

中兴通讯(000063)

报告日期: 2023 年 02 月 21 日

CAPEX 好于预期+AIGC 拉动算力，成长性有望更乐观

——中兴通讯深度报告

投资要点

□ ICT 领军企业，进入发展新阶段

公司是全球 TOP4 通信设备提供商（2021 年全球份额 10.5%，2022H1 进一步提升，创 2014 年来新高）；2022 年进入“超越期”发展新阶段，将全面提升市场占有率，实现规模盈利，加快政企及终端业务发展、加大新业务拓展强度。

□ 进入运营商/设备商双赢新局面

5G 大周期，传统行业开始更多的购买 ICT 设备，快速发展的产业互联网市场是运营商和设备商共同的新蓝海。设备商既可以通过运营商服务于行业用户，也可以直接面向行业用户提供产品和解决方案，呈现运营商和设备商双赢新局面。

□ 公司未来成长性有望更加乐观

第一曲线：运营商资本开支有望超预期+持续份额提升

市场担心 5G 建设高峰期过去，运营商资本开支总额下降，我们强调下降的是资本开支收入占比，基于 2023-25 年运营商收入仍然呈不错的增长态势的判断，运营商资本开支总额 2023 年仍然有望实现增长，好于市场预期。

电信运营商资本开支侧份额有望持续提升：公司通过持续提升无线网络、有线网络等关键产品市场份额，并且在服务器及存储、新型数据中心、数据中心交换机、液冷设备、数字能源等产品持续创新，提升竞争力。

盈利能力有望持续提升：芯片自研能力增强拉动盈利能力此前已经得到验证，并且将持续体现，加之随着 5G 网络的逐步建成，后续网络的升级扩容中，毛利率相对更高的网络系统软件等销售规模增长，推动毛利率的进一步提升。

第二曲线：数字经济筑路者，AIGC 拉动算力增长预期

公司定位数字经济筑路者，安全可控主力军。22H1 以服务器及存储、终端、5G 行业应用、汽车电子、数字能源等为代表的第二曲线收入同比增近 40%。

5G 行业应用向纵深发展，工信部给商飞发放第一张 5G 专网牌照，5G 专网投资开始逐步形成规模。公司深度参与行业智能改造，成长空间广阔。

AIGC 发展有望带来算力爆发式的增长需求，公司多方位布局，涵盖服务器/交换机、液冷等，有望带来新弹性点。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年归母净利 83.0、97.4、112.0 亿元，PE 17.2、14.7、12.8 倍；维持“买入”评级。

□ 风险提示

资本开支不及预期；中美政策影响超预期；第二曲线增长不及预期的风险等。

投资评级：买入(维持)

分析师：张建民

执业证书号：S1230518060001

zhangjianmin1@stocke.com.cn

分析师：汪洁

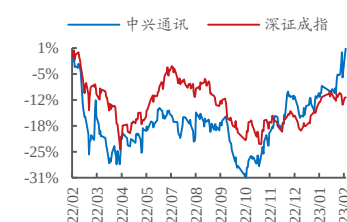
执业证书号：S1230519120002

wangjie01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 30.16
总市值(百万元)	142,841.15
总股本(百万股)	4,736.11

股票走势图



相关报告

- 1 《固本拓新，第二曲线同比增长近 40%——中兴通讯 2022 年三季报点评报告》 2022.10.27
- 2 《半年报符合预期，加速拓展第二曲线——中兴通讯中报点评报告》 2022.08.28
- 3 《中兴通讯 2022 年一季报点评：积极发力第二曲线，回购股票体现信心》 2022.04.27

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	114522	131285	149772	168912
(+/-) (%)	12.88%	14.64%	14.08%	12.78%
归母净利润	6813	8300	9741	11204
(+/-) (%)	59.94%	21.83%	17.36%	15.02%
每股收益(元)	1.44	1.75	2.06	2.37
P/E	20.97	17.21	14.66	12.75

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2022-2024 年归母净利 83.0、97.4、112.0 亿元，PE 17.2、14.7、12.8 倍；公司当前 PE TTM 18.4 倍，大幅低于历史三年均值 26.6 倍；选取紫光股份、锐捷网络、烽火通信作为可比公司，公司收入规模和利润规模明显领先，当前估值明显低估（公司当前 PE TTM 18.4 倍，可比公司 PE TTM 均值 47.4 倍）；维持“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 公司运营商侧份额持续稳健提升；
- 2) 公司运营商网络毛利率持续提升：2021 年运营商网络毛利率 42.5%，预计 22-24 年提升至 42.9%、43.3%、43.5%

● 我们与市场的观点的差异

公司第一曲线业务稳健增长持续乐观：

市场担心 5G 建设高峰期过去，运营商资本开支总额下降，我们强调下降的是资本开支收入占比，基于 2023-25 年运营商收入仍然呈不错的增长态势的判断，运营商资本开支总额 2023 年仍然有望正增长，好于市场预期。

电信运营商资本开支侧份额有望持续提升：公司通过持续提升无线网络、有线网络等关键产品市场份额，并且在服务器及存储、新型数据中心、数据中心交换机、液冷设备、数字能源等产品持续创新，提升竞争力。

盈利能力有望持续提升：芯片自研能力增强拉动盈利能力此前已经得到验证，并且将持续体现，加之随着 5G 网络的逐步建成，后续网络的升级扩容中，毛利率相对更高的网络系统软件等销售规模增长，推动毛利率的进一步提升。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 电信运营商资本开支超预期；
- 2) 公司在运营商服务器、交换机等云侧产品领域份额提升超预期。

● 风险提示

资本开支不及预期；中美政策影响超预期；第二曲线增长不及预期的风险等。

正文目录

1 “超越期”发展新阶段	5
1.1 ICT 全球领军企业	5
1.2 进入发展新阶段	5
1.3 强自研芯片能力	5
1.4 打开双赢新局面	6
2 第一曲线稳中求进	7
2.1 电信 CAPEX 有望超预期	7
2.2 公司份额有望持续提升	8
2.3 盈利能力有望持续提升	10
3 第二曲线加速发展	10
3.1 定位为数字经济筑路者	10
3.2 数字经济发展预期乐观	11
3.3 AIGC 带动算力基础设施	11
3.4 第二曲线业务规模渐成	12
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 估值分析	16
4.3 投资建议	17
5 风险提示	17

