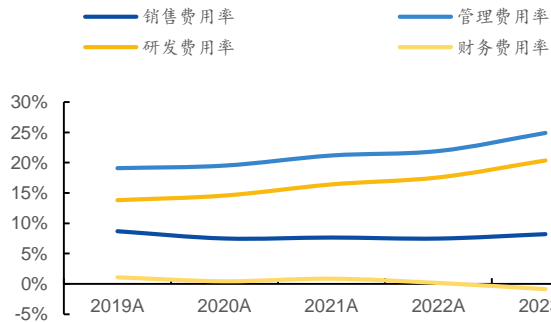
费用率：1) 销售费用 101.72 亿元，同比增长 10.89%，占营业收入比例为 8.19%，同比上升 0.73 个百分点，主要由于市场推广投入增加。2) 管理费用 56.32 亿元，同比增长 5.61%，占营业收入比例为 4.53%，同比上升 0.19 个百分点，主要由于薪酬福利增加。3) 研发费用 252.89 亿元，同比增长 17.07%，占营业收入比例为 20.35%，同比上升 2.78 个百分点，主要由于中兴通讯持续进行 5G 及 5G-A、芯片、服务器及存储、创新业务等技术领域的投入。4) 财务费用-11.01 亿元，同比减少 774.75%，主要由于本期汇率波动产生汇兑收益而上年同期为损失。5) 所得税费用 9.62 亿元，与上年同期基本持平。

图 3：中兴通讯毛利率（分业务）



资料来源：Wind，国元证券研究所

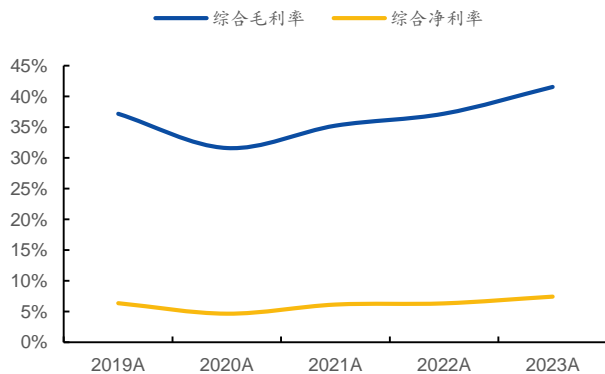
图 4：中兴通讯费用率（分项目）



资料来源：Wind，国元证券研究所

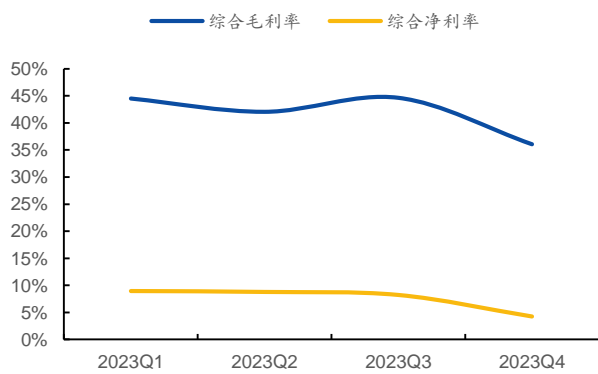
2023 年，公司的综合毛利率和综合净利率均创 5 年内新高，Q4 盈利能力略有回落。综合来看，公司全年综合毛利率和综合净利率分别达到 41.53% 和 7.44%，同比分别提升 4.34% 和 1.10%。分季度来看，综合毛利率分别实现 44.49%/42.04%/44.63%/36.04%，综合净利率分别实现 8.97%/8.80%/8.24%/4.26%。

图 5：中兴通讯综合毛利率及净利率（分年度）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：中兴通讯综合毛利率及净利率（分季度）



资料来源：Wind，国元证券研究所

2 “连接”能力保持精进，“算力”拓展持续深化

在以“连接”为主的第一曲线业务上，中兴通讯紧跟运营商业务转型步伐及投资结构变化。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 10GPON 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。

在以“算力”为代表的第二曲线业务上，公司积极应对人工智能技术突破带来的算力基础设施建设新机遇与新挑战。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。

