

中兴通讯 (763 HK)

2023 年利润率提高；预计 2024 年稳步增长

中兴通讯发布了 23 财年业绩。收入达 1,240 亿元人民币，同比增长 1.1%，与彭博预期一致，比我们的预测高出 3%。净利润同比增长 15.4%至 93 亿元人民币，比彭博预期低 5%，符合我们的预测。2023 财年的毛利率为 41.5%，比 22 财年增加了 4.34%。净利润率也呈现出类似的趋势，从 20-22 财年的 4.2%/5.9%/6.6% 上升至 2023 财年的 7.5%。由于持续的运营优化和降本（采用自研元器件），公司盈利能力稳步提升。

- 公司 4Q23 收入同比增长 14.7%，环比增长 21.5%；净利润同比增长 17.8%，环比下降 37.3%。净利润连续下降的主要原因是：1) 产品收入构成的变化导致毛利率下降（4Q 为 36.0%，3Q 为 44.6%），但消费者/政企业务部门采用内部研发的元器件，实现了成本优化，这在一定程度上抵消了部分影响；2) 员工福利和市场营销费用增加，导致 4Q 的销售费用和管理费用同比增长 42.5%。
- 按业务划分，1) 运营商网络业务的收入同比增长 3.4%，原因是国内有线和无线业务市场格局的优化，以及海外大国大 T 大网战略取得重要进展。2) 由于海外库存消化和竞争加剧，消费者业务销售额同比下降 1.3%，但国内家庭网络业务的增长抵消了部分下降。3) 受行业投资和重点客户建设的节奏影响，23 年政企业务销售额同比下降 7.1%。
- 展望 2024 年，我们认为中兴通讯有望抓住电信行业的新趋势，重点关注向 5.5G/6G 和人工智能计算能力的演进。维持中兴通讯（763 HK）的买入评级，目标价为 24.8 港元，基于 10 倍的 24 年市盈率，接近其三年平均水平。下一个催化剂是电信运营商的资本支出展望。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	114,522	122,954	124,251	133,717	142,644
同比增长(%)	12.9	7.4	1.1	7.6	6.7
毛利率(%)	35.2	37.2	41.5	41.9	42.0
净利润(百万人民币)	6,813	8,080	9,326	10,842	12,200
同比增长(%)	31.4	18.6	15.4	16.3	12.5
市盈率(倍)	11.2	9.6	8.4	7.3	6.5
股本回报率(%)	13.2%	13.8%	13.7%	14.3%	14.5%

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	24.80 港元
(此前目标价)	27.40 港元)
潜在升幅	38.4%
当前股价	17.92 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)	13,538.6
3 月平均流通量(百万港元)	162.0
52 周内股价高/低(百万港元)	31.95/13.58
总股本(百万)	755.5

资料来源：FactSet

股东结构

贝莱德	7.1%
先锋领航	4.2%

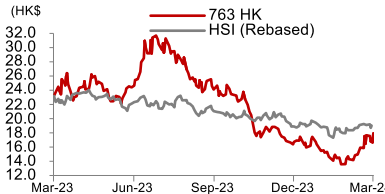
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	21.9%	18.4%
3 - 月	7.2%	7.1%
6 - 月	-25.6%	-17.2%