图表目录

图 1: 全球电信网络设备供应商份额.....	5
图 2: 中兴通讯三阶段战略规划路径及目标.....	5
图 3: 中兴通讯研发支出情况.....	6
图 4: 设备商和运营商之间的上下游关系发生变化.....	6
图 5: 双曲线: 第一曲线稳中求进, 第二曲线加速拓展.....	7
图 6: 中国电信资本开支结构.....	8
图 7: 中兴通讯电信运营商资本开支侧份额匡算.....	8
图 8: 中兴通讯无线网络、有线网络产品份额.....	9
图 9: 中兴通讯运营商服务器集采份额居前.....	9
图 10: 公司在中国移动部分中标情况.....	9
图 11: 中兴通讯运营商网络业务毛利率.....	10
图 12: 中兴通讯业务拓展策略.....	10
图 13: 我国数字经济规模.....	11
图 14: 我国数字经济内部结构.....	11
图 15: 全球算力规模及增速.....	11
图 16: 不同机器学习时代的算力增长趋势.....	11
图 17: AIGC 拉动算力设备高速率多样化国产化演进.....	12
图 18: 2021、2025 年全球及中国 AI 服务器市场规模.....	12
图 19: AIGC 催化芯片级散热需求.....	12
图 20: 不同散热方式产热效率.....	12
图 21: 中兴通讯第二曲线部分业务发展情况.....	13
图 22: 各行业的 5G 网络设备收入规模可期(单位: 亿元).....	13
图 23: 全球工厂数字网联增长趋势.....	13
图 24: 5G+工业互联网从辅助生产走向核心生产, 进入“5G 全连接工厂新阶段”.....	14
图 25: 中兴通讯深度参与 5G 行业应用.....	14
图 26: 中兴通讯液冷系统架构(冷板式).....	15
图 27: 中兴通讯 PE-TTM.....	16
表 1: 运营商资本开支/资本开支占收比数据.....	7
表 2: 公司运营商人工智能硬件产品中标情况.....	14
表 3: 中兴通讯分业务预测(单位, 百万元).....	16
表 4: 可比公司情况(2023.2.21 收盘价).....	16
表附录: 三大报表预测值.....	18

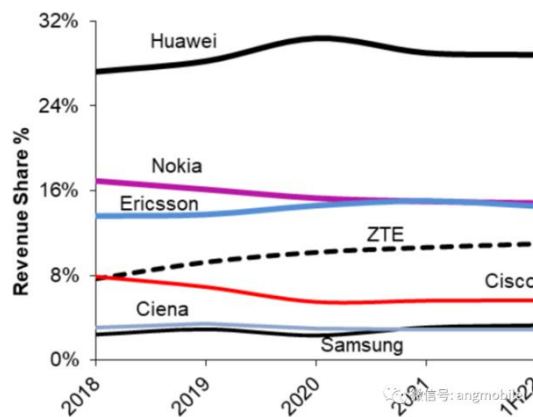
1 “超越期”发展新阶段

1.1 ICT 全球领军企业

中兴通讯是全球 TOP4 的通信设备提供商之一。中兴通讯成立于 1985 年，是全球领先的综合通信信息解决方案提供商，为全球电信运营商、政企客户和消费者提供创新的技术与产品解决方案。

公司在全球电信网络设备份额提升。2021 年公司全球电信网络设备份额达到 10.5%，2022H1 进一步提升，创 2014 年以来新高，自 2018 年明显提升。

图1：全球电信网络设备供应商份额

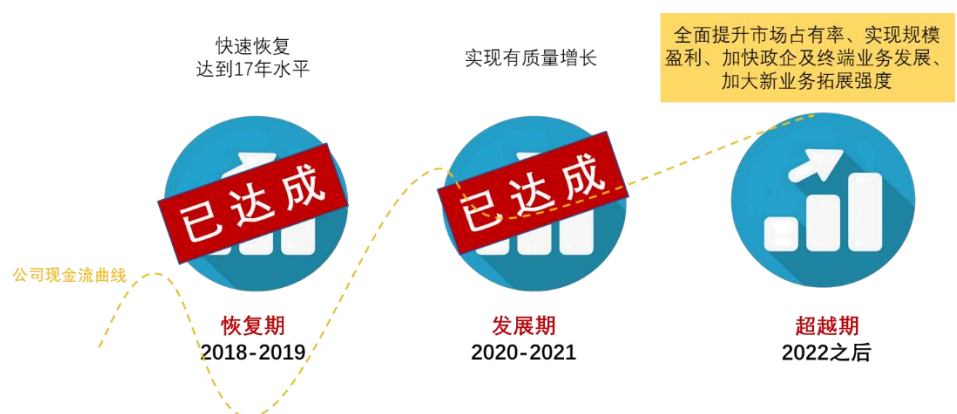


资料来源：5G 公众号 (angmobile)，Dell'oro，浙商证券研究所

1.2 进入发展新阶段

进入“超越期”发展新阶段。2018 年受到美国禁令影响后，公司积极调整，制定了恢复期-发展期-超越期三步走战略，当前进入超越期（2022 年之后），公司将全面提升市场占有率，实现规模盈利，加快政企及终端业务发展、加大新业务拓展强度。

图2：中兴通讯三阶段战略规划路径及目标



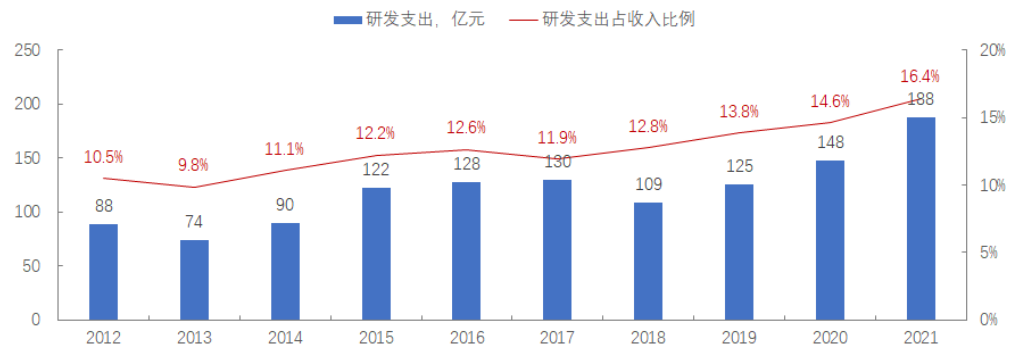
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.3 强自研芯片能力

ICT 行业研发投入领先。公司常年保持高研发投入构筑技术产品护城河，在 A 股 ICT 上市公司中研发投入领先，最近十年研发投入超 1200 亿元，2021 年研发支出达到 188.04 亿元，占收入比例达到 16.4%。

强大自研芯片能力支撑。公司下属中兴微电子为国内 Top5 芯片设计公司，2021 年中兴微电子收入 97.3 亿元，同比增 6.1%，实现净利润 8.5 亿元，同比增 61.1%。公司持续在先进工艺、核心 IP、封装和架构创新、数字化高效开发等方面持续强化投入，已具备业界领先的芯片全流程设计能力，并以工艺—芯片—产品的持续迭代，有效支撑产品竞争力引领，并且进一步带动盈利能力提升。