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 nubiaPad3DII、全能影像旗舰 nubiaZ60Ultra、AI5GFWA 产品、Wi-Fi7 及 FTTR 系列产品、5G 云笔电等。其中，5GFWA&MBB 市场份额居全球第一，PONCPE、DSLCPPE、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。

3 风险提示

国际政治环境不确定风险

国际经济及政治形势纷繁复杂，中兴通讯业务及分支机构运营覆盖 100 多个国家和地区，业务开展所在国的宏观经济、政策法规、政治社会环境等各不相同，包括法律法规、税务、汇率、政局（如战争、内乱等）等各方面的风险都将继续存在，可能对中兴通讯的经营产生影响。

知识产权风险

中兴通讯一直着力于产品技术的研发和知识产权的保护与管理。中兴通讯在生产的产品及提供的服务上使用的“ZTE”或者“ZTE 中兴”标识均享有注册商标专用权，并尽最大可能在这些产品及服务上采取包括但不限于申请专利权利或著作权登记等多种形式的知识产权保护。然而，即使已采取并实行了十分严格的知识产权保护措施，仍不能完全避免与其他电信设备厂商、专利许可公司以及与中兴通讯存在合作关系运营商之间产生知识产权纠纷，中兴通讯将继续秉承开放、合作、共赢的方式推进相关问题的解决。

汇率风险

中兴通讯合并报表的列报货币是人民币，中兴通讯汇率风险主要来自以非人民币结算之销售、采购以及融资产生的外币敞口及其汇率波动，可能对中兴通讯经营产生的影响。

利率风险

中兴通讯的利率风险主要来自于有息负债，本外币的利率波动将使其所承担的利息支出总额发生变动，进而影响其的盈利能力。

客户信用风险

中兴通讯为客户提供全方位的通信解决方案，由于中兴通讯业务开展迅速，客户群体庞大，各类客户的资信存在一定差异，不同的资信状况对中兴通讯的业务发展带来一定的影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137873.84	158504.55	184644.48	200506.10	223756.70
现金	56346.37	78543.22	79199.03	99271.73	115690.65
应收账款	17751.39	20821.53	21144.21	23061.93	24513.82
其他应收款	1346.94	1146.40	1383.52	1461.61	1534.27
预付账款	278.72	242.44	335.95	326.26	350.45
存货	45234.99	41131.26	63846.93	58660.31	63799.93
其他流动资产	16915.44	16619.71	18734.84	17724.26	17867.59
非流动资产	43079.73	42453.77	40765.73	38489.09	35264.33
长期投资	1754.03	2157.55	1944.27	1983.66	1999.51
固定资产	12913.31	13372.36	14167.85	14596.35	14379.01
无形资产	7341.87	7697.45	5257.56	2840.96	46.97
其他非流动资产	21070.52	19226.41	19396.06	19068.12	18838.84
资产总计	180953.57	200958.32	225410.20	238995.19	259021.04
流动负债	78423.50	83030.41	93239.18	91033.53	94664.31
短期借款	9962.32	7560.36	8592.11	8476.56	8362.37
应付账款	19074.75	18931.43	26969.76	25377.60	27592.53
其他流动负债	49386.44	56538.63	57677.31	57179.37	58709.40
非流动负债	42986.85	49596.46	56574.32	63265.51	70013.06
长期借款	35125.99	42576.06	49255.96	55948.86	62763.63
其他非流动负债	7860.86	7020.40	7318.36	7316.64	7249.43
负债合计	121410.35	132626.87	149813.50	154299.04	164677.36
少数股东权益	902.04	323.14	264.81	120.10	-3.94
股本	4736.11	4783.25	4783.25	4783.25	4783.25
资本公积	25892.83	27603.29	27603.29	27603.29	27603.29
留存收益	30338.43	37768.34	45175.20	54407.66	64171.19
归属母公司股东权益	58641.19	68008.31	75331.89	84576.05	94347.61
负债和股东权益	180953.57	200958.32	225410.20	238995.19	259021.04