资料来源：FactSet

股价表现



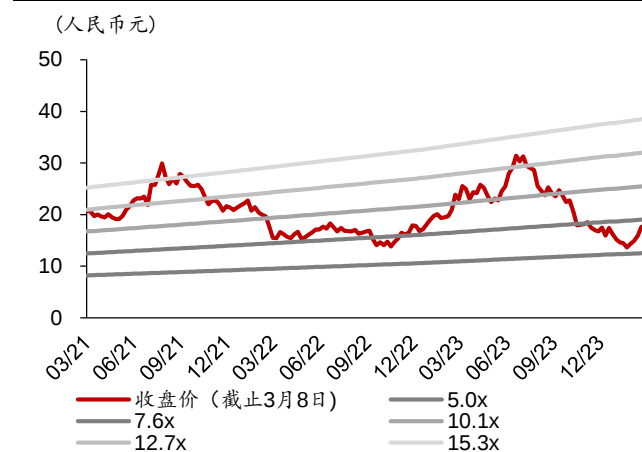
资料来源：FactSet

图 1:中兴通讯（港股）动态市盈率区间



资料来源: 公司资料、彭博、招银国际环球市场

图 2: 中兴通讯（港股）动态市盈率



资料来源: 公司资料、彭博、招银国际环球市场

图 3: 招银国际预测 vs. 彭博一致预测

百万人民币	招银国际预测		彭博一致预期		对比	
	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
销售收入	133,717	142,644	152,803	167,208	-12%	-15%
毛利润	55,973	59,858	57,549	63,404	-3%	-6%
营业利润	12,023	13,468	13,165	15,079	-9%	-11%
净利润	10,842	12,200	11,155	12,656	-3%	-4%
每股盈利 (人民币)	2.27	2.55	2.40	2.70	-6%	-6%
毛利率	41.9%	42.0%	37.7%	37.9%	4.2 ppt	4 ppt
营业利润率	9.0%	9.4%	8.6%	9.0%	0.4 ppt	0.4 ppt
净利率	8.1%	8.6%	7.3%	7.6%	0.8 ppt	1 ppt

资料来源: 彭博、招银国际环球市场

图 4: 招银国际最新预测 vs. 此前预测

百万人民币	最新预测		此前预测		对比	
	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
销售收入	133,717	142,644	126,542	134,289	6%	6%
毛利润	55,973	59,858	53,021	55,730	6%	7%
净利润	10,842	12,200	10,872	12,078	0%	1%
每股盈利(人民币)	2.27	2.55	2.23	2.48	2%	3%
毛利率	41.9%	42.0%	41.9%	41.5%	0 ppt	0.5 ppt
净利率	8.1%	8.6%	8.6%	9.0%	-0.5 ppt	-0.4 ppt