图3：中兴通讯研发支出情况

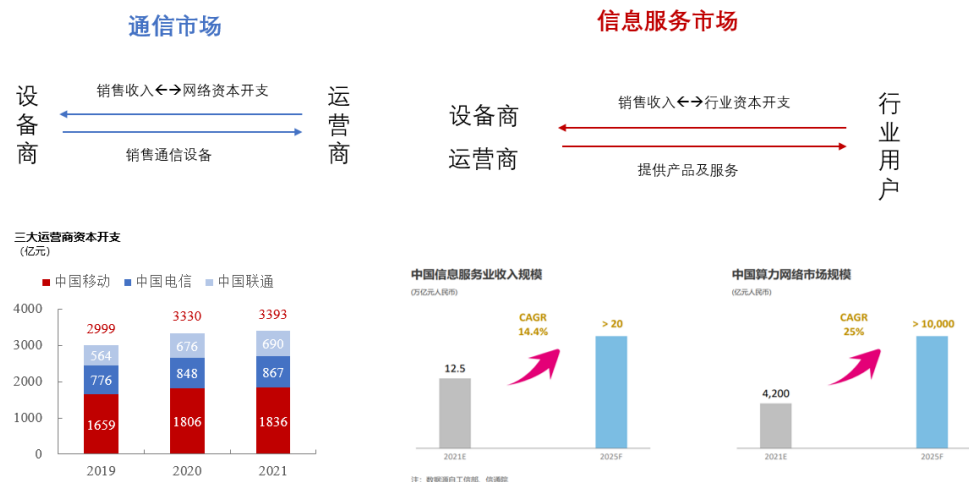


资料来源：wind，浙商证券研究所

1.4 打开双赢新局面

5G 大周期，传统行业开始更多的购买 ICT 设备，呈现电信运营商和网络设备商双赢的新局面。快速发展的产业互联网市场，是运营商和设备商共同的新蓝海。设备商既可以通过运营商服务于行业用户，也可以直接面向行业用户提供产品和解决方案。

图4：设备商和运营商之间的上下游关系发生变化



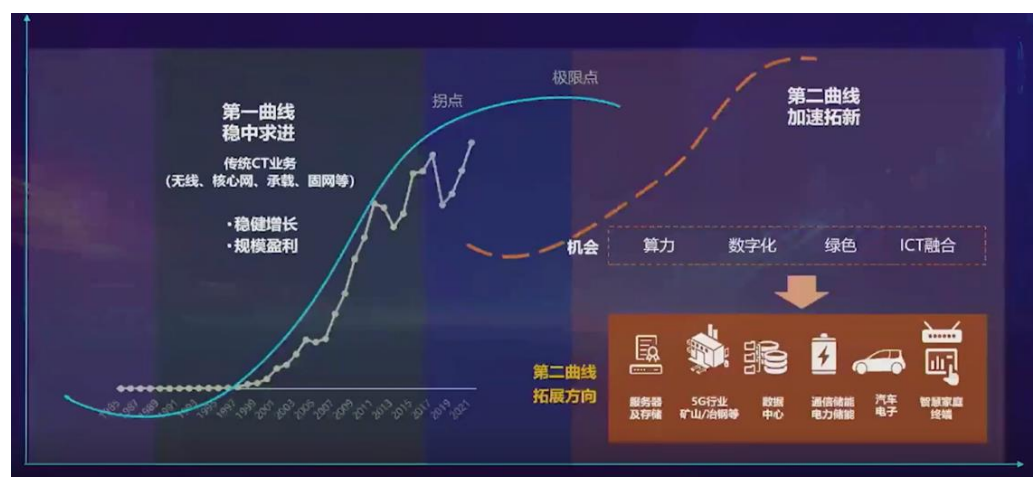
资料来源：三大运营商官网，工信部，信通院，浙商证券研究所

面对行业新机遇，公司固本拓新，成长性有望超预期：

第一曲线稳中求进：运营商 Capex 有望超预期，同时乐观预期公司份额继续提升，盈利能力进一步改善。

第二曲线加速拓展：传统行业的产业互联网投入有望加速，公司作为数字经济筑路者，打开新成长空间。

图5：双曲线：第一曲线稳中求进，第二曲线加速拓展



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2 第一曲线稳中求进

2.1 电信 CAPEX 有望超预期

市场担心 5G 建设高峰期过去，运营商资本开支总额下降，我们强调下降的是资本开支收入占比，基于 2023-25 年运营商收入仍然呈不错的增长态势的判断，运营商资本开支总额 2023 年仍然有望正增长，好于市场预期。

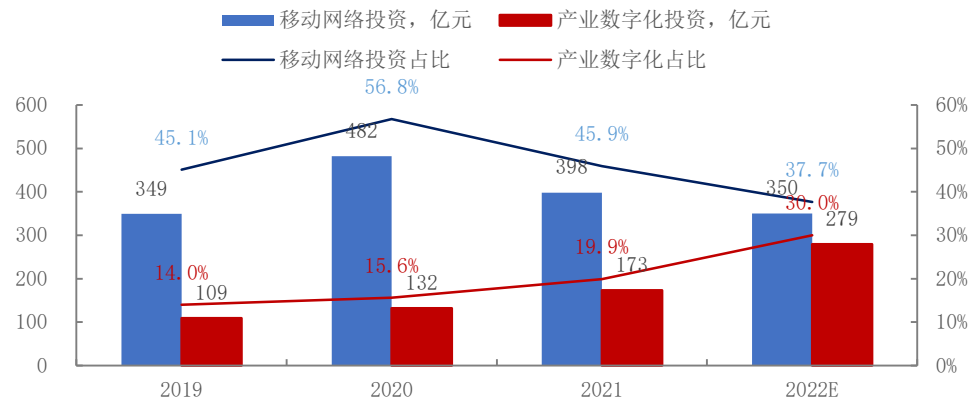
表1：运营商资本开支/资本开支占收比数据

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国移动	服务收入，亿元	5818	5841	6234	6684	6709	6744	6957	7514
	资本开支，亿元	2135	1956	1873	1775	1671	1659	1806	1836
	yoy	15.5%	-8.4%	-4.2%	-5.2%	-5.9%	-0.7%	8.9%	1.7%
	资本开支占收比	36.7%	33.5%	30.0%	26.6%	24.9%	24.6%	26.0%	24.4%
中国电信	服务收入，亿元	2874	2933	3096	3310	3504	3576	3738	4028
	资本开支，亿元	769	1091	968	887	749	776	848	867
	yoy	-3.9%	41.9%	-11.3%	-8.4%	-15.6%	3.6%	9.3%	2.2%
	资本开支占收比	26.8%	37.2%	31.3%	26.8%	21.4%	21.7%	22.7%	21.5%
中国联通	服务收入，亿元	2449	2353	2410	2490	2637	2644	2758	2962
	资本开支，亿元	849	1339	721	421	449	564	676	690
	yoy	15.5%	57.7%	-46.2%	-41.6%	6.7%	25.6%	19.9%	2.1%
	资本开支占收比	34.7%	56.9%	29.9%	16.9%	17.0%	21.3%	24.5%	23.3%