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7577.70	17405.70	3698.14	19369.19	16448.02
净利润	7791.61	9240.85	10615.50	12162.11	13329.83
折旧摊销	4058.46	4569.02	4276.39	4749.83	5165.39
财务费用	163.21	-1101.19	220.75	845.10	759.88
投资损失	-1087.50	205.03	0.00	-294.16	-29.71
营运资金变动	-8470.78	-323.78	-17874.23	2071.14	-4439.47
其他经营现金流	5122.70	4815.77	6459.72	-164.83	1662.10
投资活动现金流	-1291.40	-20901.35	-3510.64	-2641.60	-2561.79
资本支出	4951.92	4004.68	2261.41	2506.34	2424.28
长期投资	-2439.55	18326.75	178.34	-34.23	-12.61
其他投资现金流	1220.96	1430.08	-1070.90	-169.49	-150.12
筹资活动现金流	1454.83	7371.59	468.32	3345.11	2532.69
短期借款	1015.38	-2401.96	1031.75	-115.55	-114.18
长期借款	5217.55	7450.07	6679.91	6692.90	6814.76
普通股增加	5.32	47.14	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	532.87	1710.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-5316.28	565.88	-7243.33	-3232.24	-4167.89
现金净增加额	8001.15	3941.44	655.81	20072.70	16418.92

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	122954.42	124250.88	134454.05	145532.16	153630.60
营业成本	77227.57	72650.28	79322.82	85152.11	90237.38
营业税金及附加	950.77	1335.66	1142.86	1237.02	1229.04
营业费用	9173.33	10171.87	9815.15	10623.85	11215.03
管理费用	5332.73	5631.78	5647.07	6039.58	6298.85
研发费用	21602.30	25289.21	26890.81	28524.30	29343.44
财务费用	163.21	-1101.19	220.75	845.10	759.88
资产减值损失	-1190.03	-858.37	-800.00	-884.46	-851.96
公允价值变动收益	-1141.85	-702.28	-548.53	-698.67	-649.23
投资净收益	1087.50	-205.03	0.00	294.16	29.71
营业利润	8794.83	10258.38	11770.39	13512.76	14781.16
营业外收入	195.80	173.06	231.67	206.16	209.15
营业外支出	238.98	228.30	336.67	284.27	292.41
利润总额	8751.66	10203.14	11665.38	13434.65	14697.90
所得税	960.05	962.29	1049.88	1272.54	1368.07
净利润	7791.61	9240.85	10615.50	12162.11	13329.83
少数股东损益	-288.69	-84.90	-58.33	-144.71	-124.04
归属母公司净利润	8080.30	9325.75	10673.83	12306.82	13453.87
EBITDA	13016.50	13726.21	16267.53	19107.69	20706.43
EPS (元)	1.71	1.95	2.23	2.57	2.81

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	8.21	8.24	5.56
营业利润(%)	1.37	16.64	14.74	14.80	9.39
归属母公司净利润(%)	18.60	15.41	14.46	15.30	9.32
获利能力					
毛利率(%)	37.19	41.53	41.00	41.49	41.26
净利率(%)	6.57	7.51	7.94	8.46	8.76
ROE(%)	13.78	13.71	14.17	14.55	14.26
ROIC(%)	16.36	18.95	19.20	24.75	26.79
偿债能力					
资产负债率(%)	67.09	66.00	66.46	64.56	63.58
净负债比率(%)	37.68	40.07	39.87	43.08	44.50
流动比率	1.76	1.91	1.98	2.20	2.36
速动比率	1.12	1.35	1.21	1.48	1.61
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.65	0.63	0.63	0.62
应收账款周转率	4.94	4.72	4.74	4.82	4.75
应付账款周转率	3.79	3.82	3.46	3.25	3.41
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.95	2.23	2.57	2.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	3.64	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	12.26	14.22	15.75	17.68	19.72
估值比率					
P/E	17.87	15.48	13.52	11.73	10.73
P/B	2.46	2.12	1.92	1.71	1.53
EV/EBITDA	8.67	8.22	6.94	5.91	5.45

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188