资料来源: 彭博、招银国际环球市场

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
营业收入	101,451	114,522	122,954	124,251	133,717	142,644
营业成本	(69,379)	(74,160)	(77,228)	(72,650)	(77,744)	(82,786)
毛利润	32,071	40,362	45,727	51,601	55,973	59,858
运营费用	(26,483)	(31,828)	(35,166)	(40,623)	(43,784)	(46,921)
销售费用	(7,579)	(8,733)	(9,173)	(10,172)	(11,147)	(12,106)
管理费用	(4,995)	(5,445)	(5,333)	(5,632)	(5,927)	(6,323)
税金及附加	(685)	(787)	(951)	(1,336)	(1,437)	(1,533)
研发费用	(14,797)	(18,804)	(21,602)	(25,289)	(27,216)	(29,033)
其他	1,573	1,941	1,893	1,806	1,944	2,073
运营利润	5,589	8,534	10,561	10,978	12,189	12,937
其他收入	238	250	196	173	186	199
其他费用	(644)	(427)	(239)	(228)	(246)	(262)
公允价值变动收益	39	1,099	(1,142)	(702)	(702)	(702)
投资收益	906	1,564	1,087	(205)	0	0
其他	(644)	(1,558)	(1,548)	(914)	(957)	(770)
财务费用	(421)	(963)	(163)	1,101	1,494	2,003
税前利润	5,064	8,499	8,752	10,203	11,964	13,405
所得税	(342)	(1,463)	(960)	(962)	(1,220)	(1,316)
净利润	4,722	7,036	7,792	9,241	10,743	12,089
少数股东损益	446	223	(289)	(85)	(99)	(111)
其他	16	0	0	0	0	0
净利润	4,260	6,813	8,080	9,326	10,842	12,200
资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	106,977	127,871	137,874	158,505	157,526	172,726
现金与现金等价物	31,403	39,071	47,072	51,013	61,729	62,746
其他货币资金	4,256	11,642	9,274	27,530	27,530	27,530
应收账款	15,891	17,509	17,751	20,822	15,610	20,855
存货	33,689	36,317	45,235	41,131	35,548	43,835
预付款项	322	607	279	242	381	353
交易性金融资产	1,037	1,361	514	153	148	158
其他流动资产	20,379	21,364	17,749	17,614	16,580	17,249
非流动资产	43,658	40,892	43,080	42,454	37,118	33,778
固定资产	11,914	11,437	12,913	13,372	14,282	14,221
使用权资产	1,047	815	1,080	1,557	1,383	1,133
递延所得税资产	3,437	3,195	3,719	4,146	4,016	4,260
无形资产	9,367	8,095	7,342	7,697	4,751	1,851
商誉	186	0	0	0	0	0
其他非流动资产	17,707	17,350	18,026	15,682	12,686	12,313
总资产	150,635	168,763	180,954	200,958	194,643	206,504
流动负债	74,395	78,685	78,424	83,030	76,746	81,824
短期借款	10,559	8,947	9,962	7,560	4,938	5,340
应付账款	17,152	21,717	19,075	18,931	16,961	19,420
应付票据	11,364	11,557	10,630	9,443	9,123	9,918
其他流动负债	20,322	20,362	21,057	32,206	31,338	31,507
合同负债	14,998	16,102	17,700	14,890	14,386	15,639
非流动负债	30,117	36,791	42,987	49,596	42,089	40,581
长期借款	22,614	29,908	35,126	42,576	35,289	33,367
租赁负债	718	532	789	960	930	987
递延收益	2,228	1,873	2,322	2,316	2,238	2,432
其他非流动负债	4,557	4,478	4,750	3,744	3,632	3,795
总负债	104,512	115,476	121,410	132,627	118,835	122,405
股本	4,613	4,731	4,736	4,783	4,783	4,783
资本公积	23,276	25,360	25,893	27,603	0	0
未分配利润	14,824	20,651	27,309	34,715	42,290	50,692
其他	584	740	703	907	28,510	28,510
股东权益总额	43,297	51,482	58,641	68,008	75,584	83,985
少数股东权益	2,826	1,806	902	323	224	113
总负债和股东权益	150,635	168,763	180,954	200,958	194,643	206,504

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	4,722	7,036	7,792	9,241	10,743	12,089
折旧	1,465	1,671	1,673	2,023	2,238	2,353
营运资金变化	(1,965)	2,615	(9,058)	(760)	7,871	(12,146)
其他	6,011	4,401	7,171	6,902	8,430	9,336
净经营现金流	10,233	15,724	7,578	17,406	29,283	11,632
投资现金流						
资本开支	(6,472)	(5,686)	(4,952)	(4,005)	(2,099)	(2,226)
收购与投资	(258)	0	0	0	0	0
其他	(610)	(4,906)	3,661	(16,897)	(230)	(373)
净投资现金流	(7,340)	(10,592)	(1,291)	(20,901)	(2,329)	(2,599)
融资现金流						
已支付股息	(2,951)	(2,618)	(3,688)	(4,836)	(6,328)	(6,497)
净借贷	(1,294)	5,309	5,442	11,164	(9,909)	(1,520)
发行股票所得现金	14,167	538	171	1,676	0	0
其他	(10,211)	(450)	(471)	(633)	0	0
净融资现金流	(290)	2,779	1,455	7,372	(16,237)	(8,017)
净现金流变动						
年初现金	28,506	31,403	39,071	47,072	51,013	61,729
汇率变动	37	(242)	260	66	0	0
其他	2,861	7,910	7,741	3,876	10,716	1,016
年末现金	31,403	39,071	47,072	51,013	61,729	62,746

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定。

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定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定。

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关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给非《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。