资料来源：三大运营商官网，浙商证券研究所

运营商尤其会侧重投入算力基础设施，促进数据中心、云、大数据、物联网、5G 专网、工业互联网等创新业务发展，积极转型升级发力蓝海信息市场（工信部数据，2022 年我国电信行业完成新兴业务收入 3072 亿元同比增长 32.4%，在电信业务收入中占比 19.4%）。

图6: 中国电信资本开支结构

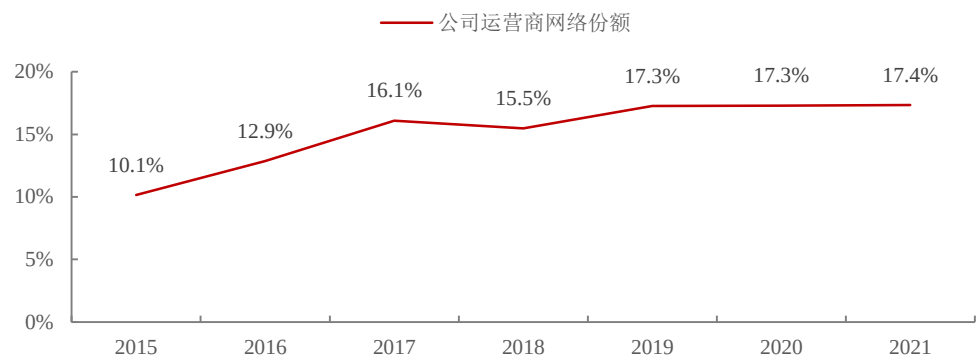


资料来源: 中国电信官网, 浙商证券研究所

2.2 公司份额有望持续提升

公司运营商整体市场份额持续提升, 我们匡算由 2015 年的 10.1% 持续提升至 2021 年的 17.4%。公司已经在无线网络设备、服务器等领域份额取得了不错的成效, 后续有望继续在传输网络设备、固网接入设备、交换机/路由器, 以及液冷设备、数字能源等创新产品发力, 驱动份额进一步增加。

图7: 中兴通讯电信运营商资本开支侧份额匡算



备注: 以 (中兴通讯运营商网络收入*70%) / (三大运营商资本开支总额*90%) 匡算: 1) 假设中兴通讯运营商网络收入中 70% 来自国内; 2) 假设三大运营商资本开支中土建等中兴通讯产品和解决方案并未涉及的市场领域占比 10%

资料来源: wind, 三大运营商官网, 浙商证券研究所

具体来看:

无线网络设备: 2021 年 7 月, 中国移动 5G 700M 集采, 公司中标份额 31%, 较中国移动 5G 二期 28.7% 提升 2.3pct。

传输网络设备: 2022 年 6 月, 中国移动 2022-2023 年 OTN 设备新建部分集采获得第一份额 50%, 竞争性扩容部在相关 4 个标包 (包 1-华为中兴、包 4-中兴烽火、包 5-中兴诺亚、包 6-华为中兴烽火) 均获得中标, 竞争性扩容单一来源采购份额 17.8% (端口数)。

固网接入设备: 2021 年 11 月, 中国移动 2022 年至 2023 年 PON 设备新建部分集采 2 个标包均获第一 (标包 1/2 份额 40%/50%), 扩容单一来源采购 MDU/MTU、SBU 份额 27.97% (按照端口数), GPON OLT 设备份额 30.28% (按照设备个数)。

路由交换设备：携手云南移动完成 T8000 核心路由器 400GE 技术现网试点；中国移动 2021 年至 2022 年高端路由器和高端交换机产品采集项目标段 4 份额 50%，总报价 13.6 亿元，此外获得标包 3 份额 14%、标包 5 份额 30%。

图8：中兴通讯无线网络、有线网络产品份额



资料来源：Dell'oro Group，浙商证券研究所

服务器：中兴通讯服务器在通信行业发货量排名第一，是中国移动、中国联通、中国电信三大运营商的主流供应商，2023 年运营商云计算业务有望继续快速发展，公司服务器发货量增长预期乐观。

数据中心交换机：中国移动 2023 年集中网络云资源池四期工程数据中心交换机及配网路由器集采，标包 1 份额 30%，标包 2 份额 100%；汇聚交换机 ZXR109900X 系列和接入交换机 ZXR105960X 系列中标中国联通 2022 年数据中心交换机集采。

云/IDC：打造绿色数据中心、服务器及存储、智宽新光网、云网融合、安全可信云等产品和解决方案全面服务“东数西算”战略落地。

数字能源：荣获 Frost&Sullivan 授予 2021 年全球通信电源领域产品领导大奖。

图9：中兴通讯运营商服务器集采份额居前



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

参考中国移动采招网信息，对比近年来部分同类项目中标情况，也可以印证公司在无线、核心网、传输、固网接入设备等领域的份额提升逻辑。

图10：公司在中国移动部分中标情况

项目	公司份额
无线	
2021年7月 中国移动5G 700M集采	公司中标份额31%，第二
2020年3月 中国移动2020年5G二期无线网主设备集中采购	公司中标份额28.7%，第二
核心网	
2021年3月 中国移动2021年至2022年SPN设备新建部分集中采购	公司份额37%，第二
2021年3月 中国移动2021年至2022年SPN设备扩容部分单一来源采购	公司份额25%，第二
2020年4月 中国移动2020年至2021年SPN设备新建部分集中采购	公司份额13%，第三
传输	
2022年6月 中国移动2022-2023年OTN设备新建部分集采	公司中标份额50%，第一
2022年6月 中国移动2022-2023年OTN设备竞争性扩容部分集采	在相关4个标包（包1-华为中兴、包4-中兴烽火、包5-中兴诺基亚、包6-华为中兴烽火）竞争部分中，均获得中标
2022年6月 中国移动2022-2023年OTN设备竞争性扩容部分（单一来源采购）	份额17.8%（端口数），第二
2021年6月 中国移动2021年至2022年高端路由器和高端交换机产品采集	标包3报价0.21亿份额14%，第二；标包4报价13.6亿份额50%，第一；标包5报价0.38亿份额30%，第二
固网接入设备	
2021年11月 中国移动2022年至2023年PON设备新建部分集采	标包1份额40%第一；标包2份额50%第一
2021年11月 中国移动2022年至2023年PON设备扩容部分（单一来源采购）	MDU/MTU、SBU份额27.97%（按照端口数）第二；GPON OLT设备份额30.28%（按照设备个数）第二
2019年9月 中国移动2020年GPON设备新建部分集采	份额30%第二

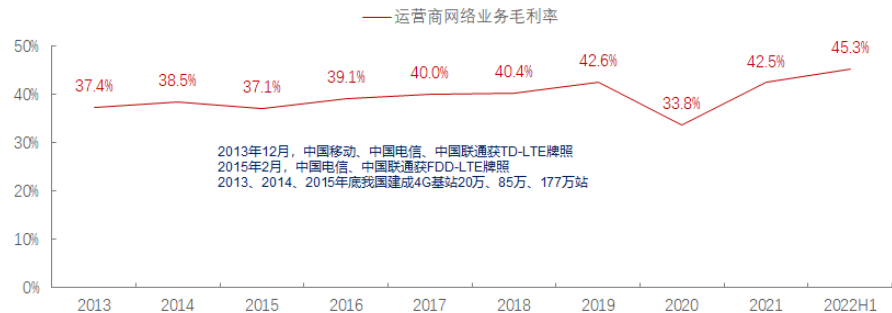
资料来源：中国移动采招网，浙商证券研究所

2.3 盈利能力有望持续提升

芯片自研能力增强拉动盈利能力：此前已经得到验证，并且将持续体现，2021年一季度公司毛利率恢复到35.4%，其中7nm自研芯片在新一代5G基站中的应用是重要原因。

5G网络建成后盈利能力将提升：设备商在网络建设初期往往毛利率较低，随后毛利率明显逐步提升，主要原因是由于运营商网络建设前期市场价格竞争较为激烈，加之前期产业链规模效应尚未体现，元器件成本较高；另外随着网络的升级扩容，毛利率相对更高的网络系统软件等销售规模增长，推动毛利率的进一步提升。

图11：中兴通讯运营商网络业务毛利率



资料来源：wind，中国移动官网，中国电信官网，中国联通官网，工信部，浙商证券研究所

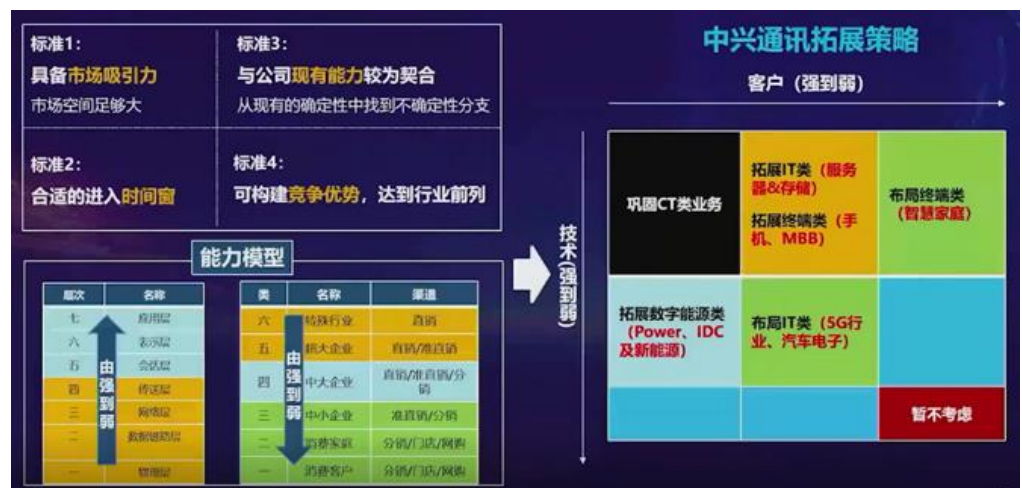
3 第二曲线加速发展

3.1 定位为数字经济筑路者

基于长期趋势（网络强国、数字中国、东数西算、新基建、碳达峰碳中和）、产业机遇（算力机遇、新能源机遇、数字化机遇），公司定位数字经济筑路者，安全可控主力军，打造CT+IT+OT融合竞争力。

四大基本原则选择第二曲线业务，加速拓新，有望基于“端、网、云、智”核心能力，开启新一轮成长周期：基于四大基本原则（空间+时间+能力+可构建竞争优势），公司选择服务器及存储、终端（含智慧家庭终端）、5G行业应用、汽车电子、数字能源等基于公司原有CT业务的赛道作为突破口，沿着市场或客户的优势区域进行的战略拓展。

图12：中兴通讯业务拓展策略



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.2 数字经济发展预期乐观

数字经济已成为国民经济中最核心的增长极之一，并且增长预期持续乐观。中国信通院数据，2021 年我国数字经济规模达到 45.5 万亿元，同比名义增长 16.2%，高于 GDP 名义增速 3.4pct，占 GDP 比重提升至 39.8%，预计到 2025 年将超过 60 万亿元。

图13：我国数字经济规模



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

图14：我国数字经济内部结构



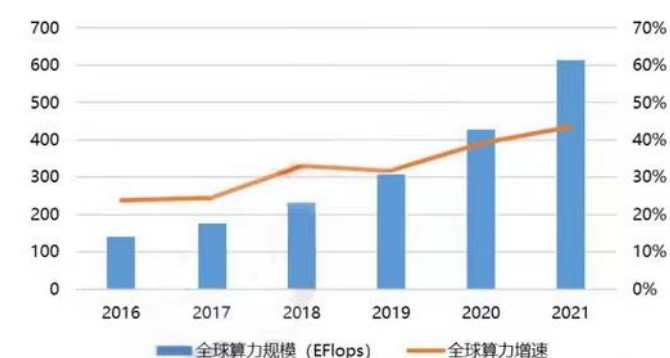
资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

3.3 AIGC 带动算力基础设施

AIGC 推动人工智能发展提速，AIGC 以大模型、大数据，高算力为基础，ChatGPT 自推出以来两个月用户数即破亿，未来有望成为 5G 时代新的流量入口。

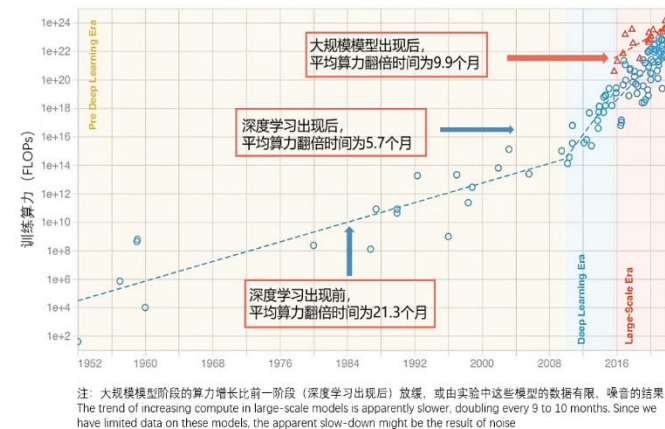
大模型时代平均算力翻倍时间缩短为 9.9 个月，2021 年全球计算设备算力总规模达到 615EFlops 增速 44%，2030 年有望增至 56ZFlops，CAGR 达 65%，其中智能算力由 232EFlops 增至 52.5ZFlops，CAGR 超 80%；AIGC 带动全球算力增速有望进一步超预期。

图15：全球算力规模及增速



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

图16：不同机器学习时代的算力增长趋势

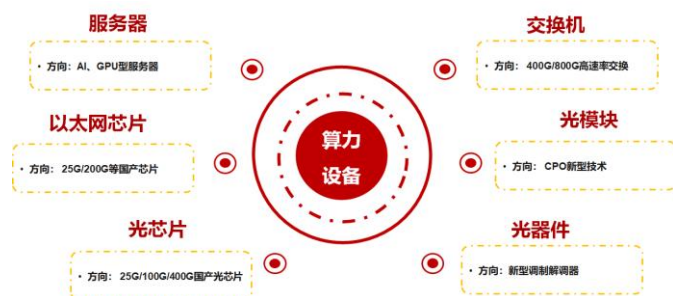


资料来源：《ComputeTrendsAcrossThreeErasofMachineLearning》，浙商证券研究所

AIGC 发展有望带来算力爆发式的增长需求，直接拉动算力基础设施需求。

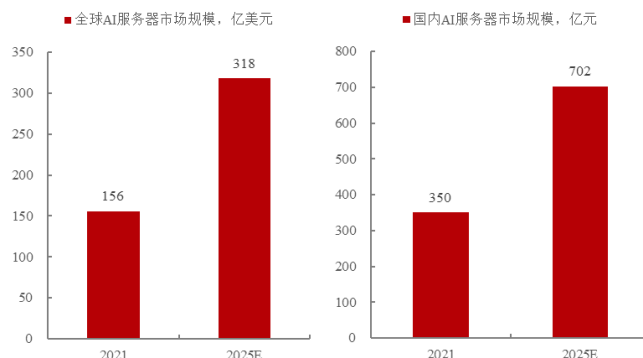
其中包括服务器、交换机、光模块等在内的算力设备向高速率多样化演进，同时 AIGC 有望进一步催动国产化替代进程。参考 IDC 数据，2021 年全球 AI 服务器市场规模 156 亿美元，预计到 2025 年全球 AI 智能服务器市场将达到 318 亿美元，CAGR 19.5%；2021 年中国 AI 服务器市场规模达 350 亿元，预计 2025 年中国 AI 服务器市场规模将达到 702 亿元，CAGR 19.0%。AIGC 有望进一步加速拉动 AI 服务器增长。

图17: AIGC 拉动算力设备高速率多样化国产化演进



资料来源: 浙商证券研究所

图18: 2021、2025 年全球及中国 AI 服务器市场规模



资料来源: IDC, 国际在线, 中国网资讯, 浙商证券研究所

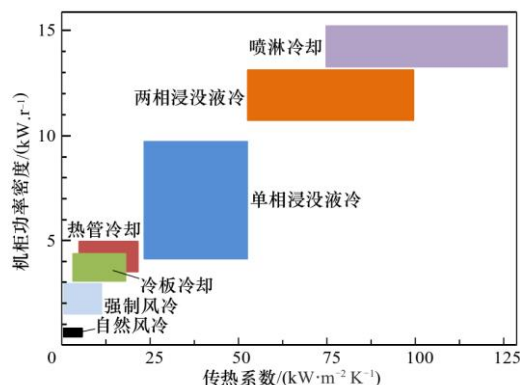
而在算力配套环节, AIGC 算力提升必然伴随芯片功耗提升; 散热将越来越贴近核心发热源, 预计将从房间级、机柜级向芯片级演进; 同时, 机柜功率超过 15kW 是风冷能力天花板, 液冷有望替代风冷实现更高效散热; 综合驱动芯片级液冷需求爆发。我们匡算 2025 年全球、中国 AI 服务器液冷市场规模 223-333 亿元、72-108 亿元, 达到百亿级别 (具体计算过程参考浙商通信团队《AIGC 加速芯片级液冷散热市场爆发》报告)。

图19: AIGC 催化芯片级散热需求



资料来源: 浙商证券研究所

图20: 不同散热方式产热效率



资料来源: 《绿色高效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》, 浙商证券研究所

3.4 第二曲线业务规模渐成

公司核心产品服务器及存储、GoldenDB 分布式数据库、云电脑等实现了金融、互联网、政务等行业头部客户的突破。2021 年公司国内政企业务收入同比增长超 40%, 服务器及存储营业收入同比翻番; 2022 年上半年公司第二曲线业务收入同比增长近 40%。

图21: 中兴通讯第二曲线部分业务发展情况

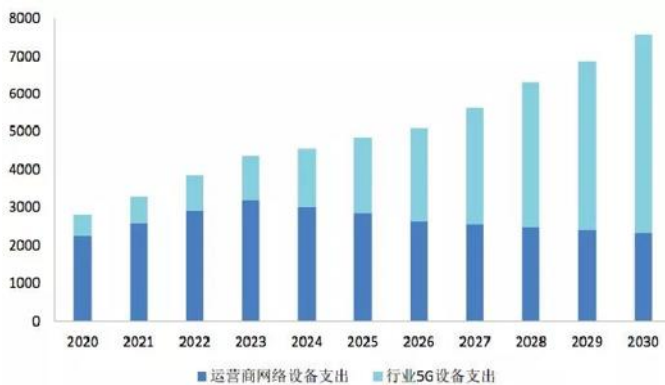


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司深度参与 5G 行业应用。

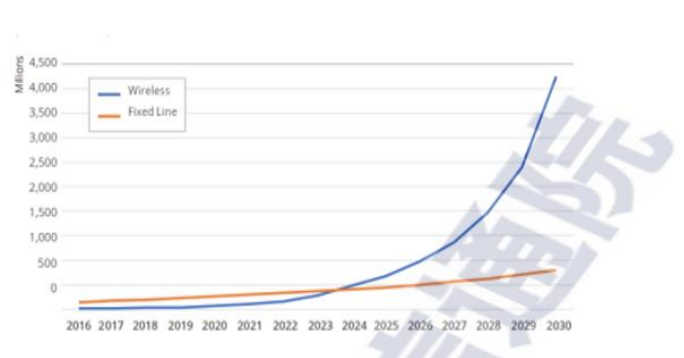
5G 行业应用向纵深发展。5G 专网投资开始逐步形成规模并且成为资本开支增长的重要驱动，中国信通院预计 2025 年后行业 5G 投资有望超越运营商网络。

图22: 各行业的 5G 网络设备收入规模可期（单位：亿元）



资料来源：中国信通院，工信微报，浙商证券研究所

图23: 全球工厂数字网联增长趋势



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

随着 5G 网络建设的持续深化，5G 行业应用向纵深发展，5G+工业互联网从辅助生产走向核心生产，进入“5G 全连接工厂新阶段”。

中国信通院《中国 5G 发展和经济社会影响白皮书(2022 年)》显示，5G 行业应用在制造业、矿山、医疗、能源、港口等 5G 应用的先导行业已实现规模复制，目前已在全国 523 家医疗机构、1796 家工厂企业、201 家采矿企业、256 家电力企业中得到商业应用，在文旅、物流、教育、智慧城市等潜力行业，5G 应用场景逐渐明晰，产业各方推动形成具有商业化价值的产品和解决方案。

工信部已给中国上海商飞发放第一张企业 5G 专网频率许可证，后续牌照发放有望持续推出，将进一步推进 5G 行业应用发展。

图24: 5G+工业互联网从辅助生产走向核心生产, 进入“5G全连接工厂新阶段”



资料来源: 公司官网, 中国电信, 浙商证券研究所

公司在工业制造、冶金钢铁、能源、政务、交通、文旅、媒体等 15 个行业与超过 500 家合作伙伴探索实践 5G 创新应用。中兴通讯南京滨江 5G 全连接标杆工厂、山东淄博汇丰石化 5G 智慧炼厂荣获“5G 行业应用奖”并入选“2022 年度 5G 全连接工厂十大标杆案例”。

冶金、钢铁、矿山为代表的大工业园区场景是垂直行业数字化转型中率先成熟、规模化的领域, 以矿山为例, 中国有 4000 多座煤矿, 智能化空间广阔 (参考国家能源集团准能集团准能 5G 智能矿山项目, 投资金额 5 亿, 其中 5G 网络建设投资 1.06 亿, 无人矿卡投资 3.9 亿)。

公司深度参与行业智能改造, 矿山特战队已经与中国煤科、中钢国际、中国平煤神马集团等达成战略合作, 携手行业伙伴开展超过 100+ 智能矿山建设; 冶金钢铁特战队与国家电投集团、广西金川股份等达成战略合作, 进一步深化与宝武集团、鞍钢集团、云南神火铝业的智慧工厂建设。

图25: 中兴通讯深度参与 5G 行业应用



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

AIGC 发展有望带来算力爆发式的增长需求, 公司多方位布局。

服务器领域, 公司不断推出高性能产品, 在运营商和行业市场持续获得认可。

公司 G4X 服务器计算性能 2021 年 6 月刷新 SPEC CPU 性能测试世界记录, AI 性能提升 200%, 通用算力、内存能力、IO 能力等方面获得大幅突破, 整体计算性能提升 50%。

2023 年 1 月公司推出 G5 系列服务器, 基于最新的英特尔®至强®第四代可扩展处理器, 内置加速引擎, 有效提升应用性能, 双路最大支持 120 核, 提供强大算力支持; 带宽性能提升 50%, IO 带宽提升 150%, 提供强大的硬件加速能力。其中 R6500 G5 异构算力服务器内置 10~20 个异构计算智能加速引擎, 满足 AI/超算等多样性算力场景需求。

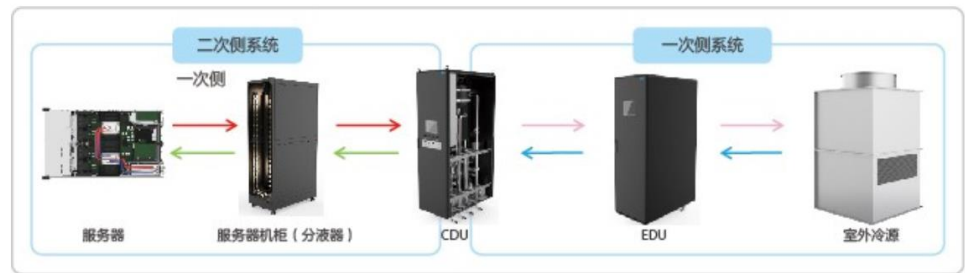
表2: 公司运营商人工智能硬件产品中标情况

运营商	项目	结果
中国移动	2021 年-2022 年人工智能通用计算设备集中采购	标包 1, 第一份额, 报价 2.33 亿元, 份额 50%; 标包 3, 第二份额, 报价 0.33 亿元, 份额 30%; 合计中标金额 1.26 亿元, 份额 10.9%
中国联通	2022 年人工智能服务器集中采购	标包 1, 第三名, 报价 3.06 亿元, 基础份额 18%

资料来源: 中国移动招标网, 天眼查, 浙商证券研究所

前瞻布局液冷，已经获取了 10 多项液冷技术专利，涉及液冷系统可靠性、强化散热、流量均衡等，覆盖冷板式液冷、浸没式液冷等主流的液冷技术，公司已经推出一体化液冷解决方案，自研高性能液冷服务器采用双路 Intel XEON 高性能 CPU、32 根内存条，可应用于大规模数据计算与存储场景，除了为服务器提供散热设计外，公司还优化了服务器的供电方案，并在硬件上采取 CPU 智能调频、硬盘自动休眠的方法，配合智能化的软件功效和电池管理，进一步全方面降低了服务器能耗。

图26：中兴通讯液冷系统架构（冷板式）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司是全球 ICT 领军企业，科技研发实力突出，未来第一曲线业务稳健增长，第二曲线规模渐成空间广阔，综合驱动公司成长性有望超预期，预计公司 2022-2024 年收入 1313、1498、1689 亿元；归母净利 83.0、97.4、112.0 亿元。

盈利预测关键假设：

- 1) 运营商网络：基于 2023-25 年运营商收入仍然呈不错的增长态势的判断，运营商资本开支总额 2023 年仍然有望实现增长，好于市场预期。公司电信运营商资本开支侧份额有望持续提升，基于芯片能力持续提升，以及随着 5G 网络的逐步建成，后续网络的升级扩容中，毛利率相对更高的网络系统软件等销售规模增长，推动毛利率的进一步提升。预计 2022-2024 年公司运营商网络收入增速为 10.0%、7.9%、5.7%。
- 2) 消费者业务：5G 时代万物互联，公司将整合中兴、努比亚、红魔等品牌，有计划有步骤投入；信息终端业务方面，公司当前行业领先地位，份额有望进一步提升，带动给公司消费者业务增长。预计 2022-2024 年公司消费者业务收入增速为 20.9%、21.3%、19.5%。
- 3) 政企业务：未来五年我国数字经济快速增长，面对数字经济行业机会，公司积极布局，聚焦政企客户需求，在高性能服务器、分布式数据库、端到端数字化转型方案及助力新基建的行业模组、高性能交换机、传输等领域，持续发力，政企业务空间广阔。AIGC 拉动算力增长预期进一步利好公司业绩。预计 2022-2024 年公司政企业务收入增速为 29.3%、31.5%、30.1%。

表3: 中兴通讯分业务预测 (单位, 百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
运营商网络	74018	75712	83272	89813	94913
yoy	11.2%	2.3%	10.0%	7.9%	5.7%
毛利率	33.8%	42.5%	42.9%	43.3%	43.5%
消费者业务	16160	25731	31099	37712	45063
yoy	7.8%	59.2%	20.9%	21.3%	19.5%
毛利率	23.6%	18.2%	19.0%	19.5%	20.0%
政企业务	11272	13079	16914	22247	28937
yoy	23.1%	16.0%	29.3%	31.5%	30.1%
毛利率	28.8%	27.1%	27.5%	28.0%	28.3%
合计	101450	114522	131285	149772	168912
yoy	11.8%	12.9%	14.6%	14.1%	12.8%
毛利率	31.6%	35.2%	35.3%	35.0%	34.6%

资料来源: 浙商证券研究所

4.2 估值分析

公司当前 PE TTM 18.4 倍, 大幅低于历史三年均值 26.6 倍。

图27: 中兴通讯 PE-TTM



资料来源: wind, 浙商证券研究所

选取紫光股份、锐捷网络、烽火通信作为可比公司, 公司收入规模和利润规模明显领先, 当前估值明显低估 (公司当前 PE TTM 18.4 倍, 可比公司 PE TTM 均值 47.4 倍)。

表4: 可比公司情况 (2023.2.21 收盘价)

代码	简称	总市值 亿元	2021 年收 入, 亿元	2021 年归母 净利润, 亿元	EPS-22E	EPS-23E	EPS-24E	PE-TTM	PE-22E	PE-23E	PE-24E
000938	紫光股份	701	676	21.48	0.85	1.05	1.28	32.07	28.75	23.29	19.17
301165	锐捷网络	236	92	4.58	0.99	1.32	1.78	47.52	42.07	31.34	23.23
600498	烽火通信	191	263	2.88	0.27	0.39	0.51	62.46	59.48	41.50	31.56
	均值							47.35	43.43	32.04	24.65
000063	中兴通讯	1428	1145	68.13	1.75	2.06	2.37	18.36	17.21	14.66	12.75

资料来源: wind 一致预期, 浙商证券研究所

4.3 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利 83.0、97.4、112.0 亿元，PE 17.2、14.7、12.8 倍，维持“买入”评级。

5 风险提示

- 1) 资本开支不及预期的风险：基于 2023-25 年运营商收入仍然呈不错的增长态势、运营商加大算力网络投资等，我们判断运营商资本开支总额 2023 年仍然有望正增长，但存在运营商 5G 网络高峰建设期过去，总体资本开支不及预期的风险；
- 2) 中美政策影响超预期：公司部分上游原材料来自美国供应商，如果美国相关政策变化超预期，存在对公司业务开展造成影响的风险；
- 3) 第二曲线增长不及预期的风险：公司第二曲线业务当前规模仍较小，包括汽车电子等业务尚未形成大规模销售，存在市场变化、技术变化等导致公司第二曲线业务发展不及预期的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	127871	155222	182203	209872
现金	50713	70090	86847	103931
交易性金融资产	1361	1361	1361	1361
应收账款	17509	21234	25436	29456
其它应收款	1059	1313	1348	1351
预付账款	607	563	631	784
存货	36317	40801	46704	53003
其他	20306	19860	19876	19985
非流动资产	40892	39982	39086	38144
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1685	1685	1685	1685
固定资产	9383	9382	9009	8430
无形资产	8095	7959	7710	7411
在建工程	1373	786	493	347
其他	20357	20169	20189	20271
资产总计	168763	195204	221289	248016
流动负债	78685	87561	97554	108237
短期借款	8947	8052	7247	6522
应付款项	33275	41635	49412	58395
预收账款	0	0	0	0
其他	36464	37873	40895	43319
非流动负债	36791	47368	55200	61638
长期借款	29908	39964	48008	54444
其他	6882	7404	7192	7195
负债合计	115476	134928	152754	169875
少数股东权益	1806	2051	2321	2617
归属母公司股东权	51482	58225	66214	75524
负债和股东权益	168763	195204	221289	248016

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	15724	12384	12227	13917
净利润	7036	8545	10011	11501
折旧摊销	4183	3123	3316	3424
财务费用	963	263	150	34
投资损失	(1564)	(1642)	(1725)	(1811)
营运资金变动	4308	9410	9506	10281
其它	798	(7315)	(9032)	(9512)
投资活动现金流	(10592)	(334)	(814)	(612)
资本支出	2197	(400)	(400)	(400)
长期投资	50	(11)	5	(3)
其他	(12840)	77	(419)	(209)
筹资活动现金流	2779	7327	5344	3779
短期借款	(1612)	(895)	(805)	(725)
长期借款	7294	10055	8044	6435
其他	(2903)	(1834)	(1895)	(1932)
现金净增加额	7910	19377	16757	17084

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	114522	131285	149772	168912
营业成本	74160	85001	97300	110424
营业税金及附加	787	903	1030	1161
营业费用	8733	9781	10634	11233
管理费用	5445	5777	6066	6334
研发费用	18804	21793	24937	28124
财务费用	963	263	150	34
资产减值损失	(1521)	(1744)	(1990)	(2111)
公允价值变动损益	1099	1110	1121	1110
投资净收益	1564	1642	1725	1811
其他经营收益	2173	1854	1762	1675
营业利润	8676	10249	11885	13645
营业外收支	(177)	(312)	(244)	(272)
利润总额	8499	9937	11641	13373
所得税	1463	1391	1630	1872
净利润	7036	8545	10011	11501
少数股东损益	223	245	270	297
归属母公司净利润	6813	8300	9741	11204
EBITDA	14163	14734	16860	18843
EPS（最新摊薄）	1.44	1.75	2.06	2.37

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	12.88%	14.64%	14.08%	12.78%
营业利润	58.59%	18.12%	15.97%	14.81%
归属母公司净利润	59.94%	21.83%	17.36%	15.02%
获利能力				
毛利率	35.24%	35.25%	35.03%	34.63%
净利率	6.14%	6.51%	6.68%	6.81%
ROE	13.71%	14.62%	15.13%	15.28%
ROIC	8.59%	8.90%	9.14%	9.31%
偿债能力				
资产负债率	68.42%	69.12%	69.03%	68.49%
净负债比率	34.49%	36.31%	36.81%	36.46%
流动比率	1.63	1.77	1.87	1.94
速动比率	1.16	1.31	1.39	1.45
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.72	0.72	0.72
应收账款周转率	6.86	7.32	7.91	8.50
应付账款周转率	3.82	3.42	3.13	2.95
每股指标(元)				
每股收益	1.44	1.75	2.06	2.37
每股经营现金	3.32	2.61	2.58	2.94
每股净资产	10.88	12.29	13.98	15.95
估值比率				
P/E	20.97	17.21	14.66	12.75
P/B	2.77	2.45	2.16	1.89
EV/EBITDA	9.94	8.65	7.01	5.68

